

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2006年7月13日（14:00～16:04）

7月14日（9:00～13:30）

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（ ” ）

須田美矢子（審議委員）

春 英彦（ ” ）

福間年勝（ ” ）

水野温氏（ ” ）

西村清彦（ ” ）

野田忠男（ ” ）

政府からの出席者：

財務省 杉本和行 大臣官房総括審議官（13日）

赤羽一嘉 財務副大臣（14日）

内閣府 中城吉郎 内閣府審議官

（執行部からの報告者）

理事

山本 晃

理事

稲葉延雄

理事

堀井昭成

企画局長

雨宮正佳

企画局企画役

内田眞一

金融市場局長

中曾 宏

調査統計局長

早川英男

国際局審議役

高橋 亘

（事務局）

政策委員会室長

中山泰男

政策委員会室審議役

神津多可思

政策委員会室企画役

村上憲司

企画局企画役

神山一成

企画局企画役

武田直己

## I. 開会

(14時00分開会)

福井議長

宜しいか。それでは金融政策決定会合を開催する。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の説明を聞くことにしたいと思う。政府の方から、財務省杉本総括審議官にお越し頂いた。内閣府は中城内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いする。メンバーの中では、野田委員が、金融政策決定会合に初めてのご出席である。宜しくお願いする。いつも申し上げているが、会合中でのご発言は全て記録させて頂く。委員及び政府からご出席頂いた両名におかれては、そのことを踏まえてご発言頂ければと思う。

## II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

それでは議事に入る。金融経済情勢に関する執行部説明で、最初は金融調節、金融・為替市場の動向について、稲葉理事と中曾金融市場局長からお願いする。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

中曾金融市場局長

それではお手許の追加資料に沿ってご説明申し上げる。図表 1-1、まずは無担O/Nレートの推移だが、前回の決定会合以降概ねゼロ%で推移したが、6月の中旬から下旬に掛けて幾分高めになる局面もあった。例えば、6月19日は7.3bpまで上昇している。その背景は、第一に前回決定会合以降新しい積み期に入ったので、大手行を中心に積みを早めに進捗させようとしたことから、市場がややタイトになったという点が挙げられる。第二にFB、国債の発行が相次いで、レポ・レートが10bpを超える水準

に高止まっていたため、コールレートがこれにつれて上昇したという点である。レポ・レートとコールレートが高めとなった6月中旬から下旬の時期には、主として外証だが、補完貸付がかなり大規模に利用された。6月中の利用総額は、11兆円を超えている。オーバーナイト・コールレートだが、7月に入ってから3bp台で落ち着いていたのだが、今週になってまた上昇し、足許、直近のところでは6bp台になっている。当座預金残高をご覧頂くと、6月下旬に掛けては15兆円台まで増加していた。ただ、ほとんど半分は郵政公社分であり、6月20日の国債の大量償還以降、償還換わり金が歩留まっていたことによるものである。この間、その内数で準備預金制度適用先の準備預金残高の推移をご覧頂くと、こちらは次第に低下してきており、直近のところでは5.2兆円になっている。その内訳を図表1-2の主体別保有状況の表でご覧頂くと、都銀は6月中に前倒しで積みを進捗させたので、残り所要が少なくなり、足許7月12日は2.3兆円と、所要準備の2.9兆円を下回っている。この間、地銀、地銀Ⅱ、外銀、この辺りは所要に比べて依然厚めの当座預金を保有している。非準預先の中で目立つのは証券会社だが、こちらは1兆円を超える金額を、引き続き厚めの当預を資金繰りバッファとして保有している。次に図表1-3、5月積み期・6月積み期中の短期金利のグラフで、レポ・レートとコールレートの動きをご覧頂くと、6月中に積みが進捗した大手行が、7月に入ると資金放出に回ったため、レポ・レート、オーバーナイト・コールレートは、7月に入って一旦低下した。ところが先程申し上げたように、今週に入ってMPMが接近すると、利上げの可能性を意識して水曜日のT+3が急上昇し、これを皮切りにレポ・レートが上がり始めている。市場参加者の間では、ロンバート・レートが0.5%に引き上げられる、そんな見方もあるのだが、仮に14日に利上げがある場合でも、14日の午前中までは0.1%での補完貸付が利用できるといった見方から、14日のレポ・レートについては、足許では0.1%が目線になってレートが形成されているようである。因みに、今朝のコール市場、レポ市場のレートを見てみると、コール市場では週明けの18日スタートのスポット・ネクストが0.28%~0.30%、

それから同じく18日スタートのT+2のレポ・レートが0.28%~0.32%の間と、いずれも利上げを織り込んだ水準になってきている。それから14日、明日は積みの最終日であるので、資金の出し手は、恐らく勢い保守的になると予想される。このため、取り手の中には、市場調達が難しければ補完貸付に依存せざるを得ないと言っている先もある。さらに14日の準備預金残高だが、新しい7月の積み期に入る17日、18日にそのままカウントされる。従って、銀行の中には14日の利上げの前に補完貸付を多額に借り入れて、当座預金に積むことによって積みの進捗を稼いでしまおうといったことを企図する先もある。そのようなことから、14日の補完貸付はかなりの規模になる可能性があるともみている。続いて図表1-4、1-5でコール市場の規模をご覧頂くと、回復が続いているということが言えると思う。図表1-5のグラフで示しているように、増加部分は主としてオーバーナイトとかトムネであって、内訳を見ると、取り手としては<取り手別>のグラフの中で、格子模様で示している外銀分が増加分の多くの部分を占めている。一方、<出し手別>のグラフの内訳を見ると、地銀、地銀Ⅱは次第に運用意欲が増しているようであり、出し分が増えてきているように思う。それから生損保は、金額はまだ大きくないのだが、恒常的に資金を出すようになってきているようである。続いて図表1-6で、最近のオペの実施状況についてご覧頂く。まず、オペの手段なのだが、手形買入は、去る6月26日より共通担保オペに移行している。オペの全体像なのだが、全般にオペの期間を短縮化しているので、オペの本数が増えている。レポ・レートの上昇がコールレートの上昇へ波及するメカニズムが見えてきたので、調節運営の基本方針としては、レートが上昇しやすい国債の発行日に向けて国債の買現先、あるいはT+3を含めた共通担保オペなど、先日付のオペで予め資金を供給するようにしている。国債買現先オペであるとか、あるいは本店の共通担保オペの本数が増えているのはこういった要因もある。それでもなお、オーバーナイト・コールレートに上昇圧力が掛かるような場合は、シャドーを付してお示ししているが、即日の資金供給オペを実行することによって対応してきたと



ころである。各オペの落札レートを見ても、次第に利上げを織り込む形で上昇してきている。この間、コール市場においては、朝方、例えば外銀が取り上がってオーバーナイトレートが強含んでも、午後には資金余剰感が広がる場合もある。こういう時は、レートの安定を確認したうえであるが、積みの進捗をコントロールする観点からこの図表 1-6 にシャドーを付してお示ししている、即日の資金吸収オペを適宜実施してきたところである。図表 1-7 に移り、資金需給の動きを見ていく。7 月 13 日以降の資金需給は、国債発行を主因に月中で 6.1 兆円の不足になる見込みである。この後、8 月、9 月も同様に不足基調が継続する見込みである。そうした中、金融機関なのだが、効率的な資金運用には心掛けながらも、当座預金残高を引き続きやや厚めに保とうとしているようである。すなわち、先般金融市場局が実施したアンケートの結果なども勘案すると、まず準預先については、所要準備 4.7 兆円に対して 5 兆円ないし 6 兆円の当座預金を保有目安としているようである。また、証券など非準預先は、1 兆円強の当座預金を資金繰りバッファとして想定しているようである。これに郵政公社の目安である 4 兆円ないし 6 兆円を加味すると、当座預金全体では大体 10 兆円をやや上回る水準で当面は推移するのではないかとみている。こうしたシナリオを前提として、オペ運営は、引き続き月末、あるいは国債発行日は、先日付オペで早めにレート上昇を抑制するなど、短期市場の安定を維持できるよう工夫していく方針である。続いて、金融・為替市場の動きを図表 2-1 以下で見ていくことにする。まず、(2) でターム物レートの推移について、短国のレートをご覧頂くと、利上げが近いという見方から上昇してきており、例えば F B の 3 M では、40bp に接近してきている。次に図表 2-2 である。市場に織り込まれた期待について見ていくと、(1) 金先カーブは、前回の決定会合以降、短観など堅調な景気指標が出ているので、黒い実線でお示ししているように、上へシフトしている。同様に (2) のグラフで、1 年先スタートの 3 か月物のフォワード・レートをご覧頂くと、6 月中旬以降上昇している。この間のボラティリティは、ほぼ横這っているので、フォワード・レートの上昇後は、主として利上げ期待によるもの

と考えられる。以上から読み取れる市場に織り込まれた利上げのペースについては、年内に2回の利上げがあるかどうか。言い換えると、半年に1回程度の緩やかな利上げといったところかと思う。これが利上げのペースなのだが、次に(3)のグラフをご覧頂く。このグラフで黒い実線でお示しているのは、オーバーナイトレートが7月13日まで2bps、14日以降は25bpsとなった場合のファンディング・コストを示した線である。これと菱形マークでお示したFBの実際の3か月物のレートを重ねてみると、最近ではこのファンディング・コストを十分に上回ったところに、FBのレートがある。従って、利上げのタイミングについては、FBレートは、利上げが7月にあり得ることを既にフルに織り込んでいると言えると思う。続いて、図表2-3は長期金利の動きだが、長期金利は前回決定会合以降、上昇してきている。この間の株価の上昇であるとか、短観など堅調な景気指標が背景になっているようである。図表2-4(2)のグラフで、イールド・カーブの変化幅についてご覧頂くと、ちょうど5年、6年、7年といわゆる中期ゾーンを中心に全ゾーンで上昇している。中期ゾーンの上昇が大きいのは、このゾーンの中心的な投資家である銀行の投資姿勢が引き続き慎重であるためとみている。図表2-5の(1)のグラフで、市場参加者が注目する債券利回りの変動要因について、直近のサーベイの結果をご覧頂くと、当然なのだが、短期金利、金融政策に対する注目度が一段と増してきている。以上が長期金利、債券である。図表2-7は社債、クレジット市場である。クレジット市場の最近の特徴は、この図表2-7(1)のグラフにお示しているが、地方債の対国スプレッドが拡大している点である。地方債は発行残高が膨らんでおり、その中で金利先高観による投資家の買い控えから需給が悪化していたところに、先般の夕張市の財政再建団体への適用申請が重なり、大阪府、あるいは北海道など、財政状況の懸念されているような銘柄のスプレッドが大きく拡大している。(2)のグラフでお示した財投機関債のスプレッドも拡大しているが、これは発行量の多さ、あるいは金利先高観に伴う買い控えに起因する需給の悪化が主たる背景である。株価に移る。図表2-8である。株価は6月

の前半まで、いわゆるグローバル・リスク・リダクションの流れの中でかなり大きく下落したのだが、ちょうどシャドーを付した前回の決定会合の辺りから持ち直し傾向にある。とはいってもグローバルな調整が始まった5月の上旬の水準にはまだ回復していないし、今週に入ってから動きをみても、かなり不安定な面が残っているという気がしている。図表 2-9 で主体別の売買動向をご覧頂くと、海外投資家なのだが、6月中は2,893億円の売り越しになっている。外国人投資家の日本株に対する相対的な選好の強さは、まだ失われてはいないようであるし、足許では流入超に転じてきているようなのだが、リスクテイク姿勢が全般に慎重化しているので、以前のように勢いの良い資金流入は期待しにくいのではないかなとみている。一方、国内の投資家なのだが、まず金融機関のうち信託が、6月中の数字が+1,577億円と、1年振りの買い越しになっている。これはポートフォリオ・リバランスから売り越しを続けていた年金が、株価の下落によって割安となった株式の購入を久し振りに行ったことが背景のようである。その他、投信も買い越し基調を続けている。個人は6月は1,619億円の売り越しである。グローバルな株価調整の中で、日本株の下落率が相対的に大きかった一つの理由として、個人の信用手仕舞い売りが嵩んだのではないかとされているのだが、この点について、図表 2-10 の信用取引の動向のグラフで信用買い残の推移をご覧頂くと、確かに6月の上旬に掛けて、ある程度手仕舞われていることが分かる。それから評価損益率の推移のグラフでご覧頂いても、株が持ち直してきているので、信用買い残の評価損率もマイナス幅がこのところ縮んできています。従って、個人の買い余力もある程度は回復してきているとは言えるように思うが、信用買い残についてみると、水準自体はまだ結構高いので、株価が上昇する局面では戻り売りが出て上値が抑えられがちとなる面もある、とも言えるように思う。それから図表 2-11 でお示ししているのは、いわゆるグローバル・リスク・リダクションの流れの中では、本邦の株価の他、広範な金融資産が売られた点である。この図表の(1)、あるいは(2)でお示ししている、エマージングの株、債券、通貨、それからコモディティといったところの

5月上旬以降の価格下落分は、各グラフでは黒い棒でお示ししているが、6月半ば以降、斑模様ではあるものの、反転してきていると言えると思う。こうした点からみて、グローバルな価格調整の動きは、概ね今のところ一巡したとみることができるよう思う。ただ、不確実性も残っているから、以前のような勢いでリスク資産に投資資金が回っていくということは、今のところなかなか想定しにくい。こうした文脈の中で、日本の株について言えば、利上げの可能性を既に織り込んでいると思う。むしろ利上げに至った背景が、景気の拡大であると市場が受止めれば、あく抜け感から短期的には買い材料になる可能性もあると思っている。ただ、不安定材料も残っている。例えば、アメリカの景気・物価、金融政策の行方のほか、昨日インドの鉄道爆破テロもあったが、北朝鮮を巡る地政学リスクもある。これらの不安定要素は、やはり株式相場にとっては重石として意識されていると思う。この間、中国人民元の対ドル相場は、エマージング諸国の通貨が大幅変動していたのをよそに、こちらはジワジワと一貫して上昇を続けており、足許では8.0元を抜けて7.9元台にまで元高が進んできている。図表2-12は為替の動向である。為替相場については、(1)のグラフでお示したドル/円相場は、黒い太線でお示しているように、6月上旬まではドル高基調で推移していたが、6月23日には一旦116円台まで円が売られている。ただ、その後、図表2-13をご覧頂くと、6月29日のFOMC声明文が予想された程ホーキッシュな内容ではなかったということ、あるいは米国雇用統計が予想比下振れたこと、といったことがドル売り材料になり、足許では115円辺りの動きとなっている。ユーロについても、基本的には対ドルでは同じような動きをしているのだが、先週のECBのトリシェ総裁の8月利上げをかなり示唆するような発言で、利上げペース加速の可能性が意識されている。円やドルに比べると、ユーロは地政学リスクに強いということもあって、ユーロと円を比べてみると、ユーロの対円相場は、146円付近——これは最高値圏になるが——で推移している。図表2-14に移る。IMMのポジションを見ていく。(1-1)で円について見ると、6月下旬までの円安の動きの中で、ロング・ポジショ

ンが1回ショートにひっくり返っている。そのショート・ポジションがFOMC後のドル売りの流れの中で縮小してきているということである。為替相場についても、0.25%の利上げの可能性は既に織り込まれていると思う。今申し上げたように、円のショート・ポジションは相当縮んできており、恐らくこの先は、さらにニュートラルに近いところまできていると思うので、利上げを契機とした円高方向へのポジションの巻き戻しといったことは起こりにくいように思う。それからまた、実需という点でも、我々が聞いているところによると、113円台の前半には輸入予約の厚いドル買い需要も控えているようなことなので、いずれにしても一挙に円高が進むということにはなりにくいのではないかとみている。先行きについてはのだが、(2) リスクリバーサルグラフからは、黒い太線で示しているように、ドルのプット・オーバー幅がなおあり、ドルの先安センチメントが読み取れる。ただ当面は、主要国の金融政策に関する思惑が錯綜している他、地政学的リスクもあるので、なかなか方向感が出づらいつ展開になるのではないかとみている。以上のように、短期金融市場、債券、クレジット、外為市場の各市場については、7月の0.25%の利上げ、その後半年に1回程度の緩やかなペースでの利上げシナリオを既に織り込んでいるように窺える。この間の不安定要素としては、我が国における今後の利上げペース、あるいは米国の経済・物価動向と金融政策の行方、それに地政学的リスクが意識されているようである。地政学的リスクに関しては、北朝鮮のミサイル発射の各市場への影響という点では、発射直後の為替、あるいは株に対しては、極く限定的なものにとどまってはいる。しかし、この問題の抜本的な解決が図れない限り、北東アジアの地政学的リスクは払拭されずに残るので、新たな展開がある場合の各市場への影響は、やはり注視していく必要があると思っている。私からは以上である。

福井議長

ご質問があればどうぞ。

## 須田委員

二点ある。一つは、補完貸付が、多分、明日は沢山実行されるという話だったが、どの程度を予想しているかということである。それから、F Bのレートだが、仮に利上げを織り込んでいるとしても、今の0.4%という水準は、高過ぎるのではないか。その意味するところは、リスク・プレミアムがなくなれば下がっていくということなのか、それともやはり今の短期の金融市場の裁定がまだまだ十分働いていないため、仮に利上げが行われてもレートは下がっていかないのか。一方で、オーバーナイト・インデックス・スワップのような新しい取引も増えて、裁定取引がこれから活発化するかもしれないという話もあるが、その辺を今後どのようにみれば良いか。

## 中曾金融市場局長

まず、明日補完貸付がどの位出るかということなのだが、量的な面はまだ一部しか分からない。明日になってみないと分からないところがある。補完貸付には、恐らく2種類のユーザーがいる。一つは、外証に象徴されるような、その日のとにかくカネが欲しいという人達である。これらは恐らく今夕になると、かなり量的なイメージが出てくるのではないかと思う。顔ぶれとしては、これまでも見られたような外証主体になると思う。もう一つは、先程も申し上げたように、積みの進捗を稼いでしまおうというメガバンクなどのユーザーである。こちらは何となくある程度需要規模のイメージが掴める。要するに、メガの一部は今相当積み下で走っている。であるから、14日に大量に借りて、今積み期の所要を満たすと同時に、7月積み期の2日間を大きく稼いでしまおうとする。計算すると、恐らく2.5兆円位、1行で借りてしまうのではないかと思っている。それに先程述べた外証が加わってくるので、いずれにしても、相当な規模になるかと思う。明日には、もう少し詳しい量的なイメージが掴めると思うので、必要に応じてご報告したいと思う。それからF Bレートについてだが、これは図表2-2(3)のグラフに示されているが、確かにこの黒い実線との対比では

やや高めということが言える。その背景であるが、まずある程度の利鞘を抜かなくてはならないので、調達コストの間では一定のスプレッドを取ろうと投資家はしていると思う。それから、算定するファンディング・コストは、黒実線のオーバーナイト・コールレートをベースとしているのだが、実際はレポ・レートがファンディング・コストのベースとなる。ちょうど昨日のレポが35bp位であるが、レポ・レートが30bp位までならFBに運用して一応マージンが抜けることをグラフは示唆している。このグラフはそういうことなのだが、先程須田委員のおっしゃったような、市場機能と云った点からすると、やはり恐らくレポ・レートが上がると、FBレートも上昇してしまうという点はあると思う。例えば、レポで取ろうとして、レポ・レートが高くなったから、コールで取ろうとしてもクレジット・ラインがないとか、そういった意味でレポに頼らざるを得ず、裁定が働かない。従って、レポが上がってもコールに依存できないので、勢い調達コストが上昇し、従ってFB運用レートも上がってしまうといったような面はあると思う。こういった構造が解消していくためには、市場機能のさらなる回復が必要である。例えば、クレジット・ラインの拡充のほか、さらに少し細かい話になるが、有担のコールレートないしT+ゼロのようなレポといったところが、繋ぎの市場として今のところまだ機能できていないので、改善の余地があると思う。そう申し上げたうえで付言すると、FBのレートは、確かにレポが上がると高くなってしまおうとは思いますが、一方で、ある程度の市場機能も働く。つまり、それだけレートが高くなると、運用意欲も十分に刺激されるのではないかと思うので、恐らく出し手の放出を誘発することにもなると思う。であるから、一時的に高くなる可能性はあるが、出し手がかなり出してくる限りにおいては、下がる余地もまたあるのではないか。ただ、下がり方については、先程も申し上げたように市場機能にまだ不全の部分があるので、それによって少し妨げられる面はあると考えている。

岩田副総裁

一点宜しいか。図表 2-3 で、長期金利に対するインプリケーションについてである。インプライド・ボラティリティのグラフを見ると、ジワジワと上がってきている感じであるが、プットオプションのボラティリティとコールのボラティリティの差は、むしろ小さくなっているのは、何か意味があるのか。それから纏めて言うと、こういうボラティリティが上がっていることは、基本的にはターム・プレミアムを少し広げるのではないか。従って、長期金利も少し上がる方向に動くということではないかと思うが、そこはどのようにみているか。

中曽金融市場局長

ボラティリティの趨勢的上昇は、恐らくターム・プレミアムを広げる、正常化するとも言えるのかもしれないが、そういった動きの反映と思う。プットとコールのボラティリティが縮まってきているのは、マーケットの見方が収斂してきているということの現われだと思う。ボラティリティが方向として上がっていくことは今までが低過ぎたという部分があると思うので不自然なことではない。

岩田副総裁

ターム・プレミアムはどうか。それは広がる方向にあるのか。

中曽金融市場局長

方向としてはそういうことだと思う。

福井議長

他に宜しいか。それでは海外情勢について、堀井理事と高橋国際局審議役から願います。



## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

高橋国際局審議役

本日お配りした資料-3（追加分）の（参考計表）の方をご覧頂きながら申し上げたいと思う。まず、図表1であるが、米国の主要経済指標で、シャドーの掛かっているのが前回会合後の判明した計数である。1. GDPは改訂値が出たが、むしろ第2四半期が今月の末に出るが、市場の見方は、+3%を下回るような数字が出てくるのではないかという感じである。2. 以下の家計周りは、一言で言えば増勢の鈍化がみられるということである。所得、消費は、両者ともこのところのエネルギー高に伴う物価上昇から、伸びを低めている状況である。この先6月以降であるが、自動車販売、それからチェーンストアの統計を見る限り、こうした傾向は6月以降も続いていると考えている。7. コンフィデンスであるが、こちらも達観すれば、4月を境に緩やかに低下している。8. 住宅着工は、5月については、大幅減となった前月からは増加するが、全般的には緩やかな減少トレンドにある。ここにはないが、新築の住宅の在庫も増加しており、その結果、住宅価格の前年比上昇率も鈍化してきていると思う。それから9. 以下の企業部門であるが、こちらの方は一部にソフトな兆しがあるが、現状においては、増勢を堅持していると思う。9. 資本財受注は、収益が好調を維持する中、増加基調を続けている。11. の6月のISMは緩やかに低下しているが、比較的高水準を維持していると思う。次に労働であるが、15. の雇用者数は、前月から若干増加したが、第2四半期を見て頂くと増勢の鈍化がはっきりしてきたと思う。こうしたISMや雇用者数については、仔細に見ると、小売若しくは住宅部門での減速の影響が出てきていると思う。しかしながら、13. の稼働率は高い水準にあるし、労働需給で見ても、14. の失業率は4.6%で逼迫の状態にある。時間当たりの賃金の方も、前年比上昇率が伸びており、労働時間も増加したため、総合すると、労働需給の拡大テンポの鈍化が緩やかに進んできているのが現状ではないかと思う。この間、17. の物価であるが、5月の数字をみると、CPIコアの前月比は緩やかな上昇を続けている。図表2、ユーロエリアの主要経済指標に入

る。ユーロエリアについては、2. OECDの景気先行指数の前年比上昇率が、12か月連続拡大していることから、第2四半期のGDPも潜在成長率を上回るものとなる見通しが多い。7.の景気のリード役になる輸出であるが、こちらの方は、堅調に増加を続けている。11.製造業のPMIも、2000年夏以来の高いレベルまで改善してきている。こうした状況に連れて、雇用環境も全般的には緩やかに好転しており、12.失業率も約5年弱振りに8%割れを記録するなど、景気のパラダイムが徐々にではあるが強まってきている。最後に物価であるが、14.の6月HICPは、前年比+2.5%とやや高めの伸びとなっている。次に、図表3-1の1.中国に入る。5月のデータ、例えば固定資産投資も非常に伸びが高く、目標の18%を上回る増加を続けており、景気の過熱を裏付けるデータが多い。つい先日、輸出、輸入が出た。6月の輸出は相変わらず強く、輸入は若干伸び率が低下した。6月の貿易収支は、単月で145億ドルと、既往最高を記録している。ここまでの累計では、昨年を上回るペースである。こうした状況で、ご承知のとおり、4月末以降、貸出金利の引き上げ、窓口指導会議の開催など銀行貸出の抑制を図る措置が採られており、その効果が注目されている。近々公表される予定である貸出、マネーサプライなどの金融統計、それからそれ以降発表になるGDP第2四半期データが政府内部で報告され、今後の政策運営の方針が現在検討されているという観測がある。金融面のデータについては、多少抑制の効果が出ていると報じられているが、一方では、発展改革委員会が過熱状況を調査するために、地方に調査チームを出しているという報道もあり、地方の開発意欲は極めて強いという現状を見ると、固定資産投資の抑制、それから焦点である不動産への新たな措置が採られる可能性もある。ただ、中国政府は、高成長を安定的に維持することが至上命題であるので、そのことを考えると、成長を大きく阻害する措置が採られることは考えにくい状況ではないかと思う。東アジアの方へ移る。図表3-2の(2-1)輸出、それから(3)の生産であるが、両者とも、項目の真中の第2四半期のカッコ内前年比に注目して頂くと、総じて上段の輸出についても下段の生産についても、一頃

の非常に高い増勢からは鈍化しているが、電子部品、自動車関連を中心に増加を続けている。次に、図表3-3の(6)消費者物価は、5月から6月に掛けて韓国、台湾などはプラス幅が若干拡大するなどじり高の展開になっており、台湾の中央銀行では、小幅の利上げを行っている。一方、足許上昇テンポが一服したインドネシアでは、景気にも配慮し利下げを行っている。以上が東アジアである。次に図表4の金融面である。アメリカの金融市況であるが、(1)の前のM P M以降の長期金利であるが、F O M Cの関係者のインフレ警戒的な発言などにより利上げ観測が高まったことから、6月のF O M C前まで上昇したが、F O M Cの声明、雇用統計の予想比下振れなどを受けて小幅低下した。(5)で短期金利の予想を見ると、9月までにさらに25bp利上げすると見る動きは、前回の会合時点では約7割、これが6月のF O M C直前にはほぼフル、現在では約9割が織り込む情勢になっている。現時点で、8月のF O M Cで25bpの上昇を織り込む先は、約6割ということである。(2)株価については、企業収益について全体的に良好的な見通しが続く中で、6月のF O M Cまではやや頭の重い展開であったが、その後は水準を引き上げ、最近では決算発表を控えやや神経質な展開になっている。図表5の欧州であるが、こちらの方は(5)のユーロ先物金利をみて頂く。E C Bの政策金利については、7月6日の声明で“vigilance”、しかも“strong vigilance”という言葉を使ったことや、8月3日の会合は、電話会議ではなくて通常会合で、しかも記者会見を行うということで、これまで6月のP M Iのサーベイデータがワールド・カップなどで上振れしているのではないかという観測もあって、それを見極めるのではないかという見方もあったが、こうした見方が少数派になり、マーケットでは、8月3日の理事会での利上げ期待が一気に強まっている状況である。さらに25bpないし50bpの年内の追加的な利上げも織り込み始めつつある。こうした状況で、(1)の長期金利も上昇した。最後の図表6のエマージングは、先程中曾金融市場局長の方からご説明があったが、(1)株価は、最近のピーク比2割下落したところから足許約半値戻しというところである。(2)債券の спреッドは、達観す

れば縮小したまま拡大の動きは現在見られていない。なお、個別であるが、トルコについて、6月末には追加的な利上げを2回行っており、現状金融市場は落ち着きを取り戻したという状況である。また、テロのあったインドでも、昨日インフォシス等の企業業績の発表があつて、好調だったということもあつて株価も前日比約3%上昇した。現地からの情報では、邦銀等では決済業務に混乱が起きないように措置を講じたほか、インド準銀もしっかりモニターしていることもあり、現状金融面で大きな混乱は起きていない状況である。以上で報告を終わる。

福井議長

ご質問があればどうぞ。

須田委員

米国の企業収益なのだが、足許発表されているものを見ると、IT絡みは結構下方修正されているという声も聞こえてくる。また韓国でも、少しIT企業が赤字を出しているという話もあつたりして、IT関連の株価が下がっているという状況である。そうした中で、アメリカ企業の収益は、強いと言っているが、本当に大丈夫なのかどうか。IT絡みの収益が下がったとしても全体で見れば相変わらず強いのだという考え方は、そのまま続いているということか。

高橋国際局審議役

昨日も、DELLとかヒューレット・パカードとかが、プレ・アナウンスメントの状態、期待比良くなかった。DELLの場合は、さらなる値下げ戦略で、収益に悪影響があるのではないかということであった。ただ、現状でも、IT企業の第2四半期の収益は、大体前年比+10%——EPSの形だが——の伸びであるということは変わっていない。それからIT全般では、台湾等でも若干中だるみのようなものがあるが、液晶を除いては期待した程出ていないにしても、増加は続けているということであ

る。先程も申し上げたとおり、東アジアの輸出は、全般的に落ちているとはいっても、好調なのはやはりIT絡みである。しかし、特に液晶は、期待した程ではなかったということが現状である。今後値段が軟化するにつれて、収益が落ちていく懸念はあるが、達観すれば、それ程ひどくない状況が続いているということで、調整はそれ程重くないのではないかというのが一般的な見方だと思う。

#### 福間委員

宜しいか。アメリカの雇用関係だが、失業率とともに時間当たり平均賃金上昇率がかなり高い。前月比では0.5%だったか、年率5%…。

#### 高橋国際局審議役

0.48%である。

#### 福間委員

賃金が上昇している一方で、FRINGE・ベネフィットをカットしているため、トータルの労働コストは下がっている。一方では、生産性がまたここへきて上がっている。その結果、ユニット・レーバ・コストが落ちてきている。つまり、ユニット・レーバ・コストはそのまま上がるのかと思ったら、もう一度ここで、原料価格の上昇を、生産性の上昇と広い意味の賃金の抑制によって吸収している。これは、アメリカの経営において、自社の製品が市場での価格支配力がないので、コストを下げるという現象——当たり前と言えば当たり前なのだが——が新たに起きている。ということから考えると、インフレ懸念、インフレ懸念と言っているが、メカニズムとしては、世界のためには良いことなのだが、抑制要因が働いているということと、その一方で、影の部分としては、そういう格好でFRINGE・ベネフィットがカットされるということは、消費に影響する部分もあるのではないかと思う。この辺は、どのようにこの統計を理解しているのか。

## 堀井理事

おっしゃるように、ECIの前年比は、全体で見るとむしろ伸びが低下している。今、全産業ではもう+3%を切ってしまうている。とりわけ、FRINGEが上がる時も激しかった製造業が、ここへきてグッと落ちて、前年比でもう+2%台を切っている。このためULCの方は、一旦去年の半ば位にプラスになってきて危ないかなと思っていたのだが、ここへきてFRINGEの低下のおかげで、むしろULCは下がっている。これは四半期のGDP統計が振れているのでそれを均してみても、そういう傾向になっている。であるから、数字的には、一時、グリーンспан前議長のもとで言われたゴルディロックス・エコノミーの再来のような形になっている。従って、インフレの圧力全体について、ここへきてそれ程大きく心配することではないというのはそのとおりだと思う。労働にせよ、製品にせよ、需給環境が締まっていること自体は、やはり気になるというのが連銀の立場だと思う。勿論、嬉しいサプライズというか、プレゼント・サプライズであることが良い訳だが、一方では、政策運営としては、過去の例もあるしなかなかそうは見られないというところがある。それから、先程高橋審議役が説明したように、ペイロールの方の数字は少なくなっているし、鈍化しているのだが、これももう1年、2年位前から議論しているが、家計調査の方の数字が実は強くて、387,000という5月の数字がある。差は大雑把に言って、これも前から申し上げているがセルフ・エンプロイドの部分が非常に強いということであるから、従って、景気は、もしかすると伝統的なインディケータで見ると以上に強いのかも知れない。そういう心配も、一方であるのだと思う。であるから、今のところはプレゼント・サプライズが続いているということなのだが、それに賭けて良いものやら、ということが恐らく政策当局者の正直なところだと思う。合わせて、インフレ懸念ということになると、先程のスローダウンの話も、スローダウンすれば良いのだがな、ということなのではあるが、それにはなかなか賭けられないというところで、今Fedが悩んでいるということかと思う。

## 福間委員

それに関連して、労働分配率も物凄くストンと落ちている。絶壁から落ちるように落ちている。

## 堀井理事

残りの質問のフリンジが落ちていて、その影響で消費が落ちるかどうかということなのだが、やはりフリンジというのは、果してパーマネントな所得とみているかということになると、必ずしもそうではなかったと思う。というのは、先程も申し上げたが、製造業を中心にフリンジが膨らんだ時は、何せ飛び上がった訳で、それがずっと落ちてきているということであるから、そこについては、やはり基礎となる賃金の影響の方が大きいのかなと思っている。現に、ここの統計にもあるように、貯蓄率はずっとマイナスで、しかもマイナス幅を拡大していることからみて、所得効果が続いている部分に加え、恒常所得が比較的しっかりしているという部分もなにがしかあるとみて良いのではないかと思っている。

## 岩田副総裁

関連で宜しいか。ユニット・レーバ・コストは今のようなことだが、GDPギャップについては、例えば連邦準備は、今どの位のインフレ・ギャップがあると思っているのか。ゼロ位だと思っているのか、あるいはマイナスもあり得るのか、というのが一つ目の質問である。つまり、ユニット・レーバ・コストとGDPギャップを見ていれば大体インフレは分かるというのが普通の考え方だと思うのだが、物価の方は、半年前と比べると3か月前比年率で段々加速している。なぜ加速するのが、どうも私にはよく理解できない。しかも見方によっては、コアの消費者物価指数でも、個人消費デフレータでも、先行きどうもあまり下がらないか、あるいはむしろ少し上がってしまうのではないかという予測があると思うのだが、それはどういう理由か。勿論エネルギーが高止まりしていることはあるのだが、それを除いても、やや加速していることをどう考えたら良いのか。

堀井理事

アウトプット・ギャップは、需要超過領域に入っていると推定していると思う。元のデータである失業率、それから製造業の稼働率などを見ても、中立と言われるところよりは需要超過領域にそれぞれ入っている。従って、レベル的に言えば、ジリジリ物価が上がってきて不思議ではないということかと思う。ただ一方で、非常に細かいが、ことを複雑にしているのは、例の帰属家賃である。帰属家賃を除くと、加速の程度はかなり落ち着く。従って、ここをどれだけ重視するか。実際の借家の家賃は、住宅価格にかなり長いラグを置いて上がってきているので、住宅価格の騰勢が鈍化すれば、いずれ落ちるはずだという見方もできると思う。連銀が、一番注目しているのは、先日のドン・コーン氏のスピーチ等々に出ているが、やはりエネルギー価格上昇のパス・スルーが、こういった需給のタイトなところで、果して引き続きジワジワ位で済むかどうか。何かの形で一気にインフレ期待のシフト・アップに繋がることがないか。今のところは起こっていないと言いつつも、それを懸念しているという発言があるので、恐らくそういう事情かと思う。

岩田副総裁

連邦準備は、GDPギャップを計算はしているが、公表はしていないのだな。

堀井理事

公表していないのではないか。我々の中では、色々なものを交換しながら議論しているが。

福井議長

宜しいか。それでは国内の経済情勢に移る。山本理事と早川調査統計局長から願います。



### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それでは資料-4（参考計表）と本日お配りしている（追加図表）で説明させて頂きたいと思う。最初に資料-4（参考計表）の図表1で、短観の業況判断である。皆さんご承知のように、業況判断は極く僅かの改善であったということである。ただ、最近の業況判断の癖というか、景気が少し良くなっても、あるいはまた企業収益が増えてもなかなか改善しないという傾向を考えると、足許4月、5月の原材料価格上昇を踏まえた短観であった割には、まあまあ強かったということではないかと思っている。と同時に、もう一つのポイントは、やはり世界的な株安との関係なのだが、前から申し上げているように、短観のD Iは株価の動き自体にそれ程影響されるものではない。ただ、仮に株価下落の裏側に、世界経済、とりわけ米国経済の変調のようなものを企業が感じ取っているのであれば、これは当然短観にも影響してくるということだと思う。この点、短観を見てみると、例えば売上計画の中では、輸出が比較的強く、特に上方修正されていた。あるいは、D Iを見ても加工業種のD Iの方が良かった感じなので、少なくとも短観を見る限り、日本企業は、世界的な株安のなか、世界経済に何か変調が起こっているとは取り敢えず感じてないように見えた。

その輸出の動きだが、図表5をご覧頂きたい。輸出は、去年の後半から今年の春先までの高い伸びに比べると、足許伸び率は若干鈍化しているものの、増勢を持続している。輸入も、着実に増えている状態である。図表6で、輸出の内訳をご覧頂くと、4月、5月は米国、欧州向けの輸出がかなり伸びるという状態が続いている。一方で、その他地域向けとアジアの伸び率が鈍化しているが、その他地域は、何分にも1~3月が非常に高い伸びであったので、その反動の範囲内と思っている。一方、東アジア向けの輸出の鈍化については、一点は先月も申し上げたようにASEAN向けが減っている。これは、特にインドネシアなどが典型だが、物価上昇率がかなり高くなっていく中で内需が悪く、特に自動車輸出が落ちている。そ

れとNIEsの方も、伸び率が足許は少し弱い感じがしている。これと関連するのは、(2) 財別をご覧頂くと、情報関連のところ、大した事は無いが、やはり少し弱めの数字が出ている。これは先程高橋国際局審議役から話もあったが、韓国、台湾等、IT関連は総じて好調とは言いながらも、先般香港事務所のメモにもあったと思うが、部分的には生産調整を行っている。それと大体整合的な動きが、日本の輸出には見られているということではないかと思っている。ただし、同じく香港事務所のメモにもあったように、広範囲に生産調整が行われている訳ではなく、また、これが長引くという見方も少ないということである。この点は後程、生産、在庫との関連でももう一度触れたいと思う。

次に、企業部門の方に移り、図表 15 をご覧頂きたい。企業収益だが、短観の収益はご覧のとおり、(1)、(3) の大企業に関しては製造業、非製造業ともに、結果的に 2005 年度の着地が大きく上方修正されて二桁増で着地した後、2006 年に関しては、その高い水準から横這い圏内という見方になっている。ただし、去年の 6 月時点も全く同じで、その時は 2004 年度の着地が上方修正されて 2005 年度はそこから横這いというような見通しであったが、増益基調自身は多分崩れていないのではないかと思っている。伸び率こそ鈍化するにせよ、増益基調は変わっていないと理解している。一方、(2)、(4) の中小企業の方だが、ご覧のとおりこちらも 2005 年度、一桁後半で着地した後、2006 年に関しても増益が予想されているということである。ただし、こちらの方は 2006 年の発射台が、必ずしもあまり高い伸びではない。法人季報などの動きと合わせて考えると、やはり原材料コストの上昇がなにかがしか収益に食い込んでいるという面が一部に見られているのではないか。このような印象を持っている。次に設備投資関連だが、先月もそうだったが、足許も強い数字が並んでいる。まず図表 17 の〈先行指標等〉だが、資本財出荷は、5 月は若干減少したものの、4 月、5 月を均してみると 1~3 月減少の後ではあるが、9% の高い伸びになっている。それから、先行指標の機械受注も、ご承知のとおり 5 月は若干反動減になったが、4 月、5 月で前期比 6.3% の増加である。当初、見

通し調査が出た時点ではマイナスであった訳だが、その時に、この4～6月の見通し調査は後で上方修正されることが多いと申し上げたが、やはり4～6月は恐らくプラスで着地する可能性が高いと思っている。同じく建築着工床面積に関しても、例によって月々は結構色々変動があるが、4月、5月も1～3月対比3.8%の増加ということで、増勢が続いている。図表20の短観の設備投資計画だが、これもご存知のとおり(1)、(3)の大企業で見ると、まず製造業に関しては2004年度程ではないが、2005年度並の伸び率が期待されており、足許、(1)製造業大企業は16%増という数字になっている。加えて(3)非製造業大企業は、ご覧のとおり2004年、2005年、2006年と段々水準を切上げてきているので、大企業の設備投資計画は結構強いという感じである。一方、(2)、(4)の中小企業は、製造業が強い。ご覧のとおり、足許の数字は20%を超える伸びで着地した2004年度に近い伸びになっている。一方で、非製造業に関しては、ご覧のとおり、去年が二桁で着地したということもあるが、2006年はご覧のとおり、去年と比べるとやや控えめなところで走っている。従って、製造業と非製造業を足すと、2004年と2005年の大体間位を今走っているという感じである。設備投資計画に関しては、中身を見ると、例えば非製造業の中小企業の中で、金融環境に敏感な不動産とか卸小売りというのはそれ程増えている訳ではないので、現時点でそれ程過熱感があるという感じではない。また、一応6月時点のソフトウェアを含む、土地を除くというベースで投資計画を、去年の同時点と比べると、僅かながら伸び率が低い形になっているので、特に設備投資がさらに加速しているという感じはない。ただ、それにしても強い計画であったことは間違いないと思っている。

一方、図表21は個人消費であるが、4～6月はやや冴えない動きになった。数字が出揃っているのは自動車だけだが、自動車に関してはご承知のとおり、軽乗用車は強いのだが、それ以外のものは総じて弱い状態が続いている。それから家電販売は、ヒアリングの感触では結構良い感じなのだが、この統計で見ると、4月、5月はパソコンの減少もあって1～3月対比幾分減少となっている。百貨店、スーパー、コンビニエンスストアに関し

ては、4月、5月はご覧のとおり、総じて弱めという感じである。やはり天候不順が結構影響していると言われている。6月の数字はまだ出ていないが、これもヒアリングの感触だと、やはり6月もまだ天候不順の影響——例えば、北海道の方は寒いとか、西の方は雨が多いとか、色々なことがあるのだが——から、総じて冴えないという感触である。コンビニエンスストアに関しては、煙草の駆け込みで場合によっては少し数字面は良いかもしれないが、実勢はそのような感じかと思う。ただ、全てが悪い訳ではなくて、サービス関係に関しては、旅行は好調である。これは4月の数字しかなかったのだが、5月もまた伸びて4月、5月の前期比は+2.2%と書いてあるところが+3.1%になった。海外の方もプラスになっており、やはりゴールデンウィークが良かったということである。夏の予約も好調と聞いている。さらにここに載っていないが、外食も実はこのところ良い数字が並んでいるということであり、どうもモノよりもサービス系の方が少し良いのかなという感じがしている。なお、図表21の消費水準指数だが、これは相変わらず所得が弱いので、基本的には弱い数字なのだが、ただ、何分にも1~3月が随分落ちたので、それ対比で見ると4月、5月の数字は横這いで、下げ止まっている。こういう数字になっている。この点、図表24をご覧頂くと、販売統計は、やはり足許少し下がっている感じである。(2)消費財総供給は、実は1~3月にかなり伸びた後、足許は微減位。従って、(3)消費包括指数で見ると、ご覧のとおり1~3月がほぼゼロの後、4月、5月は今のところ-0.1%とほぼ横這いの数字になっている。内閣府の消費総合指数も、大体同じような感じだと思う。ただ、ご覧のとおり、最近是我々の数字よりも、少しGDPが強い傾向があるので、その辺は考えておいた方が良いかもしれない。さらに(4)に短観のD. I. をお示ししているが、こちらはご覧のとおりやはり小売が足許悪くて、その一方でサービス系が良いという感じであるので、先程申し上げた販売統計の感じと大体合っていると思う。なお、図表25は消費者コンフィデンスである。この資料をお出しした段階では、(1)のグラフにあるように、データによって色々向きはあって、どちらかと言えばやや改善気味かと

思ったのだが、その後出た消費者態度指数は、(2)のグラフでご覧頂くと、6月のところで2ポイント程悪化した。やはり過去にも株価の影響を受ける傾向があったので、その辺が若干出ているのではないかと考えている。同時にもう一つ注目されたのは、先だつての日本銀行の生活意識アンケートもそうだったのだが、ご覧の統計でも消費者の物価に関する見方のところで、物価上昇の感じがここ1~2か月かなりはっきりと強くなっていることが特徴だと思う。図表27は住宅投資だが、ご承知のとおり持家は大体横這いだが、このところ貸家と分譲が月々振れはあるが基調的に上向きであって、全体として着工戸数は130万戸位に達してきている。

図表28に移り、生産だが、生産指数は先程確報が出て若干下方修正になった。この結果、4月、5月の前期比は、生産が+0.4%、出荷が+1.9%、在庫が-1.7%である。予測指数を込みにした生産の伸びは、+1.1%ということである。従って、私共が以前申し上げていた、4~6月の伸びが+2%弱と比べると、どうもやはり電子部品・デバイス辺りを中心にやや伸び率が下がっている感じがする。ただ一方で、出荷はしっかり増えているし、在庫が減っているので、バランスはむしろ良い形になってきている。このような感じだと思う。実際、この点を図表31の在庫循環の絵でご覧頂くと、(1) 鉱工業全体で見ると生産、出荷、在庫バランスは比較的良い形になってきている。ただし、この動きは、かなりの程度(4) 耐久消費財の車の船待ち在庫が剥落したことに結構影響されている部分が多い。同時に、(6) その他生産財は、素材は暫くの間45度線を上回っている状態が続いており、在庫は若干重いと申し上げていたが、これははっきりと45度線を下回ってきたため、素材の在庫調整は、極く一部を除いて総じて良い感じになってきたと思う。最後に、問題は(5) 電子部品・デバイスだが、前年比で見ると全く問題がないように見えるのだが、前期比、前月比で見ると、足許生産、出荷がやや弱め、在庫はやや増え気味という感じなので、実は先程申し上げたような輸出の動きとやや同じような動きとなっている。以前にも申し上げているように、足許で弱いところを申し上げるとやはりパソコン周りである。最終需要は、やはりパソコンが少し弱いと

世界的に言われている。それからもう一つは液晶であって、これは先程高橋国際局審議役の話にもあったが、需要が弱いというよりは供給が相当立ち上がっているために値段が安い。この二つがよく言われている。ただ一方で、先だって面談メモを回覧させて頂いたが、フラッシュメモリなどは、調整があったのはむしろ春先であって、実は足許はむしろ良くなっているというような話もあり、結局のところ最近のIT関連は、分野別、部品別にバラバラに動いているという感じがある。従って、逆に言うと、先程申し上げたように全ての分野が絶好調という訳ではない代わりに、全ての分野が一斉に大きな調整に入るリスクは、むしろ少ないのではないかと考えている。この点、図表 29 の (2) をご覧頂きたいのだが、生産の寄与度をご覧頂くと、去年の第 3 四半期から今年の第 1 四半期までの 3 四半期に亘って、実は生産全体の増加の相当程度、電子部品・デバイスのところで作り出してきたということがある。これは踊り場脱却後の IT の伸びだった訳だが、足許をご覧頂くと、電子部品・デバイスの寄与がほとんど見えなくなっている。その次の 7~9 月は、7 月単月の数字なので大きくなっているが、我々の今の感じとしては、減産という訳ではないが、少なくとも過去 3 四半期のように、IT が生産をグイグイ引っ張っていくという感じはなくなっているのではないかと考えている。そういう意味では、例の IT 調整というのは、仮に部分的な生産調整も含む、あるいは生産のなにがしかのスローダウンも意味するというのであれば、これは確率が高いというか、もう足許若干起こっていることではないかと思う。その一方で、一斉の調整によって、景気全体に大きな影響を与えるという類の性質のものではない。アメリカ経済に大きな変動が起こると——多分確率は低いが——、大きな影響を与えるというリスクのタイプに比べて、こちらは少し違う性質のものではないかと考えている。

図表 32 の雇用関連だが、〈職業安定業務統計〉の有効求人倍率は、5 月に 1.07 倍まで上がった。この 1.07 倍という水準は、前回のバブルの時の下り坂で見れば 1992 年以來ということになるが、むしろ上り坂と比べた方が良いと思う。バブル景気の上り坂の時期では、1988 年の夏から秋

口が大体この辺の水準であった。そういう意味では、ヒストリカルに見てもかなりの水準まできているということかと思う。新規求人の方も、月々伸び率は上がったり下がったりするが、四半期の前年比でご覧頂くと、コンスタントに5%界限の伸びになっている。〈労働力調査〉だが、ご承知のとおり失業率は、5月は4.0%となり、0.1%ポイントではあるがまた低下した。前から申し上げているように、雇用者数は、1~3月の+2%台というややイレギュラーな伸びから、足許+1%台前半に落ちてきており、恐らくかなり実勢に近いところになっているのではないかと考えている。しかしながら、去年の後半から春先まで、ご覧のように労働力人口の増加と、労働参加率の上昇が見られていたのだが、この4月、5月のサンプルは、その辺が少し止まってきている感じがある。これは、基調的というよりは恐らくは標本の揺れだと思う。そのようなこともあって、このところの失業率は、むしろまた一段の低下という形になっている。一方、〈毎月勤労統計〉をご覧頂くと、常用労働者数の伸び率は+0.9%で、去年までの+0.5%と比べるとはっきり伸びを高めていて、先程の労働力調査と合わせると恐らく+1%強位が雇用者数の増加の実力ではないかと考えている。ただ、名目賃金に関しては、ご覧のとおり5月も所定内給与はゼロ近傍、若干のマイナスであり、この点は前から申し上げている標本の問題、あるいは4月新卒が増えると一人当たりも下がってしまうという要素等々あるが、いずれにしても賃金の上がり方は、4月以降も顕著に見えてはいない。

それでは最後に図表40をご覧頂く。需給環境は、私共の推計では、需給ギャップはほんの僅かなプラスである。短観の設備判断、雇用判断の加重平均も、主に雇用の方に不足感があるので、若干の不足方向にある。ご覧のとおり足許6月のところは、若干下がっている訳だが、これは例の新卒を採ると、中小企業、特に非製造業の雇用不足感が一時的に若干緩むという季節性なので、基調としては雇用の人手不足感は強まりつつあると考えている。次に、本日お配りした(追加図表)をご覧頂き、昨日出たCGPI関係の数字をご紹介したいと思う。図表38をご覧頂きたい。商

品市況であるが、国際商品市況が高い。(2) 原油は、一頃若干緩んだが、また今上がってきており、現在ほぼ最高値圏内で推移している。それから(3) メタル、非鉄も、ご承知のように、5月初まで上がり、その後6月に掛けてかなり下がったのだが、足許は反発している。少しバラバラであるが、銅は結構戻っている。アルミは、落ちたままになっているが、この図にはないが、ニッケルなどは、実は最高値をガンガン更新している状況であり、総じて国際商品市況は強いということだと思ふ。そのもとで図表41の国内の商品市況はどうかということだが、ご覧のとおり石油とか非鉄は大体海外商品市況を映したような動きだが、それ以外に申し上げておくべきことは、一つは、②の細線の鋼材のところである。それ程変化は大きくないので目立たないが、去年はずっと下げていたものが、足許は僅かではあるが上がってきている。また、化学が上がっている。これは、勿論原材料の値上がりとアジア市況が良いことが反映されている。この結果として、図表42は国内企業物価である。実は、6月の単月前月比は0.1%ポイント低下した。ただ、これはほとんど専ら非鉄の反落によるものであった。従って、例えばグラフでご覧頂くと、先月に比べると点々のところのプラス寄与が少し縮んでいる。これはほとんど専ら非鉄の影響である。ただしその一方で、ご覧のとおり縦線の鉄鋼・建材関係がプラス寄与でジワジワと拡大しているし、斜め線の素材のその他のところも化学の上昇によってむしろプラスが見えてきている。7月に関しても、前年比は実は去年相当上がったので、足許の+3.3%よりも少し下がるのではないかと思っているが、前月比で見るとやはり非鉄が反発し、石油も上がっている。細かいところで色々上がるのがあり、さらにそれに煙草が加わるので、やはり前月比ではまた若干上昇という感じが続きそうな様子である。最後に少しだけ(参考計表)をご覧頂き、図表45の消費者物価を確認させて頂く。ご存知のとおり、5月の消費者物価は、除く生鮮食品で前年比+0.6%になった。その背景は、(2)にあるように、石油製品の上昇寄与が若干拡大したことと、(3)にあるサービスのプラス寄与の拡大である。図表46で、いつもの特殊要因除きの数字をご覧頂くと、例によって計算すると



0.1%刻みで上がったたり下がったりするが、むしろグラフでご覧頂くと、図表 46 のグラフにあるように、各種の特殊要因を除いた数字は、このところ大体前年比+0.2%界隈の推移とと思っている。6 月も恐らく足許の情報踏まえると、前年比+0.6%位の可能性が一番高いと考えている。

以上申し上げたように、今月は中間評価月でまた明日ご議論頂く訳だが、現在までのところ、全体としては大体 4 月の展望レポートの線で走っていると、少なくとも我々は思っている。細かいことを言うと若干思ったものと違うところもある。例えば、最終需要の面から言うと、先程申し上げたように、個人消費が天候要因も含めやや弱め。一方で、設備投資は気持ち強めではあるが、いずれも足して見れば、全体のイメージが大きく変わる程のものでもないということであるし、雇用面も賃金が思ったよりもやや弱め。一方で、人数がやや強めということがある。物価について申し上げますと、C G P I は商品市況の上昇なので如何ともしがたいと思うが、消費者物価は概ね想定どおりである。数字面は少し高めの数字が出ることもあるが、これはどちらかと言うと石油価格の上昇なので、実勢として見ているよりも、特に強いことはないと考えている。敢えて、我々のいわゆる景気の成熟シナリオとの関連で申し上げますと、足許賃金が少し弱めで、それでもって設備投資が少し強めに走っているの、成熟のタイミングが少し後ろずれしているかなという感じはある。ただ、それにしても設備投資が特に加速しているという感じを持っている訳でもないし、賃金の方は、やはりイナーシャが強いというのか、なかなか上がらないという感じは持っているが、同時に先程申し上げているような労働需給を考えると、やはりいずれは上がるはずであると考えているので、若干遅れ気味ではあるが、2006 年、2007 年の 2 年間で掛けてのいわゆる成熟化シナリオ自体を、特に大きく変えるような材料は今はない、と私共は思っている。以上で、私の報告は終わらせて頂く。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

西村委員

また細かくて申し訳ないが、(参考計表) 図表 6、(1) のその他のところは、出入りが多いが、これは何か。

早川調査統計局長

どういうところが含まれているかということ、やはりインドであったり、中東であったり、ロシアであったり、ラ米であったりということである。BRICsのうちCだけ抜けるが、いわゆる新興諸国が多いということであり、まさにその新興諸国が高成長をしているがために、こういう地域向けの輸出が結構増えている。一個一個を見るとウエイトは凄く小さいのだが、全部足すと+16%で、それなりのウエイトがある。足許はそれ程心配する必要はない。先程ご覧頂いたように、前年比で見れば、恐らく相当高い伸びであるし、前期比で1四半期に8%近く伸びているから、何か新興諸国で景気の変調が起こって、伸び率が下がっているというよりは、このようなものだということだと思う。以前は、その他については厳密な計算ができないため、あまりお示ししなかったが、あまりにもコンスタントに寄与が大きいことから、若干計算には無理があるのだが、お示しするようにさせて頂いている。

須田委員

企業はこれからも増益を続けていく、ということについてであるが、原材料コストが上がっている、あるいは賃金も上がっているという中で、今後彼等は販売量を増やしていこうとしているのか、あるいはティッシュなどは、価格を上昇させるという話も出ているが、やはり価格を上昇させることによって増益を図ろうとしているのか。その辺の変化というのは何かあるか。

早川調査統計局長

基本はやはり数量だと思う。確かに、生産などは、前期比でみると今ひとつではあるが、実は前年比でみるとそこそこ高い伸びを続けている。収益というのは、大体前年同期比で発表になるので、生産の前年比が結構伸びているということは、実はそれなりの寄与になってくる。ただ、価格については、物凄く大きな変化があるという感じはしないが、さすがにここまで原材料価格が上がってくると、もういい加減上げさせて欲しいという声が出てきているというのもやはり事実である。例えば、紙などは、需給面から言うと、本当は並みいる素材の中ではむしろ一番悪い位のグループなのである。にもかかわらず、やはりこれだけコストが上がると、さすがに上げたいという感じで割と足並みが揃ってしまったという感じがある。あとC G P Iも、この6月の数字などを見ると、寄与度的にはゴミなのだが、品目数的には、細かいところで色々なものがそこそこ上がってきているので、なにがしかそういう動きが出てきているとは思う。ただ、今は、それが広範囲に出てきて、いわゆる目に見えて数字を動かしていく、というような感じはあまり持っていない。

野田委員

数量ということであれば、当然増産とかに結び付く。それで設備投資に繋がっていくのだが、設備投資の中身には、増産とか合理化などを目的としたものがあるが、今はどのようにみているか。また、今後の見方はどうか。

早川調査統計局長

製造業の設備投資に関して申し上げますと、やはりそれなりに増産投資が出ている。IT関係は、新製品対応の増産が明らかに出ている。素材産業はなかなか微妙で、投資は何かというと増産投資とは大体言わなくて、やはりリプレイスだとか言うが、やると生産能力が必ず上がる。従って、こ

これは若干増産ではないかと思っている。製造業周りは、さすがに一頃ずつと弱かった生産能力指数も最近僅かにではあるがプラスに転じ始めているので、そういう感じかなと思っている。一方で、非製造業は、最近、例えば大企業非製造業のところの投資が上がってきているのだが、これはどちらかと言うとインフラ周りの投資が結構多い。電力もそうだし、鉄道などもあるのだが、この辺はやはり長期間投資してこなかったために、色々な設備の老朽化が相当起こっていて、安全を意識すると、やはり投資しなくてはならないという感じのものが出てきている。これが、実は非製造業大企業の投資を押し上げているという感じかなと思っている。何となくインフラが強いなという感じがする。

野田委員

では、もう少し先を見て、研究開発投資についてはどうか。

早川調査統計局長

あまり毎回毎回数字が出てこないのだが、やはり個社の話を聞いている限りは、実はかなりやっている。大手の電気メーカーなどの研究開発費は、着実に増えているという感じである。設備投資と違って、なかなか何10%増というのは出てこないが、ステディに上がってきているという感じである。

山本理事

企業に聞くと、最初に挙げてくるのは研究開発投資に重点を置いているという話である。若干付け加えると、先程のいわゆる能力増強であるが、例えば高炉を一つ造るといったような大規模なものではないが、何らかの改修をした時に生産能力が上がるというような投資が非常に多い。

早川調査統計局長

高炉は建てないが、改修すると必ず生産能力が増える。

#### 山本理事

もう一つ先程の須田委員のご質問であるが、企業が収益を維持していくために、これまでも結構コストの削減をしてきているのだが、コスト削減はこれからも引き続きしていかななくてはならないという意識はやはり非常に強い。他方で、数量は当然上げていかななくてはならぬし、できれば価格も上げたいのだが、しかしなかなか市場が許してくれない、そういう感じではないかと思う。

#### 早川調査統計局長

先般もお話したかと思うが、物価指数の中で一番弱いのはC S P Iであって、これは企業経費支出の物価指数である。過去の企業収益との連動性が、かなり断ち切れているという辺りからは、まだ減らそうと思えば減らせるところがあると、多分企業は思っているのではないかという感じがする。

#### 野田委員

議論を発展させるつもりはないのだが、今のコストのことを考えると、先程少し触れられたが、特に3月、4月に賃金が思ったよりも伸びていない。この辺りは、やはり賃金抑制に対する経営者のマインドは、引き続き渋いというようにみておいた方が良いのか。

#### 早川調査統計局長

そのように思っている。ご承知のとおり、今年の春先は、久方振りの春闘復活が報じられた訳だが、結局、その仕上がりを見てみると100円玉幾つのようなところが相当多かったということで、我々が思ったよりも渋かったということであり、やはり先程の経費支出のところが非常に慎重だということなどと全て連動していると基本的に思っている。ただ一方で、先程も申し上げたように、労働需給サイドから見ると、求人倍率は既に

1988年の夏、秋の水準まで来て、限界部分——例えば、アルバイトとか派遣——の賃金は上がってきているので、どこまでずっと抑制できるかということ、また別の問題だと思っている。

#### 春委員

別件だが、GDPギャップの推計結果がプラスになったということだが、他の主要な機関も、同じような推計結果を持っていると考えて良いのか。

#### 早川調査統計局長

元々GDPギャップというのは、あくまでその推計方法に依存するものなので、ピンポイントで上とか下とかなかなか言えるものではないと思っているが、一応、普段我々が見ているのは、我々自身での推計と、内閣府がやはりかなり近い手法で推計していて、こちらも、数字は0.何ポイントであるから誤差の範囲内と言えれば範囲内だが僅かなプラスになっているということである。それと、従来から申し上げている短観のDIで、一応設備がちょうどゼロ、それから人手の雇用の方は明らかに不足なので、そういったものを総合的に考えると、はっきりとプラスかどうかと言われるとなかなか微妙ではあるが、恐らくプラス領域に入りつつあるという位の感じは持って良いのではないかと考えている。以前から、このようなものは絶対にピンポイントできないと思うので、幾つかのものを並べてみて、まあこのような感じかと考える他ないと思う。もう一点は、月報表現に関しては明日また議論するが、もし仮に、景気が概ね見通しに沿って推移しているというご認識を共有されるのであれば、元々今年度出発点でゼロ近傍と見ていた中であって、恐らく経済は潜在成長率を若干上回るペースで成長しつつあり、またそれが続くということであるから、何月だと言われると難しいのだが、恐らくどこかのところでゼロを上回るような状況で推移していくのではないかと考えているということである。

#### 中城内閣府審議官

私共の数字も僅かなプラスなのだが、政府としては、プラス・マイナスも含め、やはり幅を持つてみることにしている。

#### 春委員

というと、やはりゼロ近傍ということになるのか。

#### 西村委員

いつも気を付けなくてはならないのであるが、平均の話と分布の話は違う。分布している場合には、それぞれのどこの部分で伸びがどの位あるかに全面的に依存するので、非常に気を付けなくてはならない場合がある。

#### 水野委員

月報では、マクロ的など書いてある。

#### 早川調査統計局長

前から申し上げているように、元々ある種のギャップというのは概念的にはこういうものであると言える訳だが、実際に測ったものは、色々な仮定を置いて測っている。皆で色々なものを調べて、まあ大体このような感じと考えた場合、恐らく需給ギャップは概ね解消はしているのだろう。従って、仮に潜在成長率を上回る成長が続いていくのであれば、それはプラス領域に入ってくるだろうという考え方が、概ね正しいのではないかと考えている。

#### 福井議長

他に宜しいか。それでは金融環境について稲葉理事と雨宮企画局長から願います。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

雨宮企画局長

それでは、事前にお配りしてある資料-5、金融環境の現状評価のうちの(参考計表)に基づいてご説明する。金融環境で今日ご説明したいポイントは主に三つある。一点目は、金融の量的指標のうち、このところクレジット関係、貸出等々が相当強くなっているのに対して、マネーの方がさらに弱くなっているという意味で、金融の量的指標の中でクレジットとマネーの差が際立ち、さらに強まっている、逆の動きになっているという点。それから二点目は、5月の貸出金利が出て、いわば量的緩和解除後の貸出金利の状況が数か月分纏めて見られるようになった訳だが、これまでのところは意外に上がっていないということで、銀行間の競争の厳しさ、激しさを表わしているのかなということ。三点目は、先程早川調査統計局長も触れられたが、我々が実質金利を考える場合の前提となる、人々のインフレ予想のデータが少し変わり始めているのかもしれないという点に言及させて頂きたいと思う。まず一点目のクレジットの方だが、図表2の民間銀行貸出であるが、(1)の銀行計は、6月の前年比が+2.6%ということで、これは新聞等でも割と大きく報道されたが、4月、5月の+2.0%に比べて若干ジャンプした高い数字になった。具体的には、公表ベースで言うと、むしろ調整前の+1.8%が古くから遡られるのだが、1996年3月以来の10年振りの高い伸びになった。業態別に見ても、都銀も伸びを高め、地銀・地銀Ⅱも伸びを高めている。この実力というか中身はどうかということであるが、実は業種別の中身は、1~2か月待たないと出てこないの、今のところ何か不規則要因はあるのか、ザッと見た場合の企業向け、住宅向けのウエイトはどうなっているのかという観点から検証すると、まず不規則要因というか、反動が出る要因はある。具体的には、今年の夏場、7~9月に掛けて都市再生機構が、規模にして2.5兆円を財政融資から民間に借り換えているので、この2.5兆円分、率にすると0.6%分位が乗っている。実は他にも特殊要因が色々あるが、それを全部取り敢えず足し合わせると、大体イメージとして2兆円分位はこの夏場、7~9月に掛け



て反落する可能性があるという意味では、+2%強位が実力かなと考えている。そうだとすると、この貸出の+2%増というのは結構高い伸びなので、その中身がどうかということで図表3、(1)の借入主体別をご覧ください。これは、今の数字を住宅向け、企業向け、地公体向けに一応寄与度分解したものである。これだけ貸出が出ていると、一部は住宅ローンの駆け込みではないかとか、地公体中心ではないかといったような声もあるのだが、こうやってデータを見ると、実際には企業向けの動きが相当強い。この白抜きの部分が住宅向けで、基盤としてはこれが相当強く寄与している訳だが、ここにきて増えているという訳ではないし、地公体向けもほとんど変わらなくて、むしろ灰色が付いている企業向けが、昨年未までマイナス幅がどんどん縮まって、今年に入ってからプラスに寄与しており、中身的にはやはり企業向けが伸びている、というのが実態である。その企業向けの中身は、先程申し上げたとおり、もう数か月待たないと中身が見えないのだが、例えば今年の1~3月までの中身は、(2)で<資金使途別>をご覧くださいと、設備資金が少し伸び、運転資金がかなり伸びるという格好である。恐らく足許4~6月は、配当資金とか、ボーナス資金とか、それなりに運転資金の需要があったのではないかと推定されるが、これはもう少しデータの蓄積を待って分析していきたいと思っている。因みに、もう一度図表2をご覧ください。(1)の銀行計の数字で、4~6月を合計すると前年比が+2.2%とある。半年前の10~12月は+1.0%であった。従って、この半年で1.2%伸びた訳だが、この1.2%ポイントの寄与度の中身を分解すると、ほぼ100%企業向けで、実は住宅が+0.1%、地公体が-0.1%というような数字になっている。これを前提に図表1をご覧ください。銀行はともかく、全体としての総資金調達、あるいはその裏側にある民間の資金需要はどうかというと、この銀行貸出の伸びの増加を背景に、やはり全体としての資金調達も伸びていて、6月は前年比+0.7%ということで5月対比若干の伸び率の増加になっている。全体としては、毎月申し上げているがCPがやはり金利の上昇で若干控えられており、マイナスの寄与が少し大きくなっているが、それをカバーする格好で銀行貸出が伸びており、全体

としてはプラスが大きくなっているという格好である。民間の資金需要は、これまで「下げ止まっている」という表現できた訳だが、こうしたプラスの数字が続くと、「下げ止まっている」というよりは、そろそろ「増加に転じている」という表現で良いのではないかと考えている。これは明日またご相談申し上げるが、7~9月の様子を見て、いずれは「増加している」と、そちらの方向に移っていくのかなと考えている。図表4をご覧頂き、約定平均金利、貸出金利の動向である。まず短プラ、長プラだが、短プラは当然変わっていないので1.375%のままである。長プラは6月が2.45%だが、その後7月に入って0.2%引き上げられており、今は2.65%になっている。新規の約定平均金利だが、5月の短期の約定平均金利が1.229%ということなので、1~3月や10~12月と比べてもあまり上がっていないか、むしろ若干下がっているというイメージが見て取れるかと思う。因みに、少し分かりにくいので、4月、5月の平均の数字を少し申し上げると、この短期の1~3月の1.281%に続く4月、5月平均が1.197%ということなので、短期はむしろ若干低下ということである。長期の1~3月の1.453%に続く4月、5月の平均が1.586%ということなので、さすがに長期の方は市場金利の上昇を受けて上昇しているのだが、この間の市場金利や長プラの上昇幅、30bp~40bpと比べるとむしろ非常に小さいという感じであり、結局長短合わせた総合は、この1~3月の1.365%に続く4月、5月平均横這いの1.365%であった。今日辺り新聞で出始めていたが、東証の調査でこの間銀行から利上げを言われた企業の割合が、全企業のうち12%で、そのうち10%が応諾したというような報道が出たが、そのような感じだろうと思う。いずれにしても、このように比較的貸出競争が厳しい状況を、取り敢えず反映したところかなと考えている。その関係で、金融機関の融資姿勢がどうかということも、この間のアンケート・データで確認して頂くと、図表8である。図表8は、この間の短観、それから商中・中小公庫等も含めた企業の資金繰りと金融機関の貸出態度の数字である。まず(1)企業の資金繰り<短観>からご覧頂くと、細線が大企業であり「楽である」超の22ポイントということで若干の改善であった。この22

ポイントのところをずっと左へ目を移して頂くと、大体 1987 年春頃と同じ水準になっているということであるし、中小企業は漸くゼロになった。中小企業は、なかなか資金繰りが「楽である」ということにはならない訳であり、かつてゼロになったのは、これもずっと目を左に移して頂くと 1987 年の暮れ位に相当することになる。(2) は、企業からみた金融機関の貸出態度だが、これも「緩い」超の方に徐々に動いている。ここで一つ特徴的な動きは、規模別に見ると、過去と比べた「緩い」超幅の動きが、実は中小企業程「緩い」超幅に向っている程度が強いということである。どういうことかと言うと、まず (2) の〈短観〉のグラフで、細い実線が大企業である。この大企業の「緩い」超の数字が +25%ポイントなのだが、これは直近のピークと比べると、1995 年の 4 月短観の時が直近のピークであり、その時は +35%ポイントであった。この時に大分近付いてはいるのだが、まだ 10%ポイント位は差がある。太実線の中小企業を見ると、足許は +11%ポイントである。1990 年代のピークはやはり 1995 年 4 月の +14%ポイントであるので、大分ピークに近い。さらに〈中小公庫・国民公庫〉で中小公庫の対象企業の D I を見ると、これは一目でお分かり頂けるとおり、既に 1990 年代のピークは超えているという格好なので、全体として銀行の中小企業向け貸出競争が相当激しくなっていると見込まれる。以上が貸出関係である。図表 10 に移り、資本市場調達関係だが、特徴は二つ位である。まず〈CP・社債の発行残高〉のブロックだが、先程申し上げたとおり、CP の前年比が減少しているが、一方、社債はプラスを続けているため、一応 CP と社債の合計は、一応ゼロ%と前年並で動いているところである。それから〈エクイティファイナンスの状況〉で、株式調達だが、さすがに 6 月はやや見送り気運が強くて、823 億円ということになった。4~6 月の平均をご覧頂くと、月当たり 793 億円で、これは今年の 4~6 月の平均が 1,351 億円、その前、2004 年の 4~6 月が 1,428 億円であったので、やはり 6 月は若干見送りだったかなという感じである。ただし、資本市場の地合いが悪くなったということではなくて、実は 7 月はかなり大型の株式の増資案件が予定されており、恐らく 7 月は

2,000 億円～3,000 億円の数字になるだろうと思っているので、全体として直接市場の環境も引き続き良好であろうとみている。それから図表 15 に移り、冒頭申し上げたクレジット VS マネーのマネーの方だが、〈マネタリーベース〉からご覧頂くと、マネタリーベースは、申し上げるまでもなく当座預金の縮小に伴って段々マイナス幅を拡大しており、6 月は -16.2% になっている。〈マネーサプライ〉の M2 + CD は、6 月の数字が +1.2% というので、4 月は +1.7%、5 月は +1.3%、6 月は +1.2% と段々伸びを縮めている。さらに四半期毎の動きを見ても、10～12 月の +2.0% に対して、その後 +1.6%、+1.4% と、全体に冒頭申し上げたクレジットの強さと際立った対照を示しているのが特徴である。この中身は何かということであるが、図表 18 をご覧頂くと要因別の分解がある。(1) M2 + CD 前年比の要因分解では、海外要因、財政要因、民間資金調達要因、その他要因と分けたものである。これをご覧頂くとおり、その他要因のマイナス寄与が、この 1 年間でどんどん大きくなっている。むしろ民間資金調達要因は、今まで私が申し上げていた総資金調達と少し定義が違うため、これはまだプラスになっていないのだが、マイナス幅はどんどん縮まって、ほぼトンのところまできている。その意味では、民間資金調達要因は、プラス方向に相当寄与している訳である。財政、海外要因は大体トンであるので、結局、その他要因が大きく効いて、マネーサプライの伸びを引っ張っている。その他要因は、統計の誤差以外は資金シフトであり、この表からの資金シフトの対象先を読み取ることは不可能な訳だが、他に何が伸びているかというと、これは明確に投信であり、実は足許もまだ相当の勢いで伸びている。因みに、図表 15 の〈主要金融商品の内訳〉に残高前年比を掲載しているが、投資信託——因みにこの数字は資金流出入ベースなので、株の評価の部分は入っていない——は、6 月もなお前年比 12% というので比較的堅調な伸びを示している。それから他の統計から見ると、実は法人等で国債、FB の投資が増えているという情報もある。漸く金利が付いてきたということだが、一方では定期預金がまだ全然金利が付いていないので、早速法人等が FB の運用を増やしているというよう

な情報があり、資金シフト要因でこうしたマネーの動きがある。やはり足許こうした不規則要因があると、マネーから何か実体経済に関する情報を読み取ろうとするのは、少し難しくなってきたなという感じである。最後に図表 21。たまにご説明する実質金利で、金融緩和度を測る前提となるインフレ予想の方だが、今日はむしろ実質金利ではなくて、インフレ予想の方だけ申し上げる。図表 21 の (1) で、これは私共の生活意識に関するアンケート調査で、最新の調査が〈1年後のインフレ率〉にあるよう中央値で 0.0% から +2.0%、平均値で +3.7% とジャンプし、これが一体何を意味するかということが議論になった訳である。まだこれは振れもあるので、これだけで判断するのは早計だが、例えば一昨日出た内閣府の方の消費動向調査——先程早川調査統計局長が少し触れられた話だが——、この中にも物価上昇のアンケート調査があって、これで例えば向こう 1 年で物価が上がると答えた世帯の割合が 3 月までは大体 50% だったのが、5 月、6 月と 63% 程度となり、やはり 10% 近くまでジャンプしている。また、+2% 以上と答えた世帯の割合も、これは 4 月までは大体 20% だったものが、5 月、6 月と 30% 強まで増えているという意味では、人々の物価に関するパーセプションは少し変わり始めているのかもしれないということである。ただし (2) エコノミストの CPI 見通しであるとか、使えるのか使えないのかいつも議論になるのだが、物価連動債から見たインフレ予想というのは、まだ動いていないので、もう暫く色々な情報を集積しながら分析を続けていきたい。以上である。

福井議長

質問があればどうぞ。

岩田副総裁

一点宜しいか。CP なのだが、図表 12、図表 13 を見てみると、スプレッドが最近ではマイナスになってしまっていて、社債のスプレッドを見るとむしろ若干上がっている。スプレッドは短国金利をベースにしているのか。

それから図表 11 の CP の発行残高が、急減しているように見えるが、これは単に一時的な現象だと考えて良いのか。こうした動きは量を削減するプロセスとか、あるいは金利が上がっていくのではないかという市場の予想とか、そういうことと関連しているのか。

雨宮企画局長

三つ位ご質問を頂戴した。まず CP のスプレッド、社債のスプレッド、CP の減少をどうみるか、ということだと思う。まず CP のスプレッドだが、例えばグラフをご覧頂くと、図表 12 の (2) CP 発行スプレッドがマイナスになっている。これは、今岩田副総裁がご指摘のとおり、このスプレッドは TB をベースに計算しているので、FB の方のレートが上がっているのに実は引き算で下がってしまった。

岩田副総裁

CP のレートが追い付かないということか。

雨宮企画局長

然り。従って、ここはややミスリーディングであり注釈の必要なところである。それから二つ目の社債のスプレッドがどうなっているかということだが、これはむしろ正常化が進んでいるということだと思う。因みに図表 10 の〈CP・社債の発行コスト〉という表のブロックに、社債スプレッドの AAA 格、AA 格、A 格が出ている。この AAA 格の直近をご覧頂くと、13 ポイントであるが、これは実は AAA 格の代表的なスプレッド、電力だが、直近の 7 月の一番最初に発行された関西系の電力会社のスプレッドは、20 ポイントとなっており、大体今は 20 ポイントになっているところだと思う。因みに、量的緩和が始まる前、2000 年、2001 年頃の電力と JGB のスプレッドは、大体 15~20 ポイントが標準だったので、そういう意味では、今足許 13~20 ポイントというのは、その前のいわば標準的な姿に正常化してきているのかなという感じを持っている。社債市場

は、実は悪化するというよりは、毎月4,000億円強の発行が出ていて、比較的順調に発行も行われているということだと思う。それから三番目のCPの残高なのだが、これは明確に、足許のターム物のレートの上昇で、銀行借入にシフトしたものである。

水野委員

図表1にあったが、生保は、あまり無理して貸さないという話になって、それと、おっしゃられたようにCPの発行コストが上がったために、銀行貸出にシフトしていくという流れだと思う。あと、クレジット・スプレッドについては、社債というよりも今一番開いているのは恐らく地方債である。

雨宮企画局長

これからむしろ問題になるのはそちらである。

水野委員

それに引っ張られている部分もあるのかなという感じである。ただ、これが金融の正常化なのである。投資家から見ると、非常にフェイバーな状況に変化しつつあるというところである。投資家があまり無理して低格付けの債券に投資しなくなってきたという話はある。格付けの低いものから順にスプレッドが拡大していくのは、これはもう本来のノーマルな姿に戻っているという解釈がされているようである。

須田委員

この間、法人預金の伸びが、ここ2か月位小さいのでどうしたかなと思っていたが、今のお話だと国債とかFBへ投資したという面が結構あるということなのか。

福間委員

そうであろう。

雨宮企画局長

然り。ただ、法人預金の伸びが小さいのは、それだけではなくて、やはり運転資金的にも4~6月はカネを使ったのではないか。それは配当の支払いであるとか、賃金・ボーナスの支払いとか、やはり資金繰りは結構経済活動の水準が上がるに従って、やはり忙しくなっているという面もあるのではないかと思うのだが、そこはまだ中身が見えない。

須田委員

例えば、家計に賃金やボーナスで出すとか、配当とかであれば、またそちらの預金の増加に繋がっているはずだと思うがどうか。

雨宮企画局長

マネーサプライ的にはそうである。

須田委員

あと、先程水野委員が社債のスプレッドの正常化についておっしゃったが、海外と比べると、海外の方がもっと低格付についてのスプレッドがちゃんと上がっている。一方、日本の場合は優良なところが上がっているということもあるが、その点についてはどうか。

雨宮企画局長

そういう意味では、日本の場合には、そもそも例えばジャンク・ボンドの市場などというものはつい1998年までなかった訳である。



水野委員

1998年以降ジャンク・ボンドになる社債が出てきた。

雨宮企画局長

そういう意味で、低格付に対するマーケットの信用格付が、本当に日本でどの位なのかというのは、むしろこれからだろうと思う。

水野委員

ジャンク・ボンドのマーケットがない。

雨宮企画局長

日本で、初めてA格とかBB格のマーケットができたのは、実は1998年の金融ショックの後なので、まだ7年～8年の歴史である。その後は量的緩和に入ってきてしまって、むしろスプレッドを潰した時代なので、そういう意味ではこれから探っていくという段階ではないかと思う。

水野委員

先程マネーサプライの話で、M2+CDを見ていくと、資金シフトという話で投信の水準が先程説明されたように過去ピークの46兆円まで達している、それから郵貯が減っていくことは理解できるが、なかなかロジックとして説明するのが厳しくなっている。一方、FBがこれからまたスプレッドが付けば広く投資対象とされることを考えていくと、広義流動性を注目しているという言い方で良いのか。

雨宮企画局長

広義流動性は広義流動性で、この間実は、割とステイブルに動いているのだが、それぞれの中身は非常に不規則に変動するので、全体のインプリケーションを見出すのは非常に難しい。

水野委員

でも黙っているのは。

雨宮企画局長

黙っているというよりは、これは私の個人的な見解であるが、マネーとクレジットについては、マネー・パラダイムかクレジット・パラダイムかといつも議論になる訳だが、例えば海外要因とか財政要因で流動性が増えているような状況は、クレジットではなくてマネーなどが大事になる局面もあると思うのだが、今はむしろ多分、マネーよりクレジットの方が情報としては意味のある情報が入っている局面なのではないかなという感じがしている。マネーの中で、広義流動性の方が良いのか、M2 + CDの方が良いのかというのは、なかなか難しい。

水野委員

ただ、段々広義の方を見ていくというのが中央銀行の流れだな。

稲葉理事

どうだろうか、必ずしもそうではないと思うが。

水野委員

F e dがM2で。

雨宮企画局長

F e dはむしろマネーはみていない。

水野委員

見ていないか。

岩田副総裁

M3も発表をやめてしまった。

雨宮企画局長

然り。

稲葉理事

むしろ我が国の場合は、郵貯資金の問題もあるし、少しこの辺は1回きちんと吟味していかないといけないと思う。

雨宮企画局長

郵貯が要するに銀行になるので、マネーサプライ統計をどう見直すかというのは、ちょうど来年に向けて大きな 이슈になる。これは既に検討チームを作って調査統計局で検討を始めている。

稲葉理事

そもそもM2+CDと、CDがここへ付いている点には、議論の余地がある。

雨宮企画局長

少なくとも、このCDはやめようと思っている。

須田委員

外貨預金も入っているが。

雨宮企画局長

然り。

西村委員

定義が国によって全然違うので、定型どおりの使い方はやめた方が良い。

稲葉理事

然り。

福井議長

宜しいか。それでは今日の議題は終了である。明日は午前9時から再開する。いつも申し上げているが決定会合への信認確保の観点から、この場の皆様方におかれては厳正な機密管理をくれぐれも宜しく願います。以上で今日は閉会とする。

(16時04分中断、14日9時00分再開)

福井議長

それでは、金融政策決定会合第二日目を開催する。今日は、昨日に続いて金融経済情勢に関する討議、それから主に金融政策運営に関する討議、その後、議案を決めて採決するというような順でいきたいと思う。その他、金融経済月報の基本的見解の決定、議事要旨の承認が議題に上っている。本日、政府の方から、財務省赤羽副大臣にお越し頂いた。内閣府は昨日に続いて中城内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞ願います。毎回申し上げているが、会合中でのご発言は、全て記録させて頂く。皆様方そのことを十分踏まえて、ご発言を頂きたいと思う。

### Ⅲ. 金融経済月報に関する執行部説明

福井議長

それでは早速議事に入る。金融経済情勢に関する討議であるが、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基本的見解の案に

ついて、執行部から簡単にご説明を頂きたいと思う。中間評価の案についても、併せてご説明を頂きたいと思う。

早川調査統計局長

それでは、いつものA3の横長の対比表を使ってご説明したいと思う。最初に景気の現状評価であるが、今回はこれまでの「着実に回復を続けている。」という表現から「緩やかに拡大している。」という表現に変更することを提案させて頂いている。以前から申し上げているように、「回復」か「拡大」というのは、概念的には需給ギャップを一つの基準に考えるということだと思うが、昨日もご議論があったように、概念的にはともかく実際に幾つだというのは、なかなかピンポイントできない。そういう意味では、ある種の総合判断をせざるを得ないということである。そういう観点からみると、今月は先般の短観で、やはり雇用判断あるいは設備判断といったものが、傾向としては不足方向に推移していくことが確認されたということが一つあり、また失業率あるいは有効求人倍率といった数字も、これを概ねサポートするものであると思っている。それからもう一つは、これも昨日申し上げたことであるが、景気の現状と先行きをどう認識しているかということである。本日もご議論頂くことであるが、仮に私が昨日申し上げたように、「景気が概ね見通しに沿って推移する」ということが認識として共有されるのであれば、これは即ち出発点において需給ギャップがゼロ近傍にあった中で、潜在成長率を上回る成長が現状続いているし、続いていくだろうという認識になるので、ピンポイントはできないが、どこかの時点で需要超過領域に入っていくということかと思う。これでも、では何月か、と言われるとピンポイントはできないが、ある意味でそういう認識を出すのが一つのタイミングかと思っている。

あと、各論のところでは、若干文章を修正させて頂いている。一つは、従来冒頭で輸出と生産をくっつけて書いてきたが、以前から元々もう内需の寄与の方が大きくなっているのに、輸出と生産をくっつけるのは少し嫌だなと思っていたが、過去の経緯でこうなっていたので、今回は、従来一番

最後にあった「この間、公共投資は減少傾向にある。」を前に持ってきて、「公共投資は減少傾向にあるが、輸出は増加を続けている。」と、判断の変更はないが、外生需要を最初に纏めることにさせて頂いた。次の企業部門については、基本的に変更はないが、短観が出たので「業況感も良好な水準で推移する中、」という表現を加えさせて頂いている。それから、家計周り、雇用者所得、消費についても基本的に同じであるが、今日は「雇用と賃金の改善を反映して、」という言葉を取った。これも少し気になっていて、雇用というのは、今企業から見ると人手不足の領域に入っているが、これは片方から見れば良い訳であるが、企業から見ると本当に改善かと、あるいは賃金では、名目賃金は僅かにプラスではあるが、実質賃金で見ればどうかとか、昨日ご報告したような消費者の物価に関する感覚をみると、これは本当に改善なのかという議論もあり得るので、いずれにしてもあまり価値判断の入っている言葉を使わない方が良い。単純に「雇用者所得も緩やかな増加を続けており、そのもとで個人消費は増加基調にある。」と書かせて頂いた。住宅投資は変更ない。生産は、全体を受けて「このように、内外需要の増加が続く中で、生産も増加を続けている。」と書かせて頂いた。その下の「この間」という表現であるが、これは従来先行きの各論の冒頭にあった表現を、上に上げてきて、「この間、マクロ的な需給ギャップは、長く続いた供給超過状態が解消し、現在は需要超過状態に入ってきているとみられる。」という表現をここに上げて、一応今月の冒頭表現の変更の説明理由のようにしている。気持ちとしては、来月からはこれを消そうと思っている。先行きについては、冒頭の表現の変更に伴い、「景気は緩やかな拡大を続けるとみられる。」という表現にさせて頂いている。その後、各論は基本的に変更はないが、先程現状の方に持ち上げた最初のワンセンテンスを消している。物価の現状についても変更はない。国内企業物価は、国際商品市況高などを背景に上昇しているし、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、プラス基調で推移しているということである。先行きについても、国内企業物価は、商品市況の影響等から上昇を続けるとみているし、消費者物価についても、前月は「マクロ的な需

給ギャップが、今後は緩やかに需要超過方向に向かっていくとみられる中、」という表現だったが、今回はシンプルに「需要超過方向で推移していく中、プラス基調を続けていくと予想される。」というように変更させて頂いている。実体経済は以上である。

#### 内田企画局企画役

続いて金融面であるが、主な変更点は二点である。一つ目は2行目、民間の資金需要であるが、前月まで「下げ止まっている。」という表現にしていたが、今月は「増加に転じている。」と変更したいと思う。これは昨日ご説明したように、銀行貸出の前年比が+2.6%とかなり高い数字になっているし、CP・社債と合わせた総資金調達ベースで見ても、+0.7%というところまで上昇しているので、「増加」という表現が適当であろう。二点目は、その下のCP・社債の発行残高であるが、これについては昨日ご説明したが、CPの減少ということの主因として、CP・社債合わせた残高はほぼゼロという形になっている。従って、ここは「前年並みの水準」という表現に変えたいと思っている。なお市況であるが、長期金利と株価が上昇、為替は前月と同じ水準とさせて頂いている。因みに、前月の数字を申し上げると、長期金利が1.7%台の後半、それから株価は14,400円台、為替が115円前後ということなので、株価は、前月よりはかなり高い水準であるが、上昇という判断をするかどうか若干微妙なところにきているので、これは終わった段階でもう一度ご相談申し上げる。

最後に、中間評価であるが、選択肢方式で示しているが、執行部としては、景気については①、すなわち「概ね「見通し」に沿って」。それから国内企業物価については②、すなわち「2006年度は「上振れ」、2007年度は「見通し」どおり」。最後に消費者物価については①、すなわち「概ね「見通し」に沿っている。」ということが適当ではないかと考えている。以上である。

福井議長

中身及び表現の仕方については、後程、討議を終了した後で再度議論したいと思うが、取り敢えずただ今の執行部の説明に関してご質問があったらどうぞ。宜しいか。それでは討議は後程することとする。

#### 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

福井議長

それでは、金融経済情勢に関する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、それから4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、それぞれについて併せてお一方5分ずつ位でご発言頂きたいと思う。今日は水野委員、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁、福間委員、西村委員、須田委員、そして野田委員と、この順でお願いしたいと思う。最初に水野委員からお願いする。

水野委員

日銀短観は、我が国経済が展望レポートの見通しに沿って拡大していることを確認できる内容であった。第一に、大企業の業況判断DIは、製造業・非製造業ともに、足許・先行きともに小幅ながら改善した。第二に、2006年度の設備投資計画は、中小企業・非製造業を除き大幅に上方修正された。第三に、雇用人員判断DIを見ても、企業規模で多少の濃淡はあるものの、足許では一時的に人手不足感が生じており、9月に掛けて人手不足感が強まることが確認できた。設備投資計画をみると、設備投資の増加モメンタムの持続と広がりが見え、減速感は見られない。大企業では、設備投資、M&A、配当といった支出行動をこれまで以上に積極化させる動きが目立ち始めた。一方、個人消費は、需要サイドからみると今ひとつ力強さに欠けている。従って、「我が国の景気は、4月の展望レポートで示した経済・物価情勢の見通しに概ね沿って推移すると予想される。」という執行部の見解で宜しいかと思う。また、金融経済月報の現状判断を「緩



やかに拡大している。」と修正することについても違和感はない。日銀による「景気拡大」という表現の定義は、景気全体の水準やマクロ的な需給ギャップに基づく判断であるとの理解が進んできたため、金融市場が過剰反応する可能性は低いと思う。

最近の物価統計を見ると、物価上昇率の上振れを意識する状況になってきた。6月の国内企業物価指数は、前年同月比+3.3%と5月に続いて非常に高い伸びを示し、3か月前比でも+1.1%と5月の同+1.2%とほぼ同じ高い伸びとなった。指数レベルでも、5月100.6、6月100.5と2000年2月以来の高い水準にある。6月の国内需要財を需要段階別に見ると、素原材料が、前年同月比+24.6%、中間財が同+6.5%、最終財が同+0.3%、うち消費財は同+0.6%と、川上から川下への価格転嫁の動きが少しずつであるが進んでいることが読み取れる。一方、5月の全国消費者物価指数は、前年同月比+0.6%となった。国内企業物価指数及び消費者物価指数の見通しに関する展望レポートの中間レビューについても、執行部の見解に違和感はない。

財務省が7月3日に公表した2005年度決算概要によれば、国の一般会計税収の累計は49兆円程度と、当初予算額を5兆584億円、補正予算額を2兆234億円、内訳としては所得税が9,000億円、法人税が8,000億円程度上回った。税収が当初予算を上回るのは3年連続である。2005年度の税収は前年度比3.5兆円程度と増加したが、定率減税の縮減分2,000億円弱を除き、大半が景気回復に伴う自然増収である。2005年度の法人税収が当初予算11.5兆円から1.8兆円程度も上振れした。これは、非金融法人企業の課税所得の増加を意味している。2008年度になれば、メガバンクなど金融機関が法人税を納付するため、法人税の所得弾性値はさらに上昇することが見込まれる。非金融法人企業の課税所得の増加は、設備投資や人件費など税務上損金算入が可能な支出へのインセンティブを高める要因である。即ち、税収動向から、展望レポートで示した景気見通しの上振れリスクである「企業の投資行動の一段の積極化」が現実なものとなる蓋然性の高まりが読み取れる。なお、2005年度の歳出の不用額のうち国債

費は8,843億円にのぼる。以上、今後も景気回復に伴ういわゆる良い長期金利の上昇ならば、税収増加で利払い負担の増加を賄えることを示唆している。

6月28・29日のFOMCでは、追加利上げの必要性を強く打ち出さなかったため、金融市場にとってフレンドリーな内容であった。しかし、6月6日のバーナンキ議長の発言以降、インフレ・タカ派的なFRB高官の発言に比べて、FOMC声明文はやや不自然にインフレ・ハト派的なトーンであった。金融市場が、FRBの追加利上げの可能性を過小評価している点が気になる。12の地区連銀のうち、サンフランシスコ連銀とカンザスシティ連銀は公定歩合の引き上げを要求しなかった。一方、FRBのコーン副議長は7月6日、ロンドンでの講演で、1990年代からの世界経済のグローバル化について、「中国など新興成長国の為替相場自由化、内需拡大などが進めば、主要国での物価抑制効果は薄れていく。」と発言している。また、世界的な金利上昇について、「もし低金利が続けば、インフレ高進のリスクが高まる。主要国の利上げは、安定成長のために必要である。FRBの引締めについても、インフレ加速見通しが強まるために必要である。」とこういう発言をしている。FRBについては、インフレ加速見通しが強まることは、金融引締めによる景気減速よりもさらに大きな影響があるということであるので、FRB内の主流派は、原油価格高騰のセカンド・ラウンド・エフェクトを警戒し、インフレ期待を抑制する姿勢を変えていないことが読み取れる。仮に、バーナンキ議長が全会一致で追加利上げを決定したかった、あるいは同議長が追加利上げが必要と判断しながらも、米国の金融市場を安定させることを優先して追加利上げ観測を一旦後退させた、という見方が適切ならば、7月19日の米議会証言で同議長が8月8日の次回FOMCでの追加利上げを意識させるインフレ警戒的な発言をした場合、米国市場が調整を受ける可能性が高いと同時に、バーナンキ新議長による情報発信は一貫性がないと判断される可能性がある。その場合は、FRBのクレディビリティが低下するリスクがある。6月の雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比12.1万人増と市場予

想同 17.5 万人増には届かなかったが、時間当たり賃金は前月比+0.5%、前年同月比+3.9%と、2001年6月以来の高い伸びとなった。賃金上昇率は景気遅行指標とはいえ、インフレ懸念を高める要因である。7月7日(先週末)時点のFF金先を織り込む8月8日次回FOMCでの25bpの利上げが実施される確率は、65%となっている。また、ECBのトリシェ総裁は先週、8月3日にECBが追加利上げに踏み切る可能性を強く示唆した。今回の発言を受けて、ECBは従来の3か月に一度のペースではなく、2か月に一度のペースで25bpの利上げを行う。即ち、8月3日、10月5日、12月7日に利上げが実施され、年末の政策金利、リファイナンス金利は3.5%に達する、との見方が有力となった。私は前回のMPMで、「足許の世界的な金融市場の不安定化は、期待リターンに比べてリスク許容度が高過ぎた反動、長期間に亘るブル相場の修正と言え、主要国の国債などリスク・フリー資産に対するリスク・プレミアムは本来あるべき水準に戻る、産みの苦しみの過程と言える。」とコメントした。実際、6月下旬から世界的に株式相場は、一旦底入れしたと思う。FRBがインフレ期待の抑制に努め、ECBが市場予想よりも早いテンポで政策金利を中立水準まで引き上げる姿勢を見せてきたため、来年の世界の経済見通しに対する市場の見方が慎重化してくる可能性がある。本行による緩やかなペースの金融政策の正常化が、世界経済に与える直接的な影響は軽微でも、地政学的リスクが高まる中、原油価格はWTIで見て1バレル80~85ドルを目指すとの見方もある。我々の想定以上に、世界の株式市場の上値を重くする可能性があることに留意しておく必要があると思う。以上である。

福井議長

春委員から願います。

春委員

申し上げる。前回会合以降、グローバルな金融商品市場の価格調整の動きは一服し、5月のコアCPIや6月短観など、総じて4月展望レポート

の見通しを裏付ける底堅い指標が相次いだと思う。

まず、海外については、米国は、5月の住宅投資が引き続き年率200万戸を下回ったほか、個人消費も実質個人消費が小幅な伸びにとどまり、注目された6月の雇用統計も市場予想を下回るなど、減速を示す指標が続いた。一方で、設備投資や生産などは増加傾向が続いており、今月のブルーチップの成長率予想の平均も、2006年+3.5%、2007年+2.8%とほぼ前月と同水準を維持している。米国経済は、多少の減速を伴いつつも、基本的には潜在成長率近傍の着実な成長を続けていると考えられる。

一方、中国は、高水準の固定資産投資が継続し、輸出、生産、個人消費も引き続き増加しており、供給力過剰や農村問題はあるが、先行きも高水準の成長が続くものと考えられる。

この間、原油価格は、前回会合後も上昇傾向を辿り、WTI、ドバイともに過去最高値を更新した。全日本通関原油価格も、8月には恐らく70ドルを超える可能性があると思う。地政学的リスクについては、北朝鮮や中国などさらに不透明感が強まっており、一時的な在庫や供給設備の稼働状況によって振れやすい状況が続いているので、今後も警戒的に見ていくことが必要と思う。

国内では、6月短観における業況判断は、総じて高水準を維持しており、売上、収益、設備投資の計画も前环比上方修正された。中小企業の収益計画の下方修正や中小非製造業の設備投資計画の弱さは見られているが、全体として、着実な回復というこれまでの景気判断を裏付ける内容であったと思う。その他の経済指標も総じて堅調であった。輸出は増加を続けているほか、生産も、予測指数やマイクロヒアリングなどによると増加傾向は維持されているようである。経済産業省や日経新聞の調査による主要企業の設備投資計画は、引き続き高水準である。機械受注も、均してみれば増加基調が続いている。雇用・所得関係指標も、名目賃金は所定内給与中心に弱めの数字だったが、有効求人倍率、失業率などは堅調な内容だった。日経新聞の調査によれば、夏のボーナスは4年連続の増額、3年連続の過去最高更新とされている。個人消費は、天候不順などの影響で指標は区々で

あるが、消費財総供給やサービス消費の状況から見て、底堅く推移しているとみて良いと思う。住宅投資も増加基調が続いている。

その中で、6月下旬の景気ウォッチャー調査を見ると、現状判断は3か月連続の低下となり、横這いを示す50を14か月振りに下回った。各地域の報告を見ると、天候不順やワールド・カップの影響など、一時的な要因による不振とみられるものが多いようであった。先行き判断DIの水準は50を上回っているが、原油価格や株安により4か月連続の低下となった。水準としては高いものの、全項目の意識指標が低下した6月の消費動向調査とともに、直近6月のこれらの消費関連の調査結果については、要注意と思う。

こうした中で物価面では、5月のコアCPIが石油製品と一般サービス価格の上昇から、前年比+0.6%と上昇幅が拡大した。6月の東京地区は家賃のプラス幅縮小から上昇幅が縮小したが、家賃以外は5月までのプラス幅を維持している。先行きのコアCPIは、引き続きプラス基調を辿る可能性が高いと考えられる。この間、6月の生活意識に関するアンケート調査及び内閣府の消費動向調査ともに、1年後に物価が上昇するとみる世帯の比率がいずれも60%台半ばまで大幅に上昇した。

マーケットでは、前回会合前に14,000円近くまで下落基調を辿っていた株価が、海外の株価下落や短観をはじめとするその後の経済指標を受けて値を戻し、15,000円の水準を回復しているが、また今日は下落しており、振れの大きい状態となっている。

以上を踏まえると、日本経済は、先日の支店長会議の報告やさくらレポート等から見ても、地域間の格差を残しながら内外需、企業、家計間のバランスの取れた形で、展望レポートの見通しに沿って緩やかながら着実な景気回復を続けていると思う。また先行きについても、基本的に展望レポートの想定に沿って、潜在成長率に向けて徐々にペースダウンしながら景気拡大局面が続いていく可能性が高いと考えられる。リスク要因としては、引き続き海外要因、特に原油価格や米国経済の動向に注意が必要と思う。以上から、展望レポートの中間評価は執行部の原案のとおり、景気の

現状と先行きについては「①」、国内企業物価については「②」、消費者物価については「①」とすることが適切と考える。

なお今月の基本的見解では、執行部の原案では、足許の景気について「緩やかに拡大している。」と前月の表現を修正している。4月の展望レポートでの「マクロ的な需給ギャップがゼロ近傍にみられる。」という表現や、今回「現在は需要超過状態に入ってきているとみられる。」という表現を入れたことと、その限りでは整合的であるので特に反対するつもりはないが、私としても暫く「着実な回復」という表現を続けても良いのではないかと考えている。以上である。

福井議長

武藤副総裁から願います。

武藤副総裁

前回から今回の決定会合までに公表された経済指標を見ると、6月短観をはじめとして、経済・物価情勢が概ね展望レポートに沿って展開していると示すものが多いように思う。

海外経済についてみると、まず米国であるが、住宅建設が減少し始め、家計支出や雇用面で増勢が鈍りつつあるなど、景気拡大テンポが鈍化しているようである。先行きについては、なかなか見通しがたい訳であるが、現段階では持続的な成長に向けた調整が進んでいくと捉えておいて良いと考える。一方、コアCPIなどで見たインフレ率が上昇しているが、景気がソフトランディングの方向で動いていけば、インフレ圧力は抑制されていく可能性が高いと思う。欧州では、輸出や生産が増加し、家計支出も持ち直してきていて、景気回復のモメンタムが強まっている。また、中国は9%を上回る高い成長が続いている。このように、米国経済については不透明な要因が残るが、世界全体としてみると、地域的な広がりを伴って、景気の拡大が続いていると判断される。

国内に目を転ざると、設備投資は、高水準の企業収益や内外需要の増加

見通しを背景に、堅調な増加を続けている。6月短観を見ると、企業収益が、素材業種の一部で原材料高の影響がみられるが、全体としては好調が続いている。年間の設備投資計画も大きく上方修正された。

雇用面をみると、失業率は5月は4%まで低下し、有効求人倍率も1倍を超える水準で推移するなど、労働需給は改善している。こうした中で、フルタイム労働者を含め、雇用者数は着実に増加している。但し、賃金の伸びは緩やかであり、企業の人件費抑制スタンスが根強いことを示している。企業の人手不足感は強まる方向にあり、この影響はいずれ賃金面に現われてくると思われるが、それにはもう少し時間が掛かるかと思う。

個人消費をみると、家電販売やサービス関連消費は増加を続けている一方で、百貨店売上高やマインド指標には弱めの動きもみられる。雇用者所得の増加という基調的な要因に変化はないので、恐らく天候不順といった一時的な要因の影響が大きいのではないかとみられるが、今申し述べた賃金の動きなどと併せ、消費者マインドの動向は注意してみていきたいと思う。

経済の活動水準という点では、需給ギャップの推計値が供給超過状態から需要超過状態に転じており、6月短観でも雇用人員や設備の不足感がさらに強まっていく見通しにあることが確認された。これらを踏まえると、月報の冒頭表現については、「緩やかに拡大」と変えることが適当だと思う。

物価面をみると、6月の国内企業物価は、前年比+3.3%と非鉄金属、石油・石炭製品の上昇を主因に高い伸びを続けている。先行きも引き続き上昇していくと見込まれる。5月の消費者物価（全国コア）であるが、前年比+0.6%となった。石油製品などの特殊要因を除いたベースでも、若干プラス幅が拡大しており、サービスなどの上昇品目が広がりつつあるように窺われる。先行きも、需給環境の緩やかな改善が続くもとでプラス基調で推移していくとみられる。

以上の動きを総合すると、我が国の景気は、内需と外需、企業部門と家計部門のバランスが取れた形で着実に成長を続けており、先行きも息の長

い拡大を続けるものと見込まれる。こうした経済の動きを展望レポートとの対比で評価すれば、2006年度の国内企業物価が、見通しよりやや上振れて推移するとみられることを除けば、展望レポートで示した見通しに概ね沿って推移していくと考えられる。従って、中間評価としては、景気については選択肢の「①」、国内企業物価については選択肢の「②」、消費者物価については選択肢の「①」ということで、執行部案どおりで良いかと思う。

最後に、金融・資本市場の動向について一言触れたいと思う。5月中旬以降、我が国を含め世界的に株価が下落した。やや落ち着きを取り戻しつつあるようであるが、先程もお話があったとおり、まだ振れの大きい状態が続いている。株価下落の背景には、各国で金融緩和度合いの修正が進められる中で、投資家のリスク評価の見直しが進み、特に昨年後半以降に顕著になった行き過ぎの調整が急速に進んだということだったと思う。ただ、先週来、北朝鮮情勢、インドにおけるテロ、さらには今日は中東情勢など、地政学的なリスクの高まりという新たな不透明要因も発生している。我が国を含め、世界経済のファンダメンタルズはしっかりしているので、先行きの事態に急変がなければ、市場はさらに不安定さを増す恐れは小さいと思うが、こうした点も含め、内外の市場動向は注視していきたいと思う。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

最初に、展望レポートと比較して足許の経済の状況を点検するというところから始めたいと思う。日本経済のデータを見る限り、足許まで展望レポートに概ね沿った動きを示していると思う。設備投資の方はやや強め、個人消費はやや弱めで推移しているかと思う。コアの消費者物価指数は、当初の予測どおりの姿ではないか。企業物価指数の方は、エネルギー価格



の上昇もあって、やや上振れて推移している。ただ連鎖指数で見ると、上昇率は1.5%程度であり、最終財の価格上昇圧力は強くないというような状況かと思う。アメリカ経済の先行きの不確実性が、景気減速がより明確化する中で、主として最近の物価上昇率の高まりによって増加しているように思う。金融・資本市場のボラティリティが高止まりするなど、金融市場は安定性を回復するには至っていないと考えられる。つまり足許までに関してはそのとおりであるが、先行きに関しては、とりわけアメリカ経済の先行きの不確実性が增大しているのではないかと考えている。それから、今月の基本的見解であるが、「拡大」という言葉を使うということについては、私は4月の段階でGDPギャップがプラスになったので、もう足許は「拡大」と言ってもおかしくないのではないかと考えていたので、変更することについて問題はない、と考えている。纏めて言うと、日本経済の現状は、足許まで日本経済に関する限り展望レポートどおりの姿であるが、先行きの短期のダウンサイド・リスク、とりわけオイル価格の上昇、それからアメリカ経済の減速とアメリカ経済におけるインフレ懸念の高まりなど、短期的に評価した場合のリスクがやや高まっているのではないかと考えている。そこで、まずアメリカのインフレの動向であるが、コアの消費者物価指数及びコアの個人消費デフレーターは、3か月前比年率でそれぞれ3.8%、2.8%上昇している。コアの個人消費デフレーターについて、前月比+0.2%の上昇が続いたとしても、年末の第4四半期には、+2.4%程度まで——足許は+2.1%であるが——上昇する可能性があると思う。コアの消費者物価指数は、6月はブルームバーグ調査によれば+2.6%と、+2.4%から高まる。7月末には、+2.7%~+2.8%位まで高まっていく可能性があると思う。両者の動きはやや差があるが、これはほとんどが帰属家賃のウエイトの差——30%と14%と、個人消費デフレーターの方が小さいが、この方がバランスが取れていると思う——で説明することができると思う。ただし、帰属家賃を除いても、中位のインフレ率、あるいは刈り込みインフレ率など、どのように計測しても、コアインフレ率は加速傾向を示している。この加速傾向を説明するのは、私は今非常に難しくなっ

ているのではないかと思う。ユニット・レーバ・コストは、昨日もご説明があったように極めて安定している。GDPギャップの方であるが、調べて頂いたら大体0.5%~1%位であり、2005年以降若干マイナスからプラスに転じつつある、ということで日本とあまり変わらないインフレ・ギャップという状況である。景気の減速の姿が明らかになっている中で、なぜこのように加速を続けているのか。これがアメリカ経済の直面している最も難しい問題ではないかと思う。仮に減速が明らかであっても、このようにインフレ率が高まり続けるということがあるとすると、連邦準備は心ならずも引締めを続けざるを得ない。JPモルガンは以前から6%まで上がるという予測を出していた。JPモルガンは勿論6%まで上がってもリセッションはなく、ソフトランディングだという見通しをずっと半年位やっているが、私は6%まで上がった時に耐えられるかどうかについては、ややクエッションマークではないかと思っている。私は、全体としてはアメリカ経済は何とかリセッションなく、ソフトランディングし得る、つまり1994年・1995年型で乗り切れるのではないかと思っているが、そこで鍵となるのは、やはり生産性の伸びがどこまで維持できるかというところにあると思っている。アメリカのインフレの先行き及び景気の減速との関連において、アメリカのインフレの先行きというのが、実は今のアメリカ経済そのものだけではなくて、株式市場の不安定性というものをもたらす基本的な要因ではないかと考えている。アメリカ及び世界経済において、インフレの上振れ、あるいは景気減速のいずれもマイナス要因と考えられる。プラス要因は、インフレ懸念が後退すること、そしてインフレを刺激しない範囲での健全な成長ということかと思う。そのナローパスを如何に上手くマネージできるか、というところが一番重要な点ではないかと思う。アメリカの株価は今日も下がっているが、ある計測によると、5%株価が下落すると、1年先のGDP成長率が0.25%~0.5%低下するという。つまり金融面からは、マイナスの影響が現在生じているところではなかろうかと思う。このように先行きのリスク要因が少し増大している中で、2000年と同じことになるのではないか、という懸念も一部にある。特に株価が

大幅に下落すると、アメリカ経済の減速の懸念がある。確かにそうしたリスクは存在しているが、2000年の時と違う点がある。一つは、明らかに日本のファンダメンタルズが改善している。マイナスのショックがあってもそれに耐える力があり得るということだろうと思っている。それから2000年の場合は、グローバルな形でハイテク、ITのバブルの崩壊があった。今回は、ハイテク活動の方はやや減衰しつつあるが、2000年の時のような激しいマイナス要因にはなっていない、というところが違いかと思っている。そこでハイテク部門であるが、特に今回もナスダックは下がっているが、IT関連の第2四半期の利益の成長予想が、昨年と比べて7%程度下振れしている。それから、台湾の電子部品生産、シンガポールの電気機器PMI、新規受注PMIは、どうやらピークアウト感が強まっている。これらの指標は、日本の電子部品生産と相関関係がかなりある。私は、パーソナルコンピュータの循環が既に2005年中にピークを過ぎたのではないかと、そして電子部品もピークアウトしつつあるのではないかと考えている。その一方で、5月は、世界の半導体出荷の伸びが堅調であった。それから、アメリカの半導体製造装置のBBレシオは、1を上回っているということで、全面的に弱い数字になっている訳ではないということも言えようかと思う。ただ、全体として評価してみると、IT部門の活動は、明らかにやや減衰しつつあると判断しているが、2000年あるいは2004年に生じた調整の大きさと比べると、小幅にとどまる可能性があるのではないかと。これも前にも申し上げたとおりであるが、その評価は変わっていない。但し、アメリカ経済の大幅な減速ということと仮に結び合くと、これは無視のできない大きさのリスクになる可能性も秘めているということに注意が必要ではないかと思っている。

それから、日本経済の状況については、既に色々皆さんがお述べになったところであるので、一点だけ消費者物価の動きについてコメントしたいと思う。5月のコア消費者物価指数は、0.6%上昇していた。しかしその中身を見ると、エネルギーの寄与が+0.39%とやや高まっている。それを除いた実力ベースのコア消費者物価指数は、0.2%の上昇ということで、

決して上昇率が加速しているという状況ではない。8月の指数改定があると、この実力ベースのコアの消費者物価指数は、恐らくゼロ近傍に一度戻るのではないかと思う。ただ、その一方で注目されるのは、日本銀行の生活意識調査あるいは内閣府の家計部門の調査において、1年後、5年後の物価上昇予想が、生活意識調査の場合は、これまで中央値は1年後を採っても5年後を採っても、1%で極めて安定していたが、今回2%にジャンプしていて、人々の物価先行きについての見方がどうもシフトしつつあるのではないかと思う。これも同時に視野に入れながら判断していくということが必要かと思っている。以上である。

福井議長

福間委員から願います。

福間委員

海外経済は、全般的に景気拡大が続いている状況に特に変化はない。米国については、企業部門は原材料価格を製品価格に転嫁できずに収益に影響が出る先が見られるほか、一部ハイテク企業の業績は市場予想を下回り芳しくないものの、概して収益は良好であり、設備投資も引き続き好調である。一方、住宅投資は利上げの累積効果などにより、個人消費は、これにガソリン高もあって、いずれもほぼFRBの想定どおりの形で減速しているのではないかと思っている。こうしたことから、米国景気は先行きも堅調さを保ちつつ、一時的に潜在成長率をやや下回る程度の水準に緩やかにスローダウンしていくものとみている。物価面では、時間当たり平均賃金の前年比伸び率が着実に高まっているものの、家賃補助や年金・医療保険などのベネフィットを含めた労働コスト全体の伸びはむしろ鈍化し、生産性上昇がこれを上回る中、ユニット・レーバ・コストの伸びが低下していることから、コア物価上昇は今のところ緩やかなものになると思う。もっとも、北朝鮮のミサイル発射、イランの核問題、インドのテロ、イスラエルのレバノン侵攻等、地政学的リスクを背景に、国際商品市況が史上

最高値圏で推移することもあって、米国の物価は微妙な局面にあるだけに、今後とも注意深く見ていく必要があると思う。BRICsや中東、東欧などの景気は引き続き好調である。特に中国では、マネーサプライや固定資産投資が高めの伸びを持続し、個人消費、輸出も好調であるなか、本年前半1月～6月のGDP成長率は+10.5%になると予測されており、景気過熱感を裏付けている。

我が国の景気情勢については、引き続き内外需ともに過熱感なくしぶとい成長を続けており、今回の景気回復期間はバブル期を上回る長さとなってきた。こうした中、短観では、設備・雇用における不足感の一層の強まりや、設備投資の非製造業への広がりが確認されている。このような環境のもとで、先行きも、設備投資の力強さや個人消費の堅調さ、さらには輸出の増加基調が、国内景気を支えるものとみられる。2006年度の企業収益は、米国同様、一部には原材料価格高を転嫁できず、減益予想を発表している先も出てきてはいるが、全般的には伸びは鈍るものの高水準が続く見通しである。設備投資については、企業はグローバル競争が強まるもとで、ROEやROA向上を常に意識し、中長期観点から必要な投資はリスク対応を慎重に図りつつ、かつ積極的に行っているため、先行きも堅調な動きが見込まれる。また、設備投資の活発化は先程触れた非製造業のほか、さくらレポートでも示されたとおり、徐々ながら地方圏にも広がりつつある。個人消費は、足許の景気指標は、天候要因やマザーズをはじめとする新興市場における5月から6月に掛けての株安に伴う逆資産効果、ガソリンなどの上昇の影響もあって、必ずしも芳しくない。もっとも、雇用環境が緩やかながら着実に改善を続ける中、基調は引き続き堅調である。輸出については、米国景気が減速すれば、幾分伸びが鈍化することは避け難いと思われるが、主として二つの理由から、その影響はある程度限定的だと思う。第一に、代表的な輸出品目である自動車については、米国におけるガソリン価格が高い状況下にあって、燃費効率、環境技術に優れた日本車の競争力は高く、米国への輸出が伸びている。1月から5月までの自動車輸出は、31.9%伸びている。これに加えて、販売好調を受けて現地

生産も拡大しており、生産拠点増設に伴う産業機械の輸出や、現地生産時に利用される高級鋼板等、高付加価値部品の輸出が高い伸びを示している。1月から5月までの鉄鋼の輸出は、+53.7%——これは必ずしも自動車鋼板だけではなくて、油送管なども入っている——となっている。第二に、我が国の貿易依存度は、現在米国については18%程度と言われているが、米国よりもアジアの方が——中国、NIEs、ASEANの合計であるが——48%と大きく、アジア各国では内需が拡大しており、これを背景としたアジア域内の貿易活動も拡大している。こうした状況のもと、アジア向け輸出についても、米国向けと同様、自動車に加え現地生産のための産業機械や現地生産開始後の高級鋼板あるいは部品等の輸出が非常に伸びている。こうした中、例えば、対中輸出総額では、これは香港を含めるが、本年1月～5月は前年比+20.6%、昨年中は+8.3%だったが、再びこの伸びが加速している。この間、展望レポートのリスク要因の一つとして挙げたIT関連財の在庫調整は、韓国、台湾を中心に液晶の供給拡大のペースが速いこともあり、引き続きリスク要因として留意する必要があるかと思う。もっとも、日本の企業のこの分野の人達に聞くと、前回2004年のソフトパッチの調整の経験があり、あの時に少しチェックを間違っただけは、製品段階と自分のところはチェックしたけれども、中間段階の在庫がやや調査不足だったということをおっしゃっている人もいます。今回はそこまで含めて、かなり入念にチェックしており、価格低下はあり得るとしても前回のよう大きな在庫調整が生じる可能性は、今のところ高くないという見方に接している。このように景気は、足許、先行きともに展望レポートに概ね沿って推移すると見られ、執行部の基本的見解にも異論はない。物価面では、企業物価は先程も述べたように、地政学的リスクを反映して原油をはじめとする国際商品市況が一段と高い水準で推移し、これを受けて素材価格もさらに上昇していくと予想されることから、2006年度は、展望レポートにおける見通しに比べて上振れるものと見込まれている。2007年度については、今のところ見通しに概ね沿ったものであると思われる。コア消費者物価は、生産性上昇が賃金コストの上昇をやや上回り、

ユニット・レーバー・コストが小幅ながらマイナスであることが引き続き下押し要因となっているが、需給ギャップがプラスになりつつあり、労働需給の一段の引締まりも見られる中、緩やかなプラス基調が続くとみられる。このようにコア消費者物価は、2006年度、2007年度ともに展望レポートの見通しに沿って推移するものと思われる。金融・資本市場では、5月以降6月に掛けて、インフレ懸念や米国の金融政策を巡る不透明感の台頭などを契機に、グローバルな調整が行われたが、6月末のFOMCにおいて市場予想どおりの利上げ決定が行われ、金融政策を巡る不透明感がやや後退し、ポジション整理も進展した。こうした中、6月に掛けて急落したエマージング通貨は、底値圏を脱して幾分反発している。但し、インフレ懸念などが払拭しきれず地政学的リスク等の不安定要素も残る中、金融・資本市場は当面やや神経質な展開も予想されることには留意しておく必要があると思う。我が国経済は、5月から6月に掛けての市場の調整に対しても、当初の予想どおりロバスト・アンド・レジリエントであり、ファンダメンタルズが強いことを改めて示した。このことは今後の金融政策運営を検討するうえでも、極めて重要な意義を持つものと考えられる。以上である。

福井議長

西村委員からお願いします。

西村委員

金融経済情勢とその中間評価については、原案に全体として賛成である。ただ、二点程テイクノートしたいところがある。一点は消費のところである。反対ということではないが、注記ということをお願いする。昨日早川調査統計局長から説明があり、今皆様から幾つかご指摘があったが、最終消費に敏感な景気ウォッチャー調査では、DIが3か月連続低下した。天候要因やワールド・カップ敗退等がもたらした一時的な影響という判断が多いが、この変化は今後も持続する可能性もあるので、その点を注意した

いと思っている。現在の消費分布を見ると、高額品、低額品の両極は落ちていない。6月新車販売でも、1位メーカー高級車や輸入高級車は高い伸び率を維持、また軽自動車も前年同月比を大きく上回った。問題は、所得分位の中位、中所得層に対応する部分の消費の弱さである。家計調査による消費の弱さも、従来から指摘されたような特殊サンプル要因の影響もあるが、場合によっては中所得者層の消費の弱さを表わしている可能性がある。今般の景気回復局面で、所得の伸びが所得層で異なり、それが影響を及ぼしている可能性である。米国の1990年代の景気回復拡大局面では、情報通信分野の技術進歩が高い教育水準の労働需要を高め、中位以下の教育水準の労働需要を相対的に減退させる性質だった。そのため、賃金所得格差が広がったことがよく知られている。日本でも景気回復に従い、情報通信技術の高度利用が広範になり同じような現象が起こりつつあるのかもしれない。つまり高賃金、特にIT知識を要求される仕事の賃金が上昇し、低賃金の仕事の賃金が伸びない点である。もし、このような現象が起きつつあるとすれば、企業業績の好調さが日本の消費者の大層を占める中所得者層に波及する度合いが、展望レポートで考えているよりもかなり弱くなる可能性がある。この点は、今後の情勢判断において注視する必要があると思う。第二の点は、物価情勢とその中間評価である。5月CPI上昇率は、先程から色々ご指摘があったが、前年同月比+0.6%で4月の+0.5%よりも上昇幅を高めた。しかし、実態は、岩田副総裁がおっしゃったようにエネルギー以外が心持ち伸び率を下げたのに対して、エネルギー関連がそれを超えて伸び率を高めたため、全体として上昇率を高めたように見えるに過ぎない。そもそも+0.6%ではなく、これは四捨五入で+0.6になっただけで、実はあまり変わっていないのである。そこで5月に見られたエネルギー以外の物価上昇率の低下が今後持続し、展望レポートのメインシナリオから下振れするかを検討したいと思う。私は実力コアは嫌いなので、コアCPIベース（生鮮食品を除く総合）でお話したいと思う。CPI 537品目ベースで見ると、4月にプラス方向に変化した品目数が225品目であったのに対し、5月は177品目へと減少した。マイナス方向への



変化は、4月が207品目だったのが5月は193品目へと減少している。この二つを合せると、価格低下の流れが再燃したというよりも、価格上昇の勢いが低下したというのが正確だと思う。財については、加工食品でマイナスに転じたものが目に付く。食料品需要は長期的な停滞から抜け出せず、食料スーパー等の売上げが一進一退している状況と符合している。ただし、特段の傾向はなく、缶詰などは下がっているのだが、マイナス基調に逆戻りする兆しは見られない。さらにデスクトップパソコン、パソコン用プリンターの下げ幅が縮小しており、これは物価指数を下支えする方向に動いている。後で住居費についてお話しするが、住居費以外のサービスは、労働コスト等の上昇の影響が少しずつ現われている。宿泊料は、5月も騰勢を維持したし、全国统一価格で6月の東京を見れば、6月の全国が分かるので、それを見てみると、6月も5月程ではないが騰勢を維持していることが分かる。従って、外的な大きなショックのない限り、財については「今後も非常に緩やかな回復」——これは「上昇」とは言わずに「回復」である——となるだろう。サービスについては、「緩やかな上昇」という展望レポートのメインシナリオからの乖離は、然程大きく見られない。幾つか気にしなくてはいけないことはあるが、そういう評価で構わないと思う。最後に、ウエイトの大きい住居費。その中でも帰属家賃の動きをお話したいと思う。特にウエイトの大きい木造中住宅が、2月をピークとして伸び率を鈍化させている。木造中住宅家賃の動きというのは、残念ながら情報が乏しく予想は難しいが、家賃は、これは帰属家賃なので、基本的には粘着性が高く、現在の傾向に近い将来続くことが多い。そのため今後も、CPI上昇率を鈍化させる可能性が高いと言える。これに対して、比較的ウエイトの大きい非木造中住宅、つまりマンションの帰属賃料は傾向的に下落していたが、5月には下落幅を約3分の2に縮小した。これがCPIの伸び率を高める方向に働いている。5月に関しては、木造中住宅の大きな伸び率の低下とマンションの帰属賃料の下落幅の縮小のうちの前者が勝り、全体としては伸び率は小さく、ほとんどゼロになった形である。現在利用可能な首都圏、関西圏のマンションの新規賃料の動きを見ると、東

京都区部を除いて、昨年末を底にはっきりとした上昇のトレンドを示している。そこで非木造中住宅帰属家賃の低下が今後止まり、上昇に転ずる可能性は高いと考えられる。さらに、CPI 8月改定——先程8月改定の問題があったが——では、実は木造中住宅のウエイトが低下し、非木造中住宅のウエイトが上昇する。このことは最近の東京都区部以外で明らかになっている、マンション賃料の底入れからの上昇が、よりCPIに反映されてくることを示唆している。以上、5月のエネルギー以外の物価上昇率の鈍化は恐らく一時的であり、展望レポートの見通しにあるCPI上昇のトレンドは、大きく変化することはないと考えており、中間評価には私は賛成する。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

我が国の景気動向についてであるが、4月の展望レポートの見通しに概ね沿った動きであると評価している。物価については、国内企業物価は、非鉄金属や石油・石炭製品の上昇から、4月の見通しに比べ上振れているが、消費者物価は見通しどおりである。従って、月報における展望レポートの中間評価の記述としては、景気については「①」、国内企業物価については「②」、消費者物価については「①」とするのが良いと思っている。上振れ・下振れ要因については、4月に挙げた3項目で変わりはない。その中では、海外経済の動向、とりわけ米国経済の動向とそれに伴う内外金融・資本市場の動きが気になる。米国経済の減速とインフレ加速を巡って不確実性が高まっており、その下振れリスクの度合いは多少なりとも強まっているように思っている。米国経済の景気拡大テンポは、消費・住宅関連指標や雇用統計を眺めると確実に減速している。シナリオどおりの減速なら望ましいが、問題は、来年前半に掛けて減速の度合いが多少強まっている感があるうえに、不確実性が高まっていることである。実際、2006

年後半から 2007 年に掛けての民間の実質成長率予想は下方修正されている。英国や豪州の最近の経験を踏まえると、金利が高まらなければ住宅価格の調整は価格が下落する程には至らないと想定されるし、また国際商品市況は世界景気が落ち込めば下がると思うので、地政学的リスクはあるものの基本的には先行きに大きな懸念を抱いてはいないが、それらの先行きが見通せないことに加え、これまでの住宅市場の増勢鈍化やローン金利の上昇、ガソリン価格の高騰の消費への影響は、まだ十分把握できていないという問題がある。他方、消費者物価については、帰属家賃だけでなく医療サービスなど幅広く予想以上に上昇しているが、物価の先行きについても不透明である。フィリップス曲線のフラット化など構造変化の可能性もあって、原油高騰を映じた物価上昇圧力の高まり方が読みづらくなっている中で、インフレ期待が高まり、この抑制を狙った金融引締めが行き過ぎとなって、想定していたパスよりも成長率を低めてしまう可能性があると思っている。FOMCの声明でアコモデーションが消え、ファーマーミングに変更されてから 1%利上げが行われていることに加え、世界各国で金融政策が引締め方向に調整されているが、その影響度を織り込みにくいことも行き過ぎ懸念を高める要因となっている。ただ、現時点では株安が続いているものの、マクロ統計を見る限り、米国経済の先行きについて標準シナリオの変更を迫るような統計は見当たらない。引き続き米国がソフトランディングできるかどうか、差し当たりは企業収益の動向や消費者物価などの指数、バーナンキ議長証言などに注目したいと思う。なお、市場に見られた極端な悲観論は後退しつつあるように思うが、経済・物価に加え Fed の政策運営を巡る不透明感を映じ、今後も金融市場で不安定な展開が続く可能性は否めない。市場動向も注意深くウォッチしていきたいと思う。

次に、IT 関連分野を中心とした在庫調整についてであるが、韓国と台湾で生産調整があって、両国への情報関連輸出が減少しているとのことである。韓国液晶パネル大手企業が過去最大の赤字を記録したとか、米国の IT 関連企業の業績の下方修正を巡るニュースも聞かれる。現時点では、

国内IT関連メーカーに変調は見られず、7～9月期は増産の計画と聞いている。企業の慎重な姿勢や、次世代家庭用ゲーム機が出揃うほか、WindowsのVistaの登場などもあって、調整があったとしても当初想定していたとおりに軽いもので済むと考えている。ただ、ものによっては各メーカーの強気の生産計画が合成の誤謬をもたらさないか、液晶の価格下落のケースもあるので、注視していきたいと思っている。

最後に、景気循環について触れておきたいと思う。今後景気の成熟化に伴い経済成長は減速していくが、短観の設備・雇用判断DIなどから、需給ギャップが需要超過となったとほぼ判断できるため、景気の現状も回復から拡大に変更することに異論はない。ただし、これはかなり自動的な変更と捉えており、景気判断を強めた訳ではないということを強調しておきたいと思う。また、景気拡大局面であっても、今後、小さな景気の波が生じ、踊り場的な状況が生じる可能性もある。先程、リスクで指摘した米国経済、IT関連分野の調整に原油高の状況如何では、そのような可能性は否定できない。実際、景気ウォッチャー調査の現状判断DIは、3月をピークに減少し6月には50割れとなったほか、帝国データバンクのTDB景気動向調査でも、3月調査をピークに3か月連続で景気DIは悪化している。また、足許の消費者コンフィデンスも頭打ちになっているように見える。こうしたことを捉えて、景況感は春にピークを打ったという声も耳にする。金融政策の運営方針について考える際には、景気の綾で踊り場的な状況が生じる可能性も考慮に入れて、慎重に判断していきたいと思っている。以上である。

福井議長

最後になったが野田委員からお願いする。

野田委員

それでは申し上げる。まず景気判断であるが、金融経済月報の基本的見解における景気判断は、基本的に執行部案に異論はない。足許の景気につ

いては、前回決定会合以降に発表された諸指標から判断すると、輸出でまず3、4月と2か月続いた実質輸出のマイナスが再びプラスとなり増加が確認できたほか、企業の設備投資も、資金需要を伴って極めて強い増勢にある。もっとも、天候要因もあるが、雇用・所得環境の改善にもかかわらず、GDPの5割強を占める個人消費に引き続き明確な力強さが欠けている点が気に掛かる。しかしながら、総じて見れば展望レポートのシナリオに沿った動きと言えるであろう。需給ギャップが、需要超過状態に入ってきている中で、景気判断を「着実に回復」ということから「緩やかな拡大」とすること自体に異論がある訳ではないが、展望レポートのシナリオを実質的に上方修正したと誤って理解される懸念があるということだけは指摘しておきたいと思う。情報発信に際してはこの点について十分な配慮が必要かと思う。

先行きの景気についても、引き続き外需への依存度が高い中で、現時点では米国経済が想定以上に下振れし、我が国の輸出環境が大きく悪化する蓋然性は、このところ上昇したとは言えないと思う。この他、内需も設備投資と個人消費におけるバランスに若干変化が生じる可能性が高まったとは言いながら、全体では依然として想定範囲内の動きであると判断されることから、これまでの「緩やかな拡大」という判断をここで変更する必要はないと考えている。

こうした判断の背景について、若干付言したいと思う。注目していた6月の短観は、どちらかと言えば、先行きの景気の底堅さを裏付ける内容であったと思う。マイナス予想もあった業況判断は、企業規模、製造業・非製造業を問わず、横這いないし若干の改善となっており、これらは企業経営者がしっかりとした景気の足取りを引き続き感じているということの現われではないかと思う。また、短観以外の企業コンフィデンス関連の指標を見ても、中小企業も含めて企業の景況感の着実な改善が確認されており、短観と整合的と言えると思う。今回の短観で目立った点として、製造業・素材業種の業況判断の悪化がある。これは原料・エネルギー価格の高止まりに伴うコストアップが背景にあると考えるのが妥当だと思う。足許

の資源・エネルギー価格の上昇は、若干後退したとは言いながら、例えば原油価格などでは引き続き歴史的な高水準を続けており、今後も急激な低下は予想しがたいのではないか。また、今回の大企業・製造業の売上収益計画でも分かるとおり、人件費や減価償却費といった固定費が着実に増加しており、今後売上増加への意欲が高まってくるものと判断される。近年の経験を踏まえると、現時点の売上収益計画は、やや慎重過ぎるのではないかと見ているが、企業が売上増を目指す過程で、設備投資意欲や採用意欲が今後一段と高まる可能性があることには注意が必要であろう。これまでの一企業人としての感じで申し上げますと、バブル崩壊後の長期間、日本の企業はリストラに注力してきた結果、本来行うべき投資を我慢させられていた訳であり、いわゆる「三つの過剰」が解消され、企業として前向きな投資を行う状態が回復した現在、また、金利の先高観が高まっている金融環境のもとでは、これから息の長い景気拡大の前提となる企業経営者の慎重な経営スタンスが、急激に緩むリスクが大きいのではないかと見ている。一方個人消費については、増加基調にあるとは言えようが、明確な力強さは窺われない。雇用環境は着実に改善を続けている中にも足許では賃金の上昇に繋がっていないことが気掛かりである。先行きの個人消費は、4、5月の数字が天候不順の影響を受けたものだとしても、今後はワールド・カップ需要の反動が出てくる可能性も考えれば、底割れすることはないにせよ、引き続き慎重に見ておく必要があるかと思う。

現時点での最大のリスク要因は、海外経済、とりわけ米国経済であると考えている。米国経済の成長率は、今後徐々に低下し最終的には潜在成長率近傍かもう少し下の2%台に至るとというのが市場のコンセンサスと理解しているが、これまでの引締めを累積的効果と一段の利上げが、住宅部門を急激に悪化させ、成長率をさらに下振れさせるというリスクシナリオは完全には否定できない。以下に述べるように、米国経済はむしろソフトランディングに向っているというのが自然であると言えるが、米国経済の行方は引き続き最大の注目点と言える。すなわち、企業部門については、引き続き好調とみている。業況感をISM指数で見ても、低下基調にあると

はいえ、そのスピードは緩やかであり、また引き続き好不況の分岐点である 50 を上回っている。個人消費も、これまで発表された指標を見る限りガソリン価格の上昇にもかかわらず、総じて堅調を維持していると言える。先週に発表された 6 月の雇用統計は、市場予想を下回り、漸減傾向にあることを一層明確にしたが、それでも足許の水準は、潜在成長を労働力サイドで支えるレベルをやや下回る程度であり、こうした堅調とも言える雇用環境が続いているうちは、消費は思いのほか底堅いのではないかとみている。一方、物価については安心できない状況にある。6 月の C P I は来週の発表であるが、ガソリン価格は高止まっており、インフレ期待が払拭される状況にはない。こうした中で、先週末に F R B は利上げを実施した訳であるが、ややハト派的なステートメントも含めて市場はポジティブに受止めたようである。もっとも、利上げ打ち止め感が出ている訳ではなく、今後発表されるインフレ指標次第では、追加利上げによる景気のオーバーキルの可能性は、先程も申し上げたとおり、依然として存在すると言わざるを得ない。

国内物価についてはほぼ想定どおりと言えるのではないか。ヘッドラインは着実に上昇基調を辿っているほか、特殊要因を除くベースでも僅かではあるが、上昇が確認できる。もっとも、消費者物価指数に現われている上昇ピッチそのものは、実体経済の拡大ペースに比べ、依然として相当緩やかなものにとどまっており、6 月の東京都区部の数字が鈍化していることなどを考えても、ここにきてインフレ圧力が高まっているとは言えないと思う。但し、先般の日銀アンケート調査によれば、「将来の物価が上昇する」と回答した比率が大幅に増加し、その物価上昇幅も大きく上振れており、インフレ期待が高まりつつある可能性も窺えるという点については付言しておきたいと思う。

次に、金融市場については、依然としてボラタイルではあるものの、グローバルな株価調整の動きは概ね終了しつつあるのではないかと思う。北朝鮮のミサイル問題をはじめとする、地政学リスクなどを少しずつこなしながら、全体としては徐々に落ち着き始めているのではないかと思う。海

外市場の動向は無視できないが、実体経済面での足取りがしっかりしている限りは、我が国の株価の底割れリスクも大きくないと考えている。この間、金利面では、中期・短期金利は相対的にはやや高めになっているが、これは市場参加者の金融政策に対する見方を反映した動きの範囲内、ということと判断できると思う。

最後に、展望レポート中間評価であるが、少し端折るが、執行部提案のとおり「①」、「②」、「①」で良いかと思う。私から以上である。

#### 福井議長

以上で、各委員方から見解の表明を頂戴した。今回は、展望レポートに沿って経済・物価が動いているかどうか、中間評価も行う。これまで明らかになった統計、情報、その他のデータをもとに、「経済・物価情勢見通し」について、展望レポートで示したシナリオに本当に沿った展開になっているかどうかを確認することが、今回の討議の最も重要なポイントではないかと思う。そういう点で、各委員の話を伺ってみると、ほぼ一致して、少なくとも足許までの動きは展望レポートのシナリオに概ね沿った展開となっているということであった。この点についてご意見の不一致はなかったのではないかと受止めさせて頂いた。

まず世界経済であるが、米国経済は、このところ減速傾向をやや強めているということであるが、世界全体としてみると、むしろ地域的な広がりやを伴いつつ、経済の拡大が続いていると、こういう認識ではないか。中国も、引き続き内外需ともに力強い拡大を続けていて、4月の貸出基準金利の引き上げ、6月の準備率の引き上げに次いで、どういう調整措置を採るかが待たれているという感じであるし、ユーロエリアも景気回復のモメンタムが徐々に強まってきていて、ECBはさらに利上げの姿勢をかなり明確にしているという状況である。その他のエマージング諸国も、株価下落の中にあって、むしろファンダメンタルズがしっかりしているということが確認された。地域、国によって状況はかなり違うが、総じて見ればそんな様子ではないか。そうした世界経済の中にあって、改めてやはり米国経



済の帰趨というものが注目され、かつ短期的にリスク・ファクターとしての色彩をやや強めている可能性もあるというご指摘であったかと思う。住宅建設が減速傾向、連れて家計支出や雇用面でも増勢が鈍化しつつある。その一方で、物価については、コアCPIの前年比上昇率が2%を超えて推移していることもさることながら、労働需給の引締まり、原油価格の高止まりが続く中で、インフレ懸念が根強く存在していると認識されている。こうした状況が続いている訳であるが、上手く経済をソフトランディングの方向に、つまり米国経済についての標準シナリオに沿って、本当にこのシナリオどおりの経済をこれから実現していけるかどうか、不確実性が引き続き認識されている、という状況だと思う。　　の人達とも色々話をしてみると、成長率自身は+5%から緩やかに低下して先々一旦は+2%台に足を踏み入れるかもしれないけれども、それは短期間に終わって、3%台前半のポテンシャルティーターの方に収斂していくというイメージを語る人が多い訳であるが、そのプロセスの中でインフレ懸念はむしろ緩和されるという、ベストシナリオを実現するのにオプティマルな金融政策が、これからFedによって展開されるかどうか、そこが最大の注目点となっていると思う。さらに世界経済全体ということであれば、最近の地政学的リスクの高まりの中で、既にWTIベースで1バーレル70ドルを超える高値圏で推移している原油が、さらに市場の中でどういう刺激を受けるか、ひいてはそれが経済にどういうフィードバック効果をもたらすか、このリスク要因も引き続き十分注目をしていかなければいけない状況ということだと思う。

日本経済の方は、シナリオどおり展開しているということであるが、需要面では、輸出が引き続き堅調、そして内需、設備投資、個人消費ともに、均してみれば増加基調を維持している。設備投資、個人消費を比べれば設備投資の方がより堅調。2006年度の設備投資計画は、短観で見ても前回調査からとの対比でしっかり上方修正されている。一方、個人消費の方も増加基調にあるが、こちらの方は設備投資に比べるとやや堅調さが欠ける。中身を見ても、少しちぐはぐなところがある。勿論天候不順の影響もある

訳であるが、乗用車販売、スーパーの売上高、百貨店の売上高等々を見てみると、「物」の消費についてややちぐはぐになっている。一方、外国旅行取扱額などのサービス関連は、比較的着実に増加をしているということであるが、景気ウォッチャー調査等全体のマインド調査というものが先行きのシグナルとして、どれ程我々にウォーニングを発しているか引き続き注意したいということではないかと思う。

供給サイドからは、鉱工業生産は着実に増加している。そして、バランスという点では、在庫の状況が、鉱工業全体としては概ね出荷とバランスの取れた範囲内で動いている。この点も、目先急激に経済のバランスが崩れるリスクが少ないということだろうと思う。特に、やや荷もたれ感のあった鉄鋼、化学等の素材関連の在庫調整が進捗しているということがプラスの材料であるが、一方、IT関連は、微かに在庫調整のリスクを孕んでいるというご指摘があった。2004年に比べてもスケールが小さいという観測であるが、岩田副総裁からもご指摘があったとおり、米国の予想外の減速と結び付いた場合のリスクというものを、やはり十分にカウントしておかなければならないということだと思う。さらに、雇用・所得環境は、引き続き展望シナリオにほぼ沿った動きということで、労働需給を反映する諸指標が引締まり傾向を続けており、その中で雇用者所得は緩やかではあるが増加を続けている。これは、個人消費の背景として、底堅さを支えていく要因になり続けるだろうということかと思う。こういう状況であるので、景気全体の表現の仕方として「緩やかに拡大している。」と今回変更してはどうかという執行部の提案があった。マクロ的な需給ギャップをみると、長く続いた供給超過状態が解消して、需要超過状態に入ってきている。こういう局面の移行過程を自然に表現するという提案だと思う。情勢判断の上方修正とか、何か屈折した受取り方をされないようにというリザーベーション付きでということだろうと思うが、大方の委員のご意見も、多分そういうことであればということではなかったかと思う。この点は後程また議論して頂ければと思う。

物価情勢については、国際商品市況の高騰などから、C G P Iは上がっ

ている。一方、CPIの方は西村委員からも詳しい分析のご披露があったが、プラス基調を続けおり、今後もプラス基調が定着していく可能性が強い、ということで良いのかなと思う。もう一つ、金融面では、最近、銀行貸出が、銀行自身が緩和的な貸出姿勢を続けている結果として、伸び率そのものを、少し目立って高めてきたというのが最近の特徴ではないかと思う。資金需要の増加ということと裏腹の関係で、貸出が漸く動くようになってきたという、新しい現象とも言えると思う。なお、市場の方、特に株価を中心に5月の中旬以降世界的にボラタイルな動きがあったが、各国の経済のファンダメンタルズに大きな変化はない。株価の調整は、世界的な金融緩和が修正される過程での、市場等のリスク評価、リスク・アペタイトの変化に見合った修正が進んだという基本的な認識のご披露があったと思う。しかしそれでも、市場が完全に安定している訳ではない。様々なリスク・ファクターに対しては、非常にセンシティブなマーケットになっているし、マーケットが不規則に動く場合にも、また逆に実体経済に跳ね返す影響は、今後とも冷静に見極める態度が必要だ、というご指摘があったと思う。なお、中間評価については、各委員とも、実体経済は「①」、企業物価は「②」、消費者物価は「①」という点で、ご意見が一致していたのかなと思う。特に纏めた訳ではないが、私自身の意見も含めて、皆さんの意見を一応総括させて頂くとそのような感じではなかったかと思うが、重ねてご意見を頂戴したいと思う。景気ウォッチャー調査というのは、今までそう具体的に話題になったことがないが、調査統計局の方から、如何か。

#### 早川調査統計局長

まず景気ウォッチャー調査というのは、ご承知のようにそれこそタクシーの運転手から飲み屋のマスターから色々な人に聞いている統計であり、これが統計的に考えて景気の実態を映すかどうかということは実はよく分からない。実際導入された頃は、これはだめではないかという説が多かったが、結局数年間動向を見てみると、それなりに経済の様子を上手く

現わしているの、理由はともかく、やはり注目しようというのが、今エコノミスト業界の大体一般的な見方ではないかと思っている。そういう意味でみると、やはり足許は、それ程悪い数字とは思わないが、少しだれてきていて、それも具体的に見ると、少し家計周りが弱いという感じがある。それから地域別に見ると、先般の支店長会議によく似ているが、北海道が物凄く悪くなっていて、実は東北は割としっかりしているということもあり、理由はともかくそれなりに注目すべき統計だということだと思う。なかなか景気ウォッチャー自身についてのコメントは難しいが、先程来の皆さんがご指摘されたように、やはり足許のところは個人消費周りの弱さが少しあり、その背景をどう考えるかということだと思う。間違いなく天気は影響している。この分は一過性であると思う。それから株価の話は、過去からも例えば消費動向調査、あるいは景気ウォッチャーも若干そうかもしれないが、こういうものに影響される傾向があるので、それもなにがしか影響しているということ間違いなさだろうと思っている。私は、元々主に天気及び株価のように考えていたので、それ程心配することはないと思っていたが、実は資料発出後、例の消費動向調査の物価の動きを見て少し気になっている。どういうことかと言うと、我が社の生活意識アンケート一個だけだったら、まあイレギュラーかなと思ったが、二つの統計で同じような動きが出ると、やはり皆の頭の中にある物価のイメージが少し変わってきている可能性がある。それと前から申し上げている、名目賃金がなかなか上がらないということと合わせると、これはひょっとすると、一部の人達の実質賃金というような意味で、マインドに影響してしまう可能性があるかなということ少し考えている。マクロで考えると、人数が増えているので雇用者所得が増えているので、問題ないはずであるが、人によるという感じになろう。例えば、先程の西村委員のお話の関係で言えば、確かに業績の良い大企業でボーナスが増えていけば、これは恐らく高所得の人なのでまあ良い。それから逆に低所得と言うかいわゆる若年層で、従来なかなか定職に着けないという人達にとっては、雇用環境の改善であるから恐らく恒常所得はかなり上がっているかと思う。ところが逆に、割と

普通の人達について見ると、賃金は上がっていない。物価は、少なくともマインドに影響するのは、CPIよりも彼らが認識している物価であるので、そのところが不連続に変化しているとすると、少し影響している可能性がある。先程の西村委員は、家計調査を例に挙げられていたが、家計調査で最近所得が弱い一つの理由は、妻の所得が弱い。であるから、人数が増えていけば良いが、働いている人数が変わらない家計について言えば、賃金は上っていない。物価のイメージは上がっている。少し辛くないか、というのが若干影響している可能性のようなものを頭の片隅に置いた方が良い。勿論このマクロの消費は、例えば雇用環境が良くなって若者が使ってくればそれはそれで回っていくが、意識調査を読むうえでは、単にお天気と株と言わないで、その辺も少し意識した方が良いかもしれないと思う。

福井議長

早川調査統計局長に尋ねたのは、ウォッチャー調査に加えて、実は今のアンケートのことも聞きたいと思っていたからである。つまり我々が普通に考えていることに照らし、今おやっと思うことは、ウォッチャー調査とあとは特にインフレ期待についてである。我々は、世界的にそうは言ってもやはりインフレになりにくいとか、企業は世界的に価格転嫁に苦しんでいるとか、日本のCPIも西村委員のように細かく分析しても急に上がるなどという感じが出ないといった認識を持っているので、なぜという疑問がどうしても残る。特に+2%と言われると、我々の中長期的な物価安定の理解の上限まで一挙に行ってしまう話である。こういうアンケート調査というのは、過去にもこれ程の意外な答えが出るということがあったか。

早川調査統計局長

元々アンケート調査というのは、当然たまたまどういう人をサーベイしたかによって答えが変わってしまうので、そういう意味で、例えばこの間の生活意識アンケートは、最初の段階ではたまたまそうだったとってい

たが、先程のウォッチャー調査が出て、それからまた消費動向調査が出て、消費動向調査の物価のところがああいう動きをしていた。色々な統計が、それなりの何か共通点を持っているとすると、そこには何か単なるフロックでない変化が起こっている可能性があり、資料を提出した後に色々なものが出てしまったので、今少しそれを頭の片隅で考えている。マクロの消費が凄く大きく影響されるとは取り敢えず思っていないが、ただやはり人々の意識だと思ふし、消費者の物価観が変わったから、インフレ率がどんどん高まってくるとも思わないのだが、それはそれで色々な面に、消費面にも価格面にもそれなりの影響が出てくる可能性があるので、色々な意識アンケートを組み合わせただ中でどういうストーリーが出てくるか、今後また考えなくてはいけないことかなと思っている。

#### 福間委員

もう少し身の回りの、例えば煙草が値上がりになったとか、ガソリンが高くなったとか、ティッシュペーパーだとか、そういう感覚的なものがメインではないか。私はそう思っている。

#### 早川調査統計局長

多分そうだと思う。やはり意識アンケートのようなものは、どうしても購入頻度の高いものに影響されやすいというのはよく知られている。そうするとガソリンなどもそうであるし、煙草も6月までは上がっていないが上がると皆知っていたし、ティッシュペーパーは実はまだ上がっていないが、新聞で報道されていた。若干そういったものが重なったので、少し大きく動いたという面はあると思うが、それにしてもそれはそれで変化なので、だから関係ないという訳でもない。

#### 須田委員

実際に私は生活意識アンケートの数字をチェックしているが、回答を見ていると+5%だの、+10%だの、+20%だの、+80%だの極端な数字が

ある。こうした極端な数字をある程度割り引いていくと、+2%まではいかなないと考えて良いと思うが、前回に比べてやはり+0.5%以上は上がっているなど見ている。

#### 早川調査統計局長

昨日雨宮企画局長から報告があったが、やはり消費動向調査も+2%から+5%のゾーンのところが割と不連続に増えている。繰り返しになるが、一個のサーベイであまり色々なことを読み取らない方が良いが、複数のサーベイで似たようなことが起こったら、何か起こっていると考えた方が良いと思う。

#### 西村委員

一般にサーベイのデータは、レベルはあまり強調しない方が良い。変化である。このところであれだけジャンプがあったということは、何かの変化があったということで、それがどれ位かは我々はなかなか汲み取ることができない。欧州の数字を見ても、変化はかなり上手く合っている。レベルはあまり合っているとは思えない。

#### 野田委員

この種のサーベイというのは他にもあるのか。

#### 早川調査統計局長

サーベイ自体は沢山あるが、色々なサーベイによって質問項目が全部違うので、例えば、私共が毎月お示している、消費動向調査と生活不安度調査と日経の景気予測調査を使っているが、まだ他に電通のものとか色々なものがある。取り敢えず代表的なものを見たうえで、最近の変化というと、DIは少し悪化。また、物価観を聞いているものに関してみると、割と変化している。仮にそれを結び付けて考えると、賃金が上がらない中で、何か影響しているかもしれないということである。それ以上のことは、なか

なか推測の域を出ない。

#### 福井議長

堀井理事に伺いたいのだが、アメリカ経済のソフトランディング・シナリオ実現の可能性について、アメリカの中でFed以外の人達がどう見ているか。それからアメリカ以外の人達がどう見ているか。先程のメインシナリオを崩してはいないけれども、短期的なリスクが少し強まっているという我々の認識が、他の人達のアメリカに対する見方と比べて如何か。

#### 堀井理事

実は、先月も同じような議論があったが、見方が分かれている。先程、岩田副総裁からJPモルガンの話があったが、JPモルガン、パークレイズといった銀行系のエコノミストは、景気拡大のモメンタムは非常に強い。従って、利上げを伴いながらも拡大、インフレ懸念を伴いながら拡大していくというシナリオを書いている。他方で、ゴールドマンサックス、メリルリンチといった証券系のエコノミストは、どちらかというところスローダウンをかなり強くみている。3か月、4か月前位に比べると、来年度半ば位の経済の着地のところの見方が分かれている。それが市場の気迷い感を生んでいるのだと思う。ただ、実は　　の人と話してみると、　　はそういう市場の見方に　　が当惑している。むしろ、バーナンキ議長が数か月前に議会証言をされた時のシナリオ——スローダウンでポーズという言葉が使われた時であるが——から、　　での経済の予測はあまり変わっていないし、その後の色々なデータをみても、　　がみていたように出ているという感じを持っている。そういう意味では、この先もこのままに行けばソフトランディングするだろう、先程総裁からお話があったような理想的な展開で行けるだろう、と今も標準的には思っている。ところがコミュニケーションがなかなか上手くいかずにポーズと言ってみたり、いやそうではないと言ってみたりという中で、市場がそれに過敏に反応しているおかげで、



にお話を伺っても、市場が気迷いをしてくれないのであれば、本当は5.25%とかせいぜい5.5%位でももうスローダウンしていくのではないかと、という気持ちは持っているが、足許の物価が、これも先程議論が出たが、+0.2%でいっても前年比は上がっていくとか、そういう統計的なことで、          のクレディビリティが試されることに、非常に不愉快とまで言わないが、居心地の悪さを感じているということである。であるから、19日に上院でバーナンキ議長が証言されるが、ここでそういう気迷い感を払拭して、Fedがそれなりに自信を持って経済運営に当たっているという印象を、どのようにして与えていくかというのが一つのポイントかなと思っている。それからヨーロッパのエコノミストがアメリカをどう見ているかという点は、これはほとんど同じである。ヨーロッパも日本もグローバル・マーケットの中で、色々な意見が出ている訳である。ヨーロッパ経済自体については、やはりそのモメンタムが非常に強いというようになってきている。我々も、基本的には構造調整圧力があるので、アメリカ並みの潜在成長力に上がっていく訳にはいかないが、然は然りながら、元々は輸出から始まって、企業収益、設備というように、拡大がしっかりと定着しているという感じをエコノミストが持っているので、どちらかというところ、ここ数か月の動きは上振れの的かなと思っている。構造調整圧力が一方であるが、やはりあれだけ派手な——去年のヨーロッパのM&Aの金額というのは既往ピークであり、今年もまだいくだろうと言われてい——動きがあれば、いずれ構造調整も進んでいくだろうという期待感が、ここにきて急に出てきているのだと思う。M&A自体が、そういう期待と表裏一体に動いていると思う。ということで、世界全体を見て、必ずしも下方リスクが高まったという訳ではなく、見方が分かれているというところが最近の特徴かなと思っている。

福井議長

西村委員がおっしゃった、ITデバイドのような話は、多少早い遅いの

差はあれ、企業部門の収益が順調に家計部門に還元されるという我々のメインシナリオに、何か楔を打ち込むような感じになりそうか。

西村委員

そうなってくると困るが、恐らくそこまでは行かないと思う。ただ、最初考えていたような従来型の自然な染み出し効果が——ダム論というのがあるが——、然程大きくない可能性は出てくると思う。そうすると、個人消費の動向は高所得者の動向に依存することになるが、高所得者層は、株価の動向等に依存するので、それに結構振り回されるような経済運営を迫られる可能性がある。その辺を注意しなければいけないなと思っている。それからもう一つは、やはりアメリカでそういうことが起こっても消費が増えたのは、個人金融というか、特に住宅のホームエクイティローンが——やり過ぎは困るが——発展しているためである。他方、日本ではあまりにも発達していないので、その辺のところをきちんとした形で、リバースモーゲージがきちんとできるような仕組みなどができていかないといけないが、なかなか長期的な仕組みの設定は難しいのではないかなというのが私の印象である。少し加えると、昨日出ていたワイヤーでは、政策投資銀行の大阪支店が調べたものによると、正社員を思った程増やさずに、パートを増やしていることが出ている。それが所定内給与の伸びとどう絡んでいるか難しいところがあるが、企業の業績の好調さが家計部門に、従来と同じような形では、思った程染み出してはいないことを表わしていると思う。ただ、デジタル・デバイドまでいくかどうか。

福井議長

そこまではいかないか。

西村委員

I Tは、今は非常に需要が強い。これに対応する労働者がいない訳である。そうかと言って、他に需要が回っている訳でもないという形で、ミス

マッチが非常に増大していることが客観的に出ている。これにどういう形で対処するかについては、企業も政府も同じ形で対策を迫られていると思う。

福井議長

他に如何か。

岩田副総裁

若干補足して宜しいか。アメリカの Fed の議論であるが、前回金利を上げた時に、確かサンフランシスコ連銀とカンザスシティー連銀は、公定歩合を上げなかった、追随しなかった。つまり連邦準備の中でも、多分地域的な違いもある程度反映している可能性はあると思うが、セントルイス連銀とかシカゴ連銀とか、かなり強くインフレ懸念をなるべく早く抑え込む方が良いという見方と、やはり少し減速の方が心配になってきているからそちらに早めに対応すべきだ、物価の方は、そのうち時間を置いてピークアウトするであろうという見方と、幾らか内部の意見も分かれているというか、多様な意見が存在するのではないかという印象を持っている。だが、全体としては、グリーンSPAN前議長の時3回利上げを行って、1989年、1990年、1999年、2000年と、結果的には2回はリセッションとなってしまった。1994年、1995年はならなかったが、今回はそちらの方で何とかいけるのではないかと皆さん恐らくお考えになっているのかな、というのが一つ。ただ、歴史的な経験から見ると、12回の利上げ局面のうち8回はリセッションになり、その時の平均の実質フェデラル・ファンド・レートは3.4%であった。今後フェデラル・ファンド・レートが6%まで上がるようになると、どうもそれを超えてしまい、そこまでいくと、やはりリセッションのリスクがその分だけ高まるのかなと個人的には思っている。それから、物価の意識調査で上がっているというのは、私の身近なところで言うと、近くのお風呂屋さんが2か月位前に400円から430円になった。つまりエネルギーの二次波及というか、アメリカでもじわじわ効いている

と思うが、日本もどうもセカンド・ラウンドが少しずつ染み出てきて、それが身の回り品の物を少し上げ始めていて、それが意識調査のところに多少出てきているかなという印象を持っている。それからユーロは、足許は確かに強いが、今は、付加価値税の引き上げに伴う前倒し需要みたいなものが多少はあるかもしれないし、ワールド・カップで非常に意気が上がっているのだから、来年は大丈夫かなという感じである。個人消費は、日本もワールド・カップがあったので、外出が多少は減って、しかも日本は早く負けてしまったので心理的にマイナスに作用して、ダブルでマイナスに効いたかなという感じもあるが、ヨーロッパはちょうど反対になっているのではないかと思う。一時的ではあるが、消費者心理にはそれなりの影響はあるかなと思っている。

福井議長

も、この前のB I Sの会議で、ドイツはワールド・カップは優勝ということで織り込んで、そして来年は消費税でかなりダウンサイドであると言っておられた。だが優勝までは行かなかった。

水野委員

ブンデスバンクの高官も、3%という幅はかなり大きいと公式に言っている。先程も少し言ったが、岩田副総裁もおっしゃられたように、ホーニツク氏はかなりアンコンファタブルと言っている。全会一致だけど、反対はしないがアンコンファタブルという言い方をしている。イエレン氏は、この間お会いした時には聞けなかったが、多分アンコンファタブルであろうと思う。歴史的に、シカゴ連銀はいつも高を括っているところがあると思う。ただ、バーナンキ議長は、インフレファイターとかインフレターゲット論者であることを考えると、どうしても足許の物価に目が行きやすくなってしまうというのが私のゲスである。残念ながら、足許は物価だけを見ているとなかなかターゲットまで下がってこない、というのが今年の状態なので、もう少し景気がスローダウンしないと、今堀井理事がおっ

しゃったように、恐らく景気が想定どおりだとインフレが想定どおり低下してこない、期待するところまで落ちてこないということになる。マーケットが見ているよりも少し高めのところはFFレートを持ってくる可能性はあるのではないかなと思う。その点からもアメリカの株はあまり強気になれないので、その影響を受けて日本の株価も頭を抑えられるということは少し覚悟しておいた方が良くないかなということを先程申し上げた。

西村委員

一点だけ追加したい。サーベイデータの結果と、それがそのとおりに価格の上昇に繋がるかということの間には、ワンクッションある。つまり、サーベイデータを見て、企業が自分の価格を上げるというチョイスまで行くかどうかということである。そのまま入れてしまうのは非常にまずい。企業の側からすると、今まだ上げられない状況がまだ恐らく続いているので、それがどうなっていくか見極めることは非常に難しい時期だと思っている。

福間委員

例えば、新聞報道だが、松下なども10%コストカットという対応になってしまう。やはり値段を上げられないから、生産性の上昇で吸収しようとする。

福井議長

それでは討議を一応ここで締め括る。11時ちょうどから再開する。

(10時50分中断、11時00分再開)

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

宜しいか。会議を再開する。次は、当面の金融政策運営に関する討議に

入りたいと思う。改めて各委員からご意見を表明して頂きたいと思う。次回決定会合までの金融政策の運営方針について、お一方5分ずつ位でご発言頂きたいと思う。先程と同じ順番で水野委員から願います。

#### 水野委員

当面の金融調節方針についてだが、まず無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を0.25%前後とする。それから、補完貸付金利を0.5%に設定する。三番目として、長期国債買い切りオペは、当面これまでと同じ金額、頻度で実施することを提案する。今回のMPMでゼロ金利を解除すべきであると判断する理由だが、以下のとおりである。第一に、前回6月のMPMで、ファンダメンタルズからはゼロ金利を直ちに解除できる要件は備わっているとコメントしたが、その後の経済・物価情勢も、先程皆さんと議論したが、「展望レポート」で示した見通しに沿っているということである。第二に、このような状況下でゼロ金利を維持し続けると、将来的に経済・物価の変動を大きくするリスクがある。第三に、5月下旬にGCレポ・レートの上昇をきっかけに、一時的にコールレートが上昇したが、今回の積み期間に入ってから、コール市場は若干落ち着きを取り戻している。第四に、7月のゼロ金利解除は金融市場で確実視されており、政策変更を見送った場合、サプライズとなり金融市場が混乱する可能性が高いと思われるからである。さて、補完貸付金利の水準をどこに設定すべきかについて検討する際、個人的には目先の短期金融市場の反応よりも、フォワード・ルッキングな視座が必要だと思っている。すなわち、次回の利上げまでに予想される短期金融市場の動向、これについては利上げがいつか、何回先かは分からないが、フォワード・ルッキングな短期金融市場の見方、それから金融調整上のフレキシビリティの確保を重視すべきだと思う。ゼロ金利解除後も無担保コールレート（オーバーナイト物）と補完貸付金利のスプレッドを現在の10bpに置くと、金融調節上、以下のような問題が生じる。第一は、例えば、ある外銀が補完貸付金利で巨額な資金を調達した場合、不要分はいずれはコール市場に放出されて、都銀や地方

銀行の手許にいく可能性があるため、積み期間中の個別金融機関の準備預金残高の進捗度合い、そして全体の資金需要が我々から見て予測しにくくなる。第二に、ロンバート型貸出が頻繁に利用される可能性があり、本行が目指す市場機能の回復が遅れることになる。第三に、ゼロ金利解除は、異例な金融政策の正常化に向けた措置であると解釈されずに、日本銀行は引き続き危機対応モードであると、間違ったメッセージと受止められるリスクがある。補完貸付金利の水準の候補として、40bpと50bpの二つの選択肢があり得ると思う。仮に、40bpに設定した場合だが、F B 3 か月物の金利水準からみて、大半の市場参加者が織り込み済みのため、ゼロ金利解除後もG Cレポ・レートが跳ね上がることは想定できず、ゼロ金利解除が債券市場にネガティブな影響を与える可能性はないと思われる。まだ短期金融市場の機能改善の余地が残されている中、両者のスプレッドを25bpに拡大させるには、2回目の利上げ以降まで持ち越しても良いのではないかという見解も理解できる。もっとも、次回の利上げを織り込む局面で、補完貸付金利がターム物金利よりも低ければ、市場からではなく、日本銀行から安易に資金調達するモラルハザードが発生する可能性が高いこと、50bpに設定するケースに比べて、市場機能の回復が遅れる可能性が高いこと、という問題点がある。一方、補完貸付金利を50bpに設定した場合だが、G Cレポ・レートが一時的にせよ0.35%~0.45%程度まで上昇する可能性があるため、短期的にはF B、T Bの金利のみならず、国債イーールド・カーブ全体に金利が上方修正する可能性は否定できない。ただ、その後、G Cレポ・レートが安定してくればF B、T Bや国債に相当強い買い戻し圧力が掛かってくるはずである。ゼロ金利解除後、コール市場の取引は増加し、レポ市場の参加者も増えるはずである。メガバンクは無担保コール市場での資金調達意欲を強め、その資金をレポ、コール、C Dなどターム市場へ資金放出するか、あるいはF B、T Bを購入するなど運用を積極化させるはずである。ゼロ金利解除後、G Cレポ・レートは概ね0.3%~0.35%で落ち着くのではないか。メガバンクが裁定を働かせることにより、現在、5bp~10bp程度もある無担保コールレート（オーバーナイト物）

とGCレポ・レートのスプレッドは縮小するはずである。その結果、無担保コールレート（オーバーナイト物）は安定に向うことが見込まれる。いずれにせよ、補完貸付金利をどの水準に設定するかはテクニカルな問題だと思う。短期金融市場において、ゼロ金利解除後の補完貸付金利の水準について議論が盛り上がったのは、実はGCレポ・レートが急騰した5月末である。短期金融市場及び債券市場に安心感を与えるには、今後の金融政策運営について、経済・物価情勢が展望レポートに沿って展開していくと見込まれるのであれば、展望レポートで述べたゆっくりと金利水準の調整を行うことができるという、いわゆるフォワード・ルッキング・ランゲッジを盛り込むことで対応するのが筋だと思う。以上を纏めると、補完貸付金利と無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標とのスプレッドをミニマムな一回の利上げ幅と見込まれる25bpに拡大させることが適切だと思う。また、短期金融市場はまだ機能回復と規模拡大の途上にあるため、利用日数に関する臨時措置は当面継続することで良いと思う。海外の中央銀行でも、利用日数に制限は設けず、ロンバート金利を高め設定することで利用頻度を抑制しようとしている。例えば、皆さんご案内のとおりだが、FRB、ECB、イングランド銀行はロンバート金利を政策金利+100bp、スイスは政策金利+200bpとしている。補完貸付金利を0.5%と設定することについて、第一に、金利機能の回復を促すためである。第二としては、無担保コールレート（オーバーナイト物）が25bpの際、補完貸付金利は50bpの方が政策金利体系としてはバランスが取れていると判断した、という説明が適切だと思う。量的緩和政策の枠組みを変更した3月9日、当面の金融政策運営の考え方として、「先行きの金融政策運営としては、無担保コールレートを概ねゼロ%とする期間を経た後、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に調整を行うことになる。」とした。ゼロ金利解除後もこの考え方を基本的に維持することで良いと思う。しかし、FRBの金融引締めが最終局面にあるとの見方が有力な中、日本銀行が小刻みでゆっくりと金利調整を行うことを必要以上に強調した情報発信をしてしまうと、年内の利上げは7月で終わりと解釈され、長期金利が



ファンダメンタルズに反して低下し過ぎる可能性がある。債券市場では、ゼロ金利解除後の金融政策運営において、本行から金利調整はゆっくりと行うという方向性が打出されるとの見方から、本日、12日は中短期債、昨日は長期、超長期債が主導する形で長期金利が低下していたし、本日も株価下落を受けて長期金利は急低下している。仮にゼロ金利解除後、追加利上げは当分ないとの見方が強まり過ぎた場合、個人的には、実質金利はなおもマイナスで推移しており、金融政策は引き続き緩和的である。今後の金融政策運営は、データ・ディペンデンス、経済統計次第である、金融政策面からの刺激効果は一段と強まり、中長期的にみると経済活動の振幅が大きくなるリスク、資産価格インフレが発生するリスクには留意する必要がある、といったような情報発信でバランスをとっていくつもりである。さて、話題を少し変えるが、つい先日まで福井議長の資金拠出問題がネックとなり、日本銀行の金融政策判断が縛られるのでは、という指摘が金融市場でも大勢を占めようとしていたが、今ではそのイシューと金融政策運営は別問題であるというように、市場参加者は解釈している。しかし、金融市場は、ゼロ金利解除を控え、状況を取り敢えず整理したに過ぎない。また、本行として良好なファンダメンタルズ、金融市場の安定という絶好の環境を、単なるゼロ金利解除のチャンスとしてのみ捉えるのは若干物足りなさを感じる。すなわち、中央銀行が本来どのような役割と責任を追っているのか、日本銀行のトップである総裁に求められる資質とは何か——総裁は資質を十分満たしていると思うのだが——、それから三番目として、総裁のリーダーシップはどのように発揮するのか、という三つの本質的な問いに答えるチャンスであると思う。日本銀行が現在のピンチをチャンスに変える発想を持てれば、総裁の資金拠出問題に端を発した、いわゆるクレディビリティ・テストに本行は何とか合格し、金融市場からの信認はさらに高まって、金融市場の正常化という大事業を成し遂げることができるのではないだろうか。以上である。

福井議長

春委員から願います。

春委員

では申し上げます。次回会合までの金融調節方針としては、ただ今水野委員からご提案があったように、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を0.25%に引き上げることが適当と考える。理由を三点申し上げる。まず第一に、日本経済は、4月展望レポートの見通しに沿って着実な回復を続ける中、足許の設備稼働率や労働需給などからみて、デフレ・リスクが着実に後退する一方、コアCPIのプラス定着により、ゼロ金利による金融緩和効果がさらに拡大する状況となっていること。また、第二としては、当預残高の削減がほぼ終了し、市場参加者の体制整備も進み、金融市場局による、国債発行に合わせた先行的供給オペや随時の即日供給・吸収オペなど、肌理細かいご努力もあって、市場における取引も活発化して、徐々に金利機能の回復も見られていること。さらに第三として、大方の市場関係者やマスコミも、7月のゼロ金利解除を予測している状況にあることである。以上、三つの理由から、この時点で、これまで長く続いた異例のゼロ金利から、ワンランクアップのプラス金利に引き上げ、金利正常化に向けて徐々に調整を行う局面に入っていくことが適当と考える。

また、補完貸付の金利については、現在のコールレートとのスプレッドを継続する0.35%の案と、スプレッドを拡大して0.5%とする案、さらに、中間案として0.4%の3案が考えられる。このうち、水野委員がご提案された0.5%とする案については、通信社による市場関係者の予測調査では大勢を占めたということもあり、市場機能の回復を促す観点からは望ましいという面もあるが、5年以上に亘ったゼロ金利の解除に当たっては、この際、慎重なプロセスが必要と考える。一方、0.35%の案については、市場機能の回復や円滑な市場調整上、問題があるということでもあるので、今後のスプレッド正常化の方向性を示す意味からも、中間案の0.4%とす

ることが適当と考える。

なお、市場機能の回復がなお道半ばであることから、補完貸付の利用日数の臨時措置は当面継続することとし、また、長期国債の買い入れについても引き続きこれまでと同じ金額、頻度で実施していくことが良いと考える。引き続き市場の状況をよく見ながら慎重な調節運営をお願いしたい。

また、今後の金融政策については、現在デフレ・リスクが後退している一方で、特にインフレ・リスクが高まっている訳でもない状況にあるので、4月展望レポートで述べた政策金利を概ねゼロ%とする期間の後も、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が当面維持される可能性が高く、また、そうしたプロセスを経ながら経済・物価情勢の変化に応じて徐々に金利水準の調整を行うという基本方針を維持することが適当と思う。市場においても、政策金利のパスについて今回を含めて年度内に2回の利上げを予想する向きが多いようであり、展望レポートのメッセージはそれなりに浸透しているように窺えるが、今後とも利上げを急ぐことなく、慎重に進めていく姿勢を明らかにするため、展望レポートで示したメッセージを継続的に発信していくことが重要と考える。以上である。

福井議長

武藤副総裁からお願いする。

武藤副総裁

次回までの金融市場調節方針については、先程申し述べたような経済・物価情勢を前提にすると、無担保コールレート(オーバーナイト物)の誘導目標を0.25%に引き上げることが適当であると考えている。

経済・物価情勢が着実に改善していることから、金融政策面からの刺激効果は次第に強まってきているということである。こうしたもとで、ゼロ金利を今後とも継続すれば、結果的に将来の経済・物価が大きく変動してしまう惧れがある。今後とも経済・物価が望ましい姿で推移していくためには、ここで政策金利の調整を行うことが適当であると考えている。その方が

景気が長持ちし、長い目で見て物価の安定と持続的な成長に繋がっていくということだと思う。従って、今回の措置は、足許の過熱を抑え込むといったことではなくて、むしろ長い目で見て経済・物価の振幅を小さくすることによって、日本経済の成長を支えるための措置であるという考え方をよく説明する必要があると考える。

次に、コールレートを 0.25% に引き上げる場合、補完貸付の適用金利も引き上げる必要があるが、この点について申し上げたいと思う。足許の短期金融市場の状況を見ると、レポ・レートの高止まり等を背景に、多額の補完貸付が恒常的に利用される状態が続き、市場における自由な金利形成の面からは、現行のスプレッド 0.1% はやや窮屈な状態となっている。一方、量的緩和政策の解除以降、市場機能は徐々に回復してきてはいるものの、なお道半ばであって、引き続きコールレートの安定的なコントロールに配慮する必要がある。市場における自由な金利形成という点を重視すれば、ここでスプレッドを 0.25% に拡大する方が自然であるし、大方の市場参加者の予想もそのようになっていると理解している。しかし、今回は量的緩和政策解除後、初めての政策変更であり、市場動向を慎重に点検しながら調節を進める必要があると考える。ここはコールレートの安定的なコントロールと市場の安定に最大限配慮して、スプレッドの拡大幅は 0.15%、従って、補完貸付の適用金利は 0.4% に抑えるということが良いのではないかと考える。利用日数の上限についての現行の臨時措置を継続する、というのは、これはそれで宜しいかと思う。

次に長期国債の買い入れだが、引き続き先行きの本行の資産・負債の状況などを踏まえつつ、当面はこれまでと同じ金額、頻度で実施していくという方針で宜しいと思う。

本日、政策変更が決定される場合には、日本銀行が利上げを急いでいるといった誤った印象を与えないようにすることが、これまでと同様に極めて重要である。3月の量的緩和政策の解除以降、我々は先行きの金融政策運営について二つの考え方を繰り返し説明してきた。第一は、経済・物価情勢が展望レポートの見通しに沿って展開していくと見込まれるのであ

れば、政策金利の調整は、経済・物価情勢の変化に応じて徐々に行うということである。第二は、この場合極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が当面維持される可能性が高いということである。この4か月間、市場では先行きの金融政策運営に関する思惑がかなり振れた時期もあったが、我々が粘り強くこうした説明を続けてきた結果、市場も我々の考え方を共有するようになってきており、この間の情報発信は上手くいっていると考えて良いのではないかと思う。従って、こうした市場の理解の浸透をさらに確実にし、市場の安定を確保するためにも、我々のスタンスに変わりが無いことを引き続き説明する必要がある。この点は後で議論されると思うが、対外公表文にしっかりと明記することが必要であると思う。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

まず、中心レートを概ねゼロ%から概ね0.25%に引き上げるということに賛成する。その理由は、現在、日本の経済はメインシナリオのとおりに移りつつあり、経済が正常に戻りつつある過程にある。経済が正常に戻るプロセスにおいて、金利の機能を十分に回復するということが、あるいは金利体系自体も次第に自然なものに変わっていくということは、自然なことであり、かつ、中長期的な観点から見て、経済成長をサポートするという意味からも重要であると思う。ただし、短期的な先行きのリスク、これは今日も株価がかなり動いているが、あるいはオイルの価格も相当上がっており、先行きの不確実性というようなことは十分考慮しながら、この先の政策運営を行っていくということが求められているのではないかと思う。なお、この金利を引き上げることについて、一部に過剰投資のリスクがあるのではないかという議論もあるのだが、今の段階で過剰投資のリスクを強調する必要はないのではないか。特に今現在、日本経済はマク

口的に見ると潜在成長率がやや修正過程というか、少し上の方に修正されていると思う。そういう過程では、しばしば潜在成長率の正確な計測が難しく、昔は過小評価をしてしまった——これは1980年代前半もあったように記憶しているが——ということも考える必要がある。支店長会議でも、中小企業の設備投資の行動というのは需要予測を厳しく見積もって、投資額をキャッシュ・フロー内に抑えるなど、身の丈に合った投資スタンスを維持しているというような報告もあって、過剰にやろうというような企業は、あまりないのではないかと思う。私は仮に、過剰投資の問題が本当にあるとすれば、それはむしろ相対価格、あるいは部門間の資源配分の問題として、偏ったところに投資が行き過ぎる——1980年代のバブルもある程度そうだったと私は思うが——ことではないかと思う。ビル・ホワイト氏は、ハイエク氏の議論を引っ張り出して、相対価格の問題、つまり一般物価水準が安定していても相対価格に何か歪みが生じてしまうと、金融政策上も決して無視はできないのではないか、ということをおっしゃっているが、資産価格が持っているシグナル機能というか、歪んだ資源配分に対する警告というか、そういうものはやはりよく注意する必要があるのではないかと思う。一般物価水準の動きとは別の話として、そうしたリスクを、それなりに考える必要があると思う。ただ、中長期的に過剰投資のリスクがあるかどうかということ、今の予測期間を超えた4年～5年位のタームでみたオプティマル・ポリシー・プロジェクトで点検することも重要だと思う。例えば、仮にゼロ金利をずっと続けると、どういう姿になるのか、投資と消費のバランスがどういう形になるのか。部門間の資源配分がどのように歪んでしまうのか、といったことを、明示的に示すということが必要なのではないかと考えている。それから、その先行きの利上げのテンポについて、先程水野委員は「あまりゆっくりし過ぎるというメッセージを送るべきではない」とおっしゃったのだが、私は若干違った感触を持っている。政策委員一人一人のベスト・プロジェクトというのは、多分違うと思う。早め早めで少し早く上がった方が良いとお考えになる方もいらっしゃるかもしれないし、少し慎重に見極めながら、と考

られる方と、そこは幅があるというように理解している。先日、スイスにおける経験を伺う機会があった。スイスは、2004年から一時的なデフレであったが、そこから抜ける過程で、0.25%が一番低い金利で1%に上がるのに1年半位プロセスが掛かっている、しかもマーケットのフォワード・レートが示唆するより実はかなり遅れて調整をしていた、というような経験を興味深く伺った。日本では、半年に1回程度、あるいは年度内2回程度というようなことが大体マーケットのメインシナリオであるというように私は受取っているのだが、それが私のベスト・フォーキャストというか、そういうものにほぼ近いと思っている。ということで、先行きについて、水野委員とは若干見方が違うのではないかと思っている。勿論、先行きの政策金利を考えるうえでは、当然これから出てくる経済次第、データ次第というところがある訳だが、日本の国内をみると、考えるべき点が二つ程追加的にあると思っている。まず、中立金利の議論というのは、今あまり表面に出すのは得策ではないと思っているが、ただ、そういうものを考える場合には、日本が財政再建の途上にあるということ、それからやはりアメリカをはじめとする他の国と日本の置かれたビジネスサイクルが若干違うということ、また、為替レートはやはり上がっていく方向にあるということも——今は非常に落ち着いているが——考える必要がある。それから、先程水野委員もお触れになったが、長期金利について、アメリカと同じようなコナンドラムが日本について起こるのかどうか。ここは言葉を変えて言うとターム・プレミアムがどの位動くのかについて、よく点検する必要があるのではないかと思っている。場合によっては、私はアメリカに近いことがあっても、そんなにおかしくないと思っているが、これも金融政策の効果を考えるうえで、重要な論点ではなからうかと思っている。それから基準貸付金利については、過去の歴史を見ると導入決定時点で0.35%で、中心レートとのスプレッドを見てみると、0.1%だったのが途中で0.25%になり、色々なプロセスを経て現在の0.1%ということになっていると思う。既に多くの方が触れられたように、中心レートといわば上限の金利のスプレッドは100bpである国が多い。しかし、オースト

ラリア準備銀行では、25bp だというようなことも言われている。補完貸付に常習的に依存するのは、やはりあまり健全ではないので、そうしたことも考えると、仮に中心レートが0.25%であれば基準貸付金利は0.5%という方が自然だということは言えようかと思う。その一方で、レートの変化を考えると、中心レートは概ねゼロ%から0.25%へと25bp動く訳だが、0.5%に上限レートを動かすと0.1%から0.5%へと、つまり40bpとややジャンプするというインパクトがあるのではないかと思っている。そうしたことも考えると、0.4%とすることには、マーケットの機能を回復することを妨げない、しかも次回の利上げはそんなに急いでいないという、非常に間接的なメッセージだとは思いますが、完全に正常なところまで行くまでのまだ途上にあるというメッセージを送るという意味はあるのではないかと思う。それから公定歩合という言葉が氾濫しているのだが、公定歩合という言葉の方に一般の方の目がいつてしまわないように、基準貸付金利だということを明瞭にマーケットに伝える必要があるのではないかと思う。さらに技術的な点を申し上げる。中心レートを公表後直ちに適用する一方で、この基準貸付金利については、翌日適用ということも勿論理論的には考えられるのだろうと思う。しかし、本日、基準貸付金利のみ翌日適用と公表した場合、補完貸付に殺到してしまうという可能性があることも考えると、中心レートの変更と同じく、公表後直ちに実施するということが望ましいと思っている。以上である。

福井議長

オペレーションは、長国のオペについては如何か。

岩田副総裁

長国のオペについては、現在の量的緩和で出した声明のとおりラインで対応すれば宜しいのではないかと考えている。



福井議長

それでは福間委員からお願いします。

福間委員

前半パートで述べたように、景気は足許、先行きともにほぼ展望レポートに沿って堅調に推移しているという点では皆様方と意見が一致したと思う。また、コア消費者物価も緩やかなプラス基調が定着しているということ、短期金融市場では量的緩和政策解除後、コールやレポ市場で取引量が徐々に増加しているほか、金利が小幅ながら変動し、短いタームのイーールド・カーブも形成されるようになるなど、市場機能の回復も相応に見られている。また、5月以降の世界同時株安など市場の大きな調整についても、当初懸念された各国のファンダメンタルズへの影響は今のところ限定的であった。このように、これまで経済、物価、市場動向の足許及び先行きについて入念に検証してきたが、今やいずれの面でも異常な状況において、クライシス・マネージメントとして採用してきたゼロ金利政策を、これ以上続ける理由は乏しくなっている。こうした中、インフレなき持続的成長の基盤を一層固めていくためには、金融政策の遅効性も踏まえつつ、将来生じ得る物価上昇圧力の強まりに対して、フォワード・ルッキングに対応していくことが必要かと思う。この間、債券、ユーロ円金先、FB、CPなどの市場金利やオペの金利を見ると、量的緩和政策解除から4か月程度を掛けて、幾分大きな変動を経験しながらも、最近では5月鉱工業生産指数、5月CPIや短観等、ファンダメンタルズに関する材料などを基に、今次会合における0.25%程度の利上げを織り込んで安定してきている。このように市場が利上げを織り込んでいる状況からも、現行の金融政策を維持することはなかなか難しくなっており、私も無担保コールレート(オーバーナイト物)の誘導目標水準の0.25%への引き上げは然るべきと思っている。仮に、無担保コールレートの誘導目標水準を0.25%に変更する場合、先行きの政策運営については、慎重にゆっくりと対応していくことについて丁寧に情報を発信していくことが必要だと思ってい

る。具体的には、展望レポートで示した道筋に沿って、今回の政策変更はゼロ金利から極めて低い金利水準へのマイルドな変更であること、ユニット・レーバークストによる物価抑制効果が継続するなか、コア物価が上振れるリスクは差し迫ったものではないとみられるため、持続的成長を支える緩和的な金融政策は当分の間維持できることについて説明することが適当であると思う。「緩和的な金融政策を当分の間維持できる」という点については、今回は第1回目の利上げであるだけに、市場が米国のように連続的な利上げが行われると受止めることのないように説明することは、なかなか難しいが必要だと思う。今後の金融政策運営は、あくまでも経済、物価、市場動向次第ではあるが、先程のユニット・レーバークストによる物価抑制効果などを踏まえれば、現時点では次回の利上げまでのインターバルは、勿論現時点ではオープンではあるが、私個人としては目安としては、少なくとも半年程度は取れるのではないかと考えている。それは状況如何である。また、こうした政策変更を行う場合には、補完貸付の適用金利である基準貸付利率についても見直す必要があると考える。現在、短期金融市場では、クレジット・ラインの未整備や、金利が付く環境下でのRTGSへの不慣れなどもあって、市場取引は必ずしも円滑に行われておらず、補完貸付はこれを補って市場に流動性を供給する役割を果している。これを踏まえれば、今回の見直しについては、基準貸付金利の引き上げ幅は小さくするなど、できるだけマーケット・フレンドリーに行うことが望ましく、0.4%の設定が良いのではないかと考えている。そのうえで、将来市場機能が回復してきた際には、必要に応じて再度見直していくことが適当かと思う。これは先程岩田副総裁もおっしゃったように、急いでいないという趣旨を出すことの意味もある。私は、そういう意味でもまだ時間的余裕があるのだということと、あまり急いだ金利形成をやらないうようにさせる効果もあるのではないかと思う。また、国債の1.2兆円の買い切りは現行のとおりである。以上である。

福井議長

西村委員からお願いします。

西村委員

前回決定会合から今回までに利用可能になった物価統計や短観等の調査結果を判断すると、前回会合と比べて経済・金融情勢の見方は若干拡大方向に進めるという形が望ましいことになった。展望レポートで示した政策パスに沿って考えるならば、緩やかな景気拡大に沿って、緩やかな金利調整を行う時期に達したと考えるのが自然だと思う。従って、次回会合までの金融政策運営方針は、無担保コールレート(オーバーナイト物)の誘導水準を25bp引き上げて0.25%前後とするのが適当であると考えている。その後の政策金利のパスだが、前々回5月19日の決定会合で申し上げたとおり、失われた10年の後、病み上がりの経済でマクロ的に見た国内投資原価収益率がゆっくりと回復しているということに応じて、非常にゆっくりと調整するのが望ましいと考えている。この点は、展望レポートの中に既に明示されている。従って、対外的にはこうした展望レポートにある政策金利パスの説明、特に「徐々に」という文言。それに含まれるゆっくりという含意、コノテーションをさらに明確にするような対外発信が必要であると思われる。公表文は、展望レポートに沿った形でなされるのが適当と考えるが、政策委員会を代表して議長である総裁が記者会見でなさる際に、「徐々に」という言葉の明確化を、例えば、「十分に緩やかに」とか、「非常にゆっくりと」といったような——これは総裁にお任せするが——言葉でされるのが望ましいと思う。また、これは重要な点なのだが、その際に「経済・物価情勢が展望レポートに沿って展開していくと見込まれるのであれば」という条件を明快にして頂きたい。コンディショナリティが非常に重要であるので、これを明確にして頂きたいと思う。それから、「十分に緩やかに」、あるいは「非常にゆっくりと」という私の判断のもう一つの根拠を説明しておきたいと思う。政策金利パスを考える際には、皆さん既にご指摘されたように、新たな金融政策運営の枠組みの二つの柱から考

えなければならない。既に申し上げたように、第一の柱から見れば「十分に緩やかに」調整がなされるのが望ましいと思う。と同時に、第二の柱の検討もする必要がある。ここで重要になるのは、従来から第二の柱の検討の際にしばしば指摘されていた不動産価格、プロパティ・プライスへの影響、特に投機的な動きへの懸念である。これに対して、現在の状況は、金融庁のプルーデンス・ポリシーが浸透し、不動産市場での価格形成がより慎重になっていると考える。つまり、現在、第二の柱から政策金利の調整を考える局面にはないと思う。この点を説明したいと思う。不動産市場、特に不動産ファンド等の業界では、6月に潮目が変わったと考えられる。現在までに公表されている様々なデータを見ると、3月末まではかなり強い需要の状況が続いており、これが不動産市場の懸念をもたらす一つの要因になっていた。年度が変わり、4月からゴールデンウィーク辺りまでは同じような状態が続いていたのだが、ゴールデンウィーク以後、特に極く最近、5月の半ばから6月に掛けて状況が変化し始めたと思われる状況になっている。福岡等、依然として強い需要のところはあるが、大阪を典型として、潮が引き始めたという印象がある。例えば先日、RCCのある物件で入札が行われたが、最初はかなりの高値で業者に落札されたものの、その落札業者が恐らく融資が付かず降りたため、再入札となり、結局その高値の8割5分で落札されたという例がある。また、いわゆる不動産ファンドの購入意欲が引き続き感じられるものの、融資が付かない状況が出てきている。中には手付金が払えない業者も出てきているようである。この背景には、金融庁の昨年末位のプルーデンス検査の強化が重要な役割を果たし、ここに至って金融機関がきちんとしたデューデリジェンスを要求するようになったということがある。また、与信リスクを洗い直すことが進んでいる。このことから考えると、現在のところ第二の柱で考えなければならないような差し迫った問題が資産市場に起きている可能性は小さくなっていると考えられる。従って、第一の柱に沿って、非常にゆっくりと实体经济に合わせて調節するのが望ましいと考える。最後に補完貸付の適用金利だが、これは変動幅の上限を事実上与えることになるので、市場だ

けでなく、一般国民に対しても誤った印象を与えぬようにその変更は慎重に考える必要があると思う。しかしながら、現在の誘導水準+0.10%というのは、短期市場の市場機能を発揮させるには幅が狭過ぎるということもよく分かる。そこで、現在の誘導水準+0.10%から、誘導水準+0.15%に上げて絶対水準で0.4%とするのが望ましいのではないかと思う。最後に利用日数の日数制限、それから長期国債買入については現状維持が望ましいと思う。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

我が国の経済・物価情勢は、4月に公表した展望レポートの見通しに概ね沿ったものとなっている一方で、実質コールレートと実質GDP成長率トレンドの差をみると、足許さらに緩和度合いが強まっている。このような状況で、ゼロ金利を維持し続けると、将来、経済・物価が大きく変動する可能性がある。また、概ねゼロ金利のもとで、短期金融市場は拡大し、機能は着実に回復している。こうしたことを踏まえれば、次回会合までの金融政策運営方針については、金利の誘導目標を引き上げることが望ましいと思う。具体的には、無担保コール・オーバーナイト物の誘導目標は0.25%前後にするのが良いと思う。なお、前後の意味については執行部に任せるが、市場の構造変化を踏まえ、過去よりも変動が大きくならざるを得ないと思うので、±5bp程度を許容しても良いのではないかと考えている。誘導目標を0.25%にするのが望ましいと考える理由は、仮に見通しが先程述べたように下振れたとしても、十分な緩和度合いを確保できる一方で、0%というフロアから距離があって、日々の金利の変動幅を確保でき、より一層の市場機能の回復が望めるからである。また、市場も既に0.25%への引き上げを織り込んでいるので、それも支援材料である。総裁の「小刻み」発言が注目されているが、仮に引き上げ幅を0.25%よりも小幅に

とどめた場合、それが小刻みと受止められる可能性がある。政策変更の効果をじっくりと検証するためには、25bp よりも小さく刻んで政策変更の間隔を短くするのは望ましくないように思う。変化幅について不確実性を高めるのも良くないと思っている。

補完貸付金利については、誘導目標に 25bp をプラスしたもの、つまり 0.5%にするのが適当だと考えている。元々補完貸付は、期末日や何らかのショックに伴い、金利が跳ね上がった場合にコールレートに上限を画し、金利変動を安定化させることを企図して設けられた制度だが、足許の補完貸付の利用状況を見ると、0.1%という超低金利で日本銀行から担保さえあればいつでも好きなだけ資金調達ができる制度として、他の市場で運用して利鞘を抜くために利用されていると思われる例が散見される。また、補完貸付は、借り手が金額や実質的な借入期間を決めるため、積み調節の攪乱要因になっている。こうした補完貸付の副作用部分を減じ、補完貸付を当初企図したものに回帰するように仕向けるためには、無担保コールレート・オーバーナイト物と補完貸付金利の間に、ある程度の差を設ける必要があると考えている。差がある程、金利変動幅が拡大され、裁定取引も活発化し、市場機能の回復も促進され、結果的には市場の安定化に資すると思う。また、仮に再び政策変更があり、ターゲットが 0.25%から 0.5%に引き上げられるとした場合、補完貸付金利が 0.5%未満であれば、多分今日生じているのと同じように、政策変更前の補完貸付に駆け込み需要が発生する可能性がある。こうしたことを踏まえれば、市場機能の重視と市場の安定を両立させるためには、補完貸付金利は 0.5%が適当だと考えている。なお、補完貸付金利が 0.1%へ引き下げられたのは 9.11 の危機対応だったので、危機モードからの脱却を示すためにも元に戻すのが良いと思うが、これでも主要中銀の +100bp に比べれば低く、+25bp は経過措置であると思っている。補完貸付の利用日数に関する臨時措置は、今後も維持することが妥当だと思っているが、この臨時措置も含め、今後恒久的措置のあり方について検討する必要があると思っている。ところで、「利上げ」＝「公定歩合の引き上げ」、に慣れているマスコミや国民は、補完貸

付金利に用いられる「公定歩合の引き上げ幅」に注目する可能性があるが、こうした誤解は丁寧に解いておく必要がある。政策のターゲットはあくまで無担保コールレート・オーバーナイト物であることを説明する一方、公定歩合という言葉は避け、本名である基準貸付利率という名称を意識して使うべきだと考えている。とはいえ、昨日の朝、テレビで「ゼロ金利解除とは日本銀行が貸し出す金利がゼロからプラスになること」と説明しており、基準貸付利率を用いてもその誤解は解けないかもしれない。補完貸付の実績を少なくすることが、このような誤解を解く早道だと思う。

長期国債の買い入れについては、日本銀行の資産・負債の状況や金融調節の機動性の確保といった点を踏まえて、適切に見直していくことが適切と考えられる。もっとも、そのタイミングは慎重に判断すべきであり、当面は現状維持で良いと考える。

情報発信については、既に市場の関心は次の政策変更時期に移っているが、これに直接応えることは避けなければならない。以前にも申し上げたとおり、今後私共が行うべきことは、先般決定した金融政策の新たな枠組みに従って、各々のボードメンバーが自らの景気や物価の先行きについての見方やリスクについての考え方を提示することだと思う。それがポーティングで決まる政策のパスに対する市場の予想をしやすくし、ひいてはそれを映じた金利を通じて市場との対話が可能になるのではないかと考えている。金融政策の先行きパスに直接言及する場合は、3月に公表した「当面の金融政策運営について」や4月の展望レポートでの表現を踏襲し、アドリブや言い換えを我慢しておくのが、今後の金融政策の自由度を確保するためにも良いのではないかと考えている。以上である。

福井議長

野田委員、お願いします。

野田委員

申し上げる。当面の金融調節運営方針については、ゼロ金利解除、すな

わち「無担保コールレート(オーバーナイト物)を0.25%前後で推移するよう促す」ことが適当かと思う。先程も申し上げたように、我が国経済は多少凹凸があるとはいえ、4月の展望レポートで想定した標準シナリオに概ね沿った成長パスを辿っていくと見込まれ、金融緩和政策の刺激効果は、強まっているものと考えている。ゼロ金利解除後も引き続き金融緩和的な環境が続くと見込まれることを勘案すれば、ただ今申し上げたゼロ金利解除は、4月の展望レポートでの政策運営方針に沿った運営であるとの説明は十分説得的であると考え。また、最近の金融市場を見ても、既に今回の会合でのゼロ金利解除はほぼ織り込まれている。これは我々の考え方が市場参加者との間で共有されていることの証左であるとするれば、仮にゼロ金利を解除したとしても、市場が動揺する可能性は極めて低いと思われる。一方で、我が国経済の物価情勢はプラス基調が定着しつつあるとはいえ、依然として上昇ピッチはゆっくりとしたものであること、また、先程申し上げたが、企業部門から家計部門への転嫁が、想定比やや遅れ気味であるということなどを踏まえると、今回の利上げに際しては、いやしくも今後の利上げに対する期待をアクセラレートすることがないよう、十分に慎重かつ適切な情報発信が求められていると考える。

ゼロ金利政策解除に当たっては、幾つか検討すべき点があると考え、まず補完貸付制度である。足許の短期金融市場を見ると、昨日金融市場局からも説明があったが、レポ市場での金利上昇がコール市場にも波及する中で、一部外資系金融機関の中には、運用目的の国債のファンディング資金について、レポ市場調達の代わりに補完貸付制度を通じて手当てしているとのことである。ロンバート貸出制度の目的を改めて考えてみると、導入された2001年当時は我が国の金融システムを巡る危機的な状況が深刻度を増す中で、短期市場での取引が極端に萎縮し、市場の円滑な機能の維持と安定性の確保に支障が生じる惧れがあった。こうした金融市場の緊急事態に際して、金融機関の申請で資金の調達ができるという新たなファシリティとして創設されたのだが、それには過度の金利変動を抑制すること、金利に蓋をするという狙いもあったと考える。もっとも、その中であって



も、市場参加者のモラルハザードを回避するとの観点から、公定歩合での利用可能日数には制限が設けられ、これを超えた場合には、ペナルティ金利が課せられていたというふうに認識している。その後、金融システム問題が長引く中で、2003年3月に利用日数制限が取り除かれ、現在に至っている。確かに量的緩和政策解除後は、ロンバート貸出制度が市場機能の回復過程で市場の安定という観点から一定の役割を果たした面はある。しかしながら量的緩和解除から4か月が経過した今日において、また、制度導入時とは異なり、金融システムは健全性を十分に回復し、国内経済も拡大に転じている現状において、今回のように多額のロンバート貸出が通常ファイナンス手段として用いられているかのような状態は、ある種のモラルハザードが発生しているのではないかと言えないだろうか。通常の短期市場を通じたやりとりではなく、10bpという基準貸付利率の低さが理由で、ロンバート貸出制度が安易に利用されているのだとすれば、市場金利を歪めている可能性があるという点で問題があると思う。また、最近の貸出の利用拡大が長期に亘る量的緩和政策の後遺症として、本来の市場機能が十分に回復していない結果だとすれば、基準貸付金利を低く抑えることにより、貸出の依存度を高まり過ぎたままにすることは、むしろ市場機能の回復という観点からみて望ましいこととは言えないと考える。市場では、あるいは本日も利上げ後の公定歩合について0.35%、0.4%、0.5%といった幾つかの見方が存在しているようだが、今申し上げたような問題を解決するためには、政策金利と基準貸付金利とのスプレッドをある程度大きく設定することにより、金利裁定を働かせ、さらなる市場機能の回復を促す余地を作り出す必要があること、また、市場参加者やアナリストの大勢が想定しているとみられる基準金利は0.5%であると理解しているので、それと異なる水準とした場合に生じる不要な憶測、ストレートに言えば、積み残し感を回避するといった点を勘案すれば、私としては基準貸付金利は0.5%と設定することがベターと考える次第である。

長期国債の買入額については、これは量的緩和政策解除時にも検討されたと聞き及んでいるが、今回の政策変更に当たっても、金額、頻度とも現

状を維持することが適当であると考え。市場に及ぼす影響等、足許の影響を考えた場合、日本銀行の資産・負債の状況や、金融調節の機動性確保の面から許される限りは、現状を維持することで良いのではないかと考えている。

最後に、今後の政策運営に関する情報発信について触れたいと思う。最初にも申し上げたが、今回の政策変更に当たり、今後の金融政策運営に関する情報発信については、利上げに対する期待をアクセラレートすることがないよう、十分に慎重かつ適切な対応が必要となると考えている。現在の金融市場を見ると、これまで日本銀行が発信してきた情報が、市場参加者の中で十分かつ適切に織り込まれてきたとみられる。今後とも経済・物価情勢を十分に検討しながら運営していくということに変わりなく、こうした市場の理解を修正しなければならない局面はあり得るということは勿論だが、現時点では先程も申し上げたとおり、4月の展望レポートで想定した標準シナリオに沿った経済・物価情勢のパスを辿っていくと見込んでいるところから、先行きの政策運営の考え方についても、これまでの表現を踏襲する形とすることが適当であるというふうに思う。以上である。

#### 福井議長

当面の政策運営について、各委員からご意見の表明を頂戴した。まず、政策の中心レート、無担保コールレート(オーバーナイト物)、この点については、皆様方のご意見は0.25%前後で推移するよう促す、0.25%引き上げるということで完全に意見の一致をみていると受止めさせて頂いた。先程討議したように、経済・物価情勢そのものが、基本のシナリオどおり推移してきている、また今後ともシナリオどおり推移する蓋然性が高い、こういう基本的な認識を踏まえての政策的なご判断ではないかと思った。市場の方も、そうした経済の認識を我々とほぼ完全にシェアするようになっており、従って、当面の政策金利についての認識も、我々と市場との間でほとんど齟齬がないという状況になっている、そういうことを踏まえてのご判断ではないかと思う。そうした状況であれば、これまでの政策金

利水準をそのまま維持し続けるということだと、逆に結果として、将来、経済・物価が大きく変動する可能性、リスクに繋がるということになるのではないかと思う。元々、4月の展望レポートの見通しは、物価安定のもとでの持続的成長という望ましい姿を示していて、かつ、これは市場や企業がある程度の政策変更を織り込んだうえで意思決定をしている、あるいはしていくということを前提としたものであった。経済・物価が今後とも望ましい経路を辿っていくためには、金利水準の調整を最も適当なタイミングで行う、それが適当だと元々考えられているということである。そして、そのとおり政策を実施することができれば、中長期的に物価安定を確保し、持続的な成長を実現していくことに貢献し得る、政策面からそれを保証することができる、そういうものであったと思う。皆様方のご意見が一致しているというのは、大きくはそういうものの考え方を背景にするものと受止めさせて頂いた。それから、補完貸付の適用金利、この点については少し意見が分かれたと思う。強いて数を数えれば多数意見は当面0.4%であるが、何人かの委員は、この際0.5%と、すっきりしたマージンを置いた方が良いのではないかということであった。なかなか難しい判断を要すると思う。スプレッドが小さいと、勿論コールレートを誘導目標近くにコントロールしやすくなる訳だが、一方で市場における自由な金利形成に影響を与えやすくなる。あるいは野田委員がおっしゃるように、モラルハザードが介入してくる余地がある、こういうことにもなると思う。従って、このことをどう考えるか。しかし、現状は多額の補完貸付が利用される状況が現に生じている訳であり、ある程度マージンは広げなくてはならないということは確かなのだが、ここで0.25%という幅に一挙にするかどうかという、この点については短期金融市場の機能の回復振りが既に十分かどうかということも考えなくてはならない。そういった点で意見が分かれてくるのではないかと思う。もう少し委員方相互間で議論して頂ければと思う。利用日数に関しては、上限を設けないという臨時措置を当面継続する。この点では意見の不一致はなかったと思う。それから、公定歩合という用語は一言で言えば死語にしたいということなのだが、今回の

措置の中で、もしこういう措置を採っていくとすれば、できる限りそういう方向の努力をすべきではないか、ということで皆さんのご意見が一致していたと思う。それから、岩田副総裁からご指摘があったが、公表後、直ちに実施するということにしないと、また便乗的な動きが出てくるということがあった。長期国債の買い入れについては、全ての委員方が当面はこれまでと同じ金額、頻度で実施していくことが適当ということであったと思う。それから、この先の金融政策の運営について、これは経済・物価情勢が展望レポートで示した見通しに沿って展開していくのであれば、これは元々展望レポートの中で示した基本的な考え方そのものを貫いていく。この基本線については皆様方の意見の不一致はなかったと思う。つまり、政策金利水準の調整については、経済・物価情勢の変化に応じて徐々に行う。この場合、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が当面維持される可能性が高い、ということだと思う。多少委員によって、これを実際に口で説明する時、ニュアンスの幅が生じるかなと思う。展望レポートどおりの文言で終始できれば私としても最も楽なのだが、質問のニュアンスに応じた形で、答えなくてはならないという点だけはお許し頂きたい。一定の文句だけを言っていると、質問のニュアンスによっては非常にタカ派に聞こえたり、逆に非常にハト派に聞こえたりする。このためプレス・コンファランスについては多少用語の幅を私に与えて頂ければと思う。いずれにしても、判断は今後の経済情勢次第ということだが、大きな枠組みは既に示した展望レポートの基本的考え方に沿ってであるという、この基本線をしっかりさせたいと思っている。補完貸付の適用レートについて0.4%か0.5%かというのは少し意見が分かれているのだが、この点について如何か。

#### 水野委員

野田委員と須田委員と全く意見をシェアしている。テクニカルな問題であまり揉めたくないのだが、二つ言わせて頂きたい。次の利上げの時期については、ゆっくりとやるというのには私は全く同感なので、あまり触り

たかないと思うのだが、あまりロンバート・レートと政策金利の誘導目標の спреッドが小さいと、ロンバート・レートを上げるために、むしろ金融政策を変えなくてはならないという、金融政策の不透明感が強まってしまふ可能性もあると思う。また、0.4%にすると財務省が喜ぶと思う。ただ、これは短期的な喜びであり、結局はレポ・レートを安定させるにはどうするかということは、要は収益チャンス、裁定チャンスが大きくなればなる程、結果的にはコール市場の取引が増えて、それでレポ・レートは先程言った0.3%とか0.35%に落ち着くはずである。そうなれば福井議長がずっと言い続けてきた、市場機能の回復をいつかは目指したいということからすれば、ある程度幅を持たせておいた方が良いのではないかな、という気がする。それが一つである。それから、金利が上がらないようにという話だが、これはフォワード・ルッキング・ランゲッジの方で勝負をする。あくまでもゆっくりとやるのだということで、丁寧に説明していくことに尽きるのだと思う。むしろロンバート金利で、そのメッセージを出すということは、プロにはあまり理解できないと思う。補完貸付をどんどん使って欲しい、であるから安心して欲しいというのは、これは危機対応ということではないかなという感じがする。あとは付随的な話だが、短期金融市場でGCレートが上がった一つの理由というのは、FBの大量発行である。1回で4兆4千億円が発行されているということであるから、これは国債発行計画の方も少しフレキシブルに見直してもらおうということをやって頂かないと、例えばFB発行年限を少し長くして、その代わりTB6か月をFB6か月にするとか、そういうこともやって頂かないといけないと思う。なかなか今のメガバンクが国債の大量消化をする状況では想定できず、これ自体はなかなか難しいのかなということがある。財務省とこうした国債発行計画の在り方についても、次の政策変更が視野に入ってくる、半年以内には議論していかないといけないという気がする。以上である。

福井議長

如何か。

### 武藤副総裁

0.4%という補完貸付について一つ申し上げたい。次回の政策金利変更までのインターバルと0.4%を関連付けて理解することは、おかしいと思う。情報発信として混乱するのではないかと思うので、そういう理由付けでやるのは適当ではない。しかしながら、現在のマーケットは完全には機能を回復していない。そういう状況の中で、スプレッドを多く取れば回復に資するのだというお話があったが、我々が何を主張したいかと言うと、やはり市場機能は徐々に回復してきているもののまだ完全ではないもので、コールレートの安定的なコントロールをどうやって確保していくか、ということであれば、市場に最大限配慮した考え方——マーケット・フレンドリーという話があったが——を今回採るべきではないかと思う。今後の状況によっては、スプレッドを拡大していくということも十分考えられるのだが、今回はスプレッドを0.15%にとどめるという配慮をすべきではないか。

### 水野委員

であるから、野田委員と全く同じで0.5%に引き上げることがベターなのである。私も0.4%と0.5%のどちらがベターかということについて相当色々な市場参加者の見解を聞いた。事務方の声も聞いたが、あまり狭いのはやりにくいなという声がある。先程言ったのは、オーバーナイト金利が0.25%前後と言っているところに現われているように、ピタッと0.25%とはいかないと思う。多分5bp前後は動いてしまうと思う。そうすると、ロンバート・レートが使われる頻度は、ひょっとすると1か月以内にも今と同じ状況になってしまう可能性があり、それは我々の意図する市場機能の回復ではない訳である。それはどうかな、という問題提起であり、なくてはならないというような白黒という問題では恐らくないのだと思う。

#### 武藤副総裁

0.4%にすると財務省が喜ぶなどとおっしゃったようだが、これはどういう意味でおっしゃっているのか。関係ないのではないかと思うが。

#### 水野委員

相当強いプレッシャーが理財局から私にきている。0.5%になると長期金利が急騰するのではないかと聞かれたので、いや、急騰するけれど次第に落ち着くのではないかという話をした。だが、彼等は元の水準には戻らないとさらに言うので、我々は利上げをするのだからそれは元に戻っては困るというやりとりをした。

#### 武藤副総裁

そういうのは、フォワード・ルッキング・ランゲッジでメッセージをきちっと出すこと、展望レポートでもう言っていることを、きちっと出すことによってやっていくということに尽きる。それから長国の買い入れについては現状維持ということであるから、それで必要にして十分であって、0.4%にそういう意味を持たせる必要は全くないと思う。要は、最初に申し上げたようにここは慎重にやっていくのだという、マーケット・フレンドリーな対応をするかどうかということではないか。

#### 福間委員

私も、以前にロンバートについてモラルハザードが見受けられると申し上げたが、短期金融市場のRTGSへの不慣れな現状と、あるいはクレジット・ラインの拡大ペースを見ると、やはりコール、レポを補完するものがまだ今の段階では要るのではないか。べき論から言えば皆さんがおっしゃるとおりで、そのようなことは分かり切っているのだが、要するに現実論として今日踏み切る場合に、どちらを採るか。マーケットで鬱血状況が起こるのはやはりまずいということで、だが、ここでずっとやっておけということは先程皆さんがおっしゃるようにはやるつもりはない訳だから、

やはり本来短期金融市場で確立しなくてはならないベスト・プラクティスを早く作る。T+0のレポを含めてやはり作っていかなくてはならない訳である。であるから、それはそれとしてやっていく。第一歩については、特に今日のような神経質なマーケットで、べき論だけではなかなか難しい。

水野委員

否、実務的である。マーケット・フレンドリーといっても、外証・外銀フレンドリーに過ぎない。都銀は望んでいない。

福間委員

否。最近は外証だけではない。

水野委員

証券会社フレンドリーか。おっしゃるとおりなのだが、市場機能を回復させることを考えると。

福間委員

いや、それも分かっている。

水野委員

福間委員との相違は時期の問題かと思う。ただ、0.4%にすることで補完貸付がどんどん使われてしまい、その対策としてロンバート金利だけ引き上げる議論を将来ここでするのは避けたいなという気持ちがある。私は、次の利上げの時期は半年位先かなと思っているが、皆さんとシェアしているように、ゆっくりとやるということになると、その間にロンバートが過剰に使われている時が、絶対に出てくるという感じがする。その時をどう乗り切るかという点を含めて議論しておかないと、フォワード・ルッキングな政策運営をしているということにはならないのではないか。



福間委員

やはり短期金融市場を、もう少し整備しなくてはならない。あれだけ言ってもクレジット・ラインがまだまだ伸びていない訳であろう。

水野委員

全てがたるんでしまっている。

福間委員

否。要するに慣れていないのである。資金繰り一つとってもそうだろう。外銀の資金繰りを見ていたらそうではないか。

須田委員

この議論は、市場を安定させるか市場機能を生かすかということである。これは一種の価値観のところもあるから、多分相容れないと思う。ただ一つ思うのは、40bp で補完貸付が頻繁に使われることは望んでいないというところは、多分皆さん共通だと思う。

福間委員

然り。

須田委員

多分、40bp で実際に使われるかどうかということについての判断が異なっているのだと思う。50bp だと言っている方は、40bp だとかなり多く使われてしまいそうだと思います、40bp で良いと思っている人は、そんなに使われまいだろうと思っているところの違いがあると思う。であるから、意識が割れるのはそういう考え方の違いがあるため仕方がないかなと思う。ただ、マーケットを整備しようとした場合、どうも今のところだとコールレートと基準貸付利率の影響が強いレポ・レートを比べて10bp 位の利鞘だとなかなかレポ市場に新たな資金の出し手が出てこないような気が

しているので、やはりもう少しその差を拡大した方が良いと思う。もしターゲットレートを 25bp 前後とするのであれば、私は 30bp 位というのは前後に含まれていると思う。そうした場合、基準貸付利率が 40bp だとコールレートとの差が 10bp になってしまう。それならばもう少し金利差を広げておかないと新しいレポ市場の担い手が出てこないと思うので、基準貸付利率は 50bp が良いと考えた。もっとも、そこは結果論にもなるので、あまり議論しても仕方ないなという気がする。

福井議長

現実に市場が十分ほぐれていないということは共通認識である。そこで、この先暫くの間、どちらが良いか。お互いに少し分からない部分がある議論ではあると思う。これを中曽金融市場局長に聞いても少し酷かなという気もするので敢えて聞かないが。

武藤副総裁

どんどん使われるかどうかというのは、中曽金融市場局長の意見を少し聞いても良いのではないか。

福井議長

そうか、あまり酷でなければ答えて欲しい。

水野委員

外銀は、ロンバード借入れを使うことにもう抵抗感がなくなっている。

中曽金融市場局長

40bp でどの位使われるのかということか。

武藤副総裁

いや、どんどん使われるかどうかということである。

福井議長

40bp だとあまりにもアグリーな姿になっておかしいではないか、ということになるかどうかである。

中曾金融市場局長

これは優れてレポ・レートが、新しい枠組みの中でどのように形成されるか、ということである。その意味で、我々もスポット・ネクストのレートがどうなるか非常に注目していたのだが、今朝方の感じだと、昨日も少しお話したように 28bp~32bp 位であるから、30bp は超えているが、40bp は下回っている。従って、もし 40bp ということにするとしても、今のところマーケットの感じは、その下にレポが形成されているということは言えると思う。ただ、ご案内のようにレポというのは、どういう日に当たるかで全く変わってくる。例えば国債の発行日などの時はもっと跳ね上がると思う。逆に言えば、跳ね上がりを抑えるためには、ある程度先行的にカネを入れていかななくてはならないと思う。いずれにしても、普段の日とモノ日は大分違う。モノ日の時は 40bp であれば 50bp よりも当然シーリングが低い訳だから、この時は相当補完貸付が多用される可能性があるということだと思う。

水野委員

それに合わせてオペも打っていかなくてはならない。そうするとオペを打っていくということは、結局、当預は目標にはしないし、準備預金も目標にしないのだが、ただ、いつまで経っても所要準備額をトンにする調節にならないという状況が続いてしまうということである。

福井議長

野田委員は何かご意見があれば。

野田委員

水野委員、須田委員のおっしゃられたことと重複するが、要するに、問題は市場機能が今どの程度回復しているのか、あるいはどの程度のスピードで本来あるべき姿に戻るのかという、その辺の判断の違い、見方の違いが分かれているのだろうと思う。私が最後にベターだと申し上げたのは、オーバーナイトレートをどうするか——ゼロか 25bp か——ということと、この 40bp と 50bp というのは、全く違うベースの問題なので、私自身は絶対に 50bp でないと、今後市場調節が不如意になるとか、そういうクリティカルなこととして申し上げているつもりはない。ベターであるというのはそういう意味である。要するに、繰り返しになるが市場の機能回復ということと、敢えて申し上げれば、やはり日本銀行の金融調節に対する市場のクレディビリティの問題だと思うので、その辺で多数意見——この際多数意見と申し上げるが——、多数意見の方がやはり全体的に優れているのだと、今の現状からするとその方が望ましいのではないかということであれば、私自身は 50bp に拘るつもりはない。

福井議長

他にご意見がなければ一応討議は締め括りたいと思うが。

武藤副総裁

一つだけ宜しいか。先程、補完貸付を即日、直ちに実施するという話があったが、0.25%の方は、今までの量的緩和ではいつもそうであったが、いつから実施するということを言っていない。次の会合まで実施するというので、いつからということの概念があまりない訳である。だが、補完貸付だけ公表後直ちにというと、どういうバランスが取れるかという点がある。0.25%も公表後直ちに実施する方が自然かなと思われるので、それ

だけ提案させて頂きたい。

福井議長

それでは本件については、物事を決めていかななくてはならない訳だが、決め方として三つのパート、つまり金融市場調節方針の変更という部分と、それから今の基準貸付利率の変更のパートと、そしてそれらが決定された場合の対外公表文と、この三つのパートに分けて議案を作って採決のプロセスに、と思う。そのうち金融市場調節方針の変更については、0.25%前後ということで意見が揃っているということであるので、多数意見を踏まえて議長から議案を提出させて頂きたい。それから、基準貸付利率の変更については、少し意見が分かれているが、一応議長としては、多数意見を踏まえて0.4%ということで議案を提出させて頂きたい。

水野委員

福井議長自体は、どのような考えか。

福井議長

私は0.4%である。現実的にと考えている。そして、それらが決定された場合の対外公表文。いずれも議長提案の形で用意させて頂きたいと思うが、意見の分かれている基準貸付利率の変更の点について、0.5%ということで別途議案提出をなさるかどうか、ここを確認させて頂きたい。

須田委員

議案を提出するということは考えていない。

水野委員

だが、一応議論があったということは言っておいた方が良い。

福井議長

水野委員が議案提出をなさると。

水野委員

否決されるだろうが。

福井議長

須田委員と野田委員は。

野田委員

私はしない。

福井議長

なさらない。

須田委員

議案提出はしない。

福井議長

それでは基準貸付利率の変更について、水野委員から別途議案を提出されるということである。議案の用意ができていないので、少し休憩を取らせて頂いて執行部の方で議案を作って頂きたい。どれ位時間を取れば良いか、10分強位か。

雨宮企画局長

10分弱程度で大丈夫である。

福井議長

では12時半までとする。

(12時20分中断、12時30分再開)

それでは会議を再開する。宜しいか。

[事務局より議案配付]

それでは読み上げて頂きたい。

内田企画局企画役

それではまず、金融市場調節方針に関する議長案である。「議長案。金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 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、公表後直ちに実施すること。記。無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.25%前後で推移するよう促す。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。

続いて基準割引率および基準貸付利率の変更に関する件の、まず水野委員案である。「水野委員案。基準割引率および基準貸付利率の変更に関する件。案件。1. 日本銀行法第33条第1項第1号の手形の割引に係る基準となるべき割引率(以下『基準割引率』という。)および同項第2号の貸付けに係る基準となるべき貸付利率(以下『基準貸付利率』という。)を、下記のとおりとし、公表後直ちに実施すること。記。基準割引率および基準貸付利率 年0.5%。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。

続いて同じく議長案である。「議長案。基準割引率および基準貸付利率の変更に関する件。案件。1. 日本銀行法第33条第1項第1号の手形の割引に係る基準となるべき割引率(以下『基準割引率』という。)および同項第2号の貸付けに係る基準となるべき貸付利率(以下『基準貸付利率』という。)を、下記のとおりとし、公表後直ちに実施すること。記。基準割引率および基準貸付利率 年0.4%。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」

である。

続いて、議長案を前提とする対外公表文案である。「2006年7月14日。日本銀行。金融市場調節方針の変更について。1. 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（公表後直ちに実施）を決定した（全員一致または賛成○反対○）。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%前後で推移するよう促す。2. 補完貸付については、その適用金利である『基準貸付利率』<sup>(注)</sup>を0.4%とすること（公表後直ちに実施）を決定するとともに（全員一致または賛成○反対○）、利用日数に関して上限を設けない臨時措置を当面継続することとした。なお、長期国債の買入れについては、先行きの日本銀行の資産・負債の状況などを踏まえつつ、当面は、これまでと同じ金額、頻度で実施していく方針である。3. わが国景気は、本年4月末に公表した『経済・物価情勢の展望』（展望レポート）で示した見通しに概ね沿って、内需と外需、企業部門と家計部門のバランスが取れた形で緩やかに拡大しており、先行きも、息の長い拡大を続けるものと見込まれる。消費者物価の前年比上昇率はプラス基調を続けていくと予想される。4. 日本銀行は、これまで長期にわたりゼロ金利を維持してきたが、経済・物価情勢が着実に改善していることから、金融政策面からの刺激効果は次第に強まってきている。このような状況のもとで、これまでの政策金利水準を維持し続けると、結果として、将来、経済・物価が大きく変動する可能性がある。日本銀行としては、新たな金融政策運営の枠組みにおける2つの『柱』による点検を踏まえた上で、経済・物価が今後とも望ましい経路を辿っていくためには、この際金利水準の調整を行うことが適当と判断した。この措置は、中長期的に、物価安定を確保し持続的な成長を実現していくことに貢献するものと考えている。5. 先行きの金融政策については、今後とも経済・物価情勢を丹念に点検しながら運営していく。経済・物価情勢が展望レポートに沿って展開していくと見込まれるのであれば、政策金利水準の調整については、経済・物価情勢の変化に応じて徐々に行うことになる。この場合、極めて低い金利水準



による緩和的な金融環境が当面維持される可能性が高いと判断している。以上。」である。最後に（注）だが、「日本銀行法第15条第1項第2号に規定する『基準となるべき貸付利率』。なお、同第1号の『基準となるべき割引率』も0.4%とする（手形割引の取り扱いは現在停止中）。」ということである。

福井議長

宜しいか。今執行部から読み上げて頂いた、それぞれの案についてご意見があればどうぞおっしゃって頂きたい。発表文の文章もこういう形で宜しいか。それでは一応これを最終案として、政府の方からご発言をお願いしたい。

赤羽財務副大臣

ただ今、金融市場調節方針の変更に関する議案が提出されたが、これは我が国の経済運営に当たって非常に重要な内容を含んでいるものであり、政府部内の意見を調整する必要がある。このため、私財務副大臣と内閣府審議官は、議案への対応について両者の間で協議するとともに、必要に応じて財務大臣及び経済財政担当大臣と連絡を取ることとさせて頂きたいと思う。従って、議長におかれては、我々が協議を終えるまでの間、会議を一時中断して頂けるようお願いする。両者の間で協議が整い次第、速やかに会議の再開を要請することとする。宜しくお願いする。

福井議長

それではご要請により、ここで一旦休憩とする。大雑把な目途として何分位か。

赤羽財務副大臣

前回は30分位であった。なるべく早くする。

福井議長

概ねそれ位か。それでは一旦休憩とする。

(12時39分中断、13時00分再開)

宜しいか。会議を再開する。それでは赤羽財務副大臣からお願いします。

赤羽財務副大臣

お待たせしてすまなかった。我が国経済の現状をみると、景気は回復している。また、物価の動向を総合してみるとデフレから脱却したとは言えないものの、着実な改善が見られており、デフレからの脱却が徐々に視野に入ってきているのではないかと考えられる。先程、ゼロ金利政策を解除する旨の議案が提出された。政府としては、インフレの懸念が見られない現在の状況では、経済を金融面から引き続きしっかりと支えて頂くことが金融政策として重要であると考えており、ゼロ金利政策の解除については、必ずしも急ぐ必要はないものと考えている。しかしながら仮にゼロ金利政策が解除される場合には、1. 実体経済との関係では景気回復を持続的なものとするため、ゼロ金利解除後も引き続き十分に緩和的な金融環境を維持することにより、経済をしっかりと支えて頂くことが必要と考えている。2. また、市場の安定の確保も重要である。具体的には、市場は憶測で動いて不安定になることもあるので、金融政策の先行きの考え方や道筋について、丁寧に説明して頂く必要があり、特に今後の利上げが連続的なものとなる訳ではないというメッセージをきちんと発信して頂きたいと考えている。加えて、長期金利を含めた金利全般に目配りして頂き、長期国債の買入額については現状を維持することが必要であると考えている。本日の議論及び先程の議案に照らせば、これらの点について日本銀行にも認識を共有して頂けるものと考えてるので、ゼロ金利政策解除のタイミングについては、内外の経済状況及び市場の動向を慎重に見極めて頂いたうえで、日本銀行のご判断に委ねたいと思う。日本銀行におかれては、我が国の景

気回復が持続的なものとなるよう、引き続き責任を持って金融面から経済を支えて頂くとともに、市場の安定を確保し、政府の経済政策と整合的な適切な金融政策の運営に努められることを期待している。以上である。

福井議長

中城内閣府審議官から願います。

中城内閣府審議官

政府は、7月7日に「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2006」を閣議決定した。今後、この基本方針に基づき、成長力、競争力強化、財政健全化及び安全、安心で柔軟かつ多様な社会の実現に取組み、構造改革を加速・深化させていく。経済の現状をみると、景気は回復しているが、今後の物価動向については、注視していく必要がある。日本銀行におかれては重点強化期間内におけるデフレからの脱却を確実なものとし、物価安定のもとでの、民間主導の持続的な成長を図るため、政府の政策取組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、市場の動向にも配慮しながら実効性のある金融政策運営に努め、責任を持って金融面から経済を支えて頂くことを要望する。なお、本日の議論では、ゼロ金利を解除すべきとの議案が提出されたが、解除の検討に当たっては、日本経済、世界経済の状況や、株式を含め内外の市場の動向等を注意深く見極めて判断頂くことを願います。そのうえで、仮に解除される場合には、当分の間、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を維持することを明確にして頂きたいと考える。また、金融政策運営についての不透明感を生じさせ、市場が不安定化することのないよう、市場や国民の経済に対する予測可能性を高めるため、経済・物価情勢の展望や、先行きの金融政策の方向性について、丁寧にご説明頂くことを願います。以上である。

福井議長

ただ今の政府のご意見に対して、委員方からご意見があればどうぞ。

水野委員

一点だけ。赤羽財務副大臣にお願いがある。一応、毎回赤羽財務副大臣の方から、長期金利全体に目配りをして欲しいということと言われており、その点は重要な点だと認識している。そのうえで、個人的なお願いというか、検討して頂ければということが二つある。国債管理政策に絡んだものである。一つは、日本版プライマリー・ディーラー制の参加者については、今3%の応札責任というのが毎回の入札に義務付けられている。これがかえって国債の入札、あるいは入札後のマーケットを混乱させている可能性があるのではないかと考えている。それから、銀行の国債保有に対するインセンティブが低下する中、長期債、超長期債とのバランスを考慮して、F B、T B、中短期債の発行額について、抜本的に見直していく必要があるのではないか。こういうことを、国債管理政策全体とのバランスをとったうえで金融政策をやっていかないと、なかなか長期金利全体の安定化ができないのではないかと個人的に思っており、この辺、中期的な課題としてシェアして頂き、検討して頂ければ有り難いと思う。

福井議長

他に宜しいか。それでは議案と対外公表文案の採決に入りたいと思う。

[政府からの出席者退室]

まず、金融市場調節方針から願います。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

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

全員一致で本件は可決した。続いて基準貸付利率に関する決議である。  
まず、水野委員の提案からお願いする。

[水野委員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：須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

反対：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

春審議委員

福間審議委員

西村審議委員

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 3、反対 6。反対多数である。賛成は水野委員のほか、須田委員と野田委員である。

福井議長

3 対 6 で否決である。次に議長提案である。

[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

春審議委員

福間審議委員

西村審議委員

反対：須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 6、反対 3。賛成多数である。反対は水野委員、須田委員、野田委員である。

福井議長

6 対 3 で可決した。最後に対外公表文である。

[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

須田審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

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

全員一致で可決した。それでは稲葉理事と金融市場局長におかれては、ただ今定められた方針に沿って金融調節を宜しく願います。政府出席者を願います。

[政府からの出席者入室]

恐縮であった。ただ今、金融市場調節方針、それから基準貸付利率、対外公表文、いずれも議長案の線に沿って可決をさせて頂いた。政府の方から追加的にご意見はあるか。

#### 赤羽財務副大臣

繰り返しになって恐縮だが、本日の会合においてゼロ金利政策の解除が決定された。先程申し上げさせて頂いたように、解除後の金融政策運営に当たっては、インフレの懸念が見られない中での金融政策運営としては、経済をしっかりと支えて頂くことが重要であり、また市場の安定を確保することが重要であることについて、日本銀行も政府と認識を共有して頂けるものと考えている。日本銀行におかれては、引き続き政府の経済政策と整合的な適切な金融政策の運営に努められるよう、宜しく願います。なお、本日の会合における政府側の対応については、議事要旨の公開を待たず、本日中に政府として公表せざるを得ないと考えているので、その旨どうかご了承頂けるよう宜しく願います。以上である。

#### 中城内閣府審議官

本日の会合で、ゼロ金利の解除及び基準貸付利率の引き上げ等が決定されたが、引き続き物価安定のもとでの民間主導の持続的な成長を図るため、政府・日本銀行一体となった取組みを宜しく願います。また、今回の決定は、日本銀行として、日本経済、世界経済の状況や株式を含め、内外の市場の動向等を注意深く見極めたうえでのご判断であるので、その背景である経済・物価情勢、市場動向の見方については、丁寧な説明をお願いします。さらに当分の間、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を維持する旨のメッセージは極めて重要であるので、こちらについても宜しく願います。なお、本日の会合における内閣府の対応については、議事要旨の公開を待たずに、本日中に公表する場合がありますので、ご了承頂くよう宜しく願います。以上である。

#### 福井議長

なお、本件については、会合終了後直ちに公表する扱いとする。



## V. 金融経済月報の検討

福井議長

次に金融経済月報、基本的見解の決定に移りたいと思う。冒頭に説明を聞いて頂いた基本的見解の文章だが、本日の議論及び決定を踏まえて、この文章で良いかどうか再確認して頂きたいと思う。

内田企画局企画役

市況はこれで結構である。

福井議長

「拡大」というところ、春委員は如何か。

春委員

私自身、今でも少し待った方が良く思っているが、特にこれで反対はしない。

福間委員

やはり段差を持って「拡大」ではない、というところを宜しく願います。

早川調査統計局長

先程もご説明したように、会見の前に私の方からもプレスに説明するが、基本的には見通しどおりに沿っているので、というかたちで説明する。

福間委員

分かった。

福井議長

見通しどおり局面移行があったので、素直に表現しているということで

ある。

早川調査統計局長

然り。何か自己判断が強気になったということではないということである。

武藤副総裁

一つ宜しいか。枝葉末節で申し訳ないのだが、物価の最後から2行目で、6月の段階では「今後は緩やかに需要超過方向に向かっていく」となっていた。「方向に向かう」というのは誠にもっともな話なのだが、今回、「方向で推移する」となっているのはどういうことか。これでも良いのかなと思いつつも、本当に大丈夫かなと思い、少し確認しておきたい。

早川調査統計局長

本当は、文章としては、先月の文章の方がおかしかった。「方向に向かう」というのは。

武藤副総裁

「方向で推移」というのはまさに「方向に向かっていく」ということと同義ではないかという問題意識である。

早川調査統計局長

需要超過幅が拡大するなどと言ってしまうと、四半期ごとに本当に拡大したのか、今度はどうなのかということになるが、元々ピンポイントで測れるものではないので、なかなか言える話ではない。従って、概ね需要超過の状態で推移していくということを、「需要超過方向」という、やや曖昧な言葉で表現させて頂いた訳である。

武藤副総裁

「拡大」、「縮小」と書くのは適切でないということはよく分かる。それはそうだと思うが。

早川調査統計局長

「需要超過状態で推移していく」という手は勿論ある。

武藤副総裁

どちらがこなれている言葉か、ということだな。

早川調査統計局長

取り敢えず、どちらかというややぼかし気味で、「方向」という言葉を使っている。

武藤副総裁

別に拘らないが。

早川調査統計局長

細かい話をする、先程、春委員のようにご懸念を持たれるのであれば、現状の一番最後のセンテンスの「入ってきている」という表現を来月取ってしまうという割り切りであれば、「入りつつある」という表現は使える。「つつある」を残していると、必ずその後でいつ取るのかということになるので厄介なのだが、来月「この間」以降は取ってしまうという腹積もりであれば、今月は「つつある」にすることによって、より和らげるという手はある。これも本当にニュアンスの問題なので、皆さんのご判断次第である。

武藤副総裁

その最初を現状の「需要超過状態に入ってきている」とすれば、これも

「需要超過状態で推移していく」という方が、常識的ではあるように思う。

早川調査統計局長

「状態」の方が良いとおっしゃるのであれば、「状態」で全く構わない。

野田委員

ここでは、少し需要超過が拡大していくという方向感を持ちたいという、そこまでの意図はないのだな。

早川調査統計局長

然り。「状態」であっても別に構わないし、その辺を、どうにでも理解できるようにするには「方向」にしておけば、如何ようにもその辺をぼかしておけるといっただけのことである。

須田委員

「状態」となったらもう「入っている」ということであろう。

早川調査統計局長

「状態で推移していく」のであれば、「入りつつある」よりは「入ってきている」といってしまった方が良い。

春委員

私は、「入りつつある」の方が良いと思う。

早川調査統計局長

「入りつつある」にされるのであれば、後半は「状態で推移し得る」よりは、例えばこのぼかした「方向」位の方が良い。少しその辺の整合性はあると思うが。

西村委員

「需要超過局面に推移している」というのは駄目か。

早川調査統計局長

「局面」か。

西村委員

というのは、これはあくまでも景気循環のどの面にあるかというような感覚の問題である。そうすると「状態」というのと「局面」というのは少し違う。こなれているかどうかという問題があるから、私は拘らないが。

早川調査統計局長

あとは本当に文言の問題である。

福井議長

どうするか。

西村委員

これでも良いような気もするが。

水野委員

武藤副総裁の修文案は、物価のところの「方向」を「状態」にするということか。

早川調査統計局長

然り。あともう一つは先程申し上げたように「入りつつある」にするという手はあると思う。

西村委員

上は「入りつつある」の方が私も良いと思うが、下はどうするか。

早川調査統計局長

その場合は、「状態」よりはこのままの方が良い。

西村委員

やはり次は落とすというのか。

早川調査統計局長

「つつある」は駄目である。必ずいつ落とすか、変えるのかと言われてしまうから。勿論、来月の決定をここで拘束できないが、イメージとしては持っておく必要がある。

福井議長

2回は続けられないということだな。

早川調査統計局長

「つつある」はせいぜいひと月、ふた月しか頑張り切れない言葉である。

武藤副総裁

「入りつつある」というのは良いのだろう。

早川調査統計局長

もし「入りつつある」で「方向」でさせて頂くということがご了解頂けるのであれば。

山本理事

その前に「供給超過状態が解消し」というのがあり、そういう感じから

いくと、「つつ」よりも「入ってきている」というのが素直ではないかと思う。

武藤副総裁

それは、やはり「解消しつつある」のではないか。

早川調査統計局長

それは大丈夫である。

野田委員

「つつ」はどちらにも繋がるということか。

武藤副総裁

「つつ」は両方に掛かる。

西村委員

「解消しつつある」、「入りつつある」。

早川調査統計局長

いや、解消は既に依然から「解消し」と考えており、それはもう解消したと考えていて、解消したうえでそれがゼロ近傍に入りつつある。別に言葉上無理はない。

武藤副総裁

無理はないかもしれない。

西村委員

だが、均衡状態というのがある。

早川調査統計局長

ある。国語的にはセーフだと思う。

福間委員

理論的には。

福井議長

少し拘り過ぎのような気もする。少なくとも上の文章はこの方が素直ではないか。

早川調査統計局長

素直である。下は、先程武藤副総裁が言われたように「状態」とするか。

武藤副総裁

「状態」が良いかどうか。別に「状態」にすべきだということを提案している訳ではない。

早川調査統計局長

あるいは、素直に原案どおりとするか。

武藤副総裁

「方向で推移」というのは、イメージは、「方向に向っている」よりはどうか。

早川調査統計局長

要するにトレンドとしては、どちらかと言うと需要超過方向に、足許が大体今入ってきていて、先行きも気持ちとしては拡大するつもりがあるのだが、そこを「拡大する」とは書きたくないので。



野田委員

そうであろう。そこが先程、私が少し質問した趣旨なのである。

武藤副総裁

「方向にある」という状態で「推移」しているということか。少し拘るようだが。

野田委員

ずっと続くという感じがするということか。

武藤副総裁

「方向に向かう」よりはさらに進んでいる訳であろう。そういうイメージならそうだな。

春委員

「方向に向かう」という文言には、「方向」そのものを変えているというニュアンスが含まれる一方、「方向で推移する」という文言には、「方向」は変えず、そちらへ進んでいるというニュアンスが含まれるように思う。

武藤副総裁

なるほど、そういう意味か。

早川調査統計局長

気持ちとしてはそういうことである。先程申し上げたように、これを要するに、超過幅が「拡大する」とか、そういう明示的な表現にしたくないので。

武藤副総裁

「方向」が定まって、その「方向」で動き始めたという、そういう理解なのだな。

早川調査統計局長

然り。

武藤副総裁

それなら分かった。

福井議長

では解釈は統一できたということで。

早川調査統計局長

如何するか、これは「入ってきている」で宜しいか。

福井議長

そこはその方が良いのではないか。では全て原案どおりということで宜しく願います。

[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

須田審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

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

それでは基本的見解は全員一致で可決をした。この基本的見解の部分については即日公表の扱いである。本日 15 時に公表を予定している。なお、背景説明については、必要に応じ執行部で修文したうえで、18 日火曜日、14 時に対外公表を予定している。

VI. 議事要旨（6 月 14～15 日開催分）の承認

福井議長

次に議事要旨 6 月 14 日、15 日開催分の承認の件である。既にお手許にお配りしてチェックを頂いていると思うが、如何か。宜しいか。

[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

須田審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

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

全員一致で議事要旨は承認を頂戴した。この議事要旨は、7月20日木曜日、14時に対外公表を予定している。

VII. 閉会

福井議長

以上で本日の議事は全て終了した。次回は、8月10日、11日両日の開催を予定している。なお、最後に申し上げるが、機密保持のことである。決定会合における議事の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りという扱いである。議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認確保の観点から、この場にいられる全ての皆様方におかれて、厳正な機密管理をお願い申し上げる。以上で閉会とする。

(13時30分閉会)

以 上