

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2006年8月10日（14:00～16:13）

8月11日（9:00～12:11）

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 勝 栄二郎 大臣官房総括審議官（10日）

赤羽 一嘉 財務副大臣（11日）

内閣府 浜野 潤 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

調査統計局参事役

前田栄治

国際局長

出沢敏雄

（事務局）

政策委員会室長

中山泰男

政策委員会室審議役

飯野裕二

政策委員会室企画役

村上憲司

企画局企画役

山口智之

企画局企画役

鈴木公一郎

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。本日と明日の二日間の会合である。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、財務省勝総括審議官にお越し頂いた。内閣府からは、浜野内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いします。いつも申し上げているが、会合中でのご発言は全て記録をさせて頂く。皆様方におかれては、そのことを前提としてご発言頂ければと思う。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

それでは早速議題に移る。金融経済情勢に関する執行部説明ということで、最初に金融調節、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します。説明毎に若干の質疑応答の時間を設けたいと思う。では、お願いします。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

中曾金融市場局長

それでは、お手許の資料-1、2（追加）に沿ってご説明させて頂く。まず金融調節である。図表1-1をご覧頂きたい。無担O/Nレートだが、利上げ直後の7月18日は0.302%と、この週は高く始まり、その後、月内は誘導目標の0.25%をやや上回る水準で推移している。やや高めで推移した背景は、主な資金の取り手である外銀の要調達額が大きく、彼等が、コールマネーを取り上がったということが一つ。一方で、出し手の邦銀は、準備預金の積み前倒しで進捗させようと保守的な資金繰りを行ったという、需給両面から市場がタイトになったことがある。この間、調節面で

は、即日も含めて資金供給オペを実施してレートの沈静化を図った訳だが、その過程で次第に目線が定まってきた、レートは落ち着いてきた。そして月末日であるとか、あるいは8月2日——税揚げ日だが——、この辺を乗り切ると、出し手は進捗し過ぎた積みをコントロールするために運用を増やしてきた。また、外銀の方でも、オーバーナイトの要調達額が一頃に比べると小さくなってきた。このため、徐々にオーバーナイトレートが切り下がり、誘導目標を下回る日も見られたところである。最近については、誘導目標からの振れ幅も小さくなってきている。この間のオーバーナイトレートの動きを見ると、幾つか特徴があると思っている。一つは、日中変動があるといった点である。つまり、外銀が取り上がる朝が高く、夕方に掛けて低下するという点である。もう一つは、この点とも関係するのだが、外銀と邦銀の間に調達レートの格差があるという点である。具体的には、0.25%の誘導レートを挟んで上に外銀、下に邦銀の取りレートが分布している。両者の乖離は、利上げ後暫くは5bpないし10bpだったのだが、最近では3bp~8bp位まで縮んできている。当座預金残高の推移をご覧頂くと、あまり注目されなくなったかもしれないが、当座預金は7月26日に10兆円を割った。その後、足許では7兆円台まで減少している。さらにその内数だが、準備預金残高をご覧頂くと、利上げの直後には6兆円台だったのだが、足許では4兆円台まで低下している。補完貸付残高は、利上げの直前には大規模に利用されたが、利上げの後は限定的なものにとどまっている。図表1-2、この表で主体別の当座預金の保有状況をご覧頂くと、都銀とか地銀は、ほぼ所要準備並の水準になってきており、特に積みが進捗している直近の時点では、所要準備を下回っている。外銀も、4月の積み期の頃は3兆円近くあったのだが、足許では4,000億円程度まで低下している。さらに非準預先も最近では証券会社を中心に、かなり当預が圧縮されてきているとみている。続いて図表1-3、5月積み期~7月積み期中の短期金利のグラフである。これはGCレポ・レートと無担オーバーナイト・コールレートの推移を示したグラフだが、利上げ後のレポ・レートは比較的安定しているということが言えると思う。0.4%のロン

パート・レートとの間に大体 5bp~10bp 位の隙間を残した水準で推移している。このようにレポ・レートは割合安定していたのだが、背景については二点程あるかと思っている。第一は、金融調節面で先日付のオペによって、モノ日に向けて先行的に十分な資金を供給したことがある。そして第二に、市場で今後の利上げはゆっくりしたペースになるという見方が出てきて、短国に対する投資家の需要が強くなり、証券会社の在庫が軽くなった。こういった二点を指摘できるのではないかと思っている。続いて、市場機能の面について、図表 1-4、1-5 でご覧頂く。市場規模は、引き続き回復している。市場規模の増加分は、主として図表 1-5 でお示ししたオーバーナイト、あるいはトムネといった翌日物中心に増えている。その内訳をご覧頂くと、まず取り手としては〈取り手別〉のグラフになるが、格子模様でお示しした外銀の寄与が大きくなっている。一方、〈出し手別〉のグラフでは、引き続き徐々にではあるが、顔触れが広がっているようである。最近登場している新しいネームには、信金とか県信連——これはその他に含まれるが——、その他中堅の生保、こういったところが出てきている。また、地銀とか第二地銀の中には、運用額を増やす動きも見られている。決して劇的ではないが、市場の裾野は少しずつ広がっているとみている。図表 1-6 で、最近のオペの実施状況をご覧頂く。これは一見してお分かり頂けるように、オーバーナイトのレートを誘導目標に寄せるため、特に 7 月中は、かなり肌理細かいオペ調節運営を行っている。すなわち、利上げの後、積みの進捗を急ぐ金融機関のニーズに対応して、所要準備を上回る準備預金の水準をオペによって維持するようにした。具体的には、まず共通担保の全店オペについて、大体 1 週間に 1 本、2 か月程度の長めの資金を供給している。共通担保の本店オペは、スタート日とか金額、あるいはターム、頻度、これらを状況に応じて柔軟に調整してオファーしたところである。特に、オーバーナイトレートの上昇圧力が強い日には、即日の資金供給オペを活用している。表の中でシャドーを付しているのが即日オペなのだが、昨日までに合計 9 本オファーしているが、特に、外銀の取り圧力が強かった 7 月 18 日、19 日、20 日辺りは、午前と午後の 2 度

に亘って即日供給を行ったところである。国債買現先オペは、主としてレポ・レートの上昇抑制を念頭に置いた資金供給手段として多用した。この表にあるように、18日の週は4日連続で、その翌週の24日週も3回連続でオファーしている。金額的にも、月末日に向けた27日のオファースは、1兆円と金額も思い切って引き上げたところである。ただ、先程申し上げたように、月が明けて、特に8月2日の税揚げを越えると、一転して資金余剰感が強まってきたので、供給オペの方はペースダウンした。それから、表の下側になるが、8月2日以降昨日までに5回の売手による即日の吸収も行ったところである。図表1-7で、当面の資金需給をご覧頂く。10日以降の8月中は、下旬に国債発行日が控えているので、財政要因を主因に-2.2兆円の不足となる見込みである。こうした中、準備預金の残高は勿論個別行のスタンス次第ではあるが、積み最終日の15日には4兆円を下回る水準になるのではないかとみている。16日から新しい積み期に入るが、準預先に色々聞いてみると、やはり彼等の中には「資金繰りの見通しの精度が上がるまでは、ある程度安全策を採って積みの前倒し進捗を図りたい。」といったことを言う先もあるので、新しい積み期に入ってから初めのうちは、準備預金を高めに維持したうえで、レートとか、積みの進捗の状況を眺めながら、徐々に水準を切下げるような調節運営を行っていきたいと考えている。以上が調節関係である。続いて図表2-1をご覧頂き、以下、金融・為替市場の動きについて見ていきたいと思う。まず図表2-1、

(2)で、ターム物のレートの推移についてご覧頂く。短国レートは、利上げ後に、当面利上げはないという見方が市場に広がったので、安心感からFBの3か月、あるいはTBの6か月、この辺りに対する投資家の買いが戻っており、ほぼ横這い圏内の動きである。このように短国レート、いわゆるスポット・レートには今後の利上げ期待は今のところ現われていない。そこで、市場で今後の利上げをどのように織り込んでいるかという状況を、図表2-2、金先レートで見してみる。(1)は金先から見たフォワード・レート・カーブだが、足許の黒い実線は、前回決定会合の破線から幾分低下している。次の利上げタイミングの市場の織り込み状況を探ると、

これは(2)のOIS——オーバーナイト・インデックス・スワップ——のグラフに割合綺麗に出ているのでこちらをご説明したい。OISの取引から算出される、今後のオーバーナイト・コールレートのフォワード・レートが表わされている。グラフ中の棒のうち、黒いものが6月30日時点、白が7月14日、灰色が直近時のフォワード・レートであり、これをご覧頂くと、時間が経過するとともに低下している。つまり、利上げのペースはゆっくりとしたものになるという見方が次第に浸透しているところをご覧頂けるかと思う。レベル的には、このグラフの一番右端の灰色の棒をご覧頂くと、これが2007年1月のオーバーナイトのレートを表わしているが、0.50%になっている。OIS以外のフォワード・レートを幾つか算出してみても、大体同じような結果が得られる。このことから読み取れる市場に織り込まれた市場の利上げペースは、大体半年に1回程度の緩やかな利上げといったことになるかとみている。続いて、長期金利の動きである。図表2-3をご覧頂くと、長期金利は前回決定会合以降、ややジグザグした動きではあったが、通してみると、やはり利上げペースが緩やかになるという見方が浸透した、ということが一つ。それからもう一つは、この間、アメリカの金利が低下してきているといった要因から、10年債で言うと、前回決定会合の直前は1.9%台だったのだが、足許では1.8%の半ばから後半位の水準になっている。このように、先行きの金利観は収斂してきているということもあって、グラフで示したインプライド・ボラティリティも、このところ低下してきている。図表2-4(2)でイールド・カーブの変化幅をご覧頂くと、やはりゆっくり利上げの観測が浸透してきているので、短期から中期ゾーンまでのゾーンを中心に低下している。図表2-5(1)をご覧頂くと、こちらは市場参加者が注目する債券利回りの変動要因に関するサーベイだが、直近の結果を示すグラフ上でグレーで塗り潰した部分が海外金利である。この海外金利に対する注目度がこのところ少し増してきている。そして(2)をご覧頂くと、細い実線が海外金利なのだが、従来は金利上昇要因と見られていたものが、直近のところでは金利低下要因として受止められるようになっている。図表2-6、社債ス

プレッドの方は足許あまり動きがないので省略し、図表 2-7、株価の動きに移る。株価は、ちょうど前回決定会合の頃、レバノン情勢の緊迫化ということから、海外の株が下落して、これに追随する形で日本の株も大きく下落した。振り返ってみると、日経平均は 14,000 円台半ばまで低下したが、その後は 4~6 月の日本の企業業績が好調だったということ、あるいはアメリカの株も持ち直してきたということで、今は 15,000 円台半ばまで回復してきている。今、企業収益について申し上げたが、図表 2-8 のグラフをご覧ください。企業収益は 4~6 月の決算が発表されたところなのだが、まず 2006 年度通期の収益見通し——×印のグラフでお示ししている——は、基本的に横這いになっている。ただ、4~6 月の決算は、今申し上げたように割合良かった。特に注目していた電機セクターなのだが、4~6 月期は多くの先が前年比増益となっている。これは、アメリカの ITセクターの 4~6 月決算が小幅な増益にとどまった、あるいは 2006 年通期見通しを見てもアメリカの方は ITセクターが下方修正されたということと、対照的になっている。これは我が国の電機セクターというのは、薄型テレビ、あるいはデジタル家電、モバイル、そういった好調な分野で高いシェアを握る企業が多く、苦戦を強いられている PC 関連の企業が少ないことが背景だったのかなと思っている。また、これに加えて日本の場合は、円安基調も収益と株価の下支えに寄与したとみている。次に株の主体別売買動向、図表 2-8 の表をご覧くださいと、まず海外投資家だが、7 月は 1,322 億円の買い越しに戻っているが、以前のような勢いはない。海外投資家のうち、ヘッジファンドなどの話を聞いていても、日本株への選好度はまだ相対的には高いのだが、やはり投資環境に不確実性が残っていると彼等は言っている。不確実性というのは何かというと、幾つかあるのだが、一つはアメリカの景気の先行きに不確実性がある。日本要因としては、企業の決算修正などが相次いでいることに現われている、いわゆる企業のガバナンスの問題、あるいはポスト小泉で改革路線が承継されるのか、そういった点が海外の投資家から言及されることが割合多いようである。個人は、7 月が -4,566 億円ということで売り越し幅を拡大させている。こ

の点については、図表 2-9 の信用取引の動向のグラフをご覧頂くとお分かりになるように、右側の方、いわゆる信用買い残の手仕舞いがさらに進んでいる。このことは、個人の買い余力が回復しているとも言える訳なのだが、買い残の水準自体が依然高いので、どうしても株が上昇する局面では、戻り売りが出やすいということも言えると思う。以上のように、個人が売って、先程も申し上げたように外国人の買いが戻り切っていないので、株式市場における売買高のグラフにお示しするように、このところ株式市場における売買高は低調に推移している。従って、どうしても株価を押し上げるモメンタムが付きにくい状態が続いている。であるから、例えばファンド筋などが先物などで売りを仕掛けるような場合——実際、今週もあったのだが——、大きく値が動くこともあって、株式市場は上下に振れやすい状況が続いている。図表 2-10 で為替相場、為替市場に移る。(1) のグラフでお示ししている黒い実線がドル/円相場なのだが、基本的には全体を通して金利差がテーマになっている動きと見ている。つまり、ドル/円相場について言うと、まず日本の利上げ直後も、今後はやはりゆっくり利上げされるとの観測から、まずドル高円安になった。〈参考〉の表にお示しするように円は一時 117 円まで低下した。ただ、その後アメリカの利上げはポーズするという見方が強まってきたので、一旦円高方向に修正されて 114 円台まで戻った。そして、実際 8 月 8 日の FOMC で利上げは見送られた訳なのだが、ステートメントで今後の利上げに含みが残されたので、またドルが少し買われており、足許では 115 円台の推移となっている。これがドル/円なのだが、ユーロも対ドルで同様な動きとなっている。もっとも、ユーロの対円の関係になると、ユーロについては今後の利上げペースが円よりも早いと見られているので、円に対してはユーロ高円安になっている。実際 8 月 9 日、昨日の海外時間ではユーロは対円の既往ピークまで上昇しているし、今日の東京時間でも一時なのだが 148 円 61 銭といったところまでユーロが高くなっている。こういう円安の傾向は、実は円/ユーロだけではなくて、円/ポンドのような間でも見られる。つまり、円は多くの通貨に対して金利上昇ペースの最も遅い通貨として、弱い地合

いにあるということが言えると思う。この点は(2)の名目実効為替相場グラフで見ても、円が相対的に弱い領域にあることにも現われていると思う。さらに、図表2-12をご覧頂くと、今のように円が売られがちな傾向は、IMMのポジションにも現われている。(1-1)のグラフにあるように、ちょうど円が117円台まで安くなった7月中下旬に掛けて、円のIMMショート・ポジションは既往ピークの水準まで積み上がっている。その後、一旦巻き戻されてはいるが、金利差をテーマにした見方に基づくと、アメリカの利上げの可能性は残されている訳である。それから、先程申し上げたようにクロスでの円の弱さがあるので、ショート・ポジションが積み上がりやすい地合いであると考えている。今後のドル円相場については、(2)リスク・リバーサルグラフをご覧頂くと、黒い実線がそうだが、引き続きプット・オーバーになっているので、市場では先行きドル安が見込まれている。しかし、今申し上げたクロスでの円安を勘案すると、一方的にはドル高円安とはなりにくいのではないかなと思っている。いずれにしても今後、日米欧3極の金融政策の行方を巡る思惑がかなり錯綜すると予想されるので、一方向へのモメンタムは付きにくいとみている。最後に、図表2-13で人民元の動きを見ると、この間一貫してジリジリと対ドル相場が上昇している。為替市場では、中国が人民元について何らかの追加的な改革措置を採るのではないかと、そのような憶測がずっと燻っている。以上、簡単に総括すると、前回決定会合以降における利上げ自体は、かなり広範に織り込まれていたため、各金融市場の反応は平静であった。利上げの実施後については、今後の利上げはゆっくりと、という見方がかなり浸透しているため、これに基づく金利・為替相場が形成されているとみている。私からは以上である。

福井議長

どうぞご質問等があれば。

須田委員

調節について色々工夫されているとのことだが、ゼロ金利を解除する前に、起こるだろうと想定し、実際そうだったと思う部分と、予想外であったということがあるのではないかと思うのだが、その辺りを教えて欲しい。

中曽金融市場局長

予想はしていたが、その程度がかなり実際に大きかったなと思うのは、外銀の調達圧力である。彼等の調達のスタンスというのは、先日付取引というよりは、むしろオーバーナイトで調達してくる。必要な分だけその日に取るということであり、これは主として欧州系の銀行に多く見られる。多い銀行だと、1日のオーバーナイトでの要調達額が1兆円を超えるような日もあるので、相当攪乱的な状況となることもあった。特に利上げ直後に外銀の取り上がりが目立っていたことが、印象に残っている。それから、利上げ前の段階から、レポ・レートが高めに振れがちだった訳なのだが、こちらは先日付で先行的に国債買現先オペなどで資金供給していくことによって、割合安定的に抑えることができたという気がしている。印象論として言えば、この二点である。

野田委員

基準金利は0.4%ということで1か月経った。この点の評価はどうか。

中曽金融市場局長

0.5%と0.4%でどういう違いがあったかということにもなるかと思う。まず、レポ・レートとの関係については、ロンバートが高いとレポ・レートもその分跳ね上がってしまうのではないかと、というような議論があったと思うが、実際には必ずしもそうではなかった。つまり、先程申し上げたように、レポ・レートは割合安定していたが、これには二つの要因がある。一つは、我々の供給オペ、先行的な資金供給である。これをかなり積極的に実行したことが大きく効いたと思う。もう一つは、需給要因というのだ

ろうか、利上げがゆっくりということを経済が勘案したということもあるのだと思うが、かなり短国の需給が改善した。こういった要因が大きかったと思う。であるから、言い方を換えれば、ロンバートが0.5%であっても、0.4%であっても、そこは大きな違いはなかったのではないか。要するに、供給オペの運営次第で、恐らく今のような水準にいずれにしても抑えることができたのではないかと思っている。では、0.5%と0.4%ではどこに影響の違いが出たのかということについては、これも印象論の域をなかなか出ないのだが、恐らくターム物のレートについては結構0.4%というのが効いているのではないかと思う。つまり0.4%が、いわば調達コストの上限を画する訳であるから、これまでの動きをみると、ターム物のレートを抑える方向でそれなりの影響を及ぼしている面はあるのではないかと理解している。

岩田副総裁

図表1-3が面白いと思ってずっと見ていたのだが、所要準備と積みの未了先というのがある。昔読んだ本に、コールレートが、積みの進捗率に反応すると書いてあった。この図を見ると、未了先が皆、積み終了の方に近づく時は、金利が上がるような関係になっていると私は思う。ただ、よく分からないのは、8月の初めの辺りは、若干未了先が減っているのに金利はむしろ下がっているのだが、何か特殊なことがあるのか。

中曾金融市場局長

一般的には、積み未了先が、残り所要よりも低い準備しか持っていないような場合はレートが上がりやすく、その逆は下がりやすいということである。今難しいのは、積みが終わったような先も当座預金は全くゼロではなくて、なにがしかの決済準備を持っている。それから非準備先もそれなりの厚みの当座預金を持っている。ご指摘の8月2日は税揚げ日のため準備の水準自体は落ちている。本来はレートに上昇圧力が掛かるが、一方で、先程申し上げたように供給オペも大分実行しているため、安心感もあり、

レート自体はむしろ下がってしまったということだったと思う。それから、さらに積みの最終局面が近付いてくると、一旦積み下に入っても、彼等は残りが大体見えてくるので、ある程度資金繰りが立っていれば一時的に積み下になっても、それ程レートの上昇といった形で反映されないということはあるかもしれない。

岩田副総裁

もう一点宜しいか。これも面白い図だと前から思っているのだが、図表2-8の企業収益の見通しは東洋経済新報社が予想した数字なのか。

中曽金融市場局長

然り。

岩田副総裁

そうすると、マーケットのアナリストのコンセンサスの予想とも違う訳か。大体それに近いのか。

中曽金融市場局長

そんなに違いは出てこないのではないかと思う。

岩田副総裁

その予想は、その時々でリバイスされる訳だな。近い時点で集計し直すということだな。

中曽金融市場局長

×印の数がそれを現わしている。

岩田副総裁

そうすると、決算の結果は、第1四半期はまだ全部出ていないので分か

らないが、その数字と現実に出ている数字には凄く差がある。ここに出ているのは企業・会社の予想では必ずしもない訳だな。

中曾金融市場局長

基本的には会社の予想のはずである。

岩田副総裁

会社の予想なのか。そうすると、会社の予想とアナリストの予想と、それから現実という三つの数字があつて、ここで示されている数字がもし会社の予想ならば、意図的に低めに予想しておいてポジティブ・サプライズを狙っているという理解で良いか。勿論、これは通期の予想なので、足許と若干ずれて、4~6月期が+10%でも通期で見れば+5%~+6%だということもない訳ではないが。この図表の意味合いとしては、足許の収益は強いが、企業は割合先行きについて慎重だとも言える、と読んで良いのか。

中曾金融市場局長

意図的にポジティブ・サプライズを狙っているかは分からないが、足許は良いが、通期の見通しは、多少上方修正をする向きもあるものの、まだ変えていない。

岩田副総裁

通期の見通しは非常に緩やかに調整しているということか。

中曾金融市場局長

然り。通期の見通しは、少ししか上がっていない。足許は良いが、見通し自体は、慎重なのか変えていないということだと思う。

野田委員

これは余談に近い話だが、この間気が付いたので申し上げますと、この時

点までの今年の収益見通しは、昨年の黒い三角の足取りと極めて似通っていると思う。その前年の白丸や前々年の白三角とは少し形が違っている。先行きを展望するうえで、走り出してから修正される形が前年と似通っているという点は、少し面白いことではないかと思っている。

須田委員

マーケットの話に戻るが、GC・レポと無担コールの関係で、前回会合の時には、GC・レポのレートが上昇するとそれに引きずられて無担コールのレートも上昇していくというような姿が見えたのだが、今はどのように捉えたら良いか。レポ・レートが上昇すると、それにつられてオーバーナイトレートも上昇してしまうというような記述も見る。ちゃんとオーバーナイト物で調達・運用できるようになれば、裁定が働き、コールレートがレポ・レートに引きずられなくなるような気がするのだが、その見方はどうか。

中曾金融市場局長

これも定量的に分析した訳ではないので、印象論的になってしまうが、やはりレポが上がるとコールは引きずられてしまう、という構図は変わっていないと思う。今はレポを相当抑えに掛かっているから動いていないが、やはりレポ市場は大きい。100兆円近くある。規模的にはコールの何倍もあるため、レポが上がればコールは引きずられるという部分は、どうしても残っていると思う。今割と安定して見えるのは、資金供給オペ、あるいは短国の需給面の要因が大きい。従って、コールを下げてレポはそのまま追随してこないという部分は残ってしまうのではないかと思う。個別の金融機関などに聞いていると、レポで先日付で運用して、後でオーバーナイト・コール市場でショート・ファンディングをする裁定がどんどんできるようになれば、両市場の裁定が働くはずなのだが、実際にはそれができていないのである。できていないというのは、個別行に聞くと、やはり無担コール市場のアベイラビリティについて、今一つ確信が持てないようで

ある。そういう意味でのコールとレポ市場の間の裁定というのは、今一つまだ完全に回復し切っていない。どうしてもレポに引きずられてしまう部分は、やはり構造的に残っていると私は思う。

西村委員

現時点でも、クレジット・ラインなどが全部整うと、裁定は一応働くのか。

中曾金融市場局長

問題はかなり解消できるのではないかと思う。

須田委員

もともと、今おっしゃったように市場の大きさが全く違うということであれば、果してコントロールができるかという問題があるが、その点についてはどうか。

中曾金融市場局長

裁定が働くようになるということは、恐らくコール市場の裾野がもっと広がる。レポ市場も、同様に特に出し手のベースが広がってくることを意味する。そういう条件が整えば、当然もう少し裁定が両市場間で上手く働くのではないか。

須田委員

コントロールできそうか。オーバーナイトをコントロールしておけば、市場は安定すると考えて良いか。

稲葉理事

両者の間のコントローラビリティというのは、必ずしも強固なものである必要もないだろうなとは思っている。ある程度はコントロールできる

ということは大事なことであるが、一方で、市場規模の大きなレポのレート形成が、ある程度新しい情報をコールレートの方にもたらししてくれる可能性があるので、そこにある程度の遊びというか、ゆとりというのが必要ではないかと思う。

福間委員

今の問題に関連するのだが、各行の経営方針があるから、こうやれという訳にはいかないが、やはりクレジット・ラインの伸び方が悪い。クレジット・ラインの出し手も、取り手もどうも横着過ぎるのではないか。やはり東京市場を拡大するという観点にもう少し立ってくれないと。ニューヨーク、ロンドンへ行ったら、日本の大手行もそれぞれお世話になっているのだし、日本の銀行もやはりマザー・マーケットを中心に一つのファンクションを発揮しなくてはならない。その割にはクレジット・ラインの伸び方が悪い。ゼロ金利政策の解除からまだ1か月と少ししか経っていない訳であるから、そう慌てることはないのだが、ニーズがあるのであれば、やはり応じるのがメジャーバンクではないかなというの一点。もう一つは、利上げ直後には外銀による多額の資金調達が見えたという話があったが、その中に少しキャリートレード絡みのものも入っていたのかという点についてはどうお考えになっているか。

中曾金融市場局長

最初におっしゃられたクレジット・ラインについては、やはり一つはレート水準にもよると思うのである。もう少し金利が高くなってくると、それなりに運用のインセンティブが刺激を受けるという部分がある。それから瑣末な話ではあるが、やはり10何年もこういう時代が続いているので、両者、出し手も取り手も言い分があって、出し手の大手行からすると「クレジット・ラインを付与するのに、外銀は挨拶にこない」とか言っている。

福間委員

そういうことを言うてしまうのだな。

中曾金融市場局長

それから審査に時間が掛かる。要するに、信用供与になるので半期に一
遍位しか見直しができない、といった諸々の問題がある。ただ、繰り返し
になるが、レート水準がそれなりに上がってくれば、インセンティブは双
方働くはずである。それからキャリートレードの部分なのだが、先程申し
上げたように、外銀の要調達額は全般的に小さくなっている。個別行には
1兆円位あったようなところも、今は例えばゼロとか、あるいはロングに
なる時などもある。ただ、これは恐らくファイナンス・ニーズが消えたと
いうことではないと思う。つまりコール市場でのファイナンス・ニーズが
減ったということで、多分、ユーロ円とか、あるいは円転とかターム物と
か、そういったものへシフトしているのだと思う。そういう意味では、外
銀のファイナンス・ニーズそのものは、大きい状態が続いていると思う。
たまたま、それがオーバーナイト・コール市場に現われるか、現われない
かという違いであろう。では、要調達額が大きい背景は何かというと、これ
はやはりおっしゃったようなキャリートレード的なものがあるのではない
かなという感じはする。つまり利上げペースがゆっくりだということに
なれば、当面、円は調達コストが低くとどまる。だとすれば、外銀から見
れば色々なものに運用ができるということである。定量的に把握してはい
ないが、恐らく外銀のファイナンスしている対象、アセットは、色々なも
のがあるようである。FB、TB、交付税特会、それからユーロ円の放出、
あるいはヘッジファンドなどにも貸している可能性がある。これは円の調
達コストが低いから、という理由であるとすれば、やはり一種のキャリー
トレードかなと思う。

福間委員

そうであろう。

岩田副総裁

もう一点宜しいか。図表2-13の人民元なのだが、今1ドル8元を少し下回るところまでできているが、マネーサプライを見ると、まだ目標を結構上回っている。これは、金利格差が縮小の方向に動いているのか。

中曽金融市場局長

これは恐らく出沢国際局長からお話があるのではないかと思うが、我々が少し聞いた話は、人民元の上昇ペースをある程度コントロールするために、それなりに市場介入もやっているのではないかということである。そうすると、それなりに流動性が増えてくるので、引き続き流動性の吸収になかなか苦慮をしている、という話は聞く。それ以外は、後で国際局の方から話があると思う。

福井議長

今でもどうぞ。もしあれば。

出沢国際局長

後でご説明する。

福井議長

では後で宜しいか。

岩田副総裁

結構である。

福井議長

宜しいか。それでは、海外経済情勢について堀井理事と出沢国際局長からお願いする。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

出沢国際局長

岩田副総裁からの先程のご質問については、最後のところでご説明させて頂く。資料-3（参考計表）（追加分）と書いてある資料に沿ってご説明する。今回は、米国経済が引き続き拡大は続けているが、ここへきてスローダウンの様相を強めているという点を押さえていきたいと思う。まず、図表1である。1. GDPだが、第2四半期の数字が先日発表されて、年率換算+2.5%ということである。1~3月に比べるとスローダウンのイメージはかなり強いのだが、その辺の振れをなくすために、まず2005年平均の+3.2%辺りと比べてみても、スローダウンの印象は拭えないということかと思う。これを他のコンポーネント、他の項目に沿ってもう少し説明していきたいと思う。2. ~8. はこれは家計部門に関わる項目だが、特に注目されるのは8. 住宅着工である。6月の着工戸数が185万戸である。今までの流れと比べても、スローダウンということは間違いなく、1割程のスローダウンという水準かと思う。個人消費の動向で、5. 小売売上高と6. 自動車販売である。この数字も色々凸凹があるが、達観して眺めれば勢いが落ちているという印象がある。ただし、7. 消費者コンフィデンス指数、消費者の態度は7月は106.5というレベルであり、これを見る限り、それ程コンフィデンスが崩れているということはないように見える。今後の消費者マインドや家計部門の所得に掛かる項目として、雇用関連だが、14. 失業率、15. 非農業部門雇用者数は7月の数字が出ている。これらはいずれも弱いと市場では受止められている。失業率は4.8%。これまで低下傾向を続けてきた訳だが、小幅ながら上昇している。それから雇用者数は、前月比113,000人の増加にとどまった。これは昨年から今年の1~3月辺りの増加ペースに比べると、3割程度のスローダウンかと思う。次に企業部門の動きを見る。9. 非国防資本財受注の計数だが、単月の数字は振れるので第2四半期の数字に着目し、4~6月を均すと前期比+0.7%となっている。前年比で見ると+8.5%と、引き続き高めの伸びという評価ができるかと思う。一方、生産の動向だが、12.、13. である。

12. 鉱工業生産は、6月の前月比が+0.8%、4~6月で均してみても前期比+1.6%ということで、それなりの増加ペースは維持していると評価できる。13. 製造業稼働率は6月の水準が81.1%と引き続き上昇を続けている。企業マインドを示すISM指数が11.にある。7月のデータが先週公表されている。製造業が54.7で、50がブレイク・イーブンなので、そういう観点でみると高めの水準を維持している。非製造業は54.8で、水準は高いのだが、流れから見ると4~6月に比べて低下してきているという感じがある。物価の動向である。16. PPI、これは食料品価格の上昇を主因に、6月は前年比+4.9%とやや高めである。17. CPIだが、総合で前年比+4.3%、いわゆるコアでみても前年比+2.6%と、眺めてみるとジリジリと上昇を続けている。物価上昇圧力のバッファという意味で、18. 非農業部門労働生産性を見ると、4~6月の前期比が+1.1%で、前年比で見ると+2.4%ということだが、1~3月辺りの伸びに比べると、若干鈍化した形になっている。以上のように、インフレ懸念を抱えながらも景気のスローダウンに直面して、FRBでは8日のFOMCにおいて、これまで17回連続して引き上げてきた政策金利について据え置きを決めている。次に欧州に移る。図表2である。ユーロエリアについては、これまでの景気回復基調が続いているとみられる。2. OECD景気先行指数がある。この直近6月の計数だが、前年比で+5.2%と順調に推移している。個人消費関連項目は、3. 小売売上数量、4. 新車登録台数、6月単月の動きは区々凸凹で分かりにくいところがあるので、4~6月を均してみると、一応引き続き回復傾向にあるとみられる。企業部門の動きとしては、11. 製造業PMIを見ると7月は57.4%と企業マインドは引き続き堅調と評価できる。この間、雇用情勢だが、12. 失業率は緩やかながらも低下しており、6月は7.8%の水準まできている。最後は物価だが、13. 生産者物価と14. 消費者物価を総合で見ると、ともに引き続きやや高めの上昇率である。こうした中、ECBでは先週政策金利を0.25%引き上げて3%にしている。図表3は英国だが、簡単に触れさせて頂く。1. 実質GDPは4~6月の数字が出ており、年率+3.4%である。景気回復のテンポはやや

加速している感じである。また、一度沈静化した住宅価格は 7. にあるが、強含んできている状況で、消費者物価も目標レンジの上限に向けて上昇の気配にある。6. に C P I の数字があるが、6 月は +2.5% と目標値の +2.0% を超えている。先行きについても B O E 自身の見通しによると、上限の +3% をも超える蓋然性があるということになっている。これは昨日のインフレーション・レポートで言われている。こうした状況下、B O E では、先週、政策金利を昨年 8 月の利下げから再び利上げモードに切り替えて、0.25% 引き上げを決めている。水準としては 2 年前の 4.75% に戻したということである。次に図表 4-1、図表 4-3 はアジアである。まず 1. 中国だが、1. 実質 GDP、2. 工業生産、3. 消費財小売売上総額、4. 固定資産投資の当期分の数字は、いずれの統計を見ても、景気が一段と拡大している様子を窺わせている。マネタリーサイドも引き続き拡張傾向にあり、8. M2、9. 人民元貸出、ともに高い伸びを続けている。この間、7. C P I だが、ここ 2~3 か月小幅ながら上昇率を高めているが、6 月の前年比をみると +1.5% と、水準は落ち着いている。中国以外のアジアということで、N I E s、A S E A N 諸国の計表が続いている。N I E s、A S E A N 諸国では、総じてみると内外需とも堅調であり、緩やかな景気回復が続いていると評価している。輸出、生産に関わるデータを見ると凸凹はあるが、基調的には増加のトレンドにあるとみている。まず輸出の動向である。図表 4-2、(2-1) の韓国については、これは生産面にも響いている材料だが、自動車メーカーでの賃上げを巡ってのストライキに伴って、足許 7 月の計数が弱くなっている。(3) 生産関連指標を見ると、韓国の 7 月のサーベイ、企業景気実査指数の 7 月 79.1 という数字は、今までの流れに比べて弱い数字が出ている。それから消費者物価の動向だが、図表 4-3、(6) の表である。インドネシアが二桁でやや桁違いの数字があるが、これは特殊要因があったためであり、そのうち落ち着いてくるとみられている。このインドネシアも含めて、インフレ率の動きをみると総じて漸減の方向にあり、N I E s、A S E A N 諸国では押し並べて物価は落ち着いた動きと評価している。次に、国際金融面について触れる。図表

5である。前回の会合以降、金融市場で材料視されていたものは、米国の金融政策当局のスタンスである。7月19日のFRB議長の議会証言、7月28日に公表されたGDPの数字、それから8月4日に公表された雇用の数字、いずれも連続利上げに終止符が打たれることを予想させるものを取り沙汰され、現に8月8日のFOMCでは金利の据え置きが決まっている。これがここ1か月間の米国長期金利の低下をもたらしている。(2)株式市場は、この金利頭打ち感に加えて、第2四半期の堅調な企業業績も買い材料となって、株価も上昇している。(3)、(4)に欧州の動きがある。欧州の長期金利、株価についても、先程も申し上げたように、金融当局の利上げ及びユーロ、あるいはポンドの短期金利の先高観があるにもかかわらず、市場は、総じて米国での動きに引っ張られた流れになっている。詳細に見ると、(4)株価、英国のところは、足許少し下がっている。これはBOEの利上げが、かなり唐突だったということ、あるいは、ブリティッシュ・ペトロリアムのアラスカにおけるパイプ破損といった個別の影響が出ているため、このように下がったことになっているが、過去1か月間の流れで見ると、基本的には長期金利は下げ、株価は上がった。最後に、エマージング市場における金融・為替動向について触れると、5月、6月の調整局面をこなして、このところは落ち着いた動きを見せている。以上で説明を終わる。

福井議長

ご質問、ご意見があればどうぞ。

西村委員

岩田副総裁の質問と少し関係するのだが、中国の金融政策と為替政策が非常に絡んでいるので、この点について少し伺いたいと思う。明らかにヒートアップしている状況を、為替政策と金融政策を、何とか上手く組み合わせながら冷やそうとしていると思うのだが、彼等の考え方の実際のポリシー・ミックスはどうなっているのか、という点と、それからこれまで

の彼等がやったアテンプトの評価を、できれば政治状況との絡みも含めて、教えて頂ければと思っている。

出沢国際局長

大変難しい質問であるが、限られた時間で、できるだけ説明しようと思う。まず最初に、今日のファイナンシャル・タイムズ紙のアジア版の1面に「チャイナが何か為替制度をいじるのではないか」というヘッドラインが出ていた。これで東京での元の相場も7.9666まで上昇している。そこに書いてある話というのは、実は昨晚、人民銀行が定期的に発表しているもので、四半期報だが「金融政策執行報告」というものがあり、その中の記述の一部を受けてああいうネタになったと聞いている。どこを受けたかということ、今までになかった表現なのだが「国際収支の均衡、構造調整、経済発展戦略の転換において、為替レートが持つ独特の作用を適切に発揮させる」という表現がある。具体的に何を意味しているか引き続き分からないのだが、これを材料にああいった記事になったというのがまず最初の話である。それから西村委員のご質問に直接お答えできるかどうか分からないが、まず、整理すると金融政策は、この4月に利上げをした。それから足許6月、7月と連続で準備預金率を引き上げた。それから為替政策については、いわゆるレジームの変更はないのだが、いわゆる外準減らしという、あるいは外貨ファンドの流れを変えるという意味で、この4月に中国人の居住者が対外証券投資をするということについて枠を設けて認めた。その実際の枠の貼り付けが7月に行われているのだが、合わせると80億ドルということになっており——外準の約1%か——、そういうものが取り敢えず出る。であるから弥縫策と言えば弥縫策なのだが、何か考えて施策を打っているということ言えばそれがある。それからレジームそのものは新聞情報の域を出ないし、憶測なので何も申し上げないが、それで景気との関係で申し上げますと、我々を含めてあの伸び率は過熱だとみているが、当局では今回の四半期分においても「過熱」という言葉は使っていない。ただ、「過熱に向けての流れを回避するために今の早い成長率に

何らかのことをしなくてはならない」という評価なのである。それで2003年位だったと思うが、本当に「過熱」という言葉を当局も使っていたし、色々施策も打った時期があるが、あの時の色々なアクティビティのレベルに比べると、今の方がまだ落ち着いているのは事実であるし、バロメーターとしての物価が、確かに、先程も申し上げたように+1.5%ということで、どこが過熱かということになる。ただ、「過熱」と言われるのは住宅、不動産であり、ここは経済政策というよりは社会政策の観点で人心が落ち着くようにということで、住宅の供給増という政策を打出したり、あるいは外国人による不動産の投資に対する直接的な規制、あるいは金融機関に対して不動産関連融資を窓口指導的なセンスで締めていく、こういう対応をしている。以上が中国政府、ないしは人民銀行において、今我々が見ている経済の過熱的なものに対して何をしているかという施策の一覧である。では、それが効いているかどうかという点は、伸び率は引き続き伸びている一方で、物価がジリジリと上がってはいるもののあの水準にとどまっていることからすれば、効いているという評価ができるかもしれない。以上である。

須田委員

宜しいか。アメリカの金融政策に絡んでだが、今景気は、実際に減速している。ただ、ユニット・レーバ・コストがかなり上がっており、原油価格もどうも高止まりしそうである。それから足許のインフレ率はアン・ウェルカムなレンジである。その中で待っていれば景気が減速してインフレが収まっていくという見方があるが、その場合の減速とは一体どの程度の減速なのか。今我々が想定しているのは一旦、成長率が+2%台に落ちても、そのうち潜在成長率——以前に比べて下がっているという話もあるが——に戻っていくというパスを想定しているのだが、そういったパスで果してインフレは収まっていくと考えて良いのか、私としてはなかなかそうは思えないというところがあるのだが、どうか。

出沢国際局長

私の個人的意見というよりは、あまりにも見てきたような本当らしい話なので、クエスチョンマークを付けながらもエピソードを一つ紹介する。FRBの今回の意思決定において議論の段階ではかなり割れていた。インフレを重視しようという人が4名、景気のことを気にする人が2名、それから中間派が3名と。こういう議論の中で議長が景気重視派に与したところから、3名の中間派がそちらに付いて、それからインフレ懸念派の4名のうち連銀の内部にいらっしゃる方が、ソリダリティの観点から議長に付いて、それでああいう票になったと言われている。であるから、公式表明においては、期待として、これまでの金融政策の累積効果とか、あるいはその他の諸々のファクターから総需要の抑制が行われ、インフレーション圧力というのは、少しは減退していったカンファタブルな水準に戻るのだろうという見方になる。だが、そこも自信がないから一応スタンバイの姿勢にしている。景気のことにも気にしながら、もう少し見るが、インフレの問題について動かなければならない時には動くというオプションを残したのが、今回の政策決定及びステートメントだと理解している。

須田委員

先行きの成長率については、彼らが議会証言で3%程度の予測数値を出しているが、それよりも成長率が下がることなく、あの想定のままインフレ率が下がっていくということをウイッシュしているのか。

出沢国際局長

その辺は未確認なのだが、議会証言以降、あの見通し自身を修正したという話も聞いていない。民間では、直近のGDPの数字に合わせて足許を下げ、途中経過を下げていくが、2007年の第4四半期については、同じ着地点に行く。途中のパスについては議会証言の時とは状況が変わっていると思うのだが、Fedとしては具体的にそういうものを示していないし、我々もどう考えればよいか、そこは分からない。

堀井理事

政策の実際の打ち方というのは、やはり Fed のリスク・マネジメント・アプローチをベースに考えれば分かりやすいと私は思っている。基本形、標準形は、やはりスローダウンする。ハンフリー・ホーキンスで出たもの——あれでも物価は高めだが——よりも向こうのところへ行けば、方向としては下がっていく訳であるから、あれを標準形として考えている。万が一、景気の減速が強過ぎた場合——住宅がアナクドータルに色々なスローダウンの兆候が出ているので——、先に8月に上げた後、それが出てきた時は、今度は急に下げないといけないということになる訳である。そういうことを考えると、今は取り敢えず休んで様子を見る。想定しているところよりも景気が強くて、物価も強いということになれば、若干ビハインド・ザ・カーブとは言えども、トレンドの中で一回休んだということで、もう一回上げていけば良いということである。従って、今回は全体として、標準形から上にずれた時、下にずれた時のその次の政策の打ちやすさということ、恐らく考えたのかな、というように私は理解している。

福間委員

私も須田委員が最初に言われたようなことがメインシナリオかなと思っていたのだが、この参考図表にあるように、私が物価抑制要因として頼りにしてきたユニット・レーバー・コストについて、このような改訂値が出てしまったために、全く図が変わってしまった。この背景は何か。数字が間違えていたから変えたのだ、と言われればそれまでなのだろうが。

出沢国際局長

昨日から Fed 当局に E-mail で問い合わせているが、公表されているもの以上のものは出てこない。公表されているものを見ると、人件費のうちウエイジのところ専ら修正されている。労働生産性は、GDP の改訂とパラレルとみれば良いということであるから、メジャーに効いているの

は、いわゆる賃金、ウエイジのところの改定である。これがなぜ起きたかというのは引き続きブラックボックスである。ただ、今度改定されたウエイジの動きを見ると、今までずっと上がっていた時間当たりの賃金統計と平行になっている。

福間委員

そうすると、結局、減速をかなり織り込まないといけない。今までのように、ユニット・レーバ・コストが物価抑制要因として働いていると、物価が抑えられたもとで景気の拡大を続けることも期待できた訳だが、それが外れてしまうと、この部分は失速というか減速でかなり補わなければならない。あるいは減速の期間で補わなければならない。綺麗なブレイクダウンはできないにしても、理屈からいくとそういうことにならざるを得ないのではないかと、少し自信がぐらついているので聞いたのだが。だが、マンス・トゥ・マンスの賃金上昇率を見ても、そんなに上がっている訳ではないだろう。

岩田副総裁

ウエイジは6%位上がっている。

福間委員

ウエイジは上がっていたか。

堀井理事

ECIがむしろ落ち着き気味であるから。

福井議長

やはりシナリオのリスクを、かなり強く現わしているとみるかどうかであろう。つまり労働市場がタイトになって、賃金の引き上げがしっかりして、そこで裏付けられて、生産性を上回りユニット・レーバ・コストが上

がるということになると、多分、経済の中でスラックをしっかり作って、ある程度の期間をもたせてということでないといふ率が下がってこないということになってしまう。それはシナリオの狂いに繋がるということになるのだが、そこまでこの1回の数字でみるべきなのかといふと、これは別である。

福間委員

然り。またこれも変わるかもしれない。

堀井理事

それと何と言っても、インフレ予想にまだ火が点いていないため、取り敢えずは安心しているが、安心の程度は下がっているのである。基礎がこういうことであるから、下がっていることは下がっているのだが、今月は、取り敢えずインフレ予想のところで安心という感じではないかと思う。

福井議長

これは今までも非常に振れの多い統計か。

堀井理事

これは年次改訂である。このグラフにあるように、3年戻って遡及改訂しているのである。

福間委員

だが、一番肝心なところでこうなってしまうとは。

福井議長

改訂というのは弱いな。

堀井理事

有名なのは、グリーンSPAN前議長が「生産性革命」とおっしゃった時は、グリーンSPAN前議長の主張を裏付けるような改定になってしまった。要するに生産性が予想よりも上がるという、そういう時期もあった。

岩田副総裁

物価との関係では、この方がリーズナブルなのである。これまでは、コアのPCEが、例えば+2.9%までどうして上がるか説明が難しかった。エネルギーの二次波及だけでは多分説明できない。しかし、今度出た改訂値を前提とすれば、当然ではないかということになる。何かそちらに合わせた気もするのだが、物価の動きを上手く説明するには都合が良い。

須田委員

今おっしゃったインフレ予想の部分で、特に今回のステートメントは、結構ハト派的だと言われているが、そういったものがインフレ予想などに跳ね返ってきているというところはないか。

出沢国際局長

最近の統計から見れば、今回の据え置きはラショナル、リーズナブル、分かりやすいが、「それで良いのかFRB」、という議論は出ている。インフレ圧力についてそれだけ懸念があるのであれば、中央銀行としてはもう少しそちらにバイアスを掛けて、先に手を打つべきではないか。要するに、利上げをしておいた方が良いのではないか。それを据え置いたということは、市場のインフレ懸念を盛り上げて、先々でもっと大幅な利上げに追い込まれ、かえって経済にとってディスラプティブになるのではないか、という批判がマーケットの一部では出ている。ただ、それがどの位大きな声かは分からない。

西村委員

ユニット・レーパー・コストの先程の改訂のその裏にあるもので、製造業の時間当たり賃金というのは上がってきたのか。それはまだ改訂はないのか。つまり民間そのものだと非製造業はパッと上がっている。その情報はまだ入っていないか。

堀井理事

エスタブリッシュメント統計から出てくる賃金自体は、毎月出ているように、製造業もジワジワ上がってきているのである。

西村委員

この参考図表を見ていると、上がってはきているがかなりの部分下がった後である。製造業の方が、かなり大幅に改訂されたのかなと思ったのだが、そうではないのか。少し気になったものだから。

出沢国際局長

後でご連絡する。

水野委員

今回は賭けだな。そうなるだろうとしか言っていない訳なので。

堀井理事

賭けというか、先程もリスク・マネージメント・アプローチで申し上げたが、政策を今回決めた後、その後の政策をどうマネージしていくかという観点から考えると、取り敢えず今回は休みにして、ただステートメントの中でインフレ・リスクというものを書き込むことによって、将来の政策の余地を広げる、あるいはキープしたままでいくということを選択したのではないかと思っている。

水野委員

マーケットの反応は悪い。ブレイク・イーブン・インフレ率も上がってきているし、株も債券も軟調である。

堀井理事

今は、株よりも債券が幾分軟調になってきている。

水野委員

やはり相当難しい芸当をやろうとしている。ポーズをわざとやって、また上げるというのは、5月13日に1回失敗した訳である。それでもう1回トライしているのだが、結果的には利上げになるのだろうが、マーケットがまずついてこれられない可能性がある。ハードランディングになる。

堀井理事

これもグリーンSPAN前議長が始められた毎回の連続利上げというのに、今マーケットにいる人達は慣れてしまっているが、普通は飛び飛びにやる、休んでまた上げるというのは、まあ普通のことである。

水野委員

凄く気持ちは分かっている。

出沢国際局長

ただ、マーケットも無責任で、直前までは据え置きだという方に8割のプロバビリティがあった訳である。だが、実際に据え置きだと失望などと言っている。

水野委員

然り。終わった後に、あなたの予想どおりにやったのにと話はある。

西村委員

最後にもう一つ。米国の経済の変調というのは、アジアを通じて逆に日本に戻ってくるという説がある。私は正確には理解していないのだが、アジアのエコノミック・アクティビティの、米国の経済に対するセンシティブティというのはどの位の強さか。

堀井理事

3年位前のワーキング・ペーパーで、地域間モデルでVARを弾いたものがある。当然アジア全体としてアメリカの影響は引き続き大きく受ける訳だが、方向としては、アジアの内生的な影響力が相対的には高まっているということである。勿論、元からアメリカの影響が大きい訳であるから、その度合いが多少減ったとしても大きいことは間違いない。その後、そのペーパーは多分アップデートしていないと思う。

須田委員

もう一点。(参考計表)の図表4-2で、ユーロドルの金利先物が、かなり先行き下がっていくようになっているが、これは、将来利下げとの見方が強くなっているというように読むのか。

出沢国際局長

これは8月4日までしかなく、アメリカの政策変更の後がアップデートされていないので、それを確認したうえでまたご報告したい。

水野委員

ただ、基本的にFF金利が5.25%の時に、イールド・カーブ全体が、FF金利の水準を下回っていることは何十年振りではないかと思うが、当然利下げがなければそれは解消できない訳である。マーケットが勝手に読んでいるのが悪いのか、金利を下げないのが悪いのか、どちらかが悪いのである。であるから、もし再利上げをするというファンダメンタルズ

になった時に、何か起きるのではないか。我々の政策はまだオープンであり、彼等もオープンと同じことを言っているにしても、仮に利上げが年末、来年初めに行われる時に急に不愉快なことが起きるのではないかと考えていた。Fedとしては、須田委員が言われたユーロドル先物金利の寝ている3か月、6か月のイールド・カーブを立たせなくてはならない訳である。この作業というのは凄く大変だと思う。その時相当ポジションのアンwindが起きると思う。であるから、今思うと、やはり7月中旬の議会証言の内容は少しハト派過ぎた。あの内容を証言してしまうと、今回8月8日のFOMCでは、据え置き以外に選択肢がなかったと言える。Fedでは今後どのように対応していくべきか色々大変ではないかなと思う。

福井議長

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

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それではお配りしている資料-4（参考計表）と、本日お配りした同じく（追加図表）の二つを使ってご説明したいと思う。まず最初に（参考計表）であるが、図表4をご覧頂きたい。輸出入の動きをまず目で確認して頂くと、ご覧のとおり、輸出は、去年の後半から今年第1四半期までかなり高く伸びた後、第2四半期は少し伸び率が鈍化した。一方、輸入サイドは、航空機輸入等の影響で若干の振れはあるが、均してみれば緩やかであるがステディに増えている、という状態である。図表5で輸出の内訳であるが、まずご覧のとおり、実質輸出全体でみると、去年第3四半期から今年第1四半期まで、前期比でみて3%ないし若干それを上回る増加が続いた後、第2四半期は1.4%の増加ということであった。中身は、(1)の地域別でご覧頂いた方が分かりやすいと思う。最初に米国を確認しておくと、ご覧のとおり、米国の第2四半期は少し伸びが鈍化した。6月にか

なり大きく米国向け輸出が減っている。これは(2)財別にある自動車関連が減っており、これは米国向け自動車の減少である。これに注目する人が多いのだが、あくまで一時的なものだと思っている。元々米国向け輸出、あるいは自動車輸出も4~6月で括ってみればプラスであるし、日本車の米国現地における販売は依然として好調ということである。次に、ヨーロッパ向けであるが、第2四半期はむしろ伸びを高めた。これは例のワールドカップの関係もあって、デジタル家電の輸出が好調であったこと、及び第1四半期にオートバイが結構減っていて、そのリバウンドが出たこと等によるものである。従って、第2四半期の伸びの鈍化は、主に東アジア向けとその他地域向けの輸出の鈍化ということである。このうち、その他地域向けについては、ずっと高い伸びを続けてきた後、一時的に伸びが低かっただけと、取り敢えず理解している。一方、東アジア向けについては、ご覧のとおり中国向けはそれなりに順調に増えている。そうした中で弱いのは、一つはASEAN。先月はインドネシアについて、インフレ率が高い中で既往の引締めによって自動車向け輸出等に影響が出ていると申し上げたが、足許はやはりタイも例の政局混迷が少し長引いてきている結果、影響が若干経済面にも出てきていると言われており、こうしたことがASEAN向け輸出の減少に影響しているということである。さらに、NIEsについてもご覧のとおり第2四半期は横這いにとどまった。この背景には、やはり台湾、韓国辺りでIT関連が、部分的ではあるが生産調整が行われていて、(2)財別の情報関連をご覧頂いても、それ程のマイナスではないが若干微減になっていることが、この辺に現われていると理解している。それから、図表11を少しご覧頂きたい。先程、中曽金融市場局長からもご説明があったが、円は確かに対ドル115円ということではあるが、例えば対ユーロではかなり円安になっている。しかも、以前は、どちらかと言うと円高要因になり得ると考えられていたイベント、すなわち我が国におけるゼロ金利解除、そして米国サイドにおける利上げのポーズという二つのイベントを通過した後で、115円という水準であるので、やや円安かなという感じがある。実際、実質実効レートでご覧頂くと、20

年振りの円安と言っていて、一時少し戻ろうとしたが、また足許はどちらかという円安気味の展開になっている。勿論、これで輸出がそう増えるという感じは持っていないが、恐らくは4~6月の決算にせよ、7~9月、10~12月にせよ、収益面ではそれなりの影響は出てくると考えている。

ここで一旦、(追加図表)の設備投資関連指標をご覧頂きたいと思う。図表の13である。最初に、<先行指標等>の資本財出荷をご覧頂くと、4~6月の資本財出荷は、9.6%増と高い伸びになった。勿論、1~3月が減少だったので、それからの反動という面があるにせよ、高い伸びであった。この間、日本政策投資銀行の<設備投資アンケート調査>が出た。今年の計画について見ると、私共の短観の大企業の計画と比べて、概ね同じような伸び率である。ただいずれにしても、短観に次いで日本政策投資銀行においても、今年の設備投資がかなり高い計画であるということが改めて確認された。また、日本政策投資銀行では2007年度の調査も行っている。現時点では回答社数が少ないのであまり信頼度は置けないが、一応現時点で-1.4%ということである。実は去年の同じ時期、2006年度の数字が-1%だったので、大体同じような数字である。元々2006年度の伸びが二桁であり、かつこの時点で-1%強というのは、実は結構強めの計画であると理解している。さらに、先行指標については皆さんご承知のとおり、昨日機械受注が発表され、6月前月比+8.5%、4~6月で+8.9%とかなり高い伸びになった。4~6月の予測調査が出た時に、これはマイナスで癖があって疑わしいと申し上げたが、何のことはない、やはりかなり上の方で着地したということである。7~9月の見通しについても、一応先行き4.9%の増加が見込まれている。それから建築着工についても、6月単月はかなり減ったが、4~6月で見れば0.2%増とほぼ横這いであるので、振れを均してみれば堅調ということである。以上の点については、図表15のグラフでざっとイメージをご覧頂ければと思う。恐縮だが、(参考計表)に戻って頂きたい。図表17をご覧頂きたいと思う。企業収益については、特に新しい統計が出ている訳ではないが、先程少し色々ご議論があったので先に一応確認させて頂く。そもそも私共の短観で見た場合の企業収益に

関しては、ご存知のとおり〈全国短観（6月）・大企業〉にあるように、2005年の実績が製造業、非製造業とも二桁増加の後、2006年は横這いということであった。上場企業のいわゆる収益予想も、大体そういう数字であった。これに対して、4～6月でどういう数字が出ているかということ、資料-4（本文）にも書いておいたように、日経新聞が中間集計をしていて、かなり出た段階で、4～6月の収益は前年比15%増ということだった。元々2006年の横這いは、恐らく上方修正されるであろうと皆思っていた訳であるが、それにしても4～6月の15%増というのは、やはり事前に見ていたよりも少し強いなという感じである。そういう意味では、企業部門に関してみると、当初の短観の時点では少なくとも見掛け上収益は横這い、設備投資は結構増えるという形だったのが、新しい数字を見てみると設備投資はやはり強いし、その裏付けとなる収益の方も、実はそこそこ増えそうな雰囲気になってきているということではないかと思っている。

次に、個人消費関連については、今日は少しグラフでご覧頂こうと思う。図表20をご覧頂きたいが、(1)の消費水準指数は毎月大きな振れを伴いながら、やはり弱めの動きを続けている。ただ、最近の家計調査に関しては、収入が本当にとんでもない状態になってきている。例えば、6月の実収入の前年比は、名目で5%減、実質で6%減というなかなか壊滅的な数字になっているので、これをもって実勢を判断するのは難しい。一方、(2)の耐久消費財であるが、これは何度も申し上げているように、やはり足許弱さが目立っているのは車である。勿論、軽乗用車だけ取ればそれなりに堅調であるが、乗用車全体としては低調である。それから、家電販売についても、必ずしもヒアリングでは家電販売が弱いという話は出てこないが、少なくともこの統計で見ると、足許やや頭打ち感があり、恐らく背景はパソコンの伸び悩みであろうと思っている。図表21(3)の百貨店、スーパー等であるが、まず百貨店についてはご覧のとおり、昨年来ほぼ売上横這いなし微増の基調を辿ってきた訳であるが、足許のところはご覧のとおり少し下がってきている。やはりこの4～6月は天候不順が結構激しかったので、衣料品中心に弱かったということである。一方、スーパーはずっと

悪く、足許少し上がっているように見えるが、これはどちらかという野菜の値上がりで金額が膨らんだという感じであるので、決して基調が良くなっている訳ではない。さらに、コンビニエンスストアも横這い基調できて、足許少し上がっているが、これも6月に7月の煙草の値上げ前の駆け込みが起こったということであり、これらいずれを見てもやや弱めということかと思っている。その一方で、全部が弱い訳ではなく、ご覧のとおり

(4) サービス消費は、外食にしても旅行にしても依然として堅調である。この結果、図表 22 に移って頂いて、(1) 販売統計合成指数で見ると、横這いないし少し弱いという感じ、それから(2) 消費財総供給は、1~3月は結構大きく上がった後、足許少し落ちている位の感じである。そして、CCIで計算すると、ご覧のとおり第1四半期に続いて第2四半期も微増程度ということである。従って、弱いと言えは弱いけれども、そんなに弱いかと言うと、そうでもない位の感じになっている。図表 23、消費者コンフィデンス関係は、統計によって区々である。水準としては、決して悪くはないという感じであるが、足許はやはりここに載せていない景気ウォッチャー調査なども含め、やや弱めの数字が目立ってきているということかと思っている。やはり天候不順の影響とか、株価の下落の影響とか、なにがしか出てきているということではないかと思う。併せて注目しておきたいのは、先月も申し上げたとおり、各種のアンケート調査において、消費者が感じている物価上昇というのが、先行きそれなりに上がりそうだという見方が増えているということである。差し当たりその影響をどうみるかというのが一つの焦点であり、一頃デフレの時期にいわゆるデフレ期待が定着化しているが故に、消費が先送りされるという議論が随分行われた訳であり、そのことを重視するのであれば、少しインフレ方向に期待が変わってきているので、消費は出てくるという感じになるであろう。一方で、名目賃金があまり上がっていない中であって、むしろインフレ期待だけが高まれば、これはどちらかと言うと消費マインドに対してマイナスだという議論はあり得る。足許は、何分にも天候不順があって、消費の実勢というものをよく掴めないで、何とも言えない訳であるが、仮に天

候不順が終わった後、どうなってくるかということを考えるうえでは、一つの重要なイシューであろうと思っている。図表 24 の住宅投資については、新しい変化はない。住宅投資全体としては、130 万戸と緩やかに増加しているが、背景にあるのは、振れを均してみると、貸家系の伸びとそれから分譲の伸びということで変化はない。

図表 26 の生産であるが、ご存知のように 4~6 月の鉱工業生産は、前期比 0.8% の増加になった。私共がみていたよりも幾分低めの着地に終わった。ただし、出荷は 1.9% 増え、在庫は減っているのも、全体としてのバランスはますますと申し上げて良いと思う。厄介なのは、7 月、8 月の予測指数であって、かなり強い数字が出ている。単純計算すると、7~9 月の生産は 5.6% 増とやや信じがたい数字になっている。図表 27 の (2) 生産の寄与度分からご覧頂くと、7~9 月の数字は、単純計算すると一つは電子部品・デバイスが凄く大きく伸びるという見通しになっていて、もう一つは白いところのその他である。これには実は一部統計が上手く繋がっていないズレみたいなものが反映されている。そう考えると、元々電子部品・デバイスは実現率、修正率が下方修正されやすいものであり、若干統計のズレのようなものが入っていることを考えると、かなり割り引いてみるべきであろうと思う。一応私共のマイクロヒアリングでは、全く腰だめであるが、取り敢えず 7~9 月の生産は +1.5%~+2.0% 位でみておこうという話になっている。在庫バランスを確認しておくとも、図表 29 にあるように、鉱工業全体で見ると、在庫バランスは比較的良い形になっているし、特に (3) のその他生産財は、一頃在庫が少し多かった素材関係のバランスがかなり良くなっている。ただし、気になるのは申し上げるまでもなく、電子部品・デバイスである。前年比でも、少し 45 度線に近付いているし、前期比で見ると実は生産・出荷減、在庫増という形になっている。これをどう解釈するかというのはなかなか複雑である。と言うのは、輸出統計で見ると少し弱い、生産統計で見ても弱い訳であるが、他方で、先程中曽金融市場局長からのご紹介があったように、日本のハイテク企業の収益をみると実は結構良かったりする。その結果、ヒアリングをしても、必

ずしも弱いという話を沢山聞ける訳ではない。さらに厄介なのは、先程申し上げたように、足許弱いにもかかわらず、生産予測指数で先行きかなり強い結果が出てきている。これをどう解釈するかということであるが、一つ申し上げられるのは、足許確かにやはりパソコン周りが少し弱いという事実があり、かつ韓国、台湾辺りで液晶の作り過ぎというのが実は起こっていて、生産調整が起こっているのは事実であるので、その影響が貿易統計に出ているのは事実だと思う。ただ、一方で日本国内に聞いてみると、そういう悪い品目もあるが、一方で、むしろ供給ネックから生産ができないという品目も少なからずあるということのようである。従って、7~9月については、実は幾つかのところで工場が立ち上がってくる。供給量が足りないところで供給量が立ち上がってくるのが、生産の増加に寄与してくるということが一つ影響するようである。さらに、細かいことを申し上げますと、例えば、ソニーのゲーム機の発売が遅れたことが足許までマイナスに影響する訳であるが、これからはそろそろ作り込みに入っていくとか、あるいはパソコンについても、Windowsの新製品がやはり遅れているので、そういった影響があつたりしている。そういうことがあるので、足許の通関統計とか鉱工業指数でみえる程、実態が弱いと考える必要はないであろうと思っている。ただ一方で、先行き予測指数が凄く強いが、あれ程は増えない、というのが素直な理解だと思っている。

図表 30 に移って、雇用関連である。有効求人倍率は、また 0.01 ではあるが上昇し 1.08 になった。この数字は、1988 年秋と同じレベルであるので、かなりの水準である。新規求人についても、伸び率がどんどん上がっていく訳ではないが、ステディに増えている。一方、労働力調査によると、失業率は、6 月 4.2% と 0.2% 上昇した。しかし中身を見てみると、ご覧のとおり雇用者数は、むしろ今月は +1.9% と、再び伸び率を高めている。何が変化したかということ、実は労働力人口が、ここ 2、3 か月少し下がり気味であったため、労働参加率がやや停滞していた。逆に言うと、そのことが失業率を押し下げる方向に働いていた。6 月に関して見ると、久々に労働参加率が上がり労働力人口が増えたので、いわゆる求職意欲を持った

人が増える結果、一時的に失業率が上がるという現象が、再び起こったということである。それから毎月勤労統計については、人数の方はあまり変化がない。前年比1%内外の増加が続いている。賃金に関しては、所定内賃金は相変わらず弱めの動きが続いているが、図表34の特別給与は、いわゆる夏のボーナスの過半を占める6月の前年比が+1.2%であった。去年の夏が+1.7%、去年の冬が+1.8%であるので、それらよりは幾分低い、まずまずの伸びである。特に、昨年6月単月でみると3.1%増えていたので、それに対する+1.2%なので、それ程低くはないということであろう。因みに、各種アンケート調査の結果でみると、去年の夏、冬に比べて今年は少し伸びが鈍化するという感じであるが、このアンケートはカバレッジが低いので、いつもこのとおりにはなっていない。恐らくこちらとの関係でみて、少しプラス要因になり得るのは金融業であろう。金融業は全然含まれていないので、これまで毎回ずっと足を引っ張る方向だったが、今回は恐らく若干押し上げる方向で出てくる。一方で、足を引っ張る方は、恐らく公的部門。純粋な公務員は、毎勤統計に含まれていないが、教員とか医者とか色々入っているので、そういう意味ではその辺がマイナス要因ではないかと思っている。

(追加図表)、図表36の国際商品市況であるが、ご存知のとおり国際商品市況は上昇し、また極く最近のところまで高止まっている。原油価格については、ご存知のとおり7月中旬に最高値を付けた後、WTIは最高値を付けていないが、ドバイでみると実は一昨日また高値を更新した。非鉄に関しても、5月相場の後、アルミはご覧のとおり結構落ちているが、銅などは比較的高いし、ニッケルなども相当高い。国際商品市況は、全体に強いという感じである。図表38の国内商品市況についても、ほぼ同様である。化学辺りは結構上がったし、足許またガソリンとかが上がっている。この結果、図表39、本日C G P Iの7月が出たが思ったよりも上がった。電力要因を抜いて前月比で0.5%の上昇となった。この結果、(2)の3か月前比は、5、6、7月と3か月連続1.2%の上昇ということだった。前年比も、私はどちらかというところ少し落ちるという方向でみていたが、結局

+3.4%という数字になった。中身は、(2)のグラフをご覧頂くとお分かりになるが、確かに石油とか非鉄が上げていることは間違いないが、全体の上昇寄与に占める非鉄とか石油のウエイトはむしろ下がっている。今月は結構幅広く色々なところがチョロチョロ上がって、全体として思った以上の数字になった。恐らくは、8月辺りも前年比でみて3.3%、3.4%が続くのではないか。勿論3か月前比でみれば伸び率は下がると思うが、そのような印象を持っている。最後に(参考計表)の図表42、消費者物価については、皆さんご存知のとおり6月の前年比は+0.6%である。中身をご覧頂くと、(2)にあるように石油製品の上昇寄与が少し上がった。その一方で、サービスのところは(3)にあるように、これまでかなり上昇寄与していた家賃が一気にマイナスになった。前から申し上げているように、家賃はなかなか予測困難なので、いつも嫌だなと思っていたのが、今月どさっと落ちて、どさっと落ちた割には0.6%キープしたので、よく頑張ったなというような印象を持っている。7月はここから煙草の値上げがある。従って、旧基準でみると0.6%ないし0.7%、仮にこの8月に基準改定が行われ、0.3%下方修正されると考えて、0.3%ないし0.4%の上昇になる可能性が高いと思っている。8月は、そこにガソリンの値上がり加わってくるので、恐らく新ベースでみて0.4%~0.5%の上昇ということで、基準改定によりそこその下方修正はあるが、少なくとも数字はそれ程ミゼラブルな数字になる感じはない。ただし、図表43をご覧頂き、いわゆる特殊要因除きでみると、5月は前年比+0.3%だったのが6月は+0.2%に下がった。これは、勿論四捨五入の面が大きい訳であるが、一つは、先程の家賃が、特殊要因除きのところに含まれているので、その影響も出ている。従って、この世界でみると、煙草の上昇とかガソリンの上昇は全部特殊要因計に入ってくるので、ここで0.3%位の下方修正が起こると、特殊要因除きはゼロないしは場合によってはマイナスがどこかで付いてしまう可能性がないとは言えない、ということだけは申し上げておきたいと思う。

ということで、国内経済については概ね先月申し上げた判断で良いので

はないかと思っている。要するに企業部門は少し強め、一方で家計部門は心持ち弱め、その結果として景気の成熟化は少し遅れ気味ではあるけれども、全体としてみれば4月時点の展望レポートのシナリオと概ねそれに沿った動きをしている、という理解で取り敢えず現時点では良いのではないかと思っている。勿論、企業部門の強さは、数字が出るに連れて比較的明らかになっていて、家計部門の方は先程申し上げたように確かにコンフィデンス系とか、販売統計をみると弱いけど、全体としてそう弱い訳でもない。住宅のプラス面も考慮すればそれ程でもないのだから、少しお釣りがくるかどうかというのがイシューではあると思う。ただ、現時点では、全体として上振れているというだけの証拠はないと思っている。取り敢えず注目されるのは、やはり先程申し上げた鉱工業指数の先行きの予測をどうみるかであり、取り敢えず私共が先程申し上げたミクロ部隊の見方程度に収まれば基本的には想定どおりということであるが、もし予測指数に近い方向で数字が出てくれば少し考える必要がある。そういう意味では、今度の鉱工業統計で実際7月の実績と8、9月の見通しが出てくるので、この辺で少し若干お釣りが出そうなのか、全体としてはやはり見通しどおりなのかを確認していきたいと思っている。私からは以上である。

福井議長

ご質問、ご意見等があればどうぞ。

西村委員

宜しいか。一点追加的な情報と質問なのだが。追加的な情報は家賃なのだが、家賃そのものは、今回の低下は2002年3月、4月以来のかなり大幅な低下で、計算できないのだが、確かにかなり大きな低下である。ただ、これは木造住宅が大きく低下した影響が大きい。木造住宅は、実は次の改定では比率が相当減るので、基本的にこの部分の影響は、今後は比較的小さくなるということが言える。次は質問なのだが、やはり私はどうみてもこの機械受注は訳が分からない。少し説明して頂きたい。資本財出荷でみ

るとそれなりに分かるのだが、これは振れがあまりにも大き過ぎるので、少し教えて頂きたい。

早川調査統計局長

承知した。機械受注は、昨日もみてみたのだが、我々が使う言葉で、いわゆる「大物系」が多分キーワードだと思う。「大物系」というのはどういうことかと言うと、例えば、機械受注の業種別の伸びで見ると、紙パが4～6月、3か月で括って前年比7割増。それから、鉄鋼が2.1倍。運輸が8割増というような数字。それから機種別で見ると、この方が分かりやすいかもしれないが、重電機の5割増。それから鉄道車両が4倍というような数字である。工作機械だとか、電子通信機器のようなベースになるものも確かにしっかりしているのだが、そのうえに今月は、いわゆる素材の大物が出ている。例えば、鉄鋼だと高炉は新しく建てなくても巻き換えるだけでも数百億円掛かってしまうし、紙なども抄紙機を更新すると数百億円直ぐ出る。あるいは鉄道車両などでは、例えば新幹線などの案件もどうやら含まれているようであり、これはまた相当金額が張る。先行きも、少しそのような匂いのするものがある。従って、そういうものが集まった結果として相当大きな数字になっている。ただし、もう一つ申し上げなくてはならないのは、こういうものが集まっているので、これ程の勢いで每期每期伸びていく訳ではないと思って頂きたい。また、もう一つ言っておかなくてはならないのは、実は設備投資の強い時というのは、こういうものがくるのがいつものパターンなのである。機械受注にしてもそうであるし、IIPでも突然ある月に何かこうドンと大物が出て、数字を押し上げるといのが、設備投資の強い時の癖であるとお覧頂けば良いと思っている。今後も、こういう機械受注が出た後は気をつけなくてはならないのは、IIPでも、ひと月単位で突然一般機械などが爆発するということが時々起こる。

水野委員

2000年8月の数字を思い出す。

早川調査統計局長

どうも大物が数字を創り出しているような気がする。

西村委員

鉄道車両は、単月ではなくて4～6月全部で大きい。これは何か。

早川調査統計局長

正確なことは分からない。鉄道に詳しい人の話によると、どうも新幹線ではないかと言っているが、確認していない。

須田委員

に見学に行ったら新幹線ではなかったが、輸出用の鉄道車両を
沢山造っていた。

早川調査統計局長

ただ、機械受注統計だと輸出は抜いている。

須田委員

そうか。

山本理事

民需である。

岩田副総裁

外需はそんなに強くないのだろう。

早川調査統計局長

恐らくは先程の新幹線なのか、あとは地下鉄も東京だけではなくて、あちこちで造っているらしい。そういう類がどこかで入ったのではないかと
言われている。

野田委員

季調はされているとはいっても、大きいのが集まると季調がなかなか効
かないということか。

早川調査統計局長

然り。大物系は季節調整できない。

西村委員

大物系は季調を掛けたら、後が滅茶苦茶になるから。

野田委員

大物系というのは、結構期初に集まるということはないか。

早川調査統計局長

そうとも限らない。

山本理事

先程、早川調査統計局長が言った数字は原計数であろう。

早川調査統計局長

然り。原計数の前年比である。季節調整を掛けたら事態が改善するとは
あまり思えないような性質のものである。

西村委員

今回は、季調を掛けたらもっと酷くなってしまう。

早川調査統計局長

この手の大物系は、グラフを書くと心電図のような動き方をする。

福井議長

元々船舶、電力を除いているという意味は、大物を除いているということか。

早川調査統計局長

然り。大物を除くつもりなのである。ただ、船舶、電力を除いてもまだ大物がいて、先程申し上げたように、工作機械などであれば所詮どんなに頑張っても割と綺麗になる訳だが、先程の鉄鋼の巻き換えだの、抄紙機が出てみたり、鉄道車両が出てみたりすると、これはやはり凄く振れる。

須田委員

物価について宜しいか。企業向けサービス価格なのだが、新聞によると、内訳を見ると6月には東京圏の事務所賃貸料が、前年比+0.1%と8年2か月振りに上昇に転じたというような記事があったのだが、それは意味がある数字なのか。

早川調査統計局長

それは勿論意味がある。CSP Iは、前から申し上げているようにやはり弱い。ただ、統計がおかしいという感じでもなくて、実際に事務所賃貸などをみれば、東京圏についてはプラスになっている。それから労働者派遣などもプラスになっている。にもかかわらず、それ以外のものが総じて弱いために、全体としてプラスになってこないということである。そういうことを考えると、少なくとも企業があれだけ儲かっているにもかかわら

ず、こういった経費系列については非常にシビアな姿勢を維持している、ということが益々現われたと思う。確かに、事務所賃貸は上がっているし、派遣が上がっているのも、一応世の中で言われているものはちゃんと上がっている。一方で、広告などは下がっている。

水野委員

捕捉されていない広告があるということか。

早川調査統計局長

それはあるかもしれない。要するにインターネット絡みとか、そういうものである。やはり我々が採っている現時点の統計だと、基本的にはテレビスポットが一番中心になるので。

須田委員

それから消費者物価指数の全国ないしは東京で目立ったことだが、財でその他の項目がずっとマイナスだったのがプラスになったが、これは何が要因なのか。

早川調査統計局長

煙草ではないだろうか。

須田委員

煙草はマイナスだったものがプラスになったのか。例えば図表 42 でも図表 44 でも良いのだが、財のその他は、ずっとマイナス方向にあったのが、ここにきてプラス方向に転じている。

早川調査統計局長

図表 42 だと煙草ではない。これは全体なので。図表 44 だと一番右端のところに白い部分がグッと大きくなっている。これは7月なので煙草だと思

うが。

水野委員

それ以降は煙草ではないな。

須田委員

であるから、色々なものが少しずつ上がっていると見ても良いのかどうかということなのだが、その点についてはどうか。

早川調査統計局長

確かに色々と上がっているが、例えば、食料工業製品などは思ったより弱い。新聞を見ると鰻が上がっていると書いてあるのだが、CPIを見ると実は7月はもうあまり上がっていなかったなどということもあり、必ずしも報道で皆が思っているとおりに動いていないところもある。

西村委員

全品目を見ていれば分かるのだが、毎回毎回本当に物凄く変わる。従って、あまり安定していない。

須田委員

その割には、全体的にみるとマイナス幅が段々小さくなっている。

早川調査統計局長

正直言って、あまり期待を掛ける程の変化があるようには認識していない。

野田委員

いずれにしても、その他の項目のことであり、色々な動きがあるというだろう。

早川調査統計局長

むしろCPIは、どちらかと言うと決して基調的に強いという感じとは思っていない。むしろ賃金なども幾分弱めであるから、基調的には幾分弱め位の感じである。ただ、その一方で、ご承知のように石油の値段などが想定よりもずっと上を走っているの、仕上がりの数字としては結局展望レポートで出した数字よりも、むしろ上を走っていくというような感じというのが正直なところである。

武藤副総裁

今の消費者物価に関連して、図表43の7月の特殊要因除きの数字の予測というのは持っているか。

早川調査統計局長

持っていないが、基準改定されると大体ゼロ近傍だと思う。

武藤副総裁

先程ゼロないし若干マイナスと言ったのは、7月の話か、それとも6月の-0.2%がそうなるということか。

早川調査統計局長

一応、7月のつもりで申し上げたが、基本的には、6月なども同じである。

武藤副総裁

変化なしという状態が、一番ライクリーだという訳か。

早川調査統計局長

然り。ゼロないしマイナス。その辺は微妙なところだと思う。

西村委員

これは新ウエイトで作ってはいないのだな。

早川調査統計局長

然り。

西村委員

であれば分からないな。ウエイトが少し変わるので。

早川調査統計局長

先程少し西村委員も言われたように、新しいものでは、例えば、家賃なども木造のウエイトが低くなるといったものがあるので、なかなか正確に幾つとは言えない。ただ、繰り返し申し上げたように、少なくとも特殊除きなどと言わずに、いわゆる普通の除く生鮮食品でみる限り、新しい指数になって、突然ほとんどなくなってしまった、というようなことをご心配頂く必要はないと思う。

福井議長

さて、宜しいか。それでは金融環境だが、稲葉理事と雨宮企画局長からお願いしたいと思う。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

雨宮企画局長

それでは金融環境の現状評価についてご説明する。実は、資料をお配りしてから貸出とマネーの計数が、一昨日から昨日、今日に掛けて、発表されているので、それを追加した資料、「金融環境の現状評価」参考計表(その2)がお手許にあると思う。まず、(その2)の資料からご説明する。前回の決定会合で、最近の金融環境の特徴として、クレジットとマネーの関

係計数の乖離が段々大きくなっているということをご説明したが、一昨日、昨日から今日に掛けて出た計数で、これが一段と大きくなっているの、それを中心にご説明する。図表1がクレジットの方だが、民間部門の総資金調達の数字である。(1)で7月の数字をご覧頂くと、全体合計で6月は+0.7%に対して7月は+0.9%と着実に資金調達の増加幅を拡大させている。その中身は、実は生保、政府系、直接市場調達の寄与はほとんど変わらず、結局銀行貸出の+2.1%ポイントから+2.5%ポイントへの寄与の拡大が全くの要因ということである。では銀行貸出の状況はどうか、ということで図表2をご覧頂くと、(1)がまず主要業態の銀行貸出残高だが、これは新聞でも既に大きく報道されたが、6月+2.6%の後、7月は+2.9%。それから四角カッコ内の特殊要因調整前の原計数でも+1.8%から+2.2%と拡大した。この伸び自身は、1996年3月以来10年振りの高い伸びである。では、この+2.9%の中身、あるいは実力はどうかということだが、図表3の(1)のグラフが地公体、企業向け、住宅向けの要因分解であり、この灰色の企業向けがプラス幅を拡大していることが、この伸びの主因である。さらに細かいブレイクダウンは同じ統計にはなく、(2)企業向け貸出の内訳が、別の国内銀行の業種別貸出統計にある。6月末の数字が実は今日出ている。まだ業種別の分析はできていないので、大雑把なイメージだけご覧頂きたい。まず、〈企業規模別〉だが、今年の第1四半期末は、中堅中小企業が約2.7%までプラス幅を拡大し、さらに大企業もマイナスからプラスに浮上したことが一つの特徴である。さらに〈業種別〉をご覧頂くと、これも3か月前にご報告した時には、製造業がまだマイナスで、非製造業が少しプラスという数字だったが、これが6月末は、製造業が+0.7%、非製造業が+2.4%と両方ともプラスに浮上したことが特徴である。それから前月、多分運転資金が出ているのではないだろうか、というようなことを申し上げたが、〈資金用途別〉でご覧頂くと、細実線が運転資金の残高が+3.4%程度ということで、やはり運転資金の伸びが拡大しているということが特徴である。因みに、設備資金の残高は、太い実線なのだが、引き続きマイナスである。ただし、設備投資のフローに対

応する点線の新規の貸出額は、凸凹しているが、昨年の半ばからプラスになっている状況である。ということで、この+2.9%の実績をどう理解するかということだが、例えばこの数か月間のCPからのシフトというのは、確かに1、2兆円ある。従って、多分+0.2%~+0.3%はCPからのシフト分が乗っていることも事実だが、一方で昨年は都市再生機構向けの貸出がドンと出ているので、その裏でむしろ下押し要因がある。そういった特殊要因を勘定していくと大体2%台とみておけば良いかなと思う。業種別の中身を見ても、企業からの需資は段々しっかりしてきているという感じがみてとれるように思われる。こうした比較的強い貸出、クレジットの数字に対して、弱さが一段と目立ったのはマネーである。図表4のマネー関連指標で、専ら<マネーサプライ>のM2+CDでお話申し上げたいのだが、その前に少し<マネタリーベース>をご覧頂くと、日銀当座預金が段々圧縮されていることに伴ってマイナス幅を拡大しており、7月は-17.8%ということであった。銀行券は大体この位の伸びが続くと仮定して、準備預金が一桁——先程中曾金融市場局長からご報告があったが——、8兆円、9兆円位でいくとなると、前年比がどんどん大きくなっていくので、恐らく年末に掛けて20%を超えるところまでいって、来年の春頃にそのマイナスがどんどん縮まっていくというパターンになるだろうと思う。それから<マネーサプライ>だが、先月は、5月、6月の数字で+1.3%、+1.2%とクレジットの割には段々縮まっているということを申し上げた訳だが、7月の数字が+0.5%ということで、さらに一段プラス幅を縮小した格好になっている。この中身だが、率直なところ要因はよく掴めていない。通貨別の種類で言うと、寄与度的に大きいのは預金通貨であり、6月の+4.5%が7月は+3.5%に伸びを縮めたことが寄与度的には一番大きい。では一体何なのかということなのだが、図表5の要因別の要因分解のグラフをご覧頂くと、例によってその他要因である。因みに一番右端辺りをご覧頂くと、海外要因はあまり変わらず、財政要因もあまり変わらず、若干プラス幅を小さくしているのだが、0.1%位の寄与である。結局この間、マイナス方向に大きく下押ししているのはその他要因ということにな

る。その他要因は、通常、資金シフトが中心な訳である。この1年間位起きていることは、毎度ご説明申し上げているとおり、昨年来の株価の上昇と、途中からは金利環境が段々変わっていくという意識のもとで、少しずつ預金商品から投信等を中心とする金融商品に資金流出が続いているという動きは基本的には変わっていないだろうと思うし、今月もそうした動きが起きているのだろうと思う。毎回、その他が起きた時には、他の金融商品では何が凸凹があるかを探して、出っ張っているところがあると、どうもこの辺であろうとご説明しているのだが、今月はそれも上手く特定ができないため、中身はご説明できないのだが、恐らくこういう流れだろうと思う。マネーサプライの動きは、同じ表でご覧頂くと、大体この8年間で大きな動きがある時は、その他のシフト要因である。1998年、1999年にプラスの方向に行っているのは、当時は三洋・山一ショックという金融システム不安のなか、安全資産としての預金にどんどん資金が流入した訳である。その反動が出て、かつITで株価が上がって投信等に若干カネが流れたのが2000年。さらに2001年から2002年に掛けては、例のエンロンショックが日本に波及して、エンロンを組み込んだ信託、投信商品を中心に解約が続いた——MMFショックと言われた——が、それがこの2002年である。ただ、その後、その裏が出ずに3年間個人はじっと我慢して、2005年からその裏が出だしているという感じだろうと思われる。ということで、その他要因は振れるため、マネーの動きから金融環境を読み取るのはなかなか難しくなっているなという感じがしている。この数年間に何が起きていたかというのを総括したものが次の図表6である。非常に単純な表だが、(1)のグラフが量的緩和期である2001年3月から2006年3月までの5年間。(2)が直近の1年間の前年比である。過去5年~6年は、マネタリーベースが平均で+12%、一時は30%伸びた訳だが、5年間平均でも12%伸びた。それに対して、銀行貸出は-1.5%とマイナスが続いた訳だが、今申し上げたような、むしろ金融システム不安の中での預金への資金流入でM2+CDは結構伸びて、+2%位伸びたというのが、この6年の絵だったのだろうと思う。それに対して直近は、マネタリーベースは

先程申し上げたように大きく減っている中で、むしろ銀行貸出はかなり強く伸び出している。ところが資金流出、預金からの資金流出でM2+CDは伸びない。こういう絵が続いているということで、非常に大きくピクチャーが変わったという感じがしている。以上が金融環境である。それからこの資金シフトという関係では、当面金利が付き出した世界で、銀行券がどうシフトバックするかということがポイントになる訳だが、まだあまりよく見えない。図表7のグラフ、銀行券発行残高だが、まず(1)のグラフで割と事細かに前年比が書いてあるが、足許4月~7月をご覧頂くと+0.4%、+0.6%、+0.9%の後、7月の前年比は+0.7%であった。ちょうど1年前をご覧頂くと、この頃はペイオフ解禁等があって銀行券が相当出た時である。その伸び率がどんどん縮まっていたのが去年の春であるから、単純にこの裏が出ると、今年の春は伸び率が少しずつ戻っても良い時期なので、それと比べると7月の+0.7%というのは、やはり弱かったなという印象である。1%を超える位戻るかなと思っていたものだから、少し弱めだという印象である。ただし、金利が付き出したのに銀行券が戻り出したという程の強い材料にはまだなっていない。それからこういう時に足が早いだろうと思われる(2)の金融機関の保有現金だが、これも昨年の2004年から2005年に掛けて改刷とペイオフ解禁で大分増やし、戻った後は、ほとんど変わっていないので、こちらも現段階では何か動意があるという感じではない。大体以上が、マネーとクレジットの大きな動きだが、政策変更を行ってから初回の決定会合であるため、政策変更実施後の金利についてご報告したい。お手許にお配りしている資料-5(参考計表)で確認させて頂く。図表4が金利の動向である。〈貸出金利〉のうち短期プライムレート、長期プライムレートから確認すると、短期プライムレートは7月末値で1.375%とあるが、ご承知のとおり1.625%に上昇し、ほぼメガバンクは皆1.625%に揃った格好になっている。地銀は、大体これより0.5%上の2.125%といった辺りで収まっている。それから長期プライムレートは、7月末は2.65%だが、実は昨日付けでこの間の長期金利の低下を映じてむしろ引き下げられており、現段階では2.50%になっ

ている状況である。それから預金金利の改定状況だが、〈預金金利〉の7月中の集計値は0.086%ということだが、国内銀行で順次改定が行われている途中経過であるが、大体メガバンクは普通預金で0.1%に揃いつつある。それから定期預金の指標として1年物を採ると、0.12%という中途半端な集計値だが、メガバンクは大体0.25%に揃いつつある。因みに、2000年8月のゼロ金利解除後と比べると、普通預金が0.1%は当時と同じである。定期預金の改定は0.15%であったので、当時と比べると定期預金の改定幅は若干大きいという状況になっている。それから出来上がりの貸出約定平均金利は、まだ政策変更前なので、ベースレートの変更しか入っていないが、気持ち上がり出したかなという程度である。約定平均金利の短期をご覧頂くと、1.354%が6月の数字であったので、5月と比べて若干上がり出しているということだが、実はレベル自身は、今年の10~12月期と比べると必ずしも高いところではない。ベースレート、市場金利は、この間にそこそこ上がっているの、それと比べると上がり方は小さい。短プラ引き上げの後、金利交渉がどうなるか、また7月、8月の数字を見ながらご報告申し上げたいと思っているが、結構難しいだろうという声も出ているようである。以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

須田委員

一つ宜しいか。先程マネーサプライの変化の内訳がよく分からないということだったのだが、これは時間が経てば少し分かるようになるものなのか。

雨宮企画局長

例えば、7月に+2.6%から+2.9%になった0.3%の中身が後になって分かるかということ、多分分からないと思う。ただし、大きな傾向として、

半年位経って寄与度を分解した結果、やはりこういうものに流れてきたなというのは大体分かると思う。現段階で言えることは、この1年間大きく流れたのは、やはり投信、金銭信託、それと国債、F B 辺りだろうと思う。

福井議長

宜しいか。それでは、本日の議題はこれで終了である。明日の会合だが、午前9時に再開をする。いつも申し上げているが、機密管理のことである。決定会合への信認確保の観点から、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。以上をもって本日の会議は閉会とする。

(16時13分中断、11日9時00分再開)

福井議長

では宜しいか。決定会合第二日目を開催する。今日は金融経済情勢に関する討議、それから当面の金融政策運営に関する討議、金融経済月報の基本的見解の決定や議事要旨の承認というように定例の議題が並んでいる。政府の方から、財務省は赤羽副大臣にお越し頂いた。内閣府は、昨日に続いて浜野内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞ願います。いつも申し上げているが、会合の中でのご発言は全て記録をさせて頂く。皆様方におかれては、そのことを十分踏まえてご発言頂きたいと思う。

Ⅲ. 金融経済月報に関する執行部説明

福井議長

それでは早速議題に入るが、最初は金融経済情勢に関する討議である。議論の前提として、事前にお配りしている金融経済月報の案について、執行部から簡単に説明をお願いしたいと思う。

前田調査統計局参事役

それでは、金融経済月報の基本的見解の案についてである。まず、実体

経済と物価のところである。A3の資料に沿ってご説明する。昨日、早川調査統計局長から説明があったように、私共としては、当月、実体経済、物価とも特段変化はないと考えている。その結果、これを見て頂くとお分かりのとおり、8月の部分にアンダーラインを引いていない。当月は修正はなしということが適切かと考えている。景気については、現状「わが国の景気は、緩やかに拡大している。」「先行きについても、景気は緩やかな拡大を続けるとみられる。」ということで、前月と同様としている。物価についても、国内企業物価は、「上昇を続けている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、プラス基調で推移している」と、現状、先行きとも前月同様の表現としている。前月と比べると、技術的な点で二点だけ変更している。7月の方をご覧頂く。二箇所アンダーラインが引いてあるが、一箇所が「業況感も良好な水準で推移する」という表現があるが、これは3か月に一度、短観が出たところで原則として書いているところなので、当月はここを削除している。その下の「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。」という表現については、前月、総括判断を「回復」から「緩やかに拡大」と変更する際に、その背景説明として付けた表現であり、当月は大きな変化も生じていないので、不要かと判断している。実体経済と物価については以上である。

内田企画局企画役

続いて金融面だが、実態的な変更はない。資料をお配りした後に出たマネー等の計数、それから市況を踏まえて二点程変更させて頂きたいと思っている。一つはマネーサプライである。4行目から5行目に掛けてだが、ご承知のとおり+0.5%という数字が出たので、次のように変えさせて頂ければと思う。「この間、マネーサプライの前年比はゼロ%台となっている。」。もう一点は株価である。資料を提出させて頂いた後、株価が上昇したので、「前月に比べて上昇」という判断にしたいと思う。従って、文章としては最後の2行だが、「為替・資本市場では、」の後に、「株価は前月

と比べ上昇しているが」と入れて、「株価は前月と比べ上昇しているが、円の対ドル相場および長期金利」以下を切って、「は前月と概ね同じ水準となっている。」。もう一度読上げる。「為替・資本市場では、株価は前月と比べ上昇しているが、円の対ドル相場および長期金利は前月と概ね同じ水準となっている。」とさせて頂ければと思う。その他、細かい変更が一点ある。オーバーナイト金利だが、当然のことながら「概ねゼロ%」から「0.25%前後」と変更している。それに伴って、前月の方を見て頂くと、アンダーラインのところで、「日本銀行の金融市場調節方針のもとで」という表現を入れていた。これは以前、量的緩和の時に「日本銀行の潤沢な資金供給のもとで」という表現が入っていた関係で、ゼロ金利に変えた時に変更したうえで残したもののだが、ある意味自明のことであり、今後ずっと続けていくこともないため、短くする趣旨からもこの文言を取ろうと思っている。以上である。それからGDPの数字だが、実質で前期比+0.2%、前期比年率換算で+0.8%。それから名目の方は+0.3%、年率換算で+1.1%という数字である。詳しいところは後程ご説明したいと思う。以上である。

福井議長

基本的見解の中身及び文章については、後々議論が終わった後で再度戻って議論したいと思う。取り敢えず今の執行部の説明に関して何かご質問があれば、GDPについては、後で調査統計局から説明して頂くので、その質問は後にして頂きたいと思う。取り敢えず宜しいか。

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、お一方大体5分位でご発言頂きたいと思う。GDPの新しい数字は一応念頭に置いてご発言頂きたいと思うが、申し訳ないが中身の説明は、

皆様方からのご意見表明の後、討議の前に調査統計局から少し解説を加えて頂きたいと思っている。今日は、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁、福岡委員、西村委員、須田委員、野田委員、水野委員の順でお願いしたいと思う。最初に春委員から願います。

春委員

それでは申し上げます。まず、前回会合でのゼロ金利解除は、3月の量的緩和解除とともに、長い間の民間各部門及び政府の努力による日本経済の健全性の回復にあわせて、金融政策の正常化に踏み出した大きな一歩と評価することができると思う。この決定から約1か月経過したが、その間、金融市場等に特段の混乱は見られず、政策変更は概ねスムーズに受け入れられたと言えるのではないかと思う。

次に、前回会合以降の動きとしては、まず海外については、昨日の英国の航空機爆破計画事件の進展は今後の課題と思うが、米国は、4～6月の実質GDPが大幅な減速となった。住宅投資の減少幅が拡大したほか、個人消費、設備投資も増勢が鈍化した。足許の経済指標を見ても企業部門は収益、設備投資、生産の増勢が続くなど堅調だが、家計部門は住宅投資の減少が続き、個人消費の伸びも鈍化するなど、減速感が見られている。7月の雇用統計も、市場予想を下回った。米国経済は、基本的には底堅い景気拡大が続いていると思うが、足許、そのテンポの鈍化が明らかになってきたように思う。今月のブルーチップの成長率予想の平均も、2006年は+3.4%、2007年は+2.7%と前月に比べ0.1ポイントずつ下方修正されている。また、一方で、コアCPIの上昇が続くなど、インフレ懸念が続いている。こうした中で、FRBは、経済の減速とインフレ圧力緩和の可能性を指摘して、2年3か月振りに金利据え置きを決定し、今後の引締めについては、「経済成長及びインフレの両方の見通しの変化に応じて判断する」とした。この決定は、基本的に市場の予想にかなり近いものだったのではないかと受止めている。

一方、中国は、4～6月の実質GDPが、前年比+11.3%と大幅な伸び

となった。固定資産投資が一段と高い伸びとなっているほか、輸出、生産、個人消費も引き続き増加している。人民銀行は、追加引締め策を講じているが、先行きも当面は高水準の成長が続く可能性が高いと考えられる。

この間、原油価格は前回会合後も、結果として、既往最高値近傍での高止まりが続いている。BPがアラスカ油田のパイプラインの腐食などから、日量40万バレルの原油生産の停止を発表したが、その後、生産への影響は限定的との情報もある。ハリケーンシーズンを控えて価格が振れやすい状況とみられるので、引き続き警戒的にみていくことが必要と思う。

次に国内経済だが、今朝の4~6月の実質GDPは年率+0.8%とのことで、予想をかなり下回る結果となったが、内容については、後程ご説明をお聞きしたうえで検討させて頂きたいと思う。それ以外の足許の指標を見ると、輸出は伸びを鈍化させながらも増加を続けている。生産も、足許増加を続けているほか、先行きの予測指数やマイクロヒアリングなどによると、増加傾向が維持されているようである。その中で、電子部品・デバイスの動きを見ると、4~6月の生産は6四半期振りのマイナスとなり、在庫水準も幾分上昇している。生産予測指数を見ると、7月が前年比+9.0%、8月が+8.5%と相当増加する見通しになっているが、韓国や台湾等の生産拡大の可能性もあり、要注意と考える。この間、設備投資については、政策投資銀行の調査では、今年度16年振りとなる二桁増の計画と堅調を持続しているほか、4~6月の機械受注も、特殊要因はあるようだが、前期比+8.9%と高い伸びとなり、7~9月もさらに+4.9%と見込んでいる。6月の雇用・所得関連指標も、全体として底堅い内容であった。一方、個人消費は、販売統計は天候不順等の影響で引き続き弱めだが、消費財総供給やサービス消費の状況からみて、底堅く推移しているとみて良いと思う。住宅投資も引き続き高水準で推移している。

日経新聞によると、上場企業の4~6月の連結利益は、前年同期比+15%と大幅な増益となった。薄型テレビ等の需要拡大を背景とする電機や、原油高の恩恵を受けた商社が利益を伸ばしたほか、為替の円安も輸出企業の追い風となった。2007年3月期の5期連続増益、4期連続最高益更新の可

能性は強まっているように思う。また、同じく日経新聞によると、時価総額上位 100 社のうち既に 37 社が、連結業績に応じた配当性向などを配当政策として明示しているとのことである。配当による企業から家計への資金の流れを加速する動きとして注目したい。

6月の景気動向指数も、一致は3か月、先行は9か月連続で50%以上となった。一方、7月下旬の景気ウォッチャー調査を見ると、現状判断DIは、4か月連続の低下となり、横這いを示す50を2か月連続で下回った。天候不順や原油、原材料高の影響、人手不足感の強まりなどが背景として指摘されている。先行き判断DIも、5か月連続の低下となり、16か月振りで50を下回った。原油高のほか、ゼロ金利解除の影響を指摘する声もあったようである。そうした消費者や企業経営者のマインド悪化の影響については、今後も注意していきたいと思う。

物価面では、6月の全国コアCPIは、5月に続いて前年比+0.6%となった。7月の東京地区も、前月より上昇幅が拡大して前年比+0.4%となったほか、企業物価指数も、6月、7月と連続して前年比+3.4%の高い伸びとなっている。先行きのコアCPIは、今月末に発表される基準改定の影響は-0.3%程度と試算されているが、このところのガソリン価格上昇などもあり、引き続きプラス基調を続ける可能性が高いと考える。

以上から、景気判断については、国内経済は、原油価格や海外経済、そして個人消費やIT関連など不透明要因はあるが、4月展望レポートの標準シナリオに沿って緩やかな拡大を続けており、先行きも緩やかな拡大を続けていくと考えられる。今月の基本的見解については、先行きの表現も含め執行部のご提案に異存はない。

一点だけ簡単にコメントをさせて頂くと、8月1日に国税庁が発表した1月1日現在の路線価は、全国平均で前年比+0.9%と14年振りにプラスに転化した。基本的に地価は、全体として下げ止まりから上昇に転じつつある状況と思う。価格形成も一部にバブル的な例も見られている様だが、基本的に収益還元法に基づいて行われているという評価が可能と思う。ただ、今後緩和的な金融政策の刺激効果がどのように現われてくるのか引き

続き注意してみていきたい。私からは以上である。

福井議長

武藤副総裁からお願いします。

武藤副総裁

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、経済・物価情勢は引き続き展望レポートに概ね沿った展開を示していると考える。

まず海外経済だが、米国では、設備投資、生産が堅調な動きを続ける一方で、住宅投資のマイナス幅が拡大し、個人消費の伸びが減速している。雇用面でも増勢が鈍りつつある。全体としては、景気拡大ペースの鈍化が明らかになってきているということだと思う。一方で、コアの消費者物価や消費デフレーターは引き続き上昇しており、インフレ・リスクが依然として存在する。現段階では景気のスローダウンに伴い、いずれインフレ圧力も徐々に緩和していくという標準シナリオを変更する必要はないと思うが、景気後退の行き過ぎ、あるいはインフレ率の一段の上昇という双方の面で不確実性の大きい状況が続いていると思う。だからこそ、FRBは、先日の利上げ休止の決定に際しても、公表文において、先行き、金融政策面で双方向に対応し得る表現を採用したものと理解する。欧州では、輸出や生産、設備投資が増加しているほか、家計支出も持ち直してきており、景気回復のモメンタムが強まっている。東アジアでは、中国の高成長が続いているほか、NIEs、ASEAN諸国についても総じて緩やかな拡大が続いている。以上、世界経済全体としては、地域的な広がりを伴って拡大が続いている。アメリカがソフトランディングに向けた調整を上手く進めていくかについては、今後も注意深く観察する必要があると思う。

次に、国内をみると、4～6月の実質経済成長率は前期比年率+0.8%と予測をやや下回る数字となった。しかしながら、中身を見てみると、民間消費及び民間設備投資が比較的堅調であり、公的需要のマイナス等が全体を押し下げているということなので、中身を見るとそんなに悪くないとい

うか、民需が堅調だということは希望が持てると思う。輸出は、海外経済の拡大を背景に増加傾向にある。また、設備投資は、高水準の企業収益を背景に、堅調な増加を続けていると考えられる。政策投資銀行の設備投資計画調査をはじめ、最近の各調査結果を見ても、企業の設備投資意欲の強さを示しているほか、機械受注統計も高い伸びを示しており、先行きの設備投資増加を窺わせる内容となった。雇用面をみると、新卒採用の増加等からフルタイム労働者を中心に、雇用者数の伸びが高まっている。賃金については、企業の人件費抑制スタンスが強い中であって、夏季賞与はこれまでのラップをみる限り、まずまずの伸びということだと思う。労働需給の一段のタイト化と企業収益の増加が見込まれることを踏まえると、先行きも緩やかながらも賃金の上昇基調が維持され、雇用者所得は増加を続けると考える。個人消費は、雇用者所得の伸びが予想されることから、今後増加基調を続ける可能性が高いと思う。足許、百貨店売上高、家電販売など一部指標において弱い数字が出ており、幾つかのマインド調査の弱さも合わせて気になるところではある。基本的には天候不順、あるいは株価下落の心理的影響が大きいと考えて良いと思うが、今後の動きは注意深くみていきたいと思う。

こうした堅調な最終需要に支えられて、生産も全体として増加を続けるものとみられる。ただし、足許、電子部品・デバイス等のIT関連では、4~6月期の生産が前期比マイナスとなり、6月は在庫の伸びが出荷の伸びを上回った。これには東アジア向けの情報関連貿易の軽度の調整が影響しているほか、携帯電話、デジカメ、ゲーム機用の意図的な積み上げも影響しているようである。IT関連では、世界的な供給拡大ペースも早いため、こうした生産や出荷、在庫バランスの動きが一時的な現象であるのかどうか、今後、注意深くみていく必要があると思う。

次に物価面だが、コアの消費者物価は、6月単月及び4~6月とも前年比+0.6%となり、プラス基調が続いている。石油製品や電気代などの特殊要因を除いたベースでもプラス基調にある。先行きも需給環境の緩やかな改善が続くことから、プラス基調で推移するとみられる。なお、今月予

定されている消費者物価指数の基準改定により、C P Iの伸び率は、幾分下方修正されるというふうに見込まれているが、現在、予想されている0.3%程度の下落幅であれば、以上の物価の基調判断に影響するものではないと考える。

最後に金融環境について申し上げる。社債・C Pのスプレッドは引き続き低水準にある。短プラが引き上げられるなど、銀行の貸出金利は上昇しているが、依然として企業の資金調達コストが低水準であることに変わりはない。金融機関の貸出スタンスは引き続き積極的であり、企業の資金調達環境は、政策変更後も緩和的な状況にある。こうした中でローン・サーベイ等が示すように、景気拡大を背景に企業の資金需要は増加傾向にあり、民間銀行貸出は高い伸びとなっている。一方、M 2 + C Dの伸び率は6月よりも低下した。このところ銀行貸出が伸びを高めているにもかかわらず、マネーサプライの伸び率が低下しているのは、基本的には預金以外の金融資産の収益率が高まり、金融システムが安定する中で、銀行預金からその他の金融資産へのシフトが進んでいるためと考えられる。当面、マネーサプライの伸び率が高まるとは予想しにくい訳だが、現在起きているようなマネーサプライの伸び率の低下が、緩やかな物価上昇、あるいは経済の持続的成長と両立し得る動きであり、さらには日本経済が正常化したということと整合的な動きであるということの説明していくことが必要かと思う。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

それでは最初にアメリカ経済についてである。G D Pの定期的な改定が3年分行われた。経済の歴史はしばしば改定によって書き換えられるということがあった訳だが、今回の改定は、金融政策の運営に与える影響という面では、かなり大きなインパクトがあったのではないかと思う。第一に、

成長率が第2四半期に+2.5%になった。+2.5%になること自体は前からそうだと思っていたが、中身で良くない点があった。設備投資の伸びが、輸送用機器の反動減——これは反動減だからまだ良いのだが——のほか、ハイテク機器関連投資の過去も含めたかなりの下方修正を受けて、鈍化している。ハイテク機器関連の投資は、Vista発売時期の後ずれの影響もあるという議論もあるが、ネガティブ・サプライズだったのではないかと思う。第3四半期も、やはり+2.5%程度の成長になるのではないかと予想している。二番目に、労働統計局のGDP統計改定によって、雇用者報酬が加速していることが確認された。2004年、2005年にコブのように高まっていた部分がなくなり、2006年を通じて継続的に上昇という姿になっている。賃金の動きを見ると、非製造業がちょうどそうした動きを示している。アメリカの場合は、非製造業の生産性も高いのだが、このところ賃金の伸びも随分高いということ、ある意味では素直に反映した改定だったのではないかと思う。この結果、パズルだと思われていた、ユニット・レーバークストが低いのに物価上昇率が高いということは、その意味では解消したのではないかと思う。それから第三番目に、GDP統計改定によって、生産性の伸びが、前期比で見ると+1.1%と急速に鈍化している。前年比では+2.4%ということだが、ハイテク機器の実質投資支出が低迷していると、先行きの生産性の伸びも楽観できなくなるということかと思う。1990年代半ばのIT革命による生産性のブームというようなものが収束しつつあるのかもしれないという見方もある。因みに1990年代後半は、ハイテク機器の実質投資支出は20%台だったが、現在は10%以下で少しずつ減衰しているという状況かと思う。さらにハイテク関連機器の価格下落も、1990年代後半には10%程度あったが現在はゼロということで、この辺のイノベーションの活動というのも、もしかすると弱まっているのかもしれない。設備投資の伸びがやや低くなったということもあって、潜在成長率の方も恐らく1/4%程度下がっていると考えた方が良いのではないかと思う。成長減速にもかかわらず、コアの個人消費デフレーターは2.9%上昇した。これは単位労働費用が、前期比年率で+4.2%と上

昇したためである。8月8日のFOMCの決定では再利上げが行われなかった訳だが、インフレ期待の上昇リスクが残り、再度の利上げに追い込まれる可能性があると思う。今回のFOMCの声明で最も説得力のない部分は、「コアインフレ率が経済減速により、次第に緩やかになる」としている部分であると思う。単位労働費用がこれだけ上昇しているのであれば、なかなかコアインフレ率は減速しないと考えるのが普通ではないかと思う。バーナンキ議長はこれまで、「エスカレーターに乗って0.25%ずつ金利を引き上げてきたことのパイプライン効果を見たい」ということを重視したように思うが、インフレ持続のリスクについてのリスク管理政策を発動すべきではなかったかと思う。テーラー原則に素直に従うべき局面ではないかと思う。テーラー原則というのは、物価上昇率以上に短期金利を引き上げるということである。ということで、今回の改定によってアメリカの金融政策運営は、これまでよりもより難しいものになったのではないか。舵取りの自由度が、やや制約されてきているのではないかと思う。以上が一番目である。二番目は、日本のIT部門、あるいはグローバルなIT部門の動きである。グローバルにパーソナル・コンピュータのサイクルを見てみると、1989年、1991年、1994年、1997年、2000年、2004年とほぼ3年周期でピークがあった。現在は既にピークアウトしており、今もその減速傾向が明確になっていると思う。他方で、バックオフィスシステムの更新投資需要が潜在的に大きいことを考えると、情報化のインフラ投資は、なお堅調に推移する可能性もある。この両方の要因が働いているように思う。アメリカのハイテク部門の出荷は、3か月前比年率で見るとマイナスの伸びになっている。これも前年比で見ると、3か月前比で見ると随分姿が違っており、より敏感な3か月前比で見ると既にマイナスである。アジアのハイテク製造業部門の生産の伸びも、ゼロに近付いている。過去、インテルの売上と世界の半導体販売額には相関関係があった。第1、第2四半期にインテルの売上は急減した。インテルの第3四半期の売上見通しは、-6.3%から+5.1%の範囲になっており、平均を取ると大体ゼロ%ということであろうかと思う。従って、世界の半導体販売額は、既に2月に

ピークアウトしているのではないかと思うが、第3四半期にゼロの伸びになる可能性がある。中国のIT関連輸入は、2005年末にピークに達し、その後、在庫調整もあって減速している。これも3か月前比年率でみるとゼロ%である。電気通信機器の在庫は、前年比で20%増加している。日本のIT部門関連の輸出も、3か月前比でみると、マイナスになっている。また、液晶テレビは、既に生産調整に入っているにもかかわらず在庫が増加している。さらに、日本の半導体メーカー5社体制で、半導体投資意欲が現在高まりを見せている。世界の半導体関連投資は、2000年にピークがあった。2006年現在、投資計画を見るとこれを上回る水準にある。特に、日本の半導体メーカーの投資の伸びが、最も高いものになっている。現在、パーソナル・コンピュータの販売停滞によって、強気の投資意欲が裏目に出てくる、というリスクも存在しているのではないかと思う。ということで、IT部門については依然として注意が必要だと考えている。三番目に企業収益である。企業収益は、これまでの発表を纏めると、第1四半期は二桁の、15%に近い経常利益の伸びとなる状況である。しかし、通期としての収益見通しを見ると、企業の予想は、2%程度の増益となっている。アナリストのコンセンサス予想は、通期では6.8%の増益を見ているが、やはりかなり減速するという見方になっている。この理由はどこにあるかを考えてみると、一つはアメリカ経済の減速である。G7の景気先行指数、これも前年比で見ると、6か月前比で見ると、3か月前比で見ると、見方が色々分かれてくるが、6か月前比で見ると既にピークアウトしている。それから原材料が高い。さらに減価償却費用の増加、というようなことを考慮すると、慎重に見るべきではないか。従って、アナリストも、そうしたことも考えながら、やや慎重な見方をしているのではないかと考えられる。原材料については、やはり原油の高値が続いている。勿論、ジオ・ポリティカルなリスクが中心だが、マーケットを見ると、期近が安くて先高というコンタンゴの状況が現在も続いている。原油の在庫が増加していても、年金資金等が先物を買って、ロール・オーバーし続けるという状況があると、理論価格を大きく上回るような価格形成が続くこと

になる。その結果、景気が減速しても、マネーの流入が続く限り容易に原油価格が下がらないというリスクも同時にあるのではないかと思う。こうすることで、企業収益の先行きについては、必ずしも前年と同じパターンになるというようには考えにくいのではないかと私は思っている。最後に、日本のGDPの統計が出て、前期比+0.2%ということであるが、私は+0.5%程度増加すると思っていたので、これから比べると低い。しかし、内容を見ると、国内の民間需要が+0.5%の寄与なので、実力としては+0.5%程度あると考えると良いのではないかと思っている。以上である。

福井議長

福間委員から願います。

福間委員

景気情勢は、ほぼ先月も申し上げた線と変わらず、オン・ザ・ライト・トラックで推移している。執行部の基本的見解に特に異論はない。GDPの件だが、これは先程からご案内があるように、消費需要、設備投資、これら両方ともまあまあ予想の線にきているので、そう悲観することもないと思っている。在庫の寄与度で落ちていることは、むしろ健全という見方もでき、昨日も説明があったように、全体では在庫循環は上手くいっている。ITは少し怪しいところがあるが、全体では綺麗なカーブを描いている。民間住宅については、これはアネクドタルな話だが、最近よく耳にするのは、もう土地も手当てできて、建設計画もできているのだが、もう少し値上りするから売り出さない、建設を開始しないというような話である。その裏側には、なかなか有利な土地がないため、売るのであれば今手許にあるものを高く売りたいという相場観もあるのだろうと思う。これらが景気全体にどれだけ影響したかというのはともかくとして、そういう、やや先行きの見通しから出てくる変動が少し表われているのかな、という程度のことで、私はトレンドそのものに影響があるとは思っていない。ただ、その中で敢えて当月の特徴点を挙げると、三点ではないかと思う。第

一点は米国景気。先程から皆さんおっしゃっているので、詳しく述べることはやめるが、要するにジョブレス・クレームが、30万人台に増えているなど、やや労働需給が緩和してきている。そして、代表的な企業で大規模なレイオフも出ているということが、こういうジョブレス・クレーム等に現われるのだと思う。設備投資は、先程も岩田副総裁がおっしゃったように、これはやや反動もあって伸びが鈍化しているということはあると思う。そういうことから、流れとしては緩やかな減速は、概ねFRBあるいはこの場でメインシナリオとして確認してきた範囲内で動いているのではないかと、私はまだ思っている。従って、本年を通してみれば、潜在成長率近傍で動くのではないかと思っている。物価面では、むしろこちらの方が複雑で、私にとっては大きなネガティブ・サプライズだったのだが、ユニット・レーバー・コストが、逆さに図をみないとならないのではないかと、いう位反転した。ああいう抑制要因がビルト・インしていないとすれば、やはり原油をはじめとする国際商品価格の上昇ということと、もう一つは、景気は基本的に底堅いと申し上げたが、調整が、あるいは少し長引くというリスクはあるかなと思っている。ユニット・レーバー・コストは、また元の形に戻ってもらわないとコアのところが見通せなくなって困っている。要するに私にとって、ネガティブ・サプライズであった。この間、アジア、中国を中心にBRICs、その他の地域では力強い成長が続いているので、海外経済は全体として引き続き拡大を続けている。こうした海外経済の拡大を反映して、我が国の輸出も堅調に推移するものと見られる。第二に、先程も岩田副総裁が触れられた企業収益の動向だが、4~6月については、昨日執行部からも説明があったように、円の独歩安の影響を受けて、全般的には堅調だったが、一部には前年の高収益の反動で、かなり大幅な減益を示す業種も出ている。すなわち、素材、エネルギー高を受けて、川上部門の業種、例えば鉄鋼、非鉄、商社などでは史上最高益、あるいはそれに近い収益をキープしており、自動車、電機のようにグローバルの成長を、国内に配当の形で連結決算を通じて持って帰るような企業が好調であったし、特に海外生産拠点を大きく移動させた自動車、電機等ではそういう

ところが見られる。むしろ、この前公表された新成長戦略ではないが、成長を求めて、成長を日本に輸入するという形で企業行動は動いているということである。また、堅調な設備投資需要に支えられた関連の機械メーカーの業績も好調である。一方、石油元売り、石油化学、タイヤ、紙パ、運輸など原料高の製品価格への転嫁が難しい業種については、収益が悪化している。また、ITでは、液晶については、韓国、台湾の大手メーカーがサッカー・ワールドカップ商戦が期待程盛り上がらなかったことを受けて、設備投資計画の予防的な大幅減額に踏み切るなど、先行き供給過剰懸念も見られ始めており、こうしたもとの価格下落等から本邦部品メーカーの一部にも業績の先行きに減益を予想する企業も出始めている。ただ、一般的には本邦メーカーは、前回のIT調整の経験を踏まえて、かなり綿密というか細かな在庫あるいは需要動向の読みをやっており、今のところそれ程大きな調整はない、というのが大体経営者の見方である。先程、設備投資の削減に触れたが、新聞等によると、LGフィリップス——韓国だが——が、2006年の約5,000億円の設備投資計画を30%削減する。台湾のAUOという大手も、2007年の約3,500億円の計画を30%から40%ダウンするという格好で、非常に予防的に動いており、あるいはこういうところが前回程調整が大きくならないということに繋がるのかなと思う。三番目の特徴というか、今月の大きな問題としては、やはり地政学的リスクだと思う。根っこはイランと、あるいは米国にあるのかもしれないが、どうもレバノン問題等から、地政学的リスクは一段と高まっており、国際商品市況についても、CRBインデックス、昨日は一時的に下がったが、その下がった指数さえも高止まりの状況である。原油高はインフレ圧力を高める要因となる一方で、先進国をはじめとする原油消費国から産油国への所得移転を通じて、消費国の経済にデフレ的な効果をもたらす面もある。これまでのところ、各国中銀によるプリエンティブな金融政策に加えて、企業が市場規律に基づくリスクマネジメントを強化していることもあって、各国の経済成長と物価安定のバランスは保たれており、インフレ期待も抑制されているが、この国際商品市況の動向は、経済・物価双方の

リスク要因として強く意識する必要があると思う。この間、金融・資本市場において、地政学的リスクや今後の米国経済及び金融政策などの不透明要因を反映して、米国株価が不安定に推移する中で、本邦株価も神経質な動きが続いている。もっとも、PERが既に17倍、18倍の水準まで修正が進んだこと、信用残もかなり整理がついていることから、業績好調銘柄は素直に収益に反映し、業績相場的な色彩も出てきている。こうした中、国内の機関投資家並びに事業法人——事業法人は自社株買い、あるいはM&A買い——の根強い買いに下値を支えられて、基本的には底堅く推移していると思っている。以上である。

福井議長

西村委員から願います。

西村委員

まず、四半期GDPについてだが、私も岩田副総裁と同じような印象を持っており、数字よりはもう少し強いのではないかとと思っている。というのは、民間在庫品増加はいつも振れが凄く大きいので、将来的に変わる可能性があり、そういう形で考えて良いのではないかとと思っている。4～6月はそうなのだが、7～9月以降のことについて、お話をさせて頂きたい。金融・経済情勢について、執行部の用意した基本的見解の大筋については反対ではない。しかし、個別要因を精査すると、基本的見解よりも今後若干弱めに推移していく可能性を示唆するものが現われていると思うので、指摘したいと思う。特に米国経済、個人消費、消費者物価の三点に絞ってお話したいと思う。米国経済は、もう既に皆さんがお話されているので、簡単で良いと思うが、従来は高成長から緩やかに減速して潜在成長率近傍へ向うというシナリオだった訳だが、住宅市場減速の影響で、一旦かなり減速し、かつインフレ率も低下した後で潜在成長率近傍へ復帰するというのが、メインシナリオになりつつあるのではないかとと思っている。インフレ率が低下する一つの要因は帰属家賃で、実際の家賃から光熱費を控除し

て求めるが、光熱費が上昇している分、帰属家賃は低下し、ひいてはインフレ率が低下するのではないかという議論である。他方、インフレ率の推移をみると、このシナリオの実現性については、不確実性が生じているのではないかとも思う。第一には、石油価格高騰の二次効果が、次第に現われているという気がする。それから第二に、これは新しい動きだと思うのだが、最低賃金を上昇させるような州レベルの動き——連邦議会の動きはこの間潰れたが——は見られる。このような今後の賃金上昇を示唆するような幾つかの事例も既に見られる。それから先程7月末のGDP統計の改定があったが、この時、同時に労働時間の統計の改定も行われて、その新しい数字を見ると、先程から話があったプロダクティビティも下がり、ユニット・レーバー・コストが、第1四半期2%上昇から第2四半期は暫定推計で3.2%上昇へと加速した。このため、コアCPI、コアPCEの上昇圧力が、今後もそれ程緩まない可能性は、否定できないのではないかと考えており、その場合は、政策金利が再び上昇に転ずる可能性は当然あると思う。日本経済の今後を考える際には、そのリスクを考えていかなければならないのではないかと思う。それから二番目は、個人消費についてである。個人消費については、今回のデータでは比較的良く出ているが、弱い数字もかなり多いという形になっている。従って、予想比やはり弱さ、企業収益から個人消費への移行が遅れていることは否定できないのではないかと考えている。高価格帯商品サービスと低価格帯商品サービスは比較的堅調である一方、中価格帯の商品サービスが不振である、というのが従来からの特徴である。この傾向は今でも続いている。確かに、デジタル家電の伸びにもかかわらず、家電実質販売額は今のところ上昇トレンドから若干の鈍化を見せているようにみえる。さらに言うと、7月だが、薄型テレビの売上は専門店、量販店、13社のPOSデータの集計をしてみると、7月にかなり落ちている。6月は前年同月比150%の上昇と好調だったが、7月は127%に鈍化した。ハードディスク・ドライブ、DVDレコーダーは、121%から78%に低落している。さらにモデル末期とはいえ、中流を体現してきたと思われるようなトヨタのカローラの不振というのは、極め

て象徴的である。この背景として、所得による階層化の進展というか、中流階級は実は減少しているのではないかという可能性は前回述べたが、その傾向はまだ反転していないのではないかと思っている。さらに若干心配なのは、足許の消費動向である。相変わらず高級車の売れ行きが良く、高級マンションの売れ行きも翳りが見られず、現金で数億円のマンションを買うことがあるということだが、それに対して低価格帯商品サービスについても若干の減速を示唆するものが出てきている。例えばサービスは、高い伸び率を示してきたパチンコが、このところ売上が落ちて調整感が生じている。このような非常にアネクな話ではあるが、このことは景気ウォッチャー調査結果が最近弱めに推移していることと整合的なので、この点についても慎重にみていく必要があるのではないかと思っている。最後に消費者物価の動きだが、内容を精査すると、エネルギー関連を除く部門で、当初の見方からは若干下振れの傾向があると私は思っている。6月は、生鮮食料品を除く総合で前年同月比0.6%上昇と、5月と同じであった。しかし、個別に見ると5月と6月では差がある。この辺のところは既に調査統計局長から説明があったが、もう一度確認しておきたいと思う。5月までは帰属家賃の上昇が全体を底上げる形となっていたが、6月は逆にマイナス要因となった。これに対して他の財、エネルギーを除く——エネルギーは後述する——は全般的に上昇した。5月はマイナス方向への変動品目数がプラス方向変動品目数を超えていたが、6月はプラス方向品目数が225品目と4月と同様になり、さらにマイナス方向品目数は153品目と4月に比べて大きく減少した。しかしながら、詳細を見ると、非常に小さな変化が多く、寄与度の大きなものはあまりない。ハンバーガーが+0.02%ポイント寄与したとか、外国パック旅行が+0.04%ポイント寄与したことが目立つ程度である。実際、昨日の調査統計局の報告にあったように、前月と同じく0.4%上昇となった最大の要因はやはりエネルギー関連価格の上昇であり、石油製品上昇の寄与度が4月が0.34%ポイント、5月は0.41%ポイント、6月が0.44%ポイントと上昇を続けている。展望レポートの時点では——私の理解だが——、エネルギー関連価格の上昇の

モメンタムは次第に剥落していくが、それを需給ギャップが需要超過に転ずることによるエネルギー関連以外の価格上昇によって埋め合わせていくのが、メインシナリオであったと思っている。全体としてみるならば、エネルギー関連価格を除く物価上昇のモメンタムは、展望レポートの予想比やはり若干下振れていると評価すべきではないかと思う。まだ、データとしては2006年度は3か月しか出ていない。従って、今後の推移を慎重に見ていかななくてはならないが、エネルギー関連価格の推移によっては、展望レポートにある消費者物価上昇率の見通しよりも下振れする可能性も出てきていると考えるのが適当ではないかと思う。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

我が国の景気を、先月の展望レポートの中間評価に照らしてみると、中間評価に概ね沿った動きを続けていると思う。ただ、天候不順等により個人消費が4月の見通し比でやや弱めの動きとなっている一方で、設備投資については、足許予想以上の企業収益に加え、日本政策投資銀行の設備投資計画調査や機械受注からも、6月短観で見られた設備投資意欲の旺盛さが確認でき、4月の見通しに比べやや強めの動きという部分は、より明確になったように思う。なお、GDPの評価については、今回名目の成長率が実質成長率を上回ったということではあるが、実質的な評価については皆さんと同じである。そうした中で、私は先行きの景気を考えるうえで、原油価格のさらなる高騰、米国経済の予想以上の減速、企業の投資姿勢の積極化に伴う過熱とその後の調整の三点を特に気にしているが、この三点についての心配が多少なりとも大きくなっているように思う。

まず、原油価格については、地政学的リスクの高まりに加え、アラスカにおける操業停止問題等により、再び既往最高値を更新するような状況になっている。私は、今回の原油価格上昇は世界の景気の強さがその背景に

あるので、基本的にはそれ程心配していないが、再び投機資金が戻り、地政学的リスクも従前よりも高まっている等、供給面への影響も無視できなくなっており、さらなる原油高はこれまで以上に気掛かりである。次に、米国経済については、住宅投資が緩やかに減速しており、個人消費や雇用者数の増勢も鈍化している。勿論、これらは想定されていたことであり、現時点の状況からは足許の減速の後、2007年後半に潜在成長率近傍の成長軌道に復するという標準シナリオを変える必要はないと考えている。もっとも、ここ数か月間の雇用者数の増加幅の減少は、市場の事前予想を超えるものであり、ブルーチップにおける来年の成長率予想はジワジワと下方修正されている。また、原油価格の高騰が続いているうえに、これまでコストアップの吸収に一役買っていた労働生産性の伸び率が鈍化し、ユニット・レーバー・コストの上昇率は高まっており、インフレ率が減速する兆候は足許見受けられない。こうした中、今回のFOMCでFFレートの据え置きが決定されたが、これをもって、目先のインフレ抑制と金融引締めによる景気のオーバーキル回避の両立という問題が解決された訳ではない。むしろ、来年度の成長率見通しなど、FEDと市場の間に先行きの見通しについてズレが生じている状況下で、先行きの物価上昇圧力と景気のスローダウンをみながら利上げを再開するのか、否かという極めて難しい局面を迎えているように思う。これまで市場との対話が上手くいっているとは言いがたい状況だけに、米国経済の減速とインフレ圧力の状況とそれを巡っての金融政策やコミュニケーションポリシーを含めた不確実性の高まりには、これまで以上に注意を払いたいと思う。三点目の設備投資については、日本政策投資銀行の設備投資計画において、鉄鋼、化学、石油、電気機械等で能力増強のウエイトが高まっており、それは企業の投資姿勢の積極化を示唆している可能性がある。さらに6月の機械受注をみると、船舶・電力を除く民需の受注額は既往ピークレベルに達しているし、7~9月期はさらに増加する見通しである。見通しの達成率を勘案すると、設備投資関連の上振れの可能性を頭の片隅に置いておく必要があると思っている。この間、IT関連分野では各企業が生き残りを掛けて大型設

備投資を実施している。各企業は各々の需要予測に基づき、設備投資を行っているのだろうが、先行きのシェアアップもそこに織り込んでいるため、業界全体の予想を合計すると、景気の拡大に伴う需要の増加ペースを上回る供給体制を構築する姿になっている可能性がある。さらに、年末や新年に掛けて新型ゲーム機や新型OSが登場することに伴う電子部品・デバイス等の生産も、予測指数程ではないと想定しているが増産が見込まれている。足許の設備投資や生産については、クリスマス商戦等で強気の需要予測が外れた場合、在庫の山を築きかねず、販売不振や増産による製品価格の下落が企業収益を圧迫しかねない。今のところはその調整があっても浅いとみているが、調整が深くなり、景気の振幅を大きくしてしまう可能性も否定できない。私としては、この点についても注視していきたいと思う。

最後に物価についてだが、物価も中間評価に概ね沿った動きとみている。なお、足許の消費者物価をみると、石油関連品目の上昇幅が大きくなっているが、身の回り品、外国パック旅行、通所介護料、外食など、様々な財やサービスが上昇している。10大費目で見ると、価格下落の大きい耐久財を含む教養娯楽が4月以降プラスに転化している。また、6月は家賃のプラス寄与が剥落したが、平均路線価の14年振りの上昇や東京圏の事務所賃貸料の8年2か月振りのプラス転化などから、家賃は元々振れの大きい項目であるものの、いずれプラス方向に戻るのではないかと考えている。こうしたことを踏まえれば、需給ギャップの解消やユニット・レーバークストの下げ止まりなどのマクロ経済環境のもと、消費者物価についても、価格の引き上げができるような経済状況になってきたということではないだろうかと思う。そういう意味では、特殊要因を除いたコアコアの数値が指数改定により一時的に前年比マイナスになることが場合によってはあるかもしれないが、景気の体温である本来の物価については、ベースの部分で着実に上昇圧力が高まっていると思っている。私からは以上である。

福井議長

野田委員から願います。

野田委員

申し上げます。金融経済月報の基本的見解における景気判断については、基本的に執行部案に違和感はない。前回会合において、足許の景気判断を「着実に回復」というものから「緩やかに拡大」へ変更することで、市場に「展望レポートのシナリオを実質的に上方修正した」という誤解が生じるのではないかと若干懸念していたが、その後の市場参加者のコメントや市場動向を見る限り、こうした誤解は概ねなかったのではないかと思います。

足許の景気については、今朝発表された4～6月期のGDP統計を含めて前回決定会合以降に発表された経済指標で見る限り、これまでの判断を変更するだけのものはなかったと思う。GDP統計だが、事前予想を下回ったが、前期の成長率が年率で+2.7%であったことや、今回民需の好調さが裏付けられているといったことも合わせ考えると、十分に堅調であるとの評価が妥当であろうと思う。総じてみれば、4月の展望レポートのシナリオから外れるという動きにはなっていないと判断できると思う。

先行きについても、現時点で「緩やかな拡大」との判断を変える必要はないと思う。ただし、まず一つ目に、米国経済が想定以上に下振れし、我が国の輸出環境が悪化するというリスク。二つ目に、ITデジタル関連財が生産調整に陥りかねないリスク、三つ目に、国内の企業の設備投資が上振れ、その反動が景気の振幅を大きくするというリスク、四つ目に、中東情勢の緊迫化や米国での需給タイト化懸念などを背景に、原油価格の騰勢が一段と高まるリスク。以上四つのリスクが、前回会合時に比べ、それぞれ程度こそ違え高まってきているのではないかと考えている。こうしたリスクが顕現化し、今後の成長パスが標準シナリオから外れる可能性については、今まで以上に慎重に検証していくことが必要であると考え。

以下、これらのリスクのうち、幾つかについてやや敷衍したいと思う。まず、米国経済だが4～6月期実質GDP成長率及び7月の雇用統計は、

「米国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らもう少し下の2%台に至る」という、これまでの市場のコンセンサスをさらに下回る弱めの数字であったとみている。特に今後、個人消費に影響を及ぼし得る住宅投資は、アネクドータルな情報も含めると予想以上に減少しており、これまでの引締めof 累積的効果と相俟って、成長率を下振れさせるというリスクが若干なりとも高まったのではないかと考えている。もっとも、現時点では先月と同様に、企業部門は収益面の堅調さに支えられて、設備投資、生産とも増加基調を維持しているほか、個人消費も鈍化しつつあるとはいえ、総じて言えば底堅い動きとなっており、我々が期待しているソフトランディング・シナリオを目下のところ修正するには及ばないだろうと思う。ただ、FRBが、先日のFOMCで今後の再利上げの含みを残しつつも、一旦利上げを休止したが、ユニット・レーバー・コストが、統計の改定もあつたとはいえ、急上昇するなど、先行きの物価上昇圧力が依然として強い。従って、インフレ圧力の沈静化が進まない、ということを見ると、再利上げとなつた場合の金融市場に思いを巡らせると、今回のFRBの決定が、米国景気の先行きの不透明感を減じたとは必ずしも言えないように思う。

次にITデジタル関連財の生産調整リスクについて申し上げる。電子部品・デバイスだけでなく、例えば半導体、フラットパネル・ディスプレイの製造装置や、あるいは半導体IC測定器などの機械、さらには液晶テレビ、携帯電話などの最終財も加えたITデジタル関連財全体の生産、出荷、在庫の動向を改めて見ているが、このベースで見ても、足許の在庫の急増が目立っている。鉱工業生産の予測指数などをみても、ITデジタル関連業界の見通しは、総じて下方修正されるきらいがあるということ踏まえ、マイクロ情報の積み上げ、例えば秋口に予想されるゲーム機であるとか、携帯電話などの新製品需要に対する期待というものが、合計で合成すると過大に見積もられている可能性も否めないのではないかと思う。足許の電子部品・デバイスを中心とした中間財の積極的な生産スタンスと在庫水準の高さは、2001年のITバブル崩壊時程ではないにしろ、その後の2

度の踊り場の入り口になにがしか似通っているとも言えようかと思う。

IT・デジタル関連業界の他の産業に及ぼす影響の大きさを考えれば、私としては、ここは相当に慎重に見ておくことが必要ではないかと考えている。

最後に、設備投資について申し上げる。企業の設備投資は、好調裡に推移しており、一昨日発表された6月の機械受注も、市場予想を大きく上回る数字であった。私自身当初想定していた以上の勢いを感じている。また、その前に発表された日本政策投資銀行の調査でも、2006年度の設備投資計画は、全産業ではバブル期の1990年度以来の二桁増、特に製造業ではいざなぎ景気以来の4年連続の二桁増、かつバブル期以来の20%超の増加ということである。また、投資動機の内訳を見ても、鉄鋼、化学など素材業種全般と、加工業種では、電気機械で能力増強のウエイトが顕著に高まっており、製造業全体では調査開始以来の最大のウエイトとなっているようである。逆に、合理化、省力化投資のウエイトを見ると、これが調査開始以来最少になっているということである。こうした企業の積極的な投資姿勢は、足許の高収益や潤沢なキャッシュ・フローを反映したものであろうが、これまでの企業経営者の慎重な経営スタンスに、なにがしかの変化が生じている兆しではないかとも考えられる。また、何人かの方が触れられているように、企業収益の伸びに翳りが見え、設備投資の増加モメンタムが、収益の伸びと逆転しているということを考え合わせると、今後の短観などでの調査結果も含めて、設備投資の動向については、これまで以上に詳細な検証を必要とするのではないかと考えている。私からは以上である。

福井議長

最後になったが、水野委員から願います。

水野委員

前回の決定会合後に発表された経済統計を見ると、設備投資は増勢を持

続していること、鋳工業生産は夏場からまた増加基調に戻るということ、それから人手不足感が強まっていることなど、総じて「景気は緩やかに拡大している」ことを再確認できるものが多かったと思う。設備投資は加速しているとまでは言えないが、増加モメンタムの持続と業種の広がりが見え、減速感を感じない。設備投資の一致指標である資本財出荷は、4～6月は前期比+9.6%と急増している。先行指標である機械受注は、皆さんおっしゃっているが、4～6月期で見ると前期比実績で+8.9%伸びており、7～9月の見通しが+4.9%であるから、年内の設備投資は堅調という姿であると思う。また、建設投資の先行指標である建築着工床面積も増加傾向にある。政策投資銀行の設備投資計画は、皆さんが触れたとおり非常に堅調である。特に、非製造業が+7.4%ということで、2005年度の+4.7%を超える伸びになったことが少し注目できるかなという気がする。こうした統計を見る限り、4月末の展望レポートで上振れ要因として指摘した、企業の投資行動の一段の積極化が顕在化する可能性は高まってきているのではないかと考えている。日銀短観9月調査をみてから判断したいと思うが、仮に10月2日に出される9月短観で、2006年度の設備投資計画が中小企業の上昇率のみならず、全体的に上方修正された場合には、設備投資の増勢が持続する可能性が高いと判断できるので、以下のうち、少なくとも一つの可能性が出てくるのではないかと考える。一つは、潜在成長率が我々が見ているよりも若干高い可能性が挙げられる。潜在成長率は+1.5%～+2.0%と言っているが、これよりも少し高いのかもしれないということである。それから二つ目として、展望レポートにも書いてある成熟局面に入る時期が、展望レポートで想定したよりも少し後になる可能性が高いという二つの見方である。前者ならば、需給ギャップの需要超過幅が一段と拡大するまでに時間が掛かるので、あまり利上げを急がなくても良いのだが、最終着地点の政策金利がかなり高くなる可能性がある。後者の場合は、今後も金利の調整を続けることが適切であり、今回の金融引締め局面が長引く可能性があることを示唆していると思う。どちらかと言うと、後者の可能性の方が高いのかなと今の時点では考えている。さて、アメリカで

FOMCがあって、大方の予想どおりとは言え、私個人的にはややディスアポイントだったのだが、政策金利の据え置きが決定された。FOMCの声明文を見れば、明らかに様子見姿勢に入ったことを示唆しているし、それから一方で、将来の利上げに関する含みということについては、前回の声明文と同じ表現をそのまま残している。金融市場は、今回の据え置き決定について、利上げのホールド、打ち止めではなく、見送り、ポーズであるというふうに解釈している。それから今後の経済・物価情勢次第では、仕上げの利上げもあり得ると、頭では理解しているようだが、利上げ局面は事実上終了したのではないか、という希望的観測も多く、米国債市場での追加利上げの織り込み度合いは高いとは言えない。その一方で、インフレ圧力が加速するリスク、将来の利上げ再開のリスクを否定できないため、FOMC後米国の債券、株式相場は冴えないというか軟調に推移していると思う。今回の据え置きは、賛成9、反対1で決定されているが、最終的な投票行動以上に先行きのインフレ・リスクに対して色々な議論があったはずであるし、言い換えると、今回の決定について中東情勢が緊迫化して困り果てているブッシュ政権から何らかのプレッシャーがあった可能性、あるいは二つ目の可能性としては、インフレ懸念が強いにもかかわらず毎回25bpの利上げを実施することという呪縛から開放されたいという素直な気持ちだと思うが、それが働いた可能性、この二つが割と否定できないのではないかと思う。どの国の中央銀行でも、政治との距離感を上手く保つことは重要なので、今回のFOMCの決定を批判するつもりはない。また、景気サイクルの微妙な局面に差し掛かる中、雇用と物価の両方の安定を実現する、デュアル・マンデートであるFedからすれば、容易ではない選択肢だったということも理解する。ただ、バーナンキ議長が今まで言ってきたこと、特にFRBの理事をされていた頃、「グリーンSPAN議長流の市場との対話は透明性に欠ける」と批判的だったことは有名である。インフレ圧力が高く、足許位の景気減速でインフレ圧力が沈静化する目途が立たないにもかかわらず——本人はそう思っているはずだが——7月の議会証言で景気減速に明確に言及して、総合判断で今回追加利上げを見

送ったということになる。バーナンキ新議長はインフレターゲット導入に前向きであると同時に、新しいスタイルで金融政策運営をしていきたいとして船出したはずなのだが、最近までの一連の政策対応はまさに前グリーンズパン流の柔軟な政策対応に近いものがある。やや失望するインフレ指標が相次ぐなか、本来ならば「物価安定を重視する断固たる姿勢を見せるのが自然だ」という彼の信念からすると自然であると思うが、持論と政策の不一致というような行動を示したのではないかと思う。また、一般的に金融市場は、景気減速よりもインフレ加速を嫌がる。仮にインフレ期待が抑制できないと——今日も議論に出ていたが——市場も判断した場合には、今回の据え置き決定が、結果的に経済の振幅及び資産価格の調整圧力を大きくするリスクがあると思う。今回のFOMC声明文を見ると、FRBは「経済成長の鈍化によるインフレ期待の抑制、金融引締めの上乗れ効果によってインフレ圧力は時間とともに緩和する可能性が高いとみられる」としている。すなわち過去の利上げのパイプライン効果によって、インフレ圧力が徐々に鈍化してくるとの予測に賭けているようだが、楽観的過ぎるのではないかと個人的には思っている。また、FRBが7月に米議会に提出した2006年、2007年のコアPCEデフレータの見通し——これは第4四半期の前年同期比でみて+2.2%~+2.25%だが——と今回のFOMC声明文でみている経済見通しは整合性が取れないような気がする。8日のFOMCで据え置きを決定したFRBは、8月3日に25bpのサプライズ利上げに踏み切ったイングランド銀行と比べると対照的である。BOEのキング総裁は、9日に四半期のインフレ・レポートを公表した後、「現状の政策金利ではインフレ率が将来3%を超えるリスクがある」と言って、「半年以内に歳相に3%を超えるかもしれないというレターを出す可能性は5分5分である」と言っていたが、そういう発言によって、さらに25bp~50bpの追加利上げをする可能性を示唆している。イギリスの政策金利は今4.75%で、ほぼ名目GDPの成長率と等しいのだが、では、アメリカはどうかというと、イギリスとアメリカの景気循環、金利サイクルが似ているので少し比較してみると、名目GDPで見ると、前年同

期比で4~6月期は+6.9%である。一方、政策金利は5.25%ということで、イギリスとアメリカの金融政策対応をみると、イギリスがインフレ・タカ派的、あるいはインフレ予防的であるので、FRBの行動というのは市場から見るとインフレ・ハト派的との印象を高める可能性があると思う。最近、ヨーロッパはECBを含めて、ややインフレ・ファイター振りが見られているという感じだと思う。さて、アメリカの経済だが、色々な議論があるが、住宅投資の鈍化の減速は明らかである。最近の経済指標、特にISM製造業指数、それからチェーン・ストア売上、今日出る小売り売上高も高いと思うが、それから4~6月期の企業業績は今のところ前年比2割弱伸びている。また、昨日出たJCペニーその他の小売り関連の業績も非常に好調ということで、そういうものを総合的に判断すると、米国景気はこのまま鈍化していくという感じも、モメンタムが大きく鈍化してくるという意味では、まだ少し情報が足りないのかなという感じがする。逆に物価面については、設備稼働率の高さ、賃金上昇率の高止まり、それからユニット・レーバークストの底打ち感と言うか上昇。原油価格をはじめとする、国際商品市況の状況など、インフレ懸念は引き続き残っている。FOMC声明文では、今後の経済・物価情勢次第では、利上げを再開する可能性に含みを残しているが、中東情勢が短期的に安定する可能性が低いなか、インフレ圧力の著しい高まりを示す物価指標がない限り、来月9月20日のFOMCでは政策金利が据え置かれると思うが、その後10月24日、25日、それから12月12日に予定されているが、再利上げに踏み切る可能性というのは皆さんのご指摘どおりあると思う。では実際に、再利上げに踏み切った場合どうなるか。これはかなりマーケットから不興を買うと思う。バーナンキ議長について、取り敢えず今静かにしている市場参加者も、「言動に一貫性がない」、「前議長よりポリティカルな政策を行っている」という批評がプラスされるリスクは否定できない。仮に、11月にFRBと日本銀行が同時に追加利上げに踏み切るべき経済環境になった場合、FRBによる市場との対話の不手際が、金融市場を混乱させて我々の政策運営に影響を与える可能性もあるということで、少しこの辺は

注目していきたいと思う。一般的に、金融市場は政治とのバランス感覚、市場との対話が上手な中央銀行が好きであり、一方、金融政策運営の哲学が明確ではなく、政治的な妥協を繰り返す行動を採る中央銀行は嫌いなのである。前者がグリーSPAN前議長時代のFRB、後者がバーナンキ議長時代のFRBにならないことを祈っている。以上だが、最後、少し一言皆さんが言っている点に付け加えると、地政学的リスクの高まりということが言われているが、個人的には地政学的リスクは地域的な広がりを見せている、より複雑になってきているという感じがするし、あとは国際政治におけるリーダーがどこを見てもいない。ブッシュ大統領も支持率が低迷、低下しているし、それからシラク大統領も昨年の国民投票の敗北以来相当パワーダウンしている。ブレア首相も、イギリスでは相当権威失墜ということであり、今色々混乱が起きているなかで、誰も中東情勢を治める人がいないということ。それから、この間のWTOのドーハラウンドにおける農業問題を見ても保護主義を強める可能性等、少しリーダーシップのない政府権限者が多いということが、どういうインプリケーションを持つのかなということは今少し気を付けて見ているところである。以上である。

福井議長

以上で一通りご意見を頂戴した訳だが、伺っていて、前回のゼロ金利政策に終止符を打った我々の政策については、その後、市場その他広く経済社会で比較的スムーズに受け入れられている。それから、経済の動きについて、我々は「拡大」という言葉を使ったが、これについての正しい理解も、事前の懸念よりは比較的素直に浸透しているのかな、というような状況かと思う。展望レポート、あるいは前回の中間評価のシナリオに沿った経済・物価の動きが継続しているか、あるいは継続していくか、ということを引き続き綿密に点検していかなければならない状況だが、今伺ったご意見では、前回以降の変化に関する限り、引き続き日本の経済・物価は展望レポートのシナリオに概ね沿った動きを続けている。それからこの先についても、今後シナリオを大きく修正する可能性というものが直ぐに見え

ている訳ではない。むしろ、当面は緩やかに景気が拡大し、物価上昇圧力がジワジワと高まるという感じの経済の姿を、引き続きメインシナリオと置いて良いのではないかということだったかと思う。その一方で、予てより我々が意識している様々なリスク・ファクターのそれぞれについて、時の経過とともに、その中身が少しずつより明確に見えるようになってきた。これはリスク要因として決して良いという方向ではなくて、リスクが高まるとか、あるいは不確実性が高まるとかという方向で、より明確にみえるようになってきているということかと思う。幾つかの項目のご指摘があった。全部カバーできるかどうか分からないが、第一にアメリカ経済である。やはり景気減速の過程で、素直に物価上昇圧力が収まり、短期間のうちに潜在成長能力の軌道に復帰するというシナリオに比べると、特にユニット・レーバー・コストが上昇しており、イノベーションとの関係でもしかすると生産性の伸び率が鈍化している可能性もある。そこまで含めて考えると、シナリオは崩れないにしても、景気の減速のやや深まりを予想すべきなのか、あるいはその調整過程がやや長引くと予想すべきなのか、そういう可能性が少し見えてきているというようなご指摘が共通ではなかったかと思う。それから二番目に、IT関連の調整。これはIT産業の中身、あるいはIT関連の投資の中身が、グローバルなベースと日本国内のベースとでかなり違っているということもあって、正確に読み取ることがなかなか難しい面があるということのようだが、全体として、新しい調整のウェーブというようなものが感じられ始めているということは確かである。この点について、どの程度の調整のスケールを想定すべきか、より厳密にこれから把握していかなくてはならない。2000年の調整よりは単純に小さいのでというだけの大雑把な判断で良いかどうかという点も含めて、これからやや綿密な点検がいるというようなご指摘ではなかったかと思う。三つ目は、国内の設備投資、これは皆さんの感じでも、やや強めの方向に動いているかな、という共通の感触であった。これが、本当に先行き景気の振幅をもたらすというところに繋がっていくのかどうか、注意深くみなくてはならない訳だが、この点については、やはり企業収益との関

連がある。4～6月の企業収益が高い。それはしかし、かなり円安を背景にしているのだという福間委員からのご指摘もあった。そうだとすると、どの程度のレベルの企業収益を今後正確に予想すべきなのか。それとのコンシステントな設備投資はどうなのか。それでも設備投資が強過ぎるのか、というような少し綿密な点検が要るエレメントではないかというご指摘ではなかったかと思う。それから四つ目は、原油価格である。これは世界の需要が強い、世界の成長駆動力が強い結果として原油価格が高いという基本的なバックグラウンドがあるうえに、最近は地政学的リスクのもたらす上乗せ要因がさらに強くなっているのではないか、というご指摘があった。需要の強さをバックにしただけのオイル価格の上昇と、それ以上に押し上げようとする地政学的リスクのファクター、この上乗せのファクターというのは経済にとっては意外な攪乱要因にならないか、こういうご指摘であったように思う。それから春委員からご指摘があったが、日本国内においても土地の値段がやはり下げ止まりから上昇局面に入っている。オーバーオールにみて、今のところは収益還元価格の範囲内の動きというように認識できるかもしれないが、部分的な動きを見過ごすべきではない。それが大きく広がるリスクというのは、やはり今から意識しておくべきだというご指摘があった。全部カバーできているかどうか分からないが、概ねそのようなご指摘があったと思う。アメリカ経済のリスク、特にユニット・レーバー・コストの方は、新しい統計で一応裏付けられた訳であるから、あれはあれで一応前提として我々はこれから考えていかななくてはならないのかもしれない。一方で、イノベーションの鈍化、潜在成長能力の低下、生産性の低下の可能性については、あまり我々はデータを持っていない。岩田副総裁からご批評があった訳だが、この点について後でGDPのお話を聞いた後に、国際局長あるいは堀井理事辺りから何かコメントがあれば頂戴したいと思う。その他にも、物価については、概ねシナリオどおりである。CPIの基準改定が行われた後も、実勢としては緩やかな上昇基調を辿るであろう。この点についての意見の相違はなかったと思うが、しかし、より厳密に言うと須田委員のご指摘と西村委員のご指摘との間には、

若干ニュアンスの違いがあった。除くオイルというファクターで、シナリオより少し弱いのではないかという西村委員のご指摘に対して、須田委員の方はむしろ広がりがあるというようなご指摘だったが、その辺は後でまた議論して頂きたいと思う。それから個人消費について、西村委員から、高価格帯の消費と低価格帯との消費の動きに差があって、低価格帯の消費の伸びの鈍化に、ややウエイトを置いて判断すべきではないかというようなご指摘があった。この点は、後で調査統計局からまずコメントを頂いて議論したいと思う。ここで調査統計局からGDP統計についてコメントをして頂くとともに、今私が申し上げたようなことについても、追加的な話を頂きたいと思う。GDPについては、各委員のご意見は、表面の成長率は少し下がったが、設備投資、個人消費をみる限り中身はしっかりしているのではないか、こういうご指摘があったと思うが、調査統計局の見解は如何か。

早川調査統計局長

それでは、先程出た第2四半期の1次QEだが、評価はほぼ皆さんからご指摘があったとおりということではないかと思う。見掛けの数字は弱いが、中身はそれ程悪くないということではないかと思う。いずれにしても、昨日来議論になっているアメリカのGDP統計の改定と比べると、そんなにシリアスな内容を含んでいる訳ではないということは、かなりはっきりしているかなと思う。今朝程お配りした資料の最後の頁、2-1の表のところをご覧頂ければと思う。ご覧のとおり、4~6月の1次QEは前期比+0.2%、年率+0.8%ということであったが、民間予想は年率で大体1%台半ば後半ということであったので、少し弱めであったということかと思う。ただ、中身は先程来ご指摘があったように、マイナスの項目は、一つは民間在庫品増加が-0.2%、公的需要が-0.2%、そして財貨・サービスの純輸出が-0.1%ということで、マイナスなのは、要するに在庫と公需と外需ということであり、民需の中身は結構しっかりしているということだと思う。実際、過去この表に載っているGDPの5四半期を見ても、一

番高かったのは去年の4~6月の+1.4%、一番低いのが去年の7~9月と今回の+0.2%ということなのだが、実は民需のコアというか、民間最終需要のようなものを見ると、それ程振れていない。例えば今回の場合だと、民間需要は寄与度+0.5%だが、在庫が-0.2%なので、民間最終需要で見れば+0.7%である。前の1~3月は+0.8%である。その前は+0.7%、その前が+0.6%、その前が+0.9%ということであり、要するに見掛けのところは+1.4%~+0.2%まで振れているが、実は民需のコアでみると、全て+0.5%~+1%の間というところで割と安定しているとお覧頂ければ良いのだと思っている。若干個別のコンポーネントについてコメントだけさせて頂く。民間最終需要は、前期比+0.5%ということで幾分思ったより強めの数字が出た。ただこれは、実は前の四半期の1~3月が下方修正されているので、均してみると、やはり個人消費は、今年前半やや低調であったということである。ただし、いわゆる販売統計の弱さ程ではない。サービス関係が、それなりに伸びているということである。住宅投資は意外感があるかもしれないが、これはいわゆるGDPのルールに沿って計算すると、たまたまこの四半期はこういう数字が出る。具体的に言うと、去年の年末辺りに一回マンションが一時的に落ちた時期があるのだが、あれが進捗展開でやると、この4~6月位に少しマイナスに出てくるということである。基調的には住宅着工はずっと増えているので、この四半期がたまたまそうであるというようにご覧頂きたい。企業設備は、改めて申し上げるまでもない。資本財出荷等からみて、堅調な伸びであるのは当たり前ということである。在庫品の増加はいつも非常に分かりにくいところだが、どうも「卸売業の在庫は減った」と内閣府はコメントしているようである。よく分からないが、IIPも在庫は減っていたのはご存知のとおりである。公的需要に関しては、政府最終消費支出は横這い圏内である。公共投資がこの四半期で減るのは、前からご説明しているとおりであり、いわゆる出来高統計からみても、この四半期は結構大きなマイナスである。ただし、公共投資もマイナス基調はこれからも続くのだが、四半期で見るとこここのところが一番大きなマイナスになる局面だと思う。ご覧のとおり過去3四

半期結構大きく落ちたので、ここから先もどんどん今のようなペースで落ちていくという訳ではないと理解している。最後に、純輸出のところだが、純輸出は若干マイナスになっている。私共のいわゆる実質輸出、実質輸入でみるとプラスになるはずなのだが、これがマイナスになっているのは、実はサービス輸入の影響である。一つはゴールデンウィークの海外旅行が良かったということである。ゴールデンウィークの海外旅行が良かったことは、サービスの輸入に計上されるので、これがマイナス要因になったこと。その他に、本当に技術的なのだが、この4月、5月のメタル相場の際に、どうも日本の商社なのかどうか分からないが、随分取引をやったようであり、その手数料を支払っており、これがいわゆる財・サービスの輸入に計上される。ちゃんと理由はあるが、それぞれある種の特異要因ということかと思う。ということなので、民需のコアは比較的しっかりしているということ。それから今申し上げたように、公共投資も今のようなペースで落ちていく訳ではないし、在庫はどこかで減れば、いずれどこかで増えるという筋合いであるので、足許少し低めの数字が出たが、これでもって全体の見方を変えるような必要はほとんどないと考えている。なお、頁1-6をご覧ください、GDPデフレーターだが、ご覧のとおり全体としては-0.8%と今回マイナス幅が縮小した。それから国内需要デフレーターだが、前回0.0%の後、今回+0.1%ということである。実は改定前は1~3月が+0.1%であったのだが、今回0.0%になり、-0.1%である。ただし、1~3月、先程見たら全てのコンポーネントはほとんど全部前年比同じなのに0.1%下がっているの、多分四捨五入のせいなのか、そうでなければ在庫で増えたせいである。いずれにしても、あまり変化はないとご理解頂ければと思う。ということでGDPについては若干見掛けは弱い、それ程気にするようなことはないし、実際民間エコノミストのコメントを見ても、大体「見掛けは弱い、中身はそんなに悪くない」というコメントが多かったように思う。GDPについては以上である。

個人消費は、毎回申し上げているように、少し弱めであることは間違いない。我々が普段目にする統計は弱い。これは天候要因の影響もあって弱

いし、それからコンフィデンス系統、これは景気ウォッチャー調査なども含めて、弱いのは間違いない。ただ、先程GDPでもご確認頂いたように、サービスなども含めて言うと、物凄く弱いかというところでもない。問題は、これをある種の天候要因なり、そういうものと見るのか、あるいはやはり企業部門からの波及が弱くて少し遅いというのか、ここはなかなか微妙なところだと思っている。先程西村委員からは、中間価格帯とか色々な議論があったが、確かに雇用者所得という見方をすると、それ程見通しとずれている訳ではない。どちらかと言うと賃金がやや弱めで、人数はそこそこ増えているという感じになっている。それがどういうことを意味するかというと、例えば、中間価格帯を買っている人がどういう人か分からないが、普通に考えると働いている人は人数が変わらずに、例えば、家族で一人だけ働いている、あるいは共働きで二人だけ働いているという状態が不変であれば、賃金がそれぞれ上がっていないので、所得はあまり増えない。逆に言うと、所得がマクロで増えているのは、何らかの人数が増えている分であって、それは例えば、今までは奥さんがあまり雇用機会がなかったが、良くなったので働きに出た家とか、あるいは若い人達が職を得られるようになった。そういう人達にとっては、恐らくなにがしかの所得増が発生しているが、そういうことが起こっていない家計にとっては、必ずしも所得増が発生していないというような状態になっているので、そのことと西村委員の指摘されたような中間価格帯の弱さがダイレクトに繋がるかどうかは分からないが、多分そういうことが起こっているだろうし、それから足許物凄く格差がどんどん拡大しているかという点については、色々議論があると思うが、やはり高い所得を得ている人、そしてそれが続くだろうと思っている人、そうでないという人も、並存していると思う。西村委員のおっしゃっていることとダイレクトに結び付くかどうか分からないが、そういうことが起きている。個人消費の見方については、昨日申し上げたようにインフレ期待が少し高まってきているようなことが、これはプラスに働くのか、マイナスに働くのかということも含めてかなり微妙である。少し天気が安定してくると実力の程が分かるのだが、このよう

な状態だと、どれ位が天気の影響で、どれ位が実力として家計の波及の遅さの影響なのかというのが、なかなかはっきりしない。もう少しよくデータを見て見極めていきたいと思っている。

福井議長

CPIの動きで、西村・須田委員で何かあれば。

西村委員

本当にもう細かい微妙なところで、私は弱くみた。

須田委員

中間評価では、トータルの見方は変わっていない。ただ、原油価格が上がっているから、それ以外は少し弱く見ているのである。それを議論の出发点としている。つまり、4月の展望レポートではなくて、中間評価からみてである。

西村委員

それならば同じである。

須田委員

であるから、中間評価を基準にみると少し波及するかなということである。4月の展望レポートとのギャップとは違う。

早川調査統計局長

多分そんなに違いはないのだと思うが、要するに正直な話を申し上げて、見掛けの数字は、例えば展望レポートの時よりも少し上を走っている訳なのである。ただ、それはどちらかと言うとやはり、原油価格が4月時点で見たよりも高いところを走っているためであって、それを剥がしてみるとどうかというと、大きな違いはないのだが、微妙に西村委員がおっしゃる

とおり想定よりも少し弱めかなという感じはある。これは先程の家計部門などと同じで、本当に弱いと敢えて口に出して言う程かという感じはあるが。

西村委員

これは例えば外に打出すという程のことはないのだが、ただ、傾向としてやはり我々は頭の中に入れておかななくてはならないという意味である。

早川調査統計局長

一方で少し感じたのは、7月のCGPIを見たら、結構いわゆる川下に近いところの財で、細かいものが上がっていた。この辺がひよっとするといずれどこかでCPIに出てくる可能性があるので、現時点で何か弱い方だけ強調するのも如何なものかという感じはあって、正直な話を申し上げると、今のところ数字は少し上めを走っているが、実力はそんなに上をいっている訳ではないことをまず踏まえて頂き、かつ、今申し上げたようにCGPIなどにはひよっとすると今後どこか波及していくかもしれないという芽が出ているということも念頭に置いて頂きたい。全体としては、それ程ストーリーと違うようなことが起こっている訳ではない、という位にご理解頂ければと思う。

福間委員

先程言った、減益企業がかなり出ている。これは値上げするためには、やはり史上最高益では困る訳である。恐らく少しでも収益を回復するには、納入先に泣きつくと思う。「儲かっているのに何だ」と言われないようにしないといけない。玉突き現象はそういう力学も働き出す訳である。

早川調査統計局長

おっしゃるとおりである。4~6月の決算をみていると、全体には増益で、減益になっている業種はどういうところかという、石油精製、化学、

紙というところで、要するに今値上げを打出している人達というのがネタ元である。鉄もそうである。

須田委員

先程の西村委員の中間価格の話に関してだが、そういうことは一個人においても起こっているのではないか。一人一人をみても、凄く安いものは安く済ませて、その一方で一点豪華主義などということをする。中間的なものを買うよりは、高くても良いものと凄く安いものを買分けるという行動パターンになっているように思うが、これは所得格差とは関係ないところでも起こっているような気がする。

西村委員

個人的には非常によく分かる。確かにそういうところはあるのだが、経済学的にどうやって説明するかというのはなかなか難しくてできない。今回、非常に特徴的なのは、やはり高級品がまだ売れ続けていることである。

野田委員

そういう意味で、これも経済学的にはなかなか説明しにくい問題であろうが、中間帯というところに、消費者意欲をそそるような新しい商品が登場していないということをよくみてみなければならない。そういうことが大いにあるのではないか。

西村委員

自動車は全くそのとおりである。ただ、皆さん真剣に考えていらっしゃるのだが、それができない。

福井議長

出沢国際局長から先程の点について如何か。

出沢国際局長

分析に堪えられるような材料は今手許にないが、確かに 1990 年代から始まった米国における IT を中心としたイノベーションから 10 年以上経っている訳である。その後、エピソードとして思いつくような、新しいイノベーションはそれ程ない。大昔のものだがプリンティング、それから今世紀の初めから始まったオートモービル、1990 年代における IT、そうしたレベルの新しいものは、どう考えても 15 年程はないので、経済原則としての収穫逓減の法則で効果は減っていくことになる。後で岩田副総裁から改めて具体的なお話を伺いながら、勉強させていただく。

福井議長

分かった。後で成果を披露して欲しい。

西村委員

この点について、この前岩田副総裁と、グリーンспан前議長の発言の解釈について、意見の相違があった。グリーンспан前議長の例のアンビギュイティで、岩田副総裁はグリーンспан前議長はまだ生産性が伸びているというように取られて、私はグリーンспан前議長は逆に生産性が非常に落ちてきているので引締めの考えなくてはならないのだというように、全く逆に取ったのだが、今回これがもし正しいとすると、私の解釈によるグリーンспан前議長の傾向になってきているかな、という気がしている。もう一つの点というのは、時間のデータが変わったということは凄く大きなことで、その時間のデータが変わった理由は、ほとんど生産性とは無関係で、ノンプロフィット・オーガニゼーションに働いている人達の時間を採ったら、こういう結果になったということである。言えることは、イノベーションとかそういうものは全体のトレンドの動きを説明するには良いのだが、四半期、四半期の生産性の動きというのは、それ以外のもののでできることの方が多いので、あまりイノベーションというのをこ

の段階で強調する必要はないのではないかと思う。

福井議長

他に宜しいか。それではここで一回コーヒーブレイクを取りたいと思う。11時ちょうどに再開する。

(10時48分中断、10時59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。それでは会議を再開する。金融政策の運営についての討議に入りたいと思う。次回政策決定会合までの金融政策運営方針について、改めてお一方5分ずつ位ということでご発言頂きたいと思う。春委員からお願いする。

春委員

それでは申し上げる。次回会合までの政策運営方針については、現状維持として、引き続き極めて低い金利水準のもとで、持続的で息の長い景気拡大のプロセスをサポートしていくことが適当と考える。

無担保コールレートは、前回会合直後に0.302%まで上昇したが、金融市場局による朝夕1日2回の即日オペや先日付オペなど、例月を大幅に上回る回数のオペの実施や、金利上昇による出し手の広がりなどもあって、その後は0.25%近傍の推移となっている。補完貸付の利用も限定的なものにとどまっている。この間、日銀当座預金は、足許7兆円台まで削減が進んでいる。中曾金融市場局長のイントラネットの表現を借りると、「まるで長い眠りから目覚めたように市場は息を吹き返し、日々生氣を取り戻しつつあるように見える」ということである。市場機能の回復にはなお課題も残されているが、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と思う。また、昨日も議論があったが、長らく休眠状態

にあった短期金融市場が、市場関係者のご努力によってさらに機能を充実させ、国際的なプレゼンスも高めていくことを期待したいと思う。

今後の利上げペースについては、市場では年末ないし来年初めのタイミングで、年度内に後1回の追加利上げを予想する向きが大勢のようである。前回会合以降、一時マスコミ等で「ゆっくりと」の表現について年内の利上げはないと受止める向きがあったが、適切な情報発信もあって、本行は利上げを急ぐことなく、二つの柱による点検により、慎重に経済・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メッセージは市場に浸透したのではないかと思う。一方で、経済産業省の調査によると、企業の半数弱がゼロ金利解除による将来の影響を懸念しているということであり、帝国データバンクの調査でも、企業の6割が年度内の追加利上げによって、景気が腰折れすることを懸念しているということである。企業の間では、金利上昇への警戒感が根強いように見える。

今後の金融政策については、予断を持たないということの基本をしながら、同時に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。また、前回会合で意見が分かれた補完貸付の金利について、マスコミ等から「まさか、ないであろうな」という意味ではあるが、「今後、補完貸付の金利だけを動かしていく可能性があるか」という質問を何回か受けた。自分としては、補完貸付の利用が限定的なものにとどまっている状況が続く限り、基本的にこの次に政策金利を変更する際に適切なスプレッドを判断するという事で良いと思っている。私からは以上である。

福井議長

武藤副総裁から願います。

武藤副総裁

次回会合までの金融政策運営については、先程述べたような経済・物価情勢を踏まえて、前回会合で決定した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、という調節方針を維持することが適当だと思う。

7月の政策変更後も、金融資本市場は総じて安定した状況にある。短期金融市場では、7月中は無担保コールレート(オーバーナイト物)が強含み、レポ・レートも一時0.3%台後半へ上昇する場面が見られた。しかし、8月入り後、平均的な積み進捗を図るために資金放出を積極化する動きが広がるなど、市場参加者も金利のある世界に慣れつつある段階にあると思う。短期金融市場の機能、ボリュームは回復途上にあるが、こうしたもとの政策変更後の金利コントロールはスムーズに行われ、これによって、総じて短期金融市場の安定が保たれていると判断している。

また、イールド・カーブの形状を見ても、金利先物レートやTB・FB金利に大きな変化はなく、長期金利は政策変更前と概ね同じ水準となっている。これは先行きの政策運営方針についての日本銀行の考え方が、市場によく浸透していることを意味すると思う。新たな金融政策運営の枠組みというものが、市場とのコミュニケーションのうえで有効に機能している、ということだろうかと思う。従って、今後とも、情報発信に当たっては、この枠組みに基づいて展望レポート等を上手く使って、我々の経済・物価認識と、このもとの政策運営方針を伝えていくことが大切だと考える。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

金融政策運営については、変更は必要ない。現在は、ゼロ金利解除の効果を見守るべき時ではないかと思う。ロンバート・レートは0.4%だったので、ロンバート・レートだけ変える必要もあるのではないかという議論もマーケットの中にはあるようであるが、これも現状の市場の状況をみると必要ないということだろうと思う。これらの点を申し上げたうえで二点

程補足的なコメントを申し上げたい。

一つはキャリートレードの大きさについて、マーケットでは、量的緩和解除後、これはゼロ金利解除も含めてであるが、かなり縮小しているのではないかという議論がある。一部には、量的緩和政策解除後、キャリートレードが2兆ないし3兆円程度減ったのではないかとおっしゃる方もいる。データの、キャリートレードの大きさがどれ位か推計することは非常に難しく、何とも言えないが、僅かにある統計としてB I S統計がある。クロスボーダーの円建て債権の動きをみると、円レートだとか、あるいは日米の短期金利差にかなり反応して動いている。その意味では、キャリートレードそのものではないが、ある程度反映しているとみて良いのではないかと思う。2005年にはこれが1兆円程あったが、年が明けて2006年から若干これが減っているようである。もう一つB I Sの統計で、国際与信統計というものをみると、これも同様の傾向があるようである。いずれにしても、キャリートレードの額そのものを正確に把握することは非常に難しいと思うが、どの程度の大きさのものなのかということは、日本銀行としても可能な限り把握に努めることが必要なのではないかと思う。金利あるいは為替レートの動きに変化があれば、キャリートレードの大きさにも必ず変化が現われているはずなので、量的緩和解除後に金利が変化している訳であるから、キャリートレードにもそれなりのインパクトというものが有り得ると思っている。もう少しその大きさを把握していくということは必要ではないかと思っている。

それから、もう一つの問題は、長期金利へのインパクトである。アメリカは、フェデラル・ファンド・レートと10年物が逆イールドになっており、長期金利の謎などと言われているが、両者の差は30bp位になっていて、謎は深まっているということかもしれない。長期金利の謎の要因については、貯蓄過剰だと言うバーナンキ議長の議論もある。それから最近では、中国における金融仲介非効率論というのがある。アメリカを経由して仲介するのではなく、国内でそのまま仲介していればそれ程こういうことにならないのだという議論。もう一つはクレジット・サイクルというか信用

過剰の議論の三つ程あるように思う。こういう逆イールド、長期金利がいれば正常である場合よりも低すぎるのではないかという議論に対して、それがいつか解けてくるプロセスがあり得ると思うが、それには二通りあると思う。まず、貯蓄過剰がなくなっていけば、長期金利がもう少し高くなるということが起こり得る。それから逆に、クレジット・サイクルの方で考えると、過剰に信用が出ていた状況、つまり担保価値の上昇によって信用が余分に出ているという状況がなくなっていくとすると、それは言ってみると、先行き景気減速が強くなって短期金利も下がるという形でイールド・カーブが正常化する。つまり纏めて言うと、謎の要因が貯蓄過剰であればベア・スティープ化して解消するであろうし、クレジット・サイクルであればブル・スティープ化して解消するのではないかと思う。どうも私は後者の方ではないかと思っている。フェデラル・ファンド・レートのマーケットの予想をみると、ユーロ・ドル市場——ユーロについてはそういうことにはなっていないが——における金利先物の動きがハンプトシェイプ、あるいはイナバウアー型になっていると前から申し上げている。ということは、マーケットはある意味で景気減速を読んでいるのではないか。つまり、Fedは金利を長い間上げていられない、そのうち景気減速にやはり抗し難く下げてくるだろう、来年夏位にはやはりもう下げているのではないかという読みをしているのではないかと思う。

日本の場合はどうか。言ってみるとアメリカは相当フラット化が進行した訳である。日本も、まだこれから先金利を上げて行く方向であるが、フラット化が進行しながら行くのか、そうではないのかというところが、一つの論点ではないかと思う。長期金利について言うと、水準そのものとイールド・カーブの形状と二つある。水準そのものは2%を切っていて、これはある方の説によれば、低水準が10年位続いているのは、1610年代のイタリア以来だということである。イタリア、オランダ、イギリス、アメリカと覇権国の推移があったが、覇権国というのは富が集積し、富が集積するところは金利が低いというご議論もあるらしい。日本は1978年以降アメリカよりも長期金利が低くなって、富がそっちに移ったのではない

か——行天氏も少しそういう感じでみておられたような気もするが——、そういう状況にある。そこで日本の場合に、その水準とイールド・カーブの形状がどういう形でこれから動くのかということを考えてみる。過去の平均を取ると、2年債と翌日物のコールレートのスプレッドの平均は100bp、2年債と10年債物とのスプレッドは100～150bp、合わせて200～250bpということであり、さらにフラット化が同時に進行するということがあると思えば、仮にコールレートが50bpになったとしても、長期金利にあまり大きなインパクトは生じないのではなかろうかと思っている。それから、政策論争で名目成長率と名目長期金利の差がどちらの方向に向くのかという議論がある。仮に名目長期金利の方が割合落ち着いたままであり、そして日本の生産性が上がっていくと——先程水野委員から潜在成長率が+2%を上回るようになってきている可能性もあるかもしれないというご指摘もあったが——、名目成長率の方が高くなるということも考えられる。しかし、足許のデータ、特に生産性の動向をみると、非製造業はやはりまだ生産性の伸びが停滞している。なお、ユニット・レーバ・コストは今度のGDP統計で見ると、まだ1%程度近く伸びがマイナスではないかと思う。つまり1.5%実質成長率があって、賃金の方は0.5%位しか名目賃金が増えていないのでそのような感じなのかなど。いずれにしても、日本の場合は、非製造業も生産性の伸びが停滞したままで、サービス業ではやはりまだ単価を切下げる、コストを切下げる、人件費をカットする方向にビジネスモデルがあって、生産性を上げて収益を上げるというように考えていないのではないかという印象を持っている。そういうこともあって、生産性がサービス部門で伸びていくというエビデンスはまだ出ていないように思う。以上である。

福井議長

それでは福間委員から願います。

福間委員

市場の動向をみると、ゼロ金利政策を解除した7月会合の前には、長短金利が年度内2、3回の利上げを織り込むなど思惑的な動きもみられたが、同会合後はポジションのアンワインディングが進んだ。すなわちスワップ市場でペイ・ポジションが相当な残高までできていたが、徐々に本行の金融政策に市場筋も一定の解釈を下すようになって、本行と市場の金利観にそれ程差がなくなりポジションも落ちてきて、それが少し先程岩田副総裁が言われたフラット化にも影響するが、特に2年から5年に対してかなり金利が上がっていたのが、今はまずまず良い形状になっている。極端に安くないし、イールド・カーブが日本型になってきているという具合に私は思っており、長期金利も、足許はファンダメンタルズを反映して、レンジ取引に戻ってきているという状況だと思う。

一方、ゼロ金利解除後の短期金融市場においては、市場参加者の行動をみても、ゼロ金利のもとでは終日資金を抱えていた一部地銀が、金利の付く環境下で資金繰りの精度を若干向上させ、午後には資金を放出するようになったとか、市場で短いタームの金利が形成され始めたことを受けて、ターム物取引の成立が増えてきているとか、市場機能の回復の観点からは歓迎すべき変化が徐々に現われ始めている。もっとも、今積み期の前半に見られたように、コール取引等の出し手が資金放出に慎重となり、資金需給がタイトとなる一方、こうしたスタンスを映じた積みの急速な進捗を受けて、積み期後半には大幅な資金余剰となり、それぞれ即日の供給・吸収オペでの対応が必要となるなど、市場をベースにした資金繰りがまだ必ずしも円滑とは言えないと思っている。また、信用力の高い国債を担保とするレポ市場の金利が、無担保のコール市場金利を上回る状況が依然として続いているなど、市場機能の回復も途上にある。クレジット・ラインの整備や即日の有担保取引の活発化など、市場機能の一段の回復に資する関係者の対応にはなお相応の時間が必要なのではないかと思う。これらを踏まえれば、現在は7月の利上げの効果の浸透度合いを静かにじっくりと検証する段階にあると思う。また、米国の景気・物価動向についてもしつかり

見極めたいと思っている。このため、次回までの金融政策方針としては、現状の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、という方針を維持することが妥当だと思う。以上である。

福井議長

西村委員から願います。

西村委員

前回決定会合で無担保コールレート(オーバーナイト物)の誘導水準を0.25%に引き上げ、基準割引率及び基準貸付利率を0.4%と設定した後の市場の反応は概ね平静であり、また、短期資金市場の厚みも増し取引も活発化していると思う。このことから政策変更に起因する調整は円滑になされ、短期資金市場の市場機能、資金配分機能も概ね望ましい方向へ向かっていると評価できると思う。ただ、個別具体的なマイクロ・ストラクチャル・レベルでみた時に、また産業組織論的にみても、十分に機能が果たされていないところもみられる。しかしその部分にも活性化の動きがある。日本銀行としては、そうした動きを市場に新たな歪みを与えることがないように十分注意しながら支援していくことが望ましいと考えている。次回までの金融政策運営方針であるが、前回決定会合から今回までに利用可能になった金融経済情勢は、大筋としては前回7月の判断の変更を迫るものではない。また、政策変更の効果が浸透し、その評価が十分に可能であるためには時間が必要であることを勘案すれば、無担保コールレート(オーバーナイト物)の誘導水準及び基準割引率及び基準貸付利率ともに現状維持が望ましいと思う。以下で、今後の政策運営について二点程指摘したいと思う。

第一に、ロンバートの話であるが、ロンバート金利の決定、正確に言うとロンバート金利を誘導水準よりどの程度高く設定するかということは、短期金融市場に関する構造についての政策であり、これは総需要管理である政策金利の決定とは本来独立の政策である、という点を確認しておきた

いと思う。市場間の円滑な裁定取引を阻害する制度的要因や市場参加者の行動によって、ロンバート金利の望ましい水準が決まってくると思う。従って、本来ならこのロンバート金利決定を政策金利決定とリンクさせる必要は全くないし、市場構造を考えた場合に必要ならロンバート金利を単独に変更するという事も十分に考えられると思う。しかしながら、現在の状況では、市場やマスコミがこの二つを意図的に結び付けて解釈しようとする傾向があることも否定できない。そうした解釈を考えた場合には、いわば第二の柱と同じロジックに従って、そうした誤解を避けることが望ましいということになる。この点は理解できるのだが、原則はやはり正しい理解を市場やマスコミに浸透させるべきだと私は思う。今後は折に触れて誤解のないタイミングで、金融市場を構造変化させようとする政策と、総需要を管理する政策の差を発信していく必要があるのではないかと考えている。

第二に、今後の政策の方向であるが、ゆっくりと調整を進めていく、という前回の判断に私は変更がないと再度確認したいと思う。金融経済情勢の判断の中で、物価見通しの細部での若干下振れの可能性を指摘した。つまり、エネルギー関連価格以外では、以前展望レポートの時に想定したような需給ギャップが需要超過になることから物価上昇圧力が次第に明確になるというシナリオはまだ兆し程度に過ぎないことを説明した。このことは、緩やかな拡大というのが、いわゆる需給ギャップが需要超幅拡大という局面になっているのではないことを強く示唆している。現在は需要の伸びと供給の伸びがほぼ拮抗している状況と考えるのが自然だと思う。このことは逆に、足許の潜在成長率が見通しより若干上振れしている可能性を示唆していると思う。ここで足許の潜在成長率とそれからサステイナブルな潜在成長率と区別しているがその点を明確にしておく。足許の潜在成長率の上振れは、最終及び派生需要期待も同時に若干上振れしているとすると、現在強いとされている設備投資も、実は過度に強気とは言えないことを示唆している。このような判断を前提とすると、現在の政策金利水準が将来の振れを大きくするような企業行動をもたらす蓋然性は低いので

はないかと考えている。

さらに、不動産市場について一点コメントしたいと思う。ご案内のように全体としてみると、過度の強気という状況にはない。確かにエンドユーザーの需要は依然として強い——これは非常に強くと言っても良いかもしれないが——状況で不動産市場は久々の活況を呈している。それからもう一つここで申し上げると、今の特にマンション関連の需要増、それに対応するようなものというのは、将来に亘って単価が上昇するということがほぼ確実にみえているので、逆に言えばそれを見て今の価格が割安になっているので、今の物件が出ているのに対して非常に強い需要があるということで、活況ということである。例えば、物件を挙げるのは憚れるが、一部の物件に関しては明らかに過剰の状態にあって、お客さんをお断りするということが仕事だということになっており、これは15年来ない状況だと言っていた。これはあくまでも将来単価が上がることはコストの面、それから仕入れ価格の点からも明らかになっているので、それを反映した状況ということである。それで私の言いたい点は次の点であるが、投機的行動に走りがちな一部不動産ファンド、転売業者への融資が、金融庁のプルーデンス強化策の影響と若干の金利上昇の影響で絞り込まれてきている。前回6月以降不動産ファンドや転売業者の動きについて、潮目が変わったと申し上げた。それから1か月経ったがその傾向はかなりはっきりしてきている。従って、不動産市場においても将来の大きな振れをもたらすような動きが現在顕在しているという状況ではない。従って、物価上昇圧力の点からも投資行動の点からも、ゆっくりと調整を進めていくのが望ましいと考えている。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

前回の決定会合において政策変更を行ったが、その前後の金利、株価、

為替レート等の動きを見ると、利上げが織り込まれていたこともあって、市場が政策変更を平静に受止めたことが分かる。長期金利の上昇、株価の下落といった、従前に心配されていたようなことは起こらなかった。また、先日の神戸での金懇では「今回のゼロ金利政策の解除については、日本銀行の判断を尊重したい」とか、「日本銀行が常識的な判断を行ったものと認めている」といった声が、中小企業のオーナーを含む出席者から聞かれた。先行きの金融政策については慎重さを求める意見が多かったが、ゼロ金利の解除については、概ね好意的なご意見だった。こうしたことを踏まえれば、ゼロ金利の解除自体は、比較的スムーズに行うことができたと思整理することが可能だと思う。他方、この間の市場調節であるが、オペの工夫もあって、ディレクティブどおりの金利水準に落ち着いている。政策変更直後の即日オペを含めた絶妙なオペ運営に敬意を表わしたいと思う。

さて、次なる問題としては、如何にして市場と対話を進めるかということであろうが、そのためには市場が金利を通じてシグナルを発するようにしなければならない。一昔前には、大手行がマーケットメイクの意味合いも含めて、ターム物の取引を実施していたと聞いているが、現時点ではコール市場残高は増加しているものの、オーバーナイト物が多く、ターム物はほとんど増えていない。足許では、本行が行う各種オペの落札レートを見て、市場関係者は金利観を醸成しているとの見方もある。さらに、補完貸付でいつでも資金調達が可能のため、その適用金利である基準貸付利率の0.4%がタームものの上限となっているとの話も聞かれるところである。そういう意味では、未だ自然に形成された金利ではなく、人工的な金利形成になっているのではないだろうか。勿論、ゼロ金利を解除したからといって、一足飛びに市場機能が回復するとは思っていない。資金の取り手がクレジット・ラインを確保するには相応の金利と時間が必要であることも理解している。そういう中であっては、まずは市場の安定性の確保を優先せざるを得ないことも分かる。ただ、日本銀行自らが市場の安定化に積極的になるほど、情報発信機能だけでなく市場の厚みを通じた市場自身による安定化機能の回復も遅れる。こうしたことを踏まえれば、今後は人

工的な金利形成の世界から自然な金利形成が行われ、裁定の働く世界に早く移行できるように知恵を絞る必要があると思う。そのためには少しずつオペのプレゼンスを低め、少々金利が変動しても許容する姿勢も必要になると思う。また、今後、補完貸付制度が金利のシグナル効果の阻害要因となる可能性もあるので、その改善方法も考えていきたいと思う。ただ、いずれにしても現時点は、日本経済の動向について展望レポートの見通しに概ね沿った動きとなっている中で、政策変更後の市場がどのように変わっていくのか見守る時期であると思う。従って、次回決定会合までの金融政策運営方針についてであるが、現状維持で良いと思う。

最後に、情報発信について述べさせて頂く。かなり前になるが、99年5月にFedが政策バイアスを中立から引締め方向へ変更し即日公表したら、市場がFedの意図に反して直ぐに政策変更を織り込んだことに対して、グリーンスパンFRB前議長は、「今我々が見ているのは、市場参加者がFedの引締めを予想したことにより生じた長期金利の上昇である。この過程で、我々は市場のシグナルを理解する能力を失いつつある。今の市場の反応は鏡の像を見ているようで心配だ」と述べた。その後Fedではコミュニケーション戦略に関する小委員会を設置したが、当時の多くのFOMCメンバーが、政策見通しを直接的に開示するメリットはデメリットよりも小さいと判断した。私も基本的にはそのように考えている。私共政策担当者は、個人的な見解も含め、先行きの政策の具体的なパスを示すことは避けるべきだと考えているし、より直接的に金利、株価、為替の水準について評価するようなことは避けるべきだと思う。仮に、政策担当者のそういった発言で市場が動いてしまった場合、私共は市場のシグナルという重要な情報を得ることができなくなってしまう。これまでも何回か申し上げたとおり、私共が行うべきことは、3月に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。従って、政策パスを示すことで、政策の予測可能性をもっと高めるべきとの議論にも賛成しかねる。現在、F e dは、メジャードペースという言葉でコンスタントに利上げをしてきたことの後処理に苦労している。利上げ継続に疑念のない間は有効な方法だったかもしれないが、後処理のことまで考えると、全体としてみてこのような分かりやすい情報発信に基づく利上げの継続が望ましい方法であったとは言えないと思う。我々は展望レポートやゼロ金利解除時の公表文において、経済・物価情勢が展望レポートに沿って展開していくということを前提条件として、先行きの金融政策について言及しているが、具体的な政策変更時期については予断を持っていないと情報発信しているし、不確実性が高い経済にあって、それが正直なところである。それにもかかわらず、先行き政策変更が暫くないと考え、安心して円を再びファンディング・カレンシーとして活用し始めている市場参加者がいるようである。そのようなリスクに鈍感な動きが活発化すると、後の調整コストが大きくなるので、政策の予測可能性が低いと批判されても、金利変更時期についてある程度不確実にしておく方が良く、本当に予断を持っていないという情報発信が重要だと思っている。今後、市場との対話が重要になってくる点は皆様異論のないことだと思うが、私としても、政策を遂行するうえで最も重要な材料の一つである市場のシグナルを歪めることがないように情報発信には気を付けていきたいと考えている。以上である。

福井議長

野田委員から願います。

野田委員

まず、ゼロ金利解除政策についての市場の反応であるが、金融市場では事前に十分かつ広範に織り込まれていたということもあり、サプライズなく市場に受入れられ、相場も総じて安定していたと言える。株価は一時的に下落したが、これは中東情勢の緊迫化等を受けた欧米の株安を映じたも

のであり、その後は株価も回復に転じている。長期金利は横這い圏内の動きにとどまったほか、心配していた円高もみられなかったと思う。なお、短期金融市場については、先程来皆さんが評価されているとおり、当初若干の調整の労力を要したようであるが、金融市場局のご努力の甲斐もあって、また市場の慣れというものも相俟って、徐々に落ち着きを示している。望ましい方向に進んでいると評価している。また、企業経営者の反応については、一部中小企業からは「経営に影響が生じる」との声も聞かれるが、大勢の意見は総じて好意的なものであり、冷静な反応であったと言っても良いのではないかと思う。

次に、当面の金融調節運営方針については、現在の方針を継続したいと考える。先程の経済情勢のところで申し上げたように、現在の我が国経済は、「展望レポートで想定したシナリオに概ね沿った成長パスを辿っている」と総合評価をしている。ただし、これも申し上げたとおり、これまでに比べると、幾つかのリスクにおいて、現実味がやや高まりつつあるとみており、今後については従来以上に慎重な判断が必要で、暫くその検証に時間を要するものと思う。また、物価調整については、足許プラス基調が定着しつつあることは疑いないところであるが、今月下旬に発表されるCPIの基準年次改定の状況を十分に見極め、また、雇用あるいは所得の動向、それに伴うULC——ユニット・レーバ・コスト——の動向等も精査するなど、改めて先行きを展望してみることが必要であると考えている。こうした点を考え合わせると、一方で懸念される先行きの企業の設備投資が過熱しかねないリスクを勘案したとしても、当面は現在の運営方針を維持し、緩和的な環境を続けることが適切であると考えている。私からは以上である。

福井議長

最後になったが、水野委員から願います。

水野委員

当面の金融調節方針については現状維持、すなわち、無担保コールレート(オーバーナイト物)を0.25%に据え置くことで良いと思う。

本行は、7月14日にゼロ金利を解除したが、極めて緩和的な金融環境は維持されている。一般的に、金融引締め局面では、市場参加者とできる限り金利観を共有し、サプライズを与えない金融政策運営を行っていくことがベストである。もっとも、金融政策の透明性向上は、金融政策運営の次の一手を強く示唆するものではない。この辺は非常に悩ましいところであると思う。私は8月2日に福岡で金融経済懇談会を行ったが、その時の記者会見で、「『ゆっくりと』という金融政策運営の表現は間違った表現ではないか」と質問された。その時の私の答えは「『ゆっくりと』という表現がどのように解釈されるかは、政策を繰り返す間に『これはこういう意味なのか』というように、『ゆっくりした』という表現の解釈が定まるには時間を要すると思う」と言った。また、「従って、私共が用いている『ゆっくりと』という言葉は、決してスケジュール・ベースで政策を決めている訳ではないということ意識しており、これで正しい情報発信ではないかと思っている」と付け加えた。因みに、Fed、ECBと我々の参考になる情報発信を見てみると、FRBの“measured pace (毎回25bp)”にせよ、ECBの“strong vigilance (翌日利上げ)”にせよ、その表現——ECBについては、「コード・ワード」とか「トリシエ・コード」とも言われていると思うが——が最初に使われた時には、市場の反応は鈍かったことが思い出される。そういう意味では「ゆっくりと」という表現も段々評価されていくものだというように期待すれば良いと思う。

債券市場では、インプライド・ボラティリティの低下が顕著で、残存年限によっては、今年2月以来の低水準まで下がっている。中央銀行の市場へのメッセージは、必ずしも期待どおりの結果ではない一例であるが、本行としては経済・物価情勢のアップデートを情報発信していく努力を続けていくことは重要だと思う。

金融政策の引締め・緩和の度合いを測る一つの尺度として、実質金利の

概念がある。個人的には、実質政策金利を試算する際、政策金利から期待インフレ率を差し引いたものを使った方が良いと思っている。日本銀行の生活意識に関するアンケート調査における物価に対する人々の意識の変化、あるいは内閣府の消費動向調査における物価に対する意識をみると、消費者の期待インフレ率は、足許の消費者物価の前年同月比上昇率である+0.6%に比べてかなり高い数字になっている。どちらの物価の意識調査による数字も相当幅を持ってみる必要はあるが、消費者のインフレ期待が高まる方向にあると判断するには十分だと思う。6月の全国消費者物価(総合)は、前年同月比+1.0%と、4月の+0.4%、5月の+0.6%を上回った。主因は生鮮食品が前年同月比+9.8%と5月の同+2.1%から急上昇したためである。ただ、最近のガソリン価格、生鮮食品、ティッシュ・ペーパーなど消費者が頻繁に購入する商品の価格上昇は、消費者のインフレ期待を高める要因だと思う。家計のインフレ期待に加え、労働需給逼迫による緩やかな雇用者所得の上昇は、素原材料価格の上昇分を消費者に転嫁しやすい環境を醸成する要因である。

今後の金融政策運営を考えるうえで、実質政策金利のマイナス幅がさらに拡大する中、金融政策面からの景気刺激効果が一段と強まり、中長期的にみると、経済活動の振幅が大きくなるリスク、原油価格高騰がインフレ期待を押し上げるリスク、資産価格インフレが将来的に発生するリスクについて注意は怠れない。一方、地域的な広がりを見せる地政学的リスク、原油価格高騰や主要国の金利先高観など世界同時株安の発生する可能性についても注意すべき状況にあり、予断を持たずに金融政策運営を行うべきだと思う。向こう3か月位の時間を掛けると、2007年度の我が国経済の見通し、米国の経済・金融情勢、地政学的リスクについて、もう少し明確なビューを持つことができると期待される。そして、10月31日公表予定の次回の展望レポートで、2007年度に掛けてどのような経済・物価情勢の先行き見通しを提示すべきか、また、金融政策運営についてどのようなフォワード・ルッキング・ランゲッジを盛り込むべきか、じっくり個人的には考えてみたいと思う。

さて、政府は、2011年度にはプライマリー・バランスを黒字化する方針を打出しているが、法人税収の上振れなど自然増収によって、プライマリー・バランスの均衡は予想以上に早く実現できる可能性が出てきている。それが現実になれば、国債の発行総額も2008年度以降は減額できる環境が整い、需給要因から長期金利が急騰するリスクは低下することになると思う。また、消費税率を早期に引き上げる必要性はないと判断する政治的な動きも強まってくるようにも思う。こうした財政再建に向けた明るい展望は、金融政策運営の自由度を高めることに繋がる。民間エコノミストは、つい最近まで米国経済の減速と並んで、消費税率引き上げを我が国経済の減速要因と考えてきた。ただ、上記のようなビッグ・ピクチャーを考えると、日銀の追加利上げがかなり後になるという金融市場のコンセンサスは遠くない将来修正される可能性が高いように思われる。

金融市場の先行きを予想するうえで、現在は中東情勢の緊迫化などパラメーターが増えている状況である。従って、今後発表される経済指標、国際情勢の展開、エネルギー価格の増勢度合いによって、幾つもの見通しがぶつかり合って、金融市場に関するシナリオは混沌としてくると見込まれる。もっとも、海外勢はFRBの金融政策や米国景気の先行き、いずれ中東情勢は沈静に向うのではないかというように、9月以降の世界の金融市場について、総じてまだ楽観的にみているように思う。また、経済のグローバル化の時代とは、米国の経済と金融市場が世界をリードする側面が徐々に薄れ、米国経済が世界情勢の変化に飲み込まれる側面も出てくると思う。米国経済を鏡にしながら、我が国の金融市場の先行きを予想すると、大きな判断ミスが生じる可能性がありそうである。仮に展望レポートの見通しよりも、2007年度に掛けて景気・物価情勢が上振れて推移する可能性が高いとの見方が有力となった場合、市場参加者の金利観は相当変化するはずである。

最後に一点申し上げたいことがある。前回MPMでの政策変更についてはサプライズなく受止められた結果、金融市場は落ち着いた動きになっているが、メディアや市場参加者の生の声に耳を傾けると多少心配な面もあ

る。例えば、前回のMPM後の総裁記者会見において、総裁が補完貸付金利の0.4%の水準について、少数意見に配慮されて頂いたのかもしれないが、「収まりの悪い中途半端」といった表現を用いられたことを捉えて、金融市場やマスコミの一部で政府との関係について穿った見方をする向きは、先入観に基づく観測や記事を盛んに書き立てている。現在は、日本銀行の政策決定における独立性がいつもにも増して注目されている局面である。金融政策の正常化を進める過程で、そのような歪んだ解釈や思惑により、経済・物価情勢に基づく自然な期待形成を阻害したり、あらぬ誤解を招かないためにも、総裁には、記者会見等で以前より増して歯切れの良いコメントをお願いしたいと思う。以上である。

福井議長

政策運営についても、一通りご意見を拝聴した。前回会合以降の短期金融市場の動きであるが、政策措置そのものは素直に受止められている。かつ現実の金利コントロールはどうかという点についても、多くの委員からご指摘があったとおり、政策変更直後こそオーバーナイト・コールレートの加重平均値が0.3%強となったが、その後は0.25%を挟んで数bpの範囲で推移している。金融市場局によるオペレーションの巧みさということが当然寄与している訳であるが、全体としては新しい金融市場調節方針のもとで、問題なく金利コントロールができていて、ひとまず評価できるのではないかと思う。今後そうした新しい市場金利の効果・浸透を図っていく、そして経済情勢の今後の推移についてしっかり点検していく時間がある程度必要だと、こういう段階だと思われるので、全てのボードメンバーの皆様のご意向も、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針については、現状維持、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、これを維持するというご意向であったと受止めさせて頂いた。

それから、補完貸付の金利水準であるが、これも市場の動きをみていると、GCレポ・レートは0.3%前後で推移している日が多く、補完貸付の

適用レートである0.4%をある程度余裕をもって下回っているという状況であった。結果として、政策変更後の補完貸付の利用は極めて限定的にとどまっているということであるので、取り敢えず現在の水準は現状に合っていると理解できるのではないかと思う。補完貸付レートについては、ストラクチャルな問題であって、マクロの政策という概念とは少し違うという西村委員からの明確なご指摘があった。私も本質的にそう思っている。ただ、そのことが市場、あるいは一般の方に正しく理解されるためには、言葉で説明するというよりは、現実の短期金融市場の機能をもっと向上させることによって自然にそこに繋がっていく面が多いのではないかなと私は思っている。5年振りにゼロ金利から脱却した割には、短期金融市場は落ち着いている、機能の回復振りもまずまずだと言えらると思うが、しかし同時に、市場にはまだかなりぎこちなさが残っているということだと思う。資金取り圧力の強い外銀向けレートと邦銀向けレートとの間に数bpの開きが生じているというようなことがその象徴的な現象だと思う。また、福間委員からも度々ご指摘があるとおり、クレジット・ラインの見直しなどが遅れていて、その資金偏在を市場の中で慣らす体制が十分まだ整っていない。むしろ整えられつつある過程にあるということなので、こうした動きをさらに促していくことによって、市場機能の回復度合いがもっと広く認識されるような段階までもっていき、それとの関連で、この補完貸付レートというものは、やはり市場の構造そのものだという認識に結び付けていく必要があるかなと思っている。

なお、先行きの政策運営であるが、この点についても皆様方のご意見に相違はなかった。展望レポートで示した見通しに沿って、経済・物価情勢が展開していくと見込まれるのであれば、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に政策金利水準の調整を行うと、そういうこれまでの考え方を維持することが適当だということであった。今回の政策変更が比較的スムーズに市場に織り込まれて、その後の金融市場も比較的落ち着いて推移しているということは、3月に示した我々の新たな金融政策運営の枠組みが、それなりに上手く機能している、市場との対話がやはりこの枠組みのもとで、

的な統計にとどまる。そうするとそれを補完するために我々は今何をみているかという、一つは昨日も申し上げたけれども、結局円を使って何かに運用している以上、ファンディングの尻は東京に出てくる訳であるから、結局基本的には外銀などの調達尻、この大きさというものが、なにがしかやはりキャリートレードの大きさを示唆しているものだろうとみている。併せて、これも経験的にそれなりに相関があるなと思っているのは、IMMのポジションである。これまでの動きをみれば、投機筋の全体のキャリートレードのポジションを反映しているのではないかとみている。そうすると、最近の動きというのは、一時的かもしれないが、ショート・ポジションが非常に歴史的な水準まで膨らんでいると昨日申し上げた。今は一旦縮んでいるが、恐らく傾向的にはまた膨らんでいくと思っている。ということで決定的なものはないが、我々としてももう少し色々な指標を見ながら、キャリートレードの大きさについてはなるべく定量的に判断できる材料を、今後も集めていきたいと思っている。

福間委員

恐らくオーソドックスには、今金融市場局長が言ったとおりであると思うし、やはりB I S統計というのは、外銀の貸借等を含めて見ておく必要がある。それはバンキングセクターの問題で、もう一つの世界は——彼が少し言ったが——企業セクターである。為替管理が完全に自由になったが、一時期日本の金融機関の仲介機能が非常に落ちたので、結局企業が何をやっているかという、今はグローバルなキャッシュ・マネージメントを、会社によってはシンガポールでやったり、あるいはロンドンでやったりするが、借り入れるのではなく、自分の金を使う。そういうものはなかなか掴まらない。個人がやっている、例えばニュージーランド・ドルの投資というのは、あれもカウントによっては投資の多様化という面もあるが、預金からそちらにひっくり返すということになれば、これも同じようなファンクションを果たす訳である。いわんやそれをファンドにした場合は、予め設定してファンディングするというのは、非常にグレーの真中にあるよ

うなことで、なかなか正確には出てこない。結局ファイナルな決済のところでどう推定するかということしかできない。理論的にこうだということとはなかなか難しいなと思う。それにもう一つややこしいことを言うと、特に昨年辺りから出てきた動きであるが、商品ファンドのファンディングなども円でやる。それなども買っているのはユーロで、ファンディングは円というように、ユーロ・円でやっている形で出るので、なかなか正確に出てこないと思う。私はユーロ・ドルのスケールそのものも最初のうちなかなか掴まらないし、あの数字が正しいかということこれも本当は一つの推定のもとにやっているのだと思う。そういうものを作る努力が必要かなと、そうしてカバレッジを50%、65%、とても100%まではできないと思うので、象の尻尾のようなものかもしれないが、やはり日本のマザー・カレンシーであるので、日本銀行が何とかカバレッジを広げていくという努力は、おっしゃるように必要だと思う。

福井議長

少しこれは大きな宿題であるが、やはり努力してチャレンジしていかないといけないな。

水野委員

キャリートレードと言った時に、万人が違う定義で使っている。例えば、円でキャリーしてアメリカの債券を買うといった時、実は色々なリスクを負っている訳である。円金利が上がらないという前提が昔はあったが、それが今はなくなってきて、アメリカの債券市場が安定しているかということ、これも分からない。となると、そうした前提が円キャリーを招き、あるポジションを作ったというのはかなり疑わしい。これは実際にヘッジファンドとトレードしていると分かると思う。外銀の特に外為業務が強いところは、何か膨らんでいる、膨らんでいないという匂いを感じ取れるので、外銀にヒアリングするのが一番近道かと思う。ただ、正直言って、実額の全体像はというと実際掴めないのではないかと思う。為替の世界では、邦銀

は少し弱い。為替に強い銀行は多分3つ位しかない。

福間委員

瀬戸内の一杯船主がバミューダ、あるいはバハマにSPCを作って船を持たして、金融は高松支店から借りて向こうに資金を送るといふようなことは、もう完全なアンマッチングなキャリートレードであるが、こうしたものは幾つあるか分からない。

福井議長

他に宜しいか。それでは政府の方からご意見を頂戴したいと思う。まず赤羽財務副大臣からお願いします。

赤羽財務副大臣

それでは財務省から発言させて頂く。我が国経済の現状をみると、景気は回復している。ただし、原油価格の動向が内外経済に与える影響等には留意する必要がある。一方、物価の動向を総合してみると、デフレからの脱却が視野に入ってきている状況にあると言える。インフレの懸念が見られない現在の状況では、経済を金融面からしっかりと支えて頂くことが重要であると考えている。従って、経済・物価情勢を注視しつつ、当面の金融政策運営に当たっては、引き続き現在の金融市場調節方針を継続して頂きたいと考えている。また、市場全般の動向にも十分目配りして頂き、金融政策の先行きに関する憶測で市場が不安定になることのないよう、金融政策の先行きの考え方について、前回政策決定会合での決定に沿って、市場や国民に丁寧にご説明頂きたいと思う。以上である。

福井議長

浜野内閣府審議官からお願いします。

浜野内閣府審議官

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、注意していく必要がある。本日公表した4～6月期の1次QEでは、実質成長率は前期比+0.2%、年率+0.8%、名目成長率は前期比+0.3%、年率+1.1%となった一方、GDPデフレーターは引き続き前年比マイナスだった。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・日本銀行は一体となった取組みを行うことが重要である。政府は、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2006」に基づき、構造改革を加速・深化させていく。日本銀行におかれては、政府の政策取組みや経済の展望と統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。先行きについては、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されている。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お願いする。以上である。

福井議長

政府のお話コメントがあればどうぞ各委員からご遠慮なく。

水野委員

浜野内閣府審議官のご発言で一つ気になったのは、先程少し私のコメントでもあったのだが、金融政策の透明性を高めるのは大事だが、不確実性をなくすということは不可能である。丁寧に考え方を整理して説明はするが、次は何をするのか、どういうパスでやるのかということは言うべきではないと思うし、そこは経済情勢から読み取って欲しい、としか言えないのではないかなと私は思う。同じ考えをシェアされているのなら良いが、次はこうだから上げないということは言うべきではないし、言えない。情

報発信に関してその点だけは理解して頂きたいと思う。

福井議長

中央銀行の場合、市場を経由した市場金利の形成を通じたコミュニケーションであるというところが、政府が行うコミュニケーションと少し性格が違っている。

水野委員

持続性の高い経済成長をサポートする観点からコミュニケーションをする場合と市場を飛ばして直接国民に語り掛ける場合は異なっていると思う。

福井議長

無論、講演などは、直接一般のオーディエンスに話す訳だが、その時でもやはり市場がどう受止めるかということが我々としては非常に大事だということである。

水野委員

然り。

福井議長

そういうように政府の方でもご理解頂きながら、という趣旨であるな。

水野委員

不確実性をなくせ、ということは答えを言えということに近いので、それは言えないということである。

西村委員

我々が要らない不確実性を出さないということもある。

水野委員

それなら理解できる。

福井議長

浜野内閣府審議官、宜しいか。

浜野内閣府審議官

ご名答頂いたので。

福井議長

それでは、金融市場調節方針の議案の取り纏めに移りたいと思うが、議長としては皆様方の多数意見というか、ほぼ全員一致の意見で金融市場調節方針は現状維持に関する議案の提出をしたいと思っている。念のため他に議案提出の委員はいらっしゃらないか。それでは執行部から議長提案の議案を作成のうえ配付して頂きたいと思う。

[事務局より議案配付]

読み上げて頂けるか。

内田企画局企画役

それでは読み上げさせて頂く。議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。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。以上。」。別添、公表文案である。「2006年8月11日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすること

を決定した（全員一致または賛成○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。以上。」である。

福井議長

それでは採決に移る。大変恐縮である。

[政府からの出席者退室]

それではお願いします。

[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。稲葉理事と中曾金融市場局長におかれては、今決定された方針に沿って引き続き適切な調節をお願いしたいと思う。宜しく願います。では、政府の方を呼んで欲しい。

[政府からの出席者入室]

大変恐縮であった。原案どおり可決となった。それでは次の議案に移る。

V. 金融経済月報の検討

福井議長

金融経済月報基本的見解の決定に移りたいと思う。執行部から最初に説明を受けた件であるが、これまでの議論を踏まえて如何か。この文章をもう一度ご覧頂きたいと思う。市況の方も良いか。

内田企画局企画役

市況はこのとおりで、先程お願いした変更点だけである。

須田委員

確認だけさせて頂いて宜しいか。新聞記者などに結構聞かれるのだが、「最近、日本銀行は需給ギャップについて言及しないね」というような言い方をされることがよくある。それに対しては「需要超過状態に入っているから、もう言わないのだ」というように答えている。もっとも、今回の月報ではその部分を削除しているが、今日発表されたGDPの数字を見て削除したというように変に誤解されないかという点は大丈夫か。

福井議長

GDPの数字が低いから、わざわざ取ったというように、誤解を招くということか。

須田委員

然り。「拡大」となっていることが、もう分かっているならばそれで良いのだが、少し気になったので。

早川調査統計局長

物価のところ、一応「マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、」と書いてあるので、全くないということではない。

須田委員

大丈夫なら良い。

福井議長

ここにあるな。

早川調査統計局長

何回もあちこちに書く程のことはないと考えた。

西村委員

前は、わざわざこちらにも入れたのだな。

福間委員

然り。

野田委員

前回「拡大」という言葉を使ったことの説明ということだな。

早川調査統計局長

然り。

須田委員

私自身は良いのだが。

野田委員

そういう理解で、それを説明するしかないと思う。

福井議長

宜しいか。他にないか。ご異議がなければこれも決定に付したいと思う。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

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。この金融経済月報の基本的見解、今決定頂いた部分だが、即日公表、つまり本日の15時公表の予定としている。また、背景説明は必要に応じて執行部で修文を施したうえ、14日、来週月曜日の14時に対外公表を予定している。

VI. 議事要旨（7月13～14日開催分）の承認

福井議長

もう一つ議題がある。議事要旨の承認である。7月13日、14日、両日に開催分の議事要旨である。予めお配りして十分チェックをして頂いたと思うが如何か。宜しいか。それではこれも採決をしたいと思う。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

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

本件についても全員一致で可決をした。この議事要旨だが、8月16日、来週水曜日、14時に对外公表を予定している。

VII. 閉会

福井議長

以上で本日の議案は全て終了した。次回は、9月7日、8日、二日間の開催である。宜しく願います。最後に、いつも申し上げているが、機密保持の関係である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め厳に出席者限りである。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、この場にいらっしゃる全ての皆様方におかれては、厳正な機密管理をくれぐれもお願いしたいと思う。以上である。閉会する。

(12時11分閉会)

以 上