

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2004年12月16日（13:59～16:25）

12月17日（9:00～12:32）

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）
須田美矢子（ ” ）
中原 眞（ ” ）
春 英彦（ ” ）
福間年勝（ ” ）
水野温氏（ ” ）

政府からの出席者：

財務省	石井道遠	大臣官房総括審議官（16日）
	上田 勇	財務副大臣（17日）
内閣府	加藤裕己	大臣官房審議官（経済財政分析担当）

（執行部からの報告者）

理事	平野英治（17日9:00～10:47）
理事	白川方明
理事	山本 晃
	（17日9:00～10:54、12:14～12:32）
企画局長	山口廣秀
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（17日9:00～10:54）
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	武田直己

I. 開会

福井議長

それでは定刻の1分前だが、政策決定会合を開会する。

(午後13時59分開会)

今日と明日の2日間の会議であるが、今日は金融経済情勢に関する執行部の説明を伺うことにする。明日、金融経済情勢に関する討議、そして当面の金融政策運営に関する討議を経て、政策運営を決定することを予定している。今日は財務省の方からは、石井総括審議官にお越し頂いた。宜しく願います。内閣府の方からは加藤官房審議官にお越し頂いた。宜しく願います。いつも申し上げているが、会合中でのご発言は全て記録をさせて頂く。委員及び政府ご出席者はそのことを十分踏まえてご発言頂ければと思う。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

それでは早速だが、金融経済情勢に関する執行部の説明に移る。各説明ごとに若干の質疑応答の時間を設けたいと思う。最初に金融調節、それから金融・為替市場の動向について、白川理事と中曽金融市場局長から願います。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

中曽金融市場局長

それでは、今日お手許にお配りしている資料-1、2（追加）に沿って説明する。まず、図表1-1、当座預金残高の推移である。前回決定会合以降30兆円台から34兆円台の間で変動している。資金不足の深かった11月22日、この日は国債集中発行日である。この日は31.4兆円、それから税揚げになった12月2日、30.79兆円というところまで低下している。

因みにこの 30.79 兆円というのは、現在の量的ターゲットになってから一番低い水準である。無担オーバーナイト・コールレートの方は $1/1,000\%$ ないし $2/1,000\%$ で推移していて、短期金融市場は大変落ち着いた状況が続いている。次に図表 1-2 で、当座預金の保有状況をご覧頂くと、足許では都銀が 16 兆円台になっている。それから外銀であるが、12 月 15 日は日銀の吸収オペの影響で一時的に低下しているが、このところ増加傾向にある。大体 6 兆円台をキープするような状況が続いている。このように膨らんできているのは、FB のレートが低過ぎて外銀が手持ちの FB の償還代り金を FB で再運用しないでそのまま当座預金に積み上げているといったことも背景の一つであるようである。次に図表 1-3 で資金需給の動向をご覧頂く。11 月中の銀行券の動きについてだが、前回決定会合で報告したように、新券の発行で月初は大幅な払超になった。ただ、その後は月の半ば辺りから旧券が予想外に還流してきたため、結局、月を通じて見ると、表にあるように -0.8 兆円、私共は当初 -1.0 兆円というふうに見ていたのが、当初見通しよりは若干余剰方向に振れた。12 月に入ってからだが、月初は税揚げがあったため、マイナスが深かったのが、足許までの需給は 2.3 兆円の不足になっている。ただ、今週に入ってからだが、15 日に年金の定時払いがあったのに続いて、財政融資預託金の払い戻しなどもあって、大幅な余剰になっている。このように資金需給は 12 月の初めを境にして不足から余剰へと大きく転換している。そうした中でのオペの実施状況について、次の図表 1-4 で説明する。まず 12 月の初めまでの深い資金不足を控えた時期については、これを埋めるために相当なペースでオペをオファーしている。この結果、前回決定会合で報告した通り、11 月半ばに掛けて中核的なオペである本店手形買入オペを始め札割れが何回か発生したところである。その後も、全店手形オペのオファー額を 11 月 30 日から、従来 8,000 億円だったものを 1 兆円に引き上げるなどして大量の資金供給を続けたところである。札割れのリスクは引き続きあったのだが、手形オペについては全店、それから本店も少しずつタームを伸ばして何とか札割れを回避してきたところである。しかし、本来は割れにく

いはずの短国オペであるが、シャドーを付してある11月25日のオファーでは、短国オペとしては2002年9月以来となる札割れとなった。なぜ短国が札割れしたのかというと、基本的にはFBに対する投資家の需要が極めて強い、そういう状態が続いており、ディーラーの玉が枯渇したということである。その他、日銀オペに持ち込むと損が出てしまう程レートが潰れきってしまったために、ディーラーが持ち込んでこなかった点も背景であろうというふうに見ている。12月初の資金不足を乗り切ってから、少し一息ついて、オペの頻度を落としている。今週に入ってから、先程も申し上げたように、大幅な余剰期に入っているので、メリハリをつける観点から供給オペの方は一切行っていない。そして、資金吸収オペの欄にあるように、かなり大規模な吸収オペを実施している。ここに示したように、12月13日から本日までの間に、足し上げると累計5.5兆円を吸収するオファーを行っている。動員したオペ手段であるが、手形売出、国債売現先、その他に短国の売却、こちらも5年振り、前回は2000年2月であり、過去を通じても2回目なのだが行った。短国の売却を併用したのは元々吸収を要する額が非常に大きいので、なるべく多様な手段を活用しようというふうに考えたのが一つの理由である。因みに短国売却については、この表に入っていないのだが、今朝も3,000億円オファーを行ったところである。吸収オペを実施してみて改めて実感したのは、資金余剰感の強さである。これだけの規模の吸収にもかかわらず、応札倍率は4倍から6倍位と結構高い。落札レートの方は1/1,000%に張り付いて微動だにしていないという状況である。今後であるが、当面は1月の半ば位までは、資金需給上オペの負担は軽減すると見ているが、その後は再び不足期へと向かう。従って私共としては、市場参加者の需要など丹念に把握して、さらに色々な工夫を凝らしながら対応していかなければならないだろうと予想している。現状、オペレートが下限に達しているだけに、今まで以上に気の抜けない展開になるだろうと思っている。次に図表1-5、ABC Pの買入だが、こちらは前回決定会合以降、11月26日と12月8日に2回買い入れをしていて、累積の買入額はこれで1.8兆円になった。続いて図表2-1、金

融・為替市場動向であるが、今回、今年最後の決定会合ということでもあるので、ざっと年初からの動きを振り返ってみると、年前半の景況感の回復から長期金利は10年債が6月に1.9%台に乗せている。株価は、日経平均で見ると4月に12,000円台に乗せた。ただその後は景況感の慎重化しており、長期金利は1.3%台まで低下している。株価の方も11,000円をなかなか超えていけない、11,000円を挟む動きに終始しているという状況である。円相場は春までの大量介入の前後に割合大きな振幅で円安、円高両方向に振れたのだが、その後は膠着状態となって、10月下旬頃からは今度はドル安が進んだといった展開であった。この間、クレジット市場だが、特に低格付物を中心に一貫してスプレッドがタイト化してきているところである。続いて図表2-2、足許の状況で、まずターム物の短期金利であるが、(2)をご覧ください。短国レートが低下している様子をご覧くださいと思う。特にFBの3Mだが、こちらは銀行などの投資家の需要が非常に強いので、ついに0%まで低下してきている。玉の確保のために、入札はやや過熱気味となっていて、実際、(3)にあるが、昨日行われたFBの314回の入札では募入平均、決定レートともに0%と過去最低の水準となっている。非常に需要がタイトという状況が続いているということである。続いて図表2-3、円転コストの方は、黒い実線で示してある1か月物なのだが、足許のところで、マイナス幅が拡大してきている。ただ、去年と比べて頂くとお分かりのように、去年の同じ時期よりはマイナス幅が縮小してきている。これも恐らく邦銀の信用力の回復の一つの表われであろうとみている。ユーロ円金先カーブ、黒い太線で示してある直近カーブであるが、これは15日に限月交代があったのだが、前回決定会合以降景況感の慎重化ということから下方へシフトしている。長期金利についても、図表2-4であるが、景況感の慎重化は及んできていて、例えば10年債の利回りは、暫くは1.4%台で踏みとどまっていたのだが、10月の機械受注が予想比下振れしたこと、などを契機にして、先週末以降は1.3%台に落ちてきている。なお、昨日の短観はほぼ市場の予想通りだったので、相場への影響はほとんどなかった。むしろ不透明感が除去されたので、買い安

心感にも繋がっているというふうにも聞いている。インプライド・ボラティリティは、一段と低下している。図表 2-5 (2) でイールド・カーブの変化の状況をご覧頂くと、全ゾーンで低下しているという様子が見てとれるかと思う。図表 2-6 である。この間、長国の先物市場の動きを少し見てみたのだが、実線で示した先物価格は上昇してきているが、これとともにシャドーで示してある先物の建玉が増えてきている。今年の夏場に金利が上昇した際にも建玉が上昇して、外国人のショート・ポジションが膨らんだ経緯があったのだが、今回は同じように外国人なのだがショートではなくロング・ポジションを積み上げ始めているようである。従って、先物市場から見ると、長期金利には低下圧力が掛かった状態になっていると見ている。次に図表 2-7、(1) のグラフで債券市場の参加者が注目する金利変動要因を直近のサーベイから見てみると、最近では縦縞の為替動向が意識される度合いが増してきている。どのように意識されているかという点、(2) のグラフの×印の折れ線だが、円高の進行が金利の低下要因として受け止められているようである。続いて図表 2-8、社債のスプレッドであるが、クレジット市場については全般に非常にタイトな状態が続いている。(1) 社債の対国債スプレッド、それから (2) CDS プレミアムとも低水準で横這っている。基本的な背景としては、企業の間接決算が非常に良かったということ、それから (3) のグラフに示しているように企業の格上げ数が格下げ数を上回る状態がこの間続いていること、そういった要因を指摘できていると思っている。ここで示しているのは一般企業の格上げ状況であるが、メガバンクの格付けも全般に引き上げられていて、その影響については、図表 2-9 の (3) のグラフで示してある。銀行セクターの CDS プレミアムであるが、ここに割合はっきり現われている感じがする。すなわち、この③という線がムーディーズによる大手銀行 4 グループの格上げのタイミングだが、その後プレミアムが低下してきており、邦銀の健全性に関する市場の見方が改善しているということが現われている。続いて株式相場、図表 2-10、(1) のグラフであるが、シャドーを掛けた所が前回決定会合以降の動きであり、この期は基本的に軟調

に推移している。これは機械受注などの経済指標が予想比下振れしたことや円高が進行したことが要因と理解している。最近では、日経平均が11,000円に接近しては押し戻される、そういう展開を繰り返しており、昨日の短観にも特段の反応は示していなかった。この間、(2)のグラフが示している米国株価、特にNASDAQが、上昇を続けていて、年初来のピークを更新しており、これと比べると日本の株は対照的になっている。このように株価が上昇力を欠いているのだが、かと言ってずるずる下がるという訳でもない。下値も相応に堅いということだが、誰が買っているかという点、図表2-11、主体別の売買動向を見るとやはり外国人が引き続き主たる買い手となっていることが分かる。特に11月は9,413億円と大幅な買い越しになっている。これは外国人の日本株投資が非常に盛り上がった春先の頃、ちょうど3月の頃だが、それに次ぐ高い水準である。11月のアメリカの大統領選挙後、グローバル投資家のリスク・アパタイトが回復して日本株投資にも向かっていると類推される。ただ海外投資家はこの間に随分日本株に投資を続けてきているので、相当オーバーウェイトになってきていると考えられる。実際少し気になるのだが、(2)のグラフ、これは直近のファンド・マネージャー調査だが、これを見ると、今後日本株投資を「減らす」とする向きの方が「増やす」とする先よりも多くなってきている。従って、今のようなハイペースで外国人の日本株投資が続くかどうかについてはやや慎重に見ておいた方が良いかもしれないと思っている。為替の動きである。図表2-12以降であるが、前回決定会合以降、ドル安の流れが続いていたが、(1)のグラフが示しているように、12月の初め位からドル高方向へ転換している。こうした動きがこの間の特徴である。特にユーロであるが、前回決定会合以降、〈参考〉にもあるが高値更新をし続けており、12月3日には既往ピークの1.3457ユーロという水準に到達した。その後巻き戻しが入ったのだが、円と比べるとなお対ドルでは高止まりをしていて、この結果ユーロの対円相場も139円ないし140円位まで上昇してきている。図表2-13でこの間の状況を少し振り返ってみると、元々このドル安の流れだが、米国の対外不均衡問題に改めて目が

向けられたということを契機として始まり、グリーンSPAN議長の11月19日の「ある時点でドル資産への需要は減退する」という趣旨の発言などを受けていわゆるファンド筋のドルのショート・ポジションが増幅するといった中でドル安が進んだと考えている。ドルのショート・ポジションの利食いの買い戻しだが、12月初め頃から始まり、ドルが先程申し上げたように上昇に転じた。ドルポジションの調整の動きというのは特に12月8日位以降強まった感じがしている。そうしたポジション調整のきっかけを作ったのが恐らく12月8日前後に生じた色々な出来事であった。カナダ、ニュージーランド、英国、そういったいわゆる高金利通貨、あるいは資源国通貨の中央銀行が利上げをこの時期相次いで見送っている一方、アメリカはこの先も着実に利上げが重ねられていくと見られていたから、金利差の拡大などの見通しがドル買い戻しの材料になったのではないかと見ている。図表2-14、今申し上げたようなことを背景にこの頁で示しているように、いわゆる資源国通貨、高金利通貨の対ドル相場も12月8日頃を境に一斉にドル高方向へ反転している。図表2-15だが、そうした短期筋のポジション造成とその巻き戻しの動きは、高金利通貨などを含めた通貨だけではなくて、原油だとか金などの貴金属にも及んでいるのではないかと見ている。(1)は原油の先物の動きだが、ここではロング・ポジションが巻き戻されて最近ではショートにひっくり返っている訳だが、そういった中で原油価格が反落している。(2)のグラフは金の先物取引でも同様のことが言えるということを示しているのだが、足許ロング・ポジションが解消されるに伴って金の価格が下落している様子が見てとれる。それからヘッジファンドとか、CTAとか呼ばれる投機筋がドル・ショート、ゴールド・ロングのポジションを巻き戻していることも一因ではないかと言われている。円とかユーロの最近の対ドル相場の下落も図表2-17で示しているIMMのロング・ポジションが解消されていることと符合している。ここで示しているIMMポジションは12月7日までしか入っていない。8日以降の数字が入ると恐らくもっと急激にポジションが解消されている様子が見てとれるのではないかと考えている。このように最近の

為替相場、一部コモディティの相場の動きのかなりの部分は、短期筋の収益機会を狙ったポジションの造成、その巻き戻しということによって説明できている。もっとも、細かく見るとそれだけでは説明できない部分もある。例えば(1-2)のユーロであるが、このIMMポジションだけを見ると11月下旬位から既にポジションが解消され始めている。だから本来はこの時期はユーロ安へ動くはずなのだが、実際には先程申し上げたように、この間もユーロは高値を更新し続けていた。恐らくこれには実需筋、特に中東、アジア、それからロシアといった中銀筋と言われているが、それらが外準のコンポジションをユーロへシフトした動きも背景にあるのではないかと見ている。今後の為替相場についてはやや見方が分かれていて、一つは図表2-16で示しているが、いわゆるアメリカの「双子の赤字」が再び意識されて、ドル安の圧力が高まっていくといった見方である。これは図表2-17の(2)でリスクリバーサルドル・プット・オーバー幅にも現われているのだが、今のところはこうしたドル・ベアの見方が割合優勢である。実際、昨日辺りもドル安方向へじわりと進んでいる状況である。もう一つの見方は、アメリカの景気が割合底堅い、それから金利上昇見通しがあるので、これらがドルの買い材料になって、少なくとも目先はドルが買い戻される展開になるのではないかとといった見方である。いずれにしてもクリスマスシーズンを控えて取引が非常に薄くなってきているので、今申し上げたような色々な見方が交錯する中で、相場がボラタイルになる可能性はあると見ている。私からは以上である。

福井議長

どうぞご質問等があれば。

須田委員

先程、FB3か月物の金利が0%になったものの、需要は強いとの説明があったが、これはなぜかということと、短国の売却に対する市場の反応はどうだったかを教えて頂きたい。それからもう一点は短観の評価につい

てである。先程は不透明感がなくなってきた、買い安心感があった一方で株の方は反応がなかったとおっしゃったが、それは短観の受止め方としては景気が減速するという方がより明らかになったというふうに見たということなのか。その辺の市場の反応を教えてください。

中曾金融市場局長

まず、FBの需要が非常に強い背景なのだが、幾つかあると思う。断片的には説明の際に申し上げたが、一つは都銀。彼等は全般に中期ゾーンなどからより短い方向へ運用のウェイトを移してきているような感じがする。それと彼等からすると、どうも当座預金を一杯持っているよりは、非常に薄くても良いから、なにがしかの利回りが付くFBを買っておこうという気持ちが働く。先程0%というふう取引レートを申し上げたが、これは流通利回りなので、そこから多少ディスカウントしてディーラーは都銀などに売っているようである。金利が何も付かない当座預金が多過ぎるのはちょっと格好悪いかなというようなことからFBへのシフトを都銀などの投資家は進めているようである。ディーラーサイドとしては、とにかく顧客のニーズに応えるために、どうしても玉を入札の時に落とさざるを得ないことから、入札が過熱するような傾向があると聞いている。さらに限界的な動きかもしれないが、円転コストの話をした。円転コストはマイナス幅が縮小していると先程申し上げたが、1か月位のところはいずれにしてもマイナスになっているので、そのマイナスのコストで円転をした一部の外国人、外銀筋が、場合によってはマイナスの金利でFBを限界的であるにせよ買っているようなケースが拍車を掛けているのではないかと思う。次に短国売却の反応なのだが、我々としては、オペ手段を多様化するという狙いもあったのだが、多少、相場が過熱化もしているので実施した。市場参加者から見ると、この短国売却というのは随分、5年も使われていなかったもので、ほとんど忘れ掛けていたと思う。であるから、短国オペは専ら買い切りの方ばかりだろうというふうな認識があり、余計、相場が過熱しているようなところがあったかもしれないので、売却という手段

もあるのだということを経済参加者に認識してもらった上で需給感なり相場感なりが出てくれば良いと思った訳である。では実際、そういう効果がどの位出ているかということ、はっきり言ってほとんどレート面では出ていない。先程ご紹介した図表 2-2 (3) の F B 314 回の入札、これは募入も平均も 0% ということで話題になっている。ただ、これはちょっと特殊要因があると思う。つまり、償還期日が 3 月 28 日と年度末前に償還を迎える最後の銘柄ということだったので、恐らく人気が過熱したというところもあるのだと思う。従って、今のところこういう要因もあって、全然レート面に影響は出ていないのだが、今週は、先程申し上げたように、全く供給オペを打っていない。そうした中で、市場にはなにがしか短国の残高が積み上がってきていると思うので、その影響が来週以降どういうふうに出てくるかというところを、我々としては注視していきたいと思っている。それから短観の影響については、先程、多少予想と違いがあるような受止め方があるような説明をしてしまったとすれば申し訳ないが、基本的には予想通りだったという受止め方である。債券市場でも株式市場でも結果的に見れば予想通りだったということで、基本的に、両市場の受止め方に大きな差異があるとは思っていない。

福井議長

他に如何か、宜しいか。それでは海外の経済情勢について堀井国際局長から願います。

2. 海外経済情勢に関する報告 (資料-3)

堀井国際局長

それでは本日配布したお手許の資料、決定会合資料 3 の追加分をご覧頂きたい。図表 1 でアメリカの主要経済指標を確認したいと思う。いつものように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。1. 第 3 四半期の実質 GDP は速報値から上方改定された。年率 +3.9%

のしっかりした成長となっている。より最近の景気動向に関して、まず個人消費について5. 小売売上高の前月比をご覧頂くと、9月、10月にそれぞれ+1.6%、+0.8%の高い伸びを示した後、11月も+0.1%と堅調な動きを示している。因みに10月、11月の平均を第4四半期とみなして第3四半期と比べると、表の4Qの欄にあるように+1.8%と高めの伸びとなる。クリスマスセールについては、ここ数年セールの中心が12月の後半、さらにはポスト・クリスマスに移ってきていて、未だ消費者には購買手控えの姿勢が強い。このため、現時点での評価はあくまでも暫定的なものではあるが、小売業界では当初見込みの前年比4~5%の増加に沿った動きと見ているようである。設備投資については、その先行指標である9. 資本財受注は9月に前月比+5.4%、10月は-4.2%と月々振れているが、均してみても企業の潤沢なキャッシュ・フローを背景に増加基調を辿っていると見ている。この間、10. 財・サービスの貿易収支は、10月には原油価格高を反映した輸入の増加から赤字幅が拡大した。既往最大の赤字となった。次に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を引き続きかなり上回っている。また、雇用者数は15. にあるように、10月303,000人増加の後、11月も112,000人の増加となった。予ねて景気拡大モメンタムの維持の観点から月平均150,000~200,000人の増加をメルクマールに見ていきたいと申し出てきたが、均してみてもその範囲に収まる数字となっている。14. 失業率も11月は5.4%に低下した。就業者の増加と失業者の減少が同時に発生し、しかも労働力率の上昇の中でこれらが起こるといふ、景気拡大の面から理想的な展開が今回は計数面でも確認された。さて、物価を見ると16. P P I前月比はエネルギー、それから野菜の高騰を主因に10月に+1.7%と大幅に上昇した後、11月もこれらの影響が一部残ったことから、+0.5%と上昇した。しかし、ここには載せていないが、最終財のコアの前月比は+0.2%と引き続き落ち着いている。17. C P Iコアについても、前年比+2%近傍の、F e dにとっては心地良い状態が続いている。図表2でユーロエリアを見たいと思う。1. 実質GDP成長率は第3四半期には年率+1.2%に減速した。その

後だが、需要面を見ると、例えば 3. 小売売上、10 月が+0.7%増加したほか、4. 新車登録台数が 9 月末のパリのモーターショー明けの新車投入、それからインセンティブの効果が出たということで、10 月、11 月と増加している。これに合わせて 6. ドイツの国内投資財受注、10 月も+6.5%になっており、成長モメンタムの回復に希望を持たせる指標もあるが、一方、供給面では 10. 鉱工業生産、これは 10 月については主要 5 か国ベースで合算しているが-0.1%と停滞している。また、11. 製造業 PMI も 11 月は+50.4%と分岐点ギリギリまで落ちてきているし、12. 失業率もほぼ 2 年間横這いを続けるなど、拡大モメンタムの弱さを示す指標が多いところである。この間、物価だが、エネルギー価格に影響されて、上昇率が上下しているが、予ねて報告しているとおりに、コアでは前年比+1.8%前後で過去 2 年間安定的に推移している。ただし ECB ではインフレ警戒の姿勢を崩していない。次に図表 3-1 の 1 で中国について申し上げたい。

2. 工業生産は前年比で幾分鈍化の兆しも見えるが、引き続き伸びは高い。現地からの報告では鉄鋼など原材料の供給ネックによる制約から増産ができていない部門が出ているようであり、これが生産鈍化に投影している可能性もある。そうであれば需要面からは減速とは呼べない訳である。一方、5. 固定資産投資、それから 6. 直接投資の契約ベースの額は引き続き高めの伸びを示している。この間、9. CPI だが 10 月、11 月と前年高騰した反動などから食品価格の伸びが鈍化しており、これにつれてインフレ率が低下している。因みに食料品を除いてみると、この 2 か月は前年比で大体+1.2%~+1.3%と第 3 四半期に比べ幾分伸びは切り上がっている。2. で NIEs、ASEAN の成長率をざっと見て頂くと、第 3 四半期はますます底堅い動きとなっている。図表 3-2 でざっと見て頂きたいのだが、NIEs、ASEAN の輸出、それから生産を示している。趨勢として均してみると増加テンポが鈍化している。駆け足になるが、図表 3-3 の (6) で物価を見ると、マレーシア、それから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たものである。さて、さらに図表 4、米国の金融指標だが、(2) の株価は前回決定会合以

降、小じっかりした展開が続けている。原油価格の反落、それから一部ハイテク企業の好決算といったものが株価の回復材料となっている訳である。この間、(1)の長期金利だが、12月初めに掛けてドル安の進行、それとリンクする各国外準運用の米国債離れを巡る市場での思惑といったものを材料に幾分上昇したが、その後、弱めの景気指標が出るにつれてそれに反応して再び低下している。現在、10年物の国債流通利回りは+4.1%近傍になっている。一昨日、FOMCは25bpの利上げを決めた訳だが、

(5)のFF先物から今後の市場予想を読み取ると、2月初めのFOMCでの25bpの利上げはほぼフルに織り込まれている。さらに来年3月に25bp上げる、つまり水準としては+2.75%に達するという見方も8割弱の確率で織り込まれている。この間、(3)、(4)のリスク指標からはリスク回避度が低い様子が窺える。図表5である。欧州の金融指標を見ても、ドイツの株価やリスク指標はアメリカとほぼ同じ動きをしている一方、長期金利はユーロ高、それからユーロ地域の先行きの景気減速懸念といったものから一段と低下しており、ドイツ国債の10年物利回りで見ても+3.5%台半ばまできており、米国債より0.5%以上の幅で利回りが低い訳である。(5)のユーロ先物から見ると、ECBの利上げ予想は、少なくとも来春までは払拭されているところである。この間、表はないが、エマージング市場に関しては全体として安定した状態が続いている。ただ、個別の不安要因が表に出る形で株価が軟調となっている国も幾つか見られる。例えばウォン高を背景に景気減速感が強い韓国、それからインフレ懸念が強まっているフィリピンとともに株価が下落している。それから香港株式に関してはIBMのパソコン部門を買収するレノボ・グループの株価が下落傾向にある。また、シンガポールに関してはCAOという中国航空油料集団のシンガポール法人がデリバティブ取引での失敗から急遽、経営破綻に追い込まれた。また、親会社の経営幹部がインサイダー情報を利用して株を売り抜けようとしたなど、いわばエンロンとワールド・コムが悪弊を合わせたような出来事が起こっていて、シンガポールの株式市場の圧迫要因となっている。ロシアについても原油価格が下がってきているということに加えて、

ユーコス問題を巡る不透明感、さらにはウクライナの政治情勢の悪化などから株価が下落している。こうした中でインフレ圧力の高まりを受けて幾つかの国で利上げがなされている。メキシコでは11月26日と12月10日の二回に亘って金融引き締めを行ったが、このほか、昨日だが、ブラジルが50bp、タイが25bpのそれぞれ政策金利の引き上げを行っている。以上、世界経済を鳥瞰するとアメリカ経済と中国経済で拡大モメンタムが続く中で、ユーロエリアでは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鈍化気味の中で、2004年を終えようとしている訳である。この間、国際金融市場はクリスマス・ホリデーを前に既に手仕舞い気味となっている。私からは以上である。

福井議長

どうぞご質問等があれば。

水野委員

今、堀井国際局長がおっしゃられたように、エマージング諸国を含めて金融政策は今、ノーマライゼーションのプロセスにあると思う。ECBでさえと言って良いか。インフレ懸念も示しているということだが、逆に今年の特徴というのは、米国で短期金利を上げてても長期金利はむしろ下がってくるという状況だが、これは単純に来年の景気に対する減速期待なのか、あるいはもう少し根の深い問題——人口動態の問題なのか——、あるいは単にインフレ期待の問題なのか。都合の良い解釈というのは、利上げをしてインフレ懸念が抑えられているというか、長期金利が下がっているという話だが、1997年、98年と同じような状況にならないかとちょっと気にしている。非常にボラティリティが下がっている中で、急にマーケットが混乱したということがあつたし、ヘッジファンド・バブルという程、今年はヘッジファンドに資金が流入しているということで、しかもパフォーマンスが悪いため来年に何か起きそうであるという話も出ている。この辺のボラティリティの低下を素直に景気の見方だけで評価していて良いのか、あ

るいは嵐の前の静けさなのか、どういうふうを考えているのか。堀井国際局長の私見で結構なので。

堀井国際局長

ボラティリティの低下については、私自身は非常に気持ちの悪い思いをしている。スタッフの間で議論をしている訳だが、そもそもオプション、あるいはインプライド・ボラティリティの計算式がブラックショールズに拠っているところ自体がおかしいのではないかと、そういうことも含めて、いや、ノーマル・ディストリビューションを前提としないで、歪度を入れて計算し直してみると、ちょっと違う結果が出てきたりするものだから、そういうテクニカルな要因も含めて、今検討している。もし仮にそうであれば、水野委員がおっしゃったように、1997年、98年みたいなことが起こらないか。ただ、1997年、98年——98年は特に私はアメリカにいたが——とはやはり情勢が大分違うと思う。アメリカ自身は不動産を含め資産バブル的な要素が非常に強く、景気が速いスピードで拡大していく。株式市場もユーフォリックになっている、皆、何となくそういう気持ちがあった。一方で、エマージングについてはちょうど1997年末に韓国のリスクが終わりつつあるという段階で、日本についても長銀の経営問題が出てきて、そして夏にはロシアがデフォルトというところまでいった。アメリカだけが何となくハッピーで世界は何かこう非常に複雑な不安要因が渦巻いているということが何となく見えている中で、結局LTCMというかたちでアメリカにも戻ってきてしまった。そういった意味でのインバランスは今のところ世界にはないのかなという気がする。ただ、先程、長期金利と短期金利の関係でご指摘があったように、インフレ期待が安定している、これはFedもそう言っている訳だが、そこに本当に見過ごしているリスクはないのか、あるいは市場がグリーンSPAN神話と言うか、そういうものに寄り掛かり過ぎてポーとしているのではないかと、それが結局、このボラティリティの低下にも繋がっていないか、その辺を気にしながらデータを見ていきたいと思う。

水野委員

イールド・カーブのフラットニングがここまできてしまって、ただ、短期金利はまだ上げるとFedは言っている訳である。Fedはイールド・カーブのニュースを聞いているのかなど。一回、長期金利が上がらないとおかしいのだが、また下がって、今回も下がってきたので私自身は心配しているのだが。

須田委員

米国経済は結構強くなってきたなという気はするのだが、その割には消費者コンフィデンスがちょっと弱いなと思う。それについてはどのように解釈すれば良いか。また、もう一つは中国のインフレについてである。賃金がかかなり上がっているという話も聞くし、マネーサプライも結構増えているという状況で、これ程物価上昇率が低いというのは、どう考えれば良いか。コアはそう変わっていないにしても、1%台前半という数字がどこかである時爆発して出てくるといふ惧れはないのか。この数字が実態を反映しているとは到底思えないが、その辺をどう考えれば良いか。

堀井国際局長

まず、アメリカの消費者コンフィデンスだが、11月は若干下がっているが、これは先行きの景気の見方というところで下がっていて、やはり減税効果もなくなるとか、それから原油も取り敢えず均してみれば水準は切り上がっているとか、そういった要素を消費者自身がある程度織り込んでこういう数字になっているのかと思う。ただ、ご承知のように、これと貯蓄率、あるいは消費性向との相関関係は非常に低い。であるから、これはこれとして背景を理解すべきであって、消費性向の動きを先行するというふうには見なくて良いのかと思っている。中国のインフレ自体については、統計の問題であるので、どこまで捉えられているかというのは、私は自信はない訳だが、ただ、消費財自体は値段はやはり下がっている。それから

自動車なども、度重なる税金の引き下げということもやっているのに、やはり消費者物価、最終財に近いものは然程インフレというものは出ていないのかなと思っている。

福井議長

+2.8%というのはコアではなくて全体だな。

堀井国際局長

然り。これは全体である。コアというのは私共で食料品を除いて算出している。

福井議長

こちらで算出している訳か。

堀井国際局長

たまにスポラディックに発表される訳である。あるいはその当局者達のコメントとして出てくるので、私共としては、仕方がないので、継続的に採るために、手許で食料品を抜いて、一応計算している訳であり、それによると、第3四半期+0.5%位だったのが、10月、11月前年比+1.2%とか+1.3%といった数字になっている。ただ、1年以上前はマイナスであったから、そこから比べるとやはり経済の体温はジリジリ、マイナスからプラスの方にいっていると言って良いと思う。

岩田副総裁

一点宜しいか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

アメリカの双子の赤字なのだが、先行き、さらにまだ経常赤字が1,000億ドル位増えるとか、そういう予測をする人もいる。財政赤字についても歯止めが掛かったという人もいるのだが、まだ拡大かなという人もいて、先行きについてはどうぞ覧になっているか。

堀井国際局長

貿易と言うか経常収支については、何せ、輸出と輸入のそもそものインシヤル・バランスがこれだけ離れていると、拡大しないためには輸出が輸入の倍のスピードで増えないといけないという計算になっているので、これが縮むというのは、なかなか算術上は難しいかなと思う。一応、WUMMのモデルとかで計算する限り、例えば10%の実効のドル減価というのは2年後にGDP比で0.6%位の経常赤字の縮小に繋がるという計算になるが、それ自体も果たして本当にそうなるかという気がする。と言うのは、かつてドルが減価している時というのは、すなわち日本などは円が増価している訳だが、この時は日本で財政を増やすとか、金融を緩めるとかいうことで内需振興策をやっているのである。であるからモデルで推計していくと、そういう効果も出て、所得効果の分も推計に取り入れられている可能性がある。今回はそういう地合いにはないので、このモデルよりも赤字縮小の効果は小さいかもしれないという気がする。従って、なかなか縮むという展望は難しいと思う。財政については、この標準型でOMBあるいはGAOの見通しはそういう方向になっていくのかなと期待はしている。少し前に私共でリサーチ・ノートを纏めてサーキュレイトさせて頂いているが、前提を幾つか変えていくと勿論、バランスは変わってくる訳だが、方向としては景気が拡大する中で税収は上がっていくと思うが、今日もまたチェイニー副大統領が引用されているが、例の減税措置を恒久化していくということもおっしゃっているようなので、この辺がどう出てくるかで大きく左右されると思っている。

福間委員

最近はあまり日本の新聞に出ないが——海外ではよく出ている訳だが——、人民元の問題である。私自身もちょっと活字疲れしているせいか、この問題はあまり目に入ってこないのだが、例えば、岩田副総裁が出られたG20などでは、議論があったように言われている。つまり、アブソープションのこと、要するに、中国に対してもう少し消費を増やせということで、クレジットカードを使えとか、もう少し消費者信用を拡大せよとか、そういうことを要求するようになってきている。確かに私も今年の5月に人民銀行などの人と会った時、「我々は消費を拡大しなければいけない」ということを言っていた。日本もついこの前、同じようなことをアメリカに言われていたような気がする。消費が弱い、弱いと。今回、消費についてプレッシャーを掛け始めたということは、やはり人民元問題が沸騰点にまできていると見るべきなのか、それとも、まずはアブソープションによる調整を挟もうとしているのか、中国の方が消費の拡大を図るといった形で。この3~5日の工作会議を見ていると、農村の都市化という言葉が聞かれたが、これは所得の平等化を少しでも図って消費の拡大に繋げなければいけないという当局の姿勢を表わしている。そうしたことは人民元問題のレシピの一つとして出しているのか、彼等が。その辺はどう思っているか。

堀井国際局長

この1、2か月の国際会議で中国の人達と話す中で、福間委員がおっしゃった論点は彼らが全て言ってきた。必ずしもフルにインテグレートされたプログラムができているという訳ではないと思うが、所得の平等化、それから農村を豊かにするのは、それ自体、ある意味では中国共産党の最大の目標の一つとなっていると思うし、それ自体はそのとおりだと思う。一方、我々は、輸入を今拡大しているのではないか、ということはしつこく言う。それで消費財に掛かる税も下げたりして、海外からの輸入を増やしているのだと。それで外貨の需給のインバランスをかなりの部分、もう小さくしているのではないか、来年ももっと小さくする、その点から言えば、

ソフトランディング、ハードランディングの議論はあるけれども、中国はノーランディングで良いのだと。こういうことを、ノーランディングという言葉が農村を豊かにすることと、それからインバランスの是正という両方の目標を指して使われることを度々私自身も聞いている。従って、これはこれとして、確かに動いているのだと思うが、それと人民元とは代替とか、補完とか言うよりは人民元は人民元でやはり粛々と準備はして、2006年の人民元業務の外資への全面開放に向けて、色々なインフラの整備、それから中国の商業銀行の健全化といったプログラムと併せながら考えているのだと思う。これは温家宝総理、それから周行長、両方がこの1~2か月の間で繰り返していつている。

福間委員

ということは、今年の春であったか、周行長が「ノーランディング」と言った、ああいう姿にまた戻ってきたということだな。

中原委員

米国の物価だが、インフレのリスクはチェックされているというのが一般的な観察だと思うが、この前のワシントン・ポストの記事にも出ていたように、連銀の要人の発言ではデフレ懸念はないのだという一方で、PPIはちょっと高めである。それからもう一つは、企業経営者は、やはりコスト・アップによるマージン・スクイーズに直面しているからだろうが、インフレを将来の懸念として一番に挙げているようであるものの、この間の原油価格は下がっている。こういう複雑な状況のもとで、アメリカは実際にはどういうふうな感じなのだろうか。あるいは政策当局者の見方は。

堀井国際局長

先程、水野委員がご指摘になったことと恐らく関連して、金融市場自体が、インフレもかなり大きな潜在的なリスクであるだろうが、そういうことについてあまりにも鈍感だとFedのガバナーズの中で、不安と言うか、

困ったなと思っている方はいるのだと思う。そのことと、実際に、ではインフレが目の前に、あるいは2年先とかにきそうかということとは、やはり議論に距離があると私自身は思っている。一昨日のステートメントもその前の月と全く変わっていないが、インフレーション、それからロング・タームのインフレ期待、いずれもウェル・コンテインドということである。これに対して金融市場にはこのところのウェル・コンテインドがさすがに変わるのではないかという予想も一部出ていたのだが、結局変わらずに済んだということなので、実際のインフレの判断に関しては然程警戒することはないと思っている一方、金融市場の、能天気と言って良いかどうか分からないが、少し緩んだ感じには警戒感を持っているかと思う。

福井議長

中国は公式の成長率ターゲットを、+7%台から+8%台へ微妙に切り上げたのか。

堀井国際局長

何となくそういう感じがする。昔、+7%~+8%だと言っていたのが、先月、社会科学院が来年の見通しが+8.9%というのを出して、それで昨日、国家統計局のコメントで+8.5%という数字を出してきている。総裁が周氏と話された時にノーランディングという言葉が出ているということだったのだが、当時そうした発言があったのはあの時位だったのである。それがもう最近ノーランディングがOKだということを随所で言って、しかも全く国内的な要因から計算する限りは、中国の潜在成長率は+11%という推計もあるということをやったうえで、ただ、世界の資源とか色々なところに影響が出てくることを考えると、来年は+8%でも+8%以上位でも良いということを経済会議で結構言い出しているのだから、ステートメントとして出すということではなくても、微妙に切り上げている可能性は高いと思う。

福井議長

この前のEMEA Pの議論の時に何となくその頃まではまだ+7%台というのもソフトランディングの定義の中に入れているようだったので、一体、ソフトランディングというのはどういう定義を持っているのか、コモディティマーケットへの影響等もきちんとシミュレーションに入れて+7%かという質問をした覚えがある。それがこのところ+8%に切り上がってきたのかもしれない。他に質問はあるか。それでは国内の経済情勢について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、本日は資料4の参考計表と短観の概要、この二つを出してご説明したいと思う。ただし、本日若干テクニカルな面も含めて丁寧にお話ししなければいけないことがあるので、短観については昨日もご説明したので図表などに言及するのは極く最小限にとどめたいと思っている。それでは資料4の参考計表、まず図表1のGDP統計から始めたいと思う。ご承知のとおりGDP統計については、先月の、前回の会合から今回までの間に、ある意味で三つの変更が行われている。一つはデフレータの連鎖化、それから2003年度の確報化、さらに足許のQEの二次という、この三つのことが行われている。まず、足許のところからご覧頂くと、(2)にあるように、4~6月の実質成長率は-0.1%、7~9月が+0.1%である。これは元々、前のQEからもかなり低い成長だったので、連鎖化の影響を含めるとこれ位の低成長になってしまうこと自体は特に驚くには値しない。ただ、中身については、皆さんお気づきだと思うが、一方において個人消費が下方修正された。なぜこんなに伸びているのだろうと思っていたのが、やはり何となくもっともらしい数字になってきた。他方で逆に今まで非常に弱かった設備投資が少し上方修正されて、何となく全体としてはもっともらしい姿になってきたということかと思っている。連鎖化については、皆さんご承知のとおり、例えば2003年度の成長率は古いベースで+3.2%

であったのが、連鎖の試算によって+2.0%、その後の確報で+1.9%であるので、デフレータのバイアスが1%程度、あるいは1%強位あるという、従来ご説明してきたとおりの数字が実際に出てきたということかと思っている。本日はあまり注目されていないことで、一つ申し上げておきたいのは、むしろ確報の影響である。確報では、先程申し上げたように連鎖の+2.0%から+1.9%なので、全体はほとんど動いていないのだが、中身が少し動いていて、実際に起こっていることは、公共投資のマイナス幅が縮小し、その他、設備投資、住宅投資、特に設備投資の増加率が低くなったということである。これには、テクニカルで大変恐縮だが、二つの要因が影響していて、一つは全くテクニカルな話で、石油公団の独立行政法人化に伴って、どうも備蓄用の石油タンクの所有権を政府に移転したということが起こったようである。この結果、今年の1~3月のところで、一応、それを公共投資の増加、設備投資の減少というふうにかウントしている。実際、この(2)をご覧頂くと、この1~3月のところで民間設備投資がなぜか大きくマイナスになり、次にポコッと飛び上がる。公共投資は逆に1~3月ポコンと増えて、その後ガクンと落ちているが、これは石油公団である。これ自体は単なる何と言うか勘定上、そう付けたという位の話だが、それともう一つは、公共投資について、これまでの速報で考えられてきたよりは、公共工事の進捗が進んでいたということが、比較的最近に出た決算データの方から明らかになってきたということである。従って、これはどういうことかと言うと、予算は変わっていないのだが、今年への繰り越し額が減ってしまったことになる。その結果、恐らく今年の公共投資の減少幅は従来見ていたよりも大きいということになる。以前、このまま予算通りだと、年後半ムクムク増えてきて変だという話をしたのだが、そうではなくて、実はもうそれは去年に行われていて、今年への繰り越しが少なかったということが明らかになった。これはその分だけどうしても、今年の成長率ということではそれなりの影響が出てしまうということである。今度は図表2、デフレータについても一言申し上げておきたいと思う。点線で書いてあるのが従来のデフレータ、太い実線が新しいデフレータなの

で、この乖離分が概ね従来申し上げていたバイアスである。足許、GDPデフレータのマイナスは-1.3%で、かなり縮小している。しかも、グラフをご覧頂くとお分かりのとおり、これは原油価格の上昇が4~6月、7~9月と白いところが、外需デフレータがマイナスに効いているので、内需だけ見ると実はそこそこマイナスが縮んでいる。(2)のグラフでご覧頂くと7~9月の前年比は-0.7%である。足許のデフレータのマイナス幅の縮小に効いているのは、ある種、基調的なところで設備投資のデフレータ、これは恐らく建設工事のデフレータが少し上がっている、資材価格の上昇を反映していると考えられる。それと技術的だが、意外に大きく動いているのは政府消費のデフレータである。これは以前ご説明したと思うが、1~3月は公務員の期末手当の圧縮がデフレータのマイナスに出てしまったと申し上げたと思う。4~6月は何であったかという、実は夏の公務員ボーナスがマイナスだったために、これも同じ理屈でデフレータのマイナスに効いているということである。7~9月はそういうものがなかったので、デフレータのマイナスは小さい。逆に言うと、10~12月は公務員のボーナスが増えるので、多分、このデフレータはプラスに出る可能性がある。消費デフレータは除く生鮮ではなくて、含む生鮮になるので、多分10~12月はマイナス幅が縮小になるので、10~12月の内需デフレータは、相当小さなマイナス、プラスにはならないと思うが、という感じだろうかと思っている。

それでは月次統計に移る。図表6をご覧頂きたいと思う。輸出入について、まずグラフでイメージを見て頂きたいのだが、ご覧のとおり輸出の伸びが去年後半から今年前半、非常に高い伸びをした後、足許は横這い、微増程度であり、その一方で内需がそこそこしっかりしている中で、輸入は順調に伸びているという姿である。図表7、輸出の中身だが、全体でご覧頂くと7~9月が+0.1%とほぼ横這いの後、10月は7~9月対比+1.3%の増加である。(2)の財別の方でご覧頂きたいと思う。ここで増加している主因は消費財であり、消費財はずっとデジタル家電の輸出が増えてきて、7~9月のところは現地在庫の調整で一旦減った。その後、現地在庫の調

整が終わり、クリスマス商戦向けの供給が行われているということで、また伸び率がボンと上がっている。逆に弱い方向は情報関連と資本財・部品である。情報関連はずっと伸びた後、足許微減位になっており、これは世界的なIT関連の調整を表わしている。資本財・部品も高い伸びから足許は段々伸びが鈍化してきていて、ここには半導体製造装置が入っていることが影響している。やや性質が違うのは自動車関連、中間財である。まず、自動車から申し上げると、依然として日本車の海外販売は好調である。しかしながら10月は一部現地生産移管があった。それに加えて台風の影響が若干あり、それから船繰りが非常に苦しいということもあって、少し思っただけの輸出ができていないというようなことが影響して、若干のマイナスになっている。さらに中間財は文字通り供給制約であり、第2四半期以降ずっと減っている。これは勿論、供給が天井に突き当たっている中で、国内供給を優先するから輸出は減ってしまう。であるから輸出の頭打ちというのは、一つは間違いなくIT関連の調整だが、もう一つはやや供給制約的要因も無視はできない。自動車メーカーでもやはり、今後まだ生産抑制に当たっては輸出のところで少し調整せざるを得ないという話がちよくちよく聞かれている。図表12である。一応、為替レートについても一言。皆さんご存知のこととは思いますが、改めて確認すると、確かに円レートは今104円位であり、一頃と比べるとそこそこの円高にはなっている。しかしながら、この図表12の(1)の実質実効レートをご覧頂くと、名目円/ドルだと何年振りの円高と言っているのだが、これで見るとこの程度ということである。ある程度長い期間という意味では一つはインフレ格差がずっと効いてきているということと、足許の話をする(2)にあるように確かに円/ドルレートは円高になっているが、対ユーロではむしろ切り下がっているし、アジア通貨との関係で見ても、例えば対ウォンレートなどを見るとむしろ幾分円安であって、対NIEsが動いていない。従って、あくまでもこの為替レートが現状程度で止まればということ的前提にする限り、この影響はそんなに気にする必要はない。図表13、輸入サイドについて一言だけ申し上げる。輸入は10月、7~9月対比+2.8%と随

分高い伸びになっているが、これは幾ら何でも出来過ぎである。(2) 財別のところをご覧頂くと、資本財・部品が航空機の影響で水増しされている。従って、実勢の伸びはもうちょっとゆっくりだをご理解頂きたい。それからもう一点申し上げておきたいのは、情報関連が10月ついにマイナスになった。従来から情報関連は輸出入、同じ方向に動くと言っていたのだが、7~9月辺りは必ずしも同じ方向に動いておらず、漸く輸入サイドに若干出てきた。

続いて図表14、設備投資についてである。まず最初に7~9月の実績まで法人季報で確認する。〈法人企業統計・設備投資〉にあるように、GDPでは7~9月、プラスになっていたが、私共の手許の計算による法人季報の設備投資は7~9月については若干のマイナスであった。ただ、ご覧のとおりこれまでかなり伸びてきた後、足許ちょっと下がっているという感じである。図表15をご覧頂くと、私共の計算の感じはこのようなグラフになっていて、(1) 製造業大企業の設備投資は順調に増えている。(2) 製造業中堅中小企業についても振れはあるが、同様に増加基調にある。逆に(3) 非製造業大企業は短観などから言うとあまり増えないはずなのだが、足許ちょっと数字が出ている。逆に今回マイナスになってしまったのは、専ら(4) 非製造業中堅中小企業で、以前、ここ2四半期から3四半期やたら増えており、ちょっと説明に窮していたのだが、その反動減が出たということなので、全体を均して頂ければむしろ全体としては増加基調が続いていて、こういった非製造業中堅中小企業辺りの振れでちょっとマイナスになっているとご理解頂ければと思う。図表14に戻り、今後の設備投資を考えるうえでは、弱めの指標と強い指標とが併存している。弱い指標からまず申し上げると、まず足許では資本財出荷。10月は増えたが、8月、9月と減っているので、10月の7~9月対比は1.9%のマイナスになっている。これは半導体製造装置等が影響している。それから機械受注、これも7~9月減った後、10月も一応マイナスになっている。7~9月の減少には半導体製造装置等を中心とするIT関連がはっきり影響していた。10月の数字については、減っているのは主にコンピュータであり、これはど

ちらかと言うと単月の振れの可能性も結構あると思っている。合わせてどうも携帯電話のいたずらが相変わらず起こっていきそうで、ご承知のようにドコモ等で色々と不具合がまだ続いているので、そんな影響も若干可能性があるのですが、10月の数字の弱さというのはそんなに気にしなくて良いのかもしれない。他方、強い方の数字はここにある建築着工が一つであり、建築着工は月々、クォーター・バイ・クォーターでは相当振れるので、10月は若干減ったように見えるが、前から申し上げているとおり、例えば前年比で見ると+15%ないしそれを上回るような伸びが続いている。もう一つの強い指標は改めて申し上げるまでもなく、サーベイ関係であり、典型が昨日の短観である。もしご覧頂けるのであれば、昨日もご説明した短観の4.設備投資計画であり、ご記憶のとおり設備投資計画は大企業製造業、私は若干下方修正かと思っていたのだが、そうではなくてむしろ上方修正になっており、さらに中小企業に関しても、中小製造業が大幅な上方修正によって+20%近い伸びになっている。非製造業も見掛けは-5%ではあるが、今回もかなり大幅な上方修正が行われているということで、基本的にソフトウェアを含んで土地を除くというので、全規模全産業で現時点で名目+8%の伸びということで、かなり強い数字である。この他、政策投資銀行の数字も今年度は私共の短観の大企業とほとんど同じであったし、2005年度について現時点で見ると、やや製造業を中心に結構強い数字が出てきた。ちょっとコンフューズなのだが、この乖離については昨日も申し上げたことだが、三つ位のことを考えられる。一つは恐らく短観の、特に製造業大企業については、現時点の20%増という計画は実現しないのではないかと考えている。これは毎年見られる計画の遅れ、及び特にIT関連は今若干ブレーキを踏んでいるから、少し来年度にずれ込んでも構わないと基本的に思っている。二番目は先程もちょうと申し上げた機械受注は弱いのだが、建築着工が強いということ、これは短観でご覧頂いた土地投資が強かった辺りとも整合的であるので、そういったことがあるということは影響しているだろう。最後に若干の仮説だが、昨日、特に最近目立っているのは中小製造業の設備投資が強い、これは本行の短観でも中

小公庫の方でも強いということで、担当のヒアリングによるとやはり自動車関連の波及が非常に目立っているということであった。昨日もちょっと話をしたが、IT関連と言うと投資が例えば半導体製造装置などになるので、これは受注を受けるサイドの企業も大企業である可能性が非常に高い。ところが中小製造業の設備投資というのは金型だの何だの、非常に小さいものが多くて、これは受注を受けるサイドも中小企業である可能性が相当高い。現に工作機械などは相当高い伸びを続けているので、ひょっとすると機械受注統計の200社程度には含まれていないようなところがもうちょっと強い可能性はあると考えられる。従って多分、短観の製造業大企業を丸呑みにする程本当は強くないと思うし、他方で機械受注はちょっと弱過ぎるのではないかと、このように今思っている。次に図表18、今度は企業収益である。企業収益については〈法人季報・売上高経常利益率〉をご覧のとおり、全体に利益率がずっと上がってきている。図表19をご覧頂くと、(1)製造業大企業、前回バブルのピークを抜いたと言ったが、これはさすがにちょっと下がっているが、他のところはかなり大きく上がっていて、いずれもバブルのピーク並み、ないしはそれを上回る水準になっている。この点は先行きについての短観のデータも概ね同じであった。確かに年度下期に関しては電気機械のところでは下方修正が見られていること、それからもう一つ、昨日申し上げた電力と通信のところでは多分、公共料金の引下げに伴う収益の下方修正が見られていたが、それを除くと基本的に強い収益であった。にもかかわらず、これは改めてご覧頂くまでもないと思うが、短観の(参考)にあるように、業況判断をご覧頂くと製造業大企業のところで若干の悪化、7期振りの悪化が見られた。勿論、大企業非製造業、中小企業製造業は横這いであるし、中小企業非製造業はむしろ改善が続いているので、やはり足許起こっていることは主にIT周りの調整であって、全体としての内需、特に遅れている中小企業非製造業への波及というのは続いているということだったのではないかと思っている。ただ、同時に特にこれは製造業が中心だが、先行きについてはやはり慎重感も見られたところである。いつも申し上げているように、これは若干短

観の癖で上の方にいる時には下を向き易いということも勿論ある訳だが、同時にやはりこれだけ生産が伸び悩んでくる中で先行きに対する不透明感が高まっているということも、これまた事実ではないかと思っているところである。

それでは図表 21、個人消費についてである。個人消費はこれまで申し上げていることからほとんど変化がない。足許までは耐久消費財関係は堅調、その一方で百貨店・スーパーは軟調という図式である。自動車は 10 月思いの他弱かったが、11 月キャッチ・アップした。これは多分、10 月は新車のいわゆる登録が間に合わなかったということかと思っている。デジタル家電の販売は依然として好調である。他方で百貨店・スーパーは台風とか暖冬に祟られて相変わらず調子が悪いということで、11 月の都内百貨店の数字が出てきたが、これも決して良い数字ではなかった。以上、纏めたものが図表 24 にあるが、予想通り (1) 販売統計合成指数はやや弱めの動きになっている。他方で (2) 消費財総供給は比較的強い。全体を纏めた (3) 消費包括指数はちょうど真横であった。最近、今度連鎖になって消費の方の伸び率は下がってくれたのだが、消費包括指数も連鎖にしたらまた弱くなってしまって、結局、乖離は埋まっていない。従って、この乖離を考えると幾分プラス位かなと考えている。図表 25、消費者コンフィデンスも引き続き変化はない。まずまず改善が続いている。

図表 28、問題の鉱工業生産である。鉱工業生産に関しては 7~9 月 -0.7% の後、ご承知のように 10 月もマイナスになった。勿論、11 月、12 月の予測指数で伸ばすと 10~12 月は +0.2% と微増になる訳だが、私共の企業ヒアリングの感じでは 10~12 月も小幅ではあるが減少が続くのではないかと考えている。図表 29、(2) 生産の業種別寄与度にあるように、足許の生産の伸び悩み、弱含みについては犯人は勿論はっきりしていて、縦線の電気機械類である。先程、予測指数よりはいいかないのではないかと申し上げたのは、一つはこの斜め線の一般機械がかなり大きな増加を予想しているが、この辺は最近、下方修正されることが多く、(3) のグラフにあるように、予測修正状況等を考えると下方修正の可能性は高いと

思っている。加えて、恐らく、この時点での生産予測指数には、例の鋼材不足による自動車の減産というのが少なくともフルには織り込まれていない。ということも考えると、生産は若干の減少になる可能性が高い。図表 31、在庫循環についても色々ご説明しなければいけない時に限って、こういう変なことが起こるので困るのだが、(1) 鋳工業は、グラフ上これまで第 4 象限と第 1 象限の境目にいたのが、一気に第 2 象限と第 3 象限の境目、左の方へぶっ飛んでしまった感じだが、これは日数要因の問題がある。10 月は休みの数が二つ多く、逆に言えば稼働日数が二つ少なかったために、生産出荷の前年比がかなり低くなってしまった。在庫はほとんど影響ないので、多分、ここからもう少し右の方へずらしたところに実勢があると思って頂きたい。例えば、予測指数通りにいくと、生産の前年比は 11 月 7%位になる。なにがしか下方修正が起こったところでそこそ高い前年比になることは間違いなく、従って、恐らく現実にはまだ 45 度線をまたいでいない程度のところにいるのではないかと私共は思っている。従って、全体はこれをずらして考えればそう問題はない訳だが、(5) 電子部品・デバイスに関しては、これは目盛りの大きさの問題もあって、ちょっと位右に動かしたところで事態はあまり変わらないということで、やはりこの分野での在庫調整は思ったより深まっていると言わざるを得ない。その背景だが、一つはデジタル家電の需要自体は堅調なのだが、問題は各社が自分のシェアを増やす前提で生産計画を作っているために、それを満たすだけの需要の伸びにはなっていないということが起こっている。合わせてパソコンとか携帯の世界需要については、情報がまちまちなのだが、少なくとも日本国内ではやや弱いのではないかという見方が多い。ただ、同時にご記憶であろうか、3 か月前にはこの在庫循環を見て、いよいよ電子部品は在庫調整局面に入ったと申し上げたのだが、その後、9 月短観が出て、電気機械はむしろ業況判断が改善していて、これはあまり良くないことかもしれないと思ったのだが、案の定、そういったことで今頃になって生産計画を慌てて下方修正しているという動きではないかと思っている。それ自体はあくまで IT 関連、パソコンにしても携帯にしても需要がマイ

ナスになっている訳ではないし、デジタル家電の伸びは相当高いから、生産を抑制していれば、いずれ調整は終わることは間違いないと思っている。ただ、ここでやっかいなのは技術的な話なのだが、例の景気基準日付という問題があって、景気基準日付のルールというのは正確にご説明すると物凄く長くなるので、極く簡単に一言で言ってしまうと、基本的には生産で決めていると考えて頂ければ結構である。11 指数を使っているが、ほとんど生産で決まる。鉱工業生産指数について言うと、今年のピークが5月の102.0であった。それで今、予測指数通り伸びれば11月には102.8になるのでOKなのだが、先程申し上げたように、下方修正の可能性が高いということを見ると、多分そこまでいかないのではないか。半年以上生産がピークを越えられないと、景気基準日付上、今年の第2四半期辺りに山が立ってしまう可能性がないとは言えない。これはあくまで技術的な話で本当になぜだと思われるかもしれないが、例えば生産が増えないという理由のうち、勿論、ITの在庫調整の分は実態的な要因だが、鋼材がなくて車が作れないから景気後退かと言われると非常に違和感はあるのだが、この約束事の世界ではそういうこともあり得るということ念頭に置いて頂く必要がある。

それから次に図表 32、雇用関連である。雇用関連については、これまでの基調に変化はない。有効求人倍率は引き続き上昇基調を続けている。さすがに新規求人については伸び率は鈍化してきていると思うが、依然としてますます増加は続いているという評価である。10月は随分弱く見えるが、これも同じように休みが二日多いものだから、ハローワークが二日間余分に休んでいることが影響しているので、求人は減っているが、求職がそれ以上に減って、求人倍率が上がるということが起こっている訳である。〈労働力調査〉をご覧頂くと、雇用者数は前年比+0.6%ということでもますます安定した伸びを続けている。今月は就業者数の伸びが鈍化した。これは自営家族従業員が統計上かなり大きく減ったためであり、その結果、失業率もほんの僅かだが上がっている。ただ、前から申し上げているように、この統計は振れる統計なので、失業率についても基本的には緩やかな

低下基調にあると判断して良いと考えている。〈毎月勤労統計〉も基本的に同様である。常用労働者数は 0.5%~0.6%の増加を続けている。名目賃金は僅かなマイナスであり、両方を掛け合わすと大体ゼロということで、下げ止まりは比較的是っきりしてきていると思う。12 月については公務員のボーナスが増えること等々も考え合わせると、恐らくボーナスの下げ止まりも実現するのではないかと思っている。

図表 37 の物価である。まず第一に、ご覧のとおり、国際商品市況はこのところかなり低下している。ただ、その低下の要因は専ら原油である。それ以外を見ると、例えば非鉄相場辺りは結構ボラタイルに動いているので、全体は高止まりといった感じの動きである。ただ一点、申し上げておかなければいけないのは、これまで原油相場が上がっている最中に油種間格差はどんどん拡大していたが、逆に今下がっているところでは、油種間格差は縮んでいる。WT I 程にはドバイは下がっていない。図表 38、輸入物価である。輸入物価は (2) にあるように 3 か月前比では僅かな低下になった。原油価格がまだ上がっているが、円高の影響でそれが結構打ち消された。図表 39、国内商品市況だが、海外商品市況と同じである。②にあるように非鉄、あるいは鋼材とか化学等々、全般にやや強めの状態がまだ続いているが、①にあるように石油がそこそこ下がっているために、全体としては頭打ち、高水準横這いということになっている。こうした中で図表 40 の国内企業物価をご覧頂くと、(2) にあるように、このところ 3 か月連続で 3 か月前比+0.4%という状態が続いている。10 月が実は速報から確報で 0.1%ポイント上方にリバイスされたので、前年比で見ると 10 月から+2%に達して、10 月、11 月と前年比+2.0%である。中身をご覧頂くとグラフにあるように、このところ鋼材辺りはさすがに 3 か月前比の上昇率がさらに高まるという程ではないが、相変わらず化学等の値上がりが続いているほか、石油製品の上昇も 11 月まで続いている。他方、グレーで示した機械のマイナス幅が少し拡大してきた。これには、いわゆる IT 関連の影響が少し出ている。加えて、白いところは米の下落である。先行きについて申し上げますと、引き続き素材関係は全般にまだ強めの動きをす

らと思っているが、いよいよ石油がマイナスに寄与を始めるので、上昇率は鈍化していく方向ではないかと思っている。次に図表 42、企業向けサービス価格である。C S P I については全体で前年比が+0.1%になった。1995年基準のC S P Iは、生まれてこの方一度もプラスになっていなかったが、この10月に初めてプラスを付けた。来月から2000年基準のC S P Iに変わるので、結局、一生の中で一回だけのプラスとなった。ただ、勿論、足許のプラスは船賃の影響が大きいので、全てが実勢とは言えないが、国内需給要因をご覧頂いても、マイナス幅が縮小してきている。典型的には不動産、あるいは一般サービス辺りのマイナス幅が縮小してきている。これは4月、10月は価格の改定期であって、従来、毎回値下げさせられていたものが値下げが減ってきたということである。ある意味では、昨日の例えば短観の中小非製造業辺りが今頃になって良くなってきたなどというのと比較的近い動きを辿っているというふうにご覧頂ければと思っている。図表 43、消費者物価である。全国についてはほとんど問題はない。9月ゼロの後、10月は-0.1%になったが、これは主に米価格の影響で予想通りである。問題は図表 44、消費者物価の東京の11月なのだが、見掛け上は10月、11月とも-0.3%でほとんど変わっていない。しかしながら、(2)財と(3)サービスをご覧頂くと、財のところは実は結構強めの数字が出て、前年比ほぼゼロになっている。サービスのところもこのところ僅かなプラスが続いている。従って、なぜこうマイナスが大きいかというと、一つは縦線で示した米が10月よりもさらに下がっている訳だが、一番大きいのは白い部分、公共料金である。10月に東京電力の値下げで白い部分が少し大きくマイナスになったのだが、それに加えて11月は電話料金、N T T コミュニケーションズの県外通話料金の引き下げが0.1%ポイント位影響している。この点は従来の総務省の計算式ではほとんど反映されないはずだったのだが、実際にこれを反映するような形で数字を出してきた。そうすると1月にさらにN T T 東西の値下げが予定されていて、これをできるだけ大きく反映させるような指数の作り方をすると、さらに-0.2%位1月に寄与してくる可能性がある。

計数の説明は以上であり、本日は沢山、色々技術的なこととお話したので、もう一度最後に整理させて頂くと、三点ある。一つはまず、景気の大局観については実はあまり変わっていないということである。例えば海外景気は先程ご説明があったように、米・中を中心にまずまず堅調であるし、原油価格のリスクも軽減されてきている。従って、ITの在庫調整の影響もあるが、基調として輸出は増える方向にあらうと考えられる。企業部門を考えてみると、企業収益は極めて好調である。そうした中で一部、機械受注等弱い数字もあるが、短観等に示されたように設備投資の増加基調自体は変化がないと考えている。家計部門も、これまで所得がマイナスの中で小幅の増加を続けてきた個人消費が、所得の下げ止まりがはっきりする中で急に弱くなるとはなかなか考えにくいので、自然に考えれば、景気の大局観そのものがそんなに変わる理屈はない。ただし二点あって、一つは数字の話。公共投資のマイナス寄与は今年大きくなるので、これは数字としてはGDPに影響してくるということ、また、公共料金の値下げはCPIに出てくるということである。公共料金が下がったからデフレであるというのは変な話だが、いずれにしても数字としてはそういうことである。三点目がちょっと厄介な景気基準日付の話であって、正直言って先程も申し上げたように、生産だけで決まるルールになっていて、供給制約も含めて生産が増えないことで景気後退というのはちょっと変な感じがする。色々な経験則にも反している。例えば、普通は45度線を越える時期が景気の山になる訳であり、まだ越えていない。だが、景気の山は第2四半期だったかもしれないとすると、完璧にずれる。それから昨日ちょっと申し上げた短観の例のひげとの関係も12月がちょっと微妙な位であり、6月位がピークだと言われてしまうと、全く従来の経験則には反するが、いずれにしてもこの約束の中ではそういう可能性がある。勿論、生産が増えないということは、理由はともあれ、所得形成には悪影響を及ぼす訳であって、これまで溜まってきた景気回復のエネルギーが一部削がれるということはそうかもしれないが、冒頭申し上げたとおり、それで景気の基調が大きく変わる訳ではないと基本的に考えているが、そういうこともあり

得るということを頭に置いて対外的に物を言う必要がある。従来、我々は決して景気判断を基準日付で決めてきた訳ではない。例えば 2002 年の 1 月が景気の谷であった訳だが、勿論 2002 年の春位には我々はもう谷を過ぎたなということは十分認識していた。にもかかわらず、その頃使った表現は「景気の悪化テンポは柔らいできている」という表現であった訳であり、その後段々「横這い」にし、「回復」というのを去年の後半初めて使ったのである。ただし、そういうことも念頭に置かなければならない。例えば今回提案させて頂いている表現などは、一方で生産の弱さに言及することによって、そういうこともちゃんと考えているということを使ったうえで、「基調としては景気は回復を続けている」としている。この「基調」というのは要するに、そんな半年とか 9 か月のことではないということの意味して「景気は回復を続けている」というような表現を使っている。大変長くなったが、私の説明は以上である。

福井議長

ご質問等あればどうぞ。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。IT 関連の在庫調整の深さが当初思ったよりちょっと深いというのが、一番どうも違うかなという印象を持っている。問題はこの先行きののだが、どこまでそれが足を引っ張るのか。これも見方が凄く分かれてしまうのだが、今のところ大体どのようにご覧になっているか。

早川調査統計局長

今のところ、標準的な見解は来春である。来年第 1 四半期という見方と第 2 四半期という見方とに分かれているため、来春と言っていれば大体標準的な見解になろうかと思っている。正直言って、日本勢はこのところ急に弱気になっている。今年の秋、私が申し上げたのは、海外からは意外にこの夏場位から弱い情報が入っていたにもかかわらず、日本勢は何かえら

い強気であった。短観でもそうだったし、生産計画も強かった。足許は、海外情報は必ずしも弱気一色ではない——この間、中原委員が出張に出られた時もそうだが弱気一色ではない——のだが、少なくとも日本勢は相当弱気になっており、一応そういうことを踏まえたうえで来春というのが大体のイメージである。繰り返しになるが、やはり私が思うに一番大きな誤算は、勿論、携帯とかパソコンの世界需要の問題もあるのだが、最初日本の業界はデジタル家電が強いから大丈夫だという理屈を言っていた訳である。ところが、今考えてみると、このようなことなのである。例えば、薄型テレビの伸び率というのは、前年比まだ100%増が続いている。物凄い伸びであるので、外部のアナリストとか小売り業界から見ると大変堅調であると思っている。日本のメーカーは沢山参戦していて、自分はシェアを何%か増やすという前提で生産計画を立てている。従って、この人達の計画が全部実現するためには、よく分からないが、前年比130%位伸びなければいけない訳で、多分、そこまでは実現していないということが——そもそも在庫循環というのはそんなものだが——恐らく影響しているのではないかと思っている。ただ、岩田副総裁がおっしゃったように、それ自体は伸びているから、逆に生産を止めて待っていればある程度在庫は減っていく筋合いにあって、それが本当に第1四半期なのか第2四半期なのかということについては、正確なことは分からないが、時間の問題であることは間違いない。2001年型の世界的な大調整が起こっているということはNASDAQの相場一つ見てもちょっと考えにくいと思っている。

植田委員

今の在庫のところだが、今朝の短観の業種別を見ると、電機セクターでは部品在庫ではなくて流通在庫の過剰感が急速に増しているのだが、この点はどう考えたら良いのか。

早川調査統計局長

よく分からないのだが、彼等は在庫状況について今、相当悲觀的に見ていることは間違いない。逆に言うと、9月時点では我々が見ていたよりもやけにお気楽に考えていたという感じがある。

植田委員

流通在庫というのは製品の在庫のようなイメージがあるのだが。

早川調査統計局長

然り。流通と言えば普通は製品在庫である。

須田委員

今の点についてなのだが、私は11月末に結構大手のIT関連の企業の話聞く機会があったが、この調整のおかげで漸く前向きの在庫が持てるようになったとの話があった。また、つい最近、株価の動きを見ていたら、どこかが半導体製造装置の会社に対する投資判断を高めたため、それによって株が上がったとかいう話もあった。まだ確かに弱いところもあると思うが、最初からそういうふうにおっしゃっていたとおりに、その両方というのが、やはりあるのではないかという気がする。

早川調査統計局長

それは今でも比較的強いことを言う人もいれば、かなり暗いことをいう人もいる。もう何か月も前から中原委員などにご議論させて頂いているが、この業界というのは本当に誰に聞くか、どの企業に聞くかによって相当違う情報が出てくる。ご記憶であろう、先だつての10月の支店長会議の時も、支店長によってうちは暗いというのと、大丈夫であるというのが多分、両方出てきたと思うが、我々も現状、やはり実際ヒアリングをするとそういうのが一杯出てくる中で、一応、私共の持っている印象は比較的9月位

まではまだ明るめであり、足許は相当暗くなっている。短観がもし標準的なものを表わしているとする、我々は短観みたいな感じを平均的には持っているということである。

福間委員

基準日付というのは発表しなければいけないのか。基準日付のうえでは景気がピークを過ぎたと言っても、需要はあるのだから。供給制約のためであっても生産が増えなければ景気後退というのであれば、鉄鋼会社へ行って能力増強をやって下さいと言わなければ仕方がない。

早川調査統計局長

I Tのところの調整は間違いないと思う。従ってそれは在庫調整だが、全般的な在庫調整は勿論ない。一方で供給制約も影響している。ただ、生産のレベルだけで勝負すると、供給制約の分もマイナスにカウントするという計算になるのがちょっと厄介である。ご記憶だと思うが、私はこの基準日付の話半年位前からお話ししていて、3か月前にI Tの在庫調整が始まった時点では、むしろセーフかもしれないと申し上げた。I Tが調整している間、素材とか自動車が強いので、サイクルのずれによって、多分上手く転がっていくのではないかと申し上げた。ここで私にとっての誤算は、素材側の供給制約は大体分かっていたが、自動車までそれでやられてしまうとは思っていなかった。従って、サイクルがずれるはずだったものが、ずれなくなってしまうということが起こり得るということである。

加藤内閣府大臣官房審議官

先般の私共のD Iの公表時にも、一応機械的には起こり得るという話はあるが、基本的にはD Iでは、景気判断自体はやっていない。

春委員

発表するとすればいつ頃になるのか。

加藤内閣府大臣官房審議官

10 か月以上経ってから事後的にヒストリカルD I というのを計算して結果を出すので、結構時間が掛かる。

早川調査統計局長

例えば先程申し上げた生産も、102 : 102.8 である。これは下振れてもそんなに大きな差にならないと思う。季節調整替え一本でも何が起こるか分からないというのが多分実勢で、現状はまだどちらに転ぶかはっきりしたことは分からない。ただ、事後的に今年の真ん中がピークであったということが起こる可能性が少なくとも何割かあるということのを頭に置いて物言いをしていった方が色々な意味で良い。勿論、内閣府は基準日付を公表するまであと半年以上掛かるので、本当に春位にITの在庫調整が終わると、その頃何となくもう良くなっている可能性があって、その頃に去年の第2四半期がピークであったと言うと、何を言っているのだと思われる可能性は勿論あるのだが、一応ルールではそういうことである。

福井議長

早川調査統計局長が言うようにデジタル家電、エレクトロニクスの最終需要が100%の伸びだということに確証があるのであればあまり大きな問題はないと思うが、どうか。

早川調査統計局長

今のは極端な話であり、液晶テレビについて言うと100%伸びている。

福井議長

液晶テレビか。

早川調査統計局長

然り。ただ、例えばPDPだともっと伸び率が低いし、例えばデジカメなどは一頃、一時的にはマイナスになったりしている。ただ、今、ちょっと例として申し上げたのは、液晶テレビでさえ、業界は下振れと言っており、多分それは皆、勝手にシェアを増やすつもりであった。

福井議長

それは相当上を向いた、天井を向いた計画だったのが、急に下を向くようになったということか。

早川調査統計局長

そういうことだと思う。ただ、デジタル家電全体で見れば、まだ結構な伸びを保っていることは間違いない。むしろ、パソコンの伸びがやはり低いのではないかという議論があるのと、携帯について例の中国在庫問題とかが色々皆で気にされているように思う。ただ、それでもパソコンの世界需要がマイナスという見方もないし、携帯の世界需要がマイナスという見方もないので、その中でデジタル家電はそこそこ増えていくとすれば、調整自体は比較的軽微で2001年型にはならない。ここまでは確かなのだが、在庫調整が抜けるタイミングが3月なのか、6月なのかということになると、例えばこのクリスマス商戦がどれ位売れるかとかいうことで決まってくる。

岩田副総裁

それとちょっと関係あるのだが、図表16、設備投資で(1)の資本財出荷の輸送機械を除くというのと、(2)のITの生産者資本財出荷は形が物凄く似ていて、何か相当影響を与えているような気もするのだが。

早川調査統計局長

それは相当影響を与えている。

岩田副総裁

前回だったか前々回だか、これがいつまでも伸びるのかどうかと聞いたことがあり、それは下がってきた訳なのだが、問題はこれがどの位まで下がるかということである。私自身は、多分、2001年の時と比べると1/3位のところで止まってくれるのではないかという希望的観測を持っている。ただ、今、在庫調整となっているが、投資の調整まで重なってくるとどうかなという疑念がある。今回の短観の業種別の投資計画を見ると、電気機械はあまり落ちていない。下期もあまり落ちていなくて、このギャップはよく分からない。それからソフトウェアがこのグラフだとちょっとまだ増えているという感じだと思うが、短観では何か弱い数字になっていて、IT関連の設備投資関連について本当に何を見たら良いのか分からない。設備投資のところまで乗っかってこられると、調整が長引くという公算が強くなるのではないかと考えているのだが。

早川調査統計局長

まず第一に、少なくとも2001年型の大規模調整にはなりにくいというのは間違いのないと思う。岩田副総裁がよく言われる半導体製造装置のBBレシオを見ても、要するにピークそのものの高さが全然違うから、逆に言えばボトムもそんなに深くないというのは前から指摘の通りだと思う。それからあと、何分の1かと言われるとなかなか難しいのだが、これは例えば、今おっしゃられた投資計画と例えば機械受注辺りは結構ずれている感じがする。従って、投資計画自体は残っている。ただ、それを本当にいつ実行するかについてはまだ様子を見ているのだと思う。先程ちょっと申し上げた政策投資銀行の2005年度の設備投資計画調査なども思ったより強かったのは、予想外に電気機械が2004年度増えた後、2005年度もまだ

増えるというような計画になっていたということである。この点については先程も申し上げたように、恐らく丸ごと実現することはないと思っている。ただ、繰り返しになるが、メーカーは前回のように最終需要が全体としてダウントレンドに入るといふふうには思っていない。例えば、液晶の値段が下がると、それによって需要が喚起されるとも思っているため、結局、投資計画を消さないで置いて、またタイミングがきたら行こうと思っている。そういう意味では、在庫循環の話と投資計画の話は、やはり切り離しては考えられず、在庫循環が終わって体制を整えばもう一回投資が出てくる可能性も十分にある。繰り返しになるが、いわゆるサーベイ系のデータについては、とりわけIT関連は過大に出ているから、真に受けない方がよいと思っている。

水野委員

ITの議論ではなく、全く別の質問をしたい。この間、調査統計局から雇用に関するレポートを出されて、雇用・所得情勢に見る日本経済の状況という部分が自分の考えと似ていたのが良かったのだが、私は、日本の労働市場において、イギリス、アメリカで起きたことが起きるのかなと考えていて、非正規雇用を増やしたい企業とそれから安い賃金でも働きたい家計のジョブ・マッチ、そういうニーズが合致して雇用のミスマッチが解消して失業率が下がってくる。ただ、統計上どうしてもこのレポートにもあるが、ボーナスが払われない人達の雇用が増えていく傾向があり、雇用者所得が金融経済月報にあるように下げ止まってはいるのだが、明確に上がっていくのになかなか時間が掛かるという感じで見ている。そういう意味では、物価が明確に上がってくるのはなかなか難しいのかもしれない。また、ユニット・レーバ・コスト、どこの国でもそうだが景気が回復局面では下がって、その後上がってくるのだが、日本の場合、この生産性をどう見るのか。これはよく議論しておかないと。生産性の議論というのは、アメリカを見ていても中央銀行は非常に都合の良いように使うので、物価が上がらない時に生産性上昇の影響ということもあるし、生産性が下がっ

てきて、ユニット・レーバ・コストも上がったから、だから利上げだという議論にも使える。生産性の議論というのは実は私が民間部門にいた時に、日本銀行が突然使い出したが、Fedも去年同じことを言って一年後利上げしたということであまり評判は良くなかった。生産性が突然上昇してきた理由というのは何か。

早川調査統計局長

まず、先程冒頭言われていた、やはりなかなかこういう問題、非正規化という問題があるので、雇用者所得の増加にはなかなか結び付きにくい、これはもう全くそのとおりだと思う。ただ、足許ちょっと悩ましいのは、統計上パート比率の上昇が少し頭打ちになってきていることである。これが基調的なものなのかどうか、もうちょっと時間を掛けて見極めていきたいと私共は思っている。生産性の話だが、正直言って、これは苦しくなると出てくる言葉であることは間違いない。これは何も日本だけではなく、Fedと話しても同じ事を言っている。例えば成長がぐっと上がる、それにもかかわらず物価の反応が鈍いという時はほぼ定義により、裏側では大体計算すれば生産性の上昇が起こっている。しかも、この時に生産性の上昇というものが、どれだけがシクリカルなファクターによって押し上げられており、どれだけがもう少しベースラインの技術的な変化等を現わしているかというのは、必ず分からなくなるので、議論になる。生産性という言葉が出た時には、生産性ということと言うと大丈夫だというのではなくて、「生産性が今、取り敢えず上昇しているので、今のところの物価は〇〇である、今後はその生産性の動きについて、それがトレンド的なものか循環的なものかを見極めていく必要がある」などと必ず言うことになっていて、アメリカもそうであった。現にアメリカではトレンド的な生産性の上昇もあるのだが、例えば去年の生産性の上昇は相当程度がシクリカルなものであって、足許はそれが下がって行って、その結果、物価もなにがしか反応していく。評判が悪くおっしゃられても、生産性の上昇が物価に密接にリンクしていることは間違いない話である。正直言って、それをト

レンド的なものかシクリカルなものかを見分けるのは物凄く難しい。

水野委員

おっしゃるとおり。であるから、安易に使わないものである。

早川調査統計局長

逆に言うと、どうせ分からないのだから言ってもしょうがないではないと言われれば。

水野委員

使い方が難しいのである。

早川調査統計局長

難しいのである。おっしゃるとおりである。

水野委員

この前と今回は違うという人もいるが。

早川調査統計局長

おっしゃるとおり大変難しい。これはFedの人とも本音で話すと、とても難しいと言う。

春委員

連鎖化の影響で2003年度は+3.2%が+2.0%に下がったが、2004年度、2005年度というのもほぼ同じ位下がるのか。

早川調査統計局長

私共の今の感じを申し上げると、そのうち古いのがなくなってしまおうとあまり比べられなくなるのだが、元々イメージとして持っているのは、

2004年度は同じ位。2003年度が1.3%だとすると、2004年度は1.1%か1.2%位というイメージである。足許は大体1.1%から1.2%位であるので、2005年度は少し縮んで1%位かなと。

春委員

少しずつ縮んでいると。

早川調査統計局長

然り。今まで皆さんには+1%程度と申し上げてきたのだが、手の内では実はもうちょっと大きめに見ていて、それが少し縮む位に見ていた。これは最終的には統計で確認できるかどうか分からないが、要するにIT投資がバツと伸びる瞬間に、いわゆる乖離がバツと膨らむ、逆に言うと、ITが少し成熟していくと乖離が少し縮む位のイメージで見えていた。

春委員

今ある数字はその位読み替えて欲しいということか。

早川調査統計局長

然り。大体、他の条件に変化がなければそういうことである。であるから、これも先日、水野委員とお話ししたが、最近、民間の2005年度予測は+1.2%位か、彼等は前、+1.7%位と言っていた。もし、本当にバイアスが+1%位あれば、上方修正か君達は、という感じの数字にすらなっているということである。説明は苦しい。

福井議長

実際そこはどうなっているのか。

早川調査統計局長

要するに民間はそここのところのバイアスはあまり念頭に置かずに、数字

を言っていたということだと思う。

水野委員

であるからやはり+1%割れの数字を置くのはちょっと。

早川調査統計局長

できないと。

水野委員

やや気恥ずかしい感じ。

福井議長

なるほど。

早川調査統計局長

であるから、例えば、もし本当に+1%位であれば、今まで+1.7%と言ったのが+1.2%だと言うと、それでは景気が悪くなってきたと言いながら上方修正した訳か、という話になるのだが、多分その辺はそんなに明確に幾つという数字のイメージを持って議論していた訳ではないのだということかと思っている。

水野委員

ついでに言うと、短観を受けてまた悩んでいると。

福井議長

なるほど。

水野委員

結構底堅い。

福井議長

底堅い。

水野委員

宜しいか。結構シリアスな問題だなと最近思っているのは、統計が今、色々改定時期に当たっていることだ。我々日本銀行が注目しなければいけない統計であるCPIもそうだし、それからGDP統計という一般的に最も引用される、メディア・トーキングされる統計、来年度以降の影響を含めてと春委員も聞かれたが、これはプロでもなかなか非常に理解が難しい。こういう経済統計のユーザーは恐らく日本銀行とマーケット参加者であり、経済統計というのは市場との対話をする時に一番大きなツールだと思う。これが鏡が揺らいでいるという言い方はちょっと語弊があるが、非常に読みにくい状況の中で、これは早川調査統計局長の話術と表現力が相当に要求されるのかという気はする。これは表現としてやはり、今回は明日議論になると思うが、「基調として」とか「全体として」、こういう表現というのはどうしても使わざるを得ないのかなという気がしている。また、足許の指標を見ると弱いが一—あまり景気の中期循環とか建設循環とか言いたくないのかもしれないが一—、ダウンサイド・リスクは小さいということなのかと私は思っていて、そろそろ景気の循環論の議論を日本銀行として進めていった方が良いのではないかと思う。今まで構造論の議論が多くて、政策もそちらの方にベットしたような政策運営だったと思うが、景気循環がもう一回復活したという議論が、今、投資家などにも出てきている中で、景気循環で我々はどこにいるのかということを中心に明確に月報などでも書いておかないと、市場と対話をする時に判断がブレたと捉えられてしまうのである。ここは最近ちょっと気になっているところである。

早川調査統計局長

ご指摘のとおり、前回の「全体として」という表現を「基調として」と

いう表現にしたのは、今、まさにご指摘があったように、タイム・ホライズンを少し長めに取った場合ということを言いたい。要するに、6か月、9か月の景気後退という話ではなくて、もう少しタイム・ホライズンを長く見れば基調としては回復しているというので、「基調」という言葉を使わせて頂いたということが一つある。それから「循環」という話で見れば、ある意味で、これも前にもお話したことだと思うが、もし仮に、本当に今年の真ん中に景気の山が一度立ってしまったとして、来年の春位まで9か月位の景気後退が起こったとすると、ある意味で90年代後半以降、日本の景気リセッションはイコール全部クライシスだった訳だが、クライシスを伴わない単なるリセッション、一種の資本主義の生理現象としてのリセッションだということに多分なると思っている。

福井議長

他に宜しいか。数か月前の第2四半期のGDPが出て以来、チェーン・インデックス以前の状況の時から何となくGDP統計そのものが表面的に人々に語り掛けるものと、短観が語り掛けるものと、何かギャップがあるということが始まって、あちらは政府が作っている統計で、こちらは日本銀行のアンケートだとは言え、両方ともやはり整合的に説明する責任があるのではないかと言われ続けている。今回もうちょっとややこしいのはチェーン・インデックスである。確報化したらこうだと、分解はできるにしても、両方ともやはり一つの経済について語っているので、なるべく整合的にやさしく語れる言葉というのが段々必要になっている。

早川調査統計局長

目先、そういう意味では景気という一つの言葉で、やや長いホライズンでの基調を語っている人と、あくまで数か月単位の基準日付的な循環を語っている人が語り合うと、多分、上手く意思疎通ができないことが起こるので、そういうことも頭に置いて議論していく必要がある。

福井議長

基準日付ではもう不況だということになり、非常に複雑な話になってくる。

中原委員

短観はどうだろうか。マーケットでも短観の評としてマインドと計画水準の乖離などと言っているが、私はどうも年度の今の時期にやる短観の計画数値はそれ程シリアスに受取って良いとは思えない。と言うのは、昨日の設備投資の説明にもあったが、正直言って、少なくとも大企業では期中の計画数値の変更は相当慎重にやるし、ましてや組織決定を受けてとなると、これはもう事実上不可能であり、最後は「エイヤ」で年度に立てた数字をそのまま入れてしまう。中間期の修正というのは、やることはやるが、それは言ってみれば株主を意識した年度で立てた計画ではなくて、あくまで内部の心覚え的な計画になる場合が多い。従って、その数字は、釈迦に説法だが、あまり重視すべきではないと思う。

早川調査統計局長

昨日から申し上げているように、少なくとも電機辺りのものは多分、実現値は下がる。ただし、繰り返しになるが、中小企業辺りがどんどん上がってきているのは嘘の数字ではない、自動車などを中心にした細かい投資がザァッと広がっている、これは本物だと思う。従って、下を向く癖のあるDIの先行きだけを捉えて、もう大変悪いというのもおかしいと思うし、逆に粘着性のある投資計画のところを見て、凄く強いというのも、多分おかしい。先程設備投資のところだけ、昨日のご説明を繰り返させて頂いたのは、そういうことである。要するに、今、数字がこうバラバラになっているが、機械受注を見てこんなに弱いというのは多分間違っていると思うし、短観だけ見て凄く強いというのも多分間違っている。恐らく増加基調ではあるが、少しIT中心に伸びが鈍化しているというのが実勢だと思うので、今日そういうご説明をさせて頂いた訳である。

福井議長

他に宜しいか。それでは金融環境について、白川理事と山口局長からお願ひする。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

山口企画局長

それでは資料5（参考計表・その2）をご覧頂ければと思う。図表1、(1)銀行の貸出残高である。11月の前年比のマイナス幅は10月と横這いである。貸出の改善方向での動きというのは、これまで続いてきた訳だが、このところそれについてやや一服感が見られる状況である。銀行の貸出姿勢自体はご承知のとおり、かなり積極化しており、例えば貸出対象先についても零細企業を加えるとか、あるいは要注意先の一部にまで貸出攻勢を掛けるとか、そういった動きが出ている訳だが、他方で企業の借入需要の回復に向けた動きがやや足踏みという感じであり、こうした結果として11月のような前年比になってきている。(2)で民間部門の総資金調達だが、これも前年比のマイナス幅は10月と同様、-2.4%になった。内訳をご覧頂くと、寄与度ベースでは銀行、信金及び外銀からの借入、それから直接市場調達の寄与度はいずれも前月対比横這いである。次は図表2であるが、借入主体別の銀行貸出残高が(1)のグラフである。濃いめのシャドーが掛かっているのが企業向けの貸出であり、白抜きが住宅向けである。このところ、伸び率を下げているという意味では、住宅ローンの伸び悩みがはっきりしてきている。企業向けの貸出のマイナス幅自体はトレンド的には縮小傾向を続けているように見える。企業向けの貸出のマイナス幅が縮小する中で住宅ローンの伸び悩み、こういった動きが見られるということである。(2)で企業の資金余剰額がどうかということだが、第3四半期を見て頂くと16~17兆円の余剰額になっている。第2四半期との対比では縮小した格好になっているが、少し長い目で見ると、ほぼ横這い圏内の推移を続けている。設備投資関係の資金需要はご覧のとおりトレンド的

にも増加傾向を辿っている。その一方でキャッシュ・フローも増加を続けており、これらが相殺し合って資金余剰幅としては横這い圏内にとどまっている、こういった事情が企業の借入需要に反映されている。それから図表3、資本市場調達、(1) CP・社債の発行段階における信用スプレッドだが、CP・社債、いずれも極めて低い水準でのスプレッドになってきている。流れとしては相対的に信用度の落ちる企業の信用スプレッドについて、微妙な動きであるが、なおスプレッドが圧縮されるという状況が続いている。従って、発行環境は非常に良好な状態が継続中だと見ておいて良いと思う。(2) は公募社債の発行額だが、11月は4,200億円であり、10月とほぼ同レベルである。比較的発行量の多かった今年度の前半頃、それとほぼ同じような水準で推移しており、そこそこの発行ペースが続いていると評価して良いかとしている。そうした結果として、ストックがどうかというのが次の図表4である。CPと社債を足し合せた発行残高の前年比は、(3)の折れ線グラフである。ここ数か月、+1%台半ばのところでの推移を続けている。ここでは寄与度の数字になっているが、前年比で見てもCPが+1%程度、社債が+1%台後半の伸びといった状況が続いている。それから、(4)はエクイティだが、11月については転換社債は小口案件が中心ということもあって、前月を下回っている。それから増資の方は、新規公開を中心にして、前月を上回る感じになっているが、これらを合わせた基調ということでいくと、比較的高めの発行水準が継続していると見て良いと思う。ただ、転換社債については、海外のファンドの投資意欲が今までに比べると多少落ちてきているのではないかといった話も聞かれるようになっている。図表5が資金繰り判断であるが、これはご承知のとおりである。まず、12月短観の結果では大企業について資金繰りの緩和感に少し一服感が出ている訳だが、中小企業の方は引き続き緩和のトレンドが続いている。流れとしては、大企業・中小企業共に資金繰りは楽な方向への展開が継続していると見て良いと思う。それから(2)中小公庫・商工中金の調査結果である。それぞれ多少ギクシャクした感じはあるが、傾向として緩和方向の動きが続いているということである。次の図表6は、

企業から見た金融機関の貸出態度についての判断であるが、短観の結果はここにあるとおりであり、大企業、中小企業共に銀行の貸出姿勢については緩和方向の動きとの見方が定着してきている。一方で、(2) 中小公庫の11月の調査結果についてはやや頭打ちという感じも出ているが、基調は緩和方向での動きが続いていると見て良いのではないかと思っている。それから次の図表7がマネタリーベースであるが、11月は前年比+4.9%であり、10月対比若干伸び率が高まった。銀行券、それから日銀当預、この辺りをご覧頂ければと思うが、日銀当預については伸び率が小幅化する一方で、銀行券についてはその伸び率が改刷の影響もあり、高まっている。銀行券の伸びの上昇については、参考の欄に金融機関保有現金の伸び率を掲げているが、金融機関の保有現金の増加がかなり効いていると見ている。銀行券に関しては、(2) もご覧頂きたい。これは7日間の移動平均の前年比を採ったグラフだが、11月の初めに掛けて改刷の影響からかなり伸び率が高まった訳だが、その後は伸び率が低下し、足許の動きとしては前年比+2.5%まで低下してきている。20年前の前回改刷時における銀行券の推移と今回とを比較してみたのが、(3) のグラフである。細い線が前回の分であり、太めのものが今回のものである。一目瞭然であるが、改刷直後の動きとしては、前回改刷時に比べて発行高の伸びはあまり大きくないという感じである。下の方に表を掲げているが、これは改刷直前の10月との伸び率の差を示したものである。前回改刷の時は11月は10月に比べて+3%ちょっと伸び率を高めた訳である。それから12月についても+2%弱の伸びの高さが維持されたということだが、今回については11月、12月共に当時に比べると伸びが落ちている。次の図表8はマネーサプライだが、11月は前年比+2.1%であり、これまでも申し上げてきているとおり、定額郵貯からの資金流入が続いている状況である。準通貨、CD、この辺りが伸び率を高める方向に寄与している。それから広義流動性については、+3%台の推移である。(2) にはM2+CDについての要因分解を掲げているが、その他要因——一番上のところの比較的薄めのシャドーの掛かったところだが——の寄与度が高まっていることがご覧頂けるかと思う。こ

れについてはやはり定額郵貯からのシフト・インが効いていると見られる。以上が計数についてのご説明であるが、全体観をお話ししておくと、まず、企業金融についてはさらに緩和が進んでいるという評価が可能だろうと思っている。要因としては、先程申し上げたが、銀行の貸出姿勢が一段と前向き化している、要注意先の一部にまで貸出を広げていこうというような姿勢になってきているというのが一つである。それから社債等への投資家の姿勢というのも、なお積極性が失われていないという状況が続いている。他方で、企業の資金繰り自体は依然として改善歩調を辿り続けている。こうした結果として企業金融についての緩和感はさらに進んでいるように見える。ただ、こういう中で、企業の借入需要については、このところ回復の動きが足踏みしているという感じが出てきており、この辺りの今後の展開については景気との関連でも注目していく必要があるのではないかと見ている。私の方からは以上である。

福井議長

ご質問等あれば。

須田委員

マイナーなことを聞くようで申し訳ない。足許、金融機関は現金を結構抱えている。一方、改刷したもののあまり現金が出なかったという話を聞く。金融機関にとっては、思った程預金が引き出されなかったということだと思うのだが、新券との交換が思った程ではなかったのは、最近、両替について手数料を取っていることの結果ということもあるのか。

山口企画局長

これははっきりとは分からない。多分、そういうことも効いているかもしれないが、やはり基本的にはたんに眠っている銀行券が非常に大きくて、新しいお札に対するニーズがなかなか出てきにくいというのが基本的な動きだと思う。確認までだが、図表8のM1をご覧頂ければお分かりの

とおり、10月の前年比+4.3%に対して11月+3.9%であり、このM1の中に含まれる銀行券の前年比は低下している。その一方でマネタリーベースの銀行券発行高は先程ご説明した状況であり、結局、金融機関保有現金がクッションになっている、こういう姿だということである。

水野委員

宜しいか。

福井議長

どうぞ。

水野委員

量的緩和策を入れてから3年9か月経って、これまで銀行券は伸びてきた訳だが、長期国債買入れオペの銀行券発行残高ルールとの絡みもあるのでちょっとお聞きしたいのだが、仮に量的緩和政策を止めて、あるいはゼロ金利政策に移行するということになった時に、銀行券の伸び——銀行券の発行残——はどれだけ落ちるのか。試算とかそのようなものは何か出ているか。

白川理事

色々な試算が可能なのだが、大局観としては、今お手許にお配りした図表7をもう一度見て頂くと、GDP対比の銀行券残高は、現在は14.5%、20年前の時点では6.4%。勿論時期によって若干違うが、歴史的には大体GDP対比8%であり、若干のトレンドはあるにせよ、結構これは安定している数字である。そういう意味では、現在、GDP対比で銀行券はかなり世の中全体に溜まっているという姿だと思う。これには大きく分けて二つ要因があって、一つは金利がゼロである、機会費用がないということと、もう一つは比較的最近までは金融システムの不安があったということがある。そうした要因が今後どうなっていくかということに絡むが、今、ご

質問された件でいくと短期金利がどういうふうになっていくか、どういうテンポで上がるのかということに依存すると思う。当面、短期金利がゼロである限りは、やはり最終的には銀行券の保有コスト、機会費用を考慮するので、そう急激に落ちていくということはないと思う。過去、このように大きく銀行券が伸びて、その後、下がっていくという事例が歴史的にそうある訳ではないのだが、例えばアメリカが戦争中非常に低い金利で、その後、金利が上がる局面でどのように銀行券が収斂したかというのを見てみると——あまりアメリカのケースが参考になるとも思えないが——、その時はやはり5年とか、6年とか時間を掛けて長期のトレンドに戻っていった例はある。いずれにせよ、色々な前提の置き方で計算できるが、基本的には金利水準と金融システム不安をどう見るかということである。

水野委員

金融システム不安がなくなって、それで現行の金融政策の枠組みを継続して、という前提でお聞きしたいのだが、今、長期国債の買入れオペには相当余裕があるのだが、銀行券の伸びが大きく落ちて、そこで国債の保有残高との差を使ってしまう——これは相当先になるだろうと私は思うが、例えば金融システム不安がこれだけなくなって、ペイオフ解禁になると可能性としてはあり得る——、そういう可能性はどれ程見ておけば良いのか。

白川理事

銀行券の方は、今ご質問の前提がゼロ金利が続くということだと、そんなに伸び率がさらに下がっていくということでは必ずしもないのだろう。今年に入ってから動きも段々システム不安が後退して行って、伸び率が下がってきて、一時+1%までいった訳である。足許改刷の影響で上がっているが、この要因が落ちた場合には、その前の位置に戻ってくるのだと思うが、どんどんマイナスに突っ込んでいくかと言うと、それは当面はないのかなと思う。他方、国債の方だが、日本銀行の買いオペが年間14.4兆円との前提で償還がどうなるかということだが、今予定されている来年

度の償還金額は買い入れよりも多いし、今後買いオペで入ってくる国債の期間構成が最近の経験則からいくと短期が多い。従って、昨日時点での余裕額が7兆円であり、それがもう少し膨らむのかという感じはする。そういう意味で、答えは勿論分からないが、当面、国債保有額が銀行券残高に突き当たるということではないだろうと思う。

福井議長

他に如何か。宜しいか。それでは本日の議題はこれで終了である。明日は午前9時に再開する。宜しくお願い申し上げます。なお、毎回申し上げているが、決定会合への信認確保の観点から、ご出席の皆様方、全て厳正な機密管理をくれぐれも宜しくお願い申し上げます。以上で閉会する。

(午後4時25分中断、17日午前9時再開)

Ⅲ. 金融経済月報に関する執行部説明

福井議長

それではちょうど定刻であるので、政策決定会合の2日目を開催する。今日は財務省から上田副大臣にお越し頂いた。内閣府の方からは加藤官房審議官にお越し頂いた。宜しくお願いする。本日は金融経済情勢に関する討議、それから金融政策の運営に関する討議、これらに関する議案の取り纏め、採決、その後金融経済月報についての検討、さらに議事要旨の承認、最後に明年1月から6月の金融政策決定会合の開催予定日の承認を予定している。いつも申し上げているが、会合の中での発言は全て記録させて頂く。その前提でご発言頂ければと思う。それでは早速議題に入りたい。最初は金融経済情勢と当面の金融政策運営に関する討議であるが、議論の前提として事前にお手許にお配りしている金融経済月報案について、執行部から簡単に説明して頂きたい。

門間調査統計局参事役

それでは、横長の大きな紙、右肩に差し替えと書いてあるバージョンで
ご説明させて頂く。今月の現状判断だが、「わが国の景気は、生産面など
に弱めの動きがみられるものの、基調としては回復を続けている。」とい
うことである。前月と比べて頂くと、今月は生産面の弱さに言及している
ということが変化点である。これは鉱工業生産が7~9月の減少に続いて
10月もやや大きめに減少したという事実を踏まえたものである。それか
ら「生産面など」というところであるが、ここは基本的には短観の製造業・
大企業の業況判断が7期振りに悪化したという事実を踏まえている。しか
し、短観で企業収益についてはかなり明確な増収、増益が改めて確認され
たこと、既に前回の時点で強い計画であった設備投資がさらに上方修正され
ていること、それから中小企業、非製造業には景気の回復が広がってきてい
ることが確認されている。それと短観だけではないが雇用面での改善が続
いているといったことがある。以上を踏まえると、足許の経済指標はGDP
を含め弱いものもあるが、基本的には景気回復のメカニズム、基盤は
しっかりとしているということで、「基調としては回復を続けている。」と
いう表現が適切かと思われる。次に各論であるが、輸出については7~9
月がほぼ横ばい、10月は微増であるので「横ばい圏内」とさせて頂いて
いる。それから生産であるが、前月は輸出と併せて増勢一服ということ
であったが、先程申し上げたような状況であるので、生産については増勢一
服よりは若干弱いということで「IT関連分野の在庫調整などから、生産
に弱めの動きがみられる。」というふうに今月は変えている。その後、「こ
うしたもとの、企業の業況感にも一部に慎重さが窺われる。」としてある。
この「一部に」というのは、IT関連を中心とした製造業・大企業の業況
判断の悪化であるということはいうまでもない。それから、設備投資であ
るが、前月は7~9月のGDP統計が最初の段階ではマイナスだったとい
うことも踏まえて「足もとのペースは緩やかながら」と書いていたが、そ
の後GDP統計は上方修正されたし、短観では先程申し上げたようにかな
り計画が強いということなので、今月はその部分を削除して「企業収益が
改善するもとの、引き続き増加傾向にある。」と書いている。以下、雇用

面、雇用者所得、個人消費、住宅投資、公共投資に変更はない。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みられる。」ということで、ここは前月と変更はない。「すなわち」以下の説明文であるが、冒頭のところに若干の変更がある。目先、10～12月の生産はまだ弱い、1～3月もそう強くはなりそうもないということで、「当面はIT関連分野の在庫調整の影響が残ると予想されるが、」と一文入れている。しかしその後については、今後の景気の大きな流れに関する見方、考え方は不変ということで、「海外経済の拡大が続き」以下の文章には全く変更点はない。なお、そのパラグラフの一番最後、「公共投資は減少傾向をたどると見込まれる。」というところであるが、ここは前月若干議論になった。ただその後、昨日早川調査統計局長が説明したように2003年度末の公共事業費の繰越額が少なかったといったようなことを踏まえると、予算との関係を見ても今後まだ公共投資は減少するということでおかしくはないと思われるので、結果的には前月は前月で良かったし、従って今月も変える必要はないと考えている。それから次の「なお」の文章は前月と全く同文である。IT関連需要や原油価格には、依然として留意が必要ということである。次に物価であるが、国内企業物価の現状は変更がない。消費者物価の現状だが、「小幅のマイナスとなっている。」。前月はマイナス「基調」という言葉が付いていた。前月は直近時点のCPIが0.0%ということだったので基調という言葉をつけておいたが、今月は-0.1%であるのでマイナスとストレートに書いてある。それから物価の先行きであるが、国内企業物価について前月は「原油高の影響もあって、当面上昇を続けるとみられる。」ということであったが、その後の原油市況、為替相場、輸入物価等の状況を勘案して、今月は「原油高の一服等により、上昇テンポが緩やかになるとみられる。」というふうに変更している。消費者物価については、当面ゼロを超えるという可能性は非常に小さいと考えて、ここも「基調的には」というのを取って、今月は「小幅のマイナスで推移すると予想される。」というふうにしている。实体经济・物価は以上である。

山岡企画局企画役

続いて金融である。変更点を中心に説明する。まず企業金融を巡る環境であるが、今日は「総じて緩和の方向にある。」とややシンプルな表現にさせて頂いている。これは一昨日公表された短観を初めとするD Iを見ても、銀行の貸出態度が中小企業向けを含めて一段と緩和されているということ、それからミクロ情報からも銀行の融資態度がレーティングが少し低めのところまで含めて前傾化してきているといった情報を踏まえて、信用力の低い企業といったものを取上げてシングル・アウトする、書き分ける必要はないであろう、ということである。次にCP・社債の発行環境であるが、これも「総じて」という部分を落として「良好な状況にある」とシンプルな表現にさせて頂いている。その後の銀行の貸出姿勢の記述は変更していない。こうした資金供給面に関する記述の後の資金需要面に関する記述であるが、4日前にお配りしたものと、このリバイス版との間で若干表現を変えている。これは判断を変えたということではなくて、この方が表現として分かり易いのではないかと、そういう趣旨である。まず民間の資金需要であるが、昨日の執行部説明のとおり足許ではマイナス幅がほぼ横ばいとなっている。こういうことを踏まえて、「民間の資金需要は回復方向の動きに足もと一服感がみられる」という書き方としている。また民間銀行貸出についても、昨年末に2%前後のマイナスであったものが、傾向としてはマイナス幅が縮まってきて、ここ3か月程はマイナス幅が1%強で横這っている。このことを踏まえて民間銀行貸出も、「基調として回復傾向をたどる中で、足もとは減少幅が横ばいの動きとなっている。」、こういうことにさせて頂いている。その次のCP・社債の発行残高の表現は変更していない。それからマネタリーベース、マネーサプライの表現も変えていない。次に銀行券であるが、これは改刷から1か月半過ぎた段階でもあり、あまり長々とは書きたくないということで、「11月は改刷の影響から伸びがやや高まった。」というシンプルな表現にさせて頂いている。最後に度々の修正で恐縮だが、市況であるが、短期金融市場の表現は前月と同じである。為替・資本市場であるが、資料の持込み日には長期金利に

加えて株価も 10,700 円といったところまで低下していたが、その後長期金利は 1.3% 台であるものの、株価については企業収益の見方などを反映してかなり戻ってしまった。因みに前回の 11 月の決定会合時は株価は 11,100 円前後であった。こういうことを踏まえると、この席上で恐縮だが、少し変更させて頂きたいと考えている。まず「為替・資本市場では、」の後の「前月と比べ」を落として、「為替・資本市場では、長期金利は前月と比べ」、ここに「前月と比べ」が入り、「前月と比べ低下しているが、」とこうさせて頂く。その後の「株価は下落している」は、ここでは削除して、「円の対ドル相場、」としてここに「株価」をはさんで、「円の対ドル相場、株価は前月と概ね同じ水準となっている。」としたいと考えている。読ませて頂く。「為替・資本市場では、長期金利は前月と比べ低下しているが、円の対ドル相場、株価は前月と概ね同じ水準となっている。」ということである。この部分については、さらにこの会合中の相場の動向をみて、場合によってはまた後程ご相談させて頂きたいと考えている。以上である。

福井議長

内容的には後で議論するが、今の説明を聞いて技術的なご質問はあるか。並べ方は、長期金利、為替相場、株価という順番で良いのか。

山岡企画局企画役

これは構わないが、為替・資本市場についてフラットに書く時には、為替が最初にきて次が金利で次が株である。今回は長期金利が動いたので、長期金利を先に持ってきたために、フラットな場合の順番を重視するとそうになってしまうということである。おっしゃるとおり長期金利と株がくっついていての方が収まりが良いということもあるかもしれないが、取り敢えずこの場ではこういうことにさせて頂いている。

福井議長

議論は後にしよう。

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

それでは金融経済情勢についての討議に移りたいと思う。まず各委員から意見を表明して頂きたいと思うが、大体いつものとおり、お一方5分ずつ位ということでお願いしたい。今日は植田委員、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁、福間委員、中原委員、須田委員、水野委員の順でお願いしたいと思っている。最初に植田委員から願います。

植田委員

全体感としては、昨日来説明があった執行部の見方とほぼ同じである。足許は踊り場に近い状態にあるけれども、基調として回復を続けているということで宜しいかと思う。ただ一抹の不安は残るが、という程度かと思う。少し個別に意見を述べさせて頂く。まず年末なので今年の世界経済を簡単に振り返ってみると、第2四半期前後にアメリカ、中国経済を中心に若干の中だるみがあった訳であるが、12月になってみると年初の予想を恐らく1%程上回る高い成長を記録しつつあるということだと思う。アメリカが思った程減速しなかったこともあるが、中国を中心とする東アジアが予想を上回る非常に好調な結果になったということだと思う。ただ、この全体の強い動きの背景は、やや読みにくいものがあるような気がする。と言うのも、今年の初め位まで世界的に非常に強力な金融、財政両面からの景気支持策が採られていた訳である。この余波は勿論ある訳であるが、今年そして来年に掛けてこうした強力な景気刺激策が徐々に後退していく時期にある。その中でも世界経済が後退しなかった、あるいは予想以上の成長を遂げたということ、さらにその割にはインフレが進まなかったと

ということが、ややパズルである。この理由ははっきりしない訳であるが、因果関係はやや逆かと思う。つまり、例えば中国は原油商品周りではインフレ要因だが、最終財周りでは依然としてある種のデフレ要因である。それから米国や日本等で生産性が上昇し続けている。こういうこともあってインフレがなかなか進まなかった。それがF e dのメジャードの利上げペースを可能にした。あるいは利上げでも長期金利が安定していた。長期金利の安定が米国の最終需要を好調なまま持続させることを可能にした、というような因果関係があるように見える。また中国も引き締めをした訳であるが、その引き締めのペースは足許総合的にはやや緩めつつあるように見える。昨日議論にあったように、来年も今年を極く僅か下回る成長率目標である。こういうことが可能になった背景として、やはり中国でもインフレが思った程は進行しなかったことがあるように思える。勿論データの問題はある訳である。ということで、来年に掛けてこうしたインフレ率の低位安定傾向が継続するとすると、景気刺激策は引いていく訳であるが、世界経済は緩やかに潜在成長率程度へ減速する程度と見ておくべきかと思う。リスクは色々ある訳であって、例えばインフレが思ったよりも進んでしまうと、ある種のハードランディングが見えてくる訳であるし、その場合、かなりの国で住宅・不動産価格の大幅な下落も予想されるので、金融システム問題を含む厳しい調整になるリスクもあると思う。勿論そういうことなしに自然と少し強めの減速になるリスクもあるかもしれない。また、12月初めに掛けてしきりに売られたストーリーが復活し、大幅な為替レート調整になるというリスクもそこそこあるかと思う。

日本経済であるが、これは昨日来の議論の繰り返しになるが、生産、実質GDP周りが予想よりもやや強めかつ長めの踊り場になっているということであり、これは世界経済の動きとの比較ではややパズリングである。ただ、生産が停滞しているといっても製造業の中の素材、自動車の一部等は供給制約を受けている。従って、景気の実勢は生産量に示されているよりは上である。むしろその実勢は企業収益あるいは国内民需デフレータのデフレ率低下というようなところに反映されている。従って、その周辺の

景気上昇の波及メカニズムはまだ回り続けていると思う。また、ハイテクについては、昨日の見方にあまり付け加えることはないが、中程度の調整が進行中であり、来年の前半のどこかで調整が終わって前向きの動きに転じるであろうという見方に賛成であるということだけ申し上げておく。当面、そこまでのハイテクの調整が、強いマイナスの波及効果をもたらさないかどうかという点が一つのポイントである。例えば、今年度下半期にかなり繰り延べされているように見える設備投資が、今後どれ位実現されてくるか、あるいは改善を続ける労働市場にマイナスの影響が及んでいかないか、あるいは踊り場がもう少し長期化することがコンフィデンス、例えば株価等にマイナスの影響を与えて、そこからさらにマイナスの影響が波及するというようなことがないかどうか注意深く見たいと思う。ただ、これも指摘があったが、10年来我々を苦しめてきた構造問題にかなり改善の傾向が見える訳である。例えば企業負債のGDP比率は昨日の資金循環勘定を見ると、85年前後の水準まで復帰している。それから企業収益ということでは、資本に対する営業利益の比率をROAで見ると、法人企業統計ベースでバブル期に近い位の非常に高いところまで戻ってきている。ただ経常利益と営業利益でかなり差があって、経常利益で見た利益率はバブル期を超える位のところにきているが、営業利益率ではまだである。その差は言うまでもなく低金利が追い風になってある程度底上げされているというところは注意が必要かと思う。そういう中で概ね資産デフレも止まりつつある。短観にもあったように不動産、小売、サービスの土地ないし建設投資に動意が見られるということもあって、これは過去に経済が金融緩和環境に反応したパターンでもあり、エンカレッジな動きかと思う。従って、やや長めの調整になった場合もデフレ・スパイラル的な景気後退は考えにくいと思う。IT以外の好調業種もあるし、海外経済は先程のようにソフトランディングがメインシナリオであるので、日本経済全体としては、実体面におけるメインのシナリオはこれまでとあまり大差なく、ITの調整が終わる前後の来年前半のどこかから、潜在成長率ないしそれを若干上回る景気回復のパスに復帰すると見込んでいるし、そうい

うメインシナリオを大きく変更する強い理由に現時点では乏しいということだと思う。ただ、下方リスクがやや上昇していることには注意が必要だと思う。資産価格、株価、長期金利、為替レートの動きなど色々あるが、概ねこういう経済の見方と整合的なように思っている。

最後に物価であるが、CPIのインフレ率——私は除く制度そして除く石油製品を注意して見ているが——は、暫く前まで、ここ1年位ほとんど動かず-0.5%位でずっと推移していたのだが、ここ2か月、-0.4%、-0.3%と上昇してきている。それからCSP Iの中の労働者派遣サービスのデフレ率は、9月が-0.8%だったのだが、10月は-0.4%とかなり小さくなっている。こういう辺りはエンカレッジな動きだと思っているので、今後注意したいと思う。勿論、電話料金等新たな一時的なマイナス要因が出てきているが、その結果、来年度途中のパスがどうなるかということはあるが、来年度末の姿ということ言えば、これまでの見方とあまり大きな違いはないということでは宜しいのではないかと思っている。以上である。

福井議長

次は、春委員からお願いします。

春委員

前回会合以降の動きをみると、原油価格が40ドル台前半まで低下して、このところやや不安定な動きになっている。OPECは1月以降の100万バレルまでの実質減産を決定した。米国においては7~9月の実質GDPが上方修正され、11月の雇用統計も均してみれば着実な改善を示している。こうしたなかで、FOMCは、市場予想どおり6月以来5回目の利上げを行って、金融緩和は慎重なペースで解除されるとのコメントを維持した。中国経済も堅調である。海外経済は原油高やIT関連の調整等による若干の減速はあっても、基調として拡大を続けていると思う。

国内では連鎖方式による7~9月の2次速報が公表された。GDPデフ

レータのマイナス幅の縮小や個人消費の下方修正、設備投資の上方修正はいずれも実感に近いものと評価できるように思う。一方、実質GDPは10～12月、1～3月の高い伸びの後、4～6月、7～9月とほぼ足踏み状態にあったことが明らかになった。この間、7～9月の法人季報は売上高、経常利益、設備投資とも堅調であった。日本政策投資銀行の11月時点の大企業対象の設備投資調査も2004年度全産業前年比+8.3%、製造業、非製造業とも6月調査から上方修正された。一方で弱めの指標も多く見られており、10月の鉱工業生産は2か月連続のマイナス、10月の機械受注も2か月連続のマイナス、景気動向指数は先行、一致とも悪化で、一致は3か月連続の50%割れとなった。11月の景気ウォッチャー調査も現状判断DIが4か月連続、先行き判断も7か月連続で低下した。原油高、原材料高、円高に加えて、連続して上陸した台風や新潟中越地震、最近の暖冬による消費不振などが懸念されている。

その中で12月短観は、業況判断では大企業製造業がIT関連の調整による電気機械の下方修正などで前回比プラス幅を縮小させたが、それでも9月調査の先行き予測程の低下にはならなかったし、非製造業中小企業などは9月調査比改善するなど回復が遅れていたセクターに好循環が浸透しつつある姿が見られていると思う。全ての区分で前回比上方修正になったうえで、増収となった売上や、総じて上方修正、増益となった利益動向、同様に上方修正で前年比増加が見込まれている2004年度設備投資、また上方修正された2005年度新卒採用計画などを見ても、全体として慎重ながらも前向きに転じつつある経営姿勢を反映しており、12月短観の内容は先行きを見るうえでそれ程悪いものではなかったと受止めている。

全体として国内景気は、減速はしているが引き続き回復基調にあり、堅調な企業収益の状況や減速の主因であるIT関連の調整も従来例よりは軽度なものになると考えられることから、先行きについても持続性のある回復に復帰する可能性が高いと考えている。

その中で、消費者物価については、これまでも厳しい競争環境や生産性の向上によってプラスに転換しにくい状況が続いていたが、ここに来て米

価格の反動減に加えて電気料金や電話料金の引き下げによってさらに上昇しにくい状況になっている。当面、次回会合まで引き続き原油価格や為替の動向及び昨日の説明では米国のクリスマス商戦は後半が重要だということだったが、国内外の年末商戦の動向などに注目したいと思う。

二点程簡単にコメントさせて頂きたいと思うが、まず日本不動産研究所の9月調査の市街地価格指数だが、東京都区部の全用途平均が14年振りに3月の前回調査より上昇したことや、六大都市の最高価格地が2回連続で上昇したことが注目されている。ただ全国で見ると、全用途で前年9月比で-8%、六大都市で見ても同じく-5.8%と下落幅は縮小しているが、その下落幅は依然として相当大きいものがある、地価は底を打つのが2006年か2007年という見方があるが、これを前倒しする程の材料とは見られない。もっとも12月短観での土地投資の大幅上方修正もあるし、土地取引の立ち直りの兆しが見え始めていると言えるのではないかと思う。

もう一点原油価格であるが、WTI価格は10月末の55ドルから40ドル台前半まで低下して、2003年の平均が約31ドルだったので、それからの上昇幅のほぼ1/2、いわゆる半値戻しと言うそうだが、そういう形となった。その中でOPECは、1月からの実質減産について合意して、現状30ドル台前半になっているOPECバスケット価格のレベルをこれ以上上げたくないと言うか、下げないという意思を示したように思う。不安定な中東情勢やこの冬の今後の気温の動きなど不透明な要素はあるが、短期的な需給不安に基づく高騰は一応一服した形となっている。今後は、1月30日に臨時総会を予定しているOPECの新しい目標価格帯の設定など、ドル安が進んだ中での価格戦略及び産油国やメジャーの供給力強化計画を含むやや長期的な需給見通しなどについて注目が必要なのではないかと思っている。以上である。

福井議長

次、武藤副総裁お願いする。

武藤副総裁

まず、注目されていた12月短観であるが、第一に大企業・製造業の業況判断が電気機械を中心に悪化したものの、非製造業や中小企業の業況判断は横這いしないしむしろ改善するなど、業況感の悪化は総じて小幅なものにとどまった。また第二に、高水準の収益を背景にほとんどの業種・規模で設備投資計画が上方修正されている。第三に、雇用の過剰感は全体で見ると解消されたということである。また第四に、企業金融を巡る状況は引き続き緩和の方向にあるといった点が明らかになった訳である。短観の結果からは、景気はIT関連分野の調整を主因に足踏みを余儀なくされているが、景気回復のメカニズムはなお崩れていないと判断して良いかと思う。

海外経済については、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づける経済指標が多かったように思う。まず米国経済を見ると、7~9月の実質GDP成長率は年率3.9%増と4~6月よりも伸び率が上昇した。雇用の基調的な増加が続いていることや足許の個人消費もまずまずであることを合わせてみると、経済はいわゆるソフトパッチを抜け出しつつあるように見える。そうしたもとの12月のFOMCでは、FFレート0.25%の引き上げが決まった。ただし、家計のコンフィデンスについては悪化が続いている指標もあるようである。従って、原油高による経済の下押しが強まってくる可能性などについて引き続き注意しておく必要はあるように思う。この点については、クリスマス商戦の仕上がりがどうなるかが注目されると思う。中国経済は堅調な内外需に支えられて力強い拡大を続けている。都市部の固定資産投資は高い伸び率を続けていて、当面は一連の過熱抑制策の効果を見守っていく必要があるかと思う。

こうした海外経済のもとで、我が国の輸出について見ると、7~9月は前期比+0.1%、10月は7~9月対比で1.3%増となった。7~9月の輸出減速の背景には、中国の過熱抑制策の影響とIT関連分野における在庫調整の影響の二つがあったように思う。中国要因は後退しているが、IT要因は暫く継続すると見た方が良さそうである。今回の輸出の基調判断を、

横這い以上に引き上げることはなかなか難しいと思う。

次に生産であるが、10月はIT関連分野で在庫調整が続いていることに加えて、稼働日数が減少したことから、7~9月対比で-1.5%とやや大幅な減少となった。先行きについては、稼働日数減少の影響は剥落するが、携帯電話やパソコンの世界需要が下振れているほか、国内メーカーがデジタル家電の見通しをやや強気に見過ぎていたことの反動でIT関連分野の調整は暫く続くと見られる。素材関連では既に生産能力の上限に達している。こうした素材関連の供給力の天井が自動車などの生産にも影響を及ぼしつつある。以上のようなことを踏まえると、当面生産の目立った増加は期待できないと思う。設備投資については、7~9月のGDP統計の計数・2次速報値において前期比小幅のプラスとなった。機械受注の弱さは気になるが、もう一つの先行指標である建築着工床面積は増加を続けている。12月短観で設備投資計画の上方修正も確認された。当面は設備投資の増加傾向は維持されると見て良いのではないかと思う。

次に家計部門であるが、12月短観の雇用人員判断を含めて労働需給を反映する諸指標は改善傾向を続けていて、雇用者数は増加傾向、雇用者所得は下げ止まっている。個人消費は悪天候の影響もあって販売統計などがやや弱い。雇用者所得が緩やかな増加に向かう可能性が高いので、個人消費は緩やかに回復していくと考えられる。

以上纏めると、景気の現状については、生産面などに弱めの動きが見られるものの、基調としては回復を続けている、という執行部から提案のあった判断で違和感はない。先行きについても、IT関連分野の調整色が幾分強まっているので、いつ生産が増勢に復するかという問題は残るが、内需回復の基盤はしっかりしているので、景気は回復を続けていくと見られる。ただし、IT関連分野の調整は、ITバブルが崩壊した2001年のような大幅な調整には至らないと見られるが、携帯電話やパソコンの世界需要が幾分下振れているもとの、当初想定していたよりは調整がやや長引く可能性が高まってきている。これまで景気を牽引してきたエンジン役の一つが不在となるので、企業、家計のマインド下振れなどの可能性につい

て注意が必要であると思われる。

次に物価動向であるが、国際商品市況は高値圏ながら上昇の動きは足許一服してきている。国内企業物価は、年内の商品市況高や需給の改善を反映して、11月は前年比で+2.0%と9か月連続の上昇となった。3か月前比で見ても+0.4%と高めの伸びが続いているが、原油など国際商品市況の動向から見て、上昇幅は徐々に頭打ちとなってくるのではないかと見られる。企業向けサービス物価であるが、企業の経費抑制圧力が幾分緩まる方向にあることを受けて、国内需給要因の下落テンポがこのところ緩やかになってきている。全体を均して見ると、中国の輸出入拡大、あるいは原油高による燃料費高騰による運輸部門の価格が大きく上昇していることから、10月は+0.1%と98年3月以来6年7か月振りに前年比プラスとなった。コアの消費者物価の前年比は9月は0.0%であったが、10月は-0.1%と再びマイナスとなった。原油高のガソリン等への転嫁は既にかんりの程度進んでいると考えられるが、一方で米価格のマイナス幅は今後拡大していくと見られる。また、電話代については、固定電話料金の一部が11月に引き下げられて既に東京のCPIに反映されていることに加えて、来年1月に予定されているNTT東西の料金引き下げもCPIに反映される可能性が高い。こうした値下げが指数に反映されると、CPI前年比は0.3%ポイント程度下振れる可能性があるため、当面コアの消費者物価は前年比マイナスで推移することになるかと判断される。企業段階の物価は、CGPIに続いてCSP Iも前年比プラスとなったが、消費者段階の物価であるCPIは、引き続き前年比マイナスである。この点に関しては、生産性上昇あるいは人件費抑制といった要因に加えて、消費者の価格を見る目が非常に厳しくて値上げが難しいといったような企業の声も聞かれている。そうした企業の価格設定スタンスが今後どうなっていくのか、よく見ていく必要があるかと思う。

最後に金融資本市場動向について、一言申し上げたいと思う。12月短観の結果公表後も市況の動きは総じて小動きということであろうかと思う。現状は設備投資計画などの内容を好感する向きと、先行きの業況判断

D I の悪化を懸念する向きとが拮抗している状況かと思う。以上である。

福井議長

次、岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

それでは三点程申し上げたいと思う。一点目は I T 部門の調整であるが、来年の第 1 四半期に底を打つのではないかと、第 1 四半期が一番厳しいのではないかと随分前から申し上げていたのだが、どうも今の現状を見るともう少し後ずれするかなと思っている。I T 部門と言っても、分野によってかなり色々な振れがあると思う。シリコンサイクルの方は恐らく今年の 4 月がピークだった。1 年位経てば、私はこれで調整は終わりだろうというふうに思ったのだが、しかしどうもシリコンサイクルの調整も第 2 四半期位まで伸びそうだ。これも中身によって色々であり、メモリー系、ディスプレイ系、ロジック系それから D R A M & フラッシュ、この辺が後にいけばいく程遅れ、どうもこのサイクルの方で考えると第 2 四半期まで掛かりそうだ。ただ液晶の方は、実はピークは後になってからしか分からない訳であるが、去年の第 4 四半期だったのではないかと。クリスタルサイクルの方で言うと、多分これは 2005 年の第 1 四半期には底になるのではないかと。だが全体としては、I T 部門の調整は思っていたよりもやや深い、それはつまり I T 関連の消費あるいは設備投資の減少というのが需要循環の要素がかなり強いので、在庫生産調整は私が以前思っていた第 1 四半期よりもどうも少し長引き、第 2 四半期までずれ込むのではないかとと思う。アメリカの方を見ると、日本程ハイテク関係の数字は悪くなっていないのだが、アメリカの場合はどうもコンピュータとか通信系が中心であり、通信系の方は 7 年程度と少しサイクルが長いようであって、もう少し遅れて底にくるのかなと思う。2005 年から 2006 年位に落ち込みの底がずれてくるのではないかと。総じて言うと、どうもこの I T 関連の陰の極は 2005 年第 2 四半期ではないかと。昨日植田委員から、流通在庫が電気機械で伸びているよ

うだという話があったが、多分これは携帯ではないかと思う。携帯が冬の季節に入って溜っているのではないかと思っている。これが第一点である。

第二点は、GDPの方の数字である。GDPの数字は機械的ないわばGDPデフレータの計算方法の変更によって1%程度下がると思うのだが、現実の動きはここ半年ほとんど横這いなので、やや下振れで推移しているのかなと思う。プラスの要因として考えられるのは、公共投資が自然災害等があって少し持ち直してくる。それから輸出もアメリカとか中国が少し思ったよりも良いかもしれないので、この辺も思い違いが起こる。そして原油の価格がどうやらピークアウトしたようなので、これもやはり若干プラスの内容かということなので、総じて見ると2004年度の成長率は若干下振れ気味となるだろう。来年度はIT部門の調整が年度の半ばで終わるということも考えると機械的な調整の部分を除けば元々の想定をあまり変えなくても良いのかなと思う。ただ一点、財政の方がやや引き締めの方角に流れている。基本的には差し当たりは歳出削減を一所懸命やる方が良いと思っているが、定率減税の見直し、これも避けることができない話なのだが、その効果が、2005年度は大したことはないものの、2006年度には少し多めに出て、全体で2兆円をやや上回るような家計負担の増加になるので、2006年度仮に政府が名目成長率2%を達成したいという場合には、財政引き締めが早過ぎると厳しい状況も出てくるのではないかと思う。これが二番目で、三番目は物価である。

物価の動きについては植田委員もご指摘になったが、色々な要因を取り払って、要するに石油もそれから制度的な要因も全部取り払うと、2002年が1%程度マイナスだったのが、じわじわじわとカタツムリが這うように少しずつ上がってきて、今基調的には-0.3%位のところまできており、3年掛けてだから目に見えるかどうか分からないのだが、少しずつはどうも良くなっているように思う。特殊要因が多過ぎて、基調の判断が非常に難しくなっている。米、電気料金、ガス、固定電話、こういうものがある、例えば米、電気料金、固定電話だけを除いて石油は除かないでみると、多分東京都の11月は前期比+0.1%だったのではないかと思う。た

だ石油が逆に 0.3%位押し上げているから差し引きするとやはり-0.3%のところ位で推移しているのではないかと思う。ただ私が少し注目しているのは、サービスが企業段階でも若干のプラスになったり、消費者物価の一般サービスも、帰属家賃の低下幅がどういう訳かこのところ少し縮小気味になり、プラスになってきている。サービスのウェイトは高いから、やや注目に値するのではないかと思う。総じて言うと、物価は個人消費デフレの方が最近のマイナス幅が-0.6%と随分リーズナブルな数字になって、コアのCPIが-0.3%だとすると、真の生計費指数、これは本当は全然分からないのだが、ラスパイレスとパーシェのどこか中間にあるというふうに考えれば、-0.4%から-0.5%位のデフレがまだ続いているという状況ではないかと思う。

それから全体の判断としては、基調としての回復は維持されている。ただ生産面の調整というのは、従来思っていたよりもやや深くなっているのかなと思う。以上である。

福井議長

次、福間委員お願いします。

福間委員

まず、海外経済については、原油高による景気減速が予想されていたが、そうした大方の予想に反して、これまでのところ海外の景気は総じて底堅い動きとなっている。その理由としては、原油高が一服したこともあるが、金融政策が緩和的であることや、企業収益が好調であることが挙げられると思う。

海外経済のうち米国については、一頃に比べ景気の拡大テンポは減速している。雇用の改善テンポもやや緩やかだが、個人消費は心配されていたガソリン価格上昇の影響も限定的なものに止まっており、堅調を維持している。また、企業の設備投資も堅調で、景気は底堅い形で推移している。また、中国については、金融引締め政策が昨年から採られた訳だが、地下

銀行の融資拡大に示されるように、実態としては金融は然程タイトになっていないと言われている。ノンバンクと言った方が良いかもしれないが、地下銀行の貸出——これについては非公式なデータしかないのだが——これを含めると、10月の貸出前年比+13.3%は実際には+19%位になるのではないかと言っている人もいる。それ程金融引締め策の抜け道があるということである。今後の経済政策については、今月初め、12月3日から5日に行われた中央経済工作会議で、行政指導を通じた景気過熱抑制策は、結果において地域間等の不平等を招くという副作用も出ているため、これに代えてマクロ政策をより重視していく必要があるという方針が打ち出された。このほか、省エネ、省資源化や三農問題への対応を通じた消費の拡大、地域経済の振興等も来年の主要課題に挙げられている。これは色々な地域にある暴動とか反政府的な動きとかそういうことに対応するものだろうと思う。このように、今後は少なくとも強力な景気過熱抑制策がやや後退していくことから、来年については、一部に予想されている程の景気の減速はなく、国務院発展研究センターも予測するように、+8.5%~+9.0%程度の本年に近い成長が続く可能性があると思っている。

我が国の経済については、前回会合時と同様、景気は踊り場局面にあると判断している。すなわち、素材を始めとする重厚長大産業では、内需を中心に好調を持続しているが、既にフル生産になっていることから、輸出を抑制し、内需を優先している状態で、生産の伸び率自体は鈍化している。一方、ハイテク産業では、もう既に皆さんがおっしゃったように、私は最終局面に差し掛かっているのかなと思っているが、足許は依然として在庫調整が続いており、全産業で見ると、伝統産業が供給制約、ITが生産調整あるいは在庫調整ということで、全体では横這い圏内ながら弱含みの展開となっている。すなわち、先程執行部の方から説明があった月報と同じ評価である。

先行きについては、ハイテク産業の在庫調整が今暫く続く見通しであるが、前回会合同様、景気は内需主導で回復を続けていくと予想している。

先日の短観で裏付けられたように、ヒト、モノ、カネの三つの過剰がほぼ解消し、ヒトに至ってはミスマッチとは言え人手不足の発生も見られるようになってきている。このような中で企業業績が好調を続けているほか、銀行も一段と積極的な貸出姿勢を見せていることから、設備投資は、業種・企業規模を問わず拡大を続けていくとみられ、景気の牽引役となることが期待されている。短観が示すように非製造業や中堅中小企業にまで景気回復の裾野が広がっていること、あるいは企業倒産、個人破産の減少が続いていることなどは、日本経済の構造調整が進んでいることの表われだと思ふ。特に銀行が今年度の設備投資計画や来年度の新卒採用計画を上方修正するなど攻めの経営に転じており、リース業でも業況判断DIが上昇するなど、金融関連業が活気を取り戻しつつあることは、先行きの経済にとってエンカレッジな要因ではないかと思ふ。

ただし、景気のアキレス腱となる危険性があることとして注意を要するのは、素材、就中、鋼板類の数量不足と価格上昇及びその影響である。鉄鋼メーカーは、先程申し上げたように輸出を抑制し内需を優先しているほか、このところ輸入鋼板も増加しているが、それでもなおデジタル家電や造船、プラント、自動車等の最終製品の需要が拡大を続けているため、鋼板類の数量不足と価格上昇が目立ってきている。この影響により、新聞等で報道されているように、一部の自動車メーカーは工場の操業を停止したり、造船、プラント等の受注型産業では受注を手控える動きが見られ、その影響が来年に掛けて拡大することが懸念される。短観において、電機、造船、重機、自動車の足許及び先行きの業況感が悪化したことは、こうした状況を一部反映したものと考えられる。生産能力増強をできるだけ図るため、日本の鉄鋼業も補修、改修を懸命に行っているが、現在、世界的に見て鋼材の大規模な生産能力拡大を図っているのはブラジル位しかなく、今後我が国を含め他国の鉄鋼メーカーが、休止中のミルを再稼働させる場合は1~2年、グリーンフィールドから新規投資を行う場合は、稼働までに3~5年を要するため、当面、数量面で鋼板類の需給が緩和する可能性は低いと思われる。それに加えて海上運賃の高騰が続いているうえ——こ

れについては3年前に比べると約6倍、年初来2割の上昇となっている——、原料となっている石炭価格については、来年度は今年に比べて約2倍、鉄鉱石が約3割引き上げられることが決定しており、鋼板類の価格も、来年度に入り一段高となる見通しである。このため、先行き鋼材不足による他産業の生産頭打ちやボトルネックインフレが広範化、深刻化する可能性もあり、鋼材の輸入がどの程度になるかにもよるが、場合によっては景気回復の足枷になることも考えられる。これまで鋼材価格を含む国内企業物価の上昇は、川下の企業の生産性向上や人件費抑制により何とか吸収されてきたが、来年度もそうした構造には変わりはないのか、あるいは最終製品の価格に波及していくのか、さもなくば自動車、造船、プラント等の鋼材大量消費型産業の生産や業績に影響が及ぶのかについては、今後とも十分な注意が必要であると思っている。ただ私は鋼材問題は、2年前にも同じことを言ったが、結局当たらなかった。要するに2002年10月頃鋼材不足倒産がくるのではないかとここで申し上げたのをご記憶の方もあるかと思うが、今回は世界的に不足しているということで、前回とは状況が随分違う。企業業績については、短観でも確認されているように、引き続き好調を維持している。ただ、経営者の頭の中には、円高、原油高、素材高の三高のリスクや影響に対する警戒感は依然として根強く、下期はともかく、来期については一段と見通しにくくなっている。最後に企業金融であるが、ここへきて、バブル期においても堅実経営で知られた某大手地銀が貸出の増加に前傾化するなど、銀行の貸出姿勢が一段と積極化している。もっとも、企業の間接金融から直接金融へのシフトが進み、業績好調を背景に企業のキャッシュ・フローが潤沢になる中、銀行としては受身の貸出姿勢だけでは収益を上げていくことは難しくなっており、このため、執行部からもあったように、支援を要する企業の経営指導を行いながら、再生を図って貸出機会を創出するという新たな取組みを見せている。以上である。

福井議長

次は、中原委員お願いします。

中原委員

景気は踊り場、まさにそういうことだと思う。基調としては10月の展望レポートにおける標準シナリオの範囲内と思うが、想定していたパスを下回る動きと言って良いのではないかと思う。世界経済の全体感としては、原油高、インフレ、それから米ドル急落のリスクはやや後退しているが、一方でIT関連産業の調整長期化のリスクは増えていると思う。この中で高めの成長を続ける米国・中国と日・欧における成長率格差が明確になってきた。

まず米国経済であるが、地政学的リスクを除くと、大きなリスク要因や不透明要因は相対的に前回以降縮小しているように見える。先般発表されたISMの半期経済見通し調査によると、企業は2005年の経済、ビジネス環境及び収益についてかなり強気の見通しを持っているようである。その中で挙げられた先行きの懸念材料としては、地政学的リスクに加えて、インフレ、エネルギー価格の上昇、労働コスト・ヘルスケアコストの上昇があるようである。原油価格も一服して、今のところインフレのリスクは小さくなっていると見て良いと思うが、今後の企業収益、最終需要におけるネガティブなリスク要因としてインフレの問題はなお念頭に置いておく必要があるように思う。加えて、アメリカについては新しいアドミニストレーションの経済政策チームのもとでISバランスの不均衡是正が今後どのようなアプローチで進むのかという点、これについても市場や世界経済に大きな影響を与えるという点で留意したいと思う。中国については、福間委員がおっしゃったが、先般の中央経済工作会議において雇用問題、農村問題、所得格差問題などの解決へ向けての穏健なマクロコントロールが指向されており、同様の意味で、人民元切り上げも、海外からの圧力回避と国内問題解決とのバランスのうえで政治的判断により行われること

になるのではないかと思う。ある意味では問題の先送りであるが、ハードランディングのリスクはさらに後退したと考えても良いと思う。

我が国経済については、ここにきて原油高、円高のリスクがやや後退した。反面、IT関連の調整が想定したものよりやや深くかつ長期化するリスクが意識され始めたように思う。テクニカルなものであるが、先般の実質GDPの下方修正もセンチメントへの影響は無視できないのではないかと思う。10月の輸出はやや増加したが、これもクリスマスを抑えた一時的なものである可能性もあり、IT関連の調整や素材産業の供給体制を考えると、来年前半に掛けて輸出、生産が再び増加に転じる可能性については自信が持てる状況ではない。先般の短観の企業業況感は、個人的に予想したものよりは良かったのだが、これまでの回復に遅行してきた非製造業や中小企業の改善に支えられた感じがあって、当面の景気回復のモメンタムそのものは全体としてピークをつけたものとするべきだと思う。今後のリスク要因としては、やはり海外景気の動向が最大のポイントであるが、引き続き円高リスクとIT関連産業の調整を挙げたいと思う。円の実質為替相場がそれ程強くなっていないこと、それから企業の下期の為替ヘッジはほぼ8割完了していることなどから、今年度の企業収益への影響は限定的と思うが、来年度以降の減益要因として働くリスクとして円高の問題は注視が必要と思う。IT関連産業の調整については、当初年内にも終了との強気な見方が多かったのだが、ここへきて長期化の見方が強まった。IT関連部品の輸送の大半を占めるNIEs諸国向けの航空貨物運送量等を見ても、最近、その伸びは急減しているようである。昨日発表の短観の業種別結果を見ても業況判断DIを始め、諸判断の悪化は明確である。鉱工業生産で1割強を占める電子部品・デバイス産業はITバブル時を上回る活況を続けてきたようであるが、ここへきて生産、出荷の急減、在庫率の上昇は、私としてはやや慎重に見ていきたいと思っている。

物価は攪乱要因が多くてなかなか見定めにくいのだが、一般消費財やサービス価格の一部にやや上昇の動きが感じられるが、ここにきての景気調整の中でデフレ期待が再び強まらないかと懸念しているところである。

金融資本市場については、はっきりした方向感が掴みにくい状況であるが、足許円高傾向に一服感が出ているということはそのとおりであって、長期金利も景気後退懸念を材料に低下傾向にある。ドル／円については、年末を控えたポジション調整の動きと見ているが、新年に入って循環的要因と構造的要因の綱引きの中で、相場の新しい方向感が出てくると思う。新しいドル売り材料というのはなかなかなく、今のところ使い古されたものばかりであって、金利環境あるいは成長率格差等を考えると、一方的なドル売りも仕掛けにくいのではないかと考える。長期金利については、市場は相場感をやや下方にシフトさせたように思う。一部にオーバーシュートの懸念もあったが、現在の日本経済のファンダメンタルズから見れば必ずしも歪んだ相場形成とは言えないのではないかと思う。以上である。

福井議長

次、須田委員お願いする。

須田委員

海外経済については、経済成長率が巡航速度に向かって減速するという展望レポートの見通しに沿った動きとなっており、原油価格のピークアウトもあって、それが下振れるリスクは小さくなっているように思われる。一点、今後も含め米国のFFレートの上昇の累積効果が住宅価格などに大きく出てこないか気になっている。

国内経済については、短観の業況判断DIを見ると、市場の予想どおりに、製造業・大企業は7期振りに悪化した一方で、非製造業・中小企業が改善しており、製造業・大企業中心の景気回復が非製造業や中小企業に波及している姿が見て取れる。また、製造業・非製造業、大企業・中小企業にかかわらず増収増益を見込んでおり、設備投資計画も上方修正されている。これらは展望レポートの見通しに概ね沿った動きだとは思いますが、全て見通しどおりという訳ではない。月次の景気指標やマイクロヒアリングによれば、輸出、生産、設備投資の一部にIT関連分野における世界的な需給

調整の影響が色濃く出ている。この点については、想定よりも早く調整が始まったため、調整は浅くかつ早く終了すると考えていたが、今のところ想定よりもやや深いというのが実感である。ただし、それは調整が早く終わることを意味するかもしれない。実際、在庫調整が長引かないと想定しているアナリスト達は早期のスピード調整をその理由の一つに挙げている。NASDAQの強さも調整が軽微なものにとどまるとする見方がサポート材料になっている。北米半導体製造装置メーカーBBレシオが11月に1に戻ったこともプラス材料である。実際にIT関連分野の在庫調整がどうなるか、一つの見極め材料がクリスマス商戦である。これは今のところまずまずのようであるが、全体の評価は1月になってからというところである。他方中国では携帯電話やパソコンについてかなり過剰在庫を抱えているという話を聞くが、実態が見えない分、気になる。世界半導体出荷が見通し対比下振れている点も注目点である。私はITバブル崩壊時のような深い調整は想定していないが、調整が想定よりもやや深いだけでなく、やや長引く懸念を抱いている。従って、先行き当面は輸出・生産にIT関連の在庫調整の影響が残ると思う。それに加えて、鋼材不足による自動車生産の減少など供給制約も輸出・生産にマイナスの影響を与えている。

消費については、GDP統計の変更で消費が下方修正され、他の消費関連統計との整合性がとれ、先行きを見通しやすくなった。今後、雇用者所得の下げ止まりを考えると消費が落ち込むことはないと思われる。なお、雇用については失業率が基調的に低下しているが、失業期間別完全失業者の前年同期比の動きを見ると、ここ半年、「一年以上失業者」が最も減少しており、失業期間の短縮化が見られる。このような動きも消費者マインドにプラスの影響を与えているのではないかと思っている。設備投資については資本財出荷や機械受注などの弱い指標と建築着工、短観などの強い数字とが並存しているが、昨日の調査統計局長の説明にもあったように、実際には短観程の設備投資計画は実現しないと思っている。日本政策投資銀行の調査結果によると設備投資の増額理由として最も多いのが需要動

向となっているが、需要動向に合わせて柔軟に計画が変更される可能性があると思っている。

以上、IT関連の在庫調整の影響に供給制約のインパクトを加えると、来月の展望レポートの中間評価において「見通しの範囲内での弱めの動き」とするのか、「下振れている」とするのか、現時点では判断しかねる。次回決定会合までの間に出てくる景気指標や実体経済の動きを観察し、判断していきたいと思っている。

最後に消費者物価指数についてであるが、企業の人件費抑制姿勢はまだ強く、その影響が続くと思われる。実際、7～9月の正規の職員・従業者は前年同期比76万人減少し、他方、パート・アルバイト、派遣・契約社員などの非正規の職員・従業員は55万人増加しており、雇用の非正規化の動きはまだ止まらないと思う。とは言え、マクロの需給環境は改善方向にあって、財では、例えば被服など景気回復を映じた価格の上昇も見られるようになった。消費財の実質輸入の伸びも止まり、輸入・輸入競合商品の価格下落率も縮小傾向にある。しかし、これらの動きは小さな動きであり、今後の電話料金引き下げなど公共料金低下のインパクトに埋没してしまいかねない。景気の回復の影響を受けている部分がなかなか表面に出てこないのは本当に悩ましいことだと思う。このようにマクロの需給環境を反映した動きとそれに直接関係しない動きの双方の存在を踏まえて、物価に関してどのように情報を発信していくのかは難しいと思っている。この点については、次の金融政策運営方針のパートで触れさせて頂きたいと思う。以上である。

福井議長

最後になったが、水野委員お願いする。

水野委員

足許の経済指標は、少し弱めなものが多かったのだが、短観を見て景気のダウンサイド・リスクが小さいことが確認できたことで、正直ほっとし

ているというのが私個人の見方である。債券市場では、短観の解釈として、景気回復の広がり、設備投資の底堅さ、それから雇用調整の一巡ということで業況判断D I、製造業・大企業の業況判断D I程景気は実は悪化していないとの解釈をしても良いのではないかとということで、景気減速あるいは景気後退懸念をテーマとした長期金利の低下というのは一服してくるようになっている。日本銀行が11月、12月と若干だが景気判断を下方修正することと、この12月短観を合わせて考えると、債券市場と日本銀行の景況感格差は縮まってくるように思われる。設備投資についてだが、先程から色々な方が言及されているとおりであるが、一点、私の印象からすると、企業は三つの過剰という問題にある程度目途を立てたと感じる。大企業中心とは言え目途を立てたということを見ると、企業部門のリストラ努力も出てきて損益分岐点も下がってきているので、設備投資というのはこれからまだ持続的な回復を続ける可能性が高いというふうに考えている。企業経営者の方の動きを見ていても、まだまだ設備投資や新規雇用に慎重な姿勢を崩していないのだが、逆に慎重な姿勢があるが故にむしろ後から景気拡大の持続性を高めていくのではないかとというふうに、今のところ解釈したいと考えている。景気について総合評価すると、景気の踊り場を経てまた次第に持続性のある成長パスに戻っていくという執行部の見方で違和感はない。それから個人消費だが、今まで雇用者所得の伸びより強かったのだが、今回のGDP統計の修正によって、非常に理屈が通るような流れになってきた。ただ個人消費が強い理由の中に、もう少し考えてみると、恐らく雇用不安の後退、それからpent-up・デマンドが一部出てきているということ——特に紳士服などはそうだと思う——、それから高齢者層による貯蓄の取り崩し、所定外労働時間が増えていたり、あるいは冬のボーナスの増加、この辺に向けた消費性向の上昇等があるということだと思う。調査統計局が7日に纏めた「雇用所得情勢にみる日本経済の現状」というレポートは私の景気認識と非常に等しいものになっている。少しマーケットについて話したいと思う。短期金融市場だが、資金のだぶつきがかなり目立ってきている。金融市場局が非常にきめ細かいオ

ペ——非常に苦労されていると思うが——によって短期のイールド・カーブを何とか立たせようとしているが、今のところ短期国債のニーズが強いということで、なかなか資金吸収オペの効果が出ていないというのが今の状況だと思う。ご案内のとおり、F B 3 Mが引け値ベースでゼロをつけていたり、あるいは札割れが短国買入オペで起きたとか、色々なイベントが起きていると思うが、この金利機能の低下という点で最近の短期市場を見ているとやや心配な動きが出てきている。特に3月末に掛けて、ペイオフ解禁が予定されているので、中期債から短期国債への入れ替えというニーズが非常に強いと思う。その中で、イールド・カーブの非常に手前の方が潰れてしまう、これが非常に気になっているところである。それから、債券市場については、これまで恐らく、米国長期金利の動きの影響を強めてきていた訳であるが、これからはどちらかと言うと株価の影響を受けてくるのではないかと思う。今朝も見ているとアメリカの金利が上がって、それで少し債券が売られているのだが、今後は恐らく株価を見ながら、まだ足許の経済指標では来年の世界経済見通しが何とも言いがたいという状況だろうから、株価を先行指標と見ながら動いていくのではないかなという感じである。その中で日本銀行としては、景気は踊り場を経て、再び回復基調に戻るということを考えているのなら、やや失望的な経済指標に過剰反応していたマーケットに対してそれを牽制する意味を込めて、景気サイクルの中期循環、景気循環について、今上昇局面にあると、景気減速が強まるような状況ではないことを強調した方が良いのではないかなという感じはする。問題は、景気のダウンサイド・リスクが大きいかどうかではなくて、何が景気を引っ張っていくのか、いつ景気が回復に向かうのかといったようなことを強調した方が良いのではないかと思う。特にこの1～3月期は、民間銀行が来年度の有価証券運用の基本方針を固める時期でもある。今のところヒアリングしていると来年度若干金利が上昇に向かうという見方をしているが、万が一日本銀行が景気のダウンサイド・リスクを強調し過ぎるようなことがあると、金利上昇期待が不必要に低下してしまうということで、それが来年以降の市場との対話を難しくする可能性があ

るのではないかと思う。だから私としては、景気認識の大局観は変わっていないと、昨日早川調査統計局長からあったが、この辺は展望レポートでも書かれているようにこれからマーケットに対しても情報を発していきたいなと考えている。それから、金利機能低下について、最近民間銀行にヒアリングをしていると、かなり頭を悩ましているという状況だと思う。皮肉なことに、今、短期金利が上がった方が金融機関というのは収益が上がる状況にある。例えば大手銀行の経営健全化計画、公的資金を入れられた銀行が経営健全化計画を出しているが、これは日本銀行の利上げが一回織り込まれている。短期金利が上がらないと恐らく収益見通しを達成できないのではないかとということがあって、預金超過になった大手銀行、有力地銀等を考えてみると、短期金利はもう少し上がって欲しいなと思っている——イールド・カーブが立った状態だというのは、少しわがままなことを言っているのだが——、今そういう状況にあるなということである。それからもう一つ、今大手銀行の中で統合リスク管理が進んできて、その中で出てきている概念として、コア預金という考え方がある。今まで流動性預金と言うのはいつ出て行くか分からない預金であると考えられていたが、実際には恐らく大手銀行に預金が集まってくる、郵貯民営化があるとなおさらその傾向は強まるということになり、預金の平均デュレーションが実際にはもっと長いのではないかと考えられ始めている。そういう預金の実質的な平均デュレーションを勘案したアセット・ライアビリティ・マネジメントを考えた場合に、もっと国債の保有残高を増やしても良いという経営判断を持つ金融機関が増えてきているというように感じる。民間金融機関の役割というのは、資金余剰部門から資金不足部門にお金を回すということだから、いわば民間から公的部門に資金を回すことだと思うから、国債を銀行が買うというのが一つの役割を担うということも言って良いのではないかという気がする。そういう意味では銀行が国債を買いやすい環境を作ってあげる、これは何も我々が量的緩和政策を継続するという意味ではなくて、会計制度の問題であったり、あるいは非常に最近努力されているように——私は非常に評価しているのだが——、国債管理政策の

動きなども含めて、金融機関が国債を保有しやすい環境を作っていくことも、一応念頭に置く必要があるのではないかなという感じがする。

最後だが、最近私が少し引っ掛かっているのは、日本銀行は今まで景気回復と緩やかなデフレは両立するという、あるいは成長と物価の乖離が目立つということを書いてきたように感じている。しかし、これらは景気の拡大局面において観察されてきたものである。仮に足許の景気減速が、皆さんが指摘されているように、予想外に長引いた場合あるいは万が一景気後退に陥った場合に、景気と物価の連動が高まって物価下落が強まる可能性は否定できないと思う。特に、我が国は名目賃金の下方硬直性がなくなってきたので、雇用者所得が下げ止まっているという現状認識には全く違和感はないが、景気後退に陥った時にまた再び企業がリストラ圧力を強めてくる可能性は否定できないのではないか。これは私のメインシナリオではないのだが、一応そこについてはダウンサイド・リスクを見ておきたいということである。それから景気と物価の関係が弱まってきたということをおそらくあまり強調し過ぎると、市場から量的緩和の解除条件、これを見直すべきだという声も出るかもしれない。なぜかと言うと、景気と物価が連動しているということを前提にCPIを基準にした解除条件を作っている訳であるから、連動がないということになると景気循環を見ながら金融政策運営をすることができなくなってしまうから、少し矛盾が生じるのではないかという声も出てくるのではないか。景気と物価の関係が薄れているというのは、観察されるというのは言っても良いと思うが、あまりここを強調しない方が良いのではないかというのが、民間部門にいた時の私の印象である。以上である。

福井議長

以上で各委員からのご意見を一通り出して頂いた訳だが、一言で言えば、今のテンポラリーポーズのまま取り敢えず年を越すということだが、今の踊り場現象において海外経済は皆さんのご意見でも大体想定通り動いているということなのだろう。ただ、海外経済の若干の減速、あるいは春先

頃の米国のソフトパッチ、この影響が少しラグを持って日本経済へ及んできている。この部分が基本なのだろうが、加えてITの調整がある意味で多少想定よりも深まっていると言うのか、長引いていると言うのか、その影響が一つ加わっている。さらには鋼材等の供給ネックの要因も加わってきているというようなことで、年明け後の踊り場からの脱却のシナリオが少し読みにくくなっているという状況が指摘されたように思う。ただ、短観等でもかなり明確に判断できるように、日本経済それ自身の基調的な回復メカニズムは損なわれていない。企業収益、設備投資の面を見ると特にそう言えるし、家計部門への波及という点でも雇用への好影響、それから賃金の下げ止まりという形で出てきている。この辺についても回復メカニズムは基本的には損なわれていない状況にあるということも、皆さんのご意見から確認できたのではないかと思う。年明け後、できるだけこのテンポラリーポーズというものを早く脱却したいと思うが、海外経済が引き続きシナリオ通り順調にいくとすれば、やはり、このIT中心のアジャストメントをもう少ししっかり読み取りたいという点がどうしても出てくるし、仮にこの踊り場局面が、なお我々の予想よりも少し長引くといった場合に、全般的なマインドへの影響というのは、これは推し量れないが、十分懸念材料として見ていく必要がある。それから実態的には、この波及メカニズムの中で一番まだ脆弱な雇用・所得面への影響、ここにズシンとこないかという点を最終的にはきちんとチェックしながら、年初以降の経済をよく見ていく必要があるということだったかと思う。

物価については、川上、川下段階の物価について、色々と分析の難しさが加わってきているようだが、基調的な判断として皆さんのご意見にあまり差はなかったかと思う。マーケット周り、債券市場、株式市場、あるいは為替市場、それぞれに懸念材料を含んでいるということが言えると思うが、アップダウンする動きを総じて見てみると、現在の日本経済の動きとそんなに不整合に動いているところはないと、私自身も感じているし、皆さんのご意見も大方そういうことだったかと思っている。なお、水野委員からもご指摘のあった景気と物価との関係、この辺は私自身もしばしば物

を言われる機会があって、自分としては注意深く話しているつもりである。今のデフレ要因と景気の動きというのを絡めて見ると、やはり持続的な景気の回復軌道に、より確実に導いていくということと、今のデフレ脱却というのは同時達成可能なものだという言い方をしており、構造的にこれはアメリカ経済も同じだけれども、過去の経済との比較においては川下段階の物価への波及はタイムラグを伴っているが、そうは言ってもセパレートになっている訳ではない。持続的な回復軌道への到達ということとデフレ脱却は同時的なターゲットになっているという言い方をしている訳である。植田委員の言葉を借りると、制度的なファクターも物価指数に入ってきて、その辺をピンポイント的に質問されると、議論が非常に混乱してきてしまう。0.1%ということについて皆が顕微鏡を覗いているところに、その顕微鏡の外にもう一個変なものがあると言われた場合のように、議論が段々複雑になってきている気がする。

そのようなことかと思うが、ちょっと幾つか、もしできれば皆さんで議論しておいて頂きたい。IT関連の調整というのは、半導体、パソコン、あるいは日本の得意とするデジタルエレクトロニクスというふうに非常に範囲が広く、なかなかエビデンスをもってきちんと議論できないところは難しいのだが、しかし、皆さんはそれぞれ違ったヒアリングのデータなどを持っておられると思う。今日伺っていると事前の我々の想定よりもちょっと調整が深まっている、あるいは調整にやや時間が掛かるリスクが高まっている。これが大宗のご意見だったと思うが、福間委員は、そうは言っても最終局面だというようなことをちょっとおっしゃった。ここに若干違いがあるのかどうか。それから、特に日本についてはこのIT関連の調整が、世界全体の平均よりも強く出るのかどうかということも少し考えておく必要がある。この点もしご意見があれば頂きたいと思う。もう一つは、供給ネックの話。これは短期的な問題でもあり、これからの世界経済全体の長期的な問題でもあるかと思うが、しかし当面の景気を論ずる場合にも供給ネックからくる制約、これはまた世界経済共通の問題でもあるが、日本により強く出るのかどうかということも、ちょっと分かったようで分か

らないところがある。調整に絡んではその二点について、もし追加的にご意見があれば是非出して頂きたいと思う。

福間委員

IT関連の調整については、どこに聞くかによって違うのだが、過去も申したように、今回はサプライ・チェーン・マネジメントの結果として、比較的早く在庫調整を始めたこと。あるいは昨年初からNASDAQが下落を始めたこと。NASDAQがまたジリッと上がり出したのは極く最近、2~3 か月前からである。要するに、サプライ・チェーン・マネジメントで非常にアンテナを高くしており、1999年とか2000年に比べると、現在は、最後の最後までシェア競争で戦っている訳ではないということである。彼等はバブルの崩壊も非常に恐かったけれども、一番大きかったのはITバブルである。あそこで家電業界は、ビジネスモデルを相当変えてしまった。それが根底にあるが、もう一つ、その間に覚えたものは何であったかという、今後伸びる産業とにかく自分達を乗せようという戦略である。自動車産業がその典型であるが、自動車メーカー自体もエレクトロニクス化に非常に重点を置いている。それで自動車産業は最近でも伸びているし、今後も需要は引き続き伸びていく見通しにある。エレクトロニクス化は恐らく日本が一番先行していると思う。そのエレクトロニクス化した車を海外、特にアジアの拠点に対して日本から供給している。それともう一つは、デジタル家電は、昨日の執行部説明にもあったように、決して需要が減っている訳ではなくて、むしろ伸びている。この需要は、確かに、昨日も調査統計局長の方から話があったように、はっきりと伸びている訳である。問題はどうやって生産を落とすか、あるいは在庫調整を行うかということである。今回は在庫調整に入って実質的にみるともう約半年位掛かっている訳である。従って、現在はリ・ストックの段階、もしくは在庫調整のピーク局面ではないかという具合に思っている。まだ1四半期位は掛かるかもしれないが、今の景色だけを見るともう絶望的というような感じになる訳だが、先程のBBレシオの回復に加え、株も一言われる程先見性

があるとも思わないが——リストラ効果等で、関連業界の株はジリジリと上がってきている。私はメーカーなどに、「なぜそんなに増設をやるのだ」と聞くことがある。例えば、最近も日立、松下等が共同で液晶工場を作るとかいうことである。彼等に、「在庫が余っているのではないか」と聞くと、「いや、会社は作ったが、生産の実施は待っている」と答える。昨日も調査統計局長が言っていたが、そういう具合に言われる程生産能力を上げている訳ではない。新聞で書かれている程、上げている訳ではない。従って、私は来春には在庫調整が終わり、リ・ストックの動きに入るのではないかと感じている。先般、ソニーの出井氏などと話したところでは、彼等はEMSでとにかく人に任すと言っていた。先程、米国はどうして日本程ショックを受けないのだという話が出たが、それは彼等がEMS、つまり生産は国外、例えば台湾のファンドリーに任せるからである。いわば不況を海外へ持っていく訳である。それをソニーはサムソンなどと提携することにより真似ている。要するに、生産はできるだけやらずに海外から買うという、アメリカ式のビジネスモデルで対応している。今回はそういうところも採り入れている面もあるし、先程の需要拡大もあるので、そんなに悲観しなくても良いのかなと思っている。新設の工場は必要なものは造っているが、需要に合わせてながら非常に慎重に行っている。フラッグは揚げておかないといけないので、直ぐ工場を造ったり、提携をしたりするが、実際の生産については、需要を睨みながら着手している。少なくとも、在庫調整の中で生産能力が、新聞に報道されているように一段と増強され、それがまた新たな生産をもたらして、在庫調整を深め、その結果、生産が伸びないという悪循環ではないように思う。むしろ、需要動向に合わせた経営をやっているという具合に私は見ているので、ストック調整が終わると比較的スムーズに生産は回復するのではないかと予想している。

二番目の素材、鉄の方だが、これは本当に困ったものだと思う。2002年当時は、まだ韓国に随分生産余力があったから、結局私が予想したようなことは起きなかったのだが、今回は中国の鉄鋼の生産計画は抑制されている一方、エネルギーの多消費は続いている。ヨーロッパでは工場新設は

もうほとんど行われていない。アメリカも行っていない。その理由は何かと言うと、環境問題である。このため、皆ブラジルへ行ってしまふ。今、ブラジルの計画はリオドセを中心にかなりあるのだが、先進国ではない。消費地であるアジアでは実は 1995～96 年に工場新設を計画し、実行しかけたが、アジアの通貨危機で頓挫してしまった。彼等がミルを立ち上げることは、ずっとやらないとは言わないが、暫くはやる計画はない。従って、今、計画中の生産設備はブラジルのみで、休止しているものの中で再開できるものは日本にある高炉の二つ、三つだけである。私も心配だから高炉を開ける開けると言うのだが、以前ここでご紹介したように、開けるのに 1,300 億円掛かるというのだ。「収益から言ってそのような額は大したことはないのではないか」と言うのだが、彼等が恐がるのはやはり中国製がいずれ日本に輸入されるようになってまた需給が悪化することである。その時どうするのだと。要するに将来を物凄く恐がっている訳である。ところが、先程からあったように中国の需要がまた伸びてしまったので、そのシナリオを彼等は変えざるを得なくなっている。恐らくこのままいけば休止している炉を開けるケースが一つ、二つ出るのではないかと期待している。そうならないと、需要の方が自動車は強い、あるいは家電は強いから、鋼材の供給はあるが足りないという状態は解消しない。地方に行って懇談会などに出席したり、あるいは日本の色々なメーカーの方に聞いても、「鉄がない、鉄がない」とおっしゃる。鉄をどうしたら良いのかという話が非常に多い。一般機械メーカーも同様である。鉄が不足するなどということは、恐らくあまり頭になかったがここへきて一挙に不足に転じてしまったということで、これはやはり高炉再開に努力してもらう以外に方策はないのではないか。日本にはまだそういう生産能力があるのだから、そうではないかなと思う。足許をまず揃えないといけない。I Tの方は私はその程度の根拠で申した訳である。

福井議長

I Tの方は素人ながらも私も色々な情報を聞いているが、半導体とか半

導体製造装置とか、せいぜいパソコン、その辺位までの領域について言うと、海外のメーカーと日本のメーカーが言うことにそんなに違いはない。そんなに深い調整にならないと言っていたけれども、過去の経験から言うと、彼等の言うことは当たらない。ちょっと深めになるかもしれないと、私が勝手に思っていたことが少し当たり始めていて、この辺は全く私には違和感はないのだが、逆に日本が得意としている、最先端のDVDであるとかデジタルカメラ、フラットパネルTVとかを通じて、日本の主要メーカーには案外強い調整の波がくるかもしれない。しかしここがちょっと半導体などと違うのは、例えばキヤノンにしてもシャープにしても波がきつくとも自分達が次世代の製品を開く投資はきちんとやっていくのだという立ち向かう姿勢は同時に併せ持っているようである。であるから、これを合わせて景気との関連でどう読むかというのは、単純に波だけでは読めない部分もあるかなとも思っている。携帯電話辺りになると両者の中間位で情報が混乱して、もう訳が分からないというのが私の今の頭の中の整理である。

福間委員

やはりシャープにしてもそうだが、フロントランナーとして走っている企業は強い。要するに、自分で市場を作ったり、自分で新製品を作るようなフロントで勝負している企業はマーケットをリードしていくから、彼等には迷いはない訳である。

植田委員

特に追加的な情報はないのだが、やはりITの調整に日本が他の国以上に影響されているかというところは、一般論としてはそうだと思う。日本と東アジアの一部の国がITに対するベータは高い。ただ、それに加えて総裁がおっしゃったようにデジタル家電という日本が得意そうなところが成長分野入りしつつある中で、ここにさらに過大な楽観的な動きが生まれてダブルできてしまったという感じがあるのではないか。ただ、在庫の

ところは私も短観を注意して見ていたのだが、ちょうど2000年の夏から2001年の春に掛けて急速に過剰感が増殖していった。

福間委員

よく似ている。

植田委員

今回を見てみると、昨日申し上げたように、電気機械の流通在庫では似たようなパスを辿っているのだが、自分の持っている在庫はそんなに急速に悪化していない。

福井議長

それはそうである。

植田委員

であるから、そこから見ても今のところはまだ2001年型という程の深刻さで見なくても良いのではないかというふうに私も思っている。だが、注意は必要だということである。

福井議長

供給ネックのところは、アメリカも日本も、ともに企業のキャッシュ・フローが高くなっても、前向きな投資という意味での企業のコミットメントがキャッシュ・フロー対比で非常に低い。グリーンSPANによれば、会計スキャンダルの後遺症で、アメリカのCEOは1日のうちで弁護士に会っている時間が非常にまだ長い。ビジネス・ストラテジーを考える時間が相対的に少ない、暫くはしようがないのだと言う。日本の方は過去のリストラの痛みが企業の隅々まで染み渡っていて、調達不足だと言われても、この痛みはあまりにも深くてそう迂闊に踏み出せないと、こう言っている。説明がかなり違っているのだが、そんなに現象的な説明で良いのかなと疑

問にも思う。両方に共通する経済的な説明が何かできないかと、こういうことなのだが。

水野委員

皆さんおっしゃるとおりで全く同感なのだが、纏めると2002年のITバブル崩壊の教訓が効き過ぎているということだと思う。あとは生産の統廃合が起きているので、それ程過剰設備の問題にならないだろうなということと、全体的に需要が強いということが指摘できる。国内需要も強いし、それからBRICS諸国等のエマージング・マーケットの需要も強いということを見ると、在庫調整が終わったということが判明した時には、また設備投資が上振れるという期待もある訳である。であるから、今回の調整は在庫管理に過剰にナーバスになっている部分が生み出したものかなと思う。ただ、ちょっと視点を変えて見ると、ITにしろ、この素材にしろ、製造業の問題については、どちらかと言うと統廃合が進むと——これは最近では国内と海外、韓国・日本の統合などの生産統合もあるが——、技術が海外に出てしまうとか、雇用機会が少ないから海外に出てしまうという問題があるので、為替の円高と同じような影響が出てくるのではないか。企業はどんどん生き残りを掛けて統合していった結果、企業は生き残るけれど日本経済は少しずつ雇用が失われるという面があるのではないか。企業に聞いていても、雇用面においては日本経済は必ずしも良くないと気にしている。

福井議長

もう一つは物価、特にCPIのところについて、先程、植田委員から植田インデックスの一端みたいなご披露があったが、制度要因と油関係のものを除くという場合に、制度要因としてどんなものを削り取られたのか。

植田委員

通常除いている米、診療代、電気料金等である。

福井議長

ガス料金、電話料金もか。

植田委員

それにさらに石油製品を除いている。

福井議長

生鮮食品のほかにそれらを除くと、先程の数字になるということか。

植田委員

然り。-0.5%。後のセッションの話だが、先程の景気と物価と金融政策の大まかな関係について若干触れる。前者二つの関係については水野委員が整理されたとおりだと思うが、ただ、金融政策が景気の動きに対応して上手く微調整してきたとおっしゃったような感じに聞こえたのだが、それはそうではないのではないか。

水野委員

そうならない可能性がある。

植田委員

平時になればそういうことはできるのだと思うが、まだインフレ率が極めて下にある状況なので、そういうふうには上手くやれるところにきていない。そういう意味ではインフレ率の方に、やはり目標のウェイトはあるのだと思う。ただ、上手いところに行くためには、総裁がおっしゃったように、持続的な景気の回復ということがないと、そういうところにはいけないという意味で、両者両立しているというのはそうだと思う。

水野委員

これは割と難しいことなので、マーケットの方では、必ずしもよく理解されない。総裁が先程おっしゃったことを相当時間を割いて説明されているのだが、割けば割く程混乱を招く時もあり、難しい問題である。いつディ・リンクするのか、連結が強まるのかという話は誰も言いにくいところがある。

福井議長

金融市場局長は、水野委員が指摘された、ペイオフを控えて中期債から短期債へシフトする動きについて、どう認識しているか。また、調節上、何か考えられる余地があるか。

中曾金融市場局長

恐らく委員がおっしゃったように、月末に掛けては銀行の中期債から比較的短いところへシフトする動きが段々加わってくると思う。であるから、調節上は短い金利に、F Bのような金利に、やはり圧縮、低下圧力が掛かってくると思うのだが、ただ3月ということで申し上げますと、今度は逆に期末要因で極く極く期末の短いところをちょっと保持しよう、そういう調達ニーズが出てくる。そういったところを上手く拾っていけば、ある程度操作技術上はターゲットを維持できる、何とかやり易くなるように持っていける。今週は供給オペを一切抜いている。その心というのは、また3月に向けて少し難しい状態も予想されるので、調節をやり易くするためにも、もう少し金利が付くような状態に持っていきたいと、そういう気持ちがあって、3月というのは、そういう意味で、今言ったような要因があるけれども、我々としても、さらに色々工夫を凝らしていく、こういう状態になっている。

岩田副総裁

ちょっと一点宜しいか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

消費者物価の件なのだが、私もこれは制度的な要因とか石油製品を除いてというので色々なものを見ているのだが、先程-0.5%という試算があったのだが、-0.3%位まではきているのではないか。

植田委員

足許は-0.3%位である。

岩田副総裁

足許その位まできているのではないかと思う。それで、他のやり方と言うのか、そういう個別品目ではなくて、統計的な処理で例えば、極端な動きをしている上の方、下の方10%とかを何とか除いて測るというのでも大体同じ結果が出ている。これは足許-0.3%位になっていて、基調的なコアのCPIはその位なのではないかという印象を持っている。それから、物凄くかたつむりが這うようにしか、ちょっとずつしか上がらないという点については、一般的には色々な理由で供給の弾力性が非常に大きくなっているということだろう。例えば新しい国が市場に参入してきたりということがあって。だけれど全く水平ではない、多少ポジティブにやはりスロープがあり、少しずつは縮まっていくと考えて良いのではないかというのがCPIの動きだ。もう一つは半導体とかIT関係なのだが、日本と韓国とアメリカ、台湾というところが主な半導体のメーカーで、欧州は幾らもない訳である。日本と台湾とアメリカ、それぞれ1兆円ずつ位設備投資

を主要メーカーがやっているのだが、2005年度に落ち込み幅が大きいのは——2004年度はプラスなのだが——、やはり日本と台湾で、1割から2割位の設備投資が落ちる。アメリカはその半分位で、韓国はそれよりちょっと小さい位というような形になっていて、日本と台湾が結構やはり影響が大きいと思う。それから液晶は日本はかなり先頭を走っているのですが、これも落ち込み幅はやはり大きいのだが、ただ、恐らく底打ちが第1四半期位にあって、従ってシャープなどは、設備投資を全然変えないというようなことも言っているのだろうと思う。ただ、そのところは、ディスプレイがどういうのが一番主流になるかという、この先端の争いがある、上手くシャープ型に乗っかっていけば調整も終わりかもしれない、しかし、他のところがもしかするとメインになってしまうかもしれないので、その辺のところはまだちょっと見極められないのかなというような印象がある。

須田委員

物価について企画局が出している粘着的な商品の物価では、足許は-0.2%位である。

福井議長

企画局か、調査統計局ではなくて。

須田委員

そうである、企画局である。あれはあまり意味がないのか。

白川理事

物価は、色々な指数を見るしかないかという試みの一つとして、「粘着」というものを定義して、見ている訳である。粘着も先程、岩田副総裁がおっしゃったように単純に機械的に刈り込みを行って、上何%、下何%引き取って、それで幾らかとか色々な方法があって、今、相当複数系列にわた

る数字をいつも見ている。ただ、どの数字を見ても傾向としては先程おっしゃったように凄くシンプルなメジャーでやるのと同じようなインフォメーションを発している。私自身、単一の指標がないので、色々なものを計算していて、何かそこにおもしろい動きがあるかどうかということを見ており、何か変な動きがあると、それから色々考えていくという取っ掛かりとして、そういうものを計算している。日本銀行のイントラネットには貼っているが、もし必要ならば後からお届けする。

須田委員

私はITの調整について皆さんより少し楽観的なものかもしれないが、結局は最終需要がどうなるかであると思う。デジタル家電は、仮に価格が安くなればかなり売れるようになるということがある。従って、今は価格が下がって大変でも価格が下がることによって売れるため、デジタル家電はまだ良いだろうと思う。また、IT絡みの会社の人達というのは、最近、製造ラインを需要に合わせてかなり自由に動かしていて、色々な商品のウェイトを変えて対応している。つい最近、シャープが、液晶がだめなので、好調な電子辞書に直ぐ生産をシフトさせたところ、それが凄く売れているという話がある。そういうようなことを今の日本の企業はできるのではないか。色々な会社の話を聞いていると自社の扱っている商品の中に凄く売れているものとだめなもの両方があって、今申し上げたような対応を行っているというのが実態ではないかなと思う。従って、調整と言っても——私は今年度末位までと思っていたのだが——、もう少し皆さんより楽観的な見方をしている。

福井議長

植田委員が冒頭に発言されたこととの絡みで、ITの調整を考える必要がないかなという点は、2000年、2001年のITの調整をグラフで描くとバアッと非常に深い調整である。だがその後、調整が物凄いスピードで進んだような絵になってしまう。これはアメリカも物凄い減税、低金利政策

を行い、世界的にも非常に刺激の強い経済政策で高成長を実現して吸収したということだとすれば、政策が平時化していくと、実態的には過去の過剰が残っている部分がおおプレッシャーになって、ITだけを早く調整しているつもりが本当は時間の掛かる調整の局面に入っているのではないか。そのような理解はできないか。

植田委員

全体の総需要が少し減速するのが、さらに負担として掛かってくるということか。

福井議長

然り。

植田委員

それはあると思う。

福井議長

アメリカで弱気に見る人というのは、意外にそこまで引っ掛けて論じている人はいる。取り敢えず議論は一通り宜しいか。ここでコーヒープレイクを取りたいと思う。中途半端な時間なのだが、11時5分再開とする。

(午前10時54分中断、午前11時5分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

さて、宜しいか。それでは議論を再開する。次は金融政策の運営についてであるが、次回の決定会合までの金融政策の運営方針について、改めて各委員からお一人5分以内でご発言頂ければと思う。最初に植田委員から願います。

植田委員

次回までは現状維持で宜しいと思う。が、それで終わってしまうので、年末でもあるから、今年に入って——紙ベースではお回ししていると思うが——ゼロ金利、あるいは量的緩和の効果等について幾つか分析した結果が出たので、現行のスタンスの考え方、及びその影響について簡単に纏めて振り返っておきたいと思う。言うまでもなく、現在の政策スタンスは分解して言えば、ゼロ金利を時間軸を付けて続ける部分と、当座預金の量を拡大する部分と、その裏で量を拡大するために様々なオペをしているという部分から成っているのだと思う。考え方で分かりにくいのは時間軸のところであるので、もう一度確認しておく、これはやや単純化した言い方で申し上げれば、ある種ゼロ金利が必要なくなってもゼロ金利を暫く続ける、という約束によってイールド・カーブに影響を与えようという政策だった訳である。従って、大事なポイントは、もう金利を上げて大丈夫という時に、もうちょっと我慢するという部分があるかどうかということだと思う。「もう良いか」と聞かれて、「まだだ」というふうにちょっと言わないといけない、ということだと思う。ただ、その分問題があって、出口を出た後にインフレ率、あるいは名目金利がやや早めに上がるリスクがあるということだと思う。ただ、それは初めから承知のうえでやっている政策である。それからもう一つ問題があって、この政策が上手く効いて、あるいは他の要因もあってインフレ率が改善してしまった後では、「もう良いか」と聞かれて、「もう良い」と言って、前の約束を反故にしてしまう方が事後的にはベターだという面がある。ただ、そういうことをすると、常識的には日本銀行のクレディビリティに大きな傷が付いて、その後長めの期間にわたるコミットメントのような政策が採れなくなるということ、現在はそういうことを避けるために、我々自身にややリジットなルールを課しているということだと思う。こういう政策が定量的に効果があったというようなことが言えるかどうかという点だが、若い人達に計算してもらった結果では、まず、ゼロ金利の時間軸の政策の効果はそこそこあつ

た、ということだと思う。中長期金利を下げる方向で影響してきた。より仔細には10年物よりも例えば3年物の方が効果は大きい、あるいは影響度は最近になる程強まっているというような、ある意味常識的な結果が出ている。出口がやや近くなった方が時間軸政策のインパクトは大きい訳である。勿論、時間軸が長くなるという意味で強いということではなくて、例えば、3年物金利で言えば、出口が3年以内にあるかもしれない位になると、この政策の影響度は強くなるということである。昨年末、今年初め位の推計しかないが、現実の3年物金利が0.2%強、しかし時間軸政策がなければ0.5%とか0.6%位の水準にあったのではないかということである。量の拡大という政策の、その直接の効果を見出すのはなかなか難しいのだが、こうした分析の一つの流れの中では、時間軸のアナウンスメント効果を当預残高目標増強が補強した可能性はあるとの結果が出ている。それから、より直接的には特にマネーマーケットで色々なオペをしている訳だが、そのうちの長めのオペがターム物金利の水準を引き下げただけでなく、銀行間の金利のばらつきをほぼゼロにしてしまった効果をもたらしたことが、かなりはっきり出ている。影響としては、相対的に格付けの低い銀行のマネーマーケットでの調達コストを下げ、これはそういう銀行ないし、その背後にいる借り手に対してプラスの影響を持ったということであるし、裏を返せば市場機能低下という負の面もあったということであるかと思う。さらに国債の金利低下等が社債、あるいは米国債等に一部波及したということもあるし、ここでもスプレッドが潰れた、あるいは潰れ過ぎたような感じもなきにしもあらずであるが、これも一応、ここまでは景気の下支え要因として働いたということである。従って、全体としてそこそこの効果はあったと思う。外部での評価は当初は我々の政策に対して過大な期待が持たれていたように思うし、現在はむしろ全くないというような方向に評価は振れていると思うが、どちらでもないような中間位の効果を持ってきたように私は思っている。効果の一部は先程申し上げたように、時間軸の部分だが、出口が少し近づいてきて、しかし、直ちにという程近くはないというような時に効果が強くなるという面がある。従ってその周

辺——現在はまさにそういうところにいるような気もするが——への情報発信には非常に注意が必要である。また、マネーマーケットの先程のクレジット・スプレッドがどういうふうになったというような話は、ここまではプラス効果がかなりあったのだろうが、金融システム不安の後退で、そのプラスの効果が低下しているということは否めないし、市場機能低下というマイナスもあるかと思う。ただ、私個人はマネーマーケットの機能低下はそれ程重視していなくて、出口が近くなってくれば、必ず100%ではないにせよ、ある程度復活するというふうに思っている。今後予想される大きなリスクの一つはインフレであったり、あるいは一部の外国で、1980年代後半の日本のように過度の資産インフレがもたらす弊害というようなこともあるかもしれない。しかし、資産インフレについては、まだまだそういうことを言うには早い状況であり、むしろもっと資産価格が上がって、それで実体経済のインフレ率が上昇するということが望まれる程の状況である。中長期的に適切な水準をインフレ率が大きく超えるというリスクはゼロではないと思うが、現状では極めて低いと思う。従って、次回まで調節方針は現状維持で宜しいかと思う。ただ、無制限にずっと維持ということも考えにくい訳である。よく見るとリジッドなルールだが、現行のルールには、ある程度のアーリー・イグジットを可能にするような自由度もある。恐らく現在の景気の踊り場状態を脱した時に物価上昇、景気上昇のモメンタムを確認して、そこで今一度判断するということだと思う。以上である。

福井議長

次は春委員お願いする。

春委員

前回会合以降、短期の金融市場は資金余剰感が強い中で3か月物の短国レートがゼロになるなど、全般的に金利が下がっている。年末、あるいは来年4月のペイオフ解禁を控えているが、極めて落ち着いた状態が続いて

いるようである。当面はこれまでの30～35兆円の日銀当座預金残高目標及びなお書きも維持して、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良いと思う。

簡単に二点程申し上げたいのだが、昨日の説明にもあったように、既に様々な工夫をして当座預金残高目標を維持している訳で、引き続きそうした努力をお願いする必要がある訳だが、今後さらに金融システムの安定化が進んで金融機関における日銀当座預金への資金積み上げ意欲が減退することになると、目標維持が一層困難になることも考えられる。当面、公共料金の引き下げなどでコアCPIの上昇が難しくなっている状況の中で、来年4月のペイオフ解禁後に向けて、一つの検討課題と認識している。

もう一点、連鎖化されたGDPが公表されて以降、来年1月に予定されている展望レポートの中間評価について、日本銀行が改めて新方式に基づく見通しを出すのかどうか関心を持っているマスコミが何社かあった。昨日も質問したが、デフレータの修正で実質GDPは、2004年度、2005年度それぞれ数値上は1%強程度低下するということのようなのだが、そのことについて、例えば当面、そうした読み替えをしてもらうことも含めて現時点で何らかのメッセージが必要ではないかと思うが、皆様のご意見をお聞かせ頂きたい。私からは以上である。

福井議長

次に武藤副総裁、お願いします。

武藤副総裁

先程申し上げた経済・金融情勢についての判断を踏まえると、金融政策運営については現状維持という結論かと思う。物価について色々な意見が出ているが、その点について一言触れておきたいと思う。固定電話料金の引き下げの寄与がかなり大きい。当面のCPIの前年比はマイナスが続くであろうが、これをどのように扱っていくか、情報発信していくかということが課題なのだと思う。結局、こういう技術的な問題というのは、およ

そ統計には常にあることなので、そういうことを正直に話していく、説明していくしか方法はないのではなからうか。ただ、我々が物価を判断する時にはそういう指標も含めて、その他幅広い情報を踏まえて判断していくことを発信していくことに尽きるのではないかと思っている。以上である。

福井議長

岩田副総裁、お願いします。

岩田副総裁

現状については全く変更の必要はないが、二点程申し上げたい。第一点目は、植田委員が量的緩和政策についてご意見を述べられたので、そこに若干補足をしたい。それからもう一つは為替レートについて申し上げたいと思う。量的緩和の見方について植田委員から非常に詳細なご報告があって、ほとんど違和感がないのだが、補足をさせて頂ければ、一つは量的緩和で量を増やす時に、その裏側ではやはり価格に影響を与えているという側面がある。これはオペレーションでも短いものから段々伸ばしてきて、現在6か月がむしろ中心になってきているということであり、ある意味では短いところのイールド・スプレッドを少しずつ潰すような形で価格を通じたメカニズムというのはやはりあったのではないかと思う。それからクレジット・スプレッドが非常に落ちており、これはグローバルにもそういうことが観察されるが、ある意味では企業部門のバランスシートの調整を後押ししたというポジティブな効果がやはりあったのではないか。

もう一つ資産価格について言うと、土地の価格がやはり問題だと思う。株価の方は私は少なくとも20,000円位までは戻らないと、バブルが始まるという感じではないと思っている。土地についても、土地の総額を名目GDPで割った比率が、今2.8倍とか2.7倍とかいう水準にあり——この数字はバブルの時は5倍に近かった——、今の水準はバブル前の1980年代前半の水準まで落ちてきている。さらに、私は少子化、高齢化の効果があるのでこれはもうちょっとまだ下がり2倍位まで下がる、あと2~3年

はこの比率は下がり続けると考えている。ただ、部分的に首都圏等で既に土地の価格が上がり始めている、こういうローカルな部分というのは恐らく出ている。アメリカもある意味ではローカルな住宅価格のバブルを——ある意味で許容しながらと言って良いのかどうか分からないが——見ながらポストITバブル崩壊の難局をある程度乗り切ったのかなという印象も同時に持っている。であるから、資産価格について言うと、バブルを心配するにはまだ早いのではないかと思う。

もう一点はドル安なのだが、このところちょっと落ち着いているが、年明けにはもう一回ヘッジファンドが仕掛けてくるのではないかという話がある。これについては幾つかコメントがある。一つはグリーンспанが、私の参加した11月のパネルディスカッションで、将来、アメリカのドル建て債務が——今、名目GDP比で25%位だけれど——どんどん増えていくと将来ドル資産の魅力がなくなるのではないかということをおっしゃって、マーケットが驚いてしまった。しかし、オーストラリアに先々週に行ったが、オーストラリアは経常収支赤字が名目GDP比+6.5%、ネットの対外純債務は50%あって、これをずっと何十年も続けていて、今、オーストラリアドルはどうかと言うとコモディティカレンシーで基本的には非常に強いという状況なので、あまりグリーンспан議長の「25%になったからそろそろドル資産を持つのを嫌に思う」というのは、やや軽率ではないかと思う。財政赤字をもうちょっと早く減らせということを行うためにそういう危険があると指摘するのは良いのだが、どうも結果はドル安の方にだけ働いて、スノー長官には全然効いていないみたいなので、これはちょっと残念に思っている。それからドル安で本当に経常収支赤字が改善するのかどうかというのは非常に疑問で、所得効果と価格弾性値を比べると所得効果の方が必ず大きいのである。アメリカと日本とEUの成長率格差を見ると、アメリカの方がずっと1%以上高い中で、如何にドル安になっても、結果的に経常収支はあまり変わらない。むしろ成長率が高いアジアとかOPECとか、あるいは中南米とか、そういうところに対しては所得効果と相俟った場合に効果があるというようなことではないか

と思う。それからドルの実質実効レートを見ると、過去の一番低い水準まであと5~10%位なのではないかと思っている。以前、Fedに所属していたエコノミストでキャサリン・マンという方の予測だと、実効レートが15%位さらに下がれば経常赤字が2008年に名目GDP比+2%まで縮小という、そういう計算もあるのだが、これもまさにどういう国に対してどの位為替レートが動くかということに依存するのであって、必ずしもそういうことが言えるのかどうか疑問に思っている。それからもう一点、逆にドル高の要因も私はあると思っている、アメリカとそれ以外の国の金利の格差を見ると、アメリカが利上げサイクルに入っているのも、基本的には金融政策の面ではドル高効果を持つ。財政政策の方は、これは須田委員が前におっしゃっているように財政赤字を減らす方向にいくとすれば、反対方向に働くということになるのだが、過去の1994年の経験を見ると、マルクに対してドルはかなり下がっていて、今のユーロの上がり方は実はこの時とほとんど動きが似ている。ただし、基本的には利上げのサイクルなので、金融面からはドルを支えるような役割を持つのではないかと思っている。それからもう一点、海外からの利益送金に5%の税率を適用するという措置、これが資本流入と設備投資の両方を促進する効果があるので、一石二鳥で非常にちょうど具合が良い時にきたなと思っている。ただし、詳しく調べると、この利益送金した金がR&D設備投資に使われる場合だけでなく、どうも雇用訓練、雇用創出のためのバランスシート改善の場合も良いという条項が実は入っていて、もしかするとそちらの方に流れていくかもしれないと思う。基本的にはアメリカの経常収支赤字問題は、財政収支をきちっと閉じていくということが国内の貯蓄・投資バランスの変化をもたらして、それが経常収支の赤字を減らしていくというのが、主なルートだと思う。ただ、現実には恐らく財政赤字削減とドル安というような同時進行になり易いのだろうと思う。その場合に、財政赤字の削減努力が十分でないと、それだけドル安の方に傾斜し易くなるのではないかと思っている。以上である。

福井議長

福間委員から願います。

福間委員

最近の金融環境を見ると、本行が当預残高目標値を現在の水準にまで引き上げてきた当時と比べると、ここへきて金融環境全般に大きな変化が見られている。その背景には、金融機関の中間決算において、不良債権比率の半減目標を前倒して達成する先が見られるなど、銀行の財務体質が大幅に改善しているため、11月中旬にはムーディーズが、12月上旬にはフィッチが、それぞれ相次いで銀行の格付けの引き上げを行ったことがある。ムーディーズによる大手行の長期預金格付けを例に採れば、概ね1994～95年当時のレーティングを回復している。勿論、公的資金が入っているが、一応レーティングだけを見るとそうになっている。欧米の金融機関の邦銀に対するスタンスも大幅に改善しており、これを反映して、邦銀のクレジット・ラインは拡大され、そのアベイラビリティが大幅に改善するとともにジャパン・プレミアムも縮小しつつある。このような環境下で短観に示されたように、銀行は攻めの経営姿勢に転じており、また、それ以外にも本年7～9月期の法人季報によれば、企業間信用が量的緩和導入前に当たる2000年7～9月期以来の伸びを示しており、企業の長期借入金も銀行の積極的な貸出姿勢もあって、実に10年前の1994年1～3月期以来の高い伸び率を記録している。さらに、銀行関係の統計でもマネーサプライが本年4月をボトムに緩やかに回復傾向を辿っており、信用乗数も下げ止まっている。このように金融環境全般に変化がみられる中で、今後の政策運営を検討するに当たり、植田委員もおっしゃられたが、改めてという形になるが、ここで私なりに量的緩和政策の目的を整理しておく必要があるのではないかと思う。目的の一つは、2001年3月の量的緩和政策導入時のステートメントに明記されているとおり、物価の継続的な下落を防止すること、つまりデフレからの脱却を図ることである。本行はこのデフレからの脱却の具体的な判断基準として、昨年10月にいわゆる3条件を公表し、

それが満たされるまでは量的緩和政策の枠組みは堅持するということを対外的にコミットしている。ここで言う枠組みとは、当預残高の量を操作目標として潤沢な資金供給を行い、結果として無担コールオーバーナイト物レートがゼロ近傍で推移する状態を指しており、特定の当預残高目標値の水準を意味するものではないと認識している。第二の目的は銀行の格付け低下により、カウンターパーティ・リスクに対する警戒感が強まったことを背景に、銀行間でターム物取引が成立しがたい状況に対応して、本行が一時的にブローカー的なファンクションを発揮し、銀行のALMをサポートすること、つまり、銀行の流動性不安やリスクの顕現化を未然に防止するということである。本行は本年1月に当預残高目標値を現在の水準にまで引き上げる過程で、金融市場が不安定化するリスクが高まる度に97～98年の金融危機の教訓に鑑み、必要に応じ当預残高目標値を引き上げ、銀行の流動性リスクに対応してきた。このような取組みが現在の金融環境の変化をもたらす一因になったと考えている。因みに本年2月の大阪大学の小川氏という学者の定量分析によれば、我が国では1990年代後半以降、銀行の流動性需要が大きな高まりをみせており、その一因は銀行の不良債権問題を背景とする金融システム不安の高まりであったが、今後、銀行の不良債権が減少すれば銀行の流動性需要もその分減少するという分析をされているが、我々の政策も分析するとそういうことになるのかなと思う。以上、二つの量的緩和政策の目的を踏まえたうえで、当面の金融調節方針を考えると、少なくとも来年4月のペイオフ完全解禁までは、銀行の流動性リスクへの対応に万全を期すという趣旨から、現行の30～35兆円という当預残高目標値を維持することは適当であると思う。執行部においては、いつも申し上げていることだが、誠に骨の折れる仕事だが、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に引き続き工夫を凝らしながら日々の運営にあたって頂きたいと思う。ただ、冒頭述べた最近の金融環境の改善のもとで、銀行の流動性リスク自体は低下しつつある。昨日の金融市場局の説明にもあったとおり、このところ資金供給オペは期間が6～7か月と長めの手形買入れオペであっても、応札倍率は1

ないし 3 倍台と低く、平均落札レートも下限の 1/1,000% に貼り付く一方、資金吸収オペの応札倍率は概ね 5 ないし 6 倍台の高水準となっている。このように現行の当預残高目標値の達成・維持が益々難しくなっていることは、銀行の流動性リスクの低下に伴って、市場の資金の余剰感が一段と強まっていることを示している。このような状況に対して、本行としてはタイミングを十分に見極めたうえで、慎重かつゆっくりと、米国流に言えばメジャー・ペースで当預残高目標値の見直しを図っていくことが適当であり、そうした見直しを検討し始めても良い段階に入ったのではないかと思う。ただ、現実にはデフレからの脱却は達成されておらず、最近の金先のフォワード・レート・カーブのフラット化が示唆するように、市場のデフレ継続期待が根強い状況下では、量的緩和政策の枠組み自体は堅持する必要がある。すなわち当預残高という量をターゲットに、潤沢な資金供給を行い、結果として無担コールオーバーナイト物レートがゼロ% 近辺で推移する状態を保つことにより、金融面から持続的な成長基盤を整備する役割は引き続き果たしていく必要があると思っている。以上である。

福井議長

中原委員、お願いします。

中原委員

現在の調節方針継続が妥当だと思う。景気はやや微妙な段階にあるが、なお標準シナリオの範囲内であり、実態として景気後退になるリスクは小さいと思っている。市場には当座預金維持が自己目的化しているというような批判、あるいは実態に合わせて調節目標レンジを見直すべきとの議論、さらに量的緩和の副作用論もあるが、景気の本質が弱まる中で、現行目標残高維持が必要であると思う。量的緩和のもとでの緩和度、これは市場環境と当預残高の相対的な関係で測られるものと思うが、一方、今まで採ってきた目標残高の増額を追加緩和とする論理を維持する以上、目標の減額の論理構築は極めて難しいものと思う。植田委員が量的緩和につい

て理論的に纏めて頂いたが、基本的には私も同感である。量の意味についてはもう少し私は前向きに理解している訳だが、副作用論等について、若干用意したのでコメントしてみたいと思う。量的緩和の副作用として考えられるのは、三つ、ないし四つかと思う。一番最初は日銀が過剰な流動性を供給することによる、ある種のモラルハザード。それから二番目は量的緩和と時間軸効果による比較的短いターム物取引における金利機能、市場機能の喪失、三番目はいわゆるビハインド・ザ・カーブのリスク、敢えて挙げれば四つ目として財政規律の弛緩、あるいは構造改革の先送りというような問題も挙げられるかと思う。このうち、ある種の市場機能の喪失、あるいは過剰流動性に伴う銀行資金繰りの態度におけるモラルハザードのような問題については、金融システム不安の中で量的緩和プラスゼロ金利政策を行ってきた訳であり、これに伴う必然的な副作用というべきものかと思う。金融システムが安定化して構造改革が進み、実体経済の回復があれば、金融政策レジームの転換に応じて比較的短期のうちに資本の論理の貫徹と言うか、市場は正常に復し得るものと思う。また、ビハインド・ザ・カーブのリスクは、グローバル化する経済の中で比較的小さい、あるいは企業・家計の経済行動の原理がバブル以降大きく変わる中で、資産インフレのリスクもいまだ懸念する段階には程遠いと言って良いのではないかと思う。個人的には時間軸としては足許のインフレ率にコミットするよりは、先のインフレ率見通しにコミットする方式の方が本来望ましいのではないかと思うが、既に3年半の実績を持つ時間軸効果の意味は重いだろうと思う。最後に、10月の展望レポートにおける2004年度、2005年度の予測をどう見直すかだが、春委員がちょっと触れられたが、考え方としては、一つは1月の基本的見解の中でGDPデフレータの技術的問題に伴う見直しとしてバイアスの大きさを何らかの形で示す一方で、標準シナリオからの乖離を文章で評価するというもの。もう一つはバイアスの大きさを明示せずに、その後の状況変化も織り込みながら改めて新しい予測数値を示していくという、二つがあるかと思う。現在の段階では、前者の手法、すなわちデフレータのバイアスについて何らかの形で示していく、シ

ナリオからの乖離は文章で示していくというのが妥当かと思うが、今後の実体経済の標準シナリオからの乖離如何では、場合によっては中間見直しにおいても予測の数字を修正しなくてはならない状況が出る可能性も勿論ある訳である。この辺、皆さんのご意見も承りたいと思うが、いずれにせよ、展望レポートの中間評価を行う1月会合までに若干の事前の調査、分析、検討が必要ではないかと思う。

福井議長

須田委員、お願いします。

須田委員

足許の市場の動向を見ると、株式市場は企業の収益増加や米国株等の世界の株価の持ち直しを受け、底堅く推移している。一方、債券市場では市場の事前予想を下回る景気指標の公表や円高の影響もあって、日本の景気に対する見方が慎重化し、ボラティリティの低下のもと、長期金利は低下傾向にある。なかなか消費者物価が下げ止まらないため、市場は安心してしまい必要以上に時間軸を長くしているようにも思う。景気の回復について、市場よりも強めの情報発信をしても材料にされず、私共の景気・物価やリスクの蓋然性についての見方と市場の見方に引き続きギャップがあるように思う。市場と私共のどちらが正解なのかは後になってみないと分からないが、問題は双方の見方が修正される局面で市場が荒れないようにするにはどうすれば良いかという点であり、この点を常に考えておく必要があると思う。以前にも申し上げたことだが、ショックを小さくするために市場の見方に私共が無理に擦り寄り、必要以上に下振れリスクを強調する必要もないし、市場をこちらサイドに引き戻すために無理に強気の見通しを打ち出すことも得策ではない。市場と私共の見方にギャップが生じていると判断した場合には、その理由をしっかりと把握する一方で、新しく出される指標等を正確に分析し、日本銀行の景気判断の確実性を高め、それを市場が適正に消化できるように、丁寧に説明していくことが大切だと思

う。今回、このような対話をより難しくしているのが、GDPデフレーター変更に伴う実質経済成長率の下振れ、公共料金の引き下げとその消費者物価指数への組み入れによる消費者物価の下振れなど数字の変更である。もともと、変わったのは表面上の数字に過ぎず、これまで辿ってきた景気回復のメカニズムやそれが物価へ与えた影響までが変わったという訳ではない。このような変更があるため、来月の展望レポートの中間評価に際して、先程、春委員もおっしゃったが、数字を新たに出すのかどうかに関心を集めている。私はデフレ・バイアスの変更に伴う影響について、一言どこかで指摘しておく必要があるかもしれないと思うが、それ以上は必要ないと思っている。私共が出している数字はあくまで参考との位置付けであって、メインは基本的見解に書かれている景気のメカニズムである。従って、中間評価においても基本的見解に書かれている景気のメカニズムに変化があったかどうかに関心を向けさせることが重要だと思う。今後も消費者物価指数の基準年変更で数字が変わる可能性があるほか、景気とは直接関係ない一時的要因の影響等も排除できないため、現時点のような小数点以下の世界で動いている状況では、数字で語ろうとすればする程、本来、金融政策を検討するうえで最も重要な景気のメカニズムと異なる事象に注目が集まってしまう。勿論、現在の量的緩和政策の解除条件に消費者物価指数という指標を採用しているため、これを避けて金融政策を行うことはできないが、数字ではなく景気のメカニズムが大事だということを分かってもらえるよう、私は努力を続けたいと思う。景気のメカニズムという点では、昨日、調査統計局長から景気基準日付上、夏頃に景気の山を付けたと認定される可能性があることと、基本的見解で景気が回復を続けているということの両方を上手く説明する難しさの指摘があった。鋼材不足などによる生産の供給制約の影響が限界的に意味を持ちそうなので、なおさらである。「景気基準日付で既に山を越えているので、日銀は間違っている」という反応にならないように、私共の見方と景気基準日付との違いをどこかで説明しておく必要があると思う。最後に、次回の金融政策決定会合までの金融政策運営についてだが、現状維持で良いと思う。なお、最

近のオペの状況から、資金余剰感が非常に強くなっているという思いを強くしている。来年4月のペイオフ完全解禁以降、金融システム不安がほぼ解消されたと判断された時には、今以上に資金供給オペに対するニーズが減退する可能性が高いと思う。量的緩和政策の枠組みは約束に従って堅持するが、このような資金需要の減少にどう対処したら良いか——基本は先程の福田委員の考え方に賛成だが——、景気の状態も考慮に入れながら考えていきたいと思う。あと一点、先程の理論的な量的緩和政策についての整理において、私は植田委員の考え方に基本的には賛成である。ただ、それに対して岩田副総裁が量の効果として、オペの価格への効果とクレジット・スプレッドに対する影響について言及されたが、私は量自身がリスク・プレミアムに与えたインパクトはあっても非常に小さかったと思っている。そして、そのオペが時間軸の効果以上に価格に影響を与えたかどうかということについても、あったとしても非常に微々たるもので、時間軸の効果の方が大きかったのではないかと思っている。以上である。

福井議長

最後になったが、水野委員から願います。

水野委員

まず、もう大分議論が尽くされているので、当面の金融調節についてのみ述べるが、現行の金融市場調節ということで結構だと思う。これはマーケットも今、政策変更を予想していないし、年末年始、マーケットが非常に薄い中でボラティリティが低いことはちょっと不気味でもあるが、あまり変なメッセージを出さない方が今は良いと考えている。これから二点程お話ししたい。一つは先程、ペイオフ解禁を睨んで量的緩和の枠組みを堅持しつつも量を減らしていくことは検討課題になるという話があったのだが、一つ難しい課題は、量上げる時は比較的スムーズにいったのだが、量を下げる時、当然、何が起きるかと言うと金利先高観、量的緩和の解除、ゼロ金利政策からプラスの金利という先を見ていく動きが出てくるので、

恐らく量のあるターゲットに収めようとしてもなかなか難しい。量をコントロールするとさらにその量を守れなくなって、また当預残高目標の下限を下げていくということになり、マーケットにリードされる形で量を調節しなければいけないということで、本行が受動的な立場になってしまう可能性が非常に高いのではないか。量的緩和政策というのは、残念ながら途中で分かってきたことだが、量を増やすことはできても、減らす時にはもう出口をかなりマーケットに意識させながらやるしかないということで、量を減らすということは事実上、量的緩和の解除に等しいと思っている。これは金融市場局の巧みに工夫を凝らした調節をもってしても難しいのではないか。二つ目は、中期的な課題をちょっと今日は是非述べさせて頂きたい。これはあくまでも平時に戻る——今は有事という認識で良いかと思うが——、デフレ・スパイラルの危機がなくなって、金融システム不安がほぼ解消しつつあり、景気が我々が見ているパスに戻る、安定的に持続的なパスに戻るということを前提にしてである。まず、今の金融政策の枠組みというのは、景気循環よりも構造調整圧力に対応したものだと思う。ただ、構造調整圧力の低下が言われる一方で、マーケットでは最近、景気循環の復活ということが日本について言われ始めている。そういう意味では、政策運営もそろそろ景気循環にウェイトを置いたものを考えていく必要があるのかなと思う。それから現在の枠組みのもう一つの切り口というのは、ミルトン・フリードマン流に言うところ「ルールか裁量か」ということがあると思うが、ルールに重きを置いているのかなと思う。勿論、3条件の三つ目で、総合評価をするということが書かれているので、必ずしも裁量の余地がないということではないが、構造問題が解決して景気循環が復活と明らかであれば、私はどちらかと言うと裁量の余地を少し強めておくような方向で市場と対話をした方が良いのではないかという気がする。消費者物価だけにフォーカスが当たるのは非常に寂しいものがある。日本の民間エコノミストもこの指標の予測にエネルギーを注いでいるし、調査統計局も非常に一生懸命やっている。物価のトレンドを見ていくということが非常に重要だとすると、CPIを当てることにちょっとエネル

ギーを費やし過ぎているのかなという気がする。逆に言うと、民間と日本銀行の差があまりないということは安心はしたのだが。それから消費者物価だけではなくて、景気循環、株価、長期金利、アメリカや中国の景気、為替もそうであるが、この辺を総合的に見ながら政策運営をやるのだということ、多分4月以降、少しずつ景気が巡航速度に戻ることを見計りながら言っていくのが良いのではないかという気がする。それでも債券市場がいわゆる金融政策のノーマライゼーションを上手く織り込んでくれて、株価が上がって、円相場が急騰しなければ、実際に出口を探っていく。その時には、私は民間にいる時から時々言っているが、量的緩和の解除条件について若干の修正見直しをすることも含めて、一応、検討しておいた方が良いのではないかと思う。量的緩和の解除について、マーケットのヒアリングをよくしているのだが、メガバンクの市場運用部門からは、量的緩和を解除しても、ゼロ金利に対してのコミットメント、恐らくソフトな時間軸を出していけば良いと思うのだが、これさえ出してもらえれば恐らく日銀が思っているよりも小さな反応しかしないのではないか、解除条件を変更してもそれ程心配いらぬというメッセージは聞いている。これが私が就任記者会見で言った、マーケット——債券市場——はその量的緩和の解除条件を変更しても日銀ががっかりするような冷淡な反応を示すはずであるという見解の背景になったものである。政策委員会、ポリシーメーカーの一員となり、基本的に考えていることは、金融政策にかかわらず、ポリシーメーカーというのは環境が変われば基準が変わるのが常という、柔軟性が必要ではないかということである。福井総裁が就任して以来、日本銀行が非常に高く評価されていることは、柔軟さであったり、言葉は語弊があるが、硬直的ではなくて柔軟に動くというしたたかさ、対応力の高さというところが評価されてきたのだと思う。そういう点では直ぐにということではないが、私のいる数年間においては、日本銀行としては環境は変化する、これに柔軟に対応する、それをなぜそうしたかということきちんと説明して関係者に理解して頂く、そういうプロセスを十分に実行していく必要があるのではないかという感じがする。その点では他のポリ

シーメーカーを見てみると、最近は国債管理政策については、財務省の方も相当努力して頂いているような気がするし、中短期債の発行量を抑えながら、あるいは物価連動債、それから変動利付債等、将来の金利上昇に対応した商品を発行していくということで、かなり日本銀行の将来の政策変更を睨んだ方向にきている。ある一線はちゃんと守る必要があると思うが、金融政策と国債管理政策とは、基本的にある意味で譲るところは譲る、あるいは協調するところは協調するという、そういうことをやっていかなければいけないのではないかという気がする。それから最後に、植田委員がおっしゃられたとおり、一度コミットしたルール、それを変えた場合に、将来それが使えなくなる、あるいは信認が低下するという議論が一部マーケットにあるが——逆に今、聞いた議論には、皆さんが言った議論なら良いのだが——、私が懸念することが五点ある。一つは量的緩和政策というのは、私の認識では、ある意味危機的な緊急対応措置として導入された経緯がある。そういう意味ではデフレ・スパイラル、金融システム問題がほぼ解決したということになると、それを続けることを説明しないといけないのではないか。二つ目は、金利機能低下の弊害が出てきたという意見に対して、何らかのメッセージを出す必要があるのではないか。それから三点目としては、量的緩和政策とゼロ金利政策、これは景気刺激効果がどちらが大きいのか、なかなかこれは定量的に説明するのは難しいのだと思う。私はゼロ金利政策をやや強化したものが、量的緩和政策でしかないと考えているので、ゼロ金利政策に戻すこと自体が大きな問題ではないかという議論に対しては、少し説明が必要かと思う。それから四点目として、世界の中央銀行、これはエマージング諸国も含めてだが、今、何を考えているかと言うと金融政策のノーマライゼーションだと思う。今のところ資産価格が特に問題になっていないが、世界中の中央銀行が考えている悩みというのは、超金融緩和政策をあまり長く継続すると——トゥーロー・トゥーロングという政策だが——、行き場のない資金が必ず最後は投機マネーとなって、一部の資産価格を押し上げるという学習効果があるということだと思う。そういう意味では、日本銀行のボードとしてそういう将来に対す

る色々な副作用も効果と両方考えているというメッセージは、出しても良いのではないかと、そのように考えているところである。それから最後になるが、金融政策は同じ枠組みが4年位続いてきたということで、そろそろマーケットに対して頭の体操をさせてあげることもしないと、一種の知的退廃みたいなことが起きてしまわないかということもマーケットにいた時に感じたことがある。今のタイミングが決して良いと思えないが、景気が持続的回復のパスに乗るタイミング、それからペイオフの解禁が無事終わった後、株価の上昇を睨んでそこは次の展開を睨んでいく必要があると思う。以上である。

福井議長

それぞれご意見を頂戴したと思うが、取り敢えず、次回政策決定会合までの調節方針としては現状維持、30兆～35兆円程度の当座預金残高を供給し、我々のコミットメントを堅持していく、この点ではご異論がなかったと思う。来年を目掛けてこの段階で、量的緩和政策の効果について植田委員、それから岩田副総裁からかなりきちっと整理をして頂いたと思うし、須田委員からもそこにコメントを加えて頂いた。さらに副作用について中原委員から、これもまた整理して述べて頂いた。各人のご意見には多少ニュアンスの差は当然あると思うが、概ね大きくシェアできるところはシェアしながら、年明け以降、今の量的緩和政策を続ける限りはその効果に確信を持って、そして副作用の測り方についても整理して頂いた点を中心に見極めながら運営していくということだろうと思う。水野委員には、今回、決定会合に初参加して頂いて、今後の量的緩和の在り方についてかなり根本的な議論を展開して頂いた。我々が今までやってきているのは、日本経済がデフレから脱却し、お言葉を借りれば、構造問題のトラップから抜け出して正常な循環メカニズムで経済が動くようになる、それへのプロセスとしてCPIの前年比上昇率0%というのを一つの通過点として、そこを通過したあとは経済の面、物価の面、金融の面、全てそういう整合性のとれた循環メカニズムを伴って前進していく可能性が強いのではない

いか。金融政策はフレキシビリティが非常に大事である。しかし、その通過点を過ぎるまで多少フレキシビリティを犠牲にして、つまり、そういう意味では、多少リスクを冒して、ややスティッキーな面を持ちながら運営していくことが、透明性効果を通じて結果はより良いものを得られるのではないかという考え方のもとに動いてきた訳である。ノーリスクではなくて、ある程度リスクを取って、それは過大なリスクにならないかどうかということとは、いつも効果とその副作用とを点検しながら今日まで来たということである。年明け以降、まず今のテンポラリー・ポーズからどれ位のタイミングで脱し得るかということだが、次にこのポーズを脱したとしても、その後、経済の運動法則がどうなるかをよく確認しながら、改めて我々はその効果と副作用をきちんと点検しながら、このCPIと金融政策の間に一つ接合点を設けていることが、我々が政策フレームワークを決めた時に想定した取るべきリスクよりもあまりにも過大にならないかということとを判定しながら行かなければならない点、大変重要なご指摘を頂いたと思う。これは年明け後、本当に委員方、我々一人一人が頭の中でよく判断を繰り返しながら、さらに濃密に議論していきたいと思う。その他に量的緩和、特にオペレーションを続けていく場合の技術的ネックはないか。信用不安が治まれば治まる程、技術的ネックが出てこないかというご指摘を春委員を中心に頂いた訳だが、この点、確かに最近のオペレーションの状況を見ていると、金融不安が鎮まれば鎮まる程、この問題の困難度が増す可能性は等しく感じている訳で、なにがしかの修正を加えるという場合には、水野委員がおっしゃったとおり、マーケットの理解は、かなりマーケットの先行き感に絡めて理解してくるということにも、そういう難しい問題がある。取り敢えず当面は、金融市場局及び企画局において少なくとも技術的側面でもうちょっと研究を深めてもらいたい。そんなに時間的余裕はないかもしれないが、少し我々の勉強材料も出して欲しいと思う。そういう意味では、いきなりボードメンバーでの議論というよりは、若干の材料を持って議論させて頂きたいと思う。福間委員が出されたペイオフ解禁後の姿、その中で量的緩和の特に量の部分をどう調整していくかという部分

は、まさにフレームワークの修正のファーストステップの部分であると思う。

福間委員

フレームワークは変えないのである。

福井議長

そうか。

福間委員

と言うのは、量を拡大する過程で、私が一番強力に量の拡大を主張したかもしれないが、当時私が考えたことは、金融危機が起きる、あるいは予測される時、例えば、りそな銀行の前に行列ができたとか、あるいは例のみずほ銀行のコンピュータ問題とか、あるいは今回であればUFJの問題とか、そういう出来事が起こる度に、真っ先に私の頭に浮かぶのは1997年、98年のことなのである。これは、体験的に大変厳しいものであったから鮮明に記憶に残っている。こういう場合には、危機が起きてから慌てるよりも事前に手を打った方が良いということで、私はあの当時、山口副総裁と植田委員を相手に大分ここで論争をやった訳である。要するに、流動性危機に対してはリザーブを増やすということで対応する必要がある。1997、98年の時もリザーブを増やしておけば、金融危機は起きなかったであろうし、あるいはもう少し違った姿が描けたであろう。しかも当時の場合は実体経済が非常に弱く、デフレ・スパイラルに近い状態であった。そのような時には、97～98年のようなことが起きるかもしれないということで過去の教訓から学んだことを実施しなければいけない。その意味で量の拡大は流動性リスク対応であるということを申し上げた。その部分について、「ちょっと引き上げ過ぎた」というのは、現在が正常化したからそんなことを言うのである。正常化した後は、恐らくこういう姿になるだろうというのは始めから分かっていた訳である。と言うのは、インター

バンク取引を自分でできるようになれば、何も日銀が中へ入っていく必要もない。最近の外貨のアベイラビリティも増えている。もうこれ以上資金を供給するとかえって金が余り過ぎて市場がダブダブになる。

福井議長

ご趣旨はよく分かった。まず今、金融市場局、企画局にお願いした宿題の技術的な整理がどれ位できるかということがあるが、その整理がある程度でき、我々が咀嚼できたとしても、その後、そういう信用不安の対策のための流動性の部分と、マクロ政策のインプリケーションを持った部分と、この二つを分離して調整するということが可能かどうか、また、マーケットに対して十分説得的かという物凄く難しい問題があると思う。

福間委員

それはあると思う。

福井議長

その部分は、今直ぐに議論は展開できないが、重要な宿題として来年にキャリーするということにしよう。

福間委員

対話が非常に重要だと思う。

福井議長

分かった。そういう整理をさせて頂きたいと思う。それからもう一つ全然別な話として、GDPデータがチェーン・インデックスに変わったことに伴って、我々の出しているアウトルックを年明け後1月の政策決定会合の時にどうするかという議論を春委員、中原委員他、数人の方から出して頂いた。私自身が思っていることは、まず1月の政策決定会合の時点で我々のシナリオに対して、その時の実体判断をどのように位置付けるかと

ということが、やはり事項としては先決ではないか。それをどのように表現していくかという時に、色々な方法があるのだろう。つまり、チェーン・インデックスに伴うバイアスの修正の部分を、ある数字のイメージでもって説明するか、口頭で説明するか。表現だけでは我々の実体判断の修正というのが、かえってぼけてしまって、あまり明確なメッセージにならないという場合には、数字そのものの修正ということも例外的にはあるのかというふうなことを、多分頭に置いて今日議論を出して頂いたと思うのだが、1月の時点でやはり実体判断をどうするかということに重点を置きながら、議論させて頂きたいと思っている。ただ、今の段階でやはりこうした方が良いのではないかというふうに、かなり確信を持ったご意見をもしお持ちであれば、今の時点ですべて出しておいて頂くことが、その後考えていく参考になると思うので、この点についてご発言のなかった委員の中で、何かあればおっしゃって頂きたい。先程のご意見だと、須田委員は想定し得る1月の情勢からいくと数字まで修正する必要はないのではないかというご意見、春委員もどちらかと言うとバイアスを明示すれば良いのではないかというふうなご意見であったか。

春委員

私はどういうやり方が良いということをお願いしたつもりはないのだが、バイアスで読み替えてもらう、それで1月にはそれとの違いを言うというのが一つのやり方。私はどういう格好でやるか、ある程度イメージを持っていないといけないのでは、ということをお願いした。

武藤副総裁

宜しいか。

福井議長

どうぞ。

武藤副総裁

この問題は企業物価や消費者物価についても将来あり得る話なので、私はある程度ルールとして対応すれば良いのではないかと思う。要するに、中間評価では、その途中に生じた統計手法の変更を反映させないで、言葉で色々説明するというようなやり方があるとの話があったが、それに対応するのが原則である。また、仮にそういう手法が変更されなくても、見通しに大幅な変更があった場合には、中間評価で数字を改める可能性があるとは私は理解しているのだが、もし、そういう事態になったら新しいデータに変更するという一般論を——それが未来永劫正しいかどうかは分からないが——、一応、ルール化した方がむしろ説得できるのではないかと私自身は思う。

福井議長

中原委員は大体、春委員と同じようなお考えか。

中原委員

私は、バイアスの問題は、もうはっきりしている話でもあり、数字で表現しなければいけないと思う。ただし、ある種の議論とコンセンサスが必要かとは思いますが、ただそれは、なかなか議論が収斂しないかもしれないので…。

武藤副総裁

バイアスが今1%から1.1%か1.2%あるので、今年の3.6%から引くと2.幾つになる。

福井議長

今年は3.6%である。

武藤副総裁

今年は3.6%である、来年は2.5%か。それがそれぞれ2.幾つと1.幾つになるということは書いたら良いと思う。

中原委員

であるから、それを1月にやるのか。その話だけであれば、現段階でもう既にやらなければならないかもしれないということである。今、1月まで待つとすれば…。

武藤副総裁

そういう意味か。

中原委員

客観情勢、実体経済の変化を織り込むべきではないか。

武藤副総裁

それは、展望レポートを基に中間評価をするというタイミングにやれば良い。

中原委員

やればやっても良いという気もあるが、バイアスだけの議論であれば今直ぐやるべきなのであろう、本来は。

武藤副総裁

それは勿論あるかもしれない。ただ、今、展望レポートというツールを使って、何か議論をするというタイミングではないものだから、そのツールを使って何かを議論する時にバイアスを直せば良い。

中原委員

それは私も同様の考えである。

武藤副総裁

そういうことをおっしゃったと私は思っている。結果的には、ほとんど中原委員が言っていることと私が言っていることは同じなのだが、むしろそういうルールなのだというふうにしないと、今後のことも色々あるので、その場その場の対応という訳にはいかないのではないかと思う。

中原委員

ルールの点では、中間見通しで数字を出すのを原則とするのか、あるいは数字は出さないのを原則とするのか、数字を出す場合は、物凄く乖離が大きい場合だけにするのか、恐らくは最終、三番目の考え方と思う。ただ、非常に乖離が大きいという時、「非常に」というのはどういうことなのか、標準シナリオの範囲内ならどうなのか、議論は果てしなく続く訳である。

武藤副総裁

展望レポートを数字的に見直さなければならないような時という意味なのだが。

中原委員

過度の関心が集まるというのは、確かに須田委員のおっしゃるとおりなのだが、一方で、現実的に時間軸にコミットしている以上、その部分は避けて通れない訳である。それは数字を出したうえで、それをどう説明するか of 技術的な問題ではないかと思う。

福井議長

展望レポートを出す趣旨は、我々の政策姿勢をクリアに説明して透明性を高めるところにある訳で、そしてその数字は従来の我々の共有している

ところでは、半年に一回位は数字も示して、よりクリアにする。3か月毎にジャッジメントはするが、毎回数字を出すというものでもなかろうという位のところが、従来の我々のコンセンサス、あるいはそれをルールと言っても良いかもしれない。その場合でも、本当にそのやり方だけではメッセージがかえってクリアでなくなるという場合には、例外はあるかもしれないという位のニュアンスは持っていたと思う。その点は多分、GDPデータの改定を伴っても基本的には同じではないかと思うが、GDPデータの改定が、GDPと言い、物価と言い、非常に微妙な段階での改定だっただけに、攪乱要因と言うと言葉は悪いが、そうなる度合いがちょっと高い感じなので、来年の1月の時点で我々はそのシナリオに修正を加えるのかどうか。微妙な修正を加えた時に、それプラスGDP統計の改定に伴うバイアスはこうであると言うと、大変コンフュージングになるかどうかである。もし、非常にコンフュージングになるというのであれば、それはクリアにした方が良い。少なくともそれはルールであるし、一回やったからと言って毎回やるというふうになる訳ではないということになると思うが、そういう意味で私はやはり、まずどういう判断をするのだということが前提になるのではないか。その判断がクリアであり、それを文章上表現し、別途バイアスを説明するということで何の疑念も生じなければ、それはそれで良いということになると思う。

岩田副総裁

ちょっと宜しいか。基本的には武藤副総裁のおっしゃったことで私も賛成なのだが、ただ、対外的に色々説明していく場合、例えば総裁が国際会議においてになって、G10とかG7とか、そういうところにおいてになった時に、民間とか、あるいは政府の見通しというのが皆、その時にもう出ていて、その時日本銀行としては古い数字だけで言っていて、それで果たして上手く説明が分かり易く伝わるだろうか。分かり易さという面では、大幅な変更という場合に、そういう統計的な手法の変更も含めて考えることが仮に許されるとすれば、基本的な見方は勿論変わっていないけれ

ども、これは「実態の判断とは別で」というように分類を考えて、1月に新しいベースで出してしまうというのが私はむしろ分かり易いのかなと思う。元のままにしておいて色々解説を付けるより分かり易いと思う。

植田委員

ただ、年末年始の、要するにITの在庫調整とか、CPIが微妙なところであるから、これを見て1月時点でのアウトックがどう変わるかということ次第のような気がするが。

福井議長

恐縮だが、それは正月中に頭の中で咀嚼してもらいたいし、私自身はもう1月5日から出掛けて、アメリカ、スイスで会議を済ませてくるので、どの程度通用力があるかテストできると思うが、それも含めて1月にやろうということを取り敢えず宜しいか。それでは政府の方のご意見を頂戴したいと思う。宜しくお願いする。

上田財務副大臣

それでは発言させて頂く。こうした時期であるので、最初に平成17年度の予算編成について一言申し上げさせて頂く。平成17年度予算の編成については、来たる24日の概算閣議に向け、最終的な調整を行っている。財政に対する国民や市場からの信認を高め、持続的な経済成長を実現するためにも、財政健全化が必要であり、このような観点から、一般会計歳出及び一般歳出の水準を実質的に前年度同額以下に抑制してきた従来の歳出改革路線を堅持・強化し、従来にも増して、予算配分の重点化・効率化を行うとともに、新規国債発行額について前年度よりも減額することを確固たる目標として掲げ、予算編成に当たっている。

わが国経済の現状を見ると、景気は回復が続いていると認識しているが、このところ一部に弱い動きが見られることから、市場においては、景気の先行きへの慎重な見方もみられる。こうした中、デフレは依然として継続

しており、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。したがって、日本銀行におかれては、引き続き量的緩和政策を堅持していく姿勢を明確に示して頂きたいと考えている。

加えて、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、日銀におかれては、緩和的な金融環境が継続するとの期待が将来に亘り維持されるよう、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。

加藤内閣府大臣官房審議官

内閣府である。景気の現状については、20日の月例経済報告で報告するが、景気は一部に弱い動きが見られ、このところ回復が緩やかになっているとしている。「平成17年度経済見通し・経済財政運営の基本的態度」も同じく20日に公表するが、平成17年については、雇用・所得環境の改善による民間需要中心の緩やかな回復の継続と政府・日銀一体となった取組みを行うことにより、デフレからの脱却に向けた進展を見込んでいる。最近の物価動向については、消費者物価の前年比上昇率は0%を目前として足踏みを続けるなど、依然として緩やかなデフレが続いている。12月8日に連鎖方式によるGDP統計を公表したが、名目値では本年4~6月期、7~9月期の成長率が2期連続マイナスとなっている。このような状況のもとで、政府としては「基本方針2004」等で集中調整期間後に見込んでいる成長軌道、すなわち18年度以降は概ね名目2%程度、あるいはそれ以上の成長を実現するために、民間需要、雇用の拡大に力点を置きつつ、各分野の構造改革をより加速・拡大することを検討しているところである。日本銀行におかれても、政府との意思疎通を密にしつつ、デフレからの脱却を本格的にすべく思い切った金融緩和を続けることを期待する。この中でデフレ克服のためには、結果としてマネーサプライが増加することは不可欠であることから、効果的な資金供給に繋がるような措置も含め、さら

に実効性のある金融政策運営を行って頂きたい。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して頂くことを期待している。以上である。

福井議長

有り難うございました。只今の政府のご意見に対してコメントをお持ちの方はどうぞ遠慮なくおっしゃって頂きたい。宜しいか。それでは議案の取り纏めに移りたいと思う。委員方のご意見を踏まえて、議長としては、金融市場の調節方針を現状維持ということで議案の提出をさせて頂きたいと思うが、念のため、他に議案提出のご意向はないか。それでは議長提案を用意して頂きたいと思う。

[事務局より議案配布]

読み上げて欲しい。

内田企画局企画役

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。」である。続いて別添である。「2004年12月17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

それでは採決に移るので、大変恐縮である。

[政府からの出席者退室]

それでは議案を回付して欲しい。

[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

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

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。それでは執行部におかれては、今のよう

な調節方針で努力して頂きたいと思う。宜しく願います。政府の方を。

[政府からの出席者入室]

恐縮であった。原案どおり可決させて頂いた。では次に金融経済月報・基本的見解の決定に移りたいと思う。

V. 金融経済月報の検討

福井議長

先程の文章だが、修正はもうないか。

山岡企画局企画役

市況のところであるが、市況が今日は株も長期金利も上がり、株は完全に前月の水準に回復した。長期金利に関してはやはり上がってしまった。と言うことで、申し訳ないのだが、昔は0.2%、0.3%、1日のうちに動くことはしょっちゅうあったのだが、最近は長期金利の水準が低いもので、結構小さい動きに関心が当たり易くなっている。あまり小さな動きを取り上げて上昇・下落とも書きたくないということが一つある。それから、ここで決めてから、この月報を公表したり記者会見をする時までには動いてしまうというリスクもあるので、長期金利については大体、はっきり0.1%位動いたらという感じではある。そういうことを考えると、実は前月の長期金利の水準が1.4%台半ばであり、1.4%を回復したということであれば、全部「横這い」で宜しいか。と言うことで、具体的に文案を一番下の部分だが、申し上げたいと思う。一番下のところ「為替・資本市場では、」その後円の為替相場を持ってきて、「円の為替相場、長期金利および株価は前月と概ね同じ水準となっている。」。繰り返す。「為替・資本市場では、円の為替相場、長期金利および株価は前月と概ね同じ水準となっている。」とさせて頂きたいと考えている。以上である。

福井議長

これは一体何時頃のエンバーゴ付きで渡されるのが。

山岡企画局企画役

エンバーゴか。エンバーゴは…。

福井議長

今後変わっても、もう今のからは変えない、そういう意味か。

門間調査統計局参事役

15時である。

山岡企画局企画役

15時である。

福井議長

15時。では後場があるがそれはもう関係なしになるということか。

山岡企画局企画役

然り。

福井議長

他にご意見はないか。宜しいか。それではこれで決定をしたいと思います。

[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
須田審議委員
中原審議委員
春審議委員
福間審議委員
水野審議委員

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。この基本的見解は、今、執行部の方から話があったとおり、本日の 15 時発表の予定である。なお、分厚い方の背景説明だが、これは必要に応じ執行部で修文を施したうえで、来週月曜日、20 日の 14 時に対外公表の予定である。次に議事要旨の承認である。

VI. 金融政策決定会合（2004 年 10 月 29 日及び 11 月 17・18 日） 議事要旨の承認

福井議長

今回は 10 月 29 日開催分と 11 月 17、18 日開催分の 2 回分だが、お手許に既にお配りしてご検討頂いたと思う。ご異議がなければ採決をしたいと思うが如何か。宜しいか。それではこれも採決に付したいと思う。

[金融政策決定会合議事要旨（10月29日開催分）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
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：水野審議委員

欠席：なし

[金融政策決定会合議事要旨（11月17・18日開催分）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
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：水野審議委員

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。10月29日及び11月17・18日の2件だが、賛成が8である。棄権は水野委員である。賛成多数である。

福井議長

水野委員の棄権は、今回から参加され、議事要旨は以前の分であるので棄権するということである。

須田委員

今まで我々は棄権ではなくてサインをしていたのだが。

水野委員

メッセージは特にないのだが、一応参加していないもので今回は棄権させて頂いた。特に異議はない。

福井議長

それでは賛成8、棄権1ということで承認させて頂いた。本件の議事要旨は12月22日。来週水曜日の14時に対外公表する予定である。

VII. 2005年1月から6月の金融政策決定会合の開催予定日等の承認

福井議長

次にもう一つある。2005年1月から6月の金融政策決定会合開催予定日をご承認頂きたいと思う。既に日程案についてはお手許にお配りしてあると思うが、これをご確認頂いて、異議がなければ採決をしたいと思う。宜しいか。それではお願いします。

[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

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

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

全員一致で承認した。本件については、本日のこの会議終了後、速やかに公表させて頂きたいと思う。

VIII. 閉会

福井議長

以上で本日の議案は全部終了した。次回は明年1月18日、19日の両日に開催の予定である。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、御自身のご発言も含めて厳に出席者限りである。議事要旨、それから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。決定会合への信認確保の観点から、この場にいらっしゃる皆様方全て、厳正な機密管理をお願いしたいと思う。以上をもって閉会とする。

(午後 12 時 32 分閉会)

以 上