

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2005年1月18日（14:00～15:51）

1月19日（9:00～12:28）

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（18日）

上田 勇 財務副大臣（19日）

内閣府 浜野 潤 政策統括官（経済財政運営担当）

（執行部からの報告者）

理事

平野英治

理事

白川方明

理事

山本 晃

企画局長

山口廣秀

企画局審議役

前原康宏

企画局企画役

内田眞一

企画局企画役

山岡浩巳

金融市場局長

中曾 宏

調査統計局長

早川英男

調査統計局参事役

門間一夫

国際局長

堀井昭成

（事務局）

政策委員会室長

秋山勝貞

政策委員会室審議役

武井敏一

政策委員会室企画役

村上憲司

企画局企画役

加藤 毅

企画局企画役

武田直己

I. 開会

福井議長

それでは政策決定会合を開催する。

(14 時 00 分開会)

今日と明日の二日間の会議である。今日は金融経済情勢に関する執行部からの説明を伺って若干の質疑応答をしたい。情勢に関する討議、それから政策運営に関する討議は明日行うということで、ご了解頂きたいと思う。政府から今日は財務省石井総括審議官にお越し頂いた。宜しく願います。内閣府から浜野政策統括官にお越し頂いた。宜しく願います。会合の中での発言は全て記録させて頂く。そのことを踏まえてご発言頂きたいと思う。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

それでは金融経済情勢に関する執行部の説明に移る。各説明毎に若干の質疑応答の時間を設けたいと思っている。最初は金融調節、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

それではお手許の資料 1、2（追加）に沿って説明する。まず、図表 1-1 で当座預金残高である。前回決定会合以降は、34 兆円ないし 31 兆円台の間で変化している。短期金融市場の方は極めて落ち着いた地合いが続いていて、無担オーバーナイトレートは 12 月 30 日年末越えのところが 2/1,000%になった以外は 1/1,000%で推移している。次に、図表 1-2。下の表で当座預金の保有状況をご覧頂くと、都長銀が 15 兆円台までやや切り下がってきている。一方、外銀の方は 6 兆円近辺の水準を維持している。

この結果、12月の積み期だが——ちょうど終わったところだが——、32.9兆円で着地している。次に図表の1-3で資金需給の動向を見る。12月初は税揚げによる資金不足、それから月央に掛けては年金定時払いなどによる余剰。そして月末に掛けては年末銀行券需要等による不足と、需給が変化した訳である。1月に入ってから、足許までのところは需給は+0.5兆円。このうち銀行券が4.2兆円の還収超であるが、先週までは還収ペースが遅く、資金需給の方が予想に比べて不足方向に振れていた。そうした中でのオペの実施状況について図表1-4に沿って説明したいが、まず、去年の12月から現在までの流れを今一度整理しておきたいと思う。前回決定会合の時に報告したように、12月の初めに掛けて資金供給を積み上げていく過程で、短国の買い入れも含めて各種のオペが札割れしたところである。この時期の札割れであるが、供給オペがかなり高い頻度で行われたため、オペ先にいつでも資金調達できる、お金が取れると、そういった調達安心感が広がったことが基本的背景とみている。また、本来は割れにくいはずの短国オペまでもが割れたのは、F Bに対する投資家の需要が極めて強くて、ディーラーの玉が枯渇したこと、それに加えて、日銀オペに持ち込むと損が出てしまうところまでレートが潰れきってしまったことが背景と見ている。そこで私共としては、オペの環境を少しでも好転させることを狙って、先程申し上げたように、資金需給が余剰期に入った12月13日の週に供給オペを停止した。同時に、資金吸収オペの一覧にあるように、各種の吸収手段を動員して余剰資金を吸収したところである。吸収には売手、それから国債の売現先、それに加えて約5年振りとなる短国の売却も12月14日と16日の二回実施したところである。以上に対する市場の反応だが、勿論意外感があったようだが、レート面への影響は限定的であった。すなわち、レポ・レートはその後8/1,000%位まで上昇したが、年末以降は2/1,000%に戻っている。それから、F B3か月物のレートは一時的に2/1,000%まで上昇した。上昇したと言っても1/1,000%であり、あっという間に元の1/1,000%に戻ってしまった。年明け後の資金供給のオペのパフォーマンスだが、一段と低下をしているところである。図

表1-4の上側のシャドーを掛けてあるところだが、国債買現先が連続で4回、それから短国買入オペが連続3回、札割れしている。今日は取り敢えずセーフだったが、ちょっと頻度高く札割れしている。これは先週まで銀行券の戻りがやや鈍い中にあり、高水準の供給オペ残高を維持する必要があった一方、オペに対する需要が一段と低下していることが基本的な背景と見ている。オペ需要の減退だが、大手行の流動性不安が後退して、調達安心感が定着しているということとか、短国金利全般が0%近傍に圧縮されていることが基本的要因と見ている。今後については、今申し上げたような要因が大きく変化するとは考えにくい状態である。次に図表1-5、今申し上げたように、(3)短国の金利だが、短国に対する需要の強さから見ると、潰れきったF Bの金利が今後反転上昇する余地というのは限られているとみざるを得ないかと思っている。それから(1)のグラフで示すように資金需給の方だが、今後は国債の発行あるいは税、そういった財政要因を主因に不足幅が、グラフが示すように、方向としては段々累増していくと見ている。(2)のグラフはそうした資金不足を埋めるための、足許までの供給オペの残高の推移を見ているものだが、目先については2月の初め、それから3月の初めの税揚げに向けて一段とオペの残高を積み上げていく必要がある。ちょうど、直近のところで一番高い山、これが12月だが、ここのオペ残が63兆円ある。現在のところは、3月初めのオペ残はこれを上回る65兆円超となる見込みである。こうしたもとでの今後のオペ運営だが、年度末資金需要に肌理細かく応えていく、あるいは手形のオペ期間をさらに長期化する、そういった一段の工夫を要する局面が当面は続くと見ている。次に図表1-6、前回決定会合以降は、12月22日、それから1月12日の2回A B C P買入をオファーしており、その結果、累積買入総額は1.9兆円に乗せている。次に図表1-9、電子C Pの動向をご覧ください。手形のC Pの印紙税を軽減する特別措置は3月末で廃止される予定になっている。これを控えて、(1)のグラフの折線で示すようにC Pの発行残高全体に占める電子C Pの割合だが、去年の10月位から上昇ペースをやや速めており、12月末で大体19%になっている。また、これに伴い

(2)のグラフの折線が示しているように、本行のCP買現先オペ残に占める電子CPの割合も増えてきている。その割合は、ちょうど12月末で22%である。これは発行残高に占める電子CPの比率——先程申し上げたように19%だが——、それを上回っているということである。続いて図表2-1以降で金融・為替市場の動きを見ていくが、まず、(2)でターム物の金利をご覧頂く。短国レートをご覧頂くと、FBの3Mだが前回決定会合以降ほぼ一貫して1/1,000%であった。それが年明け後なのだが、レートの低下圧力がTBの1Yまで及んできており、足許ではほぼ3M~1Yまでのレートが1/1,000%で並ぶような状態となっている。図表2-2である。円転コストの推移は、年末越えのものがマイナス幅を拡大させたが、振幅は前年より小さくなってきており、大体全般においては落ち着いた地合いと見ている。下のグラフ、金先からみた黒い太線のフォワード・レート・カーブだが、こちらは前回決定会合以降、ほとんど動いていない。続いて長期金利の動きである。図表2-3の長期金利、これはほぼ横這いの動きである。景気の先行きに対する慎重な見方が根強いのだが、銀行などの中期債より長いものに対する投資姿勢は抑制気味であるので、どんどん金利が下がっていく地合いではない。一方、株価の上昇であるとか、あるいは先日の11月の機械受注の計数、これは案外良かったのだが、これは確かに売り材料になって、金利上昇要因にはなっているが、10年債で言えば1.4%を超えるところでは押目買いが即座に入ってくるようである。こういったことから10年債で言うと1.4%近傍での、かなり狭いレンジの動きとなっている。続いて、図表の2-4である。イールド・カーブの形状だが、このページの各グラフが示すように、前回決定会合以降ほとんど動いていない。図表2-5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結果から見てみると、(1)のグラフにあるように、横縞模様の部分が多少増えている。つまり株価動向に対する注目度が増しており、その株価は、(2)のグラフの×印の点線が示すように、足許では、これは金利上昇要因として意識される度合いが強まっているようである。続いてクレジット市場である。図表2-6である。こちらは極めてタイトな状

態が続いている。(1) のグラフに示す社債のスプレッド、それから(2)のクレジット・デフォルト・スワップ・プレミアム、いずれも低いまま推移している。その背景の一つに(3)のグラフで示すように、企業の格上げ数から格下げ数を引いた数字がここへきてさらに増加ペースを速めている。そういった点を指摘することができるように思う。これを受けて、投資家が引き続きクレジット物に対する旺盛な投資姿勢を示していることから需給がタイトな状況が続いていると考えられる。続いて図表 2-7、銀行セクターについてもこのページの各グラフに示すように、ほぼ同様なことが言えると思う。特にムーディーズに続いてS & Pも大手行の格付けを引き上げに踏み切ったことから、邦銀に対するパーセプション全般がさらに改善していると見られる。続いて、株式相場、図表 2-8 である。株式相場だが、まず(2)のグラフをご覧頂くと、米国の株価、こちらはダウもNASDAQもこの間上昇を続けており、一応、昨年末には 2004 年初来のピークを付けている。これに比べて日本株は相対的に出遅れ感があった中、前回決定会合辺りからなのだが、いわゆる、値嵩大型株、それから銀行株、そういったところを中心に海外の投資家による買いが入り始めたようである。従って、これを受けて(1)のグラフ、それから(3)のグラフに見られるように、12 月半ば位から上昇基調に転じており、足許では、日経平均は 11,500 円近くの水準になっている。主体別の売買動向を図表 2-9 でご覧頂く。買い越し主体となっているのは、やはり依然海外の投資家である。12 月の数字をご覧頂くと 5,866 億円と高水準だった 11 月に引き続き、買い越しになっている。その流れだが、一応、1 月に入っても同じような状態——買い越し基調——が続いていると見ている。12 月中、外国人投資家以外でやや目立つ買い越し主体としては、投信の 1,465 億円というのがある。これは恐らく銀行の窓販が拡大していることが反映しているのであろうと見ている。1 月に入ってから動きなのだが、先程、申し上げた外国人の投資家の買いは継続しているようである。それから個人の売りについては、昨年内は結構大きかったが——これは恐らく節税対策もあると思うが——、年明け後は一巡してきている。そういうことから年明け後は、需給

面から株価が支えられている。因みに株価変動についての市場参加者に対するサーベイ結果を(2)のグラフで見ると、ここに表われているように、最近の株価上昇要因として意識されているのは、この白い丸印の細い線だが、恐らくは出遅れ感の取り戻しとか、あるいは今申し上げた需給の改善、そういった要因に根差した内部要因、あるいは市場心理といったやや漠然とした要因によって支えられているのではないかと見ている。言い換えると、足許の株価は——このグラフで言う黒い太線——、はっきりとしたファンダメンタルズ、つまり景気とか企業業績、そういったものに裏打ちされたものでは必ずしもないと思っている。図表 2-10 で為替の動向である。為替については、12 月の初め頃から前回決定会合に掛けて、それまでのドルのショート・ポジションが巻き戻される形でドル高が進んだ訳である。ドルの買い戻しは、一応 12 月の中旬に掛けてほぼ一巡したが、ユーロに対しては一部公的当局と思われる買いであるとか、あるいは短期筋のユーロ買いの再開といったこともあって、ちょうど年末の薄商いの中において——(1)のグラフで言う薄い線、あるいは(1)の表にもあるが——、年末の 12 月 30 日にユーロは既往ピークとなる 1.3642 ドルに到達した訳である。その後は、達成感から利益確定売りに回って急反落している。年明け後の為替相場は、各種計数、あるいは要人発言に反応しながら結構値動きの荒い展開となっている。その辺の動きを図表 2-11 でご覧頂くと、例えば年明け後だが、(2)のグラフで見ると、1 月 7 日、スノー財務長官が「財政赤字に取り組むことも考える」と示唆したことから、ドルが買われている。ところが 11 日になると今度はアメリカの 11 月の貿易収支、これが既往最大の赤字幅になると一転してドルが売られている。さらに昨週末に掛けて、これは(1)のグラフの右端に書いてあるが、ECB 幹部がアジア通貨の上昇が必要と受け止められるような発言をしたことから、今度は円にスポットライトが当たる形になっている。それで結果として、14 日のニューヨーク、それから昨日 17 日のロンドン市場では一時 101 円台まで円高が進んでいる。この間ユーロは、円とかドルに対してむしろ値下がりしているので、足許は円高の様相を呈していると言えると思う。この

先だが、次の図表 2-12 をご覧頂くと、(2)の経常赤字あるいは(3)の財政赤字、こういった問題がドル売り材料として意識されている。実際、図表 2-13 なのだが、(2)のリスクリバーサルグラフをご覧頂くと、特に黒い太線で示したドル／円相場については、足許マイナス幅-1.23%というところまで拡大しており、ドル／円については、ドル・ベア・センチメントが強まっている様子が窺える。ただ、ドル安一辺倒という訳では必ずしもないようで、一部には、アメリカの景気は結構底堅いのではないか、このため、アメリカの金利が着実に上昇していくとすれば、むしろ金利差が拡大することがドル買い材料となるのではないかと見る向きもあるようである。いずれにしても、当面はG7であるとか大統領予算教書の内容が注目されており、それを見極めたうえで新たな方向感が模索されるようなことになると見ている。私からは以上である。

福井議長

ご質問ご意見等あればどうぞ。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。先程の資金過不足の図で財政資金の受払による当座預金の増減だが、これがやや異常というか…、かなり大幅で、恐らく市中から資金を吸い上げているということだと思うのだが、数字で言うと図表 1-7 の政府余資、預金の部分が前年と比べると 8.5 兆円増えている。要因的には税収が思ったより増えているとか、それからもう一つ、主として借換債の前倒し発行を決めていて、今度の補正予算でも 14 兆円の枠だったものを、24 兆円に 10 兆円増やすということになっていて、勿論その枠をどの位使うのか分からないのだが、例えば 20 兆円位使うとすると、それだけで 6 兆円分位、さらに不足要因となる可能性が出てくる。さらに次の年は、これは新聞の情報しか私は読んでいないのだが、借換債の前倒し発行の枠を 30 兆円まで拡大するという観測もあり、そうするとさらにこの財政収支の要因による資金不足幅が大きくなり、裏返しにすると短期の

資金供給オペを沢山用意しなくてはいけないこととなる。65兆円ではもっと足らなくなってしまうというふうに思うのだが、そういう見方で宜しいか。

中曾金融市場局長

昨日お配りした資料の中には、政府余資の推移が入っており、余資自体はやや長い目で見ると政府サイドも効率的な資金運用に努めていることを反映して、方向としては縮小している。ただ、足許はおっしゃったように、前年差でみると8.5兆円程膨らんでいるのは事実であり、恐らくこの先も税収あるいは借換債前倒し発行、そういったものがなにがしかオンされてくる可能性はあると思う。これは確かに我々の負担になるのだが、単純に圧縮することも、これまたなかなか難しいと理解している。金融市場局としては財政資金の受払いは一応、ギブンとして対応せざるを得ないとこれまでは考えているところである。

須田委員

先程、都長銀が当預残高を少し切り下げているとのご説明があったが、それは意図的なものなのかどうかということと、銀行券の戻りが少し良くなったということであるが、それは改刷に絡んで、我々に積極的に旧券を戻して頂くということをお願いした以降の動きなのかどうかを教えてください。

中曾金融市場局長

まず、都長銀の当預のレベルが多少切り下がってきているのは、恐らくこれまでいわゆるレピュテーションリスクに配慮して、慎重な保守的な金繰りをしていたような先が、そういったリスクが後退してきているということから、目標レベルを彼等なりにやや下げてきている要因があると思う。それから銀行券の方なのだが、昨日今日しか経っていないので何とも言えないのだが、今朝の数字を見てみると、割と戻り始めているなという気が

する。つまり——そういう目で見えてしまうのかもしれないのだが——、当初見ていたよりはかなり多めに戻ってきているようで、もう少しトレンドを見てみないと分からないのだが、発券局の措置が今のところ効いているようにも見える。ただ、繰り返しになるが、もう少し長い目でちょっとトレンドを追ってみないと最終的には何とも言えないと思う。

中原委員

3月に7兆円の資金需給不足日が発生するという話を聞いていたが、3月に掛けては年度末越えの流動性需要が高まるのではないか。また、6月位までを展望して、税揚げの影響をどういうふうに見ているか。この財政要因の累積状況を見ているとかなり構造的な変化があると思うのだが、普通であれば2004年度末までに戻ってくるのではないか。勿論赤字国債発行に伴う資金不足もあると思うのだが、やや長期的に見てどうか。

中曾金融市場局長

まず、今、委員がおっしゃったように3月末はそれなりの年度末越え資金需要がある。幾ら信用が回復しているとは言え、ペイオフもまだ意識されていると思うので、その辺の資金需要がそれなりに出てくるのではないかと思う。従って、今のところ3月は何とか色々な工夫をしていくことによって対応できるのではないかと考えている。その先は資金需給の状態も正確に予測することはまだ難しいが、期末要因が9月までは無いので、さらに工夫をしなければならない状態が続くのではないかと見ている。

福井議長

宜しいか。では、海外の経済情勢について、平野理事と堀井国際局長、お願いする。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

それでは、本日配付したお手許の資料、資料 3（参考計表）（追加分）をご覧頂きたい。図表 1、アメリカの主要経済指標を確認したいと思う。いつものとおりシャドーが掛かっているのが前回会合以降判明した計数である。全体として国内民間需要に支えられて景気拡大が続いている姿を示している。まず、個人消費だが、5. 小売売上高は 12 月、前月比+1.2%と高い伸びになった。また、四半期の欄で 10~12 月期の前期比を見ても +2.5%と、高い伸びとなった。これには 6. 自動車販売が 12 月にはアメリカメーカーのインセンティブ販売の底上げに加えて日本車が大きく増加したことから、年率 1,887 万台と極めて高い水準になったことが一つ影響しているし、また、クリスマスセールも出だしこそ遅れ気味であったが、後半盛り返してまずまずの売上げとなったことを反映している。7. 消費者コンフィデンスも 12 月は 5 か月振りに高い水準になった。この間、8. 住宅着工は 11 月には減少しているが、これは悪天候によるものと見られている。一方、表には載せていないが住宅着工許可件数は 200 万戸近い高水準を維持しており、依然、落ち込む様子は窺われない。また、住宅価格——これは別の（参考計表）に載せている訳だが——その騰勢は年率 1 割以上のペースで続いている。10. 貿易収支だが、11 月は 603 億ドルと既往最大の赤字を記録した。当月の赤字の拡大は輸入の増加に加え輸出の減少が響いている。少し均して見ると、この半年程の間、中国とアジア向けの輸出が伸び悩んでおり、昨年後半にアジアの成長テンポが幾分鈍化したことの影響、なかでも IT の需給調整の影響が出ていると考えられる。アメリカ経済の供給サイドを見ると、11. I S M は製造業、非製造業とも分岐点の 50 を引き続きかなり上回っている。雇用者数は 15. にあるように 12 月は 15.7 万人の増加となった。10~12 月平均でも 20 万人の増加と、全体の景気拡大と整合的な増加となっている。こうしたもとで賃金の上昇率もジリジリ高まっているが、これについては後で少し詳しく述べたいと

思う。物価面、16. P P I をご覧頂くと、12 月はエネルギー価格の下落から前月比 -0.7% となった訳だが、コアの方は $+0.1\%$ である。図表 2 で雇用情勢を少し確認したいと思う。(1) 今次局面の左のグラフにあるように、2003 年の後半から、細線の方の労働投入——これは雇用者数と労働時間を掛け合わせたものだが——これが増加して、2004 年になると雇用者の増加傾向が定着した訳である。そうしたもとで、右のグラフにあるように 2003 年の半ばから、細線の失業率が順調に低下していったが、名目賃金の伸びは 2004 年の初めまで低下を続けた訳である。しかし、2004 年 2 月を底にして、賃金の前年比がジリジリと戻り始めている。最近では $+2\%$ 台の半ばになっている訳である。因みにこれは、(2) で 1991 年以降のいわゆるジョブレス・リカバリーの時と比べてみると、現在の雇用の回復ペースは、この右肩上りのスピードと角度を比べてみると、依然弱めである。一方、失業率の水準は、 5.4% であるのでジョブレス・リカバリーの時よりは低い訳である。この (2) にあるようにジョブレス・リカバリーの時は、右のグラフで見ると失業率が 6% を上回る中で、賃金の上昇率は前年比大体この $+2.5\%$ 程度で安定している。賃金の前年比が切り上がってくるのは、実はこのグラフの外側になるが、失業率が 5.5% を切った 1995 年である。当時はそうした状態を踏まえて N A I R U が 5.5% 程度と言われた訳である。その後、インフレ期待が落ち着く中で、N A I R U の議論はずっと下火になってきた訳だが、先程点検したように、足許では失業率が 5.4% 、それから賃金の前年比の上昇率が $+2.5\%$ とジョブレス・リカバリーの終わりの頃に近づいているというところかと思う。そろそろ N A I R U を巡る議論が表舞台に出てくる時期かもしれない。以上を申し上げたうえで、次はユーロを図表 3 で見たいと思う。ユーロエリアである。景気の良い方の数字から申し上げると、4. 新車登録台数が——10~12 月の第 4 四半期のところをご覧頂くと——、1,134 万台と増加している。メーカーの新車投入、それからインセンティブ販売といったものの効果が出ている。しかし、この他の計数を見るとパツとしない。7. 輸出である。それから 10. 鉱工業生産である。これはいずれも 10 月までの数字なのだ

が、ともに弱めの計数となっており、その後のユーロ高、それから世界的 I T 関連財の需給調整といったものの影響を考えると、景気の持続性が気掛かりである。より最近月に関するコンフィデンスを見ても 5. 消費者コンフィデンス、それから 11. 製造業 P M I といずれもパツとしない数字が続いている。この間、物価面では変化がない。次に図表 4-1 である。1. で中国経済である。5. 直接投資流入額だが、契約ベースで見ると、引き続き高い伸びが続いている。実行ベースではその 12 月に急減しているが、これはいわゆる年末の計数調整の関係と見られ、実態を表わしていないと見ている。それから 9. にマネーサプライが出ている。12 月前年比 +14.6% になった。人民銀行の 2005 年、今年目標値が +15% であるので、足許からほぼ横這いの伸びを展望していると言って良いと思う。次に図表 4-2 で N I E s、A S E A N のところは、あまり先月から変化はない。輸出とか生産をざっとご覧頂くと、テンポこそ鈍化はしているが、増勢は続いていると見られる。それから図表 4-3 の (6) で物価を見ると、物価の方も前月から大きな変化はない。フィリピンとインドネシアを除いて、物価は安定している。次に図表 5 だが、アメリカの金融指標である。(2) の株価だが、年始にポジション整理の利食い売りが出て幾分軟化したか、その後は揉み合っている。この間、(1) の長期金利だが 10 年物国債流通利回りを見て 4.2% 近傍で小浮動している。(5) の F F 先物だが、これから今後の市場予想を読み取ると、2 月初めの F O M C、それから 3 月の F O M C でそれぞれ 25bp ずつの利上げがフルに織り込まれている。さらに 5 月初めの F O M C で 25bp の利上げも 9 割方の確率で織り込まれている。この間、(3)、(4) の二つのリスク指標からご覧頂けるように、リスク回避度は歴史的に低い状態にある。最後に図表 6、欧州の金融指標である。(2) で、ドイツの株価は、実はこのユーロ高が進む局面でアメリカの利食い売りに遅れて下落している。ここ数日はむしろユーロ高の反転があつて、これとともに小反発している状況である。(1) 長期金利は 3.5% 台半ばで小浮動している。(5) のユーロ先物から見ると E C B の利上げ予想は年半ば位までほぼ払拭されている状態である。最後にエマージングに関して表は

ないが、全体として安定した状態が続いている。インド洋大津波の被害を受けたインドネシアについては、国際的支援が素早く決まったことなどから、対米国債スプレッドは震災前に比べて、むしろ縮小している。また、インドネシア、タイなどの株価は建設、それから建設資材といったものを中心に震災後むしろ上昇している。津波による人的被害、それから生活インフラの破壊という大きな悲劇が起こった訳だが、経済インフラへの影響は比較的小さかったということに加えて、被災地への国際的支援の広がりもあって、経済面での悪影響は幸い最小限に食い止められている。現時点で今年の成長率にこの津波がどれだけ下振れに影響するかということだが、タイで大体GDPで0.5%、インドネシアで0.2%、インドではそれ以下の幅で下振れるという予想が民間調査機関の大方の見方である。私からは以上である。

福井議長

お尋ね等があればどうぞ。

岩田副総裁

一点宜しいか。アジアの輸出などを見ても、韓国、台湾では伸び率が弱っているのだが、これはやはり情報関連と言うかIT関連なのだろう。その震源地がどこかということだが、日本も勿論、オリンピック前に沢山作り過ぎてしまったというような国内の要因によってITの調整が起こっている部分があると思うが、もう一つは、やはりアメリカだと思う。どうもよく分からないのだが、アメリカのITの関連の受注であるとか、投資であるとか、そういうものが今どういう方向に動いていて、先行きどの位調整に時間が掛かるのか。もし仮にまだ下向きであるとすればということなのだが、そこら辺の評価がどうもよく分からない。どうぞ覧になっているか。

堀井国際局長

まずアメリカの方の計表で申し上げますと、図表1のところに9. 非国防資本財受注が出ている。11月までで前月比+0.8%、4Qについてこれを均して見ると0.0%である。計数的には振れているので、読み取りにくいところもあるのだが、予想よりは少し弱いなという感じは無きにしもあらずで、しかもこの中身を見ると、コンピュータ関係のところは頭打ちと言うか、やはりあまり出ている感じはない。ところが資本市場の方へいくと、先週インテルの決算も出たが、増収減益という情報、加えて今期以降の予想については比較的良い予想を出しており、調整が何かこうグングン下に進んでいるという感じはなくて、横這った後、どちらかと言うと上にいく材料、情報がここへきて少し増え始めているかなという感じである。これだけ世界中に需要と供給がそれぞれインテグレートされていると、どこが震源地かというのは恐らく分からないということかと思う。全体がシンクロナイズする中で、アジアの輸出も先程ご指摘があったが、増勢は去年の前半よりは鈍っていることは明らかなのだが、これがマイナスの方へ突っ込んでいくかと言うと、そういう感じもなく、増勢は鈍化していてもやはり増勢のままという感じがある。ITを離れるとちょっとアジアの方で明るいのは、例えば韓国の現代とか、自動車周りは少し前に動いている感じである。タイの自動車産業、これは日本メーカーの関連だが、この生産もかなり上がってきているということで、こちらの方は輸出面でプラスの材料に動き始めているかなという感じである。

植田委員

(参考計表)を見ると中国の貿易収支の黒字が、ここ数か月で物凄い勢いで急増しているが、これはどう見たら良いのか。

堀井国際局長

(参考計表)にもあるし、輸出と輸入の前期比は、この(追加分)の図

表 4-1 に出ている。特に資源関連で、去年の 4~5 月に典型的に見られるような量的な引締めを行い、その効果がそれなりに出て、輸入が抑えられた。一方で、鋼材で典型的なように——特に厚中板であるが——、それまでは非常な額の 4,000 万とかいう輸入であったのが、むしろ輸出になってきているという素材もある訳であり、全体としては去年の春頃からの引締めの効果が、こういう一番限界的に出てくるところに出ているという感じがする。

須田委員

先程ご説明があった米国の雇用の指標についてお伺いしたい。ファーガソンか誰かの正月の講演では、生産要素の余剰というのはなかなか測るのが難しいということだったと思うが、先程のご説明では、余剰はあまりないということがおっしゃりたかったのか。

堀井国際局長

いや、言いたいことはそれ程はっきりしておらず、ロジャー・ファーガソン副議長と同じ位マーキーと言って良いかもしれないが、彼のプレゼンテーションも、そもそもレーバー・パーティシペーション——労働参加率——がパーマネントに下がっていて、その結果としてフリクショナル——摩擦的——な物価の上昇とか、あるいは賃金の上昇みたいなものが起こるかどうかという問題提起に関して、構造的にガサッと落ちてしまっているんで、労働供給の天井が低いという考え方と、いや、そうではなくてシクリカルに下がっているだけだという考え方の両方を対比して、どちらかよく分からないということを恐らく言っていると思う。私もそういう意味では、ここはよく分からない。数字的に言うと最後に申し上げたように、この+2.5%という賃金上昇率は、フィリップスカーブ的に言えば、前回のジョブレス・リカバリーの時の底なのである。この図表 2 (2) からはみ出ていったところでずっと上がって行って、これが前年比の+4%位まで、ITバブルの中で拡大していく訳である。そういう意味では失業率の

情勢、それから賃金の前年比も、フィリップスカーブ的に前回のちょうど立ち上がり局面のところまできている。従って、この両方の数字が、今後、この数か月どう出てくるかというものを注目したいという意味で申し上げた訳である。賃金の方も、+2.5%を数か月、+2.7%、+2.8%と上がっていくと、やはりそこは少し今までよりは警戒的に見た方が良いのかなという気がするし、失業率も低下のテンポがここ数か月はむしろ鈍っていて、+5.4%で大体ベタで横になってきているのだが——このままでいけばインフレ、あるいは賃金の上昇についてそれ程警戒的に見る必要はないとは思いますが——、ここがずっと下がっていくかどうか、そういう意味で注目点である。この間までは、Lが13万とか15万とか、そういったところを一つのメルクマールとして、景気、労働市場の状態を見ていきたいと申し上げていたのだが、ここへきて賃金上昇率の+2.5%と、失業率の5.4%、5.5%といったところを少し付加的にメルクマールとして見ていきたいという意味で申し上げた訳である。

岩田副総裁

それと関連して、賃金が+2.5%になってユニット・レーバー・コストもこのところ上昇している。そうすると、もう一つのインプリケーションとして収益の伸びがどの位になるかという点がある。2004年は思ったよりも良くて、2割位増えているが、2005年に伸びがどの位持続するだろうか。それが多分株価とか、それから為替レートにもかなり影響が及ぶと思うのだが、そのスローダウンの度合いはどの位でご覧になっているか。

堀井国際局長

まず、賃金は裸の賃金であり、FRINGEを入れたエンプロイメント・コスト・サーベイの方を入れると、実は名目のコストの前年比が+4%位になるのである。先般、米州統括役帰国時などに話が出たかもしれないが、医療費の高騰、それに色々なFRINGEの上昇が目立っていて、企業側のコストサイドからいくと前年比+4%台になっている。実は（参考計表）の

図表 4-3 の (2) にアーニング・パー・シェアが出ているが、標準形でいくと、前年比 1 割前後の伸びというのが、潜在成長率を年平均で若干上回る程度の成長率と物価安定というシナリオの中で、市場で見られているコンシスタントな数字である。

岩田副総裁

もう一点あるのだが、先程、中国の貿易黒字の話があったのだが、アメリカの経常赤字は、例えば名目 GDP 比で見て、先行きどうなると見ているか。それはアメリカとそれ以外の国の成長率がどの位かということとか、それとドルがどの位下がるかとか、色々な要素が絡み合っていると思うが、そろそろ下げ止まると考えて良いのか、それとも今考えられている成長率等を前提にすれば、安定的でいけるのかどうか、この辺はどう見ておられるか。

堀井国際局長

手許に数字がないが、GDP 比率で今 -6% ちょっと超えている位になりつつあるというところだと思うのだが、その辺で…。

岩田副総裁

(参考計表) の図表 1-7 か。

堀井国際局長

これは絶対額である。図表 1-8 のところに名目 GDP 比率がある。

岩田副総裁

これだな。

堀井国際局長

(19) だが、-6% で止まるか止まらないか。スローダウンすると予想

されており、反転するという見方は恐らく少数派かと思う。

岩田副総裁

せいぜい安定化する位。

堀井国際局長

-5%とか。

岩田副総裁

過去のドル安のインパクトというのは多少はあるのか。安定化するとして。成長率格差はそんなに変わらないな。

堀井国際局長

F R Bのモデルも、それからWUMMのモデルで言っても、このモデル計数を信じる限り 10%のイフェクティブなドルの減価は、数年経つとG D P比率で 0.6%~0.7%の赤字削減効果が出るはずなのだが、足許の動きを見る限り、一向にこれが出ていないのである。であるから、やはりそのモデルの計数はかなり幅を持ってみるしかないのかなと思っている。

平野理事

今の成長率格差や弾性値等を前提とすると、当面は拡大するというようなことなのではないか。-7%にはいくつの見方も多いのではないか。この先安定するかどうかは成長のリバランス次第といった面がある。この比率が安定するというピクチャーはなかなか出てこないというのが実感ではないか。

岩田副総裁

石油価格が今ちょっとまた戻ってきてしまったのだが、下がっていくとすれば、金額的に減る方向に働くのではないかと思うのだが。それとドル

に対する影響という意味では、本国雇用創出法の施行があるか、これが1月からか。

堀井国際局長

1月からである。

岩田副総裁

あれでどの位資金が戻ってくるとみているか、これは前にも伺ったことがあるのだが、インパクトをどうみているか。

堀井国際局長

結構大きくて、うろ覚えだが、5,000億ドルを超えるのではないと思う。後でもう一度調べてお答えするが、1年間税率が35%から5.数%になるということである。

中原委員

今年から多国間繊維協定が失効する。これに伴い、米国経済というよりはエマージング経済にある種の変動が起きるという話を聞くが、どう見ているか。中国に利するという話もあるが、本当か。

堀井国際局長

その影響の程度、方向性ともによく分からない。

福間委員

平野理事のステートメントでは「我々はツイン・デフィシットといわずに共生しろ」と言っている。

平野理事

財政赤字の方は元々当初予想の5,000億ドルから今4,000億ドルになっ

て、これはブッシュ大統領がどれ程赤字５割カットに向けた具体策を出せるかということに依存する。今の堀井国際局長の説明にもあったように、アメリカの成長だけを見ると結構良い形でできている訳であるので、税収増にある程度期待できよう。こうしたことから、財政赤字が少なくとも縮小方向に向かう展望は持てるのではないだろうか。問題は民間の貯蓄率であり、今は要すれば貯蓄率を犠牲にしながら高成長を続けているということなので、IS的にはなかなか縮小しないということになってしまうのだが、少なくとも赤字の格好は良くなるであろうという感じはある。そのことと、アメリカ経済のファンダメンタルズの強さ、それから金利が上昇方向ということを見ると、経常赤字が多少この先も拡大するとしても、そのファイナンスについては、ある程度自信が持てる要素はあると思う。しかし、そこに地雷があることもまた間違いなくて、それは現実として受止めていかざるを得ないということなのではないか。従って、おっしゃるとおりということになる。リスクとして意識する以外ないということなのではないか。

福井議長

他に宜しいか。もし中原委員の質問に後で何か資料でもあれば提供してもらいたい。

堀井国際局長

承った。

福井議長

それでは国内の経済情勢について、山本理事と早川調査統計局長からお願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

早川調査統計局長

それではお手許の資料4（参考計表）及び、本日お配りしている（追加図表）をもとにご説明したいと思う。まず最初に（参考計表）だが、最初に一言だけ申し上げておくと全体に特に大きな変化はない。基本的にはこれまで考えたような線で経済は動いている。まず最初に図表5をご覧ください。輸出の動きである。ご覧のとおり第3四半期、実質輸出は+0.1%とほぼ横這いの後、第4四半期、足許までは+2.3%と若干の増加になっている。この内訳を（2）財別でご覧頂くと、やはり大きく寄与しているのは消費財である。これはデジタル家電を中心に第3四半期、一旦現地在庫の調整が行われた後、足許は年末商戦に向けての輸出が増えている。また、中間財と自動車関連がこの11月は結構伸びた。中間財は鉄鋼等、それから自動車も先程の堀井国際局長の説明にもあったように現地需要が好調ということである。ただし、それぞれ現地需要は好調なのだが、いずれも供給制約を抱えている業種なので、この11月の数字は多分出来過ぎであって、こんな調子でまた来月も増えるということは有り得ないと思っている。一方、情報関連及び資本財・部品をご覧頂くと、やはり情報関連は弱含みの動きであるし、資本財・部品、これも半導体製造装置等を含んでいる訳だが、こちらもプラスは維持しているが伸び率は鈍化ということである。従って、輸出はトレンドとしては増加だと思うが、この10月、11月の数字について言うと、実は11月はちょっと一時的要因があって、足許はまだ横這い圏内を脱していないという位で見ておくべきではないかと思っている。因みに（1）の地域別で見ると、アメリカ向けが増えているが、これは車が11月に増えたためである。アジアは全体として減速しているが、特徴的なのは、これまで弱かった中国が過熱防止策の影響が少し剥落してきていることで実勢の強さが出てきている反面、NIEs、ASEAN、とりわけNIEsのところが弱くなっていて、これはやはり情報関連の影響が大きいということである。図表10、先程来議論がある

ように、足許、為替レートはやや円高方向に動いてきている訳である。名目レートで見ると、ご承知のように5年振りの対ドルレートといわれている訳だが、前から申し上げているとおり実質実効レートで見れば水準はこれ位であるので、現在の水準であれば、これが輸出、輸入いずれについてもそれ程大きな影響を与える訳ではない。次の図表11で輸入サイドも確認しておきたいのだが、輸入も実は随分強くて第3四半期2%増加の後、足許は3Q対比で4.5%も増えている。これも特殊要因が幾つも重なっている。(2)の財別で見ると、まず素原料。これが3Q、4Qと随分入っている。原油が随分入ってきている訳だが、ご承知のとおり生産は弱含みになっていて、11月までは少なくとも暖冬でもあったということで、これは恐らく入り過ぎであるから、いずれ反動が出ると思っている。それから食料品、これが一つは台風の影響で野菜が不作だったものだから、野菜の輸入が増えているのと、ボジョレー・ヌーボーが11月に大量に入ってきたということが特殊要因で効いているので、これも一時的と思っている。最後に資本財・部品は全体としては非常に高い伸びなのだが、航空機を除くと横這いということで、それぞれ特殊要因が相当数字を押し上げていると思っている。ただ、特殊要因が多々あるとは言え、それを恐らく抜いても輸入は増加基調は維持しているということであり、これはいわゆるGDPの足し算の世界で言うと、明らかにマイナス要因になる訳だが、同時にやはりそれなりに内需が底堅いということを表わす数字なので、決して悪い数字ではないと私は思っている。

ここで(追加図表)に移って頂きたい。設備投資関連について見ると、〈先行指標等〉のうち、弱めの動きが続いているのは資本財出荷である。10月、11月辺りは月次ではプラスの数字になっているが、7~9月対比ではまだ-1%ということでやや弱い動き。これは半導体製造装置等の動きが影響している。だが、これまであまりにも数字が弱くてやや短観等のサーベイ・データと合わなくて困っていた機械受注が、皆様ご承知のとおり先日出て、11月は爆発的に増えた。この結果、ご覧のとおり10月、11月で見ても7~9月対比結構な増加になっている。中身を見ると非製造

業は特に極端な増加になっていて、これは恐らく全部が実力ではないと思っている。何と言ってもこれまで弱かった携帯電話の反動増が見られているし、金融・保険辺りで明らかに特殊要因と思われるような増加が見られている。従って、決してこれが実勢という訳ではないと思うが、いずれにしても、その結果、図表 14 のグラフをご覧頂くと、確かにクォーター・バイ・クォーター、振れは伴っているが、流れとして見ればそれなりの増加基調を維持しているということで、一応、サーベイ・データともそれなりの整合的な姿になってきた。(2) の建築着工床面積についても 10 月、11 月辺りは数字が少し弱い数字になっているが、これもクォーター・バイ・クォーターの振れを均してみると、やはり昨年第 1 四半期で上がった高水準をキープしている感じで、前年比で見ると +15% ~ +20% の伸びを維持しているので、これも均してみれば、まずまずの数字と申し上げて良いと思う。(参考計表) 図表 16、企業収益について一言。図表 16 の (1) の企業収益の上場企業のグラフをご覧頂くと——恐らく今度は 12 月の数字であるから、11 月の中間決算の数字がほぼ織り込まれた結果だと思うが——、2004 年度の利益はまだ相変わらず少しずつ上方修正が続いている状況である。来年も製造業を中心に伸び率は鈍化するが、増益基調が維持される姿になっている。ただし、ちょっと気になるのは (2) の中小企業の数字をご覧頂くと、夏場位まで随分良くなった後、ちょっと足許、足踏み感がある。これは特に (2) ②の国民公庫辺りの弱さを考えると、足許の個人消費関係の数字の足踏みのようなものが少し効いているかなという印象がある。

そこで図表 17 の個人消費だが、個人消費に関しては、基調はほとんど変わっていない。耐久消費財が堅調の一方、その他がやや弱いという数字である。耐久消費財については、まず乗用車だが、これは 12 月は若干減少となって、10~12 月が 7~9 月対比で横這い位の数字で着地した。とは言え、勿論 7~9 月が相当増えていることに加えて、12 月の登録については、やはり供給要因で若干登録が抑制されているようである。すなわち、多分、登録日が、納車が一日、二日遅れるということになっていると思わ

れるので、需要サイドの実勢はもうちょっと強いのかもしれない。それから家電販売についても 11 月の数字までは今一つパツとしていないが、どうも 12 月の年末商戦は相当良かったという評価のようであるので、やはり結構強い数字が出てくるものと思われる。他方で、弱いのはやはり百貨店・スーパーであり、これは相変わらず駄目である。8 月、9 月、10 月と台風でやられた後、11 月はご承知のような暖冬という天候要因もあって弱めの動きを続けている。コンビニエンスストアはあまり暖冬は関係ないので、11 月はちょっと良くなったが、やはり全体として見ると小売りはそれ程良くないという感じである。最後に旅行取扱額も 4~6 月に物凄く伸びた後は弱めの動きである。これはやはり、国内旅行が少し悪くて、これには台風、それから地震といった自然災害の影響が結構出たということのようである。以上の結果、図表 20 の個人消費の全体の数字をご覧頂くと、ある意味当たり前だが、(1) 販売統計合成指数は、百貨店、スーパー等々の弱さを反映して足許弱めの動き。他方で (2) 消費財総供給は、これは耐久消費財グループが頑張っているので少し強めの動きという形であまり変わっていないという姿である。

それからさらに図表 24、生産にいきたいと思う。生産指数については、これは速報で書いているが、11 月が確報になって生産は+1.7%になっている。この結果、12 月の予測指数から計算された 10~12 月の伸び率は-0.8%ではなく、-0.7%である。ただし、いずれにしても 7~9 月若干の減少の後、10~12 月も恐らく小幅の減少で着地する可能性が高いということかと思っている。図表 25 の (2) 業種別のグラフをご覧頂ければ明らかだと思う。足許、第 4 四半期の数字だが、ご覧頂くとやはりマイナス寄与で一番大きいのは、縦線の電気機械であるので、やはり IT 関連の在庫調整が全体として数字を押し下げている。ただし、(3) の予測指数のところを見るとちょっと様子が変わってきている。これまで予測指数は、ご承知のように下方修正幅が物凄く大きかったのだが、11 月の下方修正は比較的小さめ、12 月は僅かながら上方修正になっていた。業種別にも極めておもしろいことが起こっているのは、11 月、12 月はこれまで毎回下

方修正であった電子デバイスとか情報通信が僅かではあるが上方修正になっていた。逆に下方修正は、輸送機械などであった。そういう意味では、生産のいわゆる下振れという意味でのこれまで主因は明らかにIT関連だったのだが、足許は実は供給制約関連の方に少し変わってきている。ひと月の情報なのであまり明確なことは申し上げられないが、IT関連は、生産計画を相当下げてきたところで、やや需要と目線が合ってきた可能性があると思っているので、もう1~2か月、この辺が実際どういう動きをするか注目したいと思っている。次に図表27で在庫循環を見ておきたいと思う。先だって申し上げたとおり10月は日数要因でとんでもない姿になっていたが、11月の数字が入ってみると予想したとおりの数字であった。全体として見るとご覧のとおり、僅かではあるが、まだ第4象限のところに、徳俵に足を引っ掛けた位で残っているということで、45度線を引っ掛けていない。例の景気動向指数関連では、多分、CI、コンポジット・インデックスの11月が実は去年の真ん中頃のピークを超えたとか、12月のDIは多分50を超えると、ヒストリカルDIで見ても一応、稼働率が年央のピークを少し超えたとか、依然として微妙な戦いを続けていて、まだ決着はなかなかはっきりしないという状況ではあるが、少なくともオーソドックスな在庫循環で見ると、まだ景気後退の形にはなっていない。(6)をご覧頂くともう明らかだが、その他生産財のところは結局、日数要因が元に戻ってみると、相変わらず時間が逆回りする世界にいる。ただし、(5)の電子デバイスはやはり相当悪いバランスにいて——先程のいわゆる修正率のところはちょっと良い情報があるのだが——、この在庫、出荷バランスは相変わらず悪いということである。この辺をもう少し見極めていく必要があるということかと思っている。

次に図表28、雇用関連だが、雇用関連はまず<職業安定業務統計>は、やけに順調な改善が続いている。有効求人倍率は0.92倍と、このところ割とポンポンと上がってきている。新規求人も先だって申し上げたように日数要因の影響があるために10月はえらく悪かった後、11月は物凄く伸びるというような感じになっている。ただ、私はちょっとこれは出来過ぎ

かもしれないと思う。さすがに求人倍率という数字は本来、生産などとも一
致性の高い指標なので、生産の伸び率が鈍化すると、そろそろ鈍化してき
て良い位の数字で、この 11 月辺りはちょっと幾ら何でも出来過ぎ。恐ら
く、いずれ少し鈍化してくる位に思っていて頂きたいと思う。＜労働力調
査＞だが、失業率は 4.5% でまた少し下がった。前から申し上げている
とおり、月々の振れを伴いつつゆっくり下がっているということかと思っ
ている。一方、雇用者数の伸び率は 11 月は下がってしまった。これはこ
の＜労働力調査＞にあるように、労働力人口がたまたま 11 月は相当減っ
てしまったということの影響ではないかと思っている。基調的には＜毎月
勤労統計＞の常用労働者数が前年比 +0.6% と安定的に増えているので、
こういった動きが続いていると思っている。最後に賃金だが、昨日、毎勤
統計の確報が出て、結構上方修正になった。一番大きいのは特別給与が 11
月に 23.6% とあるところが 52.5% 増になった。この結果、名目賃金全体
で +1.8%、10 月、11 月で見ても名目賃金はこれは -0.1% とあるものが
+0.6%、雇用者所得 0.5% とあるところが +1.3% という数字になった。
勿論、11 月の特別給与というのはボーナス全体の 3% しかないので、これ
でどうこうという訳ではないが、3% でも 5 割増えると寄与度は +1.5% あ
るので、12 月 -1.5% でも何とか横這いまでいけるという数字になってい
るということである。図表 31 のグラフをご覧頂いても、雇用者所得の下
げ止まりという感じが段々はっきりしてきているということかと思っ
ている。

次に（追加図表）の図表 32、物価である。C G P I が出了。C G P I
の 12 月は前月比横這いであり、前年比は一頃の +2% から +1.9% に下
がっている。中身を見るために、次の図表 33 の、まず商品市況をご覧頂
きたいのだが、国際商品市況は結構高水準キープという感じである。ご覧
のとおり全体としてみると若干低下しているのだが、この低下のほとんど
が (2) にある原油価格である。しかも、原油価格はご承知のようにここ 2
~3 日、またちょっと上がってきていて、特にいわゆるドバイで見ると元々
あまり下がっていなかっただけに、昨日辺りの値段は 11 月のピークを抜

いている。(3)にあるように、非鉄等も比較的高水準をキープしているので、少なくとも12月、年初位は結構下がっていたのだが、足許は一方的に下がっているとも言えない状況になっている。図表34で輸入物価を確認しておく、12月の輸入物価は下がった。これはもう改めて申し上げるまでもなく、原油の影響と円高の影響である。図表35で国内商品市況を確認して頂くと、国内商品市況もご覧のとおり、総じて高水準という感じである。足許までのところは、石油関連が下がってきたこととスクラップが下がってきたことで若干下がっているが、ご承知のように、鋼板類などは相変わらず強いと、このような感じである。そうしたもとの、図表36がC G P Iであり、C G P Iに関しては(2)にあるように3か月前比で見て、これまで+0.5%、+0.4%だったものが+0.3%まで伸び率が鈍化してきた。特にグラフをご覧頂くと、上の方に出ていた点々のところ、主に石油関連だが、このプラス寄与がかなり縮んだということがお分かり頂けると思う。来月辺りは恐らく石油関連がさらにマイナス方向に転化してくること、及び12月のところはこれまで下の方に出た白いところ、これは米の下落が年末、肉類とか卵の上昇で一旦消えているが、これは季節性なので1月下がるということで、多分、1月の3か月前比は横這い位になってくる。そういう意味ではかなり頭打ち感が出てくるということかと思っている。ただ、これはあくまで目先そうではあるが、その後は先程申し上げたように国際商品市況次第である。最後に(参考計表)の図表39、消費者物価は皆さんご承知のとおり、11月は前年比-0.2%になったが、主にこの下落幅拡大は(1)のグラフの白いところ、すなわち公共料金であり、例のN T Tコミュニケーションズの影響である。図表40。あまり毎月毎月あれやこれや言っているのは大変なので、何でもかんでもとにかく、いわゆる1年も経てば消える類のものを全部並べたものが図表40であり、黒い太線が表面に出てくるコア、それから細いものが色々落としたものであるが、これをご覧頂くとお分かりのように表の数字は2003年の秋位にグッと上がって、一瞬プラスを付けた後、行ったり来たりしながら小幅のマイナスということだが、全部抜いてみると細い線である。これも結構振

れてはいるが、ご覧頂けばお分かりのとおり、少しずつ匍匐前進という感じでマイナス幅が縮小してきているということかと思う。今後も恐らく細い実線は同様の匍匐前進かと思って、そういう意味では基調としてはゼロに向かっていく訳だが、目先はむしろどちらかと言うと特殊要因はやや下を向くものが多いため、マイナスの数字で推移する可能性が高いと思っている。

ということで、今申し上げたようにあまり大きな変化はない。IT関連の在庫調整等を主因に、足許はとりわけ生産面で弱い動きが見られていて、そういう意味で景気は足踏み、あるいは踊り場という感じだが、その裏側を見てみると、例えば設備投資にせよ、あるいは雇用面にせよ、それなりの改善が続いているということで、基調としての回復はまだ続いているということだと思う。勿論、生産が横這いで続くと、やはりある種の余熱みたいなものは段々薄れてくるので、先程申し上げたように、雇用関連などでも段々元気のない数字が出てくるとは思うが、一応、IT関連の年末商戦も内外ともに少なくともまあまあであったということだと思うので、IT関連の話について、特に強気になっている訳ではないが、一段と弱気になっているという話はあまり聞かない。いつ終わるかということはもう、先日の支店長会議にもあったように人によって千差万別ではあるけれども、特に深くなる、長くなるという見方は少ないと思うので、何とか、いわゆる余熱が完全に冷め切るまでに下げ止まるのではないか。そういう意味では、これまでの基本的なシナリオを維持して良いのではないかと考えている。私の説明は以上である。

福井議長

お尋ね等あればどうぞ。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。企業収益なのだが、先程の図表16で、製造業は明らかに上方修正なのだが、非製造業は横這いか、もしかするとマイナスも

あり得るか。

早川調査統計局長

これはちょっと自信がなくて、ご覧のとおり証券会社が計算している比較的社数の多くないデータなのである。私が気にしているのは、ひよっとすると、例の電話とか電力が影響している可能性があると思っている。多分、100社位を採ると、電話とか電力が選ばれている可能性が高く、ご承知のように値下げするのが、今年度の終わりに掛けての値下げであるので、収益でみると来年位に出る可能性がある。私は100社に何が入っているのか正確に分かっていないので、あまり自信がない。ひよっとすると、先行きは、マイナスの可能性もあるのだが、CPIと同じ様に必ずしもそれをもって弱いということでもないかという気がしている。

須田委員

雇用は結構強いというご説明だったが、一方で景気ウォッチャー調査では、雇用関連DIは過去最大の下げ幅になったとのことだが、本件についてはどういうふうに位置付けているのか。

早川調査統計局長

実はそのところもあって、やや困ったなと思っているのである。細かい話だが、11月は、例えばこういう職安にせよ何にせよ、えらく良かったという感じがある。その一方で何と言うか、景気ウォッチャーの雇用は何かやけに12月ポコッと落ちた。ただ、11月と12月の間でそんなに極端な落差があるというふうにはあまり思っていなくて、私はどちらかと言うと、恐らく11月の職安等はやや出来過ぎ、景気ウォッチャーはちょっと弱過ぎではないかと思っている。大まかなイメージは、例えば短観の雇用判断DIなどは9月と12月の対比で横這い、ないしほんの僅かの改善位で、その辺が良いところ。要するに、求人倍率がひと月0.04倍ずつポンポン上がっていくというのはちょっと出来過ぎだと思うし、ウォッ

チャーは元々振れるから、あのひと月の数字でそんなに動揺することもない訳で、短観位の極く緩やかな改善が多分本当ではないかと思っている。

植田委員

雇用は、例の労毎格差で言うと下向いているな。

早川調査統計局長

然り。ただ、これは少なくとも労の方は、相当移動平均を掛ける必要があって、確かに労毎格差は今、私のイメージは多分ゼロ近傍なのだと思う。要するに、それぞれ+0.5%位で推移している。ただし、ひと月、ひと月を見ると労働力調査は+1%の月もあれば、+0.1%の月もあって、これは相当程度サンプル要因である。

植田委員

有意な動きではないということか。

早川調査統計局長

然り。実際、この月に関して言えば、労働力人口そのものが物凄く減っている。勿論、労働力人口は、基調として今伸びがゼロになりつつあると思うが、こんな勢いで労働力率が下がっていくはずは多分ないので、これはたまたま労働力率が低いサンプルを選んでしまったために、雇用者数も低く出たし、逆にその点で失業率も低く出ているという位のことかなと思っている。

中原委員

労働力人口は女性の減少が大きいのか。

早川調査統計局長

労働力率というのを男女別とか年齢別に見ると、もうこの間から私達は

何回も騙された。明らかにトレンドだなと思って判断すると、またベコッと翌月変に動くので、あまり自信を持って言えないが、比較的是っきりしているのは、人口要因からして、いわゆる15歳以上の人口の伸び率はほぼ今、ゼロになっている。それにいわゆる高齢者の労働力率の低下があって、それが若干のマイナス要因。シクリカルに見ると今のような局面は女性の労働力率が若干上がるような局面であるので、総じて労働力人口はトレンドとしてはゼロないし微減位の感じだと思う。ここはちょっと弱過ぎるということだろうか。

水野委員

この間、支店長会議を聞いていて、有効求人倍率は地域間、あるいは業種間で相当差が出るのではないかと思った。名古屋支店長はもうこの世の春みたいな発言であり、相当好調のようであった。

早川調査統計局長

然り。これは本当に不思議で仕方ないのだが、労働力、要するに有効求人倍率は所詮ハローワークの倍率である。しかしながら、この倍率というのは時系列を追ってもやはり景気循環に対して非常に敏感であるし、それから地域間の感じも非常に実感に近い。例えば、名古屋は凄くきついとか、北の方は弱いとか。この間、失業率を見ると、松江支店長は島根県の失業率が全国で一番低いとか言われて、ちょっと信じられないような数字になるのだが、なぜか求人倍率というのは非常にもっともらしい数字になる。少なくとも過去のトラック・レコードは良いと思う。

水野委員

改善傾向にあるように思う。雇用を見ると景気の基調は変わっていないのかなと思う。

早川調査統計局長

ここ10月、11月の0.04倍ずつの改善というのは…。

水野委員

これは出来過ぎであろう。

早川調査統計局長

出来過ぎであると思う。どこかで少し悪くなることがあると思った方が
良いと思う。

須田委員

ハローワークの倍率で見ていくということだが、最近は、結構、インターネットで採用活動をやると思うがどうか。

早川調査統計局長

然り。

須田委員

そういう部分というのはどのように考えるのか。

早川調査統計局長

であるから、これは所詮、職安の統計ではないか、こんなものを見てどうするのだと昔から言われるのである。にもかかわらず、この比率を見ると未だに景気との連動性は非常に良いし、地域間のバラツキの程度も、他の、例えば鉱工業生産や失業率などを見ると、えっという数字が出てくるのだが、これは意外にもっともらしい数字が出てきて、なぜそんなにもっともらしいのかの方がむしろパズルだと言われている。敢えて厚生労働省の弁護をすると、結構ハローワークもホームページとか使っている。であ

るからむしろ、紙の求人誌よりもこちらの方がむしろ最近をよく頑張っているという傾向があるかもしれない。

春委員

供給制約による生産への悪影響に何度も触れたが、これはこの先どうなっていくのか。

早川調査統計局長

これはまず一番のポイントは車だと思う。車についてはご承知のように10～12月にかなり制約があった。恐らく1～3月もとりわけ3月のところで、3月は車の生産レベルが一番高い月であるので、ここのところでかなりの制約が出ることは、これはもう避けがたいと思っている。ただ、車メーカーの言い値をどこまで本気にして良いか分からないが、4月以降は生産レベルも3月程ではない。方々、ポスコだとかアルセロールに色々、一生懸命頼んでいて、それなりの調達の方角を探っている。高炉メーカーも何だかんだと言って川下工程の手直しとかで供給を少し増やすと言っているので、一応、一番悪いのはこの3月位かなと、取り敢えず思っているが、ちょっとこれはまだ正確なことは分からない。加えて少しだけ気にしているのは、我々は少なくともヒアリングで車への影響というのはそれなりに把握しているが、どうも話によると特殊鋼などで足りないものが結構あるらしい。そうすると普段ヒアリングで十分押さえ切れていない中小企業の機械メーカー辺りでそういうものに該当しているところがあるかもしれない。この辺は正直言って把握し切れていない。

福井議長

それでは金融環境について、白川理事と山口企画局長から願います。

4. 金融環境に関する報告（資料－5）

山口企画局長

いつもどおり資料5の（参考計表・その2）でご説明したいと思う。まず、図表1だが、(1) 銀行貸出の方はご覧のようなことであり、12月は前年比－1.1%である。前月に比べると年末の企業需資が少し動いたということもあり、マイナス幅が縮まっている。ただ、10～12月、四半期で見ると前年比－1.2%であり、7～9月対比横這いである。この間、銀行の貸出姿勢自体は次第に前向き化してきている訳だが、そうした中でこの半年、貸出の前年比は変わらない状態が続いている。(2)の総資金調達、これについても基本的には貸出の動きと同様の流れである。12月については前年比－2.3%で、11月対比マイナス幅が若干縮まるということであった。10～12月については、逆にマイナス幅が拡大するということであるが、均して考えると昨年春以降、ほぼ同じようなレベルでの前年比が続いている。この間、やや特徴的なことだけ申し上げると、年末に掛けては生命保険会社の貸出のマイナス幅が若干ながら拡大しており、銀行と生保との間で貸出の取り合いが起きているのかもしれない。次は図表2だが、

(1) はCP・社債の発行段階における信用スプレッドである。12月についてはCP・社債ともに引き続き極めて低い水準のスプレッドになっている。10～12月、四半期で見ると、CPについては相対的に信用度の低いA2格でさらにスプレッドが低下している。それから社債についてはAA格を中心に、さらにスプレッドが圧縮されており、信用スプレッドは限界に近いところまで低下してきている状況である。この間、(2) 公募社債の発行額だが、12月は年末を控えていることもあり、1,800億円ちょっとである。若干減少しているということだが、四半期で均してみるとほぼ前期と同じレベルであり、そこそこの社債の発行が続いている状況である。次に図表3でCPと社債の発行残高である。(3)の折れ線グラフがCP・社債の合計の前年比を示したものであるが、12月の前年比は+1%台半ばであり、この半年、ほぼ同じような伸び率を続けている。なお、CPにつ

いては12月の前年比は+3.6%になっており、年末に掛けて企業の資金需要が若干伸びたことが寄与しているようである。(4)がエクイティファイナンスだが、12月は転換社債の発行額、増資ともに11月を若干下回り、10~12月均して見ても第3四半期に比べるとそれぞれ減少となった。ただ、上期は大型案件がかなり嵩んだので、レベルとしては比較的高めの水準が続いていたということはある。それから図表4だが、これは従来付けていないものである。先程、発行段階での信用スプレッドがかなり低下してきているということを申し上げたが、そうしたスプレッドについてどう評価しておくかということで用意したグラフである。まず(1)が流通スプレッドについて格付別に1998年以降の推移を示したものである。それからその中に点線でアメリカのAA格の流通スプレッドについてもプロットしている。ご覧のようなことであり、時間が経過するに従って格付けの高いものから低いものに順次スプレッドの低下が波及していくという姿である。右端をご覧頂ければお分かりのとおり、最近においてはAAからBBBまで極めて狭いレンジの中にスプレッドが収まるというところまで圧縮されてきている。この間、米国のAAと比較すると、ほぼ2000年以降一貫してそれを下回るような状況が続いてきている。水準としても我が国のAAのスプレッドに比べてアメリカのスプレッドは5倍程度の高さをキープした状態で推移している。この辺りから見てもこの間の我が国の流通スプレッドの低下、その低さというのが見て取れるかと思う。次の(2)のグラフが、信用スプレッドとデフォルト確率を比較したものである。①がAA格の推移であり、②がBBB格の推移を示したものである。まず①をご覧頂くと、デフォルト確率は直近ではゼロである。流通スプレッドは近年においてもジワジワと低下しており、デフォルト確率を上回る程度も小幅化してきている。また②でBBBについて見ると、近年、流通スプレッドは大きく低下している。その間に、スプレッドとデフォルト確率の乖離幅もかなり縮まってきている。特に最近ではそれらがほぼ同水準となっている、あるいは見ようによってはスプレッドがデフォルト確率を下回るところまできている。言うまでもないことだが、流通スプレッド

は本来、予想デフォルト率にリスク・プレミアムを上乗せした水準に決まってくるということである。そうした中でA A格、B B B格のいずれについても、先程申し上げたように流通スプレッドがデフォルト確率から大きく乖離していない、あるいはほぼ一致しているというようなことになってきている。この背景如何ということだが、ご承知のとおり社債の需給がかなりタイトになってきていることが一つであるし、もう一つは投資家が意識する社債についてのデフォルト確率が制度的要因その他によってかなり低くなっているといったこともあるのかもしれない。いずれにしても、流通スプレッドは傾向的にかなり低くなっている。米国対比でもその水準は相当に低い状況である。しかも、その低さについては、制度的要因等によって投資家が意識するデフォルト確率が多少低くなり過ぎていることも影響しているかもしれないと考えると、投資家の認識如何では信用スプレッドが大きく拡大することもあり得ない訳ではないと考えておくべきであろう。それから次は図表5、資金繰りと金融機関の貸出態度判断である。(1)は資金繰り判断である。中小公庫の調査結果は12月-2.0%ポイントであり、11月対比改善している。商工中金については若干悪化している。四半期で均してみると、中小公庫、商工中金ともに改善傾向が持続しているという姿である。それから(2)、金融機関の貸出態度判断D Iだが、12月については緩和方向への動きというのが中小公庫の結果として出ている。四半期で見ても引き続き緩和傾向が持続しているという姿である。それから図表6、マネー関連の指標だが、(1)マネタリーベースについては12月は、引き続き前年比+4%台である。(2)銀行券については前月より伸び率が低下しているが、なお前年を2%強上回る状況が続いている。中程に銀行券の7日間移動平均の前年比をプロットしたグラフを載せているが、直近はご覧のとおり+3.4%である。このグラフを見る限り、年末年始に掛けての動きとしては、一旦前年比1%台前半まで低下した訳だが、その後、銀行券の戻りの鈍さから3%台半ばまで伸び率が高まってきている。ただ、先程中曽金融市場局長から説明があったように、ここに来て予想以上に銀行券の戻りが回復しつつあるということでもあるので、

今後の動きについてはその辺も頭に置きながらみていく必要があるか
とと思っている。それから(3)がマネーサプライだが、12月も前年比+2.0%
であり、10月以降同じ伸び率で横這っている。先行き1~3月についても、
この間の動きとほぼ同じように推移すると見ており、2%前後の伸びを想
定している。最後に図表7は、ペイオフの全面解禁を控えて当面の預金の
動きはどうかということで作ったものである。(1)が預金の動きを業態別
に描いたものである。2002年4月のペイオフ部分解禁の際の状況を見ると、
都銀等の前年比が高まる一方で、地銀・地銀Ⅱの預金の伸びが鈍化し、
さらに信金・信組は前年割れとなるといった展開であった。しかしながら
最近の動きを見ると、業態間での預金シフトを窺わせるような動きはない。
また、他の金融資産へのシフトを窺わせるような動きもないということで
あり、達観して言えばかなり落ち着いた状況である。こうした預金の動き
を流動性と定期性に分けてみたものが(2)、(3)である。まず(2)流動
性だが、2002年のペイオフ部分解禁の際には、各業態とも流動性預金が
大きく伸びるということだった訳だが、最近はご覧のようなことであり、
前年比について大きな変化はないという状況である。(3)定期性預金につ
いては、2002年4月の部分解禁時には、当然のことながら伸び率が大き
く低下した訳だが、昨今については特段の動きはない。

全体としては、これまで申し上げてきたような金融環境の状況から大き
く変わっているというふうには見ていない。特に大きな変化はないという
評価で良いと思っている。ただ、そういう中で、貸出、総資金調達、ある
いは資本市場での調達額などを見ると、達観したイメージとしては、非常
に動きが小さくなってきている。その一方で、信用スプレッド、その他金
利指標については、引き続き弱含みの感じが継続している状況である。私
の方からは以上である。

福井議長

どうぞ。

須田委員

二点、質問がある。一つは、先程の生保の話についてであるが、生保はもう貸出を大きく増やしていくことは止めたという話を一時聞いたことがあるが、その結果として、ご説明にあったように減っているということなのか。一方、先日の調査統計局のメモには、相当低いスプレッドでもって長期の貸出を提案しているという話があったが、そこら辺りの生保の動きを教えて頂きたい。

山口企画局長

実際にはかなり低いスプレッドで貸出を伸ばそうという努力はやはり続けているようである。そういう努力にもかかわらず、都銀等の攻勢が激しい中で彼等の努力が実を結ばない、そんな状況が続いているようである。ただ、かつてのように貸出をどんどん増やそうとしているかと言うと、多分、そこまでではないだろうと思うが、そうは言っても、他に増やす資産がなかなか見当たらない中で、やはり貸出にフォーカスせざるを得ない面があると、このような感じになっているのではないか。

須田委員

もう一点。先程説明があった信用スプレッドについてである。社債と貸出を比べると、社債を発行するよりも貸出の方がコスト面で有利であるという話があるが、信用スプレッドとデフォルト率とのギャップの関係について、貸出はどうなのか。その辺りがいつも整理できなくて困っている。貸出の金利の方が社債の利回りより低くなるという状態ならば、貸出の世界と社債の世界でデフォルト率が違っているという話になるのだろうか。

山口企画局長

銀行が貸出姿勢を強めることが社債の金利を押し下げる、場合によっては先程説明したような形でスプレッドを押し下げるような効果を持っているということだろう。そしてまた社債市場での変化が、貸出市場にも影響するといった相互の関係が実は働いているのではないか。そういう中で、本来はデフォルト確率がある程度社債のスプレッドについて下限を画するはずだが、社債のデフォルトは生じないといった意識を投資家が強く持っていることから、社債のスプレッドが縮まる、貸出の利鞘も縮まる、といったプロセスがなかなか止まらない、こういう状況が続いているということだろうと思っている。

須田委員

貸出で収益が得られていると見るのか。

山口企画局長

信用コストに変化がなければ勿論それで収益が上がるのかという話になる訳だが、やはり景気が良くなる中で、ランクアップその他によって信用コストが低下している、これが大きいのだろうと思う。

白川理事

別の観点から言うと、今の話と全く同じことを別の言葉で言っているのに過ぎないのだが——これは企業ヒアリングでもそうだが——、企業が認識する社債の調達コストとそれから借入の調達コスト、これは借入の方が安いということで、まず借入を先行する。先程の生保とはちょっとまた別だが、社債については、全体の貸出のスプレッドが下がっている中で、社債も勿論下がっているが、こちらの方がまだ高いということである。ただ、当面、社債がデフォルトしないということであれば、それはそれで買っていくメリットがあり、一方、発行は今少ない訳であるから、需給的にもタイトになっているということだと思う。問題はその貸出が儲かるかどうか

ということだが、例えば向こう何年間で展望した時に、そのスプレッドが本当の信用コストを反映しているかどうか、もし反映しているのであれば勿論問題はないが、もしそれがそうではなくて、当面、別途の事情で止むに止まれぬ貸出をし、スプレッドは本当は実勢比低いのであるということだと、どこかで反転した時の問題を抱えている。ただ、目先マイナスになっている訳では勿論ない。

水野委員

今の須田委員のご質問に対する私なりの答えなのだが、生保は円ローンから完全に債券の方にシフトしていると思う。それから社債は規制業種の——特に電力債の——発行が止まってしまっているため、金融機関やノンバンクのシェアが凄く上がってきているのかなという気がする。それから貸出金利が低いことの一つの問題というのは、スワップでヘッジしていないということだと思う。住宅ローンもそうだが、スワップ処理が行われていないので、金利が急に上がることを前提としていない。逆に金利が上がってくるとスワップ処理が行われることになる。ここは一応気を付けていた方が良くと思う。そうでないと今はヒアリングしても必ず収益が出ると言っているが、それは皆さんがヘッジ・コストを払っていないからである。そういうふうに私は解釈している。

白川理事

最後の点だが、金利という場合に金利水準一般と言うか、リスク・フリー金利の話と、クレジット・スプレッドの話と両方の要素があると思う。スワップの話は基本的には金利リスクの将来の上昇に対してヘッジをするかどうかという話。その話も勿論あるし、それから須田委員からご指摘があった将来のリスク・フリー金利に対して幾ら信用スプレッドに乗せるか、それが果たして適正かどうかという、二つの点があるという気がした。

福間委員

今のような貸出競争は、何も今始まったことではなくて、こういう状態は過去何回もあった。そういう競争の中でイラショナルになるのである。長プラ——長期金利——とマネーマーケットの金利の差を収益としてカウントする訳だが、本当はおかしいのである。おっしゃるようにクレジット・スプレッドはどこに入っているのか、あるいは金利変動リスクはどこにカウントされているのか。実際にはどこにもカウントされていない。それであれば——何もそういうリスクを取る位だったら——ディーリングをやった方が良く。その背景には、そういうイラショナルリティーがあり、それが現実なのである。

白川理事

然り。おっしゃるとおりだと思う。

水野委員

この低金利の中で生保は相当厳しい運用状況になっていると思う。貸出競争では銀行に負けて、円金利が低い長期債を買わなければならない。ヘッジ外債をやっていたら、アメリカの短期金利上昇でこれもできなくなっている。何となくペイオフ全面解禁を迎えて金融機関が少し安全、安定飛行という感じを受けるが、生保の問題としては実は何も変わっていない。名目GDP成長率が上がらない限り、多分生保のビジネス・モデルは成り立ちにくいと思う。生保についてはセーフティーネットを含めてまだまだ検討しなければいけないことが多いような気がする。

中原委員

銀行の固定ポジションがあまりスワップでヘッジされていないだろうということであるが、そうなのか。ALMで、低金利の運用に対する一定部分については、流動性預金における安定的な部分のことも考慮されてい

と思うが、それもスワップはあまり行われていないと見るのか。

白川理事

勿論、金利スワップでヘッジをする銀行もある。全体として、今銀行の収益源がどこにあるかと言うと、基本的にはやはりショート・ロングで取っており、あと個々の銀行によってどの程度将来の金利リスクを見込むかということで、多く取っている先もあるしそうでない先もある。マクロでは、やはりそこが収益源に現実にはなっている訳である。

水野委員

これは量的緩和の一つの隠れた副作用だと思う。同じ今の政策を続けていると、金利上昇に対するヘッジ・コストを払う余力もなくなってくるので、いざ上がった時に大きな問題が起きてくる。

福間委員

ただ、量的緩和そのものがどうこうと言うよりは、低金利が長く続くことの影響の方が大きい。

白川理事

然り。そういうことである。

福間委員

1988年、89年も同様である。

白川理事

本質的なその部分というのは低金利が継続するという中で、まず、流動性リスクを取り、次にクレジットを取るということである。

水野委員

私の持論はたまには金利を動かした方が良いというものであり、この10年間動かさなかったため、こういうことが起きた気がする。

福井議長

宜しいか。それでは今日の議事はこれで終了である。明日は午前9時に再開する。いつも申し上げているが、決定会合への信認確保の観点から厳正な機密管理をそれぞれお願いしたいと思う。以上をもって閉会とする。有り難うございました。

(15時51分中断、19日9時再開)

福井議長

それでは定刻なので政策決定会合の第二日目を開催する。今日は昨日申し上げたが、金融経済情勢に関する討議、それから当面の金融政策の運営に関する討議、議案の取り纏め採決を行った後、金融経済月報の検討、議事要旨の承認というように取り進めたいと思う。財務省から上田副大臣にお越し頂いた。宜しく願います。内閣府から昨日に続いて浜野政策統括官にお越し頂いた。宜しく願い申し上げます。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。委員および政府からご出席頂いた方々におかれては、そのことを前提としてご発言頂ければと思う。では早速だが、金融経済情勢の討議に移りたいと思うが、まず議論の前提として事前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頂きたいと思う。基本的見解の中に盛り込むこととしている、いわゆる中間評価案についても併せてご説明願いたい。

Ⅲ. 金融経済月報に関する執行部説明

門間調査統計局参事役

それでは右肩に差し替えと書いてあるA3の紙でご説明申し上げたいと思う。まず、景気の現状判断の総括部分であるが、「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。」ということで前月と同文である。以下、輸出以下の各項目についても特段の変更はない。なお、前月、「こうしたもとで、企業の業況感にも一部に慎重さが窺われる。」という一文が入っていたが、今月も基本的にその状況自体は変わってないと思うが、短観等のD Iがないので明示的には書いてないということである。次に先行きに移らせて頂く。「先行きについても、景気は回復を続けていくとみられる。」と前月の判断を踏襲している。「すなわち、」以下の説明についても特段の変更はない。下の方で、非常に細かい点になるが、「この間、公共投資は、基調としては減少傾向をたどると見込まれる。」ということで、「基調としては」という表現を一語加えた。これは、恐らく春頃になると思うが、2004年度の補正予算に基づき、災害復旧工事が出てきて、公共投資が一時的に増加することも有り得るということを念頭に置いた表現の変更である。「なお、IT関連需要や原油価格の動向と、その内外経済への影響については、引き続き留意する必要がある。」という点についても前月までと変更はない。次に、物価の現状だが、直近の12月の国内企業物価は3か月前比で+0.3%になった。それまで約1年間+0.5%のペースできていたので上昇幅が縮小している。従って、今月は「原油高の一服等により、上昇テンポが幾分緩やかになっている。」と判断を変更させて頂いている。それから、消費者物価については小幅のマイナスで変更はない。次に物価の先行きだが、国内企業物価、やはり次の1月だが3か月前比で見て横這い圏内というふうに予想している。原油がまた足許上がっているのも、ずっと横這いで行くか分らないが、今月は「商品市況の騰勢一服を受けて、目先、頭打ちとなる可能性が高い。」というふうにさせて頂いている。消費者物価については先行きについても

変更はない。実体経済、物価は以上である。

山岡企画局企画役

続いて金融面である。金融面も今月は前月からあまり変えていない。まず、企業金融環境、CP・社債の発行環境、貸出姿勢、及び民間の資金需要の表現については、前月から変更はない。次の民間銀行貸出だが、「減少幅が横ばい」との記述について、前月は「足もとは減少幅が横ばい」としていたけれども、今月も同じ評価を行うに当たり、「足もと」と言うのはさすがに期間を短く切り過ぎという感じがするので、「このところ」とさせて頂いている。その次のCP・社債の発行残高、マネタリーベース、マネーサプライの記述は前月から変えていない。次の銀行券だが、11月に改刷の影響から一旦+3.6%まで伸びが高まっていたけれども、12月は+2.4%まで低下している。実は、9月、10月の伸び率も2%台であって、こちらを踏まえるとあまり銀行券のことを長々と書くのもどうかというふうに思ったので、ここは「銀行券発行残高の伸び率は前年比2%台となっている。」とフラットな書き方にさせて頂いた。次に、金融市場の記述である。短期金融市場は変えていない。次の為替・資本市場であるが、因みに前回会合時の水準を申し上げると為替は104円台であった。長期金利は1.3%台の後半、株価はご記憶かと思うが、12月の半ばは前回会合の途中から上がり始めて、12月末以降は11,400円前後であまり変わってはいないのだが、前回会合時は11,000円前後であったということを踏まえると、やはりちょっと水準を切り上げているということかと思う。従って、今月は「円の対ドル相場および株価は前月と比べ上昇しているが、長期金利は前月と概ね同じ水準となっている。」とさせて頂いている。金融面は以上である。

山口企画局長

お手許に一枚紙で「基本的見解の「中間評価」部分」というタイトルのついたものがある。これに即してご説明したいと思うが、中身については

既にお読みと思うので、極く簡単にする。まず、景気についての評価は①②、③、三つの選択肢を用意した。それから物価については二つの選択肢ということである。なお、ちょっと分りにくいのが、冒頭に鉤カッコの付いたIT関連財云々という部分があるが、これについては景気の選択肢の中の①の場合にはこれを外して、②、③の場合にはこれを残すということである。もう少し具体的に言うと、②の場合にはIT関連財の生産・在庫面での調整が予想より深まったこともあって、見通しに比べ幾分下振れて推移したというように続くということである。それから③の場合にも、同様に鉤の中の部分が活きて、見通しに比べ幾分下振れて推移すると予想されると繋がるということである。なお、私共としては景気については②、物価面についても②の評価ということではないかと考えている。以上である。

福井議長

内容、表現については後でまた詳しく議論させて頂くが、取り敢えずのところ何かご質問があれば。宜しいか。次に進ませて頂いて宜しいか。それでは金融経済情勢の討議に移りたいと思う。このラウンドでは最近の金融経済情勢と、それから今も少し説明があったが、10月の展望レポートで示した「経済・物価情勢の見通し」に対する中間評価についてもご発言頂きたいと思う。恐縮だが、お一人大体5分位ずつで発言して頂ければと思う。今日は春委員、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、植田委員の順でお願いしたいと思っている。それでは春委員からお願いする。

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

春委員

それでは今日は私から申し上げる。まず、前回会合以降の動きとしては、米国において7～9月期のGDPの確定値は上方修正された。また、12月

の雇用統計では非農業部門雇用者数が順調に増加した。クリスマス商戦も尻上がりに好調。F O M Cによるさらなる利上げも確実視されており、拡大基調を取り戻した状況と思う。中国も拡大が継続していると思う。懸念材料としては、原油価格がW T I 先物で一旦 40 ドル近くまで下落したが、新年以来、米国北東部の低気温予想や在庫の減少、イラク情勢のほか 1 月 30 日の O P E C 総会におけるさらなる減産の懸念などから、49 ドル台まで上昇している。昨年秋には然程上昇しなかった中東のドバイ原油もこのところ昨年の最高値近辺の 40 ドル前後まで上昇している。

次に国内だが、明暗混在という状況と思うが、明るい動きとしては 11 月の実質輸出が 10 月に続いて堅調であった。11 月の機械受注は大幅に改善した。雇用についても 11 月は失業率、有効求人倍率とも引き続き改善した。さらに 12 月の特別給与の動きを見極める必要があるが、雇用者所得も前年比プラス化した。年末商戦も薄型テレビを中心に好調の模様である。株価も堅調と前向きの動きが見られている。一方で弱めの材料としては、先程申し上げた 11 月の輸出や機械受注の改善も内容を見ると一時的なものである可能性が高いこととか、家計調査の 10、11 月消費水準指数が低調だったこと。また、年末実施の 12 月景気ウォッチャー調査も暖冬とか年末年始の日並びとか、あるいはインド洋大津波などがコメントされているが、現状判断 D I で 5 か月連続の低下で 4 か月連続の 50 割れ。先行き判断も 8 か月連続の低下で 3 か月連続の 50 割れという状況である。また、このところ円高が進んでいる。

全体としては支店長会議でのご報告を伺っても、また、昨日の修正された 11 月の景気動向指数の確報を見ても、足許、景気回復の基調は続いているが、その動きは弱まっており、踊り場状態が続いているものと考えて宜しいと思う。

先行きについては、米国の復調や中国の拡大継続の中で I T 関連の調整が進行し、国内では企業収益の改善継続及び雇用者所得の前年比プラスの定着などから 2005 年度に掛けて設備投資、個人消費等の国内需要も安定的に増加し、+1%程度とされている連鎖ベースで見た潜在成長率を若干

上回る持続性のある成長軌道に復帰する可能性が大きいと考えている。

物価については、国内企業物価の前年比は足許、素原材料や中間材を中心に2%近い上昇となっているが、増勢は鈍化しており、先行きについては上昇テンポは緩やかになる可能性が大きいと思う。コアの消費者物価前年比については、ゼロ近辺の小幅なマイナスを続けているが、このところ固定電話通信料の値下げなどによりマイナス幅を幾分拡大している。先行き2005年度については需給環境の改善に伴って、基調としては緩やかにプラス方向を続けるものと考えるが、電気代、電話代等、公共料金引き下げの影響もあるのでゼロ近辺ないしは若干の前年比マイナスで推移する可能性が高いと思う。

以上から昨年10月の展望レポートで示した「経済・物価情勢の見通し」の中間評価としては、実質GDPについては昨年10月の見通しを連鎖方式に読み替えたうえで、経済面については執行部の原案の②、物価面についても②とすることが妥当であると考える。

次に、上振れ要因、下振れ要因について申し上げる。まず第一に、IT関連の調整についてはデジタル家電等裾野が広がっていることや早期に生産調整が行なわれていることから、2001年の前回と比較して軽いものに止まると想定しているが、この動向によっては下振れ、場合によっては上振れとなる可能性がある。

二番目に原油価格については、このところWTIなど軽質油の他に日本に多く輸入されているドバイ原油も上昇している。日本の場合、重質油中心の輸入構成から通関CIF価格も然程上昇せず、2003年度の平均は29ドルであった。これは先行き40ドル程度と想定している訳だが、昨年秋の急騰時を反映したと思われる最新の11月の速報値では約42ドルという水準になっている。日本のエネルギー効率の高さや代替エネルギーへのシフトなどから原油価格変動の直接的な影響は小さいと考えるが、中国要因等による中長期の供給不足懸念もあるので原油価格の今後の動きによっては海外経済からの二次的な影響も含めて、上振れ下振れ双方の可能性があるとと言える。

三番目に為替相場については、主要3通貨間の動きとしてこれまでのドル安から最近は円高傾向となって、101円台まで上昇した。実体経済の強さあるいは金利差等を見ればドル高、「双子の赤字」を見ればドル安と見方は分かれているように思う。日本企業のドル建て輸出比率の低下や海外生産比率の上昇といった変化はあるが、さらなる円高は下振れ要因かと思う。

また、四番目にこれまで底堅く推移してきた個人消費については、シニア層の消費実態等から消費性向はほぼ横這いという想定をしているが、年金保険料負担の増とか定率減税の縮小、あるいは先行きの消費税アップ等に対する心理的なマイナスの影響が大きく出れば、これは下振れ要因になると思う。

金融システムについては4月のペイオフ解禁を控えて警戒は怠れないと思うが、決済性預金の受入れなどの準備も着実に進んでいるので、不安要素は和らいでいると思う。

最後に、このところ弱めとなっている生産について、支店長会議でも色々ご報告があったが、自動車産業における鋼板調達の困難化といった資材の供給制約が出ていることも要注意ではないかと思う。私からは以上である。

福井議長

次は武藤副総裁から願います。

武藤副総裁

まず、海外経済から申し上げる。米国では家計支出や設備投資が引き続き増加しており、景気は拡大を続けている。注目されたクリスマス商戦もまずまずの状況であった模様である。ユーロエリアでは景気回復の勢いは弱いけれども、中国では内外需とも力強い拡大が続いている。昨年末に発生したインド洋津波はインドネシア等の諸国で大きな被害をもたらしたが、経済活動に対する直接的な被害は比較的小さいという見方が多いよう

に思う。こうした海外経済の動向を踏まえると、我が国の輸出は基調的には増加していくと考えられる。ただ、10、11月は鉄鋼や自動車の輸出が増加した一方、半導体製造装置や電子部品といったIT関連分野が弱い動きを続けている。輸出の増加テンポを見るうえでは世界的なIT関連需要の回復の強さを見極めていく必要があると思う。

企業部門については、鉱工業生産は、10～11月平均では7～9月対比-0.7%と弱含みな動きが続いている。これにはIT関連分野での在庫調整が影響しているほか、素材関連においても生産能力の制約により生産が増大しにくいことも影響している。もっとも、先行き1～3月の生産は消費財の増加に支えられて微増になる見通しであるほか、海外経済の成長や内需の回復を背景に本年前半にはIT関連分野の調整が山を越えて生産が増勢を取り戻すとみられる。また、企業収益を見ると大企業では製造業、非製造業とも今年度2割を超える増益が見込まれており、2005年度も高水準の収益が続くことが予想されている。先般行われた支店長会議でも企業収益がこれまでの収益力強化の取り組みもあって大きく回復していることから、景気が足踏みしていても企業経営者の収益力に対する自信は失われていないという趣旨の報告が多かったように思う。こうしたもとで、企業の設備投資は引き続き増加傾向にあると見られる。先月の短観等で積極的な設備投資計画が示されたが、ミクロ情報によれば足許生産調整を進めているIT関連分野においても、先を見据えた設備投資意欲は根強い模様である。また、建設投資についてもバブル崩壊以降の長期にわたるストック調整や企業の過剰債務の調整の進捗を背景に再びサイクルの長い回復局面に入った可能性があると思う。先行きについても内外需の増加や高水準の企業収益を背景に設備投資は増加が続くと予想される。

次に個人消費だが、底堅い動きとなっている。家電販売は増加傾向が続いているほか、乗用車販売についても鋼材不足の影響による生産後ずれから新車登録台数は横這いとなっているが、需要自体は堅調とみられる。先行きについては、企業における雇用過剰感が緩和している中で、雇用者所得が緩やかな増加に向かう可能性が高いとみられることから、個人消費も

緩やかに回復していくと予想される。ただ、暖冬といった天候要因等のマイナスの影響には引き続き注意していきたいと思う。

以上を纏めると、景気の現状については、生産面などに弱めの動きがみられるものの、基調としては回復を続けているという判断を維持することで良いと思う。先行きについてもIT関連需要や原油高の動向には注意する必要があるが、景気は回復を続けていくとみられる。

次に物価動向だが、国内企業物価は内外の商品市況高や需給の改善を反映して、石油製品、鉄鋼等の中間財価格を中心に上昇を続けている。ただ、最終財価格は軟調となっている。先行きについては、原油価格の一服等から上昇テンポが緩やかになるとみられる。消費者物価の前年比は、除く生鮮の全国ベースのCPIで11月は-0.2%となった。10月に比べて下落幅が0.1%ポイント拡大した訳であるが、これは米の価格と固定電話通信料の下落が影響している。本年1月の固定電話通信料の引き下げと本年4月からの電力自由化を睨んだ電力会社の料金引き下げにより、CPIは追加的に0.3%ポイント程度押し下げられると予想される。このような特殊要因を除いたベースでは、景気の回復基調を受けてCPIのマイナス幅は緩やかながらも縮小傾向にあるとみられるが、特殊要因の影響から、先行き2005年度上期に掛けて、CPIの前年比はマイナス幅をやや拡大して推移すると考えられる。

次に中間評価だが、以上のような経済物価情勢を踏まえると、まず第一に、景気については10月の展望レポートと比べ幾分下振れして推移したが、先行きは見通しに概ね沿った動きになるという第二の案で良いと思う。この点は支店長会議での各地からの報告も大勢としてそうした見方であったと受止めている。物価面では、国内企業物価は見通しに沿って推移し、消費者物価も基調は見通しに沿って推移するが、電話通信料等の影響によっては見通しをやや下回る可能性があるという第二番目の評価で良いと思う。今後、当分の間、電話通信料等の特殊要因がCPI前年比に影響を与えるということで、そうした特殊要因を踏まえながら物価の実勢を的確に把握していくことがこれまで以上に重要になっていると思われる。

この物価の実勢判断という点に関して若干コメントすると、物価の実勢判断は物価指数だけでなく、市場の物価に対する見方等も含めて総合的に点検していくことが重要である。最近のアンケート調査の結果などを見ると、人々のデフレ期待は着実に後退してきているとみられる。また、地価の動向にも目を向けておく必要がある。東京都区部の地価がここに来て上昇に転じていることは注目すべき変化ではないかと思う。

最後に、金融資本市場動向だが、昨年末からの市場の動向を見ると株価と円の対ドル相場が強含む一方で、長期金利は横這いで推移している。長期金利に比べて株価が堅調に推移したことの評価としては、世界的に投資家のリスク・アペタイトが回復する中で、我が国の株価が企業業績などのファンダメンタルズとの対比で割安と判断されたのではないかとみられる。ただ、為替が足許円高の展開となる中で、株価の堅調が今後も継続するのかどうか、その場合、長期金利が株式市場の景況感に鞘寄せされる形で強含むことになるのかなど、今後とも市場の動向には注意を払っていきたいと思う。以上である。

福井議長

岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

それでは最初に結論からということで、中間評価について言うと实体经济について②、それに物価面も②ということで良いのではないかと思う。それから最初の書き出しの鉤カッコはあった方が良いというふうに思っている。そう言ったうえで、三点程コメント申し上げたいと思う。一点目は成長率の見通しとデフレ脱却の展望について、二番目はそれと深く関連するがIT部門の調整の深さ、あるいは長さというようなことについてどう考えるかという点、三番目は主なリスクはやはりドル安だと思うので、これについてどうかという、その三点についてコメント申し上げたいと思う。

一つ目の成長見通しであるが、新しく、正しいやり方で計算したということで、私はもっと早くこういうやり方に切り換えて貰いたいと思っていたのだが、この度そうなって、極めて結構なことだというふうに思っている。ただ、改定の結果、早川調査統計局長の方からも以前から1%位、実質成長率は過大評価されているというお話はあった訳だが、その幅は2003年度で言うと1%強で私が想定していたより少し大きかった。2003年度の実質成長率は+3.2%から+1.9%になってしまった。それからさらに足許この中間評価でもあるように、去年の10月の時点と比べてやはり下振れが起っている。成長率で言うと0.5%分位、下振れになっているというふうに思うので、この中間評価の（注）というところに「2004年度は2%台半ば」というふうに機械的に書いてあるのだが、それよりもさらに0.5%位低いところで走っているというふうに理解した方が良いのではないか。であるから2003年度は改定後の数字で+1.9%だけでも、恐らく2004年度も+1.9%あるいは+2%というふうに私は考えている。GDP統計の歪みについて逸早く指摘された民間のアナリストはピーター・モーガン氏なのだが、彼は、最初成長率を見たらトラが来たのかと思った、日本経済はトラになったと思ったが、GDPの改定を受けて結果を見たら小猫ちゃんになってしまったと言っている。私は本当に小猫ちゃんになってしまったかどうか、まだ山猫位だと思っているのだが、ただこの半年は明らかに小猫になっているというふうに思う。それで改定前に、私は、植田委員もおっしゃったと思うのだが、1%以上、潜在成長率を上回る事態が2年以上続けばデフレ脱却の可能性があると指摘した。植田委員が後で変えられたのかどうか分からないが、私はそういうふうに申し上げたことがあって、講演でも申し上げた。その時には旧統計で、潜在成長率もちょっと上振れしていたとすれば、+1.5%~2%位だった。それで、その時は2003年度が+3.2%で2004年度は+3.5%位を私は見ていたので、足すともう+2%を悠々超えてしまう、2.7%位になってしまうので、過去20年と同じような需給ギャップと物価上昇率の関係が続いていて、フィリップスカーブの傾きが0.43だとして掛け算をすると、2002年度のCPIは0.8%のマイナ

スであったので、おつりがくるとか言っていて、私は一昨年の10月の頃にはデフレ脱却は青信号だと言っていた。展望レポートについても、青信号がついていると、一人でそういうことを申し上げていた。その後のこの数字を今考えてみると、それぞれ2003年度が+1.9%、それから2004年度が私は+2%と思っているので、潜在成長率は幾らか分らないのだが、+1%~1.5%の間だと私は一応思っていて、それで+1.2%だと仮に考えるとすると、これも+0.8%という説もあるようなので、ちょっと私は計り知れないのだが、真ん中+1.2%というふうに考えると、それぞれ引き算すると、+0.7%と+0.8%で、足しても+1.5%で+2%にならないのである。単純に0.43を掛け算すると、0.65なのである。であるから0.8%あったものを0.65%分しかマイナス幅が縮まらないという話になる。これまでの動きはまさにそのとおりで、いわゆる特殊要因を全部除いて考えると、まさに-0.8%から-0.2%までちょうど0.6%マイナス幅が縮小していて、過去20年の経験則のとおり結局動いていたのではないか。フィリップスカーブがフラットになってしまってどうしようもないと私も一時思ったのだが、それはGDPの数字が膨れ上がっていたせいであって、現実には20年間の平均の姿を我々は歩んでいる。しかも、2004年度には0.65%位しかマイナス幅は縮小しない。そうすると2005年度はどうか。2005年度についても、これは民間の見通しだと実質成長率で見て0.5%~2.5%位の幅があって、どこにいくか分らない。この中間評価では+1%台半ばというふうに書いてあるのだが、仮に潜在成長率と同じ位だと、+1.2%位だというふうに考える、これは実は民間の予測の今の平均なのだが、そうすると需給ギャップは全然変わらないということになって、そうすると2005年度はデフレ脱却は無理だとなる。では2006年度はそれでは大丈夫か、というところに先送りされているというのが実態ではないかと思う。2006年度については、私は2%位成長すれば、やはり十分青信号だというふうに思うのだが、その展望は今は持てない。しかも不幸なことにグローバルにリフレ政策が終焉しつつあり、日本の場合も実は財政政策の方が2006年度からはどうも増税サイクルに入る。それは2007年度

はもっと本格化するかもしれない。私はデフレ脱却について楽観的なのだが、グローバルな状況と国内の政策対応が変わってくれば当然それは不可能になるというふうにも思っている。以上が現状で、物価の展望、デフレ脱却の展望については、2003年10月には青信号が見えると思ったのだが、去年の10月にはちょっと黄色信号になっていたと思う。だけどその次には青信号に変わるだろうという期待を込めていた。今は本当に赤信号にもなる、次は赤信号なのか、青信号なのか、全く分らないという状況だと思う。こういう時にあまり早く動き過ぎると自動車事故に遭う。安全運転が必要な局面ではないかと思っている。

ドル安については、昨日の平野理事の話では米国の経常赤字は安定的に拡大する見通しだと。やはりこれはドル安要因として働くと思う。それから実物部門の一般均衡で考えているロゴフ氏などの考え方でも、ドルはさらに20%はディプリシエイトする必要があるというような計算をされている訳だが、そういう力が背後では働いている。これは貿易財と非貿易財の生産性の向上率が日本とアメリカで例えば違って、アメリカは非常に非貿易財のところで生産性向上が沢山起こり得るというふうに思う。ただそれは、非常に長いタームの話なので、直ぐさま起こる必要はないと思う。目先のことで言えば、もう少しファイナンシャルな要素、つまりアメリカは今、利上げサイクルに入っている訳なので、アメリカとそれ以外の国との間で金利差が例えば2%以上開くということとなると、むしろドル買いの方が出てくるというふうにも思っている。以上である。

福井議長

次は福間委員からお願いします。

福間委員

まず、海外経済については、前回会合で「景気は総じて底堅い動き」と述べたが、現在もその評価に変わりはない。大津波の影響については、昨日の執行部の説明にあったとおり、限定的と考えている。米国については、

個人消費の堅調が目を引き、その背景には雇用の緩やかな拡大やガソリン価格の低下、株式相場の好調等があると考えられ、企業の設備投資と並んで今後とも景気の牽引役になることが期待されている。中国については高成長が続いており、インフラ面にボトルネックの生じている状況には変わりはないが、貧富の格差を背景に農民、民工の暴動が多発している点には注意が必要である。電力については、華東地域の需給逼迫が深刻化し日系企業の中にも電力の使用制限、ピークカットや使用振替、ピークシフトの措置を受ける企業が少なくない。ただ昨年来の景気過熱抑制策により中国国内の建設投資の伸びは鈍化しており、それに伴い過剰在庫として積み上がった建設用鋼材の輸出攻勢が強まっている。この影響で中国の鋼材の輸出入は、昨年 11 月、実に 13 年半振りに輸出超過に転じ、12 月にはその輸出超幅を拡大している。中国の輸出攻勢により、日本を含む東アジアのマーケットでは建設用鋼材の価格が軟調となる一方、自動車、造船、家電製品向けの高級鋼板やプラント、発電所向けの特種鋼の価格は供給制約から上昇基調を続けるなど二極分化の動きが見られる。

我が国の経済については、引き続き踊り場局面にあると見ており、昨年 10 月の展望レポートの標準シナリオに比べると、半導体メモリーや液晶パネル等電子部品の在庫調整に加え、台風・地震等の一時的な要因も加わったため、幾分下振れて推移していると見ている。先行きについては、「景気は回復を続けていく」との見通しは変えていない。展望レポートの見通しに概ね沿った動きになると予想している。電子部品の在庫調整については、企業サイドでは、早ければ今年の春までに調整一巡との見方が少なくない。私も IT バブル崩壊の学習効果から、各社が早め早めに減産し、在庫調整を進めてきたことやデジタル家電や自動車等最終需要が世界的に増加を続けていること等を踏まえると、在庫調整は既に最終局面にあると見ている。各需要項目を見ても、いずれも堅調に推移する見通しである。すなわち、設備投資については、11 月の機械受注統計で重厚長大産業やハイテク産業のみならず、金融・保険業を含め非製造業も高い伸びを示したことに見られるように、全体としては広がりや強さが感じられている。

広がりという点では、自動車・鉄鋼メーカーの系列・下請け企業でも、銀行の積極的な貸出姿勢も手伝って、小口ながらこれまで抑制されてきた更新・増投資を活発化させている。個人消費については、12月の消費者態度指数の小幅悪化や定率減税の段階的縮小等税制改正の影響には留意を要するが、支店長会議でもあったとおり、人手不足による雇用環境の改善や所得の上げ止まりに加えて、ここへきてバランスシート調整に目処がたったことも影響してか、株式、不動産等資産価格に底打ち感が窺われ、資産デフレが終焉を迎えつつあるとのムードが出始めていることは、今後消費者心理にプラスに働く可能性があると思われ、消費の基調も底堅いものと判断している。さらに輸出も、自動車、造船、一般機械、高級鋼板、化学品等重厚長大産業が好調を持続しているほか、年末のクリスマス商戦ではデジタル家電にも回復の兆しが窺われており、今後も米中をはじめとした海外経済の拡大を背景に、輸出は堅調に推移していくものと予想している。ただ、高級鋼板や特殊鋼については、その供給制約により関連する他産業の生産頭打ちに繋がる可能性もあり、注意が必要だと思っている。

この間、企業業績も好調に推移しているが、年初というムードも影響してか賀詞交歓会等で色々話してみると、銀行を含めて企業経営者からは「攻めの経営」や「イノベーション」といった言葉が数多く聞かれるなど、先行きについては慎重に見ながらも経営スタンス自体はこれまでになく強気であり、前向きである。これは、企業倒産が6か月後方移動平均で見ると、92年6月以来の低水準になったこと等により示されるように、ミクロの構造調整が大幅に進捗したことにより、企業や銀行が自らの経営に自信を持ち始めたことを示唆している。ただ、新聞報道によれば、ブリヂストンや昭和シェル等の12月決算は原油高や素材高により大幅な減益になる見通しと報じられたように、原油高、素材高、さらに円高の3高が来年度の一部企業の収益に与える影響については引き続き注意が必要だと思っている。特に、為替相場については、今月下旬のダボス会議、2月上旬のG7を控えていることで思惑が生じ易いこともあり、その動向には注意が必要だと思っている。中でも、欧米当局者の間からは緩やかなドル安は止

むを得ないとのムードが感じられるほか、人民元のフレキシビリティを求める発言が相次いでいるもとで、これまで欧州通貨に対して割安感のあった円、その他アジア通貨に——円の実効レートは安定している訳だが——足許やや独歩高の動きが見られる点は気掛かりである。物価面については、石油関連をはじめとする内外の商品市況の頭打ちが見られるうえ、高騰を続けてきた海上運賃も足許はピーク比 20～30%の大幅下落となっている。このため、直近 12 月に前年比+1.9%となった国内企業物価については、原油を含む原材料価格の先行きは予断を許さないものの、今後徐々に伸びが鈍化していく可能性があり、展望レポートの関係では概ね見通しに沿った推移になると思われる。一方、コア消費者物価については、規制改革の成果としての固定電話通信料や電気代の引下げ等、新たな押し下げ要因が加わったため、本年度のみならず来年度についても——私自身が元々ボードの中で一番弱気の予想をしていたが——当初予想比さらに下振れる可能性があると考えている。ただ、調統局の資料にもあるように、特殊要因を除くベースで見ると、持続的な景気回復を背景に、需給ギャップの縮小による物価押し上げ効果が企業のユニット・レーバー・コスト引き下げによる物価押し下げ効果をやや上回る形で、全体としてはコア消費者物価はマイナス幅を徐々に縮小しているという動きには変わりはないと思う。本行としてはそうした動きを辛抱強く見守っていく必要があると考えている。最後に企業金融だが、最近、企業の中にはキャッシュフローを上回る設備投資を行う先も見られ始めているが、全体的には鉄鋼業に典型的に見られるように、設備投資には前向きながらキャッシュフローの範囲内に止めるという慎重なトーンが未だ維持されており、債務削減も続いていることから、銀行借入れに対するニーズは引き続き盛り上がり欠けている。また、CP・社債の発行も低調な動きとなっており、一昨年 7 兆 4,000 億円あった普通社債の発行は昨年は 6 兆円を割り込んでいる。このような環境下で、銀行が貸出を増やしていくことは容易ではないが、大手行を中心とした銀行サイドでは、不動産融資、中小企業向け貸出、海外向け貸出を主なターゲットにして借り入れニーズの発掘、掘り起こしという

ことを行いながら、攻めの姿勢で取り組んでいる。このような動きは、銀行が不良債権処理に目途をつけ、リスクテイク能力を高めていることを示しており、今後、生保を含めて貸出競争が一段と激しくなると予想されている。以上である。

福井議長

次は、中原委員。

中原委員

前回会合以降で実体経済における基調的变化を物語る大きな材料はないという点で、昨日の早川調査統計局長の説明のとおりと思う。10月、11月の実質輸出、それから11月の鉱工業生産を見ると、やや回復の兆しも感じられ、また機械受注の大幅改善はサプライズだった訳だが、いずれも種々の特殊要因が絡んでおり、もう少し状況を見た方が良いと思う。企業の設備投資意欲はこれまでの高収益と潤沢なキャッシュフローに支えられ根強いが、ここへきて中小公庫あるいはテレレート短観等、諸機関の調査による景況感が悪化ないし改善幅の鈍化を見せ始めており、2005年度を通じて現在の国内設備投資の増加幅が続くのか、その持続性はどうかという点では、やはり次回の短観、今後のアンケート等で確認していくことになる。消費は全体として底堅いという表現で宜しいと思うが、小売販売統計や家計調査等からはやや弱めの動きが目につくところであり、昨日発表の消費動向調査や我々の行った生活意識アンケート調査、景気ウォッチャー調査等に見られるとおり、コンフィデンスは改善が頭打ちないしやや悪化する傾向が見られる。家計の税負担、年金保険料負担等の先行きの家計負担の増加も懸念材料と言わざるを得ない。総じて、景気は回復基調が崩れたとは言えない訳だが、足許弱めの動きが目立って、踊り場の状況との判断を覆すには至っていない。雇用環境については、企業の求人意欲は強く、改善基調に変化はない。ただ、数字はかなりボラタイルであって、ミクロ情報ではやはり非製造業を中心にパート化の流れは止って

おらず、雇用環境の改善が賃金・所得の増加に繋がっていくという可能性について、まだ具体的な材料は確認できていないというのが実情だと思う。当面のリスク要因として、海外景気、特に米国・中国、それからIT関連調整の帰趨、ドル円相場、原油価格、の4点について若干コメントしたいと思う。まず、米国景気だが、昨年末に掛けて回復の足取りが再び明確かつファームなものになってきたという感触はある。ただ、2005 年を展望すると通年としてはトレンドをやや上回る成長が続くというシナリオで妥当だと思うが、若干の懸念材料もある。具体的には、企業収益の伸びにそろそろ頭打ち感が出ていること、あるいは在庫循環が当面のピークをつける感触があること、また、企業のファイナンスギャップの動きを見ても、企業の設備投資に対するスタンスが慎重であること、政治的にもブッシュ政権第二期に入り、景気刺激策の効果が一巡すること、原油価格の高止まりが次第に实体经济の活動にも緩やかに効いてくると思われることなどである。このようなことを考えると 2005 年上期において回復のペースが若干スローダウンすることは考えておく必要があるだろう。なお、地政学的要因はいつも頭から離れない訳だが、イラクの総選挙後の情勢如何では地政学的リスク、あるいは不透明感が一時的にせよ高まって市場の不安定化、コンフィデンスの悪化をもたらす可能性には警戒しておく必要があると思う。中国は新しい材料は特にないが、現在のような比較的高めの成長のもとでは、市場メカニズムが働かない中での政策運営が歪みを拡大させ、結果として、経済、市場のボラティリティを高め、経済のオーバーキル、あるいは国際商品価格の大幅な変動等を通じて、内外経済に大きな影響を与えるリスクには注意しておきたいと思う。二番目にIT関連産業の調整だが、現在のコンセンサスは調整は浅くかつ早めに終了するというものであり、このシナリオは変わらないと思うが、ミクロヒアリングの結果や先日の国際局による台湾のIT関連企業のヒアリング結果を見ても、調整終了時期についての見通し、予想にはかなりばらつきがある。また、2005 年の世界需要予測でも、携帯電話や半導体はほぼフラット、液晶テレビやデジタル家電は伸びるという見通しではあるが、価格競争が極めて

激しいという現実、さらに、調整のいわば谷が相対的に浅いということは回復のペースもかなり緩慢であるということ、これらを考えていくと調整終了後の景気の牽引力という意味では相対的にあまり強いものが期待できないのではないかと。三番目に為替相場であるが、これまでサイドラインにいた円に焦点が集まりつつある。「双子の赤字」という構造問題と、成長率格差、金利差による循環的問題との綱引きの中で、ここにきてG7を控え、政治的な動きによって一時的にせよ相場がオーバーシュートするリスクは高まっている。ユーロの下落から徐々に円の実効相場も上昇に転じ始めており、今後円高がさらに進む場合には企業マインド、企業収益、物価などに対して与える影響については懸念を持たざるを得ない。個人的には為替市場のテーマは非常に移ろい易い訳であって、構造的なテーマからいずれ循環的なテーマに焦点が移るのではないかと考えている。四番目は原油相場であるが、その後反落したけれども、ここにきて再び波乱含みの展開になっている。基本的には供給側の制約がある中で、世界経済の成長が続く見通しのもと、原油価格は高止まりということだが、緩やかながらもグローバルな世界経済への影響はそれなりに出てくると思う。最後に10月の展望レポートの中間評価だが、当初の標準シナリオをやや下回る動きとなっていると判断している。今のところ回復基調に変化はなく、調整も比較的浅いと見ており、いずれ潜在成長率程度の成長に戻るとの見通しはそのとおりだと思うが、調整が10月予想していた時よりは長引き、かつ調整終了後の回復のペースも緩やかなものになるということを見ると、2005年度は、成長のゲタがかなり小さいこともあって、その実質GDP成長率としては10月の展望レポートの見通しを若干下方修正すべきものかもしれないと思っている。今回、諸般の事情から具体的な数字を公表しないとの前提で執行部提案の表現から選ぶとすれば②案かと思うが、表現が調整終了のタイミング等、やや具体的かつ全体として前向き過ぎるような感じを受けている。それについては、後程議論させて頂きたいと思う。物価については②案が妥当かと思う。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

足許の景気動向を見ると前回から大きな変化は見られず、時間的制約もあるので、I T関連分野の調整以外で特に指摘しておきたいことはない。I T関連分野での調整については、足許で受注が好転し始めているという企業の声も聞かれるし、電子部品・デバイス工業の生産については生産の実現率、予測修正率ともプラスとなっており、着実に進捗しているように思われる。なお、予てよりI T関連の調整の深さや景気動向を判断するうえで、クリスマス商戦の動向を見極めたいと言ってきたが、現時点での評価は米国ではまずまずの出来であったようである。また、日本の年末商戦については、携帯電話、デジカメは苦戦、デジタル家電、ゲーム機器は好調、新年明けは百貨店売上も好調との話が聞かれ、日本についてもまずまずといったところだと思う。従って、I T関連の調整について一段と弱気な見方は見受けられない。ただ、I T関連分野といっても製品別に調整の深度も異なるため、調整がいつ終わるかについての予想は、春の早い時期、遅い時期、年央と、何を念頭に置いているかによってばらばらで、なかなかマクロでの判断が下しがたいのが実情である。ただし、調整後のI Tの回復度合いについては、今年の半導体の出荷予想に見られるように緩やかだと想定されるので、この程度の時間的なずれの影響はあまりなく、また、調整期にあってもI T関連企業の設備投資についても強気な見方が散見され、想定よりも下振れる可能性も小さいと考えられるので、今のところ、この間、どの時点で調整が終わろうともその影響を大きく捉える必要はないと思っている。

さて、こうした点を踏まえて展望レポートの中間評価を行うと、I T関連分野での調整が予想比大きかったため、日本の景気は10月時点で描いていた見通しに比べ、若干ながら下振れて推移していると思う。先行きも

I Tの調整色が薄まるのがいつになるのか定かではないが、それが春の早い時期という私の想定よりも後ずれしても、景気回復のメカニズムの見通しが大きく変わるとは考えていないので、②の書き振りで良いと思う。

次に物価についてであるが、基本的に10月の見通しどおりになっていると思う。ただ、問題は消費者物価において10月時点では織り込んでいなかった電気や電話といった公共料金の引き下げをどう評価するかである。私は、消費者物価指数前年比が+0.1%でも-0.1%でも大差はないと考えており、先程も述べたとおり、景気回復のメカニズムに変化が見られないため、①の「国内企業物価、消費者物価ともに、概ね10月の「見通し」に沿って推移するとみられる。」が良いと言いたいところである。もっとも、「消費者物価指数の前年比上昇率が安定的に0%以上となるまで、量的緩和政策を継続する」ことを「約束」していることを勘案すれば、市場関係者の目線が数字に集中することは決して好ましいことだとは思わないものの、仕方がないことかもしれない。そうした市場関係者に対して消費者物価指数に景気のメカニズム以外で何が起きているのかを明示することも大切だと考える。従って、②の文章の消費者物価の部分は、文言を多少入れ替えて、「固定電話通信料引下げの指数面への影響等によっては、やや下回って推移する可能性があるが、基調としては10月の「見通し」に沿って推移するとみられる」といった表現ではどうかなと考えている。この点については、後程皆様からご意見を伺えればと思っている。

なお、上振れ・下振れリスクについては、展望レポートに示されているリスクはそのまま良いとして、幾つか気になる点を指摘しておきたいと思う。まず、10月に指摘したように、私は「双子の赤字」の問題等を巡り、金融市場や為替市場に大きな変動が生じた場合に、世界経済に悪影響を与える懸念があるということを、昨年4月の展望レポート時と同様のウェイトで下振れリスクとして認識している。また、米国経済については、景気回復が確実なものとなり、雇用の着実な改善のもと、思いのほか生産要素の余剰分が小さくなっている可能性があることや、CPIコアの対前年比上昇テンポがやや上がっていること、また原油高、ドル安もあってF

e dの物価見通しにアップサイドリスクがあると思っている。そして、物価の上昇やエネルギー価格の高止まりがインフレ期待を上昇させ、金利を上昇させる可能性がある。現在の米国の長期金利は潜在成長率や目標インフレ率、財政プレミアム、あるいはインプライド・フォワード・レートなどから計算すると上手く説明できない面があり、長期金利の低さは期待インフレ率の低さで説明されることが多々あるが、そうだとするとインフレ期待が高まれば金利が上昇することになる。米国金利の上昇は、住宅価格への影響や変動金利ローンの借り手の負担増などを通じて、消費に悪影響をもたらしかねない。また、米国に限らず、潤沢な流動性が金融市場における過度なリスクテイクに繋がっている可能性について注意しておきたいと思う。為替についてだが、当面の為替の動きは後付けの理由は様々があるので先は全く読めないが、イベントとしてはG7や予算教書・大統領教書での財政赤字についての取り上げ方に注目しておきたいと思う。最後に日本についてだが、年金保険料など各種負担が増大する中での定率減税縮小、消費税引き上げ論などによって、追加負担増による消費者の意識が高まり、恒常所得を低下させると、消費行動を慎重化させるリスクがあると思っている。以上である。

福井議長

水野委員から願います。

水野委員

景気の現状認識と先行き見通しは、基本的には早川調査統計局長と等しいので、今回は支店長会議を受けた感想について二点お話を頂く。一つ目は支店長からの報告を聞いていると、各マクロ指標を見ているよりも景気の腰はしっかりしているのかなという印象を受けた。IT関連についても、需要見通しは決して弱気ではないということなので、中間評価の部分になるが、春頃あるいは1~3月期を終えた辺りから、生産、輸出が再び回復に向かうという感触で良いのかなという感じがする。それから雇用

については企業の求人ニーズが強く、少し気をつけてみる必要があると思うが、有効求人倍率の上昇、あるいは常用雇用者数の持ち直しという報告が多く、勇気付けられた。特に、景気判断を横這いとした北海道、あるいは足踏み状態にあるとした東北地区でも有効求人倍率については緩やかながらも上昇という報告があったことは注目されると思う。政府から来年卒業の就職予定者の話が出てきているが、これも改善方向で、特に高卒の方が改善しているということだ。このように雇用関係は少し明るい話が出てきたということが指摘できる。それから毎月勤労統計については、まだ12月を見なければいけないかもしれないが、一応、雇用者所得の緩やかな回復という早川調査統計局長の見方がある程度サポートしてくれているという気がする。支店長会議を受けての感想の二番目は当日質問したことだが、財政再建による景気の抑制効果は国よりも地方自治体の方でより深刻であるなということである。小泉政権が誕生してから財政再建、特に公共投資の削減、それから最近だと三位一体の改革ということが挙げられているが、公共投資の依存度が高い地域ではかなり景況感に影響を与えていて、なかなか東京都心部の景気回復に乗り切れていないという気がする。また、財政再建団体に転落する寸前の地公体では、単なる公共投資の削減だけではなくて、県知事、市長の意向によって県庁あるいは市役所の役職員の給与引き下げが目立ってきた。地方によっては公務員の給与が下がることに伴い、民間の賃金もそれをベンチマークにしながら下がってくることがあるので、地区によって雇用・所得環境も温度差がかなりあるということを一応頭に入れておく必要がある。三位一体の改革だが、地方に税源を委譲する一方で、地方交付税交付金あるいは補助金を削減することなので、過疎地域にとってはこの改革によってより景気抑制効果が強まってくるのではないかなという感じがある。以上、二つを踏まえて私が考えたことは、これからの我々の少し長めの金融政策運営を考えた場合に、財政再建のスピード、それから人口動態、単なる少子・高齢化だけではなくて、過疎の問題等も含めて、重要な要素であるという印象を持った。特に、財政再建については、政府部門が性急な財政再建に踏み切った

ことにより景気のオーバーキルが高まるような場合は、いずれ金利の正常化を達成したいと考えている本行にとっては、政策の自由度を後退させる可能性があるのかなという気がする。それには注目したいと思う。それからもう一つ、人口動態については、先程言った少子・高齢化に伴う労働力人口の減少、過疎問題、年金問題などは中長期的には我が国の潜在成長率を下げる方向に働く可能性もある。そういう意味では、中立的な短期金利の水準、これがどこにあるかという議論を——まだ量的緩和を続ける中で金利の話をして早いのかなという気がするが——、一応頭に置いておく必要があるのかなと思う。それから、展望レポートの中間レビューについてだが、基本的には10月の展望レポートで蓋然性が高いと考えた見通しについて言えば、下振れリスクとしては海外経済の動向、とりわけ原油価格の高騰、IT関連需要の下振れが指摘されていたが、IT関連財を除いて、原油も想定範囲内であるし、アメリカ経済と中国経済も思ったよりも悪くないという感じなので、若干下振れているという程度の表現で良いのかなという気がする。それから、中国経済については、前から言われているがノーランディングという印象で、むしろ成長期待が高まっているのかなという気がする。中間評価で言うと、IT関連財の需要が下振れた結果、在庫調整が長引きそうな部分だけ②「幾分下振れて推移している」ということだが、先行きについては先程の支店長会議等の議論を含めて考えると、特に下方修正する必要はない。「景気は回復を続け、次第に持続性のある成長軌道に移行していくという見通しに沿っている」で良いのではないかと思う。それから、違う角度の話を二点すると、この1か月間、前回の決定会合から1か月間経って二つ変わったことがある。一点目はアメリカ市場での金利見通しが変化したと思う。長期金利は動いていないが、短期金利が上がるペースについては、かなり変わってきたとみている。先日の12月分のFOMC議事要旨や最近のFRB高官のインフレ懸念発言があると思うが、短期金利がフェデラル・ファンド・レートで見て淡々と3.5%位まで上がってくるという見方が強まってきているのではないかなという気がする。日本銀行の金融政策運営を考えてみる時に、インフレ懸

念がアメリカで強まるような状況になった場合には——個人的には強まると思っていないのだが——、これは非常に厳しい政策運営になると感じる。アメリカでインフレ懸念が強まった場合には、大幅利上げによる景気のオーバーキルのリスクが高くなり、多分ドル安要因になると思う。それに伴ってアメリカの株価調整リスクが高まるから、日本の株価にも悪影響が見込まれる。従って、足許じわじわとコアインフレ率などが上がってきているので、可能性は低いながらもアメリカのインフレ動向については注目した方が良いと思う。二点目は日本の長期金利である。12月、1月を見ていると、景気の見方については、例えば日本銀行の短観や11月の機械受注を受けてもなかなか景気減速期待だけでは長期金利は下がらないなという感じがするが、短期金利の安定を受けてじわじわと長期金利が下がってきているという感じがする。その中で意外と見落としていけないと思っているのは、財務省が国債管理政策のところで非常に努力されていることである。2005年度の国債発行計画もマーケットの評価が非常に高かったし、賛否両論あるが、国債市場特別参加者制度も債券市場の安定に繋がっていると思う。あと本行による来年のTB再乗換えの話も、債券市場では日銀・財務省の間で国債の安定消化に向けて心を砕いているということで、決してネガティブに受取られてないのではないかなという感じがする。機械受注その他色々な統計が出ているが、債券市場は今、需給要因で動いている感があり、必ずしも長期金利を見ながら先行きの景気が弱気であるという見方は、今のところ採らなくても良いのではないかな。その証拠に、株価は前回の決定会合以降、堅調に推移している。以上である。

福井総裁

最後になったが、植田委員お願いする。

植田委員

あまり付け加えることはないが、先月と比べてということであれば、あまり大きく経済についての見方を変える必要はないかなと思う。注目してい

たハイテク関連の生産・在庫調整については、皆さんおっしゃったように、懸念されていた程の広がりがないさそうだとすることかと思う。また、この調整がさらにそのセクターの外側に負の波及効果を発生させるリスクについても見ていた訳だが、私共に情報が沢山入ってくる大企業周りでは、例えば設備投資を大幅に先送りするようなことはなさそうであり、その辺もまあ大丈夫かと見ている。ただ、中小企業、あるいは若干弱めに見える消費マインド、消費の辺りが今後どうなるかという点は注意して見ていきたいと思う。中間レビューないし10月の見通し対比で申し上げれば、実質GDP成長率については、2004年度下方修正、2005年度大体同じ位かということかと思う。ただ、財政の振れが大きいので、それを除いた国内民需で見ると2004年度は極く僅かの下方修正程度、それから2005年度は現在の調整のずれ込みから、ある程度の下方修正という姿かと思う。ただ、それにしても来年度の早い時期にハイテク部門の調整を終えて潜在成長率を若干上回る成長経路に復帰するという見方で宜しいかと思う。物価については、これは皆さんおっしゃったが、CPI周りで新たに一時的なマイナス要因が出現したこともあり、当面の姿はやや下方修正ということかと思う。しかし、その後、岩田副総裁がやや難しめにおっしゃったこととほとんど同じだが、もう少し易しく、やや楽観的に申し上げれば、そうした一時的な要因を除くコアのCPI、それから別の指数では内需周りのデフレータ、CSP Iなど、いずれも景気回復の持続に伴ってデフレ色を徐々に弱めてきていて、例えばコアCPIであれば一時的な下押し圧力が後退するであろう頃には、デフレからの脱出が展望できる可能性が出てきていると見ている。この可能性は可能性であり、それが実現されるためには、岩田副総裁もおっしゃったことだが、来年度、2005年度に潜在成長率を若干上回る成長が現実に達成されること、及び2006年度についても概ねそういう姿が展望できることが必要のように思う。

最後にリスク要因について海外を中心に二つだけ触れておくと、これは私も前回申し上げたし、今回、複数の方がおっしゃったが、一つはグローバルにインフレが加速しないことがやはり、色々なことの前提にあると思

う。それからこれも複数の方がおっしゃったが、為替、アメリカの「双子の赤字」について触れると、為替市場は構造問題と循環的な関心との間を行ったりきたりしている感じだが、構造問題について着目すると、アメリカの経常収支不均衡の調整はなかなか難しいと思う。過去、不均衡が大きかった時の調整パターンを見ていると、赤字国で内需の減少策、黒字国で内需の増大策、それプラス為替の調整でやってきたのだと思う。1970年代初め、1980年代半ば以降、皆そうである。日本の例で見るとそういう時期には大幅な円高になると共に、非常に強い拡張的な財政・金融政策が採られて、その中で経常収支黒字が減っていったということである。ただ、黒字が減った原因が円高なのか、内需の拡大策にあったのかという点は未だにもう一つはっきりしない点かと思う。今回を見ると、黒字国に内需拡大策を発動する余地があるかと考えてみると、日本は非常に限られているのが明らかである。中国にあるかと言うとこれも難しい訳である。ヨーロッパの金融政策に若干あるかという位であり、これも大した糊代はない。ということで、仮にアメリカの経常赤字の維持可能性が深刻な問題となったとすると、解決は過去以上に困難であるという感じがする。円の水準は実質実効レートベースで見ると、それ自体はかなり円安のところにあるが、為替に大幅な調整の皺寄せがきたという場合には、対応余地が限られているということから、特に日本のバルネラビリティは高いということが懸念される。以上である。

福井議長

一通りご意見を頂戴して、あまり大きな見方の相違はなかったなという印象を受ける。特に展望レポートに対する中間評価という点では、足許踊り場が続いているけれども、景気回復のメカニズムは失われていない、だが、成長率という点から見ると若干の下振れがあり、足許修正されている。先行きについては次第に持続的な成長軌道に移行していく、望むべくはトレンドよりもやや高めの成長軌道に新年度なるべく早く入っていくという基本シナリオは崩れていない。そのようなことを表現に落としてみれば、

②ということで皆さんの意見に大きな不一致はなかったのかなという感じで承った。

バックグラウンドとして海外経済、米国は一時的な停滞感をどうやら抜け出して着実な景気回復を続けるという展望がより確実になっている。中国も少なくともハードランディングはなくて引き続きかなり高めの成長を続けそうだということで、不一致がなさそうである。それが前提になる訳だが、国内の経済、今の日本版ソフトパッチからどうやって抜け出すかということについては、海外経済が順調に推移すれば、日本の輸出、あるいは生産はいずれ増加基調に復していく、たとえ緩やかであっても増加基調に復していくという展望に結びつき易い訳であるし、それと密接に絡むIT関連分野の調整は引き続き不確実性が残っているが、これまでの推移を見ている限り、当初の一番楽観的な予想よりは若干長引いているということではあっても、2000年、2001年の時のような大幅な調整はどうやらなさそうだ、その見方も逆に今強まっていると思う。関連して予想外に悪い波及効果というの、今のところ予見されないということで、これもでき得れば、春以降調整が一巡する可能性が幾らか見えてきているということではないかと思う。国内の経済の動きを見ると、少なくとも企業部門における投資意欲は引き続き旺盛である。これは今の経営者マインドからいけば新年度にも受け継がれていくだろう。けれども強気一方ということではなく、やはりできる限りキャッシュ・フローの範囲内で投資を続けるという慎重さを維持しながら、そして供給ネックがある分野についても思い切った投資というところまでなかなかいかない、この状況が続いているという認識であったように思う。家計部門の方は、最近の景気の足踏み現象等を見て、消費者コンフィデンスが頭打ち、ないし若干弱含みという指摘があったが、一番肝心の雇用の動向、それから雇用者所得の動向については引き続き改善基調である。雇用者数は明確に増加傾向であるし、賃金もマイナス幅を縮小して、雇用者所得というベースで見て下げ止まりがかなり確実になったという状況にある。これはエンカレッジングな材料ということになると思われる。あまり指摘がなかったが、金融システム面の改善

もペイオフ全面解禁をスムーズに実現していけば、景気の持続性にとっては当然プラスの要因になると思う。水野委員からも先般の支店長会議について敷衍された訳だが、今日述べられたような各委員の経済に対する見方は、支店長会議の感触と概ね整合的であるということではないかと思う。中央・地方の格差は引き続きあるとは言え、全体の傾向としては大体表裏一体なものであったと思う。

物価についても大きな意見の相違はなかったと思う。国内企業物価は10月の見通しに概ね沿った動きになっている。今後は原油高の一服感が明確になれば上昇テンポが緩やかになる。ただ、原油については引き続き不確定な要素も入っているので、このところはまだ十分読み切れない。消費者物価については、基調は大きく変わっていない。本当のコアというのが何を意味するかは定かではないが、本当のコアで見れば、緩やかにデフレ色が薄まってきている。ただ、電話料金、電気代、これらも本当に特殊要因と言うのかどうか私には分からないが、そういった計数のうえでは調整しなければならない要素も出てきているということであるから、それも含んで全体の物価基調をこれからも正しく判断していこうというのが皆さんからのご意見だったと思う。別途指摘があったのは、資産価格の上昇、これは上値が重いという感じを引きずりながらも株価、それから土地の値段とも、やはり上昇傾向に入っているということで、土地の値段については東京23区の市街地価格指数がプラスに転じているということもあるので、それらが経済に及ぼす影響、物価観に及ぼす影響、あるいはそうした資産価格そのものの上昇の中身について、やはり注意深く見ていくべき局面に入っているのかなと、皆さんのお話は大体そういう感じで受止めさせて頂いた。

幾つか議論をして頂きたい。デフレ基調からの今の脱却のペースについて、皆さん大なり小なり感触の違いがあるのかどうか。特に岩田副総裁からは、青から赤とかなり急旋回があったように思う。他の委員のご意見を聞いていると、顕微鏡的にはあるが着実にデフレ色は後退しつつあって、そう想定外のことは起こっていないというふうに受止められる訳だが、そ

の辺りの認識について擦り合わせて欲しい。

岩田副総裁

私は要するに、最初青が見えたと思ったが、その時、皆さんは赤だというふうに多分思われていたのではないかと思う。今は基本的に黄色だと、つまり、どちらへ行くか分からないと思っている。10月の時点では黄色信号だけれど次は青になるということが分かっている黄色信号だと私は思っていて、今、皆さんが多分それに近いのだと思う。ところが、政策の転換ということがどういうスピードで起こるかが問題で、これは水野委員もご指摘なのだが、アメリカでもそうであるし、日本でもそうである。であるから、差し当たり2005年の世界経済の成長率を見ているとまあ良さそうかなとも思うのだが、政策転換の効果が、やはりその次の年位にもしかすると非常に強く効いてくる可能性がある。これは日本の財政政策の運営のやり方とも関係が非常にある、表裏のところがあると思うが、そうすると、2005年度の最後位にCPIがゼロになったとしても、ここから安定的にゼロを上回るところまでいけるのかということについて、ちょっと見えないというのが今の正直なところで、もう少し見えるためには私は2006年度の見通しをやはり時期をちょっと前倒しで——もしかすると、また調査統計局を泣かせてしまうかもしれないが——見ていくというようなことが望ましい。どれ位可能なのか分からないが、民間では2006年度についてやっている訳なので、不可能ではない。勿論、幅は相当持って眺めなくてはならないが、やはり脱却が見えないままやっていくというのは非常にアンイージーな状況なのではないかと思う。

福井議長

私自身も今の岩田副総裁のご発言に便乗して言えば、物価についてさらに調査統計局で深堀りして欲しい。それから2005年度、2006年度を繋げた経済の中で判断できるようにして欲しいと思う。岩田副総裁に確認だが、去年、あるいは一昨年の秋頃思っておられたデフレ脱却までの時間的距離

感は、他の委員に比べると少し短かったように思うのだが、その点は今如何か。

岩田副総裁

少し伸びている。

福井議長

距離感的には皆さんの方に大分寄っているということか。

岩田副総裁

然り。それは実は I T 関連の調整に関係する。私はこれを喋り忘れてしまったので、一言宜しいか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

I T 関連の調整について、楽観・悲観どちらで見るかだが、大まかにはもう総裁が言われたとおりなのだが、悲観的な見方も同時にある。つまり、今、I T 関連というのは凄く裾野が広がっているし、幅も広がっている。例えば半導体について、前工程と後工程で見ると、前工程の方はまだまだ在庫調整の初期局面で、後工程の方、これはアセンブリーとかテストだが、もう相当進んできていて、福間委員がおっしゃられたように、在庫循環図で言うところかなり良いところまできている。だけれど前工程の方は調査統計局による電子デバイスの在庫循環図を見る限り、まだまだ 45 度線の近くで上の方にいるので、これからぐるっと回ってくるのはかなり時間があるということで、これが一巡するのは 1~3 月ではどうしても無理かなと思う。とすると、どうしても 4~6 月位までくる。それから思ったよりも何と言うのか、中心軸からかなり離れたところに行っているので、この出

荷・在庫バランスを見ると、今後、電子デバイスの生産は2割位減るのではないかというエコノミストもいる訳である。その位のマイナス幅がある。それから今、デッド・クロスと言われているらしいのだが、稼働率が段々下がってきて、生産能力が増加する中で、それがクロスする時点が実は起こっている。これはちょうど前回だと2000年秋にデッド・クロスが起こっており、それからむしろ生産が落ちているのである。であるから、これもむしろ調整が深く長引くというリスクを示しているのではないか。それから日本の半導体製造装置協会の見通し、これは業界の見通しなので何とも言えないのだが、2004年度はオリンピック前だということもあって、恐らく48%増加すると、今、見込んでいる訳である。2005年度は恐らく22.6%減少するだろう。それで2006年度もさらに減少するだろう。2007年度に漸く回復するのではないか。これは業界見通しなので、何とも言えないのだが、マイナスの方のと言うか、少し悲観的な方の見方で言うと、こういう見方もある。それからもっと悲観的な方はと言うと、白石氏という大和証券のエコノミストがいるが、あの方は「二段階調整があり、まだこれから深まる」と言っている。アメリカの受注等の統計で、今やはりコンピュータとか何かが傾向としては少しずつ落ちている。それがもっとはっきり落ちてくるのではないか。アメリカもBBレシオが今、実は1をちょっと切っている位なのだが、0.8位まで落ちるのではないか。もしそれが落ちると、海外の要因でもう一回ITの調整が起こる、そういうことがあると思っていたよりも決してそんなに軽微でもない。私は調整が非常に早く始まったので軽微で早く終わる、願わくは年末位にと希望的に思っていたのだが、どうもそういう要因も考え合わせると、ちょっと思ったよりも重いのかなあということで、先程の中間評価でいっても、最初の書き出しのところでITの調整が予想以上にちょっと深いという文章があった方が良いと思う。ちょっとラジカルに見えるかもしれないが、私からすると少しずつ調整してきたつもりで、上の方から調整してきて、皆さんは下の方から調整してきたものがデッド・クロスになっているのかもしれないが。

福井議長

もう一つ、デフレ脱却のためには 2005 年度、さらには 2006 年度もトレンド・グロースを上回る成長率を確保するというのは大事なポイントである。この点は勿論当然なのだが、その場合、チェーン・インデックスになったから数字が小さくなって、何がトレンド・グロースかというのは、置き方によってガラガラ変わる。

岩田副総裁

おっしゃるとおりである。

福井議長

これはだから単純に数字で判断するのはなかなか難しいのではないか。

岩田副総裁

おっしゃるとおりで、であるから基本的にはトレンドが何か。私はほとんど潜在成長率とニアリー・イコールだと思っているのだが、それが改訂前も非常に幅があつて分からなかったのだが、改訂後もなおかつまた分からないのである。

福井議長

然り。

岩田副総裁

それから私がもう一つ考えているのは、不良債権の処理が進むということとは、むしろリソース・アロケーションが良くなるので、全要素生産性が 0.5%ポイント位上がる可能性がある訳である。これは金融研究所の方でそういう研究をやられている。90 年代後半に不良債権でリソース・アロケーションがおかしくなってしまうと、0.5%ポイント位、全要素生産性

が下がった。それが解れてくるはずなのである。そうするとそれはむしろ潜在成長率を高めるようなので、0.8%というのが仮に足許潜在成長率だとしても不良債権の問題が片付くにつれてリソース・アロケーションが正しくなって全要素生産性が上がるので、それに0.5%位足すと1.3%ということになり、そうすると私の1.2%というのは決して高めにトレンドを見ている訳でもないと思っている。

福井議長

次に、企業行動と消費者行動についてご意見を伺いたい。消費者行動はアメリカと比べてパターンはやはり違う。日本の場合、雇用者所得の裏付けがしっかりしてこないと、どうも安心できないという点は引き続きアメリカと異なる。それでは、アメリカの企業行動、日本の企業行動を比べてどうか。これは福間委員や春委員に聞きたいのだが、グリーンспан議長に聞いても、アメリカの企業もキャッシュ・フローの割には新規の投資というコミットメントはそんなに強くない。そういう点では理由は違うかもしれないが、日本も同じなのである。けれども日本の企業家に正月に会ってみると、元気が良いと、私もそう思ったのだが、いざとなればまたコスト・カットでなどと言っている人が結構いる訳である。何か非常に新規投資でダイナミックに収益を稼ぐとかいう感じの話はまだそんなに多くなかったような気もする。来年度の企業行動については今度の短観が出ないと分からないということがあるにしても、来年度どのように変化してくるかというところについて多少話がないか。

福間委員

やはり三つの過剰が解消されつつあることが色々なケースで現われてきていて、中には人を採りに行ったらいなかったというケースも見られ、これが非常なるショックを与えているのである。人材については、今、引き抜き合戦が行われているのである。特に自動車などはもう人が集まらない。彼らはそういう状況を肌で感じ出しているので、例えばトヨタなどは

——この前名古屋支店長が言っていたかもしれないが——あそこはキャッシュ・フロー以上の設備投資をやっている。これは、とにかく人が足りないということを痛切に感じているからで、これは何も自動車だけの話ではない。幾らでも集まると思っていたら意外に集まらないというのは、これはほぼどの経営者も——特殊なところは別にして——平均的に感じていることである。銀行に至るまで段々そういう格好になってきている。また、経済がサービス化すると、パートが増えるというのは、既にアメリカで見られる動きだが、我が国でもそれと同じようにパートでもって調達するということ、言い換えれば労働というサービスを利用するということ、これをサービス産業だけではなくて普通の企業でも行うようになっていく訳である。それから親会社が段々生産能力を拡大し、気が付いてみたら子会社の人手が全然足りない。それで設備を増設しようと思ったら今度は鉄がない、素材がないという状況である。彼等経営者は大声は出していないが、やはりこれはちょっと自分の感覚が悲観過ぎたかなというような密かな焦りを持っている。あまり騒ぎ立てるのは良くないのだが、私が正月などに会って話をした際に悲観論を言っている人は評論家などには多い。しかし、産業界の人達はどちらかと言うと強気である。儲かることを肌で感じている。逆に言うと儲け方が分かってしまった。今日の新聞にも経団連の柴田副会長のコメントが出ていたが、例の労使交渉でも——これは消費にも繋がるのだが——所得が業績に応じて上昇するということは、これはまず間違いないと思う。ただ、ベースアップの部分については、これをどの位にするかというのが問題である。トヨタのようにベースアップをゼロにしてボーナスで報いるというのが企業としては一番楽なのだが、今までの部分をどの位調整していくかということが、今一番経営者としては頭が痛いのだろうと思う。いつか調査統計局がユニット・レーバー・コストとの関係で、1990年代の労働分配率を取り上げたことがあったが、やはりあの時代の分配率が高過ぎたという感覚を経営者は持っている訳である。幾らコスト・カットをやっても、どうもレーバー・コストが落ちていない。その原因は色々あるが、1990年代の半ば位までは景気は一時的に

落ち込んでいるだけで、また上がると思っていた。ところが、そうした前提の下で生半可な人減らしをしているだけでは駄目だということで 90 年代の後半は一気に人員削減を行ってしまった。その間、社会保険料関係が非常に上がったので、イフェクティブなレーバー・コストとしては——アメリカでも今、問題になっているが——むしろ高くなっているのである。経営者としてはその分もカウントしなければならないので、表面的に収益が良いから給与をそのまま上げるというパターンには最早なりにくいのである。ただ、目標を達成したら業績評価で報いるという格好になるから企業業績に応じて雇用者所得は確実に増えていく。そういう点では最悪圏ははっきり申し上げて脱したように思う。13 年間、15 年間の経験によるものか分からないが、とにかく悲観的に物事を見る傾向が強くなり過ぎている。要するに下を向いてものを言うことの方がむしろ安全だった訳である。しかし、最近はそのをしたら経営が上手くいかないということが段々と分かってきた。と言うのは先を走った方が勝ち始めるようになったのである。それを見て、これはちょっと変えなければならないと感じ始めたのが今の状態だと思う。であるから銀行もリスクテイクをし始めた。リスクテイクする先は将来はともかく、確かに今は業績は良いという訳で、そういう良い形に段々と揃ってきたと思う。私は来年特に企業行動のパターンが変わるとは思わないし、おっしゃるように、キャッシュ・フロー内で設備投資をやっていく、つまり、デット・エクイティ・レシオをとにかく 1 以下に置こうとするのが一つの信仰になっている。必ずしも良いとは言えないが、これは逆に言うと如何に 1990 年代の厳しい状況から脱していくかという問題であって、この問題はそのまま続くだろうと思う。トヨタでは先程も申したようにキャッシュ・フロー・オーバーで投資することであるが、全体的にはネットで債務削減の動きが続いているように思う。ミクロで見ると実力のある企業が借金して、すなわち、キャッシュ・フローを超えて設備投資をしているという動きも出ているが、これも際限なくということはないと思う。

福井議長

春委員、如何か。

春委員

特に独自に申し上げることはあまりないので簡単に申し上げるが、全体的な印象としては日本の企業は製造業を中心にかなり自信を回復してきたのではないかと思う。それぞれの製品とか、ビジネスモデルについてはかなり自信を持ってきている。その結果、設備とか雇用に対する考え方もかなり変わってきた。ただ、債務については極めてまだ慎重な態度が残っているということではないか。

先程来の 2005 年か 2006 年かという問題については、これは極めて荒っぽい感じだが、私は例の 3 条件が満たされる時期というのは、2005 年と 2006 年は 2 : 8 位かと思っていたが、それが 1 : 9 位になったかなとそんな感じを持っている。

中原委員

宜しいか。

福井議長

どうぞ。

中原委員

私は賃金・所得への波及はかなりいつも悲観的なことを言っているが、この点については、まだ何も証拠が見られていないと思っている。また、福間委員がおっしゃるとおり、確かに大企業の経営者の心理は変わってきたが、一方でグローバルな競争が益々意識されているという問題がある。それから国際的な M & A が今年辺りから相当活発になるという話だが、商法改正もあり、これに対抗するために株価をもっと高くしておきたいという意識、トヨタなどもなぜこんなに安いのかと奥田氏がおっしゃっている

のだが、これに対する物凄い強い意識がある。従って、リストラは、一応望ましいとしていた当初の目標を達成したという段階にあるのだと思うが、次の段階としてやはり財務内容の改善、特に労働分配率の引き下げは続くと思う。損益分岐点の方はバブル以前の水準にまで下がってきたが、労働分配率はまだ高い。大企業の今までのリストラが完成したところをベースに次の競争力の強化、財務内容の強化がある。従来の従業員よりは株主のステイク・ホルダーとしての地位に目が向いてきている訳である。そう簡単に人件費を増やす流れが強まるとは、今の雇用環境では思えない。雇用改善はあるが、やはり相当ミスマッチもある。表面的な求人数といったものだけで判断できない部分がかなりあるのではないか。

須田委員

その点についてであるが、私も結構弱気である。この見通しは労働分配率が一定であると置いているのだが、私も果たして本当にそうなるかなと思っている。

福井議長

まだ下がるということか。

須田委員

まだ下がるかもしれないと思っている。労働需給を見ると確かに需要は強い——自動車業界などでは凄く需要が強い——が、やはり企業が何を望んでいるかと言うと正規雇用者ではなくて、請負であり派遣である。一方で、若い人を望んでいるということであるが、若い人がなかなか雇えないということは確かである。それではそういう状態でどういうことをやるのだろうか。賃金を上げるのだろうか、また、賃金を上げたとしてもどこからくるのかといったことが私自身にはよく分からない。ただ、企業は収益率を高くしたいということがあろうし、日本の企業がアメリカナイズしたと言うか、タイムホライズンがやはり凄く短くなってしまっていて、固定

費の増加は嫌がるというところがより大きくなっていると思っている。従って、かなり進んだということも聞かれる労働コストの変動費化をここにきて再び固定費化するということに関しては、まだ躊躇があるのではないかと思う。一方で、熟練労働者が必要だから正規雇用者を採るということもあるため、その二極化というのが、今まで以上に強まっているのではないか。いつか、調査統計局から正規雇用者であっても単純労働者はうんと賃金が安いとの説明を受けたが、そういう二極化もあると思っているので、足許はボーナスが良いからプラスになるとは思っているが、もうちょっと長い目で見た場合、トータルなものは、本当にずっと安定的かどうかということに関しては、まだ懸念を持っている。

福井議長

中原委員にお聞きしたい。先程福間委員から金融機関行動について、リスクテイクが始まったという話があったが、金融機関が今、始めているリスクテイクというのは今後の景気とか、我々の経済のシナリオとの関係で平仄のあったリスクの取り方が始まっているとみるべきか。それともイールド・カーブが決して金融機関にとって有利でない姿になっている状況のもとで、あらぬ方向とは取えて言わないとしても、好ましくない方向へ進もうとしているのか。その辺りの金融機関行動の方向性みたいなものはどうか。

中原委員

最近は多少リスクテイクを始めたというのだが、一部の都市部における土地価格の上昇に便乗したノンリコース・ローンを活発にやっているといった程度の話であって、残念ながら、全体のポートフォリオの中の比率は非常に小さいと思う。本当のリスクテイクをやるという経営の心構えがあるのであれば、例えばリテールビジネス、あるいは店舗政策等に、もう少しドラスティックな動きが現われるはずなのだが、残念ながらこの辺は外国資本である新生銀行とか東京スター銀行、あおぞら銀行、あるいは最

近のネット銀行の方が活発に動いている気がする。銀行経営者の気持ちになって言えば、目先はやはり収益であり、あまり計算されたリスクテイクというよりは、目先儲かるものとにかく食いつくという行動様式になっているような気がしており、中長期的な立場から大きな経営の舵を切るといような動きにはなかなかないのではないかという気がする。オルターナティブ投資が増えているというのもその一つの兆候であり、ノンリコース・ローンを一時的にかなりがむしゃらにやっているというのもそうだと思うし、一部にデリバティブを散々やって、フロント・エンドで収益を稼いでいるというのも、やや目先の収益に振り回された傾向ではないかなという感じを受けている。

福井議長

市場周りでは、今日、為替相場の議論が出たのだが、国際会議に行くとむしろ、グローバルな長期金利水準が低い、スプレッドが潰れ過ぎているとか、こちらの方が議論の主たる対象になる。グリーンспан議長などはアメリカの金融政策に対する信認とインフレ期待の抑止効果などから割とコンシステントに説明できるけれども、しかしやはり市場が樂觀視し過ぎているかもしれないという、こういう説明である。だけれど本当に何故あんなに長期金利が今のように落ち着いているのかということは非常に大きなパズルだと言っている訳である。水野委員にもしご見解があればお伺いしたい。

水野委員

昨日もちっと議論があったが、日本も海外も低金利が凄く長く続いていると思うのだが、知らず知らずに金利リスク、あるいはクレジット・リスクを抱えてしまっている投資家、金融機関が増えてしまっているという感じがする。それが故に、政策行動の選択肢は二つある訳で、バンク・オブ・イングランドはいずれバブルになるとの懸念から早く短期金利を上げたくなっただろうし、日本銀行からすると、今のところ資産家の投資行

動をウェルカムだとしてそのままにしている。低金利政策が長く続いた結果としてイールド・カーブが潰れている、あるいはクレジット・スプレッドがタイトになっているのかなと考えている。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。その点、私の理解も同じなのだが、潤沢な流動性というのはグローバルな低金利の裏側にある訳だが、量の方の影響もあって、それがあつたためにグローバルなインベスターがやはりリスクテイクについてややユーフォリアと言うか、こんなに金があるのだから、これは色々なところで幾らかちょっと買おうという、その一つの背景になっていると思う。FOMCが1月初旬に議事要旨を早めに出した訳だが、その中の一つのメッセージに私は注目している。思ったよりも金利の上昇テンポが早まるかもしれないというインディケーションがあつて、その翌日のアメリカでBBBの社債の利回りがピックアップしている、それまで落ちてきていたトレンドが戻っているのである。であるから、実際に利上げサイクルがはっきりしてきて、しかもそれがやや早いなということになった時には、このスプレッドが正常化すると言うか、少しずつ戻っている可能性もあると思う。

福井議長

出発点はグローバル・インバランスの問題がより悪化して為替相場発でくる場合と、それから植田委員が言われたように、予想外にインフレ期待が高まるケースと両方あり得るということか。

岩田副総裁

そちらもあり得ると思う。ドル安と、それからユニット・レーバー・コストの問題も私はあると思う。アメリカのウェイジ・コスト、昨日の国際局長の話でも4%位と言うので、そうやって上がってくると収益の方を削るか物価を上げるかという、こういう選択になるのである。昨日の答だと

企業は収益も確保したいと思われるが、そうすると物価を上げていくしか仕様がなない。つまり、少し物価の上げ足が早まる。これはドル安と企業のビヘイビアと両方あると思う。

福田委員

どうなのだろうか。なかなか価格転嫁能力がない点が問題で、アメリカであればアルコアが今回も大分減益である。ハイテクのところは今日のIBMとか昨日のYahooとか色々プラスの企業も出ているが、やはり素材の中でも需給の比較的緩いところは製品価格への転嫁ができないので、減益になっている。例えば日本でもブリヂストンに関する新聞報道を先程紹介したが、やはりコストアップをユーザーサイドの自動車会社は受けないのである。そうすると結局、ブリヂストンは減益になるしかないという格好となる。私は低金利というのはそうした状況の結果であって、やはりデフレということだと思う。

須田委員

今の点について、もうちょっと宜しいか。確かに財を見ているとそういう側面が多いのだと思うが、今のインフレ率——このところ日本もアメリカも財のインフレ率はちょっとプラス化しているのだが——について、日本とアメリカ、日本とイギリスを比べてどこが違うかという、サービス価格の上昇率が違う。日本はサービス価格の上昇率がどんどん下がっている。ではサービス価格はどのように決まってくるかというと、それも生産性ということもあるかもしれないが、賃金がどうなるかということが、結構、サービス価格に効いてくるということだと思う。こうしたことを考えると、賃金が上がるとそのところは物価の上昇圧力としては効いてくるのではないかというような気はしている。

福田議長

他に論点がなければ、ここで一回コーヒブレイクを取りたいと思う。

いつも中途半端な時間で困ってしまうが、11時5分までとする。

(10時53分中断、11時5分再開)

2. 金融政策運営方針に関する討議

福井議長

宜しいか。それでは会議を再開する。次回の政策決定会合までの金融政策の運営方針について、改めて大体お一人5分位ずつで発言頂ければと思う。最初に春委員から願います。

春委員

日本の景気は踊り場状態にある中で、短期の金融市場は4月のペイオフ解禁を控えているが、前回会合以降も年末を挟んで引き続き資金の余剰感が強い状況が続いている。当面、日銀の当座預金残高目標はなお書きとともに30兆円から35兆円というレンジをキープして潤沢かつ機動的な資金供給を堅持することが良いと思う。資金余剰地合いが強い中で、1月に入ってからこれまで7回も札割れが生じている。今後もご苦労が多いかと思うが引き続き残高維持の努力をお願いしたいと思う。

また、今後の問題だが、4月のペイオフ解禁を契機として金融市場の流動性不安が一層後退していく場合、現在の当座預金残高を維持していくことの効果あるいはメリットと、副作用あるいはコストとのバランスにさらなる変化が生じることも考えられると思う。前回の会合で何人かの委員の方から量的緩和政策における潤沢な資金供給と結果としてのゼロ金利の維持という枠組みを堅持しつつ、市場の状況に応じて、あるいは景気動向を勘案して当座預金目標を見直すことについての問題提起、あるいはコメントがあった。私もそうした可能性について具体的な進め方や対外的な説明方法などを含めて慎重に検討しておくことが必要ではないかと考える。来週公表される前回会合の議事要旨に対して市場、あるいは各方面がどのような反応を示すのか関心を持っている。私からは以上である。

福井議長

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、金融政策運営は現在の調節方針を続けることで良いと思う。もう付け加えることはないのだが、今、春委員が少しお触れになったことについては、まずは現状においては調節面の工夫を色々して、現在の 30 兆円から 35 兆円という当座預金残高を維持していくことが適当であろうと思う。確かに金融システム不安が後退した中での市場における資金の余剰地合いの強まりがオペの札割れという形で出ており、今後、そういう状況がより強くなっていくかもしれないが、その点については色々問題点があると思うので、後の検討の段階で議論があれば、その時に議論をさせて頂きたいと思う。以上である。

福井議長

岩田副総裁からお願いします。

岩田副総裁

私は現状維持とすることに今は非常に積極的な意味があると思っている。先程申したように、デフレ脱却の展望について、やや私の見通しだと不透明感がむしろ出てきているという局面の中で、何か、スタンスを変更したというように受取られるようなことを行うのは、やはり適当ではないと思っている。2004 年の 1 月 20 日に当座預金目標を現在のようにした訳だが、その時の文章を読み返してみると、「デフレ克服に向けた日本銀行の政策スタンスを改めて明確に示し、今後の景気回復の動きをさらに確かなものにする」という、そういう言葉があって、これが現状にもよく見合った文章ではないかと思っている。その面で堅持することが必要だと思う。

ただその一方で、中曽金融市場局長から報告があったように、札割れがこのところ続いていて、これをどうするかという問題が私はあると思う。ただ、前日もちょっと質問したが、基本的には政府預金、あるいは政府余資の部分が8.5兆円位増えているということが背景にある。長期金利が夏に相当荒れた時に申し上げた覚えがあるのだが、短期オペをする必要額の負担として、政府預金などは、むしろその時点までには10兆円位減ってきていたのである。であるからその分負担が非常に少なかった。今はそれがちょうど逆転してしまい、政府の余資の部分が反対に膨らんでいる。さらに今日の日経新聞を読むと、借換債を2008年度に134兆円と見込まれるところを15兆円減額すると、これ自体はニュートラルだと私も思うのだが、ただ、そのやり方として、こぶを減らすために借換債を前倒しでやるというふうに言われると、つまり貯金を沢山取っておくという話に、2008年に備えて貯金をどんどん積んでいくというふうに働くとすると、かなりさらに短期オペの必要が増してしまうということになるのではないかと思う。差し当たり足許で考えると、さらに恐らく補正でもって前倒し執行の枠を24兆円まで増やすということで、24兆円までは増えないと思うが20兆円位までいくということになると、さらに2~3兆円、今の水準から政府預金のところが上がってくるのだと思う。そうすると国債の償還と発行は3、6、9、12月なので3月はともかくとして6月が一番厳しい、昨日も話があったが、短期オペ上、一番苦しいところにくるのかなと思っている。ただ、私はある意味では国庫の資金繰りで非常に苦しくなっているとすれば、そこは国庫の資金繰りで何とかならないのかというのが私の差し当たりのリアクションであり、その時に例えば、いわばこれは国債管理政策と本当にそのままクロスする話なので、むしろ水野委員の方が色々なアイデアをお持ちではないかと思うが、ちょっと考えただけでも、2008年度に償還される国債の分を国債整理基金が買入償却するとか、あるいは財投債の発行を縮小していくというようなことが考えられる。あるいは金利スワップというのも活用できるのではないか。借換債のこぶの問題は要するにどういうふうに合理的、効率的に国債整理基金がキャッ

シュ・マネージメントをやっていくかという話で、金利の方はスワップをやればほぼ解消するのだが、キャッシュ・マネージメントの方はスワップだけではちょっとカバーしきれないというところで、非常に切ないところがあるのではないかと思うが、その工夫というのもあり得る。それから金利が、長期金利が荒れた時に私が申し上げたことがあるのだが、長期のオペというのを弾力化するというのも、つまり年全体としては変えないのだが、その時の毎月1.2兆円というのを几帳面にやる必要はない。そこはフレキシブルに対応するということがあっても良いのではないかというふうに思っている。以上である。

福井議長

次は福間委員から願います。

福間委員

まず最近の金融環境を見ると、12月中旬にはS & Pも大手行の格付けを引き上げ、これで主要格付け機関による大手行の格付けは引き上げが出揃った形で、ほぼ1994年当時の状態に戻ってきた。こうした中、コール市場では1か月程度のターム物取引が増加するなど、市場機能正常化への萌芽が見られるほか、外銀の邦銀に対するクレジット・ライン拡大の動きも横へ広がりを見せている。ただ、投信に加えて個人向け国債の販売も引き続き好調など、ゼロ金利のもとで少しでも安全、有利な運用先を求めて銀行システムから資金が出ていく動きも見られており、本年4月のペイオフ全面解禁を前にした資金の動向には留意しておく必要がある。当面の金融調節方針としては少なくともペイオフ全面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30兆円から35兆円程度の当預残高目標値を維持することが適当と考えている。執行部におかれては、いつも申し上げていることだが、誠に骨の折れる仕事ではあるが、手形オペを中心にそのスタート・エンドの設定やオファーのタイミング等に引き続き工夫を凝らしながら日々の金融調節に当たって頂きたいと思っている。

もっとも、冒頭述べたように、金融環境の改善が続くもとで金融市場の資金の余剰感が強まっていることを示す動きについては、昨日の金融市場局の説明にあったとおり枚挙に暇がない。こうした状況に対して、現在は手形買入オペの期間を長期化することによって何とか当預残高を維持しているのが実態である。しかし、金融市場の実勢としては前回会合で指摘したように、金融環境の改善を背景に銀行の流動性リスクはほとんどなくなっており、その分、当預需要も低下して金融市場が健全化、安定化の方向に向かっている流れには変わりはない。翻って過去の当預残高目標の引き上げの際に本行が出したステートメントを改めて見ると、金融システム不安が強かった2001年9月から2003年5月に掛けて計5回の引き上げにおいて、いずれも金融市場の安定確保を直接的な引き上げ事由として明記している。こうした経緯に鑑みれば、先行き、金融システムの健全化、安定化が達成されたことが認識されれば、本行として金融市場の安定確保に配慮して追加供給した部分の当預残高は、これを状況に応じて慎重に減額していくことが適当であると思う。ただ、その具体的な減額幅、あるいは減額の仕方はオペの札割れ状況や落札レートの動向、その時々々の当預需要を通じて市場自身が不要と判断している量を手探りで探っていく、いわば市場との対話が不可欠である。そういう意味では一挙に目標値の引き下げを行う等の印象を市場に持たせないように、まさにFRBの言う、メジャード・ペースで当預残高目標値の見直しを図っていくしかないと思う。本行が当預残高の見直しに当たり、独自の見込みに基いてプロアクティブに動くのではなく、あくまで市場実勢に合わせリアクティブに動くのであれば、一部に懸念されるような短期金利の跳ね上がりという事態は生じないと思っている。ここで強調しなければならないのは、前回会合でも申し上げたが、一昨年10月に公表した3条件に基いてデフレからの脱却が達成されたと判断されるまでは、量的緩和政策の枠組み自体は堅持することである。ここで言う枠組みとは特定の具体的な当預残高目標を意味するものではなく、2001年3月の量的緩和政策導入時のステートメントに書かれた内容、即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はゼロ近辺で推移する状態を指している。また、実際に当預残高目標値を見直そうとする場合には、そのタイミングを十分見極めることは当然ながら必要である。ただし、コール市場が正常化へ向かい始めた今日、3条件が整うまで当預残高目標値の見直し自体も行えない、あるいは行うべきでないというイナーシャ的な感覚を市場に根付かせるということは、将来、金融政策正常化への回帰を必要以上に遅らせ、将来的には過剰流動性のリスクを高める惧れもある。そういう観点から言えば、本行としては、デフレ脱却が達成されるまでは量的緩和政策の枠組みを堅持する姿勢を引き続き示しつつ、先行き金融システムの健全化、安定化が確認された場合には、オペの結果や、その時々
の当預需要等を通じて市場自身が不要と判断する当預残高の量を測り、これを状況に応じて慎重に減額していく構えであることを十分なリードタイムを持って情報発信し、市場の理解を深めていく努力が是非とも必要であると考えている。以上である。

福井議長

中原委員、お願いします。

中原委員

市場での信用リスクプレミアムは大幅に縮小しているし、金融市場も極めて安定している。その一方で実体経済はやや微妙な段階にあるし、また、年度末越え、それからペイオフ完全実施時期を控えている訳であり、現在の流動性供給調節方針は堅持すべきだと思う。今後の調節と政策運営について若干二点コメントしたいと思う。今までも皆さんおっしゃったが、昨日、金融市場局長から説明があったとおり、実体経済の改善傾向にもかかわらず資金需要に動意は乏しい中、金融システムが安定化に向かっている。ペイオフ実施の過程で予想されるメガバンクの預貸率の改善なども想定され、全体として取引先の当座預金残高を維持するインセンティブは今後さらに弱まることが考えられる。加えて国債前倒し発行、あるいは時期的

に税揚げの時期に入ることから、資金不足要因が続き、今後、春先に掛けて当座預金目標維持が困難さを増し、オペの物理的な負担、コスト増加もあり、結果として札割れの増加、また、札が割れる中で応札倍率がさらに低下していくという懸念がある訳である。デフレ克服という量的緩和の最終目的達成のために工夫を凝らしながら調節目標残高維持をできるだけ図ることが最重要であるが、以上申し上げたような状況の継続が具体的に予見される中で、なす術もなく札割れしながら応札倍率が大幅に低下していくというような状況がもし続くとすれば、やはり我々の政策執行能力に関わるレピュテーションの低下を招く恐れはあると思う。現在、直ちにそのような状況に至っている訳ではないが、今後のオペ運営を巡る環境の変化を踏まえながら、オペ残高累積、それからオペの平均期間の長期化がどういう意味を持つのか、これは量的緩和の出口のプロセスも関連すると思うが、こういうものを改めて詰める必要がある。それから決定会合のディレクティブの示し方を含めた対応について、追いつまれてからやるのではなく、予め検討しておく必要があるのではないかと考えている。当然ながらこれまで採ってきた量の拡大は追加緩和であるという論理に照らして、引締めに入ったというような誤解を生まぬことは重要であり、そのための説明責任は十分果たしておく必要がある。また、第二点は今の議論と関係するが、量的緩和レジームの変更時における政策運営スタンスについては10月の展望レポートである程度示した訳だが、あの時の我々の説明の真意が必ずしも十分に市場に伝わらなかったという事実がある。分かりにくいという批判もあった。もう少し平易に直截に説明していく必要があるのではないかという漠然とした印象を持っている訳である。これは市場による予見可能性を高めていくという趣旨である。この趣旨から現在のように市場が非常に安定している時期を捉えて、札割れ、当座預金残高目標達成のテクニカルな問題の延長線上として、量的緩和政策、出口のプロセスにおける調節運営のイメージについて、もう少し市場とのコミュニケーションを図っていく必要があるのではないかと考えている。勿論、政策の自由度を失うという問題はある訳だが、何度も申し上げるとおり、札

割れの問題と最終的な量的緩和の出口条件との問題は切り離して考える訳にはいかないという意味で、以上申し上げた二点を今後、検討していく必要があるかと思っている。

福井議長

須田委員、願います。

須田委員

最近、資金供給オペは、金融システム不安の後退による資金ニーズの減退や、短期金利が徹底的に潰れてしまったため、鞘抜きができなくなったことなどを背景に札割れが常態化している。こうした状況下、オペ期間の長期化や市場ニーズに合わせた機動的なオペの実施といった様々な工夫により、ディレクティブをしっかりと守って頂いているが、金融調節の現場には苦勞が多いことだと思っている。ただ、その一方で、これらオペの工夫が短期金融市場における長めの金利を潰してしまい、自らオペに入りにくくしているということも事実だと思う。また、ディレクティブ達成のためには供給オペを頻繁に実施しなければならないのを見越して、金融機関側がオペを取捨選択し、供給オペの長期化を促し始めたといった報道も見受けられる。

これに対しては前回の金融政策決定会合でも申し上げたとおり、量的緩和政策の枠組みのもとで、景気の動向などを踏まえつつ、当座預金残高目標の見直しを行うということも一案だと思っている。これまでの当座預金残高目標の引き上げにおいては、金融システムの安定化という点を盛り込んでいるだけに、ペイオフ完全解禁という政府による金融システム不安の解消というシグナルを受けて、当座預金残高目標を引き下げるという理屈も考えられない訳ではない。また、国内の市場関係者からは、「多少当座預金残高目標が引き下げられても、なお、所要準備対比ジャブジャブの資金供給は継続されるため、過剰反応を起こすようなことは考えにくい」との声も聞こえてくる。ただ、これまで当座預金残高目標の引き上げについ

て、「金融緩和」であるという説明を行ってきたこともあり、当座預金残高目標の引き下げは市場に金融引締めであると受止められる可能性は排除できない。また、マネタリーベースに関心を寄せている人にとっては、今後、現状維持が続いてもマネタリーベースの伸び率がかなり低下することになるうえに、残高目標の引き下げはそれを加速することになるので、彼等からの批判は免れ得ないだろう。このような批判の強さはその時の経済・金融環境とその見通しによると考えられるので、当座預金残高目標の減額は景気が上向くなど、経済・金融環境がかなり良い場合に限られるように思う。

当座預金残高目標達成が難しいのであれば、長期国債の買入れを増額すればという声も聞こえてきそうである。確かに過去の局面では、「資金供給を円滑に行うため、長期国債の買入れを増額する」という手段を採ったのも事実である。もっとも、先程述べたように金融機関側がオペの取捨選択をしていると言われるような現状では、長期国債買入オペ自体は札割れすることはないとしても、その分、その他のオペの入り具合が悪化することが考えられ、これは根本的な解決策にはならないのではないかと思う。さらに長期国債の保有額が増えれば、正常な状況に戻る際の調整コストを高める可能性がある。

では、当座預金残高目標を引き下げずにオペ環境の悪化を乗り切る方法はないかと考えてみると、まず考えられるのが、いつか指摘したが、「30～35兆円程度」の「程度」を大目に見る方法である。最近の資金需給動向を見ると、金融機関の当座預金ニーズが減退している中で、国債発行の増加や税収の増加といった政府の要因で、日々の振れが過去に比べて大きくなっている。こうした状況を勘案すると、日々の資金需給の振れに伴う一時的な目標レンジ割れを認めても良いのではないか。一時的に目標レンジ割れを認めれば、短期金利がある程度回復し、オペに応じることで鞘抜きが可能となり、長めの金利までどんどん金利を潰していくようなオペをしなくても目標レンジの維持が可能になると思われる。厳格に30兆円の維持を強いるよりも、例えば0.5兆円程度の一時的な下振れはターゲット

の範囲内と認めて、供給オペに少しでも余裕を持たせても良いのではない
か。

あるいはもう少し大幅な一時的な下振れを許容するためには、「資金需
給の振れに伴い金融調節環境が悪化した場合には、一時的に目標を下回る
金融調節を行う」といったような表現を加えてなお書きを修正するという
ことも考えられると思う。

以上のような見直しの可能性について、今後、景気の状態などを踏まえ
ながらボードメンバーで議論を深めていくことができればと思っている。
こうした議論をどの程度議事要旨に掲載すべきかどうか、悩ましいところ
があるが、今回承認する議事要旨から当座預金残高目標の見直しの議論が
前回の金融政策決定会合でより具体的に行われたということがオープン
になる。この議事要旨がどのように内外の市場に受止められるかという点
も注意しつつ、今後、引き続き考えていきたいと思う。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であるが、現状維持で良いと
思う。以上である。

福井議長

水野委員、お願いします。

水野委員

当預残高目標について、今日は議論をするつもりはなかったのだが、私
の見解を述べる。一点目として、須田委員がおっしゃるように、景気が回
復に向かうというシグナルが出た時に初めて我々は選択することになって
いる。二点目として、なお書きを使うのかどうかは別として、ある程度幅
を持たせた表現を使う必要がある。三点目は、金融システムが安定に向かっ
ている結果、インターバンク取引が増えているといった前向きな状況がな
いとは変更は難しいのかなということである。ただ、いずれにしてもこれは
量的緩和の出口の問題と絡むので気を付けなければいけない。私は本行に
12月3日に入ってから色々な方と議論させて頂いているが、やはり量的

緩和の解除の定義について必ずしも合意がない、あるいは敢えて建設的に曖昧にしているのかなと思う。福田委員などのお話を聞いていると恐らく、量的緩和の解除というのは、量的緩和の枠組みを維持している間は解除ではない、つまり当座預金残高の目標を下げて解除ではないということになると思う。もしそれをやるならば色々な出口の戦略があるのかなと思うが、マーケットの中でも解除の定義が曖昧であるから、これを上手く説明しても十分に理解されない部分があるのではないかと感じる。先程来出ている話を実行するには、量的緩和の解除の定義をもうちょっと詰めてからでないと難しいのかなという気がする。今日は、それにも関連するのだが、今後世の中で国民あるいはマーケットで出てきそうな議論を二つ取り上げて私なりの意見を申したいと思う。まず一点目は誰のために量的緩和をやっているかという、特にペイオフ全面解禁の後に出てきそうな議論。それから前回も若干お話した量的緩和継続の副作用についての議論——これは債券市場に絡んだ話だけを今日はしたいと思うが——、その二点について簡単にコメントする。「誰のため」については、「国民のため」であるということになるのだが、大きく分けて家計部門、銀行部門、非金融企業部門、それから政府部門に分けて考えると、2001年3月に量的緩和を導入した時は恐らくデフレの時でもあったうえ、不良債権処理あるいは金融システムの一体的再生の最中であるから、誰でもポジティブだったと思う。しかし、最近では企業のバランスシート調整が終わったということであり、恐らく非金融企業部門とりわけ大方の優良企業は量的緩和を解除しても別にあまり構わないのではないかなという気がする。家計部門については、週末のテレビ放送などを見ていると「金利生活者を犠牲にしている」という声が出てきているように、景気が上向いてきた時には金利生活者、年金生活者からはそういう議論が出てくるのだろうという気がする。それから銀行部門のうちここが多分肝になると思うのだが大手銀行や有力地銀については、短期金利が多少上がった方が収益が上昇する可能性が高いということを見ると、もはや量的緩和への依存度はかなり小さくなってきているという気がする。では、詰めていくと誰のためにやっているのかとい

うと、恐らく業績不振で経営が危ぶまれる企業、財務基盤の非常に弱い中小の金融機関、それから政府部門だと思う。政府部門は広い意味の政府部門、特に地公体に対して非常に大きなプラスの効果を与えているという感じがする。量的緩和は政府部門のためにやっているのだという議論が出てきた時には国債管理政策との関係——これはむしろプロアクティブに強調していくスタンスが良いと思うのだが——について、ちょっと言い回しに気を付けなければいけないのかなという気がする。それから二点目について、量的緩和の副作用、特に債券市場における副作用ということを少しだけお話させて頂くと、ファンダメンタルズからは説明できない程、イールド・カーブを潰してしまい、過度にイールド・カーブをフラット化、クレジット・スプレッドをタイト化させている。これは市場参加者の収益機会を低下させると同時に、量的緩和を解除した際、債券運用における潜在的な価格下落リスクを機関投資家や金融機関に押し付けているということだと思う。もう一つは資産運用ビジネスの観点から、量的緩和を長期化させた結果、運用対象資産の多様化がなかなか進まなかったことがある。例えばせっかく不良債権問題が解決に向かう中であってABS市場、ハイ・イールド、ジャンクボンドといった新しい市場ができなかったことを非常に残念に思っている。それに加えて、最近では社債の発行体も限られてきており、国債または地方債の発行市場におけるシェアがどんどん上がってきている。量的緩和を続けることが国債、地方債、財投機関債に国内の余剰資金が入りやすい環境を作っているという気がする。それから三点目としては、民間金融機関が今、貸出が伸びないと盛んに言っているが、同時に、過去に購入した高クーポンの公社債が満期を迎えている結果、有価証券利回りがどんどん低下してきている訳である。地域金融機関を中心に非金利収入を得るために個人国債の窓販を行う、あるいは投信を販売するといった努力をされているが、いずれにしても地域金融機関にとって、イールド・カーブがフラット化し過ぎた状況というのは、収益機会が非常に乏しい状況ということだと思う。それから四点目としては、生保や年金はALMの観点から超長期債を運用する投資家と言えらると思うが、彼等からす

るとイールド・カーブが寝過ぎていることによって資産・負債の期間にミスマッチが生じているということであり、特に生保はアメリカの金利が上がる中で、為替ヘッジ付きの外債投資がやりにくくなっている。また円ローンでの競争が激化しているため、国債の運用にシフトしている訳だが、運用で困った状況になっている。以上の話を纏めると、我々の政策への影響ということでは、国債管理政策に前向きの動きが出てきたこと、また、民間金融機関で資金余剰感が強いことを考えると、多分、今、民間金融機関が感じている真のリスクというのは、金利上昇リスクではなくて、金利低下リスクなのだと思う。金利がさらに下がった時どうするのか。勿論、だから運用の多様化が注目されるのだが、先程も言ったが、アセットクラスが国内で非常に限られた中で、何らかの外貨のリスクを取らなければいけないために、特に投資家サイドが問題を抱えてきてしまっているのではないかと、それから量的緩和を解除する時に初めて金融機関や投資家の方は気付くと思うが、量的緩和の長期化によって知らず知らずに投資家、民間金融機関が金利リスクや信用リスクの受皿にされていたことに気付いてしまう。もっとも、私は金利が急上昇すると思っていないのだが、この辺も少し考えながらこれから政策運営を行っていかなくては行けないのかなと思っている。以上である。

福井議長

最後に植田委員から願います。

植田委員

次回までの調節方針は現状維持ということで宜しいかと思う。それに尽きるが皆さんも色々と言いたいことをおっしゃったので、感想のようなものを申し上げてみたいと思う。皆さんおっしゃることは分かるのだが、そう甘いものでもないなという感じもするので、ちょっと申し上げてみる。足許では札割れが起こっている訳だが、これ自体は大したことはないと思っている。何年か前にももっと沢山札割れが起こったという経験がある

訳である。それから量的緩和、非常に過度にあるいは大量に進めている中で、イールド・カーブが潰れるのはこれは仕方ないことであるし、その副作用も分かりつつやってきたということだと思う。副作用という中では量が出ていることの結果というよりは、金利が全般に低いということの影響の方が大きいように思う。一つ、二つ、水野委員がおっしゃったことにコメントさせて頂くと、低金利で誰が得をしているかということである。これまでは流動性不安のあった金融機関が非常にメリットがあった訳だが、その部分は消滅しつつあるというのは皆さんのおっしゃるとおりかと思う。ただ、それ以外の非金融の借り手のところに低金利の何のメリットもないかと考えてみると、一部ゾンビ企業を延命させるというデメリットがあるのだろうけれども、恐らく我々の基本的なスタンスとしてはもう少し経済が良くなって、あるいはもう少しデフレが止んで若干のインフレ位になれば生きられるような企業、ぎりぎりの線の企業がこの低金利で助かっているというところに焦点を当てて低金利を続けているのだと思う。従って、そこを一概にないと言ってしまうのは自己否定に繋がるような気がする。水野委員がおっしゃったイールド・カーブが非常にフラットになっているのはおっしゃるとおりだが、それはまさに時間軸効果が強く出ているからで、それに伴う弊害もまたあるが、中長期金利を低く抑えているということの景気・物価情勢に対するプラスの効果を積極的に見てやってきたということだと思う。ハイ・イールド債のマーケットが育たなかった、その背後にやはりスプレッドが超金融緩和の中で薄いという要因は一つあると思うが、不良債権のようなものを外に積極的に出していく体力が金融機関になかったということも見逃せない状況かと思う。それ位にして金融調節の話に戻ると、やはりここまでの量的緩和の中で、金融不安があり、従って、流動性需要が強い、従って、量を供給しやすかったということは明らかであるし、供給した量の一部は金融不安を抑えることによって、景気・物価情勢を下支えしてきたということも事実である。しかし、やはり我々の量的緩和策の大義名分が何であったか、大本に立ち返ると金融不安を抑えるというよりは、それも含めてデフレからの脱却ということであっ

たかと思う。従って、一応金融システム不安がかなり後退したということ
を前面に押し出して量を単純に絞ってしまうというのはなかなか説明が
難しいかという気がする。勿論、流動性需要が下がってきつつある訳であ
るから、必要とされない流動性供給をしている。あるいはもっとしていく
という状況である。しかし、本来、量的緩和のポイントは皆、いらないう
流動性を出してそれが何かプラスの効果を生むかどうかを見るとい
うことにあったのだと思う。必要とされている量を出すだけであれば、ゼ
ロ金利政策で良かったということだと思う。本当にそれが効くかどうかと
いうことは依然としてはっきりした答えがない訳だが、その部分につい
て、それを絞っていくというのは、積極的に絞っていくというのは、我々
自身からそのメリットをやや自己否定している面があり、やはり説明がそ
う簡単ではないという気がする。もしもそういうことをして、その後、物
価・経済情勢が中だるみ、あるいはやや下方向に行くという状況になり、
ひょっとしたら流動性の供給を増やしたいというようなことにならない
とも限らない訳であり、その時のオプションをかなり縛ってしまうリスク
もある。一方、景気が良くてその中で絞っていくというオプションだが、
景気が本当に良くて、そのまま割りと単調に出口にいけるという情勢であ
れば、恐らく短期金利等に段々上昇圧力が掛かってきて、我慢していれば、
もう少しスムーズに出せるようになるという感じもする。色々考えると、
テクニカルに本当に供給できなくなるという事態に直面した時にどうな
るか、どうするのかということは考えておかななくてはいけないポイントだ
とは思いますが、では直ぐ絞って納得のいく説明が簡単にできるかと言うと、
それもそう簡単ではないなというふうに今のところは思っている。以上で
ある。

福井議長

当面の金融調節、つまり次回政策決定会合までの金融調節の運営方針に
ついては現状維持、30兆円から35兆円程度の流動性を供給するというこ
とで皆さんの意見は不一致がなかったと思う。あともう一つ、現在のこの

量的緩和政策の枠組みにおいて、特にペイオフ全面解禁後をどう考えるかという問題につき、今日は自由に議論を出して頂いたような気がしている。ゼロ金利継続という金利の面と、所要準備を大幅に上回る資金供給という量の面と、この二つが分離できるかどうかは難しいが、皆さんの議論は技術的な理由で量の面の修正をしてはどうかという意見について言えば、金利の面と量の面とを一応分離して考えておられるというふうにも受取った訳である。もし、このように分けた場合、皆さんの意見は仮に量の面で立場の違いはあるとしてもゼロ金利をしっかりと維持していくという点では、不一致がなかったということになる訳で、今の段階ではゼロ金利を維持するという前提のもとで量をどう考えるかという点に、皆さん方の意見に違いがあると受取らせて頂いた。一つの見方は、金融システム不安が後退して、流動性需要が低下している中では、金融機関の流動性調達不安の高まりに対応することを念頭に置いて拡大した分の当座預金残高は削減することが可能なのではないか。そこはむしろマーケットの要請に沿う形で対話を交わしながらできるのではないかという趣旨のご意見だったと思う。もう一方では、そもそもこの量的緩和をした大きな背景としてデフレ脱却ということがあるし、就中、当面は景気が微妙な情勢にあるという状況のもとで、市場の素直な理解を得るということは非常に難しいのではないか、こういう両面の意見があったと思う。今の段階で、ペイオフ全面解禁後の市場の状況についての的確に見通すことはなかなか難しい訳である。我々がこうした大きな問題を抱えているのは事実なので、今日はこれ以上具体的に議論するということではなくて、共通の問題としてこれからよく考えようということで、後段の議論については宿題とさせて頂きたいと思う。いずれにしてもこういう問題意識を念頭に置いて、景気情勢と市場の状況、市場の声というものを十分確認しながら勉強を続けるということではないかと思う。さらに議論すべき点があれば発言をどうぞ。

福間委員

これは皆さんもご覧になったと思うのだが、昨日ロイターが面白い

アンケートを出していて、量的緩和政策の枠組みを維持したままで当預残高目標値を引き下げることの是非について、市場関係者やエコノミストを対象にアンケート調査を行っている。

福井議長

答えも出ているのか。

福間委員

出ている。ほとんど切り離した考え方をしている。ただ、これはあくまでも、ある意味プロの考えであるから。

福井議長

然り。

福間委員

であるからまた別の面から配慮しなければならないのだが、私は現段階ではこういう考え方が市場にもあるということを申し上げておきたい。要するに、我々が今日議論したような意見のあることを議事要旨で載せて、それを浸透させる。目標値の見直しは今、直ちにやるという訳ではないのだから、議事要旨を通じて情報発信することが市場との対話になってくるのではないかと思うし、オベの状況から見ると、もうそういう時期に入っているかもしれないと思う。

福井議長

マーケットの声はある程度一致するにしても、福間委員もおっしゃったとおり、これは金融政策の問題であるから、もっと広くその理解が共有されることがやはり必要だと思う。

武藤副総裁

その時期かどうかということについて、皆さん大体おっしゃっているのだが、今、我々は踊り場にあるという認識を持っている訳である。それがいつそうでなくなるのかということについては、中立的に言えばまだ不透明だということかと思う。色々意見はあるのだが、その段階でそういう議論をどこまでできるかという問題もあると思う。マーケットと対話していかなければいけないというのはそのとおりだと思うが、一方で、整合的な説明がそこでできるかどうかという点も重要である。従って、色々なことが不透明な中で、そこに突っ込んでいくことで、マーケットに無理矢理日銀が発信しているという印象を与えないようにしなければならない。また、先程少しおっしゃっておられたように、マーケットの方から色々な発信が既にあるのだが、それがかなりはっきりと皆が納得するようなものであるかどうかということも重要なポイントではなかろうかと思う。植田委員がおっしゃっていたように、我々もこれは、単なる説明ということだけではなくて、今回の量的緩和の意図には、やはり金融システム不安ばかりではなくて、デフレ脱却ということがあったし、それからもう一つは、金融システム不安の部分だけの量的緩和を上手く掠め取るというようなことができるのかどうかという点もある。理屈は分かるのだが、説得的なことができるのかどうかというのも、いざ現実になると非常に難しい問題ではないのかと思う。申し上げたいことは要するに、今後、議事要旨が公表されていくことで徐々に明らかになっていくだろうが、色々不確定要因があるので、やはり相当慎重に考えていかなければならず、今は当座預金残高を堅持するということを発信しておく必要があるのではないかと思う。

岩田副総裁

同じ意見なのだが補足させて頂く。私も全く同じで、出口のプロセスを内部的に色々議論する必要があるのだが、ただ、その途中のプロセスをどの位外に出しながらやるのが良いのかというのは、やはり慎重であるべき

だと思う。一つ私が障害を感じているのは、恐らく、量を少しずつ減らしていくというプロセスが、ある意味では、私の感じではゼロ金利に戻る政策を意味していることに事実上ならざるを得ないのではないか。マーケットはどんどん先読みするから「減らしたな、ではうちもいない」、「うちもいない」と言えば、もうゼロ金利に戻るということなので、私は量的緩和の枠組みを残して少しずつ量を減らすということのフィージビリティは非常に疑わしいと思っている。ゼロ金利にいくと仮に決断するのであれば、それはまた少し別の話かと思っている。ゼロ金利のところへ戻るのはやはりこれはレジーム転換だと私は思う。

福間委員

それはそうである。

岩田副総裁

景気の動向がはっきりしないし、とりわけ先行きデフレが脱却できるという見通しが本当に確信が持てるのかどうかというところがやはりポイントではないかと思っている。

福井議長

繰り返して申し上げるが、我々の政策はマーケットに対してアクションを起こし、マーケットからのリアクションを感じながら円滑な調節を行っていく訳で、そのことを国民の皆さんにはもっと分かり易い言葉で説明していく。しかもこの両方が平仄が合っているというのが非常に大事な点なので、今度は我々がアクションを起こすのではなく、マーケットが我々に向ってどういうメッセージを送ってくるか、あるいはマーケット自身が我々のオベに対する反応という形でどういうアクションを起こしてくるかという点が重要である。その場合、我々のリアクションが必要か、必要でないのかということは、国民の皆さんにどう説明するかということと分離しては絶対できない。であるからここをやはり上手く考えながらやって

いかなくてもならない。まずはマーケットからのメッセージがどういう形でこれから、より明確になっていくかということを我々は把握した方が良いのかなと思う。

福間委員

やはり市場が発している信号は敏感に受取らなければならない。

福井議長

そのとおりである。

福間委員

市場の資金は余っている訳である。いらないと吐き出している訳であるから、それを無視するというのもなかなかできない。であるから、よく耳にする議論で、本日もどなたかがおっしゃったと思うが、なお書きで下を外すというのは非常に危険なことだと思う。と言うのは、なお書きで対応するとストーンと落ちてしまう。そうならないようにするためには、マネージド・ペースで落としていく必要がある。しつこいようだが、ゆっくりと落としていかないとゼロ金利のスキームにストーンと変わってしまう、つまり、レジームの変更になってしまう。例えばグリーンSPAN議長が0.25%ずつFFレートを変えるように、我々としては2~3兆円の幅で。ゆっくりと市場を見ながら、しかも市場が読めるような形で目標値を見直していくのがベストだろうと思う。その間に景気が良くなってくる。ただ、景気が全面的に回復するまでということになるとなかなか難しい。我々としては当預目標値の見直しは、オペの工夫がどの位効くのかということとの兼ね合いも一方では考えておかなければならない。結論は今日出す必要はないのだが、やはりプロの人達は、市場の人達はもう知っている訳である。問題はこれを広く知らせるためにどうするかということである。

福井議長

理解が浸透するかどうかというのが物凄く大事になっている。

福間委員

然り。

須田委員

もう一つ宜しいか。本当は、この件について議論はしたくなかったのだが申し上げる。今、おっしゃられたこともよく分かるのだが、やはりこの量的緩和が持っている凄く単純な本当の「量」というものが、海外、あるいは政府等に与えている意味合いといったものまで、ちゃんと考えなければならぬ。決してマーケットだけの話ではないというところがあるので、なかなか難しいなと考えている。

福井議長

それこそが私が申し上げたいことである。では、政府の方からお願いする。

上田財務副大臣

財務省の方からである。まず平成 17 年度予算について若干述べさせて頂くが、平成 17 年度予算においては、歳出・歳入両面における取組みの結果、財政規律を堅持していくという姿勢を明確にすることができたと考えている。具体的には、第一に社会保障関係費等の増加圧力がある中で、「三位一体改革」や「聖域なき削減努力」によって 3 年振りに一般歳出について前年度の水準以下に抑制をした。第二に、新規国債発行予定額については、4 年振りに前年度よりも減額し、一般会計の基礎的財政収支も昨年度に引き続き改善をした。第三に、歳入面については平成 11 年以降継続されてきた定率減税についてその規模を 2 分の 1 にすることとしており、歳入

の面からもその財政堅持の姿勢を明確にした。我が国の経済の現状を見ると、一部に弱い景気の動きが見られるものの、全体の動きとして景気は回復が続いていると考えている。こうした中でデフレは依然として継続している。従って、日銀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は重要と考えている。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って維持されるよう、新たな工夫の検討を行って頂きたいと考えている。以上である。

福井議長

有り難うございました。浜野政策統括官からお願いします。

浜野内閣府政策統括官

景気の現状については、本日夕刻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、このところ回復は緩やかになっている。最近の物価動向については、国内企業物価は原油など素材価格が高騰した影響による上昇が見られる一方、消費者物価は小幅な下落基調が続いており、GDPデフレーターは依然として1%台の下落となるなど、緩やかなデフレが続いている。政府は21日に「平成17年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」及び「改革と展望－2004年度改訂」を閣議決定する予定としている。「経済見通し」では平成17年度については、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・日本銀行一体となった取組みを進めることにより、デフレからの脱却に向けた進展を見込んでいる。また、「改革と展望－2004年度改訂」では、集中調整期間後に見込んでいる成長経路、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、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、拡大することと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

却を確実にすべく、思い切った金融緩和を続けられることを期待する。そ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が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、さらに実効性ある金融政策運営を行って頂きたいと考える。また、金融政策運営に関する透明性の一段の向上に努める中で、デフレ克服までの道筋を明確に示して頂くことを期待する。以上である。

福井議長

有り難うございました。それでは今の政府のご意見に特に委員の方々からコメント、ご意見があればどうぞ。宜しいか。それでは議案の取り纏めに移りたいと思う。議長として、金融市場の調節方針、次回の金融政策決定会合までの方針だが、現状維持に関する議案を提出したいと思う。今日の議論では他の議案というのは恐らくないと思うが宜しいか。それでは議長提案を執行部から。

[事務局より議案配付]

お願いする。

内田企画局企画役

それでは議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。日本銀行当座預金残高が 30～35 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。続けて別添、公表文である。「2005 年 1 月 19 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。」である。

福井議長

それでは採決に移る。恐縮である。

[政府からの出席者退室]

[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。本日決められた方針に沿って引き続き金融市場局、宜しくお願いする。

[政府からの出席者入室]

恐縮であった。原案どおり可決した。それ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

基本的見解の部分は如何か。

中原委員

中間評価を含めての議論か。

福井議長

然り。

中原委員

冒頭の経済と金融の現状判断のところで一言申し上げたのだが、この選択の中で概ね②かなという感じを持ちつつも、ややぎりぎりとした物の言い方をすれば、10月の想定時におけるIT関連、情報関連の調整がやはり長引いたということ、結果として長引きそうだということになると、この10月時点で想定したGDP見通しを修正すべき状況かどうかという点が問題だと思う。大きな修正は勿論ないと思うが、ぎりぎり詰めて言えば、調整が長引いた分を調整後にキャッチアップするのかどうかというところが②と③の違いかなと思っており、そういう意味では私は②と③の中

間位である。2.6 というメディアンがあればそのままぴったり今の状況だと言いつける自信はちょっとないという意味において②と③の真ん中位と言ったのだが、敢えて言えば②としても、二点気になる点がある。まず一点目は、「春以降」という回復調整の終了時期についてであり、「春以降」というのは年末まで非常に広い定義なのだが、もう少し後ずれの可能性のあるニュアンスとすべきではないかという点。それから「景気は回復を続け、次第に持続性のある成長軌道に移行していく」という10月の文章をそのまま引用しているが、敢えて聞かれれば、10月の見通しに概ね沿った動きという意味ではそうであるが、改めてここにその文章を引用して、特にこの「持続性のある成長軌道に移行していく」ということを強調するのは如何なものかという感じがしている。私は例えば、「春以降」については「年央に掛けて」位まで少しタイムホライズンを先に延ばす、あるいはこの引用文章は削っても良いのではないかと思う。あっさりと「見通し」に概ね沿った動きとなると予想される。」ということで宜しいのではないかというのが私の感じである。従って、多数の皆さんがこの②のままが良いのだということであれば、敢えて反対意見を提出する程の強さはないが、この文章が出ると、強気の見通しと言われている日銀のスタンスについて、日銀はややむきになっているというような印象を与えないかなという気がしている。勿論、記者会見等で質問が出てくれば、10月の見通しそのものは「回復を続ける、」。従って、時間的な問題は置いておいて「やがて持続性のある成長軌道に移行していく」。すなわち、トレンドを若干上回る程度の成長軌道に復活するというシナリオそのものが崩れている訳ではない、という意味において見通しに概ね沿った動きという説明かなと理解している。

福井議長

如何か。

須田委員

今、中原委員がおっしゃられた文章については、私は先程中間評価に絡めて申したように、少し位後ずれてもあまりメカニズムに関係がないのではないかと考えている。従って、そこは私はこのままで良いと思った。一方、物価についてであるが、自らが景気は大体見通しどおりだと言っておきながら、その後に指数面の影響によっては下振れるというよりは、私は、指数面の影響による下振れはあるかもしれないが、基本は基調として見通しに沿って推移するとした方が、あまり物価の細かいところに目を奪われていないというふうに伝わるのかなと思う。勿論、それが全然大したことないということであればこのままでも良いのだが、私としては気になる。

福井議長

具体的にはどうということか。

須田委員

「固定電話通信料引下げの指数面への影響等によっては、やや下回って推移する可能性があるが、基調としては10月の「見通し」に沿って推移するとみられる。」と基調の方を後に持ってくるということである。

福井議長

「消費者物価についても、～可能性があるが、…」か。

須田委員

そういうものがあってもそんなに基調は変わっていないというニュアンスを強調したい。ちょっとマイナス幅が広がったからといって一々説明しなくてはいけないのかなというふうに思っている。

福井議長

分かった。文章をひっくり返せという意味だな。

須田委員

然り。

福井議長

二つご提案があったが皆さん如何か。

中原委員

私は須田委員のおっしゃる文には反対である。0.1%と-0.1%で何が違うかと言われても我々の感覚においては、場合によっては誤差の範囲。しかも、0.1%というのはプラスにしろ、マイナスにしろ 2005 年度平均であるので、それ程大きな意味はないという意味は全くそのとおりだが、順番を入れ替えることによって市場の認識を本当に変えることができればそれも良いのだが、現実に関今、2005 年度の物価見通しを我々が数字を出せと言われたら、+0.1%は出てこないのだろうという気がしている。そういう意味ではやはり幾分下振れており、やや下回って推移する可能性があるということがかなり重要なのであり、表現としては、私はここをやはり結論の後段の方にもってきたほうが良いのではないかと思う。

福井議長

皆さん意見をおっしゃって頂きたい。今の二点について如何か。

岩田副総裁

宜しいか。私は物価の方は元のままが良いかと、②のまゝが割合正直に表わしているような気がする。それから前半については、「春以降」というのが確かに後ろが切られていないので、読み方によっては凄く長引くインプリケーションもあるので、むしろ「年央に掛けて」位で言って、半ば

にはちゃんと上を向いてくるということを行った方が私は良いように思う。

福井議長

植田委員、如何か。

植田委員

物価は私も中原委員がおっしゃたように、このままで良いと思う。前段についてはどちらという強い意見はないが、先程も申し上げたように民需だけを見れば 2005 年度は若干下方修正だと思うが、公共投資が少し出そうだということを加味すると下振れしない可能性もあるのだと思うが、それとここで言っていることは必ずしもぴったりと一致していないという面はあるとは思う。

福井議長

春委員、如何か。

春委員

経済の方、確かに「春以降」がなくなるのは残念だが、確かにわざわざ「春」と言わなくてもという感じはあるので、中原委員のおっしゃるとおりで良いかと思う。最後、物価の方だが、これは要するにメカニズムの方を重視しているのか、その結果として出てくる数字を重視しているのかということで違うのだと思うが、ちょっと私は判断がつかないので中立である。

福井議長

水野委員、如何か。

水野委員

物価は原案どおりで良いと思う。景気については、皆さんの意見には春、夏、年央の相違があるので、全体のニュアンスとしては「いずれは」位である。もうちょっとトーンを下げるという意味で「年央まで」というのは良いかもしれない。「春以降」というには、春になったら大丈夫という強いコンセンサスがこのボードの中にあるような気がしないが、如何か。

福井議長

福間委員、如何か。

福間委員

私はこれで良いと思う。

福井議長

このままで良いか。武藤副総裁はどうか。

武藤副総裁

「年央に掛けて」というイメージは6月というニュアンスが出ないか。

中原委員

それは分からないと思うが。

福間委員

いや、分からない。

武藤副総裁

私は「年央に掛けて」と「春以降」は確かに意味が違うのだが、「年央に掛けて」の方が何か特定性が強いように思う。ここではどちらかと言う

とばかしたいという気持ちがあるのに、強くするのはどうかなという気がするので原案どおりで良いのではないかと思う。

中原委員

「年央」はただ、たまたま思いつきで申し上げたのだが、「春以降」とは付いているものの「春までには」とは言っていないから。

武藤副総裁

「春までには」は強過ぎると思うが、「春以降」であれば、良いのかと思う。

中原委員

「春以降」ということは極端に言えば、後ろは切っていないというふうに取るということか。

武藤副総裁

そういうふうにするということを前提にこれで良いかなと思う。

中原委員

ただ、如何にも全体のトーンは私は強いと思っている。

武藤副総裁

②の方はこの文章の読み方だが、前半がメインシナリオを言って、後半はそのリスクを述べていると解釈できるので、このままで良いかと思う。後半にあるからこちらがメインシナリオだというふうには取らないのではないか。と言うのは、「可能性がある。」ということが付いているので、メインシナリオは見通しに沿って推移するということである。極端なことを言えば、「。ただし」みたいな感じなのだが、そこまで言わずに、この原案どおりでメインとリスクというふうに読めるのではないかと思うの

で、この原案で宜しいかと思う。

須田委員

「基調としては」というところが重要なので先だということか。

武藤副総裁

然り。

福井議長

分かった。物価の方は須田委員のご提案がやや形勢不利ということになった。

須田委員

撤回する。

福井議長

原案どおりということで行く。景気の方でもう一つ鉤カッコのところをどうするかという点については如何か。落とせという意見に対して何か意見はあるか。

水野委員

これを入れて「春以降」と言うと、「春」には拘っているという感じがするから、「年央に掛けて」とかいう方が良い。

武藤副総裁

このカッコ書きを削除するかどうかは、全くその中身が変わらないので分かり易さだけの問題である。従って、分かり易い方が良いのではないかと私は思う。ほかにもう少しトーンダウンするという意味があると言えば、また話は別なのだが。

中原委員

私は若干トーンダウンした方が良いと思っている。持続性のある成長軌道というのはやや強いのではないか。

武藤副総裁

それを削除したことによってその目的は達成されるのか。

中原委員

もう感覚の問題であり、受止め方は人によって違うと思うから、ことさら強調する必要もなかろうという程度である。

岩田副総裁

私もそんな感じがする。「見通しに沿って」ということを言っているので、結局、「見通しに沿って」の「見通し」は何かという話になるので、ほとんど鉤カッコがあってもなくても同じなのではないか。

水野委員

これは私の印象なのだが、IT関連の調整ということに非常に拘っているなという感じがする。景気判断のところに二回も出てくる。カッコのところは入れなくても良いかもしれない。上のカッコだが。

岩田副総裁

一番上のか。そこはちょっと私はあった方が良いと思う。なぜ下振れしたのかという、その理由がやはり何かないと。

武藤副総裁

下振れの説明であるから、必要なのではないか。

水野委員

下振れの説明か…。

岩田副総裁

そこまで落としてしまうとなぜ下振れしたのか、また説明しなくてはいけなくなってしまうのではないかと思うのだが。

須田委員

前は現状認識で、後ろは先行きの話であるから両方あった方が良い。

水野委員

分かった。

福井議長

あまり決め手がないという感じか。

植田委員

「概ね」というところに、やや控えめな気持ちは表われている。

福井議長

原案どおりということでお許し頂けるか。それでは、原案どおりということにする。

中原委員

もう一つ。先行きのところは為替の問題はコミットせずということで宜しいのだな。

福井議長

基本的見解の中か。

中原委員

然り。

福井議長

どの辺か。

中原委員

「IT関連需要や原油価格の動向」というのがリスクとして記述されているが、敢えて今…。

福井議長

ちょっと待って欲しい、どこのところか。

中原委員

先行きである。

福井議長

先行きのところか。

武藤副総裁

なお書きか。

福井議長

このところか。

岩田副総裁

前にも何かこういうのを入れたことがあったような気もするが。金融・為替市場の動向であったか。何かそういうようなちょっと抽象度が上がった

言い方で入れたことがあるのではないか。

福田委員

これも先月言ったことなのだが、実質レートから見るとそんなに動いていない。

須田委員

先月から変わったという感じはしない。

中原委員

過去の実績としてはそうだが、今の金融市場のムードや、今日、皆様のご意見の中にも複数の方からコメントがあった訳であるからと思った次第である。ただ、これも私は拘らない。

福井議長

如何か。為替について、一文入れるかどうか。

須田委員

このままで良いと思う。

福井議長

このままが良いか。皆さんは如何か。

春委員

このままでも結構である。

中原委員

記者会見では、当然のことながら触れられるだろう。

福井議長

当然、記者会見は専らこの辺が聞かれる。分かった。では、取り敢えず
今月はこのままということにしよう。

[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

それでは全員一致で可決をさせて頂いた。月報はこの基本的見解の部分は即日公表である。本日の 15 時を予定させて頂いている。それから背景説明、詳しい方だが、あれは必要に応じて執行部で修文を施したうえで 20 日木曜日の 14 時に对外公表をさせて頂く。

VI. 議事要旨の承認

福井議長

もう一つある。議事要旨の承認である。12月16日、17日開催分である。既にお読み頂いていると思うが如何か。ご異議はないか。それではこれも採決に付したいと思う。

[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。この議事要旨だが、1月24日、来週月曜日14時に対外公表を予定している。

VII. 閉会

福井議長

本日の議事は全て終了した。次回は2月16日、17日の二日間にわたる開催である。宜しくお願い申し上げます。なお、毎回申し上げているが、機密保持のことである。決定会合における議論の内容はご自身の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、それぞれ厳正な機密管理を重ねてお願い申し上げます。以上である。閉会する。

(12時28分閉会)

以 上