

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2004年11月17日（14:00～15:51）

11月18日（9:00～11:58）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 福井俊彦（総 裁）  
武藤敏郎（副 総 裁）  
岩田一政（ ” ）  
植田和男（審議委員）  
田谷禎三（ ” ）  
須田美矢子（ ” ）  
中原 眞（ ” ）  
春 英彦（ ” ）  
福間年勝（ ” ）

政府からの出席者：

財務省	石井道遠	大臣官房総括審議官（17日）
	上田 勇	財務副大臣（18日）
内閣府	浜野 潤	政策統括官（経済財政運営担当）

（執行部からの報告者）

理事	平野英治
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画局長	山口廣秀（17日14:44～15:51、18日）
企画局審議役	前原康宏
企画局企画役	内田眞一
企画局企画役	山岡浩巳
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局参事役	門間一夫
国際局長	堀井昭成

（事務局）

政策委員会室長	秋山勝貞
政策委員会室審議役	武井敏一
政策委員会室企画役	村上憲司
企画局企画役	神山一成
企画局企画役	正木一博

## I. 開会

福井議長

それでは定刻であるので政策委員会・決定会合を開催する。

(午後 2 時開会)

今日と明日の二日間の開催である。今日は財務省から石井総括審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いする。内閣府から浜野政策統括官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いする。議題であるが、今日は金融経済情勢に関する執行部の説明、質疑応答をしたいと思う。明日、情勢に関する討議、それから金融政策運営に関する討議等を予定している。会合の中でのご発言は全て記録をすることが前提となっている。委員及び政府出席の方々、そのことを十分お踏まえのうえご発言頂ければと思っている。

## II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

それでは早速議題に移りたいと思う。金融経済情勢に関する執行部の説明である。各説明毎に質疑応答をしたいと思う。金融調節、金融・為替市場の動向について、白川理事と中曾金融市場局長からお願いする。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告 (資料-1、2)

中曾金融市場局長

それではお手許の資料 1、2 (追加) に沿っていつものとおりご説明したいと思う。まず、図表 1-1 である。当座預金残高の推移だが、11 月 1 日改刷の新銀行券なのだが、これは予想以上に多く出た。それから 4 日に税揚げがあった。従って、月初は 30 兆～31 兆円台、やや低い水準であったのだが、足許は 32 ないし 33 兆円に回復してきている。短期金融市場の方は大変落ち着いた地合いが続いていて、オーバーナイトのコールは概ね 1/1,000% ないし 2/1,000% で推移している。11 月 8 日には外銀がやや纏

まったロット、マイナスのレートでコールを放出したので、 $-0.003\%$ と久方振りだがコールにマイナスのレートがついている。次に図表 1-2 で日銀当座預金の保有状況である。こちらは引き続き都銀、それから外銀が厚めの保有になっている。続いて図表 1-3、資金需給動向をご覧ください。先程申し上げたように、11月1日の新銀行券の払いが当初の予想を上回って、この日ネットの払い超幅は、銀行券 $-2.1$ 兆円と一日としては過去最大の規模になった。こうした銀行券要因によって足許の資金がやや不足方向に振れている。一番下の欄をご覧くださいと、16日まで $+0.1$ 兆円となっているけれども、銀行券は最終的に月中 $-1$ 兆円をかなり上回る払い超になる可能性もあるというふうに見ている。こういった銀行券による不足要因の他、財政の受払でも今月の下旬には国債の集中発行がある。それから、来月の初めには法人税揚げなどがある。年間で最も深い資金不足期が控えているので、私共としては資金供給を積み上げているところである。そこで、図表 1-4 で最近のオペの実施状況をご覧ください。まず全店手形買入であるが、10月下旬以降年度末越え資金の供給を行っている。11月1日には、新銀行券発行に伴う大幅な資金不足に対処するため、これは足利銀行の破綻以来ほぼ一年振りになるが、即日オペで $8,000$ 億円を供給した。9日以降のオペについては、落札レートが下限の $1/1,000\%$ まで低下している。次に本店手形買入だが、シャドーを付しているように10月29日以降3回札が割れている。それからCP・国債の買現先でも札割れが起きている。ただ、国債買現先については、11月入り後は札割れが生じていない。短国買入については、札割れがどちらかと言えればしにくいオペなので、11日以降は1回のオファーの金額、従来 $6,000$ 億円だったのだがこれを $8,000$ 億円に引き上げて実施している。以上のように、足許のオペレーションについてはややパフォーマンスが低下しているのは事実である。しかしその背景については、元々国債発行、それから法人税揚げ、こういった季節的な不足幅が深かったところに新券発行が重なったという、どちらかと言うと一時的な性格の不足要因が大きく、そうした中でオペの頻度の上昇を見越して、調達安心感がオペ先に広がったというふうに私共としては判断し

ている。もっとも、パフォーマンスが低下していると言っても、図表1-5に示しているように、以前には、例えば2002年の特に前半なのだがもっと厳しい局面もあった。このグラフは月中平均の落札レート、それから応札倍率を示しているので、札割れの頻度というものは表現されていないのだが、実際にちょっと数えてみると、この時色々なオペが割れているのだが、(1)に示す本店の買入手形オペだけでも2002年の1月から4月の間に連続して33回の札割れが生じている。このように札割れが頻発した当時に比べれば、足許の状況はまだ軽度にとどまっていると言えると思う。いずれにしても、12月半ば以降は年金の定時払いなどもあって、資金需給上は余剰局面に入ってくる。それから、旧券もいずれは還流してくると思っている。従って私としては、オペの運用面でさらに工夫を凝らせるところは凝らしながら当面は凌いでいく、そういったことによって当座預金ターゲットの維持を支障なく果していくことができると考えている。次に図表1-6はABC Pの買入である。前回決定会合以降、11月10日に買い入れを行っていて、これにより累積買入額は1.6兆円、残高は1,300億円になった。続いて金融・為替市場の動向である。図表2-1を開いて頂きたい。まず、(2)のターム物の金利なのだが、全般に低位安定している。特に短国レートは、投資家が積極的にキャッシュ潰しの購入を続けているので、FBの3Mは下限の1/1,000%に達している。それからTBの6M、1年物、こちらも低下してきている。続いて図表2-2で金利の先物のカーブについてご覧頂くと、緩和的な状態に変化はない。黒い太線が示すように前回決定会合以降ほとんど動いていない。長期金利、図表2-3だが、こちらも動きが乏しい状況が続いている。機械受注であるとか、あるいは7~9月のGDPなど国内の経済指標が予想比下振れをしたということもあって、景気の先行きに対する慎重な見方が根強いことが背景というふうに思っている。もっとも、景気が失速するとまでは見られていないので、投資家にとってはさらに債券を買い進むことも難しい状況になっている。従って、10年債で言うと1.5%近傍の水準を横這う状況が続いているということである。また、下のグラフにご覧頂くようにボラティリティ

の方も大きな変化は見られない。図表 2-4 でイールド・カーブをご覧頂いても、(2) のグラフに示すように前回決定会合以降大きくは動いていない。図表 2-5 だが、日本の長期金利が依然横這い圏内の動きを続けている一方、米国債の利回りは足許では上昇してきているので、日米の金利差が少し開いてきている。こういった中で図表 2-6、我が国の債券市場の参加者がどういった点を注目しているか、注目する金利変動要因を直近のサーベイ結果で見ると、こちらは (1) のグラフに示してあるけれども、引き続き足許でもグレーの部分、つまり景気動向が強く意識されている様子が窺える。それから (2) のグラフなのだが、極く最近に至って、これは×印の折れ線であるが、為替動向、為替での円高進行が金利の低下要因として意識され始めていることも見て取れるように思う。続いてクレジット市場、図表 2-7 に参りたいと思う。こちらは基本的にタイトな状況が続いていると言って良いと思う。(1) の右端でダブルB格の社債の対国債スプレッドが拡大しているが、これはこのところの格付け機関、特にムーディーズなどによる日本企業の格付け引き上げラッシュの影響によるものである。どういうことかと言うと、従来ダブルB格に含まれていた相対的に良い銘柄が上位格付けに遷移している。それで、相対的にスプレッドの厚い銘柄が調査対象のダブルB格のグループに残存することになって、結果としてダブルB格の全体のスプレッドが拡大しているという理屈である。次に、銀行債のスプレッドを図表 2-8 でご覧頂く。(2) とか、あるいは (3) のCDSのプレミアムに示されるように、足許ややタイト化している。これは銀行の格付けの引き上げといったのが一つある。それから不良債権処理の進捗、こういったものも好感されていることが背景と見ている。続いて株式市場である。図表 2-9 に参る。株式相場については、まず (2) の米国株価をご覧頂くと、細い線のNASDAQの方は、割合この間底堅く推移してきている。それから、アメリカの大統領選挙後は、太線のダウの方も上昇してきている。(1) で示しているように、これをいわば追随するような形で日本株も上昇してきている。ただ、(3) にあるけれども、その上昇幅というのは相対的にアメリカなどに比べると

小幅にとどまっている。日本株の上昇を抑えている要因としては、一つは機械受注、あるいはGDP、こういった国内景気指標が予想比下振れをしたということがある。もう一つは為替の円高の進行も指摘することができるように思う。次に、図表2-10で主体別の売買動向をご覧頂くと、まず海外投資家の直近のところが2,800億円という大幅な買い越しになっている。これは、米国の大統領選挙後にいわゆるグローバル投資家が日本株投資意欲を再び強めていることが背景というふうに見ている。一方、事業法人が買い越し、銀行が売り越しとなっているのは、特殊要因で、三井住友銀行の公的資金返済によるものである。すなわち取引形態としては三井住友ファイナンシャルグループがRCCから自己株を買い戻したのだが、統計上は持ち株会社のファイナンシャルグループが事業法人、それからRCCは金融機関に分類されるために銀行が売り越し、それから事法が買い越しとなった訳である。この要因を除くと事法、銀行とも大きな変動はない。それから株価を左右する一つの要因が企業業績の行方というふうに言って良いと思うのだが、この点、(3)の日本のグラフで丸の折れ線で示された日本の上場企業の2004年度収益見通しは、時を経るにつれて段々上方修正されてきていて、足許の収益の好調さが現われている。一方、三角印のマークが付いた折れ線グラフ、2005年度の収益見通しは依然増益ではあるが、このところやや下方修正されてきている。このように企業収益は足許で非常に好調なのだが、その拡大ペースにさすがにややピークアウト感が出てきていて、このことも日本の株価の上昇に今一つ弾みが付きにくい背景の一つと見ている。一方、株価を左右するもう一つの要因なのだが、原油である。こちら図表2-11なのだが、原油価格についてはこのところ反落していて、投機筋の資金の先物市場への流入もこのグラフが示すように足許では急減している。従って、先程言ったグローバル投資家の投資意欲がここへきて高まっているということと重ね合わせると、株式市場を巡る環境は10月の頃より全体として見れば改善してきていると見て良いかと思っている。図表2-12で為替市場の動きなのだが、外為市場では10月下旬以降米国経常赤字の問題が意識されて主要通貨に対してドル

安が進んでいる。現在は水準的にはやや落ち着いているが、基本的にはドル安圧力が強い状態が続いていると見ている。足許、(1)で示しているドル/円相場では105円、それからユーロ/ドルは1.30ドル、こういった水準を試す展開になっている。(3)で示しているドルの名目実効相場も10月以降かなり低下してきている。次に、ちょっと足許の動きをご覧頂く。図表2-13は色々書いてあるのだが、基本的にはブッシュ大統領の再選はドル高要因というふうに本来は見られていた。また、再選後は、この表にもあるけれどもアメリカの雇用統計の上振れとか貿易収支の改善、さらには昨日の9月の対米証券投資も予想より良かったと、こういった本来はドルサポート材料となる指標も出てきている。にもかかわらずドルのベア・センチメントが強い状況が続いている。なぜかということなのだが、図表2-14を開いて頂きたい。幾つか要因があると思うのだが、一つはブッシュ大統領が再選を果たした後も、これは(3)で示しているが、財政赤字の問題がある。財政赤字を削減するスタンスが大統領から示されなかったことが市場では指摘されている。このため(2)で示しているけれども、経常赤字の問題を解決するには為替調整しかないのではないかと、そういった思惑が働き易くなっているということを指摘できる。それからもう一つが、ブッシュ大統領が対テロの強硬姿勢を示していて、これも地政学的リスクを高めるとしてドル安材料として意識されている。図表2-15でフロー面の動きも見ると、まず短期筋なのだが、(1)で示しているIMMのポジションはこのところ円のロング、ドルのショート・ポジション方向にかなりポジションとしては積み上がってきている。しかしこれは言ってみればどこかで買い戻しが入る、そういった性格の資金である。この点、最近為替市場でよく取り沙汰されるのは、こういった短期筋以外の主体によるフローである。具体的にあがっているのは、一つは中東のオイルマネー、それからアジアの中銀筋のフローというものである。このうち中東のオイルマネーは、地政学的なリスクを嫌って、一部をドル以外の通貨にシフトしているのではないかというものである。それからアジアの中銀筋については、外準のコンポジションを多様化しているのではないかと、といったもの

である。こういったフローは、定量的に捕捉することは難しいのだが、盛んに市場で取り沙汰されていること自体がドル安センチメントを煽っている面もあるように思う。こうしたことを背景に、(3) のリスクリバーサルグラフが示すように、足許ではドル安圧力が強い状態が続いている。これに対して、相対的に強めの米国の景気指標、それに円とかユーロについては介入警戒感がそれなりにあること、さらに我が国の輸出企業も今のところ慌ててヘッジのドル売りを行っていない、そういったことが一方的なドル安の進行に取り敢えずはチェックを掛けている。以上のように、金利については短期、長期ともに落ち着いて推移している。一方、アメリカの大統領選挙後、グローバルな投資家が投資姿勢を活発化していることから、株価が、アメリカの株価を追ってジワリと上昇を始めている。しかし足許の円高の他、先行きの景気に対する慎重な見方が底流しているため、金利も、株も、弾みの付きにくい状態が続いているといったようにサマリーできる。私からは以上である。

福井議長

ご質問等あればどうぞ。

須田委員

今、弾みが付きにくいとおっしゃったが、ということは、今までみたいにレンジ相場のようなものへとまた動き出すのか、それとも、やはり一度弾んでしまったらどこかに行ってしまうというふうに考えられるのか。その可能性はと言えばどうか。

中曾金融市場局長

まず、多分、株価については、今申し上げたように少し動き始める兆しがあると思う。これはグローバル投資家が動き始めたというのが起点になると思うのだが、もしあまり円高が進まないで、株価が少しずつでも上がっていくのであれば、これに伴って金利もジワリと上がっていく可能性



はあるというふうに見ている。いずれにしても割とゆっくりしたプロセスになるのではないかという感じが今のところはする。一挙にエネルギーが放出されるという感じでは今のところはないというふうに見ている。

#### 福間委員

先程、2002年の資金余剰の状況と、今の状況において、札割れがそれぞれ33回と3回と言っていた。これらの背景についてはどういうところに違いがあるのか。今回と前回と。

#### 中曽金融市場局長

この2002年の前半というのはちょうど2001年の12月——その前年の12月——に当預のターゲットが6兆円であったものが10兆ないし15兆円に引き上げられた、その直後であったということである。従って、どんどんオペ残を積み上げていかざるを得なかったという中で、余剰感が強まり札割れが生じた。それでも構わず当預の積み上げに突き進んだというのが多分当時の状況ではなかったかと思う。先程本店手形買入だけで33回連続というふうに申し上げた。ちょっと他も数えてみたのだが、国債買現先オペなども46回連続して割れている。それから短国買入、これは割れにくいと我々思っているのだが、これもその時は16回位、これは連続ではないのだが割れている。そういった状況が続く中で、恐らく9月越えの資金なども供給するような局面に入って漸く落ち着きを取り戻したのだというふうに思う。だから当時との差というのは、まず、今は、急速に当預を積み上げていかざるを得ないというような状況ではないということだと思う。先程申し上げたように、今回はあくまで資金不足要因によるものであり、それは一時的な要因という面が強いので、ここ1か月位が一番負担の掛かる局面で、それを抜ければある程度楽になるのではないかというふうに思う。

福間委員

それともう一つは、あの時はペイオフの部分解禁で、大手行にワッと流動性が集まったというようなことがあったな。

中曽金融市場局長

おっしゃるとおりである。今一つ申し忘れたが、その点もちょうど2002年の3月がそういう一つの節目のタイミングであったということもある。

福間委員

今回の場合は、後の方はないということだから、今から札割れがさらに起こるといようなことはあまりないものと期待しているが。そういう面では、日銀としてもマネージャブルな状況にあるということだな。

須田委員

銀行券の戻りについては、12月に掛けてどういうふうに見ているのか。

中曽金融市場局長

その点はこれまでも色々予測してそのとおりにならなかったので何とも言えないのだが、恐らく11月は今申し上げたような感じで戻りが遅い状態が続く。それで12月は出入があると思うのだが、恐らく季節性も勘案すると本格的に戻るのには1月になってからかなと思う。1月は例年お正月が明けてドーンと戻ってくるのだが、その辺りに相当戻りとしては大きくなるのではないかと今のところ予測している。ただ、実際にはちょっとどうなるか本当によく分からないところが多い。

須田委員

戻ってこないと言うのであれば、出ていくという方について、12月にあまり出ないかもしれないということはあるのか。

中曾金融市場局長

12月は勿論年末なので、これも多分出入があると思う。そういうプロセスを経たうえで、恐らく本格的に戻りが大きくなるのは1月の頭位だろうかというふうに思っている。

白川理事

銀行券については、後の企画のセッションでまたもうちょっとご説明する。

須田委員

了解した。

福間委員

為替だが、今度G20をやるというのだが、今回の場合、タイや韓国がドル買い介入しているほか、先程指摘があったように、例の地政学的リスクから、スイスフランが非常に高い水準に達しているなど、ドル安の影響に広がりがある。昔はG7の通貨が中心だったけれども、現在はかなり一般的な問題となっている。例えばブラジルリアルも、このところ4~5%上がっているということで、何かやはりドル安がワールドワイドになっている。場合によっては、韓国のように金利政策、金融政策さえも変えてしまうというようなことで、何となく広がりとともに根っこも深い部分があると感じられるのだが、どうか。

中曾金融市場局長

今回の一つの特徴はまさにおっしゃったとおりドルの全面安であろうというふうに思う。これはおっしゃったように、アジアの通貨で例えば韓国ウォン、シンガポールドル、この辺は対ドルで今年の最高値になっている。そういったことなども反映して、例えば図表2-12に示しているように、ド

ルの名目実効相場は、90年代半ば以来のドル安水準になっているので、確かにそういった部分が、今回局面の大きな特徴になっているというふう  
に思う。繰り返しになるが、勿論、短期筋の動きもあり、よく分からない  
のだけれども、ややドルの売り切りの大きなフローもドル安の底流・背景  
にあるのではないかというふうに言われている訳である。

福井議長

他に宜しいか。それでは海外の経済情勢について、平野理事と堀井国際  
局長からお願いする。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

本日配布したお手許の資料、決定会合資料3の参考計表（追加分）をご  
覧頂きたい。図表1でアメリカ経済を確認したいと思う。いつものとおり  
シャドーが掛かっているのが前回会合以降判明した計数である。全体とし  
て、国内民間需要に支えられて景気拡大が続いている姿を示している。夏  
場には景気拡大力が弱まる兆候も幾分見られたが、その後再びバランスの  
取れた拡大を示すものが増えてきている。1. 実質GDP成長率を見ると、  
第3四半期は年率3.7%とますますしっかりした成長となった。需要項目  
別には、個人消費が自動車など耐久消費財を中心に伸びを高めた。GDP  
については後でもうちょっと触れたいと思う。より最近の個人消費につい  
て、5. 小売売上を見ると、9月に前月比1.6%と高い伸びを示した後、10  
月も+0.2%と堅調な動きを示している。今月末から始まるクリスマス  
セールについても、小売の業界では前年比4~5%の増加を見込んでいる  
ところである。また、設備投資の先行指標である9. 資本財受注であるが、  
9月前月比は+2.8%、第3四半期を括って見て前期比2.4%のプラスとそ  
こそこの増加を続けている。この間、10. 財・サービスの貿易収支は、9  
月には輸入の減少を主因に赤字幅が縮小したが、第3四半期を平均すると  
519億ドルと既往ピークの赤字を記録している。一方、供給サイドを見る

と、11. I S Mは製造業、非製造業ともに分岐点の 50 を上回っている。

15. 雇用者数である。10月、337,000人の増加と久方振りにかなり大きめの数字となった。併せて、前2か月の計数も上方修正されている。これらについても後で少し詳しく述べたいと思う。

14. 失業率は、雇用の増加とともに労働市場への参入も増えたことから5.5%へと僅かに上昇したが、この上昇は一時的なものとしている。また、16. 昨日公表されたP P Iであるが、10月前月比は+1.7%と、エネルギー、それから野菜の高騰を主因に大幅に上昇した。しかし、ここに書いていないが最終財のコアの前月比は引き続き+0.3%と落ち着いている。

図表2、第3四半期の実質G D Pの需要項目をご覧頂きたい。(2)であるけれども、先程述べたように個人消費が伸びを高めるとともに、住宅投資も前期に高い伸びを示した訳だが、その後も増加している。また、設備投資も高い企業収益を背景にまずまずの増加となった。この間、在庫投資は減少したが、景気の持続力の観点からはむしろ良いバランスとなったと言えるかと思う。それから純輸出については、引き続きマイナス寄与が続いている。ただ、先程説明した9月の貿易収支の計数がここには反映されていないので、今月末に改めて発表されるG D P速報では、この分全体の成長率が幾分上振れするかもしれない。

(2)の一番下、個人消費デフレータのコアを載せているが、第3四半期のインフレ率は、年率+0.7%となった。実に1962年第4四半期以来の低いインフレ率となった訳である。

図表3で雇用者の動きを見たいと思う。10月は(1)にあるように337,000人の増加となったが、表の中にあるように建設だけで71,000人もの増加となっている。これはハリケーン被害の復旧によって嵩上げされているものと見られる。また、表にある政府部門の41,000人、それから表には載せていないが人材派遣の増加というのが48,000人あって、これらには大統領選挙の影響があるとも見られている。今後の景気動向を占う際には、これらについてはある程度割り引いて見るべきかと考えている。そうした一時的な増加も含めて雇用者の動きを均して見ると、(3)で3か月移動平均を書いてあるが、足許の状況は夏場よりはしっかりした増加ではあるが、90年代の増加ペース、それか

ら今年の初めの情勢といったものに比べると、やはりゆっくりしたものと言えるかと思う。つまり、10月の雇用者数の増加で景気のパスが急に変わったということではなくて、雇用が緩やかに拡大するもとの、2005年に掛けて景気も、潜在成長率を幾分上回るところから潜在成長率に向けて緩やかに収束するという標準的な予想に沿った展開をしていると考えている。図表4でユーロを見たいと思う。1.にある第3四半期の実質GDP成長率は、年率+1.2%に減速した。需要項目は12月の初めにならないと発表されないが、想像するに純輸出の減少が響いていると見られる。それから個人消費も、3.小売売上から見て停滞した可能性が強い。それから10.鉱工業生産といったところも第3四半期に停滞している。図表5-1に参りたいと思う。中国経済である。1.中国の2.生産は、10月も高い伸びを続けた。しかし部門別に見ると、重工業の中に入るのだが、自動車生産は10月には大きく減少している。それから4.消費財小売上といったものも、全体では変化に乏しい訳だが、ここでも自動車販売の伸びが10月には大きく減退している。それから5.固定資産投資は年初来10月までの累計でここに書いてあるが、前年比+29.5%と、単月はまたこれも書いていないが、単月で見ても+26.4%と高めの伸びが続いている。この間、9.物価に関しては、10月は食料品の伸びの鈍化から全体でもここにあるように前年比+4.3%と、第3四半期の平均的な伸びよりも低い伸びとなっているが、実は食料品を除いてみると前年比が+1.3%になって、第3四半期に比べて切り上がっている。図表5-2(2-1)でNIEs、ASEANの輸出を見たいと思う。増勢テンポが鈍化した後、このところ踊り場が続いている。各国ともそういった感じではある。それから図表5-3(6)で、ちょっと駆け足になるが、物価を見ると、マレーシアとフィリピンを除いて騰勢が一服している。いずれも食料品価格の騰勢鈍化を反映している。次に金融に参りたいと思うが、図表6である。(2)アメリカの株価は、10月25日を底に1割弱回復している。原油価格の反落、それからアメリカ大統領選挙終息に伴う政治の不透明感の払拭、強めの雇用統計とFOMCの景気へのやや強気の見方、さらに最近ではハイテク企

業の好決算といったものが株価回復の材料となっている。景気拡大予想が強まるにつれて、(1) 長期金利も幾分上昇し、現在 10 年物国債流通利回りは 4.2%程度になっている。(5) 短期金利の市場予想を見ると、来月の FOMCでの 25bps の利上げはかなりの程度織り込まれている。来年 3 月までにさらに 25bps、つまり水準としては 2.5%に達するという見方は 100%織り込まれている。一部でそれを上回るものも見ている。この間、(3) (4) のリスク指標は、リスク回避度が一段と低下している様子が見える。図表 7、欧州の金融指標も、株価やリスク指標はアメリカと同様の動きをしている一方、(1) 長期金利であるが、これは先行き景気への不安から一段と低下していて、ドイツ国債 10 年物利回りで見ても 3.8%を割り込んでいる。市場で ECB の利上げ期待が少ない様子は (5) から見えるところである。この間、エマージングに関しては、ドル安が進む中、概ね自国通貨高、株高、債券価格高といったもののトリプル高となっている。ただ、フィリピンでは財政赤字終息の期待が乏しく、加えて目標を上回るインフレの加速といったものもあって、株価、債券価格ともに軟調に推移している。以上のように、アメリカ経済と中国経済に拡大のモメンタムが続く中で、ユーロエリアではむしろ成長率が下振れ気味である。東アジアも景気拡大の動きがスローダウン気味となっている。私からは以上である。

福井議長

ご質問等あればどうぞ。韓国は周辺のアジア諸国に比べて一層調子が悪いという感じか。

堀井国際局長

然り。

福井議長

何か特殊要因があるのか。

堀井国際局長

一つは、やはり前々から申し上げていたが、家計債務の増加というものがボディーブローのように効いているということと、エネルギー価格に対する vulnerability が取り沙汰されているが、現に物価もここにあるように 3.8、前年比で +3.8% であって。

平野理事

総裁の今のご質問は、輸出についてか。

福井議長

いや、経済全体についての質問である。

平野理事

経済全体か。失礼した。

堀井国際局長

輸出は勿論ここで頭打ちになっているが、プラスこの内需面での弱さがあって、ご承知のように続けて利下げを韓国銀行はやっている。

福井議長

I T の影響がより強く出ているということもあるのか。

堀井国際局長

難しいところだが……。

福井議長

サムソンなどは引き続き好調なのか。



堀井国際局長

サムソンの一人勝ちと言われている。

平野理事

一つは、ITについては、多分、輸出面に影響が出ていると思う。それから、サムソン自体は好調なのだが、なかなか国内で設備投資を行わず海外に積極的に出ていっているという部分があり、それが設備投資が盛り上がらない一つの要因であるとの指摘もある。その背景には、韓国の労働組合の問題があるというふうにも言われている。韓国は先週金利を3.25%であったか、3.5%から3.25%に下げた。ただ一応、金融政策はインフレ・ターゲティングのフレームワークでやっていて、コアで確か2.5±1%というレンジをターゲットしているのだが、そのコアの物価が今3.4%まで上がってきてしまって、結構上限に張り付き気味なので、韓国銀行としては相当苦しい利下げの判断であったろうと思う。

岩田副総裁

宜しいか。今度は中国の利上げなのだが、利上げがあったので一部で短期の投機資金がかなり流入してきて、それでマネーサプライがコントロールできなくなって、量が増えて、利上げしたけれどその分は効果が相殺されるのではないかという議論があるのだが、それはどのような感じで見られるか。

堀井国際局長

マネーサプライの伸びは10月まで出ているが、ずっと前年比は横這いである。一応目標値を彼らは持っているのだが、それを下回り続けている。昨日、実は四半期の貨幣報告というのが中国語のみで出ていて、今ちょっと手分けして一生懸命読んでいるが、何と云うか、一応ああいう政策をやって、直接的なやり方でも取り敢えずコントロールはそこそこできるな

という感じで中国の当局は見ている。自信を持っているような感じが行間から出ていて、92年、93年、94年と、ランナウェイ・インフレーション的になったのだが、あの時とは違うなという感じをどうも持っているようである。それで、利上げをした後、むしろ下に潜っていた資金が少し表に出てきている。プラスの効果も確認していて、その面からも好ましいという感じを持っていた。あとひと月位様子を見て、それで党と国務院との工作委員会というものでその経験をもう一回点検するという、どうもそういう作業に入っている。

#### 須田委員

中国の説明の中で自動車の話をされたのだが、結構在庫が増えていって、突然生産もストップしてしまった。それがいつ頃回復するかということについては、消費者が高くなったことを実感したため、これから当分買い控えしてしまうのではないかという見方もあるという記事も見たのだが、その点についてはどういうふうに見ているのか。

#### 堀井国際局長

まず統計的にどこまでがファイナルセールで落ちているのか。一応小売ということにはなっているが、伸びが2%位まで急に落ちているけれども、ディーラーのところでの仮需がかなり増幅していた。生産のところはマイナスになっているのは、これも明らかに在庫の仮需で持っていたものがブワッと捌けてしまったと、こういうことだと思う。捌くために生産をガッと落としているということだと思う。従ってまずその辺の全体の、そもそもあった仮需の規模がどれだけあったのか、今はまだよく分からないということである。

#### 植田委員

中国だが、マネーやクレジットの伸び率で見ると、転換がはっきりしているな。

堀井国際局長

その前からか。

植田委員

2003年の終わり位に掛けて。

堀井国際局長

然り。

植田委員

ずっと下がってきているが、生産だとそういうパターンが読み取れなくもないが、もっと緩やかであるな。他の指標でももうちょっとはっきりしない面が多いけれども、その差はどういうふうに見たら良いのか。

堀井国際局長

回転が上がっているとしか言い様がない。これは結果であるから、繰り返しになるが、裏に潜っていて、中央銀行貸出を迂回するようなかたちでの資金仲介が広くなされてきたと言われているので、その分で賄ってきたとしか…。

植田委員

日本についてだと今の質問は馬鹿みたいな質問なのだが、中国だとマネーのクレジットはもう少し実体経済との差が高いとよく言われるので。

堀井国際局長

M2が、8月、9月、10月と13%台で大体横這い、もうちょっと前はもっと高かった訳で、そういう意味では、そのコントロールもしてきたということだと思う。貸出も13%、14%ですずっとこのところいつている。従っ

て、マネタリー・コントロールの方は目標をちゃんと達成している。実際の生産の方は非常に高い。特に固定資産形成が今申し上げたような状況であるので、2割、3割とか伸びていると思う。

平野理事

残高の前年比で見ると、確かに数字がインCONSISTANTであるように一見見えるのだが、マネーストックそのものはこの数年間で相当上がっている。だからそれとの対比で見れば、割合高めの鉱工業生産をこれまでの信用拡張もあって高めのマネーが支えているというふうにも見えるかなというのが一つの解釈である。もう一つは、どの位の寄与度があるか分からないのだが、直接投資の流入ペースが上がっている。去年がざっと500億ドル、今年は9月までの累計で既に500億ドル超えているということだから、去年と比べると2割位増えていることになる。その分がファイナンスに回っているという面もあるのではないかなという気はするのだが。

堀井国際局長

直投はただ数字の取り方を厳しく取るというふうに去年から変えている。

平野理事

そうか。

堀井国際局長

直投が入っていることは理事の全くおっしゃるとおりで、沢山入っているということでファイナンスは回っているのだが、それが2割なのか1割なのか、ちょっとその辺はよく分からないのである。

田谷委員

ヨーロッパの方に行って良いか。

福井議長

どうぞ。

田谷委員

先程のお話だと、ドイツとアメリカの長期金利差がちょっとこのところ拡大している。例えば、アメリカの10年物は4.2%を少し超えた位になっているのに、ドイツの方は3.8%を切って3.7%位である。先程のお話だと、ドイツの成長率予想がちょっと下がってきたからではないかとおっしゃったのだが、例えば去年のあるところまでドイツの金利もアメリカをずっとコンスタントにオーバーしていた訳だ。それが同じ位になって、0.1%位差が出てきて逆転した。なぜここにきて、例えば0.4%とか0.5%拡大したのを、ドイツの成長率によるものと言い切れるのか。あれは為替の動きと関連しているのか。それと、どうもユーロの長期金利は一本化しているようだ。しかもドイツなどがちょっと具合が悪いが、全体としては具合はそんなに悪くないということからすると、予想される成長率差で長期金利の相対的な動きを説明することができるのかなと。どういうふうに思われるか。

堀井国際局長

ここへきて現象面でやはり起こってきているのは、ヨーロッパ、とりわけドイツの成長下振れというところがクローズアップされている。アメリカの方は比較的しっかりしているということで長期金利もアメリカでは上がる一方、ドイツの方は下がっているというのが素直な理解だと思う。ただ、そうなると最もパズリングなのが、ではどうして為替が、強い経済のアメリカの部分が減価して、むしろユーロにいつているのかというところである。だからそこには、アメリカサイドからコメントすれば、やはりそれはECBの金融政策がオーバーキルになっていて、それでそれが実質金利高、それで為替高を通じて因果関係としてはそちらからヨーロッパの

景気後退、とりわけドイツの景気後退を導いているのだというアメリカサイドのコメントをする人はいる訳だが、果してそうして見て良いのか、今のところまだ起こったばかりなので、もうちょっと様子を見たいと思う。

#### 平野理事

物価の予想が若干下方修正されている面もあるのではないかという感じがする。足許の物価は元々低いところにあり、大きな変化などは観察されないのかもしれないが。一つは今、堀井国際局長が言った政策要因に関連するが、ドイツの経済にとってはちょっと高過ぎる実質金利が、景気や、物価の見通しに影響を与えているほか、ユーロ高にも繋がっている可能性がある。特に輸出に対する依存度が大きいドイツ経済にとってはそういう面が無視できない。それから最近の賃金交渉で、シーメンスなどのグローバル企業に組合が譲歩する格好で、抑制的な賃金を飲まされたというか、いわゆる賃金が上がらないというような新しい環境が出てきている。こうした要素を全部組み合わせると、将来の予想物価に対する期待が下振れている可能性はあるなど。

#### 田谷委員

ちょっとよく覚えていないのだが、例えばここ13年から14年考えても、日米の長期金利差は非常に小さい。多分0.4%とか0.5%にまで拡大したことがないのではないか。そうすると何か特殊なことが今起こりつつあるのかなとも思うのである。

#### 植田委員

私も先週ニューヨークでその点を聞いてみたのだが、マーケットの人の感じは、為替・国際資金フローは、短期的な景気変数はあまり見ていなくて、アメリカの赤字を見て、アメリカから逃げ出している。逃げ出していった先で、例えばユーロに入る。全部為替だけのポジションではないので、入った先で株や債券を買っているのだから、債券高、株高になっている。アメ

リカだけはアメリカの景気に国内の債券と株がちょっと反応している、というやや取って付けたような説明だが、センチメントとしてはそういう感じである。

福間委員

そうであろう。それが現実ではないだろうか。やはりユーロが誕生した時の準基軸通貨待望論ではないけれど、ドル安の受け皿になっている。先程、金融市場局長が言ったように、ダイバーシフィケーションの受け皿といたら今はユーロしかないのではないか。

植田委員

あとアジアもかなり。

福間委員

然り。アジアは拡散しているな。資本市場の大きさから言って。

平野理事

でもそれはリバランスの動きが一服すれば収まる話……。

植田委員

勿論、逆方向の話も入ってくるのだが。今の動きは何か……。

岩田副総裁

今の証券投資などの動き、過去はヨーロッパからアメリカに入っていた。だけど今はもう出ている。それはやはりドイツとアメリカの違いを作り出しているのではないかという気がする。それからあとECBの政策なのだが、以前9月には利上げすると言われて、それでかなり2.5%とか上がってきたので、トリシェが、いやもうけしからん、これはやはりインフレが行き過ぎだと、2、3か月前倒しになるのではないかという憶測があって、

つい最近はそれがまた戻ってしまったのか。図表7の読み方は、やはり9月まで戻ってしまったというそういうふうを読んで良いのか。

堀井国際局長

9月の限月のところはもう取引がほとんどあまりないので、どこまでリアルブルかはともかくも、これは前回ひと月分位しか書いていないけれども、前々回位のところから比べると明らかにフラットになっている。であるから、遠のいたと見るのが自然だと思う。

福井議長

この間のグリーンSPAN議長との話では、ドイツは労働市場の硬直性に対して修正メカニズムが働かないままで労働時間を伸ばす、賃金は抑えたまま労働時間を伸ばす、というかたちで生産性を上げた。それは本当に労働力の適正な再配分を伴わない生産性の上昇であるというふうなことで、あまりマーケットは評価しないのではないか。それからヨーロッパ域内では相対的に、ドイツの企業が競争力を増したように見えて、従ってドイツは域内に輸出を伸ばしている。けれど域内で輸出を伸ばしているということは他の国の成長力を下げているという面がある。これもまたヨーロッパ全体としてはマーケットからあまり評価されていない、そんな話をしていた。そういったことが長期金利にどのように絡んでいるかよく分からない。対米に輸出を伸ばしている訳でもないのにユーロはなぜかアプリシエイトされている。これもまたネガティブな評価に跳ね返ってくる。そういう話をいつもしていた。他に宜しいか。では国内の経済情勢、山本理事と早川調査統計局長から願います。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それでは、資料4の参考計表を出して頂いてご説明したいと思う。先月月末に会合があったので、実は月次の計数はほとんど消化している。従っ



て、本日はGDP統計について少し詳しく話をした後、簡単にレビューしていくという方向で行きたいと思う。

図表1をご覧頂きたい。先だって出たGDP統計、7~9月期のQEだが、ご承知のとおり前期比+0.1%、年率+0.3%と、かなり低い伸びにとどまってしまった。中身はもうご承知だと思うが、個人消費が比較的堅調な伸びを続けたが、公共投資、純輸出が減少したことに加え、民間設備投資が若干ながらも減少したことで低い伸びにとどまった。市場予想は事前段階で大体年率2%位の予想が行われていた。それとの対比で見ると、実は、個人消費はむしろ予想より強いという結果であった。一方、純輸出とか公共投資のマイナスはほぼ予想どおりだったので、結局、差はもうほとんど専ら設備投資によるものであった。この点少し詳しく説明しておく、後程申し上げるように資本財出荷はプラスであった。従って、民間というか私共も含めて事前段階で設備投資プラスを見込んでいた訳だが、内閣府の説明によると、建設投資が減少したということである。もう少し詳しく申し上げておくと、実は建設財の出荷が少し弱めであったということと、労働力調査において建設業の就業者数が減少してきたということをもって、建設投資の減少ということを推定したようである。前から申し上げているように、実は建築着工はこの1~3月からかなり増えているので、建設投資が弱いという説明はかなり困難であり、恐らくこれは進捗の遅れであろうと考えられている訳である。実は統計にはどこにもこの分が台風という数字はないのだが、この7~9月期に建設投資の進捗が遅れたとすると、容易に考えられるのは台風の影響ということで、皆さん新聞報道でもご覧になったと思うが、内閣府は多分、台風の影響ではないかという説明をしている。もっともらしい説明ではあるかと思うが、では、本当に設備投資がマイナスになったかということについて若干疑問がない訳でもない。と言うのは、皆さんご承知のように、建設業、労調の就業者数というのは全体でも相当ノイズだけで振れる数字であるので、まして業種別の人数となると、これは相当ノイズで振れてしまうので、ひょっとするとノイズで振れてしまった分を建設投資の減少と見てしまったという可能性も

あるし、それからもっとテクニカルになるが、1次QEの段階では、本当に建設投資が遅れていたとすると住宅投資や公共投資のところには皺を寄せないで、全部専ら設備投資のところでは皺を寄せるという調整をするということになっているものだから、いわば建設投資が遅れたとすると、それが丸ごと設備投資に現時点では皺が寄っている。これは2次QEの段階で法人季報が出れば分かるということで、一旦ここに寄せているということが起こっているということかと思っている。従って、私はまだ現時点でも法人企業統計が出てくると、場合によっては設備投資がプラスに転化するという可能性もあると、このように思っている。7~9月の数字自体はそういうことであるが、もう一点は皆さんお気づきのとおり4~6月も低い成長であり、7~9月も低成長ということで、仮に政府経済見通しの内閣府試算、あるいは展望レポートの3%半ばという成長率を達成するためには、10~12月、1~3月と相当高い成長率、具体的には前期比で+1.5%、年率+6%位の成長が必要だということで、ほとんど不可能だというような議論が行われている訳である。確かに、なかなかここから急速に成長率が高まるということは考えにくいので、やや不自然な感じはするが、この点については二点程申し上げておく必要があるかと思っている。まず第一に、やや普段あまり使っていない言葉なのだが、私共、こういうそのGDP統計を年度見通しとの対比で見るとは、これは我々の仲間内の言葉なのだが、年度縛り系列というのと、そうでない系列、別名、ゲタ系列と分けて見る癖がある。年度縛り系列というのはどういうものかと言うと、典型的には財政である。要するに年度の数値が先に決まっているものである。こういうものに関して言うと、足許が弱いということは逆にどうなるかと言うと、年間全体は変わらないので、むしろ今後出てくると考えられる系列である。設備投資も政府予算程固く決まっている訳ではないが、短観等のサーベイがあるので、ある種の年間の縛りが掛かっている。他方、正反対の数字が個人消費、これが我々ゲタ系列と言うもので、これについては例えば足許が強いと先行きはさすがにちょっと遠慮するが、それでもゲタが残ってしまっていて全体が上がってくるというタイプの数字である。というふ

うに思って、実は4~6月、7~9月の数字を見て頂くと、実は弱いのは専ら年度縛り系列なのである。公共投資が大幅に減少、設備投資も横這いだが、元々増加基調を見込んでいるから、それが相当下を走っているという感じになる。他方、個人消費はなぜか堅調に走っているということになるので、そんなにこれを心配したものかどうか。勿論、年度縛り系列も年度の数字が変わってしまえば別だが、具体的に考えてみると企業設備に関しては、確かに、大企業製造業の部分に関しては、機械受注の動き等を見ていると特にIT関連において下振れが出てくる可能性は十分にあると思われる。これは元々短観の2割増というのを鵜呑みにしている訳ではないが、その可能性はあるということであろう。しかし、中小企業、製造業に関しては先般の中小公庫を思い出して頂くと、そういう感じではない。非製造業についてはあまり信頼できる統計がないが、先般来申し上げている建築着工の動き等を考えると、進捗の問題はあるにせよ、そう弱くはなさそうなので、IT関連を少し考えなければいけないが、物凄く下へ下がってくるかということ、ちょっと考えても良いということである。他方、実はあまり話題になっていないのだが、私達、今、一番頭を痛めているのは公共投資なのである。公共投資は実は、現時点で前年比名目で上期-17%台である。ご承知のように国の予算は3%減であり、地方が相当大きくマイナスになるとしても、なかなか二桁減というのは考えにくい状況であるので、予算を前提にすると下期は何かモリモリと公共投資が出てこなければいけないという、変なことが今起っている訳である。一応、考え方、仮説としてはあまりにも長きに亘って毎年補正予算をやっていたために、要するに4~6月、7~9月というのは元々これは補正予算の生じた時期なので、補正予算があるということを前提にした季節指数になっているので、そういう時に補正予算なしで走っていくと、とても少ないと季節調整が思ってしまうマイナスになる訳である。逆に言うと後半はそんなに実態として盛り上がってこなくても統計上のトリックとして増えてしまう可能性があるのではないかと思っているが、これで説明できるかどうか分からない。もう一つは、実態的なものとしてやはり、三位一体改革等々

の中で地方が私達が思っている以上にシュリンクしている可能性というのもある。さらには、公共投資というのは実は統計が最も整備されていない分野であるので、よくあるのは、確報が出てくると去年の数字は全然違ったということがよく起こるので、これも実は12月にそういうことが起こる可能性もあるということで、ちょっと非常に分かりにくいのだが、いずれにしてもそういうことが起こっている。以上について言えば、どちらかと言うと、足許の数字が弱くてもそんなに気にしなくて良いかもしれないという説明なのだが、逆にもう一点、申し上げておかなければいけないのはデフレータである。デフレータのマイナス幅はかなり縮んできている。GDPデフレータ全体では-2.1%なのだが、言うまでもなくこれは原油価格上昇に伴う外需デフレータが影響していて、内需デフレータだけで見ると-1.6%で、実は年初位から比べると、もう1%もマイナス幅が縮小している。中身について申し上げますと、実は消費デフレータはずっと同じようなマイナスなのだが、設備デフレータのマイナス幅が急速に縮小していて、住宅投資及び公共投資のデフレータは前年比でプラス転化している。勿論、設備投資のデフレータに関してはIT関連のウェイトが若干下がっているかもしれないことと、それからコンピュータの値段の下がり方がちょっと小さくなっていたので、それが影響している可能性はあるが、住宅投資、公共投資等と合わせて考えると、建設投資のデフレータがかなり上がっているのではないかと想像される。そのことが影響していると思われる。先程、年度縛り系列と言ったが、年度で本当に縛られているのは名目、実質ではなくて名目で縛られているので、そういうところでデフレータが上がると、実は実質は若干それで削られてしまう可能性があるということ、これもちょっと念頭に置いて頂く必要があると思う。ちょっと複雑な話だが、以上のようなことがある。それに加えて例の連鎖指数というのが、恐らく明日、実は国民経済調査会議が招集されているので、その辺で試算値が出てくる可能性があって、それが出てくるとまた延々と言ってきたことが、沢山梯子外しになるという可能性もある。

後は比較的簡単に言わせて頂く。まずは図表2。普段見えていない公共投

資をご覧頂きたいと思う。例えば〈公共工事出来高金額〉というのを見て欲しい。これは前年比、これもやはり4~6月が-18%、7~8月が-17.5%と、これが先程のGDP統計にこのまま反映されている。しかも不思議なことは〈公共工事請負金額〉で、内訳をご覧頂くと、必ずしも地方だけが減っている訳ではない。国等というのでも相当減っていて、このことが先程申し上げたように公共投資に影響している。

それだけ申し上げて後は図表6である。貿易統計はもうご説明したのでレビューである。第3四半期はほぼ横這いになった訳だが、そこを要因別に見ていくと、一つは米国要因だと思う。米国向けの輸出が減っていて、これは車が第2四半期増えた後の反動減というものと、それから消費財の輸出の減少である。これももう少し詳しく申し上げますと、実はデジタル家電等は米国現地在庫は第2四半期に積み上がっていて、第3四半期にその調整が行われた。そう考えると、素直に考えればご承知のように第2四半期において米国の個人消費の減速があつて、その影響が私共の輸出には第3四半期に在庫調整も含めて現われたということかと思つている。それからもう一つが、いわゆるITの世界的な減速であり、これは情報関連などに現われていて、あるいはNIEs等への輸出というところに現われている。最後にもう一つが中国、これは特殊要因的にあちこちに現われている。前から申し上げているように建設と機械その他ということ。最後にやや需要サイドでない別要因が中間財のところであり、これは4~6月、7~9月と2四半期連続減少だが、これは需要減というよりは、例えば鉄鋼が典型だが、物が足りないものだから国内出荷を優先した結果として輸出が減少している、このようなことが起つたということである。従つて、先行きに関しても米国経済の状況等を考えると、輸出がどんどん落ちてしまう方向ではないのではないかと思つている。ただ、逆にITの調整が続いている限り、年前半のような伸び方には直ぐには戻らないという理解では良いのではないかと思つている。

それから図表13である。設備投資関係である。〈先行指標等〉だけご覧頂きたい。資本財出荷はご覧のとおり7~9月の前期比は+1.4%であつ

た。これで皆、設備投資はプラスだなと思っていた訳だが、先程の建設投資でやられてしまった。伸び率は確かに鈍化しているのだが、4~6月、7~9月の資本財出荷の前年比というのは実は+17~18%ある。これを見るとちょっと設備投資は何かGDPベースは控えめな数字になっている印象が否めない。特に去年までは、それは建設が弱いからであるという説明があり得たのだが、ご覧のとおり、足許は建築着工で見ると、こちらも同じ位の伸びになっているので、なぜGDPの伸びがこれよりも低いのかというのはちょっとよく分かりにくい。敢えて説明すると、先程のように建設投資の進捗は遅れているという説明をしなければいけないという形になっている。一方、機械受注だが、機械受注については9月若干の減少になって、その結果7~9月が8.4%の減少とかなり大きめの減少になった。ただ、4~6月が10.3%増えているので、反動という色彩がかなり強い。特に製造業について見ると、18.4%増加の後の12%減ということで相当振れている。反動という色彩が非常に強いのは素材関係であり、鉄鋼、化学辺りの大口発注が4~6月にあって、それがなくなったという面が大きいと思う。ただし、前から申し上げているように半導体製造装置などが落ちているのは、これはそういう問題ではなくて実勢としてかなり弱くなっていることが現われていると思っている。ただ、先行きまで見ると、10~12月は全体で1.8%の増加の見通し、製造業では8.1%の増加見通しであるので、製造業に関して申し上げれば、確かにIT関連は明らかに調整しているが、全体としては相当大きな波を作りながらも上昇基調という理解で良いと思っている。他方、非製造業は足許減少の後、先行きも減少の見通しになっているが、これは前から申し上げているように携帯電話等がいたずらしている可能性があるので、ちょっと受注だけでは実勢は見極めにくいということだと思っている。それから図表17、企業収益をご覧頂きたい。現在、中間決算の公表が進んでいる最中であり、これもご承知のとおりだと思う。結構、史上最高益というのが相次いで発表されている状態であり、少なくとも上場企業は大変好調という感じである。先程、金融市場局から先行きのという話があったが、このどちらかと言うと、(1)の

①製造業を見て頂くと一番分かり易いのだが、2004年度が上方修正されていて、2005年度は別に下方修正されていないのだが、基本的には2004年度程上方修正されていないので、前年比は下がるというような話ではないかと思っている。元々2005年度の数字というのは、これはあくまで証券会社なりアナリストなりの予想ということなので、それはマーケットは気にしているのだろうが、我々はこれ自体をそんなに気にしている訳ではない。(2)の中小企業について見ると、①の利益額D Iだが、中小製造業が多いと思われる中小公庫の数字は二つのD Iがやや分かれている。一方は良くなっていて、一方はちょっと頭打ち。印象としては先般の短観でもそうだったが、一部では、要するに中小製造業では、資材価格の値上げに対して自分の値上げが追いつけてなくて、少し収益がやられているという話がやはり出ていると思っている。他方②の採算D Iだが、国民公庫のもの、これは零細非製造業中心という理解だと思うが、これはむしろ年前半まで随分順調に良くなって足許ちょっと頭打ちという感じで、これはひょっとすると先般来の天候要因等に伴う個人消費などが影響しているのではないかと私は思っている。

それから図表18の個人消費だが、これもほとんど前回ご説明した。一言で言うと、7~9月は車、家電といった耐久消費財系列は良かったけれども、百貨店・スーパーは弱かったということだったと思う。10月も車は出ている。車は若干弱めの数字が出ているが、これは新車の投入が10月中旬であって、従って受注は結構取れたのだが登録ができていないということが結構影響しているようなので、これをもってそんなに弱いと言う必要はないかと思っている。他方、百貨店・スーパーについては数字が出ていないが、あまり良くなかったと思われる。やはり台風等が影響しているということのようである。この結果、図表21(3)だけご覧頂きたい。

(3)消費包括指数とGDP消費をご覧頂くと、私共の消費包括指数は実は、家計調査がサンプル要因もあって7~9月弱かったということもあって、横這いなのにGDPの個人消費はずっと増え続けて、せつかくCCIを作ったのにまたちょっと考えなければいけないかなと、今、思っている

ところである。それから図表 23、住宅投資も一言だけ。住宅投資は結局、7~9月の着工戸数が122万戸になった。1~3月も120万戸いっているの  
で、今年に入ってから四半期で見て120万戸台が二回目である。ちょっと  
水準が上がっている感じがある。一応現時点ではやはり夏場に例の住宅  
ローン減税の適用を受けようとした企みがあったとか、9月はちょっと大  
口のマンションの着工があったといった一時的な要因が支配的だとは思  
っているが、他方で建築着工が強いとか、地価が少し下げ止まっていると  
かいうことを組み合わせてみると、一頃、岩田副総裁が言われた建設循環  
みたいな大きな話にも繋がりがねないので、少しこの様子は見ていきたい  
と思っている。

それから図表 25、〈鉱工業指数統計等〉である。こちらは確報が出て  
数字がちょっとだけ上がったが、基本的には変わっていない。7~9月は  
生産が若干減少した。10~12月はこの数字で見ると1.8%増と結構まあ  
まあ戻るような感じになっているが、私共のヒアリングでは横這い、微増圏  
内ということである。若干印象的なことを言うと、ここへきて私共のヒア  
リングの感じだと電気機械が生産計画に関して随分慎重になった。前から  
私が何回も申し上げて、我々は在庫が多いと思っている、減産が必要だ  
と思っているのだが、企業はどちらかと言うと強気で、まだ大丈夫だと言  
い続けているというのを何回か申し上げたと思うのだが、今頃になって生  
産を絞るという感じがかなりはっきりしてきた。後程申し上げるが、私達  
はどちらかと言うと、いよいよITの大規模調整はないという方向の確信を  
何となく強めているのだが、企業の方はそういう反応である。むしろ逆  
に言うと、そういうことで結局在庫は減るということなのかもしれない。在  
庫循環、図表 28。これもご説明したとおりである。見掛け上、第1象限  
に上がっているように見えるけれども、それは(3)資本財、(4)耐久消  
費財、すなわち自動車のせいである。これは輸出の船待ち在庫と新車の造  
り込みであるので、全体として第1象限に入ってきているという感じでは  
ないだろうと思っている。(5)の電子部品・デバイスに関して見れば、一  
応少し在庫の数字も減り、生産・出荷も減るという形で調整の形が少し



はっきりしてきていると思っている。

それから図表 29、雇用関係である。これもご紹介済みである。基本的には有効求人倍率、失業率等は緩やかではあるが、また、波を打ちつつも改善が続いていて、それから雇用者数もこれまた振れを伴いつつ増加してきている。そうした中であって、〈毎月勤労統計〉が出た訳だが、これもご覧のと通りの数字であり、若干確報で数字がまた変わっているが、結論を申し上げれば7~9月は賃金が微減の中で、逆に労働者数が微増で、僅かではあるが雇用者所得が前年比でプラスに出た。勿論、雇用者所得に関しては、本当は冬のボーナスの見極めというのが、かなり大事ではある訳だが、この点についても詳しくは本文の注に書いておいたように、夏は公務員要因がマイナスに効いたことと、それから実は去年の若干のサンプル要因がマイナスに効いていた訳だが、冬になると公務員要因がプラスに働くとか、サンプル問題があまりないということがあるので、何とかマイナスにはならない位でいけるのではないかと、私共は今、思っている。

それから物価に移りたいと思う。図表 34 である。国際商品市況は基本的には高水準である。原油を除くと例えば非鉄などは比較的強い感じなのだが、さすがに原油がかなり反落したので、私共の指数で言うと足許は下がっている感じである。因みに、ドバイは本日午前中は 32 ドル台を付けている。次に図表 35、輸入物価である。輸入物価は (2) にあるように 3 か月前比で見ると 1.7% の上昇であり、それは専ら石油関係の影響である。ただ、11 月になると原油関係はまだプラスなのだが円高が加わってくるので、輸入物価の上昇は一服してこようと思っている。次に図表 36 をご覧頂き、国内の商品市況は相変わらず強含みが続いている。石油関係は完全に騰勢一服しているが、鉄鋼等は色々な形でまだ強めである。その次、図表 37、国内企業物価もご覧のとおり (2) の 3 か月前比で見ると、一応数字は +0.3% ということで、最近としてはかなり低めの数字になった。ただ、この内訳はどうかと言うと、グラフをご覧頂くと分かり易いと思うのだが、実は頭打ちになったのは下の方である。一つはグレーの機械。これがやはり IT 関係、液晶だの半導体製造装置などの値下がり、それか

ら実は自動車の新車投入に対して私共の品質調整をやったらやはり実質値下げになったというようなことが影響している。それに加えて白いところが結構大きくマイナスに寄与していて、これは米と豚肉が効いている。ということで、どちらかと言うと、ITを別にするとそれ程、物価としてどうこうという動きではあまりないということで、他方で上の方はむしろ実は積上げ棒グラフの幅が大きくなっている。これについて申し上げますと、縦線の鉄鋼は相変わらず強い。それから点々の石油関係も相変わらず上昇はしているのだが、実は寄与度を稼いでいるのは足許は斜めのところである。これは化学が一番大きい。化学は要するに原料高でナフサが上がったというのが勿論一番大きいのだが、それに加えて結構アジア市況が強い。今時、化学のアジア市況が強いというのは何を意味するかというと、要するに米国クリスマス商戦に向けて中国が積極的に手当てをしているということをも多分意味している訳なので、クリスマス商戦との関係でも取り敢えずは悪くない動きだと思っている。CPIについては図表40、41である。何もほとんど申し上げる必要はない。全国のCPIは9月にガソリン価格の上昇もあってゼロになったが、逆に東京の10月は、米の価格の下落もあって下落幅が若干拡大しているということであるので、基本的には小幅のマイナス基調ということで良いかと思っている。

ということで、最初のところがやや難しい説明だった訳だが、全体について言うと、先月末に申し上げたこととそんなに違っているとは思っていない。すなわち、確かに輸出・生産のところが一服感が出ているので、何となくある種の日本版ソフトパッチみたいな感じになっているのは、これはそのとおりだと思っているが、企業収益は好調であって設備投資も進捗の問題はあるかもしれないが、基本的には増加しているし、家計部門について見ると、雇用者所得の下げ止まりが段々はっきりしてきている。個人消費が本当にGDPが言っている程強いかということちょっと疑問があるが、いずれにしても雇用者所得がそういう状況であるので、個人消費が大きく崩れるような地合いにはないということなので、基本的にはそんなに心配しなくても良い。ある意味ではいつ輸出・生産がもう一度上向きに

なってくるかのタイミングの見極めかなというふうに思っている。そういう観点から見ると、言うまでもなく海外経済が重要な訳だが、この点もご承知のとおり、アメリカの数字は結構良さそうである、それから原油価格の上昇も一服してきている。IT関連については確たる証拠はないが、少なくともあのNASDAQを見ている限り2001年型の大規模調整が起こるという可能性は相当薄れたと申し上げて良いと思う。ということで、そんなにリスク・ファクターは大きくないのかなと思っている。ただ、まだ残されているリスクというのは、相変わらず要するにITの調整が長引いているうちに中国辺りがもうちょっと強くブレーキを踏んでくるというリスクはまだ残っている。そういう意味では引き続き内外の年末商戦、それからまた、中国の動向等を注目していく必要があると思うが、繰り返しになるが、足許出ている数字は確かに弱いものが多いのだが、細かく吟味していくとそんなに悲観することはないのではないかと思っている。と同時に1月の中間レビューに向けては、ややテクニカルなことで幾つか宿題があるかなと思っている。先程の設備投資の進捗はどうかとか、それから予算と公共投資の関係はどんなものかとか、デフレーターは本当にどうなってしまうのか、というようなちょっとテクニカルなことを少し詰めていく必要があると、こんなふうに思っている。以上である。

田谷委員

一つ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

田谷委員

NASDAQは、前は私も言ったのだが、それ以外どういう理由か。

#### 早川調査統計局長

単純にまず、鉱工業統計を素直に見ていて、やはりまだ9月の数字までしかないが、9月の段階では生産・出荷減、それから在庫減というのがかなりはっきり出てきた。特に在庫の減少というのは相当はっきり出てきたので、前は実は在庫循環の絵を描くと、こうムクムク上がってきているのに本人達に何回聞いても「いや、大丈夫である」ということを皆言っていて、本当に大丈夫かなという感じだったのだが、むしろ数字的には少し収まってきていて、一方、企業の方は前みたいにどんどん生産を増やすというよりは、むしろこの10~12月にある程度生産を減らすという方向感が出ているし、それから米国の現地在庫調整というのは先程申し上げたように、実は春に起こって夏場に相当調整したということも大体そういうヒアリングができていますので、どちらかと言えば大丈夫か、しかも…。

#### 田谷委員

そのアメリカなのだが、確かに車だとかそういうものの第2四半期の状況が結局、日本の第3四半期の輸出に跳ねているという説明はそのとおりかもしれないが、ただ、アメリカの国民所得統計で、例えば第3四半期の設備投資を見ると情報関連がやけに伸び率を低めている。急減と言っても良い。そのところはどういうふうに思われるか。

#### 早川調査統計局長

前にもちょっと申し上げたがWSTSなどで見ても、色々なものが増加という状態からほぼ横這い状態に入ってきているので、それ自体は別にある意味で驚かないと言うか、予想されていたことだと私達は思っている。逆に言うと、一頃日本企業サイドがあまりそういう認識を持っていなくてまだまだ走るといのが、ちょっとむしろ気になっていたのも、ある一定の調整が行われつつあると、現状としてはそういうふうに理解している。

よく言われているように、この第1四半期で大体終わるかということに関しては、まだそんなに自信はない。むしろ先程、NASDAQを例に採ったのは、いわゆる2001年型の大規模調整が起こる可能性はないということに関しては多分そうだと思う。ただ、正直言って、調整が本当に第1四半期で終わるかどうかという議論になると、これはまだ不確実性は残されていて、それはやはり年末商戦を見ないと分からないと思う。であるから、先程申し上げたように、あくまでリスクとしては、それがまだ長引いてそうこうしているうちに中国が思い切りブレーキを踏んでくると、ITが増えないうちに素材の在庫が溜まって値段が下がるなどということが起こり、それはやはりなかなか厳しいということを相変わらずリスクとしては認識している。だが、他が元気なのにITの調整だけで景気がガシャっといってしまうという程の大きなマイナスショックがITセクターに発生していないのであろうということは、多分そうではないかという気がする。

植田委員

それはそうだと思うのだが、先程のヒアリングの内容を踏まえて電気機械は少し見方が下向きというのもそうだと思うのだが、その中で海外の最終需要がまた落ち込んでいる、というような答えがあったと思うのだが、物としては何か。半導体製造装置か。

早川調査統計局長

その辺はそうである。その辺はもうご承知のように台湾辺りが色々な形で設備ストップなど掛けてきているので、そこは間違いない。その領域に関して見ると、実は内外ともにそうなのである。国内の機械受注を見ても明らかに半導体製造装置はこんな感じで落ちているので、そこは間違いないと思う。ただ、それでも半導体製造装置でもよく出るBBレシオなども、前はBBレシオは1.5までいって、それからガシャンと落ちたが、今回は所詮1.2からの調整なので、彼等は元々商売そのものが波乗りだというふうに割り切っているので、それ自体が物凄くショックかということ、そう

でもないのではないかとと思っている。

植田委員

あと、先程の消費包括指数とGDP消費のギャップだが、図を見ると2000年か2001年から段々拡大してきている。脚注に医療費か介護費かと書かれていた。

早川調査統計局長

作った時には良かったのだが、作って暫く経つと乖離してきた。まだ改良の余地がある。この統計はまだ対外公表していなくて良かった。

福井議長

いつ作ったのか。

早川調査統計局長

いつだったか。

門間調査統計局参事役

約1年前である。

早川調査統計局長

そうである。

福井議長

1年前か。

早川調査統計局長

段々何となく乖離してきた。

岩田副総裁

全体としてやはりサービスが…。

山本理事

介護利用サービスが少ない、それが捉え切れていないという、そういうものがある。

岩田副総裁

それは倍々で増えている訳だ。

早川調査統計局長

然り。個人消費は個々の指標を見てもなかなか分からないので、色々なものを作るのだが、作っても作ってもなかなか追い付かないという感じがする。

岩田副総裁

一つ質問だが、先程の公共事業、公共投資なのだが、今、前年同期比で16～17%マイナスである。前年同期比は季節パターンとは関係なく、原系列なので、実際に減っているのではないだろうか。中央政府は3%減とかだが、地方はやはり落としているのではないかという気がする。それで逆に今度は復旧、つまり地震とか台風があったので、多分、1兆円位は補正で付くのではないかと思うので、その分は逆にちょっと若干戻すというようなパターンではないかと思う。

早川調査統計局長

おっしゃるとおり、そこは今、先程申し上げたように、どういうことなのか考えている最中であり、勿論、ほとんど補正がなかったから、そういう意味では前年比で低くなるのは当然だと思う。それにしても低いなという印象がかなり強くて、おっしゃるとおり一つは地方が思ったよりもシュ

リンクしている可能性がある。この点は実は、今現在、支店を通じて地方財政アンケートをやっているの、これが分かれば、それによって本当に地方のせいなのかどうかということも分かる。ただ、変なのは、請負統計を見ても出来高統計を見ても、足許は必ずしも地方が大きく減っているという訳でもない。国も地方も同じように沢山減っているという状態なので、これは一体なぜこんなことになっているのかというのを今、調べている最中である。

岩田副総裁

公共投資の額は年度で名目で25兆円位であろう。

早川調査統計局長

そんなに大きな数字ではない。

岩田副総裁

3~4兆円減ってしまうと、もう17%になってしまう訳である。

早川調査統計局長

然り。ただ…。

岩田副総裁

3~4兆円減ったから…。

早川調査統計局長

おっしゃるとおりである。ただ、3~4兆円減るとGDPでやはり0.6~0.7%減るので、あまり何か中間レビューで数字が下がると、公共投資のせいであるなどとはちょっと言いたくないという感じはあって。



岩田副総裁

ただ、寄与度にしたら0.1%とか0.2%であろう。GDPを引っ張るのは。前年同期比で減っていても。今期でも寄与度は-0.2%位か。

早川調査統計局長

四半期では。毎四半期では0.2%で走っていくと年間では結構やはりいくのである。例えば、仮に、今、GDP比率5~6%である。5~6%であるから、それで17~18%減られると、やはり寄与度は…。

岩田副総裁

0.5%とか0.6%とか。

早川調査統計局長

ばかにできない、それは。

岩田副総裁

それ位になりそうだ。

早川調査統計局長

16~17%だと0.8%などという寄与度になってしまうから、これは本当はそんなにいかないはずであったなどというのは、ちょっとそれはどうか。

岩田副総裁

そうだな。それから私は住宅がもうちょっとプラスになるかと思った。つまり、着工件数で見ると前期比で6%位増えているが、それにもかかわらずGDPにはほとんど響かない。それは何故か。

早川調査統計局長

これは本当は浜野政策統括官のご専門かもしれないが、要するに9月でボコッと増えているものは多分、これは10月に入る。いや、10～12月に入る。

岩田副総裁

なるほど、着工だからか。

早川調査統計局長

然り。これは進捗展開で、要するに持ち家だと何か月、分譲だと何か月、貸し家だと何か月と厳密には構造別に何か月というふうにして、進捗展開して作る数字なので、実は4～6月は弱かった。であるから、それが影響しているの、むしろ、もしこういう数字が続けば10～12月少し出てくる感じになる。これは先程、岩田副総裁からご指摘があったとおり、確かに地価が下げ止まっている、短観の土地投資も出てきている、建築着工も強い。それで本当に住宅も少し、本当にレベルが上がってきているとすると、そういう話に繋がってくる。

岩田副総裁

首都圏を中心に若干増えているのだな、これは。

早川調査統計局長

然り。

岩田副総裁

分かった。

早川調査統計局長

現時点で建設循環という大きな話をするとは危険なので、取り敢えずはもう少しゆっくり様子を見ていきたいと思っている。

岩田副総裁

最後の質問は要するに、足許が2四半期、想定していたよりも相当低い、1%台半ば位で上半期で稼ぐはずが、その1/3位しか稼いでいない訳で、そうすると、今、当初のマジョリティが3.5%位、3%半ばだったが、約1%下を走っているというような理解で良いか。

早川調査統計局長

足許はそういう感じになる。問題は先程申し上げたように、それが進捗の遅れということになると、どこかに出てきてしまう。生産指数は当面横這い圏内とか言いつつ、GDPだけムクムク出てくるというのは何か気持ち悪いのだが、逆に言うと現状までは、ある意味ではこれだけ公共投資が激しく減る中でも、それなりに経済全体ではまだプラス成長をしていたということではある訳である。その辺は、進捗等については今後また色々な材料を集めて検討してみたいと思う。

福井議長

宜しいか。では最後に金融環境について、白川理事と山岡企画局企画役からお願いします。

#### 4. 金融環境に関する報告（資料-5）

山岡企画局企画役

それでは私からは前回会合以降に出た指標を中心に、こちらの（参考計表・その2）「金融環境の現状評価」参考計表に沿って説明させて頂く。まず、図表1をご覧頂きたい。こちらは貸出のクレジットの関連指標であ

る。(1)が貸出の数字だが、こちらの数字は8月-1.2%から9月-1.1%、その後、10月は-1.3%と、マイナス幅が若干拡大している。ただし、鉤カッコに入った数字を見て頂くと、こちらは8月-3.2%の後、9月が-3.1%、10月は-3.0%であり、マイナス幅は縮小が続いている。このこととか、また幾つかのミクロ情報を勘案すると、10月の計数は償却を巡って若干数字が暴れている可能性がある。実態としては緩やかなマイナス幅の縮小が続いているということで、変わりはないと思う。ただ、そうではあっても、こちらは例えば7~9月の-1.2%などと、そういうところと比べて頂いても、傾向として貸出のマイナス幅の縮小テンポが一段と緩やかになっているという感じもする。この背景を見たのが次の図表2である。図表2はただ今申し上げた償却要因調整後の数字を要因分解したものである。これについては下に出ているグレーの棒、この部分のマイナス幅の縮小傾向というのは2003年以降ずっと続いている。一方、上に出ている白い棒なのだが、こちらの上の出方、この寄与が本年半ば以降若干減っているという感じがある。こちらは住宅向け貸出の伸び率がちょっと下がっていて、こちらを反映したものである。この住宅向け貸出は2002年半ば以降、住公の金利と例えば民間銀行の住宅ローンの貸出の金利で、住公の金利の優位性はなくなってきたということで、都銀が住公のシェアを食う形で貸出をかなり伸ばしてきたということがある。ただ、さすがに昨年の半ば頃から伸び率が相当高くなっていたので、足許では前年比で見てなかなか高い伸びになりにくくなってきていることが背景となっている。因みに、(2)、(3)のグラフ、二つの折れ線グラフは昨日公表された業種別の貸出統計であるが、企業向けの貸出については大企業についても中堅、中小についてもマイナス幅の縮小傾向が続いている、こういう傾向には基本的には変わりはない。続いて図表3である。図表3は資本市場におけるCP・社債の信用スプレッドの動向である。信用スプレッドについては極めて低い水準が続いている。限界的にはさらに下がる、キャッシュ潰しで下がるという動きも見られている。このように銀行など資金を出す側がデットならば金を出したいという形でのリスク・アペタイトを示し続けて

いる、こういう姿には変わりはない。こうしたもとで (2) 公募社債の発行額にも大きな変化は見られない。続いて図表 4 は資本市場調達、こちらボリュームの動きである。この (3) のグラフは CP・社債、つまりデットであるが、デットは前年を若干上回る動きが続いている。一方、(4) の表がエクイティだが、エクイティは本年に入ってから総じて堅調という動きが続いている訳だが、10 月については株式の調達額、こちらを見て頂くと 630 億円で、かなり少なめとなっている。これにはもっとも、特殊要因が働いているようであり——詳しい方が沢山いるような気がするのだが——、電源開発、これは既に民営化されている電源開発が上場するということが 10 月にあった。この電源開発の株は実は 1 年前、2003 年の 11 月に J パワー民営化ファンド株式会社というところに政府の株式を既に移していて、こちらが上場の際にもともと政府が持っていた、今は J パワー民営化ファンドが持っている株式を民間に売却するという形を採っている。これは実態的には 2,000 億円を超えるエクイティ・ファイナンス、調達圧力になっている訳なのだが、統計上は売買になってしまうので、これは株式調達のところに載ってこない。ということで、数字はこれによっては増えない訳だが、一方で、マーケットの参加者の方は電源開発のことは分かっていたので、「10 月は電源開発というえらい大きいのが動くから、この月は調達を止めておこう」という動きが見られた。こういったマイクロ情報を踏まえると、企業の側としては財務リストラをやっているということで、調達をするのはなるべくエクイティでやりたいということであり、エクイティ・ファイナンスの地合い自体に大きな変化がある訳ではないようである。ただ、先程、中曽金融市場局長の説明にもあったように、日本の株価が総じて上値が重いという展開になっている中で、言い方を変えると電源開発がくるのであれば止めておこうかと、そういう程度の地合いであるということも言えるように思う。後、数字の字面の話ばかりしてもしょうがないのだが、11 月については一昨日、エルピーダメモリが上場した。これが総額 1,000 億円程度の公募増資を行うということであり、こちらはエクイティ・ファイナンスの数字に載ってくるので、11 月のエク

イティ・ファイナンスは数字としては再び戻る可能性が高いと思う。続いて図表5である。図表5はマネタリーベース、銀行券である。マネタリーベースは6月以降ずっと+4%台で大きな変化はないので、銀行券、11月1日改刷になった銀行券についてやや詳しくご説明する。(3)のグラフをご覧頂きたいのだが、太い線と細い線があるが、細い線が前回の改刷、太い線が今回の改刷である。まず、細い線の動きを見ると10月末までは大体+3%~+4%の伸びで走っていた。これが改刷を機に上旬には+8%を超えるところまで伸び率が高まった。それが中旬に掛けて徐々に落ちてきた。一方、今回については10月は+2%程度の伸びで走っていた。これが改刷を機に上旬に一旦+5%弱、+4.7%位だが、そういったところまで伸び率が高まって、これがまた中旬に掛けて徐々に伸び率が低下している。足許は大体+4%前後といったペースかと思う。この二つの線の動きを見ると、動き自体は結構似ている。それから伸び率の変化、跳ね上がり方とかそういったものを見ると、前回の方が改刷後の伸び率の高まり方というのは大きくなっているということも確かである。ただ、これはそもそも分母になっている銀行券の大きさ自体が相当違っていて、84年の銀行券は大体20兆円弱、GDP対比で6%ちょっとである。これに対して銀行券は70兆円を超えており、GDP対比で見ても84年当時の2倍以上である。こういうタンス預金が沢山あるといった状況だと、短期的に伸び率が84年のように高まらないというのは、むしろ当たり前という考え方もできるかと思う。こういったことを考えると、少なくとも現在までに限って言えば、84年の改刷当時と特に大きく違うことが起こっている訳ではないのではないかと考えられる。なお、84年の改刷当時は11月23日の勤労感謝の日、それから25日の給料日、この前後にもう一度銀行券の伸び率が高まって、それからまた落ちて11月全体としては前年比+6.7%というところで着地したという経緯である。こうしたことを踏まえて、今後とも銀行券の動きをトレースしていきたいと考えている。続いて図表6、マネーサプライである。M2+CDだが、8月は+1.8%の後、9月は+2.0%、10月は+2.1%であり、若干ながら足許伸びが高まっているように見える。

勿論、マネーサプライは中期的には大体、貸出のような動きに沿って推移する訳だが、極く足許、ここ1、2か月といったことに限って見ると、貸出の動きは先程申し上げたようにあまりマイナス幅が縮まっていないので、何が原因だろうかということで要因分解を試みたのが(2)のグラフである。これを見ると貸出などを反映する民間資金調達要因——下に出ている黒い棒だが——、これは足許ではそんなに大きく変わっていない。これに対して上の方にチョココンと乗っているグレーのその他要因、これは資金シフトとかそういったことも、その他要因であるが、こちらが9月、10月と少しプラスに効いているということであり、これが極く最近、1、2か月について言えば、伸び率上昇の原因となっていると考えられる。こちらについては、今から30年前、1974年の高金利の時に集まった定額郵貯が10年毎に更新されて、30年後にちょっと多めになっているということで、こちらの郵貯からのシフト・イン、こういった動きを反映している。なお、もう一つ白抜きの財政要因のところを見ると、今年に入ってから税収がますますであるといったことを反映して、プラス寄与を若干縮小させているように窺われるところである。最後、図表7は特に、企業倒産だが2002年以降引き続き減少傾向を一貫して辿ってきている。取り敢えず以上である。

福井議長

ご質問があればどうぞ。宜しいか。それでは本日の議題は終了した。これにて閉会する。明日は午前9時から再開する。いつも申し上げているが、決定会合への信認確保の観点から、この場の皆様方は厳正な機密管理を是非守って頂きたいと思う。宜しくお願いする。以上である。

(午後3時51分中断、18日午前9時再開)

福井議長

それでは定刻なので決定会合二日目を開催したいと思う。今日は財務省から上田副大臣にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いします。内閣府からは昨日に続いて浜野政策統括官にお越し頂いた。有り難うございます。宜しくお願いします。この会合中でのご発言は全て記録させて頂くということが前提となっている。委員及び政府からのご出席者は、このことを念頭に置かれてご発言頂ければと思う。今日の議事であるが、金融経済情勢に関する討議、それから当面の金融政策運営に関する討議が中心の議題となっていて、金融経済月報の検討と10月12、13日開催の議事要旨の承認がこれらに続いている。それでは金融経済情勢と当面の金融政策運営に関する討議に移りたいと思うが、議論の前提として、事前にお配りしている金融経済月報の案について執行部から簡単にご説明をお願いしたいと思う。

### Ⅲ. 金融経済月報に関する執行部説明

門間調査統計局参事役

それでは横長の大きな紙、A3の紙をお出し頂きたいと思う。まず景気の現状、一番上の総括判断であるが、文の結論部分は「全体として回復を続けている」ということなので、前月からの景気の認識に基本的な変化はないということである。ただし、今月は「輸出、生産の増勢に足もと一服感がみられる」という認識を挿入した点が変化である。この冒頭の部分の変更、若干なりとも変更するのは8月以来3か月振りということになる。次に各論であるが、最初の文、「輸出や鉱工業生産の増勢には、このところ一服感がみられる」と、これは冒頭ご説明した表現の変更に対応する部分である。次の設備投資であるが、ここも結論部分は、「企業収益が改善するもとの、引き続き増加している」ということであるから、前月から基本的には変わっていないということになる。ただし、GDP統計の設備投資が、特殊要因があったとは言え若干マイナスになっている。それから機械受注も直近のところは少し勢いが弱いといったようなことを踏まえて、



「足もとのペースは緩やかながら」という表現を加えている。次に雇用面であるが、「雇用面での改善傾向が続き、雇用者所得も下げ止まる中で」ということであるが、前月までは「下げ止まってきている」という表現を使っていた。雇用者所得は7~9月は若干プラスになったということもあるので、そういった足許の上方向への変化を踏まえて、非常に微妙ではあるが、ニュアンスの違い以上のものではないかもしれないが、「下げ止まる」ということで、若干断定性の強い表現にしているつもりである。次の個人消費であるが、前月までは「やや強めの動き」という表現を使ってきたが、GDP統計は引き続き強いのだが、販売統計は、耐久財以外はむしろ足許はこれも特殊要因はあったけれども弱めということであるので、ここで強い、弱いという判断をするよりは、むしろ若干抽象度を高めて、「底堅く推移している」という表現の方が無難であろうというふうに考えた。住宅投資、公共投資については変更はない。以上が現状で、次に先行きであるが、「先行きについても、景気は回復を続けていくと考えられる」というふうにしていく。前月まで「前向きな循環も明確化していくとみられる」という表現があったけれども、これを落としているのは次のような理由によるものである。まず第一に、現状既に企業収益がかなり高水準であり、所得も先程申し上げたように若干プラスになってきているということ、既にある程度前向きな循環が明確化してきているというふうに見れなくもないというのが第一点。それから、一方、先行き数か月間展望すると、経済情勢の勢いがより強まっていくという感じは薄らいできているということで、前向きな循環の明確さの度合いについて足許から先行きに掛けてあまり差を付ける必要はないというふうに判断して、今月はこの部分を削除して、フラットに先行きについても「景気は回復を続けていくと考えられる」というふうにしていく。なお、この文末の「考えられる」は「みられる」でも良いかなと思っていて、ここは後程ご議論頂きたいと思う。特に「考えられる」というふうにしていく強い理由はないということを最初に申し上げておく。次に、「すなわち、」以下の文になるが、「海外経済の拡大が続き、内需も増加を続けるもとで、輸出や生産は基調的には増加

していくとみられる」ということである。前月と比べて頂くと並んでいる単語はあまり変わらないが、二点申し上げる。まず、文の枕に当たる部分、前月までは「海外経済の拡大が続くとみられるもとで」とここまでが枕であったが、今月は「海外経済の拡大が続き、内需も増加を続けるもとで」ということで、いわば枕の部分に内需も入れているということであって、気持ちとしては、景気回復の原動力と言うか、源泉が海外経済から内需の方向へ多少ウエイトが変わってきているということを含めたものである。それからもう一点は、これは足許横這いなので当然だけれども、輸出や生産の増加について前月までのような「引き続き」とか「維持していく」という言葉は削除しているということである。それからその次の文、「企業の過剰設備」、それからもう一個先の文、「また、企業の人件費抑制姿勢」から始まる文だが、いずれもアンダーラインはかなり引いてあるが、前月と比べて頂くと内容的にはほとんど変わっていない。表現を変更したのは、10月末の展望レポート、それになるべく表現を合わせるということで表現を変更したということである。それ以下でもそれ以上でもない。公共投資については変更はない。それから「なお、」の文章であるが、原油価格はこのところ反落してはいるが「引き続き留意する必要がある」というふうに考えて良いと思う。しかし、それに加えて、今月は輸出、生産が今後どの程度のタイミングで出てくるかということを見ると、やはりIT関連需要の動向というのが一つのポイントになるということで、原油価格と並べて「IT関連需要」というのを留意点に挙げさせて頂いた。最後に物価であるが、物価はご覧のとおりほとんど変更点はないが、一点だけ消費者物価の現状のところ、「小幅のマイナス基調で推移している」ということで、これは9月の前年比が0.0%ということで、「小幅のマイナス」というふうには言い切れないということであるので「マイナス基調」というふうに表現を改めている。先行きについては、特段変更点はない。实体经济は以上である。

### 山岡企画局企画役

続いて金融面である。金融面については変えたのが二点だけであるので極く簡単に申し上げる。変えたのは銀行券の部分とそれから為替の部分である。まず銀行券であるが、こちらは11月改刷という大変大きな出来事があったということ、それからその伸び率が、やや高まっているということについては、例えば11月10日の営業毎旬報告、そういったことから世の中に既にある程度明らかであるということ踏まえて、こちらの銀行券の表現を「銀行券発行残高はこれまで金融システムに対する不安感の後退などからひと頃に比べ低い伸びを続けていたが、11月入り後は改刷の影響から伸びがやや高まっている」とこういう表現にさせて頂いている。それから、最後の市況の部分であるが、長期金利と株価はこのところずっと横這い圏内の動きが続いている。ちなみに前月の月報を出した13日時点では、長期金利が1.4%台の後半、日経平均が11,196円であって、あまり動いていないということである。こうした中で円/ドルレートであるが、前回の会合時点の円/ドルレートは109円台であった。これがその後ドル安方向の動きが続いて足許104円台ということである。このことを踏まえて今月の市況部分、最後のところの表現としては、「為替・資本市場では、円の対ドル相場は前月と比べ上昇しているが、長期金利、株価は前月と概ね同じ水準となっている」とこのようにさせて頂いている。以上である。

### 福井議長

内容と表現の仕方については討議の後、議論したいと思うが、今の説明に何か、純粋な質問があればどうぞ。宜しいか。先程の「考えられる」というのと「みられる」というのは何かどこか違うのか。

### 門間調査統計局参事役

いえ。ほとんど違いはないが、「みられる」の方が極く自然な表現で、

「考えられる」と言う場合には、少しこう客観的な指標から言いにくい部分もあるのだけれども頭で考えるとこうだというニュアンスがもう少し強まるということである。

福井議長

洞察力が入る。

門間調査統計局参事役

然り。

福井議長

分かった。

#### IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

##### 1. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

それではこの文章について後で議論することにして、金融経済情勢の討議に移りたいと思う。恐縮だが、お一方大体5分位ということでご発言頂きたい。その後、自由討議をしたいと思う。今日は田谷委員、植田委員、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁、福間委員、中原委員、そして最後に須田委員の順にお願いしたいと思う。それでは田谷委員、お願いします。

田谷委員

私にとって今回の決定会合が最後になる。これまでの日銀スタッフの方々の献身的なサポートに感謝したいと思う。気持ち良く仕事をさせて頂いた。心からお礼を申し上げる。

金融経済情勢についてコメントする。このところ、国内景気が踊り場に差し掛かってきているようで、先行きについて弱気の見方も出てきている。しかし、現在は、拡大局面での一時的踊り場で、この先、後退局面入りの

可能性は低いと思う。ただ、踊り場の状況が長引く可能性はある。

足許、景気拡大ペースの鈍化を示す指標が出ている。7～9月期の実質輸出は前期比でほぼ横這いであったし、鉱工業生産は若干のマイナスであった。同じ7～9月期の実質GDP成長率は極めて低いものであった。外需の成長に対するマイナス寄与は想定できたが、設備投資もマイナスとは予想しなかった。7～9月の機械受注も意外に弱く、前期比マイナスであった。これらは、海外景気の鈍化やIT関連財の世界的在庫調整の影響を受けたものと思われる。

しかし、この先も、輸出、生産が減少傾向を辿ったり、設備投資が縮小したりする展開にはならないと思う。まず、米国経済、中国経済について、失速の恐れは小さいと思う。米国経済については、設備投資が全体として堅調を続けている中で、情報化関連投資の伸びが第3四半期に急減したことが気掛かりと言えれば気掛かりである。もっとも、第3四半期の米国実質経済成長率はまあまあの数字であった。また、6月以降の非農業雇用者数の増加も、一時危惧されていた程には悪くなく、消費関連指標も足許堅調である。株価も堅調である。これは、プロ・ビジネスと考えられるブッシュ大統領が再選されたうえに、選挙結果も混乱なく短期間で明確化したことにより、7～9月の好調な企業業績がタイムラグをもって織り込まれた側面があるように思うし、原油価格のピークアウト感も影響しているように思う。不透明な要因としては、政権として、経常収支赤字の拡大に対してどういったアプローチを採ってくるかということである。場合によっては、ドル相場がさらに不安定化する可能性があるように思う。注目点である。

中国経済については、マクロの数字を見る限り、内外需とも高い伸びを維持しているようだ。電力・運輸などのインフラ面での深刻なボトルネックを回避しつつ、最大可能な高成長を続けているというところかと思う。いつ、人民元の為替相場管理をより弾力的にし始めるかは分からないが、そうしたことが行われることは必要であるし、中長期的には中国経済にとっても望ましいことのように思う。このところ、中国以外の東アジア諸国経済も韓国、台湾を中心として輸出、生産の伸びが鈍化してきている。

特に、世界的なIT関連財の在庫・生産調整が影響してきているようである。現在までのところ、そうした調整が比較的軽いものにとどまるとの判断を変える理由は見当たらない。早晩、東アジア経済もより力強い拡大基調に戻るものと期待している。

国内の内需に関連しては、企業収益の好調が持続しており、基本的には楽観している。企業設備投資にしても、短観その他のサーベイ結果などからしても、そう悲観する必要はないと思っている。また、建設投資が上向きになってきていることも支援材料である。問題は雇用者所得で、雇用面での改善が賃金の改善にいつ繋がってくるかである。先日のファイナンスタイムズで日本経済の問題はジョブレス・リカバリーではなくウエイジレス・リカバリーであると言っていたが、上手い表現だと思う。引き続き、この点の見極めがポイントであろう。金融環境としては、長期金利が上がらないもとの、株価が堅調になっており、円相場が急騰でもしない限り、好ましい情勢である。注目点はやはり為替だと思う。最後に、物価情勢だが、特に変化はないように思う。コアCPIの前年比はまだ基調的に若干のマイナスを続けそうである。以上である。

福井議長

次は植田委員から願います。

植田委員

全体感としては今の田谷委員のご意見とほとんど同じである。ほんの足許の経済データは、やや予想比下振れである。ということで、景気は足許はある種の踊り場状態、無理に数字的に申し上げれば、今年度の見通しは、実質GDPに関しては若干の下方修正ということだと思う。ただ、GDPとの連動性が低いと見ているCPIのインフレ率については不変程度で宜しいかと思う。これに対して2005年度については、米中経済の強さ、国内民需の底堅さ等から判断して、今のところ修正は不要ではないかというふうに考えている。ややパズリングなのは、米中経済の底堅さと比べる

と、日本を含めた中国以外のアジア諸国で、生産、輸出の弱さがかなり目立つ点である。これははっきりした説明はないのだが、一応済んでしまった米国と中国経済の調整に、もう少し中期的な半導体サイクルの下降局面入りが加わったということかと思う。特に後者は、電子部品の生産基地周りに少し強めの影響をもたらしたということかと思う。米国、中国については——田谷委員と同じだが——、米国はまずかなりロバストな状態で景気拡大が続いているというふうに見られる。細かいデータへの言及はやめるが、私も先週ニューヨークに行ってきた、経済を見ただけでなく色々な人の話を聞いていてもそう思った。中国だが、やはり似たようにちょっと前の調整からのリバウンドが見られ、引き続き底堅いということだと思う。若干、中国での素材の需給というようなことから見てみると、鉄やアルミ等の生産は高水準になっている。それが続いている。ただ、需要はやや落ち目で、例えば鉄などは2か月連続、9月、10月と純輸出国になっている。しかし足許、国内需要も若干底入れの気配が見えているということのようである。金融面では——どれ位信用できるかという問題はあるが——、中国元建ての貸出の伸びが5月から7月の3か月はほぼゼロ近辺に落ち込んだのに対して、その後行政的手法での抑え込みが緩まり始めて、8月にはかなり上昇、9月、10月と上昇は続いて、足許の瞬間風速は非常に高いところにきているということのようである。これがそのとおりであれば、中国内需は一段とピックアップしていくという可能性が近い将来ある。ただ、その場合は、再びその持続可能性の問題が新たに出てくるということだと思う。国内の指標については、田谷委員もおっしゃったが、GDPの設備投資、あるいは昨日も議論があった消費の出方がやや説明が難しいところがある。今後の修正で、設備投資の頭打ち傾向が延び、消費は下方修正となるようなことがあると非常に困るが、可能性は低いと言っておきたいと思う。賃金の下げ止まり傾向については、パート比率の頭打ち傾向と見えなくもないが、もう少し観察を続けたいと思う。全体として、メインシナリオとしては、アメリカ、中国経済の強さが続き、ハイテク部門の在庫調整はやや長引きつつあるが、もう1、2四半期位で終了、従って、来

年前半のどこかで巡航速度周辺への復帰が予想される、ということだと思  
うし、足許の株価動向も大体これと整合的な動きになってきていると思う。  
リスクとしては、これも昨日来議論があったが、為替レートが内外の景気  
の動きの格差に反応するというよりは、もう少し構造的なアメリカの双子  
の赤字の問題、それから中国元の切り上げの可能性、こういうところに関  
心が異常に高まっていて、それにしても動かないなと先週までは思ってい  
たのだが、今週に入って少し大きな動きになってきている。これは引き続  
き注意ということだと思う。あとは、田谷委員もおっしゃったように、足  
許の踊り場的な調整が、まさに踊り場にすぎないと思う訳であるが、少し  
長引いた場合に、コンフィデンス等を通じてもう少しさらに長い調整に  
なってしまうリスクがどれ位あるか、ということだと思う。取り敢えず以  
上である。

福井議長

春委員、お願いします。

春委員

前回の会合以来、短い期間であったがその割に随分色々なことがあった。  
まず、原油価格は反転して低下している。また、現職のブッシュ大統領が  
再選された。米国経済は、7~9月の実質GDPは堅調で、10月の雇用統  
計も大幅な改善、7~9月期の決算も好調で株価も堅調、この中でFRB  
は4回目の利上げをしている。ドルの全面安の進行やイラクでの戦闘が続  
く中東情勢、あるいはITの需要調整など不透明感はあるが、海外経済は  
総じて警戒要因を減少させている状況と思う。

一方、日本の景気は、9月の景気動向指数や10月の景気ウォッチャー  
指数の足踏み感が強くなっているところに、7~9月の実質GDPの一次  
速報が予想外のほぼ前期比横這いになった。個人消費は堅調だったが、純輸  
出が減少して、予想外の設備投資の前期比マイナスが足を引っ張った形に  
なった。



個人消費については、相次いだ台風や地震の被害が明らかになる中で、ウォッチャー調査は10月も連続して悪化、10月の生活不安度指数も8月から一步後退となった。販売統計は区々の状況である。ただ一方で、毎勤統計で見た雇用者所得は、漸く7~9月期+0.3%と前年比プラスに転じていて、雇用や所得環境の改善に支えられて個人消費は基本的に堅調継続と見て宜しいと思う。

設備投資については、7~9月の機械受注は悪化したが、同じく7~9月の建築着工床面積は堅調であった。資本財出荷も4~6月の大幅増加の後7~9月も小幅ながら増加している。上場企業の間接決算も総じてこれまでの減収増益型から増収増益型へ転じて堅調になっているし、最近の日経新聞の設備投資調査でも、これまでの短観を含めた色々な調査と同様堅調な計画で、2004年度は全産業で前年比二桁の増となっている。台風等による進捗の遅れは今後取り戻されると見られるので、現時点の判断としては設備投資についても従来どおり基本的に堅調という見方で良いと思う。

景気の判断としては、設備投資の動向に気掛かりな面はあるが、総じて持続可能なペースでの景気拡大に向う移行過程という判断を継続したいと思う。

当面、次回の会合まで約1か月あるが、その間、原油価格の動向、IT関連の需要動向、特に米国のクリスマス商戦、ドル安の動向、国内ではGDPの二次速報や12月短観なども含めた設備投資関連の動きについて見守りたいと思う。

簡単に二点コメントさせて頂く。まず原油価格だが、WTIで12月渡し、10月26日の55ドル台を境に下落していて、46ドル台、一年後の2005年12月渡しで43ドル台まで下落した。その理由としては、メキシコ湾岸の石油精製施設の復旧が早期化するとの情報とか、DOEの統計で米国の民間原油在庫がボトム9月17日から11月12日まで約2,300万バレル増加していること、ナイジェリアでのゼネストの中止が発表されたこと、また北米での寒気がこれから和らぐとの気象予報、さらには投機資金が株式市場へ移動していることなどが挙げられている。米国における短期の需

給要因は相当程度緩和されていて、不安定な中東情勢とか中長期の需給情勢を考えると楽観はできないが、相場は既に沈静過程に入っているという見方もあり得るのではないかと思う。

最後に、今年の6月以来110円前後で比較的安定して推移していたドルが、10月中旬以降全面的なドル安が進む中で、104円前後まで下落した。当面105円前後の水準であれば、海外事業収益の評価減はあるとしても、総じて企業収益等への影響は限定的と見ていたが、今回のドル安の主因とされている米国の大幅な経常赤字に改善の兆しが見えないこととか、中東、アジアなどの国やロシアが外貨準備をドルからユーロにシフトさせる動きがあるというようなことから、ドル安の今後の進展は要注意と思う。私からは以上である。

福井議長

次は武藤副総裁からお願いします。

武藤副総裁

前回会合以降に公表された経済指標を見ると、輸出、生産、GDPなどに弱めのものが目立ったが、企業収益が好調を続けているほか、雇用面の改善もはっきりしてきていて、前の三人の委員が既に述べられたとおり、全体として見れば景気回復が続いていることが確認されたと思う。まず海外経済であるが、これまでの高めの成長から幾分減速するものの拡大を続けるといった見方を裏付けるものとなった。米国経済は個人消費の持ち直しなどを背景に7~9月の実質成長率が年率+3.7%と、4~6月に比べて幾分上昇した。企業収益や設備投資が引き続き堅調に推移しているほか、一頃回復ペースが鈍化していた雇用についても最近では雇用者数の増加幅が再び拡大するなど、景気回復のモメンタムが維持されていることが明確になったと考えられる。減税効果の一巡、あるいは既往のエネルギー価格上昇の影響などが景気に悪影響を及ぼす可能性があるという点については留意する必要があるかと思う。また、中国経済は力強い回復を続け

ていて、当面は、中国人民銀行の金利引き上げを含めた景気過熱抑制策の効果について注意深く見守っていくということかと思う。

こうしたもとの、我が国の輸出は、4～6月は前期比+3.2%と増加した後、7～9月は+0.1%とほぼ横這いの動きとなった。これは基本的には海外経済の減速を受けたものであると考えられるが、執行部の説明にもあったように、台風による船待ち在庫の積み上がりといった一時的な要因も影響している可能性がある。従って、基本的には先行きは増加トレンドに戻ると思うが、7～9月の世界半導体出荷が前期比でマイナスとなるなど、IT関連需要の動きには注意を要すると思う。生産は、4～6月は前期比+2.6%の増加となった後に、7～9月は-0.7%と横這いなし微減となった。生産の増勢の一服は主として海外経済の減速とIT関連財の在庫調整によるものであって、概ね予想の範囲内と言えるのではないかと思う。先行きについては、内外の需要の回復が続くもとの、基調的には増加を続けると見込まれるが、ITの在庫調整に暫く時間が掛かると思われることと、需要が好調な素材関連では既に生産能力の上限に近い高水準の操業となっていて、一段の増産に結び付きにくいことを踏まえると、当面、生産の増加テンポは緩やかなものにとどまると見るべきであろうと思う。設備投資については、7～9月のGDP統計において前期比マイナスに転じたこと、それから先行指標である機械受注が7～9月は-8.4%となったことが注目される。資本財出荷も全体としては引き続き増加しているものの、半導体製造装置の出荷が前期比マイナスとなったことなどから増加テンポは緩やかになってきている。もっとも、企業は好調な収益状況を背景に強めの設備投資計画を維持していて、振れはあるにしても設備投資の増加基調に大きな変化が生じているとは考えにくい。建築着工床面積の増加に見られるように、オフィスビルやショッピングセンターなど、非製造業の設備投資にも動きが見られる。設備投資の動向については、今後公表される法人季報、あるいは12月短観なども見ながら、さらに確認していきたい。次に家計部門は、雇用面の改善が一段と明確化していると思う。すなわち、雇用者数は労働力調査、毎勤統計のいずれのベースで見ても前年

比で増加を続けていて、失業率も緩やかな低下傾向にある。賃金についても、所定外給与の回復を背景に、一人当たり名目賃金の前年比のマイナス幅が縮小してきている。こうした動きを反映して、雇用者所得は下げ止まりがほぼ確認できたと言えるのではないかと思う。個人消費は、悪天候の影響もあって販売統計などにやや弱さが見られるが、今申し上げたような雇用・所得環境のもとで、総じて見れば底堅い動きを続けているということかと思う。先行きについても雇用者所得が緩やかな増加に転じるもとで、マインド面の改善にも支えられて緩やかに回復していくと考えられる。

以上のように、グローバルなIT分野の調整の影響が、輸出、生産等に現われてきている一方で、雇用者所得など家計部門への波及は徐々に進んでいる。その意味で景気の現状については、輸出、生産の増勢に足許一服感が見られるものの、全体として回復を続けているという先程の説明で宜しいかと思う。先行きについても景気は回復を続けていくと見られる。今後の注目点の一つは、これまで景気回復をリードしてきたIT関連を中心とする大企業製造業の牽引力が幾分弱まると考えられるもとで、非製造業を含めて他の部門にどこまで回復が広がっていくかということである。来月の短観等がその点を確認する材料かと思う。

次に物価であるが、基調的に大きな変化は窺われない。国内企業物価は、原油価格をはじめとする内外の商品市況高や需給の改善を反映して10月は前年比+1.9%であったが、3か月前比で見ると上昇テンポは幾分鈍化している。消費者物価は、9月は前年比0.0%ということであるが、10月以降は米の価格が下押し要因となる。原油高の影響は、ガソリン等への転嫁は既にかかなりの程度進んでいるので、一段と進行しない限り消費者物価へのプラス寄与は然程拡大しないと思われる。今後の物価動向については以上のような点も踏まえながら注目していきたい。

最後に、金融資本市場であるが、展望レポート公表後も短期、長期金利は総じて落ち着いて推移している。外国為替市場では、米国の経常赤字問題に対する懸念等を背景にドル安・円高が進んでいる。この点については、9月短観における想定為替レートは本年度下期で1ドル106円辺りであっ

た。従って、現状の水準であれば企業収益に大きな影響が生ずることはないということであるけれども、今後の為替レートの動向、その影響については注意深く見る必要があると思う。以上である。

福井議長

岩田副総裁からお願いする。

岩田副総裁

それでは二点程申し上げたい。一つはGDPの成長率についての評価、もう一つは企業部門の財務状況ということで申し上げたいと思う。まずGDPの数字なのだが、これは市場の大方の予想を下回った訳で、下振れしているということかと思う。ただ、植田委員もご指摘になったように、年度後半、設備投資あるいは公共投資が出てくること、それからアメリカ、中国の景気が足取りがしっかりしているということであれば、輸出がプラスになっていくということも考えると、年度後半になって若干リバウンドすると思う。ただし、2四半期続けて低い成長率だったので、展望レポートで3.6%というのが出されている訳だが、足許調整するとやはり3%前後、今後のリバウンド如何でそこはプラスマイナスがあり得るが、やや3.6%よりも下かもしれない、というような状況ではなかろうかと思う。それで、このGDPの数字で評価できる点が二つあって、一つは個人消費の伸びが思ったよりも強いということである。個人消費はここ一年、実は昨年度の10~12月期から前期比で0.8%~1.1%増えていて、これだけ持続して成長していることは、若干、チェックしたのだが95年度が0.5%~0.9%位で一年位続いたことがあるけれども、それ以来の画期的な強さを示している。1%というのはやはり大したことで、年率で4%増えている訳だから、所得が伸びない中でよく健闘しているなと思う。最近では若年の20、30歳代、あるいは高齢者世代の消費性向が高いというふうに言われていたのだが、40歳代でもレジャーとか外出、外食関係、あるいは30、40歳代で教育関連サービスの支出が伸びるというようなことで、やはり

サービスの関連が、個別統計を見ているよりも少し強く実際は動いているのかなという印象を持つ。それからもう一点はデフレーターであるが、内需デフレーターのデフレ幅が縮小している。GDPデフレーターで見てもマイナス幅が2.7%から2.1%というふうに縮小しているのだが、これは輸入デフレーターが上がっている時に減っているのだから、これはかなりデフレ幅が縮小してきているということかと思う。それで問題は、GDPの統計が今度改定され、連鎖方式になる。恐らく年内には——私はタイミングは具体的に知らないが——年内には恐らく全部改定になってしまうと思う。その効果がどう出るかということがあって非常に見にくいのだが、名目値はしかしながら変わるはずはないので——名目GDPの数字まであまり変わってしまったらこれはちょっと困るのだが、それは変わらないという前提で——ここ第2四半期、第3四半期の名目GDPの成長率は、第2四半期が-0.4%、第3四半期がゼロという数字になっていて、これがあまり変わらないという前提でこの数字を考えると、要するにそれが実質と価格の変化率に分解されるということなのだが、やや恐れているのは実質の伸びのプラスの糊しろが非常に少ないものだから、改定の結果、実質GDPもマイナス成長ということも出てくる可能性があるということかと思う。それでその時にちょっと、私が心配しているのは、既に景気一致指数が2か月連続40%を割っているというようなことがあって、マーケットのセンチメントに弱気が台頭するということをやや懸念している。ただ過去の回復局面を見ると、GDPの伸び率がマイナスになるというのは何度か起こっていることである。94年の第4四半期、あるいは99年の第3四半期、2003年の第1四半期ということで、回復途上で一時的マイナスということはあるのだが、ただ一致指標の方も、95年が4か月連続で50%を割ったことがあるというふうに言われているが、今回も2か月連続なので、恐らくIT関連の調整が、恐らく年明け第1四半期まで足を引っ張るというふうに考えると、そこが少し長引きそうだとということと合わさって、弱気な見方になるセンチメントが動くということを私はちょっと恐れている。ただ、年度後半については、公共投資が恐らく災害復旧、地震とか台風被害

総額が約1兆円位あると、これも見通しなので何とも分からないが、公共投資は恐らく1兆円位は追加があるのではないかと私は思っているが、それから復興需要というようなことが、阪神・淡路大震災の時は1.76兆円と言われたのだがその半分位ということかと思うが、それが少しむしろ底上げと言うか底支え要因になるということかと思う。以上がGDPの数字についてである。ただ私、一点IT関係の調整について言うと、前も申し上げたが、恐らく前回のITバブル崩壊と比べて1/3位のショックだろうというふうに思っている。それで、アメリカのIT関連の指標が一頃と比べると少しやや持ち直し傾向が出ているというようなこと、あるいは通信分野には2000年の時のような過剰投資の問題がないというようなことも調整を少し楽にしてくれるのではないかというふうに思っている。以上、GDPについての話である。

もう一点は企業部門であるが、企業部門の財務体質、私が注目している資本の回転率が良くなっていることである。それで効率が上がっているということで、アメリカの企業と比べてもむしろ製造業は良くなっている。資本効率が高まっているということが言える訳だが、ただ、卸・小売サービス業ではまだ低いところがあるというところで弱さも抱えているところも残っているということかと思う。ただ、企業部門の財務が、私、量的緩和の効果として現われているという面も強調して良いのではないかというふうに思っている。つまり金融のシステミック・リスクの回避であるとか、金融機関の流動性制約を緩和するというところで、企業部門の調整、バランスシート調整を支援したということがもうちょっと強調されても良いのではないか。私が注目しているのは、マネーの活性化ということをずっと期待しているのだが、マネーをこれだけ出している中で、企業部門の現預金比率が2004年初めから低下している。家計部門にも早くこういうのが出てこないかなと思っているのだが、この企業部門の動きは明るいサインだと思っている。いずれこれがもう少し進んで、債務を増やすという積極的な方までいつ動いていくのかなと思っている。アメリカの企業ではどうやらそちらの方向に動き始めていると、債務による資金調達コスト

と株式を通じる資金調達コストの乖離がかなりこのところ大きくなって、恐らく債務を増やす方向にこれから動くのではないかというふうに言われているが、日本の企業もそういった動きがどこまでできるのか注目したいと思う。

最後に物価の動向であるが、GDPの統計との関連で改定があるということを見ると、恐らく実質GDPの伸び率は下がるということである。前回申し上げたが、来年度2.5%成長というのがかなり実質は下がるということは、逆を言うと生産性の伸びもそれだけ小さくなる。一方で雇用とか賃金の動向がそれで変わらないと、計算上GDPで測った単位労働費用は、今はかなりマイナス幅が大きいのだが、思っていたよりもかなりマイナス幅が縮小する可能性があると思っている。ということで、景気の強さについては少し下振れなのだが、CPIについては変わらないというふうに考えて良いのではないかというふうに思っている。以上である。

福井議長

次は福間委員からお願いします。

福間委員

まず、海外経済については、各国のGDP統計や貿易統計に表われているように、原油高による産油国への所得移転効果もあり、踊り場的局面で、景気の伸び悩みや減速が見られている。ただ、エンカレッジなのは、先程から色々な方がおっしゃっているように、WTI先物相場が先月22日をピークに調整を続けてきたことであり、既に市場では、原油高のデフレ効果を見越して造成された株売り・債券買いポジションを解消する動きが続いている。今後、原油高の調整が続き、デフレ効果が減退していけば、その面からは、我が国を含め世界経済が徐々に元の回復軌道に服していくものと期待される。海外経済のうち中国について敷衍すると、同国では、金利の引き上げを含む中央政府による景気過熱抑制策もあって、景気過熱が加速するリスクは後退した。この景気のスローダウンに伴い、色々な製



品の在庫が積み上がっており、中でも過剰生産の続いていた建設用等一般鋼材や自動車等ではその動きが顕著で、建設用等一般鋼材については、最近では輸出に転じるようになっており、輸入が続く高級鋼板とは対照的な動きを示している。また自動車については、金融引締めにより在庫金融がタイトであること、割賦販売の焦げ付きも増えていることから、大幅な値引き販売が行われるようになってきている。ただ、中国全体として見ると、景気の過熱感はまだ残存している訳で、電力、水、道路、鉄道等のインフラ面にボトルネックが生じている状態は変わってはいない。一方、我が国の経済の現状については、他国と同様、原油高の所得移転効果が見られるほか、景気の牽引役であった輸出は、海外経済が減速していることや鉄鋼等素材は内需好調を反映して輸出余力が減少していること等から、増勢は鈍化している。また、内需のうち設備投資については、7～9月期のGDP統計では前期比マイナスとなり、これは私にとってネガティブ・サプライズではあったが、心配していた大型台風による一時的影響もあるのかなと思われ、昨日執行部からの説明にもあったように、12月上旬発表の法人季報で改めて設備投資の動向を確認したいと思っている。さらに、半導体メモリーや液晶パネル等の一部電子部品の在庫調整が続いているほか、新潟中越地震の影響もあってか、全体として見ればこれまでの景気回復の動きには足許一服感が窺われる。一方、景気の先行きについては、海外経済が巡航速度での成長過程に移行していることが見込まれることや、日本の鉄鋼等素材の生産余力がないこと等から、輸出が従来のようなハイ・ペースで増加する姿は描きがたいけれども、そういう意味では輸出の増加を起点とする景気回復のリンクは弱まるものと予想される。ただ、次に述べる理由から内需主導での景気回復を続けていくと期待している。第一の理由は、冒頭で述べたように原油価格が落ち着き、デフレ効果の減退も期待されること。第二に、台風や地震による、これも今まで皆さんおっしゃったことだが、復旧工事の増加による形で盛り返すということ。第三に、足許低調な設備投資については、企業業績が好調を持続する見通しであることや、素材産業では生産余力がないため需要の増加に見合った何らかの形で

の生産設備の改修あるいは効率化等による生産能力の増強が必要となっていること。さらには中国のインフラ面・知的財産の管理面の問題等を背景に、一部に生産拠点の国内回帰が見られるようになってきていることから、台風による一時的な影響が一巡した後は再び増加基調を取り戻すと考えている。第四に、個人消費もサービス向けを中心に現在の地合いを続けると予想されているというようなことで、内需主導的な回復が期待できるということである。企業業績については、最近の収益好調には国内の業績好調も然ることながら、それ以上にグローバル経営の結果、海外経済の拡大を背景とした海外子会社の業績拡大が寄与している。今中間決算も、これまで発表されたところでは、受注型産業では素材価格の高騰から厳しい決算になっているが、全体的には連結経常利益が前年比約4割と大幅な増益となっており、好調を持続している。ただ下期については、円高、原油高、素材高の3高のリスクや影響を懸念しているために慎重にみる企業が多く、通期の見通しは概ね当初の予想水準に据え置いている。円高については、実質実効為替レートで見ると大きな変動はないため、今のところ景気や企業業績への影響は限定的と考えているが、年初来の高値を上回る対ドル相場の展開になれば、企業マインドに影響を与える可能性がある点には留意が必要であると思う。また、中東情勢を巡る地政学的リスクの高まりや、米国の双子の赤字に対する不安感等を背景に、ドルがほぼ全面安の状況が続けており、ドルの主要通貨に対する実効為替レートは9年振りの安値水準にある点にも注意をする必要がある。このドル安に対しては、カレンシーボードを採用する中国と香港はともかく、韓国、タイ、シンガポール等もここへきてドル買い介入を積極化しており、このうち韓国では金利の引き下げを行うなど、ドル安が各国の金融経済政策にも影響を与え始めている。これまでも指摘したが、最近のFRB幹部やスノー財務長官の為替相場に関する発言については、市場では、ドル高政策を支持しつつも経常収支赤字の拡大が続くもとではドル安が続くこともやむを得ないと考えているのではないかといった見方が強まっており、また、先日の大統領選挙でブッシュ大統領が再選されたことにより、双子の赤字が今よりもさ

らに深刻化するのではないかと懸念も出始めるなど、市場のドル・ベア・センチメントは一段と強くなっている。ただ、ドル安の一方で、米国の株、債券は上昇しているため、今のところ米国側にはペインはなく、それだけに昨日のスノー財務長官の発言にあるように、当面介入もできず、暫くドル安の続く可能性が高いのではないかとみている。この間、物価面については、原油高の調整や世界経済のスローダウンを背景に、内外の商品市況も高値圏にはあるものの、上昇一服の状態となっており、一方、川下の消費者物価は為替円高もあって、小幅のマイナス基調を続けるという大きな構図には変わりはないと思う。最後に、企業金融面を見ると、銀行の企業向け貸出は、バブル期以来の競争状態にある。もっとも、借り手サイドの企業では、連結経営の定着の他、為替リスクを回避する目的から、グループ全体でのキャッシュ・フローを内外子会社から配当を通じて本社に集中することが定着してきている。そうした中で、先程触れたように、海外子会社の業績が拡大し、それに伴い本社への配当が増えたため、その手許資金は一段と潤沢になっており、こうしたもとで企業の有利子負債削減の動きは根強く、銀行が貸出を伸ばそうとしてもなかなか成果が上がらず、信用スプレッドも下がるどころまで下がったという状態になっている。なお、金融経済月報の基本的見解の執行部案については、現状及び先行き判断、いずれにおいてもやや慎重なトーンも出ており、経済実態に沿うものとして特段違和感はない。以上である。

福井議長

中原委員から願います。

中原委員

前回の会合以降の世界経済の全体感という意味で何点か申し上げると、日、米、欧、中国など主要経済地域における経済拡大モメンタムの差が次第に明らかになってきたという感じがする。二番目は、大統領選挙が終わって、ある種のイベントリスクが薄らいだことで、経済ファンダメンタ

ルズやグローバル・インバランスの問題が市場のテーマになってきたということ。それから三番目として、中国の為替調整の可能性とその影響に関する議論がかなり高まってきていること。最後は、原油価格がコンソリデーションのステージに入ったという中で、インフレ懸念、デフレ懸念ともに若干後退しているといったことが挙げられるかと思う。まず、米国については、いわゆるソフトパッチを抜け出しつつあるということが確認されたと言って良いと思うが、インフレ懸念が後退する中で市場は緩やかな金利上昇を既に織り込んだと思う。一方で、今後の回復の持続性という点では、ブッシュ政権第二期の経済政策が市場の関心事となっているが、既に第一期で経済対策を総動員してしまっているのも、その副作用がむしろファンダメンタルズの悪化という形で現われており、先行きの不透明感はある意味では減衰していないように感じる。成長持続のための短期的な政策選択の幅は極めて限られている訳であり、潜在成長率に緩やかに収斂しながら成長が続くという現在の標準シナリオは、挙げて企業部門の成長期待と家計部門の消費の持続性にかかっているということになると思う。第二期の大きなテーマとしては、税制改革と年金改革とが報じられているけれども、いずれにしても基本的かつ長期的な問題に、大統領として時代に名を残すためにも手を付けることになるのではないかと。機軸通貨国のファンダメンタルズに大きな変化が出るということになれば、我が国経済、世界経済にも大きな影響が出るということは覚悟しておく必要があるだろう。欧州は若干スタグフレーションの傾向への懸念が出始めている。中国は、金利政策と組み合わせた緩やかな為替調整のシナリオについて政策当局者の中でかなり議論が煮詰まったという印象を受けているが、我が国経済への影響については複数のシナリオを想定して十分注意しておく必要があるだろうと思う。我が国経済については、全体として調整局面が明確に意識されるようになり、また、それが当初想定していたよりは長引くのではないかとという不透明な段階であるが、こういう感触が強くなってきたということだと思う。長期金利の動きから見ても調整局面の動きが強く意識されている。現時点では、景気腰折れのリスクはないと、もしくは非常

に小さいと見て良いと思うが、調整長期化のリスクはこの際我々としても意識すべきではないかと思う。GDPの内容だが、消費はポジティブ・サプライズで設備投資がネガティブ・サプライズと言って良いと思うが、いずれもその他の指標が示唆するところと比べるとやや不整合の感が否めない。12月の法人季報や第二次QEを待つしかないと思う。IT関連産業の生産在庫調整の帰趨については、やはり長引くとの見通しが増えてきた。ミクロの経営者の方に伺っても、商品によって見通しにかなりばらつきが感じられるけれども、かなり慎重であるが自信は一方で持っているという感じがする。素材関連業種や中国の影響の大きな外航海運などについては極めて強気な見方がまだ続いている。当面は、経営者にとってのキーワードはやはり中国と輸出であるように思う。市場に関連しては為替が懸念材料である。ドル安の矛先はユーロに今のところ向いているが、円やアジア通貨についても介入の可能性を探る瀬踏みが始まったという印象である。最後に、今月の基本的見解について大筋異存はないが、足許の調整が想定よりやや長引くという前提に立てば、円高の動きなども含めてもう少し先行きの不透明感を盛り込む必要はないかという感じを受けている。また、「前向きな循環が明確化する」という表現についても私はどういう段階でどういう具合に取っていくのかと大変関心があったのだが、説明のとおり雇用者所得の下げ止まりが見られるので、すなわち既に前向きな循環が一部かもしれないが明確化したとの理解で削除するという説明は、ややマーケットに対して無理ではないかという気がする。7~9月のGDPでの名目雇用者所得および雇用者報酬はまだ前期比マイナスである。なかなか良いアイデアはないのだが、日銀の景気見通しは強すぎる、市場と乖離しているという見方が強い中、10月の展望レポートでの2004年度の成長見通し+3.6%は達成困難であろうと思うし、こういう中でIT関連産業中心の調整による先行きの不透明感をどう表現していくのか、基本的見解の表現については目下悩んでいるところである。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

第3四半期の経済については、海外経済の減速、IT関連の在庫調整、それに台風の影響もあって、生産が減少し、輸出は横這いとなった。それに続いて、機械受注の減少、そして低いGDP成長率と、予想比弱めの数字が続き、市場では景気減速感がかなり強まっているように思われる。ただ、その内容を検証すると、昨日の早川調査統計局長の説明にもあったように、当面、先行きについて減速感を強める必要があるとは私は思っていない。

まず、輸出に関わる海外経済については、米国の景気がソフトパッチを脱しつつある。雇用も改善ペースをかなり取り戻しており、経済成長パスについて先行き巡航速度への減速という想定を変える必要はないと思っている。また、中国の景気も足許、先行きともに高成長が続く可能性が高いと思っている。従って、いずれ輸出は持ち直すと考えられるが、そのパスについては、世界のIT関連需要に影響を受けるので、その動向を見極める必要がある。純輸出という面では、原油価格の動向にも影響を受ける。なお、ドバイの原油価格は足許かなり低下しているが、今後の世界景気の強さを考えると、先行きもう少し高止まりするのではないかと思っている。IT関連については、IT関連の米国企業業績は株高に現われているように、総じて予想を上回る好決算であったし、日本に目を転じれば、IT関連の在庫・生産調整が進捗しつつあって、マイクロヒアリングによると、来年第1四半期には半導体製造装置などの資本財生産はまだマイナスながら、情報関連生産財は増加に転じる計画となっている。半導体DRAM価格は安定している。また、自動車生産は好調を持続しているが、自動車のエレクトロニクス化がかなり進んでおり、その需要もある。これらを考えると、IT関連需要の大きな調整が今後生じる可能性は小さいと思ってい

るが、IT関連の調整にどの程度時間が掛かるのか定かではない。IT関連需要の動向については注視していきたいと思う。

ところで、第3四半期のGDP成長率が予想比下振れた第一の要因は、設備投資のマイナス化である。短観や中小公庫、あるいは最近の日経新聞でのサーベイ調査では、今年度、堅調な設備投資が計画されており、GDP統計との間に大きなギャップがあることは否めない。実際、資本財出荷が引き続き増加しているほか、建築着工床面積も前年比2割程度の増加を続けているので、設備投資は上方修正されるのではないかと考えている。

今年度のGDP成長率については、早川調査統計局長の話にもあったように、デフレーターや季節調整の問題、それから台風の影響などがあるということなので、現時点では仕上がりがどうなるのか見当がつかないが、技術的要因による変化分を除くと、展望レポートで参考として示したGDPの見通し計数については、足許の計数の弱さを考えると、下方修正が必要となる可能性があることは否めない。しかし、景気回復のメカニズムについては、展望レポートで想定したシナリオをトレースしていると考えている。

月報の基本的見解で一点だけ気になる点は、雇用者所得の先行きについてである。雇用者所得については、第3四半期は前年比プラスとなっており、「雇用者所得は下げ止まり」と表現する点に意見を申し上げることはしないが、先行きの「雇用者所得は緩やかな増加に転じる可能性が高い」という点については、月報の先行きのタイムスパンがどの程度なのか定かでないという点もあるが、なお慎重に見ておく必要があると考えている。現時点でも、所定内給与はマイナスが続いているうえ、人材派遣法の改正の後押しもあって、派遣等非正規雇用の活用ニーズはマクロで見ればなお強く、所定内給与のマイナスは今後も続くと思われるからである。また、今年の冬のボーナスは公務員の支給月数の組み替えといった特殊要因などがあるので、全体では上昇するのではないかと考えているが、先行きボーナスは企業収益の伸び如何という面もある。一人当たり賃金を見ても、2000年の第4四半期以降、前年比では2003年の第2四半期を除きマイナ

スが続いている。確かに一人当たり賃金のマイナス幅は縮小基調にあるが、規制緩和、内外での競争激化のもと、簡単に販売価格を引き上げることができず、企業の人件費抑制姿勢が直ぐに解消されるとは考えられない。先行き、雇用者所得の緩やかな増加に転じる可能性が高いとまで言い切れないというところである。

最後に、金融・為替市場の動向について一言申し上げると、米国の双子の赤字問題への関心が高まっている。GDP比6%にもならんとする経常収支赤字は、縮小傾向が見えないことや、その原因が財政と家計にあることもあって、その長期的な持続可能性に疑問符が付けられている。そして、為替レートはこのところドル安容認と見なされる発言が米国の高官から出ていることもあってドル安地合いとなっている。ただし、為替レートはテクニカル分析や内外の景況感格差、金利差などを含め、その時々でプレーヤーが重視する要因は変化していくし、円ドルについては介入警戒感もあるので、何らかの大きなショックがない限りそれ程大きく為替レートが変動するようなことにはならないと想定している。もっとも、米国で財政支出拡大・金融引き締めポリシーミックスを取ることは、ドル高を促し、経常収支赤字を拡大させる面があるので、双子の赤字が重大な問題ということであるならば、米国は財政支出拡大政策は慎む必要があるということだと思う。以上である。

#### 福井議長

以上で各委員方のご意見を一通り出して頂いた訳である。今日は少し皆さん方の特に先行きについての見解にニュアンスの相違が出ていたように思うが、全体の感じは一番最初に田谷委員がリードスピーカーとしておっしゃっていたとおり、日本経済については拡大局面のいわば一時的な踊り場にあるということだったと思う。景気後退に繋がるリスクは少ない。ただ、この踊り場なるものがどれ位の期間続くかという点については、まだ不透明要素を残しているというのが大勢の見方であったかなと拝聴した訳である。踊り場がいつまで続くかということに絡んでは、改めて海外



経済の動きをよくチェックする必要があるし、それからIT関連の調整がどこまで進展し、この先どのように終了に向かうかというふうなことを、やはりより正しく読み取っていく必要があるということだろうと思うし、さらにおっしゃったとおり、踊り場の過程、あるいはそれがもしかして予想よりも少し長引く過程で企業や家計のコンフィデンスにどう響くかということが非常に重要な点ではないか。様々な統計改訂等が不規則に心理的悪影響を及ぼす可能性をやはり念頭に置いておく必要があるし、市場の特に最近の動きとしては、為替相場の動きというのがやはり心理的な影響を、局面によっては強くもたらすリスクがある、こういうご指摘だったかなと思う。これらのうち、海外経済の動向、とりわけ米国の経済についてはむしろ将来の展望が少し良くなっているような感じがある。いわゆるソフトパッチの局面を緩やかに抜け出しつつあるという感じで、改めて個人消費、設備投資等々が比較的バランスの取れた回復軌道、成長速度の減速を示しながらも、より安定的でバランスの取れた成長軌道への到達という方向性が少しまた見えてきていて、米国の株式市場の動きはそれを先取りしながら動いているのではないかという感じになってきている。これには原油価格が一応ピークアウトしたような感じで、今動いているということも相当支援材料になっているということではないかと思う。中国の方はやはりジグザグ行進でなかなか読み取りにくいところがあるし、政策手法も一部金利を使うというふうなことで全体の整合性は外から見ていてなかなか判断しにくい部分が引き続きキャリーしているが、一頃よりは若干成長率を下げながら、しかし、なお過熱気味の経済、高成長ギリギリのところを追っているという委員のご指摘があったが、まさにそういう感じで動いているという状況ではないか。ITについては、引き続き過去のIT調整局面に比べれば、比較的ショートランにかつ、影響も少なく調整が終わるのではないかという大勢観察は変わっていないと今のところ思われている訳である。国内の動きを見てもIT関連の最終需要が急速に減少しているということでは必ずしもないように思うし、最近の電子部品・デバイスの生産は出荷増のもとでの減産、在庫減という形で生産管理がきちんと

行われているというふうにも見えるということであるので、その基本のシナリオを前提に引き続き見ていく必要がある。この点については中原委員からしばしばウォーニングを頂戴している訳で、確かに事前の予想が当たった試しがないという、これまでの経験はやはりしっかり踏まえながら慎重に見ていく必要があるのではないかと思う。国内の景気回復のモメンタムという点では、前回出たGDP統計が少し解釈を混乱させる大きな要素にもなっており、米国及び中国の若干のスローダウンの影響が若干タイムラグをもって及んできているとか、今のIT調整の影響というものが色濃く反映しているとか、そういうふうなことがあるし、さらに台風、長雨の影響がそれに加わってきている。けれども、冷静に景気の動きを見ると、設備投資についてはやはりIT関連の調整の一巡感が出れば企業収益の好調を背景に、再度リズムを取り戻してくるのではないか。しかし我々のシナリオ対比で見て大事なことはIT関連だけではなく、より幅広い業種で設備投資が力強さをもう少し取り戻していく必要があり、これから先行きの設備投資関連の先行指標の出方、短観に示される企業の判断等を見ながら、ここは判断していかなければならない点だと思う。また、家計部門の方は雇用・所得が下げ止まっている、この判断について皆さんのサポートがあったと思う。先行きの雇用所得についてどれ位楽観的に見るか、どれ位慎重に見るか、多少ニュアンスの差があったと思うが、一方で最近パート比率の上昇テンポが多少鈍化してきているということもある。こうしたことが基調的な動きであればマイナス幅は縮小してくるのではないかとも思える訳であり、この点は、後でもう少し議論すべきではないかと思う。数字はともかく全体として基調的な動きは展望レポートで我々が示した見通しに沿った動きが崩されてはいないということではないかと思うが、為替の動きは、米国経済が巡航速度に向かうとは言え、一頃の高い成長から成長速度を修正していくということになると、恐らく市場は米国経済のバランスが取れば取れる程、バランスの取れていない双子の赤字の部分に、より注目するであろうということは予見されていたところだろうと思うし、ブッシュ政権二期目に入れば、二期目の最大の課題として、そこに

どういふタッチを示していくかということにまた当然注目が集まることも事前に予想されていたことである。また、グローバル・インバランスの問題を考える場合には、やはり中国の為替のフレキシビリティへの方向性を、その中にどのように織り込んでいけば良いのか、これも含めて考えなければコンシステントには理解できない要素だということであり、選挙が終わり、アメリカがソフトパッチを脱して巡航速度に向かいつつあるという認識が強まると、やはり市場の焦点は事前に予想されたところに今、集まってきているということではないか。植田委員がおっしゃったとおり短期的な景気循環の差というよりはむしろ、よりファンダメンタルな要素に、今市場は注目しているということなので、為替の動きがどうなるかは読めないが、グローバル経済と日本経済への影響はやはり相当しっかり見ていかななくてはならない、そのようなことではないかと思う。今、私が申し上げたようなことが皆さんの感じと違っている部分があれば是非おっしゃって頂きたいし、幾つかの論点、特に設備投資をこれからどう見るかということ、それから個人消費の中でも特に個人所得の方向性について須田委員から若干慎重なご意見があったので、その点を少し議論してみて頂ければと思う。

#### 須田委員

確かに、パートの人の比率は減るかもしれないのだが、私が結構、所定内給与について弱気しているのは、派遣社員といった人達というのはフルタイムながら非正規であり、そういう人達が増えているためである。今、企業を色々見ても、ほとんど同じ働きをするにもかかわらず給与が低い人達がいる。その人達のことをパートと呼ばない。つまり、フルタイムの中での正規ではない雇用者というのが増えていくというのがこれからであり、そういう意味ではやはり給与というのは、今後、そんなに上がっていかないのではないかと見ている。

福井議長

調査統計局長に事実の確認をしたい。この正規・非正規という言葉、私はあまり好きではないのだが、それはともかく、正社員と契約社員、それからパートタイマーそれぞれの増加テンポはどのようになっているか。

田谷委員

請負があるし…。

福井議長

終身雇用的な雇用以外の雇用形態の増加テンポが、それぞれカテゴリー別に見て限界が見えてきているのかどうか、純粋なパートタイマーについては明確に言えるのか、その辺のところをもうちょっと正確に説明して欲しい。

早川調査統計局長

まず第一に、毎月のデータで見ていけるのは、実はパートタイムの部分だけである。従って、時々パート比率について最近少し頭打ち感があると申し上げているけれども、あそこの部分は一応データに基づいているが、実は請負とか派遣というのは、それは別に必ずしもパートタイマーということではないので、例えばサービス業の雇用者という形で現われてくるだけで、サービス業の雇用者の中で毎月毎月これが派遣であり請負でありという数字は分からない。暫く時間が経って1年位するとこれ位であったとか、請負についてはほとんど推計しかない状態であるので、正直な話、毎月毎月の動きは分からない。まず、分かり易いパートについても確かにデータからするとここ2~3か月、上昇に一服感があるのだが、我々はこれが本当に定着したのかどうかまだ自信がない。と言うのは、皆さんお気付きのとおり、先般の支店長会議などでもあったと思うが、ヒアリングをすると、要するに製造業からはそろそろ限界に近いという声が出てくる一

方で、非製造業ではまだまだパートの活用の余地があるというのが一般的である。非常にもっともらしいのだが、データを見るとここ2~3か月頭打ち感があるのは、必ずしも製造業という訳ではなくて、元々製造業のパート率の上昇は限られているので、卸小売りとかサービスのところでちょっと一服感が出ていて、これが本当かなということで我々もまだ確信を持っていない。ヒアリングでいけばまだいけるという分野でちょっと頭打ちになっているということである。従って、正直言って、広い意味での非正規雇用というもののウエイトというのはまだ増加していくと思うが、問題はこれまでのようなテンポで増加を続けるかどうかということに関してはどうだろうか、少しは頭打ち感が——現にデータはそうだが——出るのではないかというような感じを一応持っている。あと、雇用賃金全般に関して申し上げておくと、やはり元々、基本的にはGDPとか生産、それから雇用・所得、物価そういうものは基本的には同じような動きをするはずのものだが、ご承知のとおり既にGDPみたいなところに即して考えると、いわゆる巡航速度へ向けてソフトランディングしていくパスの中で、言ってみればITのようなものが綾を付けている感じだと思う。例えば一頃ITが激しく伸びて、恐らく実力をかなり上回る成長を記録し、逆に足許は彼等が調整しているものだから、実力よりもやや下めの数字が出てきてしまうというようなことが起こる訳である。これは裏返すと実はITが頑張っただけで生産が上がってしまう時というのは、実はあまり雇用も増えなくて賃金も上がらなくて、ULCがバコッと下がる局面なのである。逆にそうでなくてITが休んでいる間、内需で何とか稼いでいかななくては行けない時期というのは、どちらかと言うと所得の拡大に比べて雇用などが拡大し易い局面に入る。これが実はある種、GDPデフレーターとまた裏返しの関係にもある訳である。GDPデフレーターというのは広い意味で考えればユニット・レーバークストにかなり近い概念であるので、例えばITがバコッと伸びる時にはそのリアルな生産がボンと増える、人数は増えないものだからULCがバカッと落ちる。一方で少し内需で稼いでいかなければならない時期になると成長率は鈍化する一方で、しかし内需で稼いでい

る以上、ある程度人が要るから、現にGDPデフレーターなどは一頃ガンガン落ちていたのが、足許ヒュッとこう戻ってきている感じであって、そういう意味では確かに成長速度という観点で見ると一頃の勢いに比べて鈍化はしてくるのだが、雇用吸収という面でどうなのか、生産が非常に強かった時にさえ、あんなに雇用が増えなかったので、緩くなれば雇用は益々増えないとも必ずしも言えないというふうにとりあえず考えている。その辺を少し、内需で稼いでいる局面はやはり若干、雇用を使わなくてはならなくて、少しULCが上がってきて、GDPデフレーター、あるいはCPIかもしれないがマイナスがちょっと緩くなるかもしれない。勿論、逆に言うと、またもう一回ITが復活し始めると意外にULCが落ちてきてしまうということがあるかもしれないが、目先はそういう意味で生産の拡大が鈍化する＝雇用・所得の伸びが急に鈍化する、というふうには必ずしもならないのではないか。

#### 福井議長

やはり今の話を聞いていても、当然のことではあるが、企業活動のレベルは、生産や投資活動と雇用を一体として判断していかないと個別には判断しにくい訳である。つまり生産や投資のITによるイレギュラリティを一応セットアサイドして考えた場合、海外経済は我々が標準シナリオに置いた時のアウトルックと多分そんなに変わっていない。特にアメリカ経済などは変わっていない。中国についてもそんなにディレイルしていないという感じで見た場合、ITのフラクチュエーションを除いた場合の基調的な企業活動のパスは、国内的にもそんなに変わっていない。ITを除くということにそもそも無理があるが、一応、因数分解してみればそのように考えられる。台風の影響で建設工事が一時的に中断したら、復興需要が出るとしてもタイムラグがあって年度内にキャッチアップできないとか、そういう要素は勿論あるが、海外経済と国内経済とがインタープレイしながら動いている基調的な動きというのはそんなに変わっていないと判断して良いのではないかと、私は思うのだが、その辺の確認をしておく必要が

あるのではないか。I Tの方ばかり一生懸命見て、基調的なところは本当は変わっていないのに変わった気になることではいけない。そうでなければ雇用についても最終的な判断に結びつきにくいところがある。

#### 福間委員

意外に台風が影響している。と言うのは、あまり報道されないが、化学とか鉄鋼とか皆、沿岸にある。潮が随分上がっている。このため、今、総点検をやっている。これは企業はあまり言いたがらないのだが、補修をやっている人に聞くと「忙しくて仕方がない」と。どうしたのだと言うと「潮が上がってきて」と。これは一時的なことではあるが、意外に台風は生産活動に影響を及ぼしているとみている。もう一つ、素材の方は、何回も申し上げているが、生産能力一杯にきている。私はメーカーに増設してはどうかと言うのだが、増設はしない、とおっしゃる。この点は物凄く慎重である。実際には、改修とか補修とかでとにかく効率を上げて地道に生産能力を上げる程度である。雇用については企業は足りないと言っている。新聞にも出ているように採用は増えている。青田刈りも始まっている。そういう面を踏まえると、I・T以外の産業ではちょっと台風が邪魔した部分があるのかなと感じている。賃金の決め方も昔とちょっと違って、要するに、会社は——かなり一般会社が多いのだが——年俸で決めている。そうすると何で調整をするかという、ボーナスなのである。これが恐らく今期は良いだろうと。

#### 福井議長

良いだろうという感触か。

#### 福間委員

然り。もう抑える訳にはいかないというのが経営者の考え方である。業績拡大の還元はボーナスで行う、それは約束であるから。そういうことがあるから、私はデータがあって言っている訳ではないのだが、アネクドータ

ルな話からすればボーナスは良くなるので、そんなにこの先の所得の伸びに悲観的になる要素はないし、少なくとも上へ行くのだろうなと思っている。サービス残業なども、もう相当減って、厚労省の指導などもあるらしいが、残業料を付けるようになっている。そういう動きも出ている。

福井議長

踊り場は長引くとしたらどういう要素からくるか。やはりITが読めないからか。

福間委員

ITが動いているから。

福井議長

けれど、海外経済が予想どおりのパスで動くとすれば日本経済にもその部分は1四半期か2四半期のラグを置いて必ず及んでくるし、台風の被害は必ずキャッチアップされる。ところで、為替の変動は一体どれ位のネガティブ・ファクターになるか。

岩田副総裁

私の考えでは、去年の第4四半期と今年の第1四半期というのはGDPの数字が非常に強かったが、在庫なども除いて国内の最終需要、民間需要だけ採って大雑把に計算すると、その伸びた時に年率で3~4%伸びていて、その時期のGDPの伸びは主には設備投資と消費なのだが、その後、第2四半期、第3四半期では、GDPは凄く落ちているが、それが同じ設備投資と個人消費の和で考えると大体+1.5%位なのである。であるから半減している。一頃+3~4%だったのが+1.5%位に戻っているというのが、これは名目で見て——実質は振れてしまうのでちょっと使いようがないので名目で判断すると——半減して動いているというのが実態に近いのかなと思う。であるから鉱工業生産がマイナスになるとか、こういう国



内の民間需要がどういう動きかという方が雇用とはもう少しリンクがより強いのではないかと思う。であるからGDPと雇用の連関が消えてしまった訳ではない。回復の持続性ということで言うと、そののところを良く見る必要があるのではないか。輸出入は海外景気で、あるいは為替レートで動いたりするし、在庫もその時その時で増えたり減ったりするから、そのところは少し除いてむしろ判断した方が良いのではないかと思っている。

福井議長

海外経済との関係ではアメリカ経済と日本経済の関係は事前にかなりシミュレーションが効くのかなと思うが、中国が例えば一定幅、成長率を下げた場合の対外需要の調整は一定の期間できちんといくのか。仮に在庫統計などが不存在的なような状況だとすれば、成長率がちょっと下がると、在庫調整は意外に長々と続いて対外需要が再度タイト化するまでのタイムラグが非常に大きいとか、そういうリスクはあるのか。

福間委員

例えば93～94年当時の引締めなどを見ると、やはり1年位して、「あれ、どうして変わったのかな」という位に、今度はゆっくりと上がってくる。調整などがフルでくるのだが、人口が多いから「伸びてきたのかな」という位にしか感じない。今回の場合、ITと言っているが携帯とかパソコンとかに物凄く不良在庫がある。

福井議長

自動車と携帯とパソコンは、幾ら投げ捨ててもまだ幾らでもあると聞く。

福間委員

然り。今は帳簿に載っているだけでも在庫は物凄い水準にある。製品の

9割が過剰在庫だという人もいる位、ひどい状況にある。中国人は新しい物が好きであるから、それを不良品としてスクラップするところだが、実際には捨てないのである。それをまたベトナムに持って行ったり、ミャンマーへ持っていったり、売れるところに待っていく。だけれどそうしたところの不足分は知れている。このため、ハイテクについてはちょっと造り過ぎたかなという感じはある。けれど世代交代と言うか、例えば第三世代に変わるとか、それなりに製品が変わってくると中国人はこちらの新しいのを買うから、そういう面では新陳代謝は日本に比べて比較的早いと言える。

#### 植田委員

ちょっと違うが、早川調査統計局長が時々おっしゃっていることだが、輸出・生産がほぼフラットになってしまった程、製造業は弱ってはいない。素材とハイテクに分けると。ハイテクはかなり厳しい調整なのだろうが、素材の方はよく言われるようにキャパシティ一杯で生産しているので、量はあまり増えないのもあるし、価格が上がってそれが収益に出ている。

#### 福井議長

リスクのない楽な商売になっている。

#### 植田委員

であるから名目値でもう少し見れば、実質は少し良い姿で走っているのだと思う。ただ、経済への波及効果ということ考えた場合に、ハイテクのところは雇用などは別にして設備投資への波及効果は大きいのだと思う。これに対して素材のところは先程来あるように、設備投資は依然として慎重なので、製造業の中身が少し素材の方にウエイトが掛かる方向に、今シフトしている訳だが、これはある意味では波及効果をちょっと暫く弱める可能性がある。従って、雇用者所得を抜いた消費とか、非製造業の設備投資、こちらがもう少し頑張ってくれないと、という局面ではあると思

う。

#### 田谷委員

4人の方がもうこの時点で先月末に出した今年度の成長率について下方修正が必要だと言及された訳である。それはちょっと早いのではないかという気がしている。我々の今の見方というのは第3四半期の国民所得統計の出方と、今おっしゃった生産の数字にあまりにも引っ張られてしまっているのではないか。岩田副総裁は名目値は変わらないだろうとおっしゃったが、そこすらも私はちょっとよく分からない。もうちょっと待つ方が良いのではないかという気がする。

#### 岩田副総裁

いや、私も分からない。理論的には変わるはずがないはずだが、実際計算したら変わってきたということはあるかもしれない。

#### 福井議長

要するに、単純な意味での足許修正、極めて簡単に言うと、他の条件を一定とすれば、台風で取り返しのつかない、今年度中は取り返しがつかない部分というのはあり得るかもしれない。そこは理解できると思うが、よりファンダメンタルズな修正まで踏み込んでおっしゃったかどうかはちょっと分からない。

#### 植田委員

あくまでもここまでに出た情報だけを与えられたものとして、本年度内の数字を置き直してみろと言われると、正直ベースでは下に行くけれども、二次QEが出たらまた直ぐ戻ってしまうかもしれないというような程度の話だと思う。

福井議長

従ってやはり、もっとしっかり様子を見なくてはという点にはご異論はないな。

植田委員

勿論そうである。

須田委員

二次QEにおいて設備投資がある程度戻るとか、あるいは公共投資が戻ったとしても、なかなか想定しているような成長率を出すのは、やはり計算上、数字のうえではきついなということが、可能性としてはある。

植田委員

然り。

須田委員

もっとも、数字の問題と現実の景気のメカニズムとは違うから、そういう意味では私は全く問題ないと思っている。ただ、調整がどの程度長引くかというところが気になる点である。あともうちょっと言わせて頂くと、先程の雇用のところであるが、私はプラスにならないと言っている訳ではなく、ここで言う雇用者所得の緩やかな増加について、「先行き」と言っているのは、一体どの程度の期間を考えて言っているのかが分からないということである。

福井議長

確かに。

## 須田委員

今回のボーナスの時期は確かにプラスになるだろうが、その先が分からないといった時に、この文章で良いのかどうか問題である。特にこの年末の所得に関しては、そのような感じでしかないとは思っている。これでもってそんなに変化することはないと思っており、大きく変化するというふうには思っていない。あとは景気の回復がどう波及するかということである。非製造業の設備投資が中小企業にもどれだけ波及するかという点について、それが出てこないとなかなか景気は力強くない。輸出関連は、海外が結成長していることを受けて良いが、やはり私は、ここで書いてある構造調整圧力が減るということを通じて、もっと前向きな設備投資が出ていってくれば、その部分では少し停滞しても、それこそ自律的な投資が出てくる可能性はあるというふうに思っている。

## 中原委員

私も須田委員のご意見に賛成する部分が多いのだが、どうも賃金はあまりにも強烈なレッスンを受けたおかげで、下方硬直性どころか上方硬直性が出てしまった、もしくは出てきているのではないかと思う。やはり賃金の上昇に対する経営者の意識というのは、特に銀行業界にいたせいかもしれないが、物凄く厳しい。結局、収益・業績連動の給与体系に移るということは、企業収益が上がらないと賃金は増えない訳である。企業の収益率が上がった段階において翌年も同じように収益率が上がっていけば賃金も上がるのだが、翌年があまり伸びなければ賃金の方はもう横這いということになる。企業の収益環境は、やはりどちらかと言うと、伸び率がどんどん落ちる方向に向かっているとみられる中、不定期雇用というかパートについては、非製造業でまだまだ増やすという、この前の調査統計局のヒアリング結果にもあるように、全体としては増える傾向にあることを思うと、企業経営者は労働分配率をまだ下げたいのだろう。企業の立場から言えば、労働分配率は80年代初めに比べるとまだ高い、相当高い水準にあ

り、雇用者所得の環境は相当厳しいと見ておくべきではないかと思っている。

福井議長

然り。あとはGDPのチェーン指数が出て、どんな数字が出るか分からないが、岩田副総裁がおっしゃったように、実感としてマイナス成長を強くアピールするような数字が出たような場合の受止められ方というのは、これはもうどうしようもない訳だが、政府の方も是非適切な説明をして欲しいと思う。我々自身もあまりびっくり仰天したような反応をやはりすべきではないと思う。実態は何も変わっていないのに、統計的表現の問題で我々自身が驚くというのは、やはりこれは本当はおかしいことではないかという気がする。他に宜しいか。ではこの辺でちょっとコーヒーブレイクを取りたいと思う。今、10時44分なので、10時55分まで。

(午前10時44分中断、午前10時55分再開)

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

では宜しいか。それでは会議を再開する。今度は金融政策の運営について、つまり次回政策決定会合までの金融政策の運営方針について議論をしたいと思う。改めてお一方5分ずつという感じでご発言頂ければと思う。田谷委員からお願いします。

田谷委員

政策としては現状を維持することが適当と考える。マネーマーケットは資金余剰感の強い地合いが続いて、一部の供給オペが札割れになった。12月初旬の税揚げによる資金不足期までは難しいオペが続くそうである。その後は余剰期に入り、供給オペも少しは楽になるとのことである。多分、そのとおりののだと思う。長めの手形オペを使ったりすることによって、

当預残高目標は維持できるものとする。その後のことは金融市場の状況や経済・物価情勢の展開次第である。ただ、どのような展開になったとしても、コアCPIの前年比変化率が安定的に0%を超えるまでは、当預残高目標の維持は至上命題だと思う。簡単だが以上である。

福井議長

次は植田委員からお願いします。

植田委員

私も先程来の経済判断を前提に、今後出てくるデータ及び資産価格の動きを見守りつつ、それから金融システムが一段と安定化しつつあるもとで、流動性需要が減少し、従って、潤沢に供給している資金の潤沢さの意味が一段と潤沢になっている、ということにも思いを馳せつつ、現状維持で宜しいかと思う。

福井議長

思いを馳せつつか。

植田委員

ちょっと変な…。

福井議長

春委員からお願いします。

春委員

前回会合以降、景気回復の足踏みを窺わせる指標も出ているが、短期金融市場は落ち着いた状態が続いている。当面は現在の30兆円～35兆円の目標をなお書きとともに維持して、レンジを有効に活用して潤沢かつ機動的な資金供給を続けることが宜しいと思う。

昨日ご説明にもあったように、最近では資金供給オペに札割れが発生している。33回連続して発生した2年前、2002年の1～4月期程ではないというご説明もあったが、残高の維持には相当の努力が必要と考えている。既に実施されていることだが、短期国債の買切オペとか、長めの全店手形買入オペ、あるいはエンド日を資金不足日に合わせた事前の資金吸収オペなど、引き続き工夫を重ねて当預目標を維持して頂きたいと思う。

ただし、量的緩和政策の早期解除の観測が後退する中で、特に、大分先の話だが、来年4月のペイオフ解禁後も金融システムの安定が継続する場合、そのこと自体は望ましいことだが、一方で、下限維持がさらに困難になるということも考えられるかと思う。そういった事態に備えて予め採り得る手段を検討することも必要ではないかと思う。

最後に10月の展望レポートについてだが、景気や物価の見通しは市場でもほぼ予想どおりの強気継続と受止められたようである。また、金融政策運営の項目の最後に追加した部分については、アナリストのコメントなどでは「余裕を持って」の解釈を巡って若干混乱も窺われたようだが、取材を受けた記者の方々の受止め方などを考えると、概ね本行の姿勢への理解を深めることに役に立ったのではないかと、私は評価をしている。以上である。

福井議長

武藤副総裁からお願いします。

武藤副総裁

金融政策運営については、現在の調節方針を続けるという結論で宜しいかと思う。そのうえで、今後の金融政策の運営と情報発信のあり方について一言申し上げたいと思う。今も春委員からご指摘があったが、先般の展望レポートの公表に当たって、2005年度の消費者物価指数の前年比は小幅ながらもプラスに転ずるという見通しとなったことを踏まえて、今後の金融政策運営の基本的な考え方について、ご承知のような纏まった記述が



行われた。展望レポート公表後の市場動向を見ると、短期金融市場、債券市場とも総じて落ち着いて推移している。従って、展望レポートで示した我々の考え方は、市場において違和感なく受止められたということだろうと思う。ただ、現在金利が落ち着いている背景には、市場で景気の先行きについて我々日本銀行に比べて、より慎重に見ている向きが多いのではないかと一般的には思われていて、結局、金融政策の枠組みに関する議論がむしろ距離感を持って受止められていることによる面もあるように思える。こうしたことを踏まえると、今後、景気回復がどのように進んでいくかであるが、我々の見通しのように進んでいくという仮定に立てば、情報発信のあり方について色々工夫が必要になると思う。それに加えて先程、岩田副総裁から問題提起があったが、GDPデフレータの連鎖方式への移行に伴い、新しい計数が早ければ本日にも公表されるということであり、これにより実態は変わらないというだけで済むのかどうかという点に、大いに注意をしなければならない。少なくとも統計の改善を図った後に、前の統計によりウエイトを置いた説明をするのは適切でない。新しい統計を踏まえてどのように情報発信するかについては、今、こうすべきだというアイデアを持って申し上げている訳ではないのだが、いずれにしても大変難しいので、十分注意が必要である。以上である。

福井議長

次は岩田副総裁からお願いします。

岩田副総裁

私も金融政策の変更については必要がないと考えている。ただ、植田委員もご指摘になったが、短期金融市場における資金の潤沢性をどうするかという問題があると思う。これは直ちに考えなければいけないということではないのだが、これまで拡大的な金融政策を採ってきて、それによって企業部門で少しずつマネーの活性化が始まっていると私は思うが、それがやがて家計部門、これは日銀券の改刷を契機としてもう少し活性化するか

なというふうに思っているが、これまでのところどうも 84 年の改刷時と同じなのであまり変化がないということかもしれないが、その潤沢な資金供給の家計部門の段階への波及が起きるのではないか。それから銀行部門の段階でも金融不安が後退する、不良債権の処理が進むということがあって、企業部門がまたもう少し債務を増やしても良いという方向に動いてきた時には、今の当座預金目標を維持するうえで、2002 年の資金余剰感が強かった時の状況というのがご説明もあった訳だが、そういう例を少し考えておく必要がある。これは直ちにということではないが、資金需要が変わってきた場合にどうすべきかということはどこか念頭に置く必要があるのではないかと思っている。それからもう一つ、為替レートの方がやはり動き始めており、ドルの全面安ということかと思う。この点について、ドゥーリーというカリフォルニア大学の元 Fed のエコノミストは、「アジアとアメリカはブレトン・ウッズ体制にある。」と述べている。つまり、アジアは貿易収支を気にするリージョンで、ヨーロッパは資本収支を気にするリージョンだと。アジアは貿易収支を気にするので、為替レートはなるべく安定しておきたい。特にドルに対して安定しておきたいということで、介入政策などを行って安定化をさせている、と指摘している。より最近のペーパーではある種のファイナンシャル・アレンジメントが行われているということをおっしゃっていて、アメリカの国債と直接投資のスワップ取決めをやっているのと同じで、アメリカの経常赤字というのはその担保であると指摘している。その指摘には、そうしたファイナンシャルな取決めが有効であるとすれば経常赤字はずっと続くという、そういうインプリケーションもあると思う。ただ、現実の姿はドゥーリー氏がおっしゃっているのと少しずつ違ってきているのではないか。中国の利上げというのも言ってみると、もう少し市場志向型にするということで、人民元についても金利を上げたということは、ある意味で短資の流入を促進する側面もある。今後もその方向でやっていくということであれば、人民元のレートについても例えば、変動幅を拡大するとか、そういう対応があり得るのではないか。それからアジアの国の中でも介入をするという国もある

が、別の国では国内の価格物価安定というのが大事だというふうに考えて、為替レートを介入で何が何でも安定化しようというインセンティブはやや薄れているのではないか。後者の例は、シンガポールの例であるとか、他の国でも若干出ており、今回のドル安については、その意味ではドル安を阻止するメカニズムが少し弱くなっているところもある。だが日本の場合には、やはりデフレがまだ克服できないということがあがる。また、為替レートの調整だけでアメリカの不均衡を是正しようというのはやはり無理があつて、アメリカのエコノミストなどは為替レートだけでやれるのではないか、2割から3割ドル安になる必要があるというふうに論ずる方が多いが、少なくともそれは絶対ない、そこは頼るのは危険ではないかということをよく説明する必要があるのではないかと思つている。以上である。

福井議長

福間委員から願ひする。

福間委員

短期金融市場は現行の金融調節方針に基づいて、本行による潤沢な資金供給により極めて落ち着いた展開になっている。昨日も金融市場局長が言つていたが、金先のフォワードレート、イールド・カーブ、あるいはインプライド・ボラティリティについては、前回会合時と比べ特段の変化はない。この間、株が堅調であつたが、これは業績好調の割にはグローバルに見て日本株に出遅れ感があること、さらにはここにきてムーディーズによる銀行や企業の広範な格付け引き上げも影響している。当面の金融調節方針との関連で、ここへきて注目されるのは、皆さんご指摘になつた手形買入オペの状況であるが、今月10日に実施した年度末越えオペが札割れになつた。その後の同種のオペも入札低調になっている点である。これに関してはマスコミの間では現行の30兆円～35兆円程度の当預残高ターゲットの維持が自己目的化しつつあるとの指摘が聞かれる。しかし、現行の水準にまでターゲットを拡大してきた理由の中に、先程、植田委員も言

われたが、銀行の流動性リスクへの対応、すなわち銀行の流動性リスクの顕現化を未然に防止し、金融面から経済にデフレインパクトの及ぶ事態を回避する目的があったことを踏まえれば、来年4月のペイオフ全面解禁前に、本行がターゲットの変更等具体的なアクションを採ることは、余程の理由がない限り説明責任を全うできないと思っている。従って、当面の金融調節方針としては、引き続き忍耐を持って現行の方針を堅持することが適当だと思っている。ただ、その際、オペの期間を無闇に長期化することは、市場の量的緩和政策の継続期待をことさらに強め、市場参加者の資金調達に関するモラル・ハザードを助長させるリスクがある。その理由は、本行のこれまでの柔軟かつ機動的な資金供給が市場の間に、資金を取り急ぐ必要はないというムードを強めているとの指摘も聞かれるからである。執行部におかれては、誠に骨の折れる仕事ではあると思うが、手形オペを中心に、そのスタート・エンドの設定やオファーのタイミング等に工夫を凝らしながら、地道な取組みを続けることで、現行の方針に基づく資金供給に努めて頂きたいと思う。なお、最近の銀行の格上げに加え、ジャパンプレミアムについても外銀筋からは、ほとんどなくなったとの声が聞かれるようになり、将来における短期金融市場の機能回復に向けた舞台装置が整いつつあることを示している。誠に歓迎すべき動きとして受止めている。以上である。

福井議長

中原委員から願います。

中原委員

潤沢な供給が行われており、一部札割れが出ているが、巧みなオペ操作で目標が維持されているように思う。12月後半から需給面でオペ負担が多少軽減されるという話だが、引き続き30兆円～35兆円を目処に根気良くお願いしたいと思う。年末にかけて混乱、あるいは不安定になるようなことは想定されにくい訳だが、引き続き肌理細かなモニタリングが必要である。こ

のような景気情勢のもとでの金融政策としては、市場との対話のスタンスを通じて、実体経済の見方についてあまり大きな乖離感を生じさせることなく、マクロ的な金融環境を安定的に保つことが重要かと思う。足許及び先行きの実体経済の変化の見方について、肌理細かな、かつ弾力的な発信のスタンスが必要かと思う。以上である。

福井議長

それでは、須田委員から願います。

須田委員

次回決定会合までの金融政策運営方針については、現状維持で良いと思う。以下、金融調節と対外情報発信の二点について意見を述べておきたいと思う。まず、金融調節についてだが、手形買入オペや国債買現先オペで札割れが起こるなど、オペを取り巻く環境には厳しいものがある。去る11月10日に行われた手形買入オペでは、エンドが来年4月15日と年度を越えるにもかかわらず、札割れが発生し、オペ環境の厳しさを再確認した。この背景には、短期金利が潰れてしまっていることや、予想以上の税収に伴う政府預金などの増大や改刷に伴う銀行券の発行増などの一時的な要因もあると思うが、一番大きな要因として考えられるのは金融システム不安の後退・解消であろう。不良債権の減少に加え、大手行の行政処分・刑事告発や大手スーパーの産業再生機構の活用決定等、シンボリックなイベントが続いたことが金融システム不安の後退・解消に影響を及ぼしているという見方が一般的である。金融システム不安が後退・解消すれば、金融機関は流動性リスク対策として無利子の当座預金を持つインセンティブが低下する。そうした場合、極度の運用難の環境においては、資金調達に精を出す必要はなく、従って、オペに対するニーズが減退するのは明らかである。30兆円～35兆円程度のターゲットの維持には苦勞もあるだろうが、オペの工夫をしつつ、是非頑張ってもらいたいと思う。

こういったことを考えると、先程、春委員もおっしゃったが、来年4月

のペイオフ完全解禁以降の金融調節が気になる。ペイオフ完全解禁に絡んでどのようなことが起こるのかを現時点で見通すことは困難だが、無事ペイオフが完全解禁となるならば、金融システム不安はほぼ解消されたということだとも考えられる。従って、景気回復の状況や資金運用の環境が足許大差ないならば、今以上にオペに対するニーズが減退する可能性が高いと思う。邦銀の格付けが引き上げられているが、それが確実なものとなれば円転コストのマイナス化をもたらす一つの要因が消えるので、外銀の資金需要も減る可能性もある。もし、資金需要がターゲットの額よりも少なくなってしまうと、オペの工夫でも目標達成は難しくなるだろう。仮にターゲットの量について議論する必要が生じた場合には、こうした金融システム不安の後退・解消に伴う資金需要の減少との対比で考えなければならぬと思っている。

次に情報発信についてである。2005年度の消費者物価指数の前年比の大勢見通しが僅かなプラスとなった今回の展望レポートについて、市場参加者の動向を見ると、政策委員会の大勢見通しが、事前に報道されたものや民間予測と大差がなかったため、市場では織り込み済みとのことで、特段の材料にはならなかった。足許の消費者物価指数の前年比が数か月均らしてみてもゼロ以上という条件をまだ満たしていないことに加え、先程述べたように、市場では景気減速感が強く、「量的緩和政策の枠組みの変更は当面ないのではないか」、というそれまでの判断を展望レポートで変える必要はなかったということだと思ふ。それに加えて展望レポートを混乱なく市場が受止めた背景には、枠組みの変更についての記述によって、金利をどのように上げていくかについての具体的な姿は当然まだ想定できないものの、枠組み変更に伴い、なるべくサプライズをなくそうとしている姿勢、金利のボラティリティを高めないようにしようとする姿勢は伝わったということもあったのではないかと思う。ただ、問題は、武藤副総裁もおっしゃったが、市場の景気判断と日銀のそれとにギャップがあり、日本銀行の方が強いと思われている点である。もし、足許の指標の弱さが一時的であったり、確報で修正されていくとすると、市場の景気判断は上方へ

修正されることになるが、市場はその時、急に政策の枠組みの変更の議論をそれまでよりも手前に引き寄せて始める可能性があると思っている。これは二重の意味でマーケットに影響を与えかねない。これまでも何度も指摘したが、これからもまずは、景気認識について日本銀行の考え方をきちんと説明し、市場と共有するとともに、約束は必ず守るということと、政策の枠組みの変更について展望レポートで示した考え方を折りに触れて説明していくことが必要だと思う。なお、先程、チェーン・インデックスの話で武藤副総裁が改良だとおっしゃったのだが、まず私は、まだこれは参考の段階であるため、調査統計局でしっかりこのチェーン・インデックスは大丈夫かどうか検討してもらい、そのうえで改良されたものだという判断をする必要があるのかなと思う。内閣府の方のおられる前で言うのも申し訳ないが、そういうふうになっている。というのは、少しチェーン・インデックスの導入を急ぎ過ぎていると思っているからである。初めの新聞報道では導入は2005年というふうに出ていた。実際にちょっと聞いたところでは、前回の改訂では、少し急ぎ過ぎて失敗したこともあるということなので、やはり出た後に、その数字についてインデックスとしてしっかりしたものかどうかを是非、調査統計局にチェックして頂きたいと思う。以上である。

#### 福井議長

皆さん次回の政策決定会合までの金融調節方針については、現状維持ということで意見の不一致はなかったと思う。私自身もそう思っている。金融市場の安定性が高まるにつれて調節上の困難が増しているということは、執行部から説明があったとおりだが、当面、なお工夫を凝らすことによって、やはりこのターゲットをきちんと守ってもらいたいということは共通のメッセージだと思う。先々のことについては、また追々議論を深めていくということではないかと思う。何か追加的にご意見があればおっしゃって頂きたい。市場とのコミュニケーションは私もかなりの責任を負ってやらせて頂いており、我々の判断について正しく理解を求めるよう

に引き続き努力をするということだが、市場、あるいはそれ以外に広く世間の人達がどういう景気予想、あるいは物価についての予想を持っているかということは、常にこれは日本銀行の見方と違いが存在するという前提のもとでやはり説明をしていかなければならない。無理に合わせるということは双方にあってはならないことでもあるし、ここは非常に難しいことだと思いつながら、是非皆で努力したいと思う。

福間委員

宜しいか。

福井議長

どうぞ。

福間委員

先程、何点かおっしゃった中で、前半の部分で円の相場、為替のことをおっしゃった。やはりそちらに対する関心は相当高い。そういう問題であるから、今日の記者会見等では勿論…。

福井議長

コメントしない。

福間委員

先程ちょっと申したように、やはり企業の方は、物凄く気にし始めている訳である。ただ、企業業績の面では、今、円のトレード・ウェイティッド・バリューの動きが比較的緩やかである。欧州通貨が強いし、アジア通貨も連れ高しているから大きな影響はないが、例えば、三桁が割れるようなことになると、やはり相当議論が沸騰してくる危険性がある。それはそれで良いのだが、問題は我々の会合後の午後の記者会見では、恐らくそちらの方に質問がいくのではないか。産業界は、決算発表する頃はあまり気



にしてなかったが、急に円高になってしまったものだから、為替相場を気にするようになっていく。先程申し上げたけれども、また、ご如才もないことだが、そういうことでマスコミ対応は上手くやって頂くようお願いする。

福井議長

経済に与える影響、経済活動全般に与える影響については、注意深く我々は見守っていくと、このことはしっかり言いたいと思う。

植田委員

先程、景気の話もそんなにマーケットと見方に違いがあると言われると、多少あるのだと思うが、気にする程でもないという気がするし、どちらかが間違っていれば、我々が間違っていれば見方を修正するし、マーケットが間違っていれば修正するとともに金利が上がってくる訳で、それが特に不健全な度合いまでギャップは拡大しているとも思えない。

福井議長

然り。私も実態的な判断でそんなにギャップがあると思っている訳ではないのだが、この数日ラップと言うのか、アウトルックが、今日も何か新聞に出ていたが、民間のアウトルックというのが非常に狭いレンジに入っていて、我々だけがちょっと高いという状況にあるようだ。

植田委員

そこはある。

福井議長

これはやはり印象論だと思う。であるから、あまり気にしないでやりたい。

植田委員

あとユーロ円金先で見ても金利引き上げの時期を来年度後半位に置いている。

福井議長

然り。

植田委員

それが目茶苦茶——こういうことを言うのは危険だが——、目茶苦茶だとも思えないし、今のデータは。

福井議長

然り。他に置きようがないようなポジションである、そういうポジションに置いているということだと思う。では、政府の方からご意見を頂きたいと思う。どうぞ。

上田財務副大臣

では財務省から申し上げる。わが国経済の現状をみると、輸出など、このところ一部に弱い動きが見られるが、景気は回復が続いていると認識している。11月12日に公表された7～9月期のGDP統計をみても、設備投資など注意してみなければならない点があるが、消費は引き続き堅調に推移するなど、国内民間需要の底堅さが裏付けられたものと考えている。

こうした中、デフレは依然として続いており、その克服に向けた揺るぎない姿勢を堅持していくことが重要であると考えている。日本銀行におかれては、先月公表された展望レポートにおいても、量的緩和政策を堅持していく方針を示されたが、引き続きこうした姿勢を明確に示して頂きたいと考えている。

現在の民間需要主導の景気回復を持続的なものとしていくためには、今後とも、金融政策の役割が重要であると考えている。こうした観点から、日本銀行におかれては、緩和的な金融環境が継続するとの期待が将来に亘つ

て維持されるよう、新たな工夫の検討を行って頂きたいと考えている。以上である。

福井議長

それでは、浜野内閣府政策統括官から願います。

浜野内閣府政策統括官

経済動向については12日に公表した平成16年度7～9月期のQEでは、実質GDPの成長率が前期比0.1%、名目GDPの成長率は0.0%となった。現状については輸出や生産で弱い動きが見られるが、大局的に見ると、景気は回復しているという基調に大きな変化はないと考えており、16日の11月の月例経済報告では「景気は、このところ一部に弱い動きはみられるが、回復が続いている」とした。一方、原油価格の動向が内外経済に与える影響や世界経済の動向等には留意する必要があると考えている。物価については、景気の回復により、需給ギャップが縮小する一方、銀行貸出の低迷等から、マネーサプライの伸びが低い中で、原油など素材価格の上昇により、国内企業物価は上昇しているが、物価動向を総合的に勘案すれば、デフレ克服は道半ばの状況にある。従って、日本経済の重要な課題は、デフレを早期に克服することと、民需主導の持続的な成長を図ることである。このため政府は、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2004」を具体化し、本格的かつ迅速な構造改革に取り組んでいる。日本銀行におかれては、量的緩和政策を引き続き堅持する姿勢を示されているが、デフレの克服には、結果としてマネーサプライが増加することが不可欠であり、今後とも政府との意思疎通を密にしつつ、効果的な資金供給に繋がるような措置を含め、さらに実効性ある金融政策運営を行って頂きたいと考える。また、金融政策運営に関する透明性の一段の向上に努める中で、デフレ克服までの道筋を明確に示して頂くことを期待する。以上である。

福井議長

ただ今の政府のご意見に対して、委員方からご意見、コメントがあればどうぞおっしゃって頂きたい。統括官に一つだけ質問させて頂きたいのだが、先程から議論に出ているチェーン・インデックス、あれを出された時に、今度は政府の方は、例えば経済見通しとかいうふうなところに直ちにそれを採用されるのか、あるいはリファレンスというか、あくまで参考数値としてやっていかれるのか。

浜野内閣府政策統括官

これは本日、国民経済計算調査会議を招集して、そこでご審議頂くことになっている。従って、そのご審議の結果を受けて政府としてはどのように考えるかということだと思う。ただ、いずれにしても、これから12月に入ると、2次速報、それから確報、これが出てくるので、そういったものを踏まえつつ、今、ご質問のあった連鎖方式の採用も含めて見通しの作業をしていくということになるかと思う。

福井議長

他にご質問はないか。では、議案の取り纏め、採決に移りたいと思う。金融市場の調節方針だが、議長としては皆さんのご意見を踏まえ、現状維持ということで、議案を提出させて頂きたいと思う。他に議案の提出をご希望の方がいらっしゃらないことを確認したいと思っているが、宜しいか。それでは、執行部から議長提案を配付のうえ読み上げてみて頂きたいと思う。

[事務局より議案配布]

お願いする。

内田企画局企画役

それでは議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。続いて別添、公表文である。「2004年11月18日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成多数）。日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。

福井議長

それでは大変恐縮だが、採決に移りたいと思う。

[政府からの出席者退室]

願います。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

福井総裁

全員一致でただ今の提案を可決させて頂いた。白川理事と金融市場局長におかれては、今、定められた方針に則って、調節に努めて頂きたい。調節について、委員方から困難についての様々なご理解とさらなる工夫についての依頼の両方があった。一つ宜しく願います。それでは政府の方を。

[政府からの出席者入室]

原案どおり可決をさせて頂いた。それでは次に金融経済月報の基本的見解についての議論、そして決定に移りたいと思う。

V. 金融経済月報の検討

福井議長

先程から幾つかご意見も出されているが、改めてこの基本的見解について如何かということをお諮りしたいと思う。中原委員と須田委員からご意見が出ていたかと思う。中原委員のご意見は表現の問題ではなく、前向きの循環云々というものをドロップするものの考え方についてであったか。

田谷委員

説明の仕方。

中原委員

やや、中身については私はもう少し先行きの不透明感を盛り込みたいという感じはあるのだが、なかなか上手い表現もないし、連続性を考えると難しいと思うので、そこについてはそれ程強く主張するつもりではないが、先程の「前向きの循環も明確化していくとみられる」という部分を落とすことの説明をどうするか、ややテクニカルになるが、上方修正と捉えられる可能性と下方修正と捉えられる可能性の両方がある訳であると思う。先程言ったような、既に雇用者所得が下げ止ってきたからこれを外したのだという循環が一部明確化したのだという部分と、先行きが強くなることが必ずしも見えない中で取ったのだという部分がある。後段の部分は下方修正であり、前段の部分は上方修正となるので、やや矛盾した状況となってしまうため、そこをどう説明するのかというのが私の一つの疑問である。ただ、結論としては私は取った方がよいことは確かなので取りたいのだが、その理由をどうするのかというのが一つ。それから須田委員がおっしゃった、雇用のところについて敢えて私の言葉で言えば、企業収益の先行きのところが、「企業収益の増加や雇用過剰感の緩和が続くもとで」となっており、ここはもう「続く」ということを前提としてしまっているが、「続くとすれば」位の感じであり、「雇用者所得は緩やかな増加に転じる可能性が高い」の部分も「転じるであろう」というスタンスではないかという気がしているという点が第二点。第三点は、為替のことはこの留意事項の中に入れるのか、入れないのか。ちょっと入れるには早過ぎるかなという感じもない訳ではないが、今日まさに104円を切り始めているところなので、質問が出るからそちらで答えれば良いとも考えられるが、ここに織り込むことにより、日銀としての関心の高さをやはりきちんと示すべきだろうと私は個人的には思っている。それだけである。

福井議長

三点ある訳である。前向きの循環云々という文言を切るものの考え方の整理と、それから雇用のところの表現。それから為替についてのコンサーンをもう少し強く書くかという三点。須田委員はその中の二番目の問題について如何か。

須田委員

二番目の問題は、先程も申し上げたとおり、まず基本的にタイムスパンがよく分からない。単に今年の末位までのタイムスパンで「転じる」可能性が高いというだけの話なのか、もっとその先までを見て言っているのかどうかということである。私は、もしその先までを見て言うのであれば、こういうふうに言ってしまうとミスリーディングになると思う。

福井議長

まず、前向きの循環云々という文言を落とすことについての説明を、もう一回精神を統一して言い直してもらえるか。

門間調査統計局参事役

先程、中原委員がおっしゃったように、私も冒頭申し上げたが、まさに足許までのところで企業収益がある意味で予想以上に高水準になってきているということであり、そうした中で漸く家計部門の方にも所得への波及が見られ始めてきているということなので、これは上方修正と言うか、むしろ時間の経過でこうなると言っていたことが、時間の経過で実現してきているというフェーズに入ってきているので、ある程度、足許の段階で前向きの循環が一部明確化しているというふうに理解して良いのではないかと思う。その一方で、企業収益ということに関して言うと、確かに足許までのところ、年度上期はかなり上方修正になって、現に年度通期ではあまり変えないという企業が多いということからも分かるように、やはり、相当この景気の回復のパターンに綾が付いてしまっている訳である。であ



るから、その綾のところだけそれぞれ分解すると、上方修正、下方修正というふうな感じになるのはやむを得ないかなという感じはあるのだが、そこを全部ひっくるめて流れとして基本的には変わっていないのだと。ただ、足許までは結構予想以上に強くて、先行き数か月位まではそう強くはないかもしれないというふうに考えると、そこは明確の度合いということについて、あまりコントラストを付けないという理解で宜しいのではないかというのが私の説明であり、中原委員からお求め頂いたことだと思う。

福井議長

一言で言えば、ことさら重ねて説明するまでもない状況になってきていると、こういうことか。

門間調査統計局参事役

然り。あまりその上方修正、下方修正と、それぞれについて積極的には言わないという元々の方針があるから、そういう中で景気の流れとして大きな見方は変わっていないという中で説明していくということかと思っている。

福井議長

であるから、今まではここに多少アクセントを付けて説明してきたけれども、アクセントを付けるまでもなくなったということか。

門間調査統計局参事役

おっしゃるとおりである。

福井議長

如何か。その辺。

中原委員

いやいや。

福井議長

このところは重要だ。今度聞かれた場合には、私が答えなければならぬものだから。

中原委員

付けることでもなくなったと言えば、サラッと分かるような気もする。敢えてお答えになる立場は難しいと思うのだが。

福井議長

分かった。

中原委員

マーケットはまたこの辺について上方だ下方だと色々言うから。関心は高いと思う。

福井議長

分かった。なるべく誤解を生まないようにご説明を申し上げたいと思う。

植田委員

「考えられる」という表現で、若干の先程の説明では不安感と言うと行き過ぎだが…。

門間調査統計局参事役

「みられる」に比べると若干自信がない表現になっているが、ここはそこを非常に意識して「考えられる」とした訳ではないので、「みられる」の

方が良いということであれば、「みられる」にしても良いかと私は思っている。

福井議長

どこか。

門間調査統計局参事役

「先行きについても、景気は回復を続けていくと考えられる。」というところだが、ここは前月と少し文章が変わったということもあって「みられる」から「考えられる」になってはいるのだが、「みられる」でも良いかなと、基本的には思っているのだから、そこは大きな違いはないとは言え、若干だが、「考える」方がやはり自然で「みる」よりは少し自信がないという感じがこもるので、自信がないと捉えられたくないということであれば、むしろ「みられる」の方が自然かと思う。

福井議長

なぜ変えたのだと言われると、この部分は私は非常に説明がしにくい。

門間調査統計局参事役

今、ちょっとそういうふうにして、実はそこは私自身も明快な想定問答をそうお作りできないので、「みられる」という方が良いかもしれない。

須田委員

では「みられる」にしてはどうか。

福井議長

「みられる」にしよう。では、ここは「みられる」と。それから、先程の雇用のところは如何か。他の委員の方のご意見を頂戴したい。

岩田副総裁

雇用について、勿論、今度の短観などでまたどうなるかというのはちょっと注目されるのだが、景気ウォッチャー調査を見ていると、景況感はちょっとこのところ悪くなっているのだが、雇用の方だけは改善している。あれが非常に不思議ということはないが、ある意味では心強いと言うか、あまりある意味では企業の採用意欲というのはここへきて変わっているということはないのではないかと思う、というのが私の感想である。

福井議長

つまりこの「企業収益の増加や雇用過剰感の緩和が続くもとで、」という部分は修正の要がないというご意見だな、今のは。

岩田副総裁

然り。

福井議長

その後のところはどうか。その後。

岩田副総裁

そうだな、そこは「可能性が高い」と言うか、「転じる可能性がある」とか、あるいは多少そのニュアンスはあっても良いかと思うが。

門間調査統計局参事役

まずタイムスパンということでお答えすると、これは月報ではあるが、先行き 2~3 か月とかとそれ程短いものではなくて、ある程度景気の流れを見れる範囲なので、普通に考えれば 2~3 四半期位は視野に入っているというふうにお考え頂きたいと思う。そうすると、10~12 月だけの話ではないので、ある程度基調的に見てどうかということになる。その場合に、本日のご議論であると、所得環境は良くなっていく方向なのであろうとい

うふうなご意見が多数を占めていたと思うので、方向としてはこれでも良いのかなと思っているが、恐らく須田委員のイメージとして「増加に転じる」という、この「転じる」というのは少し強いのではないかとと思われるので、例えばだが、「雇用者所得は緩やかな増加に向かう可能性が高い」という位で方向感を出すという位が良いのではないかとと思われる。

福井議長

宜しいか。弱過ぎるというご意見はないか。では、ここは「向かう可能性が高い」と。それからコンサーンの一つとして為替のことをどこかでもう少し強調するかどうか、この点は如何か。

福間委員

私は、ステートメントに書くと言われたので、これに書く必要はないのではないかと思う。先程言ったように、もう一段円高になると、その時には何か書かなければならないだろうが、今、円のウェイティッド・バリューはそんなに上がっている訳ではない。これが独歩高というような状態になったり、あるいは桁数が減ったりすると世の中が騒がしくなってくる。

中原委員

ここで止まるとは思えないが。

福間委員

勿論ディーラー感覚から言ったらそうである。こんな中途半端なところでは止まらない。それはそうなのだが、ただ基本的見解の中で予想まで織り込むのは少々トゥー・マッチではないかと私は思う。

須田委員

私もこれは入れないで良いと思う。

田谷委員

一つ何かコンサーンを言えと言われれば、私はやはり為替だと思う。

福間委員

それはそうである。

田谷委員

こんなものでは止らないという感覚を持っている。

福間委員

けれどそれを言う訳にいかない。

田谷委員

今までも為替と言わないで、資本市場の動向については云々と言ったことは何度かある。

中原委員

逆に言うことによるデメリットというのは何があるのか。市場に金融政策が介入し過ぎるとかといったものか。

須田委員

いや、やはり我々が言う時にはドルが問題ということである。今回、我々が関心があるのはやはりドル／円レートの話なので、まさに福間委員がおっしゃったように、やはり実効為替レートで見たらそんなに円高になっていないということではないか。

中原委員

企業側では海外収益の連結ベースの影響などは相当大きい。

須田委員

ただ、対ユーロでは凄く儲かっている訳である。

福間委員

スノーが、確か、シェアード・レスポンスビリティとか言っているから、少々ややこしい局面に入ってきている。為替市場では何か言うと反応が出てきそうなムードとなってきている。株式市場を見ていうのもおかしいが、株はそう落ちていないし、まだまだこの程度はパミッシブルという感覚を持っているのだろうと思う。こういう中でこの基本的見解の中に入れるのはどうかという感じを私は持つ。

中原委員

どちらかと言うと政治的な判断だな、これは。

福井議長

如何か。ではとにかく表現としては、今回は敢えて盛り込まないということに宜しいか。

田谷委員

もう一つ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

田谷委員

先行きの文章の最後のところで、「この間、公共投資は減少傾向をたどると見込まれる。」というのがあるが、これはこれで良いのかどうか。

門間調査統計局参事役

そこは今後、まさに昨日調査統計局長が宿題と申し上げたように、現時点では宿題にさせて頂きたいということであり、これまでのデータが少し減少のペースが速いという感じはあるのだが、今の段階で基調的な判断を先行きについても変えるだけの追加的な材料がまだないということで、今回の段階では判断据え置きとさせて頂きたいと思う。

岩田副総裁

それは書かないといけないか。公共投資について先行きも。足許減っているというのは明瞭で、それは上で書いてある訳なので、先行きもわざわざ言う必要があるか。

門間調査統計局参事役

おっしゃるとおり、それは大変新鮮な視点であり、よく分からないことは書かないというのが一番正直という観点もあり得るので、今回ここを削除するというのも一案かと思われる。

福井議長

なぜ削除したのだと聞かれたら、分からないからと答えることになるのか。

門間調査統計局参事役

そうである、そこはそういうふうにお答え頂くしかないと思うのだが、これまでの減少ペースがあまりにも速いということを考えると…。

武藤副総裁

減少幅が多少縮まるということではないのか。増加に転じるという可能性もあるのか。



門間調査統計局参事役

そこは…。

武藤副総裁

そこまでは分からないのか。

門間調査統計局参事役

そこまでは本当に予算ベースだけで考えると、増加に転じなければいけないという感じにはなるのだが、その予算ベースで考えて良いかどうかというところをこれからちょっと検討しなければならないので、そこは結構大きな判断を示すことになってしまうので、あまり強いことを今回の段階では言いたくない。であるから、案としてはこれまでどおりの判断、特に変える材料はないと言い切ってしまうと取り敢えず泳ぐという方法と、あるいは岩田副総裁がおっしゃったように、今回からもう書かないということにしてしまう、両方あると思うが一番目立たないのは何も変えないというのが目立たないので、取り敢えず今回は前月と同じように、ちょっと嘘かもしれないけれども、ちょっと自信はないけれども、取り敢えずこれでそれ程耳目を集めることはあるまいと、そういうことで行くということがあると思う。

福井議長

そこをドロップした理由を言えないのだと、私も大変辛いから。

須田委員

注目を浴びないためにはこのままの方が良い。

早川調査統計局長

一点だけ申し上げておくと、GDP統計、特に公共投資は確報でかなり

前年の数字が大きく変わる可能性が前にもよくあるのである。特に先行きどうなるかを判断するうえでは確報のデータを見た方が良くて、それは多分12月の会合のちょっと手前に出るのではないかと思うので、暫く。

福井議長

1か月だけご猶予を、こういう注文だ。それでは他にご意見がなければ、今の点、修正を要するところを修正したうえで決裁をしたいと思う。修正は2箇所か。念のため。

門間調査統計局参事役

それでは先行きの冒頭の文章であるが、「先行きについても、景気は回復を続けていくとみられる」である。それから「すなわち」の文章の2行目の最後からである、「また、企業の人件費抑制姿勢は引き続き根強いとみられるが、企業収益の増加や雇用過剰感の緩和が続くもとで、雇用者所得は緩やかな増加に向かう可能性が高い。」以上である。

福井議長

では、お願いします。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決させて頂いた。ただ今の金融経済月報の基本的見解については即日公表である。今日の 15 時に公表する予定である。また、背景説明の方は必要に応じ、執行部で修文を施したうえで 19 日金曜日、明日だが、14 時に対外公表をさせて頂く予定である。次は議事要旨、10 月 12 日、13 日開催分の承認に移りたいと思う。

VI. 議事要旨（10/12～13 日開催分）の承認

福井議長

お手許にお配りして既にお読み頂いたと思うが、ご異議はないか。異議ないものと認める。それではこれも決議を採りたいと思う。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で承認して頂いた。この議事要旨だが 11 月 24 日、つまり来週水曜日の 14 時に对外公表させて頂く予定である。ご了承頂きたいと思う。

VII. 閉会

福井議長

以上で本日予定した議事は全て終了した。次回の政策決定会合は 12 月の 16 日及び 17 日、二日間を予定している。宜しくお願い申し上げる。なお、いつも申し上げているが、決定会合における議論の内容はご自身の発言も含め、厳に出席者限りの扱いである。議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、この場にいらっしゃる全ての皆さん方に厳正な機密管理をお願いしたいと思う。

今日の政策決定会合は田谷委員が間もなく任期満了ということで、最後の政策決定会合になられた。ご本人も先程そういうふうにおっしゃって頂いた。5 年間、日本銀行の政策立案、ならびに運営に大変な貢献をして頂いたと高く評価申し上げたいと思う。特に世界に例のない量的緩和政策を組み立てて実行していく、恐らく歴史的にも非常に重要な意味を持つ局面でのご貢献であったと思う。そうした政策立案、あるいは執行に当たって、田谷委員の高いご見識、非常に優れたマーケットセンスをきちっと入れて

頂いたご意見の開陳があつて、本当に我々皆、啓発されたし、それは良き政策結果に相当結び付いていると思つている。私自身も大変爽やかに議論をさせて頂き、そういう印象を抱いている。日銀の政策委員としての5年間は、田谷委員の全人生にとってどういう意味を持っているか、これはもうご自身の問題であるが、少なくとも私は短い期間ではあつたが、田谷委員と一緒に仕事をさせて頂いて大変ハッピーであつたし、政策委員のメンバーそれぞれ、そういうお気持ちをシェアして頂いていると思う。これからどのようなお仕事をなさるか、いずれの方向に進まれても、より素晴らしい仕事振りと、より素晴らしい人生を得て頂きたいと思つている。有り難うございました。

田谷委員

一言だけ宜しいか。どうも過分なお言葉を頂いて有り難うございます。この5年間、私にとって何だと今、おっしゃられた時、フツと思つたのは、その前生きてきたのはこの5年のために生きてきたのだと思う。であるから、その位の気持ちでやろうとした。その過程でやはり、日銀スタッフの方々、局長、理事の方々だけではなくて、色々なレベルのスタッフの方に助けて頂いた。そのお陰で果たせたかなと思う。本当に気持ち良く働かせて頂き有り難うございました。

福井議長

それでは閉会する。

(午前11時58分閉会)

以 上