

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2003年7月14日
7月15日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席者：議長 福井俊彦（日本銀行総裁）
武藤敏郎（日本銀行副総裁）
岩田一政（日本銀行副総裁）
植田和男（審議委員）
田谷禎三（審議委員）
須田美矢子（審議委員）
中原 眞（審議委員）
春 英彦（審議委員）
福間年勝（審議委員）

政府からの出席者：

財務省	津田廣喜	大臣官房総括審議官（14日 14:04～15:32）
	谷口隆義	財務副大臣（15日 9:00～11:16）
内閣府	浜野 潤	大臣官房審議官（14日 14:06～15:32） （15日 9:00～11:16）

（執行部からの報告者）

理事	平野英治
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画室審議役	山口廣秀
企画室参事役	櫛田誠希
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局参事役	門間一夫
国際局長	堀井昭成

（事務局）

政策委員会室長	秋山勝貞
政策委員会室審議役	中山泰男
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室調査役	山岡浩巳
企画室調査役	加藤 毅

I. 開会

福井議長

それでは少しスタート時間が遅れたが本日の政策決定会合を開催する。

(午後2時4分開会)

浜野大臣官房審議官、間もなくお見えになると思うが、時間を少し過ぎたので会議を始めさせて頂く。今回は今日と明日と2日間に亘る会議だが、今日は金融経済情勢に関する執行部の説明を聞いて質疑応答をしたいと思う。明日は、金融経済情勢に関する討議、当面の政策運営等に関する討議等々である。政府から今日は財務省は津田総括審議官にお越し頂いている。誠にありがとうございます。後程内閣府の浜野大臣官房審議官がお見えになる。会合の中でのご発言は全て記録することが前提になっていて、委員及び政府からのご出席の方々はそのことを踏まえて宜しくご発言頂きたいと思う。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

それでは早速議事に入る。金融経済情勢についての執行部説明である。各説明がある度に質疑応答をしたいと思う。最初に金融調節、それから金融為替市場の動向について白川理事と中曽金融市場局長、お願いする。

ちょっとお待ち下さい。内閣府から浜野大臣官房審議官にお越し頂いた。

(午後2時6分浜野内閣府大臣官房審議官入室)

浜野内閣府大臣官房審議官

宜しくお願いします。

福井議長

それでは説明をお願いします。

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 の追加分、こちらに即してご説明を申し上げます。まず図表 1-1 金融調節の実績の推移だが、一番左側日銀当座預金残高は、前回会合以降 28 兆円ないし 29 兆円台で推移している。この間、右側にある補完貸付残高だが、6 月 30 日に 49.5 億円、それから 7 月 2 日に 1 億円、それぞれ実行されているが、これは一部証券会社、短資会社が実務的な面で習熟するため、つまり練習のため、借入れを起こしたもので、資金繰り上何か問題があったという訳ではない。それからレートの関係で市場レートの無担オーバーナイトレートだが、こちら 6 月 25 日に加重平均レートが -0.001% と初めてマイナスになった。その後 6 月 27 日には、一部外銀だが -0.1% という深いマイナスレートでコールを放出したため、加重平均レートが -0.004% となっている。無担オーバーナイトのコールレートがこのように深いマイナスとなったのは、この日の円転コストが一時的に極端にマイナス幅が大きくなったためである。ただ、こちらの方は一時的だったため、その後コールレートの方だが、ご覧頂けるように 0.001% ないし 0.002% の落ち着いた水準に戻っている。その円転コストの状況については図表 1-2 だが、こちら上段のグラフにお示ししているように 6 月末のトゥモローネクスト物のマイナス幅がこのグラフの下側を突き抜けて、30 日だが、これまでのピーク -7.9% といったところまでマイナス幅を拡大させている。それではなぜこれ程円転コストのマイナス幅が拡大したかだが、理由は二つ程あるかなと見ている。第一にアメリカの FOMC 6 月 25 日だが、こちらで大幅な利下げがあると見越してドル資金調達を遅らせていた先がドル調達に一気に動いたということ。それから第二に、ドル供給主体である外銀が、6 月半期決算を前にしたことからバランスシートの拡大を抑制しようとして邦銀相手の円転に応じるこ

とはやや控えめにしたといった状況があったようである。以上のような要因から、月末にドルに対する需要が供給を大幅に上回り、円転コストのマイナス幅が一時的に極端に拡大したということである。7月に入ってから円転コストはマイナス幅を縮小させている。それでも市場ではある程度恒常的にマイナス金利のコール取引が成立しているようである。図表1-3、下側の表で、日銀当座預金の保有状況について見ると、都長銀、外銀、郵政公社、こちらが大量に保有している状況に大きな変化はない。都長銀のうち変動幅がやや大きかったのはりそな銀行である。こちらは公的資金払い込みを受けた6月30日に2.9兆円に増加をしている。それから外銀だが、足許7月11日は5兆円台だが、先程申し上げた円転コストのマイナス幅が大きく拡大した6月27日には、円転額が膨らんだことから、外銀全体では6.7兆円に増加している。この外銀の当預残高6.7兆円というのは既往のピークの水準である。それから郵政公社だが、こちらについては足許3兆円台で推移している。この後今週後半以降だが、一旦2兆円程度まで低下して月末の7月29日、預託金の払い戻しから6.8兆円まで跳ね上がる見通しになっている。なお、郵政公社のコール市場への参加を可能とする法律改正は、7月4日に成立して11日に施行されている。ただし、その郵政公社の実際の運用開始までは準備などで相応の時間がかかる見通しで、年内のできるだけ早くといったこと以外今のところ具体的な日程は決まっていないようである。いずれにしても直ぐに郵政公社のコール放出が始まるという訳ではないようである。次に、図表1-4、最近のオペ結果についてだが、7月は不足月に入ってくるので、供給オペの本数を増やしてきている。主力のオペである手形オペとか国債買入現先オペは全て9月末越えとしている。手形オペのうち実際一番上段の全店買入分、これは7月4日、9日に実施したものだが、こちらについては初めての年末越えオペである。こちらの方のレートは平均レートで0.012%ないし0.013%であった。それから二段目の本店手形オペは、7月2日分以降、全て9月末越え資金供給だが、こちらの方は平均レートが0.008%から0.009%であった。これらのオペレートを見る限り、9月

末とかあるいは年末を越えていく長めの資金については需要はかなりあるなど、かなりしっかりした需要があると感じられた。あとは、下から二番目の短国レート、短国オペについてだが、7月3日のレートが平均で0.014%と多少上昇している。その後も心持ち高めで推移している。それから吸収サイドだが、一番下の手形売出オペだが、こちらを逐次実施してきている。このうち7月4日分以降のものは、全て国債発行日で大幅な資金不足が見込まれている7月22日にエンドを当てているものである。レートの方だが、強い資金余剰感を反映して0.001%というところに張り付いている。続いて、金融・為替市場の動向についてご報告する。前回決定会合以降の特徴は、長期金利の上昇と変動だが、これが各種金融市場、あるいは資金フローにどういった影響を与えているかという点から主としてご報告をしたいと思う。まず短期レートだが、結論的には全体としては落ち着いた動きになっている。下の表を見ると、無担オーバーナイトは安定しているほか、右から二番目のレポ・レートも安定している。レポ・レートについては普通であれば短国の発行日と重なるような日は若干上昇するのが常なのだが、足許そういった動きは全く見られていない。恐らく債券相場下落局面で売却代わり金が一時的にレポ市場へ回って、レートを低位安定化させた可能性があるのではないかと見ている。ただ短期金利も部分的に長期金利の上昇の影響が出ている箇所がある。その一つがユーロ円金先、一番右の列になるが、こちらは中長期金利の上昇を受けたヘッジ売りが一時優勢になったので、6月末から7月初にかけて上昇している。それからもう一つの影響が出ているのは、短国レートである。足許で1年物が0.017%、3か月物でも0.012%ないし0.014%まで若干上昇してきている。これはFBの発行残高が5月以降の為替介入を映じて増加して、業者の間に若干の荷もたれ感が生じていたということのようだが、そこに長期金利が上昇した影響が重なったものと見ている。次に、図表2-3 長期金利の動向である。わが国の長期金利は上昇してきたところだが、先週の半ば以降、全般に押目買いが入って若干安定化してきている。長期金利の動きは下のグラフにお示ししているように、海外長期金利の動きと軌を一

にしている。押目買いと申し上げたが、その主体は都銀、系統金融機関、それから生保といったところである。ゾーン的には全ゾーンで押目買いが入っている。すなわち、これまで相対的に軟調であった超長期ゾーンにも機関投資家の買いが入っているようである。今日も先週来の流れを引き継いだ形で、特に長期ないし超長期のところでは続伸をしているようである。押目買いが入っている背景については、次のようなことが考えられると思う。第一に、内外経済情勢に対する不透明感が依然として残っていること。それから第二に本邦の株価だが、これが1万円近辺よりなかなか上にいかないことが安心感、買いの安心材料となっていると言えると思う。それから第三には、海外の債券相場が続伸していることも指摘できると思う。これまで我々が聞いているところによると、都銀など、これまでの相場下落局面でポジションの整理が一応完了しているようで、今申し上げたような点を背景に、債券の再投資を開始する兆しが窺われているように思う。次に、債券相場の先行きに関して市場が注目している点だが、こちらは図表2-5、こちらの上のグラフで、相場の先行きを見通すうえで市場参加者がどういう要因に注目しているかが一つの手がかりになる。このグラフでご覧頂くと、市場参加者が債券価格変動要因として注目するもののうち、最近では需給要因の他に株価の動向とか、あるいは海外金利、こういった要因のウエイトが相対的に大きくなっている様子が窺われるところである。それから特に下の方のグラフで、折れ線グラフが示しているように、株高が債券金利上昇要因として次第に最近では強く意識されるようになってきているようである。次に図表2-6 クレジット市場の動向だが、結論的には長期金利の上昇はクレジット市場に大きな変動は与えていないようである、これまでのところは。まず上段のグラフの社債スプレッドだが、長期金利の上昇を眺めて一部社債投資家に様子見気運が強まって、利益確定売りも見られた。こういうことで若干ではあるがスプレッドが拡大している。次に図表2-7で銀行債のスプレッドがどうなっているかということだが、上段の方のグラフである。こちらは若干の拡大をしているが、これは一部の先の社債発行予想ということから拡大しているようである。つま

り需給要因であって、長期金利上昇が直接的な要因ではない模様である。一方銀行セクターのクレジット・デフォルト・スワップのプレミアムだが、こちらを見たのが下側のグラフである。CDS市場の主たる投資家である海外投資家に銀行の債券ポートフォリオが金利上昇で傷つくのではないかと、損傷を受けるのではないかとという警戒感が広がったことから若干上昇しているが、その懸念が後退するに連れ、最近では落ち着きを取り戻してきている。図表 2-8 以降株価だが、株価については、前回決定会合以降上昇を続けている。先週末にかけては、米株安とか、あるいは広範な利益確定売りが出ていることから若干下落をしている。本日はまた押し買いから反発しているようである。ただ売買の方は非常に活発であるようで、計数の方はこちらでお示ししていないが、6月中の出来高を1日平均すると14億株ということで、これは88年7月以来の水準である。それから7月に入っても1日当たりの平均で見ると、17億株程度売買されているようで、その傾向は変わっていないようである。次の図表 2-9 で、今度は主体別の動向について見てみると、一番上の表だが、相変わらず海外投資家の買越しが続いていて、表の一番下側、海外投資家の欄だが、直近週では5840億円と買越し幅を大きく拡大させている。海外投資家は従来海外株高に対するリバランシングという観点から日本株を買い進めていたが、最近ではこういう要因に加えてわが国経済の回復期待とか、高すぎるPER、あるいは持ち合いという日本固有の問題が解消されつつあるのではないかと、そういう見方も買いの材料になっているようである。個人の方については銘柄物色が活発化しているが、23日週には64億円と、これは8週振りの買越しになったが、30日週はまた利益確定売りが嵩んでいるようである。図表 2-10 に進んで銀行株を若干見てみると、銀行株については一時的に長期金利の上昇が債券ポートを傷つけるのではないかと、そういった懸念があったが、株価全体の上昇に伴う含み益がこれを補ってあまりあるだろうとの見方が広がって、長期金利上昇の影響は今のところは限定的なものに止まっている。図表 2-11 で最近の株価の特徴点の一つを申し上げておきたいと思う。それはどういうことかということ、銘柄選別の動きが広

がっているのではないかということである。下のグラフは横軸に株価騰落率、それから縦軸にそれに相当する東証一部の銘柄数を取ってみたものである。株価が横這いしないし下落局面にあった 2002 年中は上段と中段のグラフにお示しするように、グラフはどちらかということ中央に偏った形状になっているが、最近の株価上昇局面を含む 2003 年の上半期の動きを表す一番下のグラフを見ると、株価の上昇方向に裾野が広い分布となっている。上昇率が 200% を超える銘柄もかなりあるようで、小型株を中心に銘柄を物色する動きが活発化している様子が窺われる訳である。最後に図表 2-12、為替相場だが、まず上段のグラフにお示したドル/円相場である。こちら大きく動いていない。これはドル買い材料、ドル売り材料が拮抗しているということである。ドル買い材料としては、アメリカの利下げが予想比小幅だったこと。それから介入警戒感が非常に強いということである。一方ドル売り材料としては、本邦の株価上昇とかアメリカの指標のうち一部、例えば雇用指標などについて弱いスポットが見られること、こういった点を指摘できるかと思う。ただユーロについては、上段のグラフの細い線、あるいは中段グラフにお示しするように、円とかドルなどの主力通貨に対してはこのところ売られている。対円、対ドルとも約 2 か月振りの水準まで落ちている。円がユーロに対して強含んでいる背景としては、主要国の長期金利の上昇を指摘できるのではないかと考えている。つまり本邦投資家は、これまで買い進めていたユーロ建ての債券の売却を行ったことがユーロ売り、円買いの動きに繋がっている可能性がある。長期金利の反発の影響がユーロ円の為替相場に表われているということができるよう思う。それから図表 2-13 周辺通貨の対ドル相場の推移は、もう一つの特徴なのだが、最近高金利通貨の相対的な人気は薄れている。直近のところではドルが若干強くなっているが、ドルに対して高金利通貨が売られているということである。こういった傾向が一時的なものなのか、あるいはトレンドの反転なのか、もう少しこれは見極めていく必要があると思うが、いずれにしても今までどちらかということ金利差といった要因が着目されがちだったと思うが、そういった要因から株価などの新しい要因などに

よって資金が移動するような兆しが表われているのではないかと思っ
ている。最後に図表 2-14、わが国および米国を巡る資金フローの状況だが、
以上のような動向を踏まえて、資金フローという点から若干最近の動きを
整理すると、一番上の表にあるように、まず海外金利の上昇を受けて我が
国の銀行などが海外債券を売却したことから、対外証券投資のうち公社債
投資がこのところ大きく売越しをされている。それから海外のファンド筋
など、海外投資家による公社債の売越しもあったようで、これが対内外証
券投資のうち公社債投資の売却として表われている。一方で我が国の長期
金利の上昇と裏腹な形で株価が上昇したので、欧米投資家がかなり積極的
に本邦株式に投資している様子が対内証券投資のうちの株式の買越し幅
拡大に表われているように思う。為替市場においては、昨年来のドル安ト
レンドが反転しつつある見方が増えているが、今後は今申し上げたような
海外債券売却の動きとか、あるいは本邦株式への投資といった円買いの圧
力の強さにも留意しておく必要があるかもしれない。私からの報告は以上
である。

福井議長

ありがとうございました。どうぞ、ご質問等あればお願いします。

須田委員

一点だけ伺いたい。長期金利の動きに対してある程度金融機関の処理が
終わったということであるが、どういう形で終わったと考えておけばよい
か。

中曽金融市場局長

まだ今ちょっと分析の途中であるが、いわゆるプロフィット・テイク、
ないし損切りというものが一巡したようである。V a Rなどを一つの指標
にしながら彼らは債券投資を進めていたのだが、V a Rの上限に引っかかっ
たとかあまりないみたいなのだが、いずれにしてもある程度の売却を今回

の下落局面ですませて、損切りをしたと。そのうえで改めて投資戦略を踏まえたうえで投資を試みようかといった動きが出てきていると理解している。

須田委員

含み益を実現させたというよりはやっぱり損したということか。

中曽金融市場局長

銀行によるみたいである。ただ、総じて含み損を顕現化させたというところの方がどちらかという和多いようである。上手く売り抜いた、先に売り抜いたところはある程度そういった分、限定的だったと聞いているが。

田谷委員

マイナスの円転コストだが、これまで、これは一種のジャパン・プレミアムであると考えられていたと思うが、それから最近の新聞報道などによると、邦銀の金融資産の外債のポジションは相当縮小している。こういったルートでドルを調達する動きがかなり収まってきている。一方、外銀だとか外証がヨーロッパ系の銀行に対してこういう動きを強めているという報道があったが、もしそうであると、要するにジャパン・プレミアムであるというようなことではないように思う。その新聞報道によると、そういった欧州の銀行が言うには、最近のこういう行動をしているのは、ほとんどとっていい位米系であると報道されているが、本当か。そのところがちょっとよく分からない。もし本当だとすると、要するにジャパン・プレミアムではないということになる、これは何か、裁定行動が金利が低い故に、円滑に行われなないがための現象であるということになってくる。そのところ何かお分かりになるところがあれば教えて下さい。

中曽金融市場局長

これはマイナスの円転コストになるメカニズムとしては、元々ベースに

その円の金利が非常に低いというところにドルに対する超過需要みたいなものがある場合が、要因として考えられる。勿論、信用力格差の分というのは底流としてはあると思うが、極々最近の起こったことに即してみると、やっぱりドルの需要が極めて一時的に強くなった要因というのが指摘できると思う。だから、足許の状況を見る限りは、信用力格差の部分というのは相対的に説明力が低下してきているのではないかと思う。ただ、こういうマイナスのコール取引、マイナスの円転コストをベースとしたマイナスのコール取引の主体は、我々が認識をしている限りは主として欧州系銀行であり、米系のネームというのはあまり出ていないと思う。

田谷委員

だから、逆側に、お客さんの側に。調達側に、米銀が…。

中曾金融市場局長

逆側もこれは勿論米系がない訳ではないが、主として我々見ている限りは欧州大陸系の銀行と認識している。

田谷委員

分かった。

福間委員

円だが、介入の警戒感によりこういう水準で、我々にとっては好ましい動きをしている訳だが、どこかの表にもあったように、円のトレード・ウェイティド・バリューは高い。ということは、やはり全体的には円高が進んでいる。これが——グローバルマネーの逆流とってはいけないが——、今までのマネーの流れが、ユーロから円に、あるいは高金利通貨からドルに、あるいは円にという戻りがあるというのが一つの要因だろうと思う。もう一つは、経常収支の黒字がこここのところまた増えてきたこと。三番目には、ASEMの会議で新聞報道等によると、円ということよりは主として

アジア通貨全般、就中レンミンビと円について、アジアの連中が介入し過ぎていたという批判があったとのことである。古くて新しい批判がまたああいう場に出てきている。四番目は、シュレーダーさんとブンデスバンクが、介入を巡って、もう少しアジア並みに介入したらどうだといわんばかりの発言をしている。こういう動きが、微妙に現在の相場に影響しているのか、あるいはそういうことについてどういう具合にお考えになっているのか。なかなか答えにくいと思うが、分かる範囲で願います。

中曾金融市場局長

まず中長期的に、アメリカの経常赤字だとか財政赤字の要因というのがドル安方向で認識されているのは事実だと思う。だから先程申し上げたように、短期的、足許見る限りこれまでのドル安トレンドというのが反転はしてきているという見方は広がってはいるが、逆方向への動き、円高ドル安圧力がやっぱり根強いのではないか。こういう面が特に最近の日本の株高とか債券を売却するような動きの中で出てきているような感じがする。今のところドル／円については、下が介入警戒感、上が輸出筋に押さえられる形で一段と狭いレンジになっているのだが、今後どっちへ向かっていくのかは、よく見ていく必要があると思う。

福井議長

どうもありがとうございました。それでは海外経済と国際金融の現状評価について説明してもらおう。平野理事、堀井国際局長願います。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

本日配付したお手許の資料、決定会合資料3、参考計表の追加分というのをご覧下さい。前回会合から今日まで20日あまりに出た経済指標は、そもそも少ないのだが、全体としてこれまでの判断に変更を促すものはない。この間、金融市場では1か月前に強まったアメリカ経済に関するデフ

レ懸念が後退している。図表1をご覧ください。アメリカの経済指標である。3行目の個人消費だが、4月、5月ともに0.3%の増加になった。この結果、左のところ2Qのところにある4~5月平均の前期比は0.6%と、これまでの延長線上で比較的しっかりとした伸び率となっている。表には載せていないが、6月以降のチェーンストアセールスなども底堅く推移している。ずっと下にいて11行目、ISMの6月製造業については横這いとなったが、その下の非製造業については60.6と2000年9月以来の高い水準となった。新型肺炎SARSの終息を受けた運輸業とか、住宅投資好調の建設業ほか、小売りなど含め軒並み改善していると、統計発表主体ではコメントしている。一方14行目の失業率については、6.4%と94年4月以来の高水準を記録した。これはその下の15行目にある雇用者の減少が続いていることに加えて、当月は労働市場への参入が増えたことがかなり影響している。6月は学校からの新卒の出る月で、季節調整をしてもどうしても計数が振れ易いものである。実勢は7月の数字も合わせて判断したいと思っている。16行目PPIだが、ガソリンなどのエネルギー価格の上昇を主因に、前月比0.5%と上昇となった。ここには書いていないがコアでは0.1%の小幅のマイナスで、これは主に自動車の値引きを反映したものである。図表2、アメリカの金融市場である。6月の24、25日のFOMCで25bpの利下げがあった訳だが、それ以降債券の利回りが大幅に上昇している。昨年秋以降、ちょっと古いところに目を転じて頂くと、大体10年物の国債の利回りは——これは中段の一番太いところだが——4%前後で推移していた訳だが、5月6日のFOMC、それから6月3日のIMCでのグリーンズパン議長の発言などによってアメリカ経済のデフレ警戒感とFedの大幅緩和への思惑が強まって、3.1%台まで低下した訳である。ところが5月のCPIコアが前月比プラスとなって、その後前回のFOMCで、今申し上げたように25bpに利下げ幅が止まるとともに、その政策ステートメントで景気の底堅さに触れられたといったことから一段の緩和予想は引っ込んで、それで長期金利は7月7日位まではかなり上昇し、その後は景気指標などに反応する形で幾分低下して、先週末で

は3.63%といったところになっている。こうした金融政策への市場の予想に関しては下段のFFの先物金利で見ると、5月のFOMCから6月のFOMCを経て最近まで目先の金利予想が大きく振れているという様子が分かる。この間、一番上の株価だが、長期金利が反転上昇する形で一時的に下落はしたが、その後はマクロ経済指標と企業収益の情報に左右される形で上下している。なお、長期国債金利の上昇を受けてモーゲージ金利もこの2週間でボトムから幾分上昇している。さて図表3で発行市場の状況を見てみると、このところポジティブな変化がある。まず一番上の社債については、昨年後半はかなり低調だったが、今年に入って復調して、最近でもまずまずの発行が続いている。また6月については、その下の株式のIPOも久方ぶりに70億ドル強とかなりの規模になった。しかしこれらの動機を見てみると、年金の積み立て不足の埋め合わせとか、それからデレバレッジングということを通じてバランスシートを改善するといったものが主であって、設備投資資金の調達という話には乏しいところである。現に、一番下の下段で見るように銀行貸出は、不動産向けを含めて個人向けは増加しているが、企業向けは減少を続けている。さらに最近ではその幅、マイナスの幅が、縞模様だが、広がっているという様子が見て取れる。ただ、こうした財務の改善というものであっても、将来のリスクテイクに向けての環境の整備といった意味ではポジティブな動きとっていいかと思う。図表4でユーロエリアの主要経済指標だが、4行目消費者コンフィデンス、それから飛んで頂いて10行目の製造業PMIともに低調である。また、中心国であるドイツに関しては5行目の国内投資財受注の第2四半期のところをご覧頂くと4~5月平均の前期比は、-1.9%であるし、7行目の海外受注の同前期比も-2.9%で、設備投資と輸出の弱さが一段と目立つところである。この間、物価面ではここ数か月は大きな変化はない。図表5、欧州の金融市場を見ると、株価、長期金利ともこのところアメリカの動きと歩調を合わせて動いている。長期金利の水準に関しては、ドイツ国債の10年物の利回りは、現在3.9%程度となっている。これをユーロ全体のHICPでデフレートして、実質金利をはじ

くと、2%程度となっていて、アメリカとほぼ同じ水準である。この間、ユーロ先物金利から市場の金利予想を見ると、来年の初めにかけての利下げがある程度織り込まれている。なお、イギリスの英蘭銀行だが、景気の減速やポンド高といったものを背景に、7月10日にレポ金利を25bp引き下げている。図表6-1の上段でシンガポールの実質GDPが出ている。第2四半期はSARSの影響から大きく落ち込んでいる。下段の輸出を見ると、中国の輸出は前年比で見て3割を超す高い伸びを続けている。また表には載せていないが、輸入も4割の伸びを続けていて、これを合わせて見るとSARSのこの面での影響は軽微に止まっているとあっていいと思う。一方香港だが、4月に大きく落ち込んだ後、5月は幾らか戻した。台湾については5月、6月と減少しているが、いずれも第2四半期で括ってみると前期からの落ち込みというのはまあまずまず小幅に止まったとあっていいかと思う。最後のページ、図表6-2だが、生産面を見ても中国の生産は6月も引き続き高い伸びを示した。しかしながらその下、韓国については個人消費、設備投資などの内需の減速から、生産が減少している。また台湾はSARSの影響から、それからシンガポールではバイオメディカルの振れに加えてITの弱さからいずれも生産が減少している。こうした状況下、韓国では7月10日に政策金利を25bp引き下げたところである。またこれに先立つ6月27日に内需堅調なタイでも、欧米の利下げに伴う内外金利差の拡大から、短期資金が流入することを懸念して、50bpの利下げを行っている。あと、エマージング市場では東アジアについては、金融政策に続いて財政政策面への期待も一部に見られる中で株価は上昇傾向を示しているし、ラ米については区々の動きではあるが、総じて平穏さを保っている。私からは以上である。

福井議長

ありがとうございました。海外について何かあればどうぞ。

須田委員

SARSの影響は終わりだとして、年度で見た時の東アジアの成長率というのは、最初に考えたよりも下がるということか。

堀井国際局長

アジア開銀等々、あるいは民間のリサーチと合わせて大体みると、年平均成長率を0.5%から最大で見ているところで1%引き下げたのではないかとされている。中国についても、中国の研究所は、例えば1.5%位、SARSのない場合よりも下がったのではないかとっているのがいるが、ただそれでも7.5%とか8%とか、その程度の成長はできるというふうにいっていて、結論的に言えば、それなりの影響というか、消費に一時的な影響があって、それは残る訳だから、その分は下がる訳だが、ただ成長経路自体が例えばリセッションに陥るとか、そういったことにはならなかったというのが大方の今のところの結論である。

福井議長

中国は第1四半期、9.9%というのは、元々ちょっと高すぎるということではないか。

堀井国際局長

然り。

福井議長

そうするとSARSを除いて、9.9%の高すぎるところを除いて、今の実勢はどの位の感じなのか。

堀井国際局長

今は8%位と言われている。

福井議長

8%位か。

堀井国際局長

去年も8%だが、今年は第1四半期の9.9%を含めて大体8%位はいけるだろうと。SARSなかりせば9.5%とか、それこそ9.9%のままサスティンドで10%に近いような成長でいってしまったかもしれないと、こういう見方が多いようである。

田谷委員

1~6月の前年比が幾らと報道されていたか。

堀井国際局長

生産か。

田谷委員

いや、GDP。

堀井国際局長

GDPはまだである。

田谷委員

あれは生産か。

堀井国際局長

生産である。ここに載せている…。

田谷委員

9.幾らっていうのは。

堀井国際局長

GDPはいずれにせよまだである。見通しとそれから一部北京の数字とかが出ているくらいなもので、全体はここにある第1四半期の9.9%までである。

中原委員

韓国の第2四半期のGDPは出ていなかったか。新聞に先週出ていた気がするが。

堀井国際局長

ちょっと確認する。第1四半期の-1.4%ではなくてか。

中原委員

確か第2四半期、マイナス成長で、テクニカリー・リセッションという報道があったように思う。

福井議長

それは確認するように。他に宜しいか。ありがとうございました。次に国内経済情勢について山本理事、早川調査統計局長お願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それでは、国内経済について説明する。手許にある資料4の参考計表及び追加図表を出して欲しい。全体として申し上げますと、国内の経済活動は横這い圏内の動きだと考えている。横這い圏内になってきてしまっている最大の理由は輸出の動きであるが、この点、図表5、実質輸出入の推移を出して欲しい。グラフを見ると一目瞭然であり、去年1年間かなりの勢いで伸びてきた輸出が今年に入ってほぼ真横になってしまっている。そうい

う意味ではかなりの急ブレーキがかかっている姿になっている。とは言え、皆さんご承知のとおり、ひと月、ふた月前位は私共はこれは減るのではないかと心配していたので、そういう意味では5月の数字は少し安心であったということである。既にこの統計を紹介しているが、一応確認で次の図表6、実質輸出の内訳である。輸出の中身を国別に見ると、まずアメリカについては第1四半期、約1割の減少という大幅な減少ではあったが、第2四半期は足許若干戻している。元々車の減少が相当大きかった訳で、車については必ずしもまだ下げ止まった感じではないが、さすがに第1四半期の1割減というのは幾ら何でも大き過ぎるので、少し反動が出ているという感じである。ポイントになるアジアについてはこのとおり第1四半期8%位増加した後、第2四半期、5月は少し戻したがそれでも全体としてはマイナスである。中国に関する限りは、伸び率は非常に下がっているが、第1四半期2割増えた後なので、これはむしろ高水準をキープしているという感じである。他方でNIEsの減少が目立っているのは数字のとおりで、これに関しては恐らく、まず第一に韓国は韓国自身の内需が減退している背景、動きである。加えて恐らく、台湾とかシンガポール辺りには、米国の去年第4四半期、第1四半期の減速の影響が間接的に出てきているということがあるかと思う。最後にこれは計数的に幾つかということはないかなかなか申し上げにくいと思うが、何がしかSARSの影響もあったのではないかと考えている訳である。ただ、輸出については、今申し上げたとおり横這いではあるが、少し先行きについて考えてみるとちょっとだぶるが、アメリカ経済については足許の経済指標は必ずしもコンピングではないが、一応減税の効果等もあり、年後半の成長率というのは少なくとも去年の第4四半期、今年第1四半期の1%台前半よりは少しましだろうと考えられている。それからアジアに関しては、これまた先程話しがあったとおり、SARSの個人消費への影響があるから、その後遺症のようなものが何がしか残ることは否定できない訳だが、一番注目されていた輸出、生産関連に対する打撃は非常に少なく済んだということなので、早晚、成長率はもう一度ピックアップしていくのではないかという見方をして

いる。ただ、タイミングがよく分からない。後程生産のところで申し上げるがピックアップしてくるだろうという思いはあるが、それはいつかということになると、秋口なのかどの辺なのかちょっとまだ企業も測りかねているということかと思っている。あと財別のことを申し上げておくと、先程申し上げたように車がまだ相変わらず弱い、しかしその一方で足許この4~5月辺りは情報関連が少しピックアップしてきている。図表9、情報関連輸出の動向を見ても、中段にある世界半導体出荷であるとか、下の方のパソコン、携帯電話の需要等々を見ても、そんなに捗々しい動きがある訳ではないが、最近IT関連については若干良いニュースが聞こえているように思うので、この辺本当かどうか少し注意して見ていきたいと思っている。

それから、図表13、企業収益関連指標である。企業収益については短観なので計数についてはご承知のとおりだと思うが、いずれにしても昨年度かなりの増益となった後、03年度も製造業を中心にそこそこの増益が見込まれているということである。ここでのポイントはとにかく売上げが横這いの中でも利益は連続して増益になるということ、とりわけ製造業大企業等については輸出について売上げの見通しが下方修正されたにもかかわらず収益の見通しが上方修正されている、この辺が多分ポイントではないかと思っている。そのうえで、次に設備投資に移るが、図表17、設備投資一致指標のうち、資本財出荷については4月大きく減って、ちょっと気になっていたが、5月はそこそに戻ったという感じである。それでも4~5月を合わせると、まだちょっと弱めの感じがあるのだが、実はこれは資本財出荷の除く輸送機械であり、実は足許は輸送機械部分について、トラックが10月の排ガス規制を控えて相当売上げが伸びている。前年比5割増といった勢いになっているので、それも込みにして考えれば、資本財出荷は均して緩やかな持ち直し基調にあると言って良いかと思う。次、図表18、設備投資先行指標に機械受注があるが、これについても皆さんご承知のとおり例の見通し調査が出て4~6月二桁減と言われた時にはさすがにちょっと、そうだったらどうしようと思ったが、数字が出てきたらこのとおり4~5月のところでは少し増加しているということである。正直

言って 5 月の数字は半導体製造装置をはじめ大きく振れる物が凄く出ているので、私共はどちらかと言うと、6 月は反動減があるのではないかと
いうふうに見込んでいる。従って 4~6 月がプラスになるかどうかは定か
ではない。ただ、どちらにしてもこの 10%減ということはある得ない
ということであり、ここから見ても基調としては緩やかな持ち直しとい
うことだと思っている。最後に設備投資、だぶるが図表 19、設備投資計画（6
月短観）がある。これも皆さんご承知のとおりであり、確かに製造業大企
業は 02 年度の実績のところでも下方修正が行われた影響が大きいとはい
え、とにかくこの時点で二桁の増加になっているということである。全規模全
産業で見た時にソフトウェアまで入れてちょうど 0.0%であった。設備投資
デフレーターが 3%~4%位下がると考えると、現時点の計画で実質設備投
資は 3%~4%の増加になっているということであり、正直言って我々が
これまで考えてきたよりは少し強めの打出しかなと思っている。そういう
意味では今後は、製造業大企業のところの増加ははっきりしているが、
これが他の部門へどれ位波及していくのかというのがポイントになってこ
うかと思う。

次に図表 20、雇用関連指標である。雇用のうち、有効求人倍率は 5 月 0.61
倍と久々に 0.01 ポイント改善したが、これは基本的に横這いということ
であるし、例えば新規求人の動き、あるいはまたここにはないが所定外労働
時間等について頭打ちということに変わりはない。一方で、完全失業率の
横這いについても変化はない。今回若干申し上げておく必要があるのが、
労働力調査のところでも雇用者数を見ると、5 月の前年比が +0.6%とちよ
と大きめのプラスになっている。ただし、季調済みの前月比は -0.1%であ
るので、この +0.6%は去年がへこんでいる要因の裏という面が大きい
ので、これをもって雇用者数が増え始めたとも申し上げるつもりはない。
ただ、左の方を見ると四半期の数字が例えば前期比で 1~3 月 0.2%、4~
5 月が 0.3%という感じなので、そういう意味では非正規労働雇用までを
含めた意味での雇用については下げ止まりという感じがはっきりしつつ
あるのではないかと、このように思っている。ただ、毎月勤労統計の常用

労働者数は前年比 -0.7% ということで、やはり非正規雇用を含む部分とそうでない部分の乖離は依然として大きいということである。もう一つのポイントは賃金であり、5月の賃金が前年比 $+0.5\%$ ということで、これは約2年振りのプラスになっている。ここで影響しているのは実は所定内給与の $+0.3\%$ ということであり、これは正直言ってゴールデンウィークの日並び要因による部分が大いと思っている。日並びが悪かったために働く日数が多かった、パートの人や建設関係をはじめとしていわゆるやや日給的に払われている人達は所定内賃金の増加になってしまうということなので、これをもって所定内賃金がプラスになり始めたとは考えていないが、いずれにしてもこのところお気づきのように名目賃金のマイナス幅が小さくなっているということははっきりしてきていると思う。因みに図表24、所得で雇用者所得をグラフで見ても毎回申し上げており、まだ右下がりと言えれば右下がりではあるが、段々横に寝てきているという感じが分かるかと思う。この点、一つの焦点になってきた夏のボーナスである。夏のボーナスについては既に日本経団連、あるいは日経新聞等の調査が出されており、これらはそこそこのプラスの数字になっている。ただ、こういった調査は大企業のウエイトが高く、また製造業のウエイトが高いものだから、私共はそこまではいかないと思っている。ただ、他方でこれまで私共はマイナスであるというふうにずっと言ってきたのだが、何となくあの数字を見ているとマイナスだと言い切る自信がややなくなってきて、今概ね前年並みであろうという感じで見ている。

次に図表25、個人消費関連計数だが、このような所得環境ではあるが、個人消費については4~6月総じて弱い方向が目立ったということになった。家計調査の消費水準指数だけちょっと例外だが、これを除くと三角カッコの前月比で見て4月はほぼ全敗、5月は全勝、4月は全部マイナス、5月は全部プラスなのだが、4月、5月を合わせると家電辺りはプラスだが、やはり負けが目立つということ。かつ、5月はかなり戻していた車が6月弱かったということもあるので、そういう意味ではやはりちょっと弱さが目立ったという感じである。ただ、図表28、個人消費だが、これら

の数字を合成したのを見てみると、確かに販売統計合成指数はやはりちょっと足許弱そうなのだが、消費財総供給で見ると必ずしもそうでもないということもあって、現状、何か基調が大きく変わったというふうには取り敢えず考えていない。こうした中において、ポイントになってくるのは、図表 30、消費者コンフィデンスであるが、これに関しては上段にあるようにどちらかと言うとやはり弱い方が目立っている訳である。ただし、下方の月次調査を見ると一方的に弱い訳でもないし、例の景気ウォッチャー調査の家計部門などもそんなに弱い訳ではないということもあるので、足許の一方において例えば株価上昇、他方において例えばボーナス時に社会保障の負担が増えるといったようなこと、それぞれの要因があるので、それがどのような形でコンフィデンスに出てくるか注目していきたいと思っている。

次に図表 34、生産で鉱工業生産だが、これについては皆さんご承知のとおり 5 月そこそこ増えて、その結果現時点で 4~6 月を予測指数で繋ぐと +0.2% という数字になっている。確報が出たので 0.1% 上がった。ただ、私共、企業ヒアリングの感じだと、依然として着地は微減ではないかと考えている。予測指数の修正状況も足許は下方修正の程度が小さくなってはいるが、まだ下方修正なので微減ではないかなという気がするが、どちらに転んでも横這い圏内というところからは動かないと考えている。7~9 月についても企業ヒアリングをしてみると、大体横這いから微増という感じであり、先程ちょっと申し上げたように輸出の回復が期待されているのだが、これがいつかということになると企業もよく分からないので、取り敢えず 7~9 月は横這い圏内という見方の方が多いように思っている。

以上で、別に配付した追加図表 37、物価関連指標を出して欲しい。10 日に CGPI が出ているので、これについてである。まず、図表 39、輸入物価だが、これについては 3 か月前比で見るとそこそこの下落になっている。これはほとんど申し上げるまでもなく、下のグラフを見るとそのままなのだが、基本には原油価格の反落の影響ということであり、下に出ているのは専らグレーのところである。ただし、これはたまたま 6 月という

のは3月対比なので、これだけ下落する訳だが、ご承知のとおり原油価格についてはその後はむしろ20ドル台後半で幾分強含みという感じであるので、この下落は早晚下げ止まると考えている。図表42、国内企業物価であるが、これについても基本的には今申し上げた輸入物価の動きが比較的顕著に表われているという感じである。国内企業物価3か月前比で見ると、-0.5%ということで、最近としては比較的大きな3か月前比での下落になっている。ただし、中身を見ると、グラフを見ると分かるとおり、まず何と言っても点々の為替・海外市況連動型、これは基本的には石油の動きだが、原油価格の下落を反映して石油のところが大きく下に引っ張っているということと、それから国内商品市況は崩れてはいないが、3月まで上がってほぼ横這いなので、3か月前比の寄与度で見ると段々なくなってくるということが重なって今月は比較的大きなマイナスになっているということである。ちょっと細かいことを付け加えておくと、石油関係の下落は先月確かSARSの影響でジェット燃料が売れないので、灯油が下がったという話をしたが、今月は実は夏場の電力問題でC重油を一所懸命作った。C重油を一所懸命作ると他のものもできてしまうために、他のものが余ってA重油からガソリンに至るまで下がったということがあり、そういう意味ではちょっと実は5月、6月は原油価格の下落プラス α の分の原油価格の下落が起こっているということである。ただし、原発問題に段々目途がついてきたと少なくとも業界は思っているので、今一所懸命減産して市況建て直しに取り組んでいるということである。先行きに関しては恐らく今月が3か月前比の下落の一番大きい月だと思う。輸入物価の下落も止まってくるし、国内商品市況も基本的に崩れていないので、段々マイナス幅は縮んでいく。ただし、機械類の一種の恒常的な下落があるのでプラスの方向にはいかないと考えている。最後に消費者物価は戻られなくても結構で、数字は皆さんご承知のとおり、予想どおりで-0.4%というところで推移しているということになる。

最後にグラフを見なくても結構だが、図表1、企業の業況感を見ると、企業の景況感は製造業大企業を中心に緩やかな改善ということである。恐

らくはここには二つ背景があって、基本的に生産、恐らくGDPなどもそのような感じだと思うが、4~6月の数字というのはプラスかマイナスか分からないが、横這いだと思う。そうした中であって一つは先程申し上げたように横這いであっても企業収益はそれなりに増えるという状況が作られつつあるということ、プラス前回の調査時点はイラクの戦争の最中であり、その後SARS問題なども起こった訳だが、そういったことに関する不透明感の後退。であるからいわゆる企業収益が売上げ横這いでもそれなりに出るのだということと、それから不透明感の後退ということを含わせて、数量で見た景気横這いの中で、景況感は僅かに改善ということではないかと思っている。今後のポイントについては、先程申し上げたとおり、設備投資が短観にせよ機械受注にせよ、これまで見たよりも少し良いめの数字が出ている。ただ、これが本当に製造業大企業以外のところに広がっていくのかどうかというところが注目点になってこようかと思っている。あとは株価とかその長期金利について一言だけ申し上げておくと、この国の場合は株価が上がったからといって、それで直ちに個人消費が増えるとか、そういうふうにはできていない。ただ、先程申し上げたように、個人消費は足許ちょっと弱めで気になるころではあるので、何がしかではあるがコンフィデンスの下支え要因になることが期待されるし、さらに大きな意味で言うと、金融面の不透明感が少しでも後退すればそれはそれでプラスであるというふうに思っている。他方、長期金利については、企業に聞いてみるとあまり別に騒いではない。所詮去年の終わり位に戻っただけなので、これで設備投資がどうこうということはあまり聞かれていない。むしろ、この4~5月辺り、一部優良企業は、10年以上の超長期債を出したものだから、そういうところはやったという感じがあるようだが、そういう話を別にすれば、あまり別に騒いでいるというふうには感じられない。敢えて言うと、影響が出得るのは、長期金利の大底感が出てくると住宅市場に影響が出得ると思うが、今のところ住宅関連の企業もそれでもって駆け込み需要が出るといったようなことまではいっていないという感じである。報告は以上である。

福井議長

如何か。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。労働生産性の伸びというのは今どのような感じになっているのか。多少改善の方向か。

早川調査統計局長

労働生産性は色々あるが、一番簡単に言えば例えばGDPベースで考えた場合、ご承知のように雇用は基本的に全然増えていないので、いわば実質GDPの伸びの分だけが労働生産性の上昇ということであるので、それなりに上昇しているということになると思う。

岩田副総裁

雇用の方を見ると、雇用者数の方で見ると例えば労調と若干違いがあるのだが……。

早川調査統計局長

然り。

岩田副総裁

前期比だと、4～6月期を例えば見ると、大体雇用者数は若干増えているのだが、その一方で所定外労働時間というのはむしろ前期比で見ると若干マイナスというようなことになっていて、労働供給で見ると、もしかすると幾らか落ちているのかなとも受け止められるが。

早川調査統計局長

四半期ベースの話か。私が今申し上げたのは年位のタームで考えると労

働供給はほぼゼロで、従って前年比の実質GDPの増加分が丸ごと生産性上昇であるが、直近、例えば第2四半期というのを考えた場合、どうであろうか。仮にGDPゼロだとすると、瞬間風速が今生産性の伸びも逆に止まってしまっている感じだと思う。

岩田副総裁

むしろ1.5%増えた。

早川調査統計局長

然り。ある意味で、基本的に労働供給がこのところほぼコンスタントにゼロ位という感じで走っているから、そうだとすると1年間で見ると、成長した分だけは労働生産性の上昇だが、直近が逆に言うと恐らくこれは分からないが、多分GDPの成長率もゼロ近傍になっていると思うので、そういう意味では逆に労働生産性の上昇の程度も減速、ただ生産性はあまり。

岩田副総裁

年度で見ればでもやはり1%位成長しているのだからやはり。

早川調査統計局長

いくのだと思う。であるからあまり四半期で見るのはちょっと幾ら何でもと思う。特に日本みたいな経済では。

須田委員

7~9月の生産はヒアリングによると、これまでイラク問題とかで全く分からないと。今は少しは分かっても良いのだが、その判断は如何か。

早川調査統計局長

正直言って、先程ちょっと申し上げたように、輸出がどこかで増えるかもしれないなという感じはあるのだが、それがいつかというのがあまり読

めていないところがある。であるから、そこで先程の7～9月と縛ってどうかと言われると、分からないので取り敢えず横這いとか、一部増えると言う人もいるので、全体の数字は微増という数字が出てきたが、現時点ではまだ。例えば年後半とか聞けば少しは増えるというのだと思うが、7～9月と言うとまだちょっとここではあまり自信がないという感じではないか。

須田委員

例えばクリスマス商戦といった話というのはまだあまり見えていないということなのか。

早川調査統計局長

例えば、正直言って先程IT関連が少し良いニュースがあると申し上げた。確かにDRAMの市況一つを見てもちょっと良いめなのだが、これはあくまでバック・トゥ・スクールの9月の商戦を睨んで一応動いているということで、これがいわば9月の商戦が実際にどうなるかということが決まってこない、見えてこないとなかなかそこから先の見通しがはっきりしてこないということだと思し、それから例えば素材産業などに関しても一頃に比べるとSARSが終わってアジア市況とかは少し上がり出したが、では実際に輸出が本当に出始めているかというはまだ大した事はない。スクラップが少し出て何か指標が上がったみたいな話があるが、これもまだあくまでそうなるのではないかなという感じなので、現時点で数字で幾らか言ってみろというはまだちょっと自信がない。そのような感じではないかと思う。

春委員

先程株価と消費のことをちょっと触れられたが、株価と消費の関係とか、株価と設備投資の関係をどのように見ているのか。

早川調査統計局長

まず、第一に日本の場合はいわゆる株価と最終需要の直接的な関係というのはやはり相対的に希薄であると言わざるを得ない。まず第一に個人消費に関してはやはり個人の持ち株比率が低いものだから相対的に。ただ、勿論、ミクロで聞けば必ずある。私共の隣の百貨店に聞けば必ず出るのが、マクロで見ると例えば消費関数を推計してみても株価の資産効果はあると言おうと思えばある。ないと言おうと思えばない位の感じで非常に明確な効果があるという感じではない。それから、設備投資についても、今までよく言われていたのは、経常利益、経常段階では相当儲かっても、特損とかで最終利益が下がってしまうのでという議論がよく行われた。これも特別損失が経常利益と同じウエイトで設備投資に影響するというのはちょっと言い過ぎだと思うが、ただ特別損失みたいなものがあるということが、設備投資を何がしか抑制していたということも多分間違いない。全く影響がなかったとは言えないということだと思っているので、今後、経常段階である程度利益が出てくると、そのうえで特損は今年はなさそうだと思うとすると、その分も何がしかのプラスはあり得る。ただ、あまりその部分に大きな効果を期待するのは如何なものかとこのように思っている。

須田委員

あともう一つ。雇用の問題だが、雇用者の増大がどこの部門で生じているかということ、医療とか介護とかこの辺が増えている。そういうものから、構造調整が少し進んでいるというふうに見ても良いのだろうか。

早川調査統計局長

これはいつもそうなのだが、そういうところというのは実はコンスタントに増えている。であるから、そういう意味での調整というのはある日突然動くのではなくて、コンスタントに進んでいる訳である。それがあつた日、逆に言うと他の部門の調整がある程度目途がついてきたなと思うと、急に、

そう言えば何年間でこれ位増えていたというようなことが分かってくる
というような動きだと思っている。

福井議長

宜しいか。

堀井国際局長

先程ご質問のあった韓国のGDP第2四半期だが、やはり未発表である。
ただ、7月10日の利下げの発表時に当局側から第2四半期もマイナスに
なったのではないかとコメントが出たということである。

福井議長

バンク・オブ・コリアか。

早川調査統計局長

バンク・オブ・コリアがGDPも作っているから。

福井議長

GDPもあそこが作っているのか。それでは金融環境について願います。
る。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

山口企画室審議役

それでは、資料5(参考計表・その2)で説明したいと思う。まず、図
表1、クレジット関連指標のうち銀行貸出の残高だが6月は前年比-2.4%
ということである。このところマイナス幅が少し縮まるということで推移
してきた訳だが、6月については若干ではあるがマイナス幅が拡大する
という感じである。ただ、4~6月均してみると-2.3%ということであるの
で、トレンドとしてはじわじわとマイナス幅が縮まる、圧縮されるという

状況に変わりはないということである。6月単月の動きということで補足すると、貸出の残高がマイナス幅を広げたことについては、直接市場調達に若干シフトする動きが見られたというようなことがあったようである。それから図表2、資本市場調達（CP・社債）だが、これはCPと社債の発行残高の推移が上のグラフである。発行残高全体としてはCP・社債全体としては少し前年比を大きくするという事になっている。特にCPの伸び率が前年比9.3%ということで、やや伸び率を高めているという姿である。それから社債についても、このところ若干水面下という感じで推移してきた訳だが、ほぼ前年並みというところにきているという状況である。発行市場における対国債スプレッドだが、これまで相対的に格付けの低いところについても、CP、社債ともにスプレッドが縮まるということを示し上げてきた訳だが、6月についてはほぼ達観して見ると横這いという感じに止まったということである。ただ、7月についてはやはり長期債の金利の上昇というような動きが多少影響しているようであり、まだ発行段階では明確に出ていないが、流通段階では少し社債のスプレッドが広がると、このような感じの動きが出ているようである。それから公募社債の発行額だが、6月については、4月、5月と続いてきたトレンド、つまりトリプルB格のような相対的に格付けの低い社債の発行額が増えるというトレンドが維持されたということであるが、7月については一転してトリプルB格で250億円、全体としても1,170億円というようなことであり、まだ勿論途中ラップの数字ではあるが、低調な出足というような感じに変わってきているということである。次に図表3、マネー関連指標だが、まずマネタリーベースだが、6月20.3%の前年比ということである。銀行券については昨年の裏が出続けていた訳だが多少それが一服したということであり、このところは7月に入ってから瞬間風速も含めて前年比5%ちょっとというような形での推移になっている。それから日銀当預の方は91.8%。これらが相俟って、6月については全体として20.3%ということである。4~6月四半期ベースで見て16%ちょっとということである。これから先、どうなるかということだが、銀行券が5%程度、それから日銀

当預についても 29 兆円位の推移というようなことで見通しを立てると、この秋頃までは前年比 2 割位の増加ペースを維持しそうだという状況である。それからマネーサプライだが、6 月は 1.8%ということであり、5 月に比べて少し伸び率が高まった姿である。厚生年金基金の代行返上に伴う株等の売却資金が流動性預金に流入している。5 月もそのようなことを報告したが、6 月についてもそういったことが続いているということである。この結果 4~6 月で見ると、1.6%ということ、大手行の増資引き受けが 3 月にかけてあった訳であるが、その部分が 4~6 月については下押し要素として働いた結果として、1~3 月に比べても伸び率が縮まるという展開になっている。当月は 7~9 月について見通しを公表するという月に当たるが、目下のところ、やはり厚生年金絡みの代行返上の動きが、この 7~9 月についても続くとも、その分を織り込んで前年比で +2.2%ということ考えている。対外公表ベースの発射台としては 4~6 月と同様 +2%前後ということ、7~9 月についても公表しようと考えている。それから下の方に広義流動性を載せているが、例の簡易保険福祉事業団が郵政公社に統合されたことで大分攪乱されている訳だが、四角カッコの中、この要因を調整したベースで見て欲しいが 6 月は 2.4%ということであり、これについても代行返上の要因がやはり効いているようである。それから図表 4、企業金融である。ここに載っているのは全て短観の結果ということなので、ご承知のものばかりだが、まず、貸出態度判断 D I だが 6 月についてはこのとおりであり、全体押しなべて良い方向に、企業から見た金融機関の貸出態度というのは良い方向に向かっているように見える。ただし、中小企業の非製造業だけはやや方向が逆であるということである。なお、中小企業全体についてはマイナスということなので、水準感としては依然厳しい状態の中での動きだということである。それから借入金利水準判断だが、これについても大企業、中小企業、それから製造、非製造いずれについても幅はともかくとして金利水準判断は低下方向に向かっている。それから資金繰り判断の方も 6 月は大企業、中小企業いずれについても緩む方向での動きになっているということである。次に図表 5、企業倒

産関連指標だが、6月については1,381件ということであり、月毎にはかなり振れている。4~6月ということで見れば1,400件ちょっとということであり、前年比-10%内外ということであり、このところこういった感じを続けているということである。次に図表6、長期金利上昇の影響だが、ここまでの長期金利の上昇がどういう影響を持つかということである。具体的な影響というのは先程申し上げたようにトリプルB格の社債の発行といったところに既に出ている訳だが、今後貸出面等でどのような影響が表われるかを見る際の参考データである。まず、長期金利連動貸しが貸出残高全体に占める割合はどの程度かということだが、実は貸出残高に占める長期貸しの比率というのは約7割である。そのうち長期金利に連動する貸出の割合というのは4割ということである。当然、残りは短期金利連動型ということなので、大雑把に言って7掛ける4と、約3割位が長期金利に連動する貸出ということである。従って長期金利が上がったとしてもそれが直ちに大きなインパクトを持って貸出金利に反映する、はねてくるということにはこういった計数面から見てなりにくいということである。それからもう一点が社債発行額のターム別の内訳ということだが、社債の発行期間はご承知のとおり、5年以内のものが半分、10年物が3割となっている。この下の方に参考で最近の国債流通利回りの変化を載せているが、ボトムから国債金利が上がっていく、その上げ幅というのは中期ゾーン以下は、相対的に小さくなっており、そういうことからすると、社債の発行金利に及ぼす影響というのもそう大きくない、このように見ておけばよいかなということである。以上が金融環境の現状評価に関連するデータ等ということだが、全体感としては6月まではこれまで申し上げてきたような形でCP、社債といったところについても少しずつ、多少リスクをとろうかというような動きが広がっている訳である。しかし、長期金利の上昇という中で、こうした動きもややブレーキがかかりつつある。ただし、それが直ちに企業の資金調達金利に跳ね返る度合いというのは、当面のところそれ程大きいようには見えないが、しかしいずれにしても今申し上げたように少しずつリスクをとる動きというのが広がっていただけに、この辺り

にどのような影響がこれからやや長い目で見えて出てくるのか注意して見
ておく必要があるなどこんなふうに思っている。以上である。

福井議長

質問があればどうぞ。

須田委員

一点だけ。長期金利連動型に住宅ローンは入るか。

山口企画室審議役

入っている。

須田委員

それも同じ位か。

山口企画室審議役

住宅ローンは通常長期スプレッド貸しの中に入ると思う。

須田委員

ウエイトも同じ位と見ていいか。

山口企画室審議役

実は正確に長期スプレッド貸しの中のウエイトというのは今掴んでい
ないのでまたご連絡させて頂くが、4割のうち1割が長プラ連動型である。
それから3割が長期スプレッド貸しというように見ている。

福間委員

社債の発行を固定金利で、随分やっている。あるいは生保から固定金利
で。企業は、ほとんどではないが、恐らくちょっと利に聡いところはそれ

をフィックス・トゥー・フローターで、フローターに変えている、実態は。だから実質的な調達金利は短期の低いところで、サブライボー、あるいはライボー・フラット位で仕上げる。これは格付けによって違うが。ということは、社債の方が発行し易いということ。調達手段としては社債を発行するが、金利としては短期をエンジョイすると。それでバランスシート上は流動性比率をもの凄くインプルーブしているというのが実はかなりある訳である。そうすると表面的に見て判断すると、長期だと思ったのが実質短期だったということがある。まあ今回の金利上昇が、昨年の秋位だったらどうということはないが潜在的にはバランスシートに非常なリスクを持っている。

白川理事

それはそのとおりだと思う。企業もそうだし、それから銀行についてもオンバランスとオフバランス、審査局の方でオンとオフ両方合わせてやっている。それでトレーディングのリスクとバンキングブックのリスク、それもオンオフ合わせて時折報告しているが、やっぱりそういうふうな目で見えていく必要がある。

福間委員

ネガティブに見ないとね。

白川理事

ただ、そのうえで計数的に取り敢えずアベイラブルな情報で見ると、こういうことが言える。ただし、実際のピクチャーというのは必ずしもこのとおりではないということ。

福間委員

それで良い。実態はその通りになっていないと、デリバティブの操作で最後は逃げられると思っている、企業が。

白川理事

マクロ的に見ると、長期金利のリスクは誰かが取っている訳である。

福間委員

おっしゃるとおり。

白川理事

金利リスク自体はいずれにせよ逃れようがなく、誰かやっぱりとっていると言えると思う。

福間委員

社外化している。

白川理事

それも含めてだが。

中原委員

住宅ローンを除けば長期貸の比率はどの位か。2～3割位ではないのか。

山口企画室審議役

全体の中でか。

中原委員

企業貸出の中である。

白川理事

今ちょっと手許に数字がないが、もう少し高いと思う。

中原委員

最初7割とあり、かなり高いなと思った。

白川理事

これは随分増えてきた。正確な数字はまた後からご報告するが。

福井議長

宜しいか。ありがとうございます。それでは今日は議題は終了したので、閉会する。明日は午前9時再開する。宜しくお願いする。いつも申し上げているが、決定会合への信託を確保する観点から、厳正な機密管理、この点を宜しくどうぞ宜しくお願い申し上げます。

浜野内閣府大臣官房審議官、今日初めてお越し頂いたが、もし何かあれば。宜しいか。それでは明日また宜しくお願いする。

(午後3時32分中断、15日午前9時再開)

それでは金融政策決定会合2日目を開催する。今日は金融経済に関する討議、それから当面の政策運営等に関する討議、政府から意見を賜った後、議案の取り纏め、採決という順で運びたいと思う。その後に金融経済月報の検討と、6月10日、11日分の議事要旨の承認というアジェンダを用意している。政府から本日は、財務省谷口副大臣に、内閣府から浜野審議官にお越し頂いた。会合中での発言は全て記録することが前提となっているので、委員及び政府からの出席者はそのことを踏まえて宜しく発言頂きたいと思う。

Ⅲ. 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

それでは早速だが、金融経済情勢および当面の金融政策運営方針に関す

る討議を始めたいと思う。金融経済情勢と政策運営、ラウンドを二つに分けて行いたいと思うが、各ラウンドとも審議委員の発言は一人5分位ずつということをお願いできればと思う。その後、自由討議の時間を設けたいと思う。

最初に金融経済情勢に関して、本日の意見表明は武藤副総裁、岩田副総裁、福田委員、中原委員、須田委員、田谷委員、植田委員、最後に春委員という順でお願いしたいと思う。では、最初に武藤副総裁をお願いします。

武藤副総裁

景気的情勢については、昨日来の執行部の説明に、結論的に申し上げると、違和感はないと考える。まず、海外の情勢だが既に地政学的リスクは低下していたが、それに加えて新型肺炎も終息に向いつつあって海外情勢を巡る不透明感は後退している。懸念されていた新型肺炎がアジア向け輸出に及ぼす影響については、少なくとも5月実質輸出の前月比+3.4%という数字を見る限り限定的であったと言えるように思う。このように内外の不確定要因が後退する中で、企業部門の景況感も若干改善していると見られる。6月短観を見ると、企業収益は改善を続けており業況判断DIも幾分好転している。設備投資計画も製造業を中心にこの時期としては堅調な計画となっているということであった。一方、家計部門を見ると企業の人件費削減の動きが続くもとで雇用・所得環境は引き続き厳しい状況にある。百貨店、スーパーの販売や新車登録などが示すように個人消費も弱めの動きを続けている。以上の動きを総合的に勘案すると、経済情勢の判断については横這い圏内という大枠の中で若干の上方修正ということでは宜しいのではないかと思う。金融市場の状況を見ると、株価の上昇と長期金利の上昇が同時並行的に進んだ。この動きは海外と連動しているということである。このような動きの背景としては、やはり世界経済を取り巻く不透明感の後退ということと、我が国については年明け以降の行き過ぎた悲観論の修正といったようなことが挙げられると思う。ただ、こうした長期金利や株価の上昇は、経済指標の明確な改善に裏付けられたものではないと思

うので、当面、これらの市況は市場参加者の様々な思惑や海外市場の動向を反映しながら、次の均衡点を模索するという不安定な動きを続ける可能性が高いように思われる。現に、株価や長期金利の動きを見ると、株価は先週1万円台を探る動きを続けた後に、先週末にはかなりの反落をみた。長期金利もこれは先々週末、7月4日には一時1.4%をつけるという局面があったけれども、先週末には再び1%割れ、昨日は1%ということであった。金融機関への影響という面では、多くの金融機関にとって長期国債の価格下落によるマイナスよりも、株価上昇による保有株式の含み益へのプラスの効果の方が大きいという状況である。従って、このところの金融資本市場の動きについては、基本的には冷静に受け止めるということだろうと思う。しかし、今後の市場動向とその影響については注意深く見ていく必要があると考える。先行きについてはまず、各国で共通して見られる景気回復を先取りした金融資本市場の期待に、今後現実の経済指標がついていくのかどうかという点が注目されると思う。国内についても同様のことが言える。すなわち、現在、消費は弱めの動きが続き、輸出や生産も横這い圏内であるということで、足許の経済活動には明確な前向きの動きが見られている訳ではないし、企業収益が増加基調を続ける中で、キャッシュ・フローと比較して設備投資が抑制されてきたということである。ただ、企業の先行き見通しが上向いていけば、これが投資行動にも反映されていく可能性はあるように思う。設備投資が企業マインドの行方如何によるものが大きいということも念頭に置いておく必要があると思う。結論的に申し上げると、日本経済は、海外要因を中心に上振れ、下振れ両方向のショックの影響を受け易いという状況が暫く続くと見ておくべきではないかと思う。金融経済情勢については以上である。

福井議長

次に、岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

それではまず、海外経済の状況から申し述べると、アメリカの景気については、景気回復に向けての金融面ならびに政策面での対応が整備されてきていると言える。しかしながらなお、雇用、生産、設備投資に回復のはっきりした回復の証拠が表われていない。第2四半期、4～6月期の実質GDPの成長率は労働生産性の最近の伸び1.9%と、労働投入の減少0.4%減を合わせて考えると、第1四半期並みの1.5%程度の伸びに止まったのではないかと考えられる。長期金利がやや反騰したが、これによりフレディマック等の問題とともにリファイナンスあるいは住宅投資への悪影響が懸念される。その意味で15日の議長の議会証言が注目される。アジアではSARSによりシンガポール、あるいは香港などでGDPの成長率にも悪影響が出ている。韓国ではストライキ、あるいは北朝鮮の問題があったが、中国の生産への悪影響は少なかったようである。しかしながら全体として、アジアの第2四半期の生産は個人消費を中心に減速したと考えられる。欧州ではドイツで来年デフレとなるリスクが高まっているように思われる。翻って、日本経済の方を見ると、実質輸出の方は年初からの弱含み状況から下げ止まり、さらに生産の方も弱含みを脱しつつあるように見える。5月の先行指標は50割れとなったが、一致指標の方は、先月私は一致指標も50割れになる可能性が強いと申し上げたが、50を超えた。設備投資の方は、製造業大企業を中心に回復に向けた動きが出ている。先行指標を見ると、機械受注と資本財出荷でやや異なった動きを示しており、まだ回復の動きがしっかりしたものになっているとは言えないと考えている。在庫循環はこのところ不規則な形になっているが、過去と比較をして見ると1995年、円高によって生産が減少、在庫循環がやや不規則な形を示したが、それとやや似た動きになっているのではないかと考えられる。4～6月の実質GDPの成長率は外需が予想より良い。これはサービスも含めて予想より良いことを考えると、横這いになっている可能性が高まっていると思う。それから明るい面としては、海外投資家主導、あるいは季節性の要因というようなものも考えられるが、株価上昇が続い

ている。これは前回9千円～1万円を目指した展開ではないかと申し上げたが大体そうした展開になっている。製造業を中心に企業のリストラ努力が一定の成果を示し始めている。これは収益の改善、それからボーナスの支払い、さらに2001年以降、労働生産性に下げ止まりの動きが出ているということも先行き明るい材料ではないかと考えている。次に金融情勢だが、最近の日本の長期金利の反騰は世界的なデフレ懸念の後退に伴う、債券から株式へのシフト、これは言葉を変えて言うとリスク回避度の低下、あるいはリスク・プレミアムの上昇の頭打ち傾向が明瞭になったということ。さらに日本の場合には、ファンディング・コストあるいはリスクに照らして行き過ぎた国債保有があった、これに対して、利益を確定するために債券の入れ替えがあったというような要因。それから三番目には、海外投資家による国債の空売り、株式買いによるものと考えられる。今回の長期金利の上昇はいわば量的緩和政策の最終局面において、行き過ぎた国債保有という事態に直面して、市場参加者が正常な価格形成とは何かということを探し始めた過程ではないかと考えている。その意味では、量的緩和政策が期待していたリバランス効果というのがいわば正常化のきっかけになっているのではないかと考えている。今回の長期金利の上昇というのは行き過ぎた景気の弱気な見方が払拭されて、株価が上昇するという中で、金利上昇があったために景気には悪影響が及んでいないと考えられる。しかしながら、長期金利のみが高騰して実質金利が高くなるというような事態は回避する手立てを予め準備しておく必要があるのではないかと考えられる。勿論、長期金利はそれだけで判断することは難しく、株価の状況あるいは円レート、景気回復の状況等によって様々な変数の中で決まってくるものであるが、一つのチェックポイントとしては日本の自然利子率が1ないし1.5%位であるということを見ると、そうした範囲内に実質金利がなるだけ収まるというように色々な手立てを講ずることが重要ではないかと考えている。特に市場金利の自動安定化機能を強化するために、これは以前から申し上げているが、新規国債の発行に対してオプションを付けて物価連動債にいつでも交換可能である、あるいは変動利付

債にいつでも交換可能である、あるいは最近財務省の方で個人向け発行にその元本の保証というオプションを付けられたが、様々なそうした工夫が必要ではないか。デフレが持続するもとで資金循環の構造的な変化、特に最近では外債保有が非金融部門、民間部門でかなり増加しているが、そうした資金循環の構造も踏まえた最適な国債残高の構成というものはどういふものかというようなことについて、検討を深める必要があるのではないかと考えている。以上のようなことを踏まえると、金融政策運営については、当座預金の残高及び長期国債の買入れを含めて金融政策は前回と同様に据え置くということで良いのではないかと考えている。ただ、今後を見ると長期金利が高騰する、今回、反転があった訳だが、そうした事態がこれからもしばしば起こり得るということではないかと考えられる。ヨーロッパ中央銀行のワーキングペーパーを見ると、主要先進国の中で日本だけが長期の期待物価上昇率のアンカーをもっていない。そういう長期の物価の上昇率についての期待形成が不安定な状況にあるというのは、これはやや不幸な事態ではないかと考えている。そうした観点からも景気の前向きの動きが出ていること、あるいは長期金利が正常な水準を探り始めていふというようなことを考えると、物価安定の数値目標についても早期に検討を進めて欲しいと考えている。以上である。

福井議長

今、政策運営についても発言があったが、一応議論は二段階に分けているので、情勢について意見を出して欲しい。次は、福間委員お願いします。

福間委員

前回会合以降の主な変化としては、世界同時不況、グローバル・デフレという過度の悲観論が各国の相次ぐ政策金利の引き下げ等により後退した。株式、債券相場は従来の流れが変わって株高、債券安となったことが一つである。このような流れによってグローバル・マネーの動きにも変化が出て、高金利通貨の豪州ドル、ニュージーランドドル、さらにはユーロ

から、ドルや、円を含むアジア通貨への資金シフトが行われているという点も大きな変化である。今回の株高、債券安については、これまでの動きの反動に加えて、先行きの景気回復に対する期待に基づくものである。現在、市場はファンダメンタルズを具体的な経済指標等で確認しつつ、株価及び債券価格の落ち着きどころ、当面の適正水準を模索する過程に入っており、潮目が変わったといっても良いのではないかと思う。このような中で我が国については前回会合でセンチメントがインプルーブしていると申し上げたが、その後6月短観、SARSの制圧というややポジティブ・サプライズとも言える出来事もあり、債券・株式市況が大きく変動したということである。海外の方については、米国経済は足許の設備投資に力強さは感じられないというのは従来どおりであるが、個人消費に支えられ、引き続き緩やかな回復基調にあり、金融、財政、為替、各方面からの景気刺激策の効果に加え、株高やSARSの制圧を受けた家計、企業のセンチメント改善も期待されることから、減税が実施され、その効果が出てくる7月以降、すなわち年後半の緩やかな景気回復という標準シナリオの蓋然性は引き続き高いと見られる。こうした中、6月25日のFOMCステートメントでデフレ懸念一色ではなく、ファンダメンタルズの改善にも言及した内容であったことにより、長期金利は大幅に上昇した。今回の金利上昇は冒頭申し上げたように、行き過ぎたデフレ懸念の修正であり、実体経済面への影響は限定的と考えられるが、数少ない景気の現在の牽引役である住宅投資ならびに個人消費への影響については注意を要すると思う。一方、欧州経済については、これまで同様だが、欧州委員会も先週、本年のユーロエリアの成長率の見通しについて4月時点の1%から0.7%に成長率を落とす、あるいは昨夜もシラク大統領が3%制約を弾力化すべきだというような発言、シュレーダーのドイツの通貨発言等、色々軋みが表面化しているという動きも見られ、特にユーロ高の今後の動きによっては、国際的な通貨の動きを誘発することも予想され、この点の動きは注意を要すると思う。アジア経済については、SARSの制圧の影響もあって、既に一部素材価格は上昇し始めているほか、アジア行き旅客機の乗客数が急増

するなど、停滞していた人、物が動き始め、ペントアップ需要は急速に顕在化しつつある。また、アジア各国の株式市場はグローバル・マネーのアジアへの流れ、自国の政策金利の引き下げ等から日米株価と連動する形で急騰しているが、これがアジア通貨下げを通じ、さらなる金利低下をもたらしている。このようにSARS制圧の影響と金利低下の効果がアジア各国の内需拡大に寄与し、SARS問題発生前のアジア域内を中心とする自律的な成長メカニズムを取り戻し始めていると考える。4月の初め、本会合でSARS発生の時、このメカニズムは壊れるのではないかという危惧を持ったが、こういう格好で限定的に終わったことは、アジア経済にとって、あるいは我が国経済にとって非常に良かったと思っている。我が国経済は先程も言った、6月短観やSARSの制圧というポジティブなサプライズによって景況感の改善が進み、最悪期を脱し、先行き不透明感が一段と解消しつつある状態である。こうした状況下、輸出についてはSARSの制圧に伴う、中国、アジア向け輸出の回復と対米輸出の拡大が相俟って、再度伸びを高めていくと期待されている。実際、マクロの指標としてはまだ確認されていないが、6月中旬頃から建設機械、工作用機械、鉄鋼、半導体製造装置等、中国、アジア向け輸出は増加している状況である。また、設備投資についても6月短観や5月機械受注により、大企業製造業を中心に持ち直し傾向が強まっていることが示されている。このため、一時減速した生産は再び緩やかな回復に転ずると予想され、本年4月末に公表した展望レポートのシナリオも今のところ変更する必要はないと考えている。一方、金融資本市場では外人投資家の株式買い、債券売りを中心に株高、債券安が同時に進行し、これは景況感の改善のほか、株価については、前回も指摘したが、りそな銀行へのセーフティネット発動により、金融システム不安がひとまず後退したことや、為替介入警戒感から円/ドル相場が何とか安定を保っているということが作用しているものと思う。長期金利については、これまでの経済指標等を見る限り、当面現在の1%内外の水準を大幅に上回る金利上昇は予想されず、仮に今程度の長期金利の上昇に止まれば、一方で株高となっていることから、トータルで見れば金融機関、

企業への打撃は今のところ少ないとみられる。長期金利の上昇はイールド・カーブの正常化を通じ、銀行の長短金利差に基づく利益拡大にも資するというプラス面も期待されている。この間、短期金融市場は本行の早め早めの中間期末、年末越え資金を供給する、余剰があれば吸収するという市場ニーズにマッチした金融調節を実施していることが奏効して、非常に安定している。ただ、金融システム不安が足許はひとまず後退しているとは言え、金融審議会における公的資金の予防的注入や繰延税金資産の取り扱い等の議論に一時期の勢いが見られないのではないかと感じているが、不良債権問題の早期解決策は引き続き課題として残っている。当行としては、今後、中間期末越え資金の調達が本格化していく中で短期金融市場の安定を確保していくためにも、また債券相場に落ち着きを取り戻すうえからも市場に潤沢に資金を供給するという現行のレジームにぶれないことをオペを通じて市場に伝え、時間軸効果を再認識させていくことが重要ではないかと思う。以上である。

福井議長

中原委員、お願いします。

中原委員

景気の現状判断だが、総じて横這い圏内ということで、ただ先行きの不透明性、それから下方リスクの現実化の懸念がやや薄れてきたかなという気がする。ただ、現在の景気の先行きについてのメインシナリオ、これは米国経済の回復にかかるという構図は基本的に変わらない。国内の状況としては、輸出が若干持ち直したこと、大企業製造業を中心にポジティブな指標が散発的ながら出てきている、あるいは企業業績では引き続き回復過程にある、消費は雇用や所得の環境悪化に歯止めがかかりつつあるというようなこと、こういうような実体経済面の動きに加えて、長期金利の上昇も水準の訂正という域に止まって、市場のファンダメンタルに大きな変化はない、株価の底が上がってきている、世界的なデイスインフレの政策対

応が進んで来て、日本の外部環境としてさらなる悪化要因が薄れつつあるということなどを挙げておきたいと思う。この間、海外の実体経済についてはなお不透明要因が残っている。すなわち、米国経済は引き続き緩やかな回復ということだが、企業、特に製造業の収益改善はまだ不透明であるし、雇用環境、設備投資の回復も具体的な兆しはない。欧州はユーロ高もあり、ここへきて停滞色が若干強まってきたという感じがある。アジアでは、中国は生産輸出が伸びておりSARSの影響もあまり感じられないが、シンガポール、韓国等NIEs全体ではモメンタムは弱まっている。以上、総じて実体経済に大きな変化を感じさせるものはない。この間、株式市場の活況を裏付けるものは実体経済面にはないということである。日米欧における同時的な長期金利の上昇も、その主因は過度のデフレ懸念への反動、金融緩和に対する過剰な期待感への反動、こういうものだろうと思う。ただ、ここへ来てマネーの流れがリスク選好を強めている感じがあり、年度後半の実体経済の改善を先取りしているというものかどうか、まだ確認はできないが、長期金利の先行きを占ううえで重要なポイントだと思う。このような中で、先行きのリスク判断に関するポイントとして三つの点を挙げておきたいと思う。まず、米国だが2001年の初めからの大幅な金利の引き下げ、減税、こういうような景気刺激策が消費を支えてきたが、イラク戦争の終結、あるいはSARSの懸念が薄れるというような不透明要因がなくなっているにもかかわらず、企業の投資活動が活発化していかない、その理由は何か。単なる循環的な要因だけでは説明できないのではないかという気がし出している。構造的な問題があるとすれば、この第2四半期で雇用調整し設備稼働率も上昇していく、そして第3四半期から巡航速度、潜在成長率を上回るような経済成長の軌道に戻るという見通しはやや楽観的過ぎるのではないかという気もしている。二点目は各国共通して見られる株価の上昇だが、実体経済の改善の裏付けがないという中での上昇であり、脆弱さは否定できないと思う。米国株式は第2四半期の企業業績発表を控えて、今後、相当ナーバスになるのではないかと思うし、日本での株価も底は上がってきたが、不良債権処理あるいは企業業績動向に

よって未だ不確実さが強く残っている状況だと思う。今後の株価動向はこの辺のポイントが影響するところが大きいという感じがしている。三点目はグローバルな株価の上昇、債券市場からの資金シフト、欧米間のM&Aの活発化の兆し、こういうものを見ていると、投資家のリスク回避志向は段々と弱まってきている、資金移動が活発になってきているように思うが、このような動きは得てして為替レートや市場金利をオーバーシュートさせる、あるいは、実体経済と乖離した変動をもたらすということで、実体経済と市場との相互作用のリスクというようなものも注意していく必要があるのではないかと思う。いずれにしても、景気回復過程の踊り場にあるということだが、今後どちらの方向に動き出すのか、いわば転換点に差し掛かりつつあるということである。長期金利の動向については、政策のところで合わせて申し上げる。

福井議長

須田委員、お願いします。

須田委員

金融経済情勢については、やや弱含みであった輸出が均してみれば横這い圏内に戻り、かつ先行き不透明感も後退していることから、総括判断としては、「景気は横這い圏内の動き」ということで良いと思う。景気判断としてはやや下方修正したものをやや上方修正して、元に戻すということが適当だと思う。以下では展望レポートでリスク要因として挙げている海外経済の動向と金融資本市場の動向について述べておきたいと思う。

海外経済動向については、何と言っても米国経済が重要である。米国景気の現状は、個人消費を中心に引き続き回復基調にあって、IT関連の設備投資にも動意が見られるが、設備投資全体としては低金利、株高、ドル安という超金融緩和状況のもとでも力強さを欠く動きとなっている。また、雇用環境は悪化を続けている。従って、地政学的リスクの後退など不確実性も低下しているものの、依然として生産・所得の拡大モメンタムは弱い

状況にある。先行きについては、市場が描いている回復シナリオは楽観的過ぎると思うが、それが実現可能かどうかについての判断材料として、また、より一層のデフインフレーションの可能性について、今晚のグリーンズパン議長の見解とFOMCによる今年と来年の実質GDP成長率、PCEデフレーター上昇率、失業率についての公式経済予測値、4～6月期の企業業績発表などに注目したいと思う。市場より弱めの可能性が高まると、当然のことながら株価等資産価格に影響が及ぶので、その点からも米国経済の回復度合いについて、注意深く見守っていきたいと思う。なお、米国経済の年後半の回復には減税など財政政策の効果が織り込まれている。しかし、減税効果がどの程度地方財政の増税で相殺されるか、減税によって民間支出がどの程度増えるか、増えたとしても、そのうち外国からの輸入に向かう部分はどの程度かなどを考えると、その効果は特に長期金利の上昇を伴った場合には、あまり期待できない可能性があるため、注意が必要だと思う。

次に金融資本市場の動向について見ておきたいと思う。まず、株価の持ち直しについては、マインドに与える影響が大きく、かつ金融システム不安が後退する効果は大きいと思う。とは言え、株価は1年前に戻っただけなので、今次株価上昇を現時点で見極め、評価することは困難であり、今暫く静観する必要があると思う。長期金利については、前回会合以降、急上昇した。このような調整のきっかけとして、高値警戒感のもとでの入札の不調や米国金利上昇などが挙げられているが、必ずしも明白なものではなかったために、どのような調整を辿るのか見通しにくい面もあったが、長期金利は足許、水準、ボラティリティともにやや低下し、マーケットは落ち着きを取り戻しつつあるように思う。この間、短期金融市場は落ち着いていた。社債発行市場では様子見姿勢が若干強まったために社債スプレッドが少し拡大したが、気になったマーケットでの波及効果はこれまでのところ、この程度だということだと思う。また、その間の長期金利の上昇、変動が企業金融面を通じて実体経済に与える影響は軽微なものに止まっていると思われる。昨日の説明にもあったが、そもそも長期金利連動

型貸出が、貸出残高全体に占める割合は高くなく、そのうえ、設備投資がこのような金利変動にあまり反応するとは考えられない。それは当面の設備投資の主役である製造業大企業は、自己資金で設備投資を実施しているほか、中小企業の借り入れ金利水準については、マーケットの金利動向が反映されるというよりも、信用コストの上乗せを迫られていることの方が影響が大きいと考えられるからである。こうした中で、当面警戒すべきことは長期金利の上昇が金融機関の保有国債の価格下落に繋がり、金融システム不安の再燃を惹起させるようなマーケットの混乱である。この観点から金利の動向を注意深く見守っていきたいと思う。最後に、グローバルな資金の流れを巡るリスクに触れておきたいと思う。日本の経常収支の黒字幅は若干拡大している一方で、グローバルデフレシナリオに沿って外債等に投資されていた資金が、株価上昇、金利上昇に伴い国内投資に転換される可能性がある。外国人投資家の積極的な本邦株式投資ももう少し継続するとも言われている。これらは国際収支の黒字を増大させ、円高要因となる。ただし、実際には積極的な為替介入による円売りと輸出業者による円買いとに挟まれて、円／ドルレートが非常に安定的になっている。今後もこのような状況が続くと、為替レートのボラティリティも低くなり、かつ為替レートの予想変化率も無視できるようになる。円売り介入が多ければ、為替リスクは民間から介入当局に移転する。とすると、米国での金利の上昇のショックは為替レートの変動というクッションが働かないため、そのまま日本の金利の上昇に繋がる。それに止まらず、内外期待収益率格差であるリスク・プレミアムを低下させ、場合によってはより一層日本の金利上昇をもたらす可能性がある。当たり前のことだが、介入当局は海外金利ショックを為替レート変動で吸収しないようにすると、国内金利に跳ね返るリスクが大きくなるということも頭に入れておく必要がある。以上である。

福井議長

田谷委員、お願いします。

田谷委員

このところ、内外の金融市場において様々な動きが出てきたが、全体として見れば、日本経済の回復を示唆する、あるいは支持する動きが大きくなってきたように思う。もっとも、米国経済の回復は依然として力強さに欠け、楽観できないところがある。まず、その米国だが実体経済面ではあまり良い指標は見られなかった。個人消費は緩やかな増勢を続けているが、消費者コンフィデンス指数の改善が一服し、横這いとなっている。住宅投資は依然として堅調だが、需要の先食いといった側面が出てきているようである。設備投資はIT関連投資が増勢を続けているが、全体を力強く牽引するには、力不足のようである。最近のISM指数や非農業雇用者数の動きも強くも弱くも解釈できるものである。ただ、IT関連投資、あるいはIT事業全体についての先行きについては、期待が強く、ハイテク株主導でナスダック株価指数は上昇している。また、このところ、長期金利が強含みとなり、米ドルも堅調である。こうした市場の動きからすると、米国経済の先行きについての見方は、全体としては、現在のところ若干上向きと解釈できると思う。雇用の動き、IT需要関連の指標に注目していこうと思う。アジア経済については、足許、輸出・生産の増勢鈍化が見られるが、SARSの影響は一般的に考えられていたよりも限定的であったようである。また、この点は福間委員と似た感じを持っているが、中国を中心とした東アジア経済の拡大モメンタムはかなり底固いようである。輸出市場としての東アジア経済は今後、改善が期待できると思う。最近、人民元の切上げが話題となり、年内の為替変動幅の拡大を予想する向きもあるが、仮にそうなったとしても、そのインパクトは小さいものに止まり、大勢に影響はないと思われる。国内経済情勢については、ほとんど他の委員と同じで、横這い圏内の動きということで良いと思う。足許、個人消費関連指標に弱さが目立つが、各種サーベイ調査からして設備投資は緩やかに回復しつつあると思われる。企業収益が改善傾向にあるし、機械受注統計なども上向きである。こうした中であって、前回会合以降も株価の上昇と

長期金利の上昇が見られた。株価は4月末以来、日本経済に対する行き過ぎた悲観が是正されたことで、外国人主導で上げてきた。こうしたセンチメントの変化のきっかけは、りそなグループへの公的資本の注入、東アジアにおけるSARSの沈静化と5月の日本の貿易統計、為替相場の安定、それに日銀の短観などが考えられる。長期金利の上昇もこれまでのところ、下げ過ぎの調整といった側面が強いと思うし、欧米金利の動きや株価の動きと整合的なものである。この点は武藤副総裁も触れられた点である。こうした金利の動きは、先行き見通しと整合的なものと考えられる。また、これまでのところ、これも何人かの方、武藤副総裁、福間委員も触れられたが、金融機関のバランスシートへの影響などを考えてみても、全体としては株価上昇のプラス効果が金利上昇のマイナス効果を上回っているように思う。今後は金融市場の動きを注視するとともに、実体経済面では輸出・生産がいつどの位回復してくるかに注目したいと思う。以上である。

福井議長

次に、植田委員お願いする。

植田委員

全体の判断としては、皆さんと同じだが、経済が横這いを続ける中で先行き不透明感が若干低下したが、依然としてかなりのダウンサイド・リスクが残っているということで宜しいかと思う。若干下方修正したのを微妙に元に戻すという感じだが、威張って上方修正という程でもないのかなというふうに思う。こうした感じは世界的にやや共通かなと思う。そういう中でここ数週間は景気循環に敏感と考えられている、あるいはベータが高いと見られている日本を含むアジアの株式が買われている一方、先行して買われたアメリカの株は調整局面に入っている。さらに債券は全般的に調整局面に入っているということかと思う。こういうふうに世界的に株、特に債券の動きが連動するという中で、日本の投資家の動きもキーになる役割を果たしたということも判明したかと思う。アメリカについては何人

かの方が言われたとおりだが、消費、住宅投資が依然として強い中、強さが持続している中で、サーベイ調査等を見ると、ソフトを含めたIT関連の設備投資もやや下げ止まりの気配が出てきているということだと思う。ただ、在庫投資と雇用が弱いという感じである。在庫投資がゼロ位へ戻るだけでもそこそこの成長率になる位のデータではないかと思うし、他方、雇用が弱いということの家計の支出行動への今後の影響が若干懸念される。いずれにせよ第2四半期はやや弱いというデータになろうから、第3四半期の動向を見ないと何とも言えないということかと思う。アジア、ヨーロッパ、日本の実体経済については、皆さんが言われたことにあまり付け加えることはない。全般的にIT関連の一部に動意が見られる訳だが、これはどの程度の持続性を持つものなのか注意をして見ていかなければならないということかと思う。長期金利の動きの背景、その影響等についても皆さんの意見にあまり付け加えることはない訳だが、ただ株が上がっているから長期金利が上がって良いのだというふうに喜んでどうかと思う。今後、金利の水準に若干のリスク・プレミアムが当面乗ってくるということは否定できないだろうし、これはかなり先に現在の金融政策からのイグジットがあるということは今考えれば、良い面もあるかもしれない。他方、勿論金利が上がったということは、ある種のリバランス行動の結果という面もある訳だが、しかしポートフォリオ・リバランス効果はかなり極端な長期金利の水準の低下を起点として発生していたという面もある訳だから、これに今後若干のブレーキがかかるということも予想される。この二つの効果等の綱引き、あるいは現在のやや不安定な投資家心理が一段の金利上昇に結びついてしまうリスク等は注意して見ていきたいと思う。以上である。

福井議長

それでは最後に春委員お願いする。

春委員

国内の指標についてはこれまでほぼ5月の指標が出揃ったという段階かと思う。4月までは輸出、生産、消費とも弱めの指標が多かったように思うが、5月は実質輸出、機械受注など強めの指標が見られるようになった。引き続き弱めの雇用、消費等の指標と総じて見れば、昨日のご説明にもあったように全体として横這い圏内の動きを続けているという見方で宜しいと思う。一方、先行きについては、米国景気の持続性とか国内の長期金利の動きなど懸念材料はあるが、6月短観で示された製造業大企業を中心とする業況判断や収益見通し、さらには昨日のご説明の中にもあったが全規模全産業で2003年度のソフトウェア込みの投資が前年比0.0%、この時点で0.0%というようなこと、あるいは9千円台後半まで回復してきた国内株価、あるいはWHOによるSARS終息宣言など、下振れリスクはさらに減少しているといってお宜しいのではないかと思う。従って4月末の展望レポートで示した標準シナリオに対して、回復の時期は若干遅れるとしても概ねこれに沿った動きとなっているのではないかと思う。まず生産だが、鉱工業生産は4月のマイナスから5月は前月比+2.6%と上昇に転じて、4、5月通算で見ても前期比+2%とプラスになった。製造業の稼働率指数も4月の95.1から5月の97.3と、相当の上昇になった。これも設備投資に繋がる可能性のある動きとして注目したいと思う。いつも申し上げて恐縮だが、6月の産業用の大口販売電力量は、まだ東京電力のデータしかないが、前年比+2.3%で11か月連続でプラス、設備の状況を示す契約電力は前年比-0.8%、こちらは16か月連続でマイナスだが、マイナス幅は着実に縮小しているという状況である。東京電力の原子力は7月11日に3基目の運転を再開した。残る14基のうち4基程度是非運転を再開したいということで、政府のご支援も頂いて努力をしている状況ということである。消費については、5月は天候要因もマイナスに働いたようだが、全般的に不調のように思った。一方雇用関係では5月は昨日のご説明にあったように、それぞれ一時的要因とか特殊要因があって楽観はできない訳だが、労働力調査の雇用者数が下げ止まっているとか、毎月勤労

統計の一人当たり名目賃金が2年ぶりに前年比プラスになっている。さらに日本経団連等の調査による夏の一人当たり賞与が2年振りに前年比プラス、こういったような動きがあつて、これも6月以降の動きに注目をしたいと思っている。金融市場については、長期の債券市場で6月12日まで一方的に低下を続けてきた長期の利回りの反転がさらに進んで、1.16%まで戻した後、昨日は1%とまた戻っているという状況である。今回の金利上昇でこれまで一方的な金利先安感があつた訳だが、これが一旦修正されて蓄積されていた大幅金利上昇圧力は、取り敢えず若干減少したということではないかと思っている。新発10年物国債の利回りが1%程度で安定すれば、株高もあつて金融機関経営への影響は小さいと認識しているが、今後神経質な動きになることが予想される中で、さらなる金利上昇の可能性もあるので、マクロ、ミクロの金融機関経営への影響やあるいは貸出や住宅ローン金利の上昇による投資や消費への影響など、注意深く見ていくことが必要かと思う。なお、長期金利は大きく反発しているが、日銀による先見のかつ機動的なオペの効果もあつて、短期金融市場への影響は限定的で、概ね平静な動きが続いていると思う。リスク要因としてはまず一つ、米国経済だが、堅調な消費が続く一方で6月の失業率が拡大し、5月の生産や設備投資に関する指標が引き続き弱いことから、FOMCによる利下げや堅調な株価にもかかわらず、年後半の回復の力強さに疑問が持たれているという状況かと思う。その中で、6月のISM指数で製造業、非製造業とも前月比改善した訳だが、特に非製造業の改善が顕著だった。また6月は非農業部門雇用者数が前年比3万人の減少ということで、製造部門の減少は大きかった訳だが、建設部門とか人材派遣、ヘルスケアなど、サービス部門が増加しているということが今後どう推移するのか注目したいと思う。7月10日のブルーチップの予測では、実質GDP4~6月の年率1.9%から7~9月は3.6%、10~12月は3.8%と、高い伸びを予測している。追加減税策の効果も含めて今後出てくる指標に注目したいと思う。最後に国内の株価だが、前回会合以降も引き続き連日10億株を大きく上回る出来高、昨日は大きくは上回らなかったようだが、それに伴って上昇して

9千円台後半までで推移をしている。引き続き買いの中心が外人投資家であって、株価も海外株価の影響を受けて上下するという状況は概ね変わっていないが、個人や国内投資家の売買も増加しているようである。株価の変動は、金融機関の経営のほか、これも昨日のご説明で日本の場合影響は相対的に小さいというご説明だったが、企業の投資行動、あるいは家計の消費活動にも影響するので、長期金利の動向と合わせて注目をして参りたいと思う。以上である。

福井議長

ありがとうございました。一通りご意見を頂戴して、私の感じているところとも非常に共通のところが多いという印象を持った。前月以降明らかになった経済指標、その他のデータから見る限り、日本経済の基調は横這い圏内。ただ幾つか明るい兆しを窺わせる変化も見られるということではないかと思う。幾つか明るい兆しというのは、第一は輸出、4月にちょっと弱めになっていた輸出が5月にはまた少し持ち直したということである。アメリカ向けはこれからアメリカ経済次第というところがあると思うが、アジア向けについては、新型肺炎の影響が軽微なものに止まる蓋然性が非常に強くなったということが大きいのではないかという気がする。日本の輸出環境一般ということになると、海外情勢の今後の展開次第ということになるが、少なくとも現在までのところ不透明感は後退してきている。実態的にこれからどうなるか、株価とか長期金利の共通した上向きの動きが本当に良い方向を示唆しているのかどうか。まあしかし、株価や長期金利など市場の動きが今後の良い方向を示唆しているとすれば、より心強い材料ということになる。第二は企業の設備投資だが、6月短観で見ると、製造業を中心にこの時期としては比較的堅調な計画を立てている。それから機械受注、先行指標も増加しているということで、これも、良い材料ということになるかと思う。三つ目は、企業マインド。企業の景況感といっても良いのだろうか。株価上昇を好感したところが大きいのではないかと思うが、短観で見ると、製造業大企業を中心に改善した。こうした良い

点を踏まえて考えると、当面の景気判断については横這い圏内の動きを続けているが、上方修正というと確かに植田委員がおっしゃるとおり、オーバーステイテッドになってしまうが、ニュアンス心持ち上向きという感じなのかなという気がしないでもない。ただ、注目点は、個人消費が基調的に変化はないとはいいながら、足許やや弱い指標が見られる。今後とも厳しい雇用ないし所得環境が続くことを考えると、実際に出てくる動きは弱めで推移し続ける可能性が高いように感じられる。また、設備についても、計画は比較的高い、先行指標も良いということだが、いつ頃から本当に表立って投資の実行が目立って出てくるか、表面化してくるかが気になるし、大企業製造業中心の計画がやや突出しているのも、これが非製造業、中小企業の設備投資までどれ位裾野を広げて出てくるか、これらが今のところ不確定要因として止まっているのではないかと感じている。海外の情勢は現状どうしても前提条件になりがちだが、繰り返して申し上げれば米国の状況がやはり一番大切。株価が上昇していても、企業マインドがいまひとつ前向きにならない、このギャップが非常に気になるということである。金融面では短期市場は引き続き極めて落ち着いた状況が続いている。一方、株価、長期金利についてはかなりの動きが見られるということだが、いずれも地合いはかなり不安定で、今後の動きを注目しなければならないと思う。特に長期金利の動きについては、直近の動きは市場参加者の中長期的な経済物価見通しが大きく変わった訳ではないという前提で見ると、大幅低下後の市場における自律的な調整、行き過ぎた悲観論の後退という、皆様ご説明のとおりの方が強いのではないかと思う。長期金利の動きは、恐らく今後も色々な形で出てきて、その中からかなり大きな政策的なインプリケーションを引き出せるのではないかと思っている。今後、我々として一番注目しなければならない点ではないかと思う。取り敢えず私自身も感じていることを含めて申し上げさせて頂いたが、引き続き金融経済情勢について追加的なご意見があればお出し頂きたいと思う。

福間委員

質問だが、須田委員が先程おっしゃった介入と長期金利の関係、ちょっともう一回、大体分かったような気がするのだがお願いします。

須田委員

簡単に言ったら、為替が動かないのなら国内金利は海外金利の影響をそのまま受ける。輸出業者が昨日説明があったように、118円とか119円のところでどんだんドルを売っている一方で、介入レートもそれとたいして違わない。その結果、すごく狭い幅で為替レートが安定的に動くということが、市場のパーセプションになってしまうと、固定為替レートと同じようなことも起こり得るということである。しかも、為替レートが動かないということはリスク・プレミアムを減らしていくし、介入を沢山すれば民間の持つ為替リスクを当局が負担するということでもリスク・プレミアムは減るということで、内外期待収益率格差であるリスク・プレミアムも小さくなるから、場合によっては国内金利へのインパクトはより大きくなる。

福間委員

というのは何ですか。エネルギーを溜めればボンと、いざという時に動くということか。今はそういうことですよ。

須田委員

然り。その可能性があるということである。

福井議長

その場合は、逆に金利が動く時に、特に長期金利に跳ねる時に、長期金利の市場では、市場参加者のポートフォリオがかなりディスターションを含んでいるとすれば、また別のリスク・プレミアムを引き起こす。

須田委員

勿論それはある。為替介入をする時に、為替レートを非常に安定化させるような格好でやっている、そっちにはすっかり気をとられていると、結局そこでは成功したと思っているかもしれないが、金利の方で大きな影響を受けるかもしれないので、やっぱり全体を見ながら政策をやっていく必要がある、ということを書いたかった。

福井議長

他に宜しいか。ちょっと早いのだが、ここでコーヒープレイクにする。15分から再開する。

(午前10時2分中断、午前10時15分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

それでは会議を再開する。それでは討論の第二ラウンドということで、次回の政策決定会合までの金融政策の運営方針についてご意見を表明して頂きたいと思う。改めて武藤委員から願います。

武藤副総裁

経済情勢については先程申し上げたように、横這い圏内という大枠の中で若干の上方修正という格好であろうかと思われる。若干のという意味は、前回の下方修正と合わせ考えて上方修正ということである。解釈としては妥当かなと思う。従って、金融政策運営については、現在の調節方針を続けるということで良いと考える。そのうえで、最近の金融市況の動向などを踏まえて二点ばかり申し上げたいと思う。まず第一点として、中長期の問題だが、政府、日銀、民間が景気の本格的な回復とデフレ克服を目指して今努力を続けている訳だが、こうした姿が多少具体的に展望されるというようなことになれば、当然長期金利がさらに上昇するということも念頭

に置かなければならないと考えられる。その際に、経済が多額の国債を抱えているという状況のもとで、まず第一に長期金利の上昇がリスク・プレミアムの拡大を伴う不安定な形で生ずることがないかどうか。第二にそうした金利上昇が金融機関の収益面、さらには企業金融面へのマイナスの影響と相俟って景気回復を阻害することがないかどうかということが留意点となろうと思う。この問題は景気回復を実現する過程での金利上昇のコストをどういう形で吸収していくか、経済全体で吸収していくという広い観点から捉えるべきであると思う。その際には、中身は色々考えられると思うが、経済全体のリスク管理という観点が重要であると考え。それから第二の視点として、当面ないしは短期的な金融政策運営という観点だが、まず第一に現時点で海外経済の回復の展望が必ずしも明確になっている訳ではないということ、第二に我が国の輸出や生産、消費は横這いという状態で、物価は依然としてマイナスであるということ、第三にいわゆる構造問題も依然として多く抱えているという現状を踏まえると、景気回復とデフレ脱却がはっきりと展望できるまでにはなお時間がかかる可能性が高いのではないかと思われる。従って、少なくとも当面は量的緩和の枠組みのもとで時間軸効果を活用しながら緩和的な金融環境の維持に努めると同時に、波及メカニズムの強化の余地を模索していくということが政策対応の基本になると考える。以上である。

福井議長

岩田委員、先程おっしゃったこと以外に追加的にあったらどうぞ。

岩田副総裁

先程申し上げてしまったので追加的に二点程申し上げたいと思う。一つは景気の判断については、やはり先行きに明るい兆しが先月よりはみられるのではないかと考える。それから、これまでの金融政策の緩和、量的緩和政策について当座預金でいうと5兆円、3兆円と、4月、5月、景気がやや弱含みになる中で、量的緩和を行った。そしてそれが介入政策と同時

に行われたという点。さらに、日本だけではなく、アメリカ及びヨーロッパの中央銀行も、これも利下げの方向に動いた。グローバルな意味でもいわば緩和基調の政策が採られたというようなことが、いわば相乗効果を持ったのではないかと考えている。単独に日本が採った場合よりもより効果は大きかったのではないかと考えられる。だから、グローバルな観点、あるいは国外経済の状況、こういうことを考え合わせて、二回の量的緩和政策というのはかなり有効性が高かったのではないかと考えている。株価の現在の上昇というのはいわばそうした金融緩和に支えられて今も上昇を続けているということかと思うが、1万円台辺りで一度この緩和による株価高というようなのが一服する可能性があるのではないかと考えている。以上である。

福井議長

福間委員、お願いします。

福間委員

前半のパートで申し上げたように短期金融市場は、長期金利の大幅な上昇にもかかわらず、本行が市場のニーズにマッチした金融調節を行っていることが奏効し安定した動きになっている。もっともマンスリーものの長めの資金取引は一部のDDを除いて成立しがたい状況に変わりはなく、中間期末が近づく中で、銀行株に動揺が見られると市場のムードも悪化する可能性も残されている。また債券市場については、未だ相当のロングポジション状態にあり、また銀行が同じようなポジション管理を行なっていることから、一旦相場が下落し始めるとその動きが加速してしまう危険性はある。このような状況のもと、市場参加者は債券の売りに繋がることには些細なことでも過剰反応する状態で非常に神経質になっている点も十分留意する必要がある。以上を踏まえると、当面の金融調節方針については、まずは現行の量的緩和政策レジーム、すなわち金融市場調節の主たる操作目標を当預残高とし、その残高を27兆円から30兆円程度とすること

と、二番目はコアの全国消費者物価指数の前年比上昇率が安定的にゼロ以上になるまで、量的緩和政策を継続することを、市場に対してオペを通じて緩和姿勢の継続と時間軸効果を再認識させていくことが重要ではないかと思っている。具体的には、現行の当預残高目標値のもとで、手形オペを中心にしてオペ期間を適宜1年まで拡大しながら、中間期末、年末越え資金の供給に努めるとともに、当預残高目標値との関連で必要があれば短期のオペを組み合わせるツイスト方式で対応することが適当と考える。ここで、債券相場について一言申し添えたいと思う。先程述べたように、債券市場の参加者は売り材料に極めてナーバスである。もとより債券相場の水準調整は市場に任せるべきであり、現在のように極めて不安定な相場地合いにある時には、我々中央銀行も金融緩和の継続が債券相場の安定化に資するというルートに期待して量的緩和政策を粛々と進めるとともに、債券相場に悪影響を及ぼす可能性がある事項については、対外的な発言や本会合での取扱いに慎重を期す必要がある。債券相場が不安定化する一方で、世間ではいわゆる出口政策をことさらにプレーアップする傾向が見られ始めたので、リスク・プレミアムを必要以上に誘発しかねないためにも敢えて申し上げる次第である。以上である。

福井議長

中原委員、お願いします。

中原委員

現状の調節方針継続で宜しいかと思う。長期金利について先程触れなかったので一言申し上げたいと思うが、今回の金利とボラティリティの上昇、幾つかの偶発的要因が重なってリスク・プレミアムが一時的に拡大したものであるということで、期待インフレ率の上昇や期待成長率の上昇を意味するものではないと思う。当面、長期金利の方は、1%弱位の水準で落ち着く気配を示しているが、このような水準で实体经济に直ちに悪影響が出たり、金融機関収益に多大な影響が出るとは思わない。銀行にとってはむしろ

ろこの位の水準というのは、ALM収益から見て、ロールダウンの収益とか、キャリー収益を上げていくためにはむしろ望ましい水準という受け止め方もされているようである。ただ、今後の動きについては考慮すべきポイントは幾つかあろうかと思うが、四点程申し上げたいと思う。まず長期金利は必ずしもその落ち着き先がまだ十分に確認された訳ではない。さらに注視していく必要があると思う。特に年末にかけて政治要因も絡み、また補正予算の可能性などむしろ金利高方向への需給プレッシャーがかかる可能性があると思うので、注意が必要かと思う。また、市場では現在の量的緩和のイグジットを意識した動きも感じられ始めていて、今後長期金利はともすればナーバスな動きを見せる懸念が残ると思う。第二点は、景気実態面、あるいは金融機関の経営への影響が大きな、やはり中期ゾーンの金利がポイントだと思う。今後単に長期金利と言うよりは、イールド・カーブ全体の形状、特に中期ゾーンの金利水準に注目し、時間軸の効果の及び方について注意を払っていく必要があるのではないかと思う。今回の動きを米国の長期金利上昇の流れと重ねあわせて見ていくと、やはり中央銀行としてマーケットとどういう対話をするのか、どのようなメッセージを発するべきであるのか、というような点について私としてもまだ回答を持っている訳ではないが、考えさせるところが多くあるように思う。三点目は現在の長期国債の買切りはあくまで流動性供給の補完手段ということであるが、今回の動きは現在の量的緩和をイグジットする場合に生ずるであろう長期金利のボラティリティの上昇に我々としていかに対処すべきかを考えさせることになったように思う。量的緩和の出口政策において期待を安定化させるために、どういう手法を考えるべきであるのか、積極的に取り組んでいく必要があると思うし、長期国債買切りのテクニカルなオペの手法も含めて研究をしておく必要があるのではないかと思う。四点目は、政府の方でも新規財源債、来年度の増加も踏まえて、また实体经济の回復につれて、金利情勢の変化も展望して、超長期債の発行とか物価連動債が検討されている模様だが、現在デフレの克服の道筋が十分にたっているとは言いがたい訳で、量的緩和継続、これは必要な条件だと思うが、こ

の中で長期国債の買切りを今後さらに増やさなくてはならないような状況も出てくることは可能性として否定できないと思う。引き続き買切オペの位置づけというものは、出口政策と合わせて十分考えていく必要があるのではないかと思う。以上である。

福井議長

須田委員、お願いします。

須田委員

金融経済情勢については先に延べたとおり、展望レポートの標準シナリオに沿ったものであると判断している。当面の金融調節方針は現状通りとすることが適当であると思う。以下では中長期的な観点から長期金利の上昇への対応の在り方について意見を述べさせて頂きたいと思う。

長期金利が急上昇した局面において、市場では日銀の長期国債買切オペ増額など、何らかの相場下支え策を期待する声の一部に聞かれた。中には消費者物価前年比が安定的にゼロ%以上になる場合のイグジットのあり方、さらにはその場合の国債管理政策のあり方と金融政策の関係など、非常に難しい論点にまで視野を広げ、日銀でそのような議論が直ぐにでもはじまることを期待する意見もあった。長期金利をコントロールすべきといった議論に対しては日銀はこれまでも「日銀は長期金利をコントロールできない」という見解を示してきた。私も基本的にはこのような考え方を持っている。変動為替レート制度のもとで市場介入によって為替レートをコントロールできないのと同じだと考えるからである。それでも敢えて長期金利を本気でコントロールしようとするれば、為替レートの場合に固定相場制に復帰することと同様に、レジームの根本的な変更を必要とする。固定相場制のもとでは物価安定のために、柔軟に金融政策を運営する自由度が失われる。同様に、長期金利を固定しようとするれば物価の安定を含めてその他の目標を実現するために必要な自由度が失われるだろう。しかも固定相場制の維持と同様に経済のファンダメンタルズからかけ離れた長

期金利を維持しようとする程、それがいよいよ不可能になった時の反動とダメージが極めて大きくなると思う。

「長期金利をペッグする」というと、1940年から50年代の米国の国債管理政策とF e dの政策運営が思い起こされる。当時の米国の政策運営を勉強すると、第一にそもそもファンダメンタルズからかけ離れた長期金利を維持することは困難であること、第二に、一旦長期金利支持政策を採用するとファンダメンタルズが変化してもそれを廃止することが政治的に非常に困難であることが分かる。また、1942年から50年までの9年間にF e dのバランスシートは1.9倍、マネーサプライは2.4倍に増大したが、この間C P Iは年によって前年比15%近く、平均でも年率6%弱で上昇しており、中央銀行の目から見れば、物価の安定が維持されていたとは言えない。F e dのマーチン議長は1953年、ビルズオンリー政策を採用するに当たり、「国債管理政策に便宜を図るためにF e dが市場に介入すると、市場参加者はF e dの出方を予想しなければならず、金利水準、金利体系は自由な市場の需給によって決定されるものではなくなる」として、長期国債市場への介入が市場機能を低下させたという認識を示している。長期金利をペッグしようとする以上のような問題は当然、現在の世界でも生じるが、1940年から50年代に掛けての戦時体制とそれに続く管理色の強い時期に比べて、国債市場取引がはるかに高度化、グローバル化している今日の方が問題は大きくて複雑であると思われる。このように考えると、仮に多くの人々が懸念する財政規律の喪失とソブリンリスクの上昇という問題がなかったとしても、長期金利のコントロールを念頭において、長期国債買切オペを増やすことに伴う問題は中央銀行にとっても、また政府にとっても極めて大きいと言わざるを得ないように思う。その意味において、今回長期金利が急上昇する局面において、日銀が何とかしてくれるといった安易な期待を高めずに済んだことは意義深いと思う。他方、いつの日か、現在の金融政策運営の枠組みの変更が市場参加者の視野に入ってくる局面では、インフレ期待を安定化させること、また長期金利の跳ね上がりをできるだけ回避することが極めて重要な、そして困難な課題になるこ

とは確かだろう。そこで政策委員会としては、執行部と協力して対応策の検討を進める必要があると思う。もっとも金融政策決定会合は基本的に当面の金融調節方針とその背後にある金融経済情勢に関する基本的判断を議論する場であると考えている。万一、この場でまだかなり気が早いと思いつつもイグジットを視野に入れた議論を活発に行い、その情報が対外的に示されることになると、市場関係者の金融政策運営に対する予想をかき乱し、無用な憶測を招き長期金利を上昇させる恐れがある。従って、ただ今申し上げた論点を含め、中長期的な観点からの金融政策のあり方についての議論は、当面の措置を巡る議論と混同されないような形で行う必要があると考えている。以上である。

福井議長

田谷委員、お願いします。

田谷委員

金融経済情勢は足許若干好転している。米国経済の先行きに関しては不透明感があるものの、先行き輸出、生産の拡大によって経済に前向きな循環が出てくる確度は高まってきているように思われる。消費者物価下落率の縮小は短期的には期待できないと思うが、緩和手段が限られているもとでは現状の金融調節方針を維持することにしたいと思う。長期金利が上がったことの影響は今のところ、小さなものに止まっていると思う。短国レート、ユーロ円金先レートが若干上がった。長期金利のボラティリティが上昇したし、クレジット・スプレッドも若干拡大した。長期プライムレートが上がったし、また住宅ローン金利にも影響が出そうである。しかし、これらほとんどの変化は比較的小さく、影響は軽微と見て良いように思う。金融機関のバランスシートへの影響もこれまでのところ小さいものである。今後とも長期債市場の動きとそれに対応した各種変化をフォローしていきたいと思う。一般的に期待成長率が上方修正されることなく、長期金利が上昇することは望ましくないが、長期債市場の動きは、他の資産価格、

あるいは海外市場の動きも勘案して見ていく必要があると思う。今福間委員、あるいは須田委員がおっしゃられたことは全く私も同感で、実際にそうしたいわゆる悪い金利上昇といったような状況が発生した場合は、その時の環境の中で具体的に議論していきたいと思う。最後に、郵政公社の預け金が今月末急増しそうだが、必要とあらばなお書きで対応すれば良いのではないかと思う。以上である。

福井議長

植田委員、お願いします。

植田委員

私も調節方針は現状維持で宜しいかと思う。複数の委員がおっしゃったこととオーバーラップするが、一言だけ付け加えると、現在いわゆる時間軸効果が重要な政策チャンネルになっているということだと思う。他に有効なチャンネルはないという状況なので、このチャンネルを無理に壊したり弱めたりしてはいけないと思う。そのためには、マーケットとのコミュニケーションが極めて大事であると思う。差し障りがあるかもしれないが、これに失敗してしまった直近の例としては6月のFedのケースがあるように私は思っている。勿論、時間軸は伸び縮みが自由であるということがポイントである。従って、景況感の改善に伴ってそれが短くなっていくというのは当然である。ただし、我々のコミットメントはインフレ率ゼロの少し先まで超緩和を維持するということなので、少々の景況感の改善ではこの軸はほとんど影響は受けないということを繰り返し何度もマーケットに強調していくことが大切かと思う。ただ、それでもこうした基本線を認識して頂いても、その周りでマーケットは上下に振れ易いものである。その一部は健全なものだが、無理にそうした動きを助長しないということが大切かと思う。だから例えば景況感が改善しつつあるので、株や金利が上昇しているのだということもあまり安易に言う必要はないと思う。あるいは、インフレ・ターゲティング等について、その導入の検討

を始めたというようなことも軽率に言うと、同じようなまずい効果を持ってしまおうと思う。当面、マーケットの景況感にやや遅れてついていく位で十分ではないかなと思っている。以上である。

福井議長

春委員、お願いする。

春委員

申し上げる。長期の債券市場において金利が急上昇したということがあって、今後も神経質な状況が発生する可能性はあるが、現状、短期金融市場は概ね落ち着いた状況にあると思う。従って当面、現在の当座預金残高目標を維持しつつ、従来同様市場の状況に応じて先見的、かつ機動的に潤沢かつ実効性のある資金供給を続けていくことが極めて重要かと思う。既に実施して頂いていることだが、9月末や年末に備えた長期のオペや、金融機関の資金状況に応じた資金吸収オペと資金供給オペの両建て実施など、引き続き肌理細かい対応に留意していきたいと思う。また、田谷委員もおっしゃったが、郵政公社の当座預金が下旬に6.8兆円程度に増加する見込みとのことだが、これは一時的なものともみられるので、必要があればなお書きで対応すれば宜しいかと思う。長期金利について、一言申し上げると、今後国債の残高は増加せざるを得ない状況の中で、都銀など大手投資家の国債保有がかつてない水準に達している。また、一方的な金利先安感が修正された状況にある。さらにはリスク管理手法については、大手投資家が共通の手法を採用しているということもあるようだが、今後も長期国債の金利が神経質な動きを示すという可能性は否定できないように思う。長期金利の水準というのは、市場に任せざるを得ない性格のものであろうかと思うが、何人かの委員の方もおっしゃったが、日銀の金融調節に関する短期、あるいは長期の方針というものが長期の債券市場に与える影響というものについては、従来以上に十分に留意しておくことが必要かと思われる。何人かの方もおっしゃったが、そういった中長期の方針手段

等について、どういう場で検討し、公表していくかということも慎重に考える必要があるのではないかと思う。以上である。

福井議長

ありがとうございました。一通り議論を頂戴した。拝聴していて私自身も当面の景気判断については、繰り返しになるが、上方修正のニュアンスを含みつつ横這い圏内の動きということなので、次回決定会合までの金融市場調節方針については現状維持、最高 30 兆円程度の流動性供給目標ということで良いのではないかと考える次第である。ただ、議長の役目を果たさせて頂きつつ、非常に今日は有意義な議論を沢山出して頂いた。これから先行きの我々の行動に繋がる幾つかの議論、私なりに整理させて頂くと、一つはやはり今ほぼ見えている良い動きというのが本当に日本経済のデフレ脱却に繋がっていくかどうか、これをいよいよ真剣に見極めなければいけない時期に来た。まだ、一見そう見えても、still a long way to go かもしれないと、従って、そこは本当にしっかり見極めなければいけない。ただ、こうした動きは、いずれにせよまだ極めて不確実なので、第二に我々の金融政策の基本的な枠組みである時間軸効果をさらに補強するために、さらに、どんなことができるかということをもう一段真剣に考えなければならぬであろうということ。それから三つ目、四つ目は、さらにその先、デフレ脱却の展望にいずれ行き当たるとすれば、今から考えておかなければいけないこととして、一つは現在の金融政策のフレームワークを将来どういうふうに変えていくか。物価安定目標の位置づけということもその中に含めながら金融政策のフレームワークを将来どう変えていくかという問題。もう一つは、長期金利、債券市場の問題。長期金利が将来どういうリスク・プレミアムを纏って、市場の中に登場してくるか、そのリスク・プレミアムをどうマネージしながら金融政策をやっていくか。これは今から予見されている非常に大きな問題だと。今回の長期金利の変動は、ある意味でその予兆を示してくれたともいえる訳だが、我々の勉強を早く促したという、非常に大きな意味があったと思う。武藤副総裁も、経済全体の

リスク管理という非常に大きな視野の中でこの問題を考える必要があると言われた。確かに金融政策の問題でもあり、市場の問題でもあり、あるいは政府の国債管理政策の問題でもありということなので、幅広い検討をしなければいけない、そういう宿題が残ったというふうに受け止めさせて頂きたいと思う。しかも、この短期の問題、長期の問題とも、我々の検討は時間的にはどんどん加速させながら詰めていく必要があると感じた。

さらに追加的にご意見を頂戴したいと思う。

中原委員

長期国債の将来の金融政策上の位置づけについて、勿論須田委員がおっしゃったペッグ、すなわち、長期金利をターゲットとした長期国債のオペレーション、これに問題があることはそのとおりだと思うが、一方マーケットでは色々な議論があるのも事実。結局田谷委員もちょっと言われたように、それはその場その場で考えるということしかないのだろうと思う。植田委員がおっしゃるマーケットとの対話という意味で、今、長期金利についての日銀の考え方を明確に出してしまうことがいいのかどうか、私もかなり疑問だと思う。この辺の対話の仕方というのは、執行部が対外的に発言されたとおりではあるが、あるいは議事要旨の書き方の問題でもあるが、非常に気になるところだと思う。

植田委員

長期の問題も長期金利の問題も、その検討はこのタイミングで改めてというよりは、常にしてきたことだと思う。ということで、そういう意味ではこれまでと変わりはないと思うが。大事な問題であることは勿論だが。

福井議長

そうですね。これはなかなか難しい問題で、この政策決定会合における議論というのは、次回会合までの間の調節について行うことが基本だが、しかしそれを議論するために、どうしてもよりロングランなものの考え方

を十分検討し、議論しないと答えが出てこないという面もある。また長い議論というものは突然ある時出てきて急に結論が出るというものでもないの、どうしても前倒しで議論が出てくる。しかし、そのような政策決定会合の議論が未成熟なままで飛び出して行って、世の中の認識を混乱させたり正常な金利形成を妨げたり、余計なリスク・プレミアム発生の源になるということは我々金融政策の当事者としては避けなければいけない問題である。この問題は、決定会合のメンバーが一番強く意識しながら行動しなければいけないことだし、執行部の方もそこは十分わきまえて行動してもらわないといけないと思う。ただ議論を制約するという事はやはり良くないとも思うので、大変難しい問題だと思う。

須田委員

勿論議論は制約してはいけないが、こういう難しい問題は色々な観点から勉強しないと、ここだけで議論して結論というのはちょっと難しいので、もう少し自由に議論できる場、勉強会でも良いのだが、そういうところで私自身としては理解を深められたらいいなと思っている。

福井議長

それぞれ委員の勉強、それから纏まった勉強等を常に先行させながらやっていくということだと思う。この場の議論については、巧く成熟させながら、世の中には我々の本意とするメッセージが伝わるように。そういったことが重要だと思う。

他に宜しいか。それでは政府の代表の方からご発言を頂戴したいと思う。まず谷口財務副大臣からお願いします。

谷口財務副大臣

政府は、持続的な経済成長の実現及びデフレ克服に向けた取組みとして、先般6月27日に閣議決定された「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2003」に基づき、構造改革を今後とも着実に推進していくこととして

いる。

我が国経済の現状を見ると、企業収益の改善や、設備投資に持ち直しの動きが見られることに加え、株価の上昇など景気の先行きについて過度の悲観論が修正されつつあることを示す動きも見られる。他方、依然として物価の下落は継続しており、実体経済の回復が明確になっているとまでは言えないものと考えている。引き続き金融政策の役割は重要であると考えている。

日銀におかれては、中堅・中小企業金融の円滑化を含め、実体経済の資金循環の活性化に繋がるよう、実効性のある金融緩和措置を検討・実施して頂きたいと考えている。

それに付け加えて付言させて頂くと、先日7月7日に財務省の研究会で「我が国金融・資本市場の国際化のための研究会」というものの取り纏めを行った。座長は慶応大学の吉野先生だが、この取り纏めの中に、貿易金融の円滑化に向けてアジア企業と日本企業の取引に生じる債権を担保とする円建てCP市場の創設・整備に向けてのご提言を頂いた訳である。この研究会の、このような座長の取り纏めで、この市場が創設されるといったことになると、日本銀行のご協力も是非頂きたいということをお願いを申し上げたい訳である。現に今、この検討して頂いている国内のABC市場のことがあるが、貿易債権担保のCP市場の育成の件についても、ご協力を頂きたいというように思うところである。以上である。

福井議長

ありがとうございました。浜野内閣府審議官、お願いします。

浜野内閣府大臣官房審議官

景気の基調判断については、11日の月例経済報告等関係閣僚会議において、先月に引き続き、「景気は、おおむね横ばいとなっているが、このところ一部に弱い動きがみられる」と報告した。先行きについては、アメリカ経済等の回復が持続すれば、景気は持ち直しに向かうことが期待される一方、海外経済の先行きを巡る不透明感や、今後の株価や長期金利の動向に留意

する必要がある。

日本経済の重要な課題は、デフレを早期に克服すること、及び内需主導の自律的回復を実現することである。このため、政府は先般、閣議決定したデフレの克服や経済の活性化を始めとする「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2003」を早急に具体化することとしている。

本基本方針 2003 においても、「デフレ克服に向け、政府は日本銀行と一体となって強力かつ総合的に取り組む。こうした取組みを通じ、『改革と展望—2002 年度改定』で示したように、集中調整期間の後にはデフレを克服できると見られる」としている。

日本銀行におかれては、本年 3 月から今後の金融政策運営の基本的枠組みについて検討を進められているが、引き続きデフレ克服に実効性ある金融政策運営を行うことを期待する。その際、2005 年度のデフレ克服を目指すという観点から、まず物価変化率が上昇に向かうよう図るとともに、物価や金利の経路を展望し、その段階に応じた適切な金融調節手段の選択を検討して頂きたいと考える。以上である。

福井議長

ありがとうございました。谷口財務副大臣からお話のあった、貿易債権を裏付けとする一種の ABCP については、我々としても勉強させて頂きたいと思う。

それでは議案の取り纏め、採決に移りたいと思う。議長として金融市場調節方針については現状維持を中身とする議案を提出したいと思うが、他に議案提出ご意向の方、いらっしゃったらお知らせ下さい。宜しいか。それでは議案を配付して下さい。

[事務局より議案配付]

読み上げて頂けるか。

櫛田企画室企画第1課長

それでは議長案を読み上げさせて頂く。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。日本銀行当座預金残高が27～30兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。続いて別添である。

「2003年7月15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 or 賛成多数）。日本銀行当座預金残高が27～30兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。

福井議長

大変恐縮だが、採決に入るので、政府の方は退室願いたい。

[政府からの出席者退室]

それでは採決をお願いします。

[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

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成9、全員一致である。

福井議長

ありがとうございました。それでは全員一致で可決させて頂いた。白川理事と金融市場局長にご指示を申し上げるが、ただ今決定された方針に則って調節をして頂くようお願い申し上げます。それでは政府からの出席の方を呼んで欲しい。

[政府からの出席者入室]

大変恐縮だった。原案どおり可決をさせて頂いた。

IV. 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議案に移りたいと思う。執行部の方からポイントを説明してもらおう。

門間調査統計局参事役

それではいつものA3の紙を出して頂いて、まず实体经济部分からご説

明申し上げる。まず冒頭の総論だが、今回は「わが国の景気は、横這い圏内の動きを続けている。」ということである。前月も「横這い圏内」だったので大きな判断の変更はない。ただし、5月の輸出が意外に底固かったということを受けて、前月あった「足許の輸出にやや弱さがみられるが、」という表現は削除した。思い起こしてもらおうと、2か月前の5月の月報の時に、先行きの不透明感が強まったということで、若干判断を下方修正して、そのリスクが一部顕在化しつつあるのではないかとということで前月右側にある「足許の輸出に」という表現を入れた。従ってこの表現を今回取るということは、いわば2か月前からの心配が少し和らいだ、幾分不透明感が後退したということを含めるということになるので、その限りにおいて若干の上方修正と、下方修正の部分を落とすということだが、論理的には若干上方修正ということになると思う。各論だが、設備投資から公共投資までは全く変更ない。それから純輸出だが、ここは冒頭に平仄を合わせる形で「横這い圏内で推移している。」ということで、前月あった「足許やや弱い動き」という表現は削除してある。在庫、生産については変更ない。収益・業況感だが、企業収益は緩やかな改善傾向ということで、基本的な認識は変えていないが、それに加えて今回は短観の結果等を踏まえて、「こうした中で、先行きの不透明感も幾分後退しつつあり、企業の業況感、製造業大企業を中心にやや改善している。」という表現を入れている。雇用・所得環境については、アンダーラインがあるところ、それぞれ悪さの程度が幾分和らぐという方向で、若干の修正があるが、トータルとしては家計の雇用・所得環境は「全体として引き続き厳しい状況にある。」ということで基本認識は変えていない。次に先行きの大きなブロックだが、まず第一パラグラフ「今後の経済情勢を考えると、」だが、意味はほとんど変わらないテクニカルな修文が若干あって、「当面、輸出は横這い圏内の動きにとどまり、」ということで、ここも前月あった「弱含み」という表現は足許の修正を受けて削除している。国内需要だが、設備投資のところをご覧頂くと、前月までは「輸出や生産が再びはっきりと増加すれば、回復傾向が明確になっていく」ということで、その両者のリンケー

ジがかなり強い書き振りになっていたが、その後の短観の結果等を踏まえると、少なくとも製造業大企業に関しては、これまでの収益の改善、あるいは2002年度かなり落ちたということもあって、さすがにそれとの対比では2003年度は設備投資が増加する姿が段々明確になってきているので、そういうことを踏まえた書き方に若干変えているということである。しかしながら、「輸出や生産の増勢回復に不透明感が残る間、設備投資全体の伸びは、緩やかなものにとどまる可能性が高い。」という認識は残している。「以上を総合すると、」のパラグラフの最初の5行目の頭位までのところは基本シナリオで、ここはほとんど変更がない。その後4行分がリスク・ファクターだが、ここはリスクを若干和らげる方向で修文している。具体的には「輸出環境の先行きについては、SARS感染の終息により下振れのリスクは幾分和らいだ」ということが新しい認識である。しかしながら、「米国経済の回復力などを巡って、なお不透明感の強い状態が続いている」という認識は残している。国内面については、「株価の持ち直しは一つの好材料」というのが新しい表現で、しかし金融システムが根っこから勿論良くなっている訳ではないので、長期金利については「長期金利がさらに急上昇する可能性やその場合の影響などについて、注意が必要である。」という、ここは新しいリスク・ファクターを盛り込んでいるということになる。物価のブロックについては若干修文があるが、これはいずれも事実即した変更で、特にご説明申し上げることはない。实体经济は以上である。

櫛田企画室参事役

続いて金融部分である。金融部分について当月の修正部分のポイントは大きくは三つである。一つは実体面での先行き不透明感が幾分後退した、こうした動きを背景とした株、長期金利の上昇が見られる点、この点を記述に盛り込んだということである。具体的には、まず株価のところだが、「株価は、先行きのわが国経済に対する見方が一部で改善しつつあることや、海外投資家が積極的な投資姿勢を維持していることなどから、最近で

は日経平均株価は9千円台後半まで回復している。」、前月は「欧米株価に連れるかたちで上昇し、」と淡々と書いていたが、その背景について、これは4月末からの動きが続いているということなので、ここの書き振りは若干加えたということである。その上、長期金利だが、長期金利については「6月央までは投資家の積極的な投資姿勢から一段と低下した。」、前回の基本的見解を議論した会合は、まだボトム近辺まではいっていたが、0.4%台までできていたが、それ以降さらに下がる局面があったので、「一段と低下した。」という文章を置いている。「その後、利益確定等を目的とした売却が嵩み、金利は急上昇し、最近では1.0~1.1%台で推移している。」という修文にしている。ただ、この資料を提出させて頂いて以降、長期金利はなお落ち着きところを模索する動きが続いていて、今日辺りの相場を前提にするとここの表現はこの場で、ここでは「1.0~1.1%」と書かせて頂いているが、この場で「1.0%前後」というふうに修文させて頂いた方が実態に即した表現になるかなということなので、ここは「最近では1.0%前後で推移している。」。若干細かくなるが、今日ご議論頂いてご決定頂くので、こういうふうに修正させて頂ければと思う。以上がポイントの一つである。それから為替相場については若干その説明を今省いたが、為替相場についても、この案では「最近では118円台で推移している。」という表現にしている。ただ、これもその後の推移を見ると117円台、本日も117円台なので、ここは「117~118円台で推移している。」、このように微修正させて頂きたいと思う。それから二つ目のポイントだが、短観が公表された。その結果等から見て、企業金融面で企業から見た金融機関の貸出態度、あるいは資金繰り判断に幾分改善が見られている。この点を盛り込んだ。企業金融面での動きである。具体的には、その中段「資金仲介活動をみると、」というところの「この間、企業から見た金融機関の貸出態度は幾分改善しているが、」と、こういった全体として「中小企業等ではなお厳しい状況にある。」という判断は変えていないが、短観の結果を踏まえて「幾分改善しているが」という記述を盛り込んだということ。それから、この総論のところのパラグラフの直前だが、「この間、企業の資金繰り判

断は、」というところがある。この箇所で「中小企業等ではなお厳しい状況にあるが、幾分改善している。」、これも短観の結果を踏まえて、企業の資金繰り判断の表現を変えさせて頂いた。これが二つ目である。三つ目のポイントだが、三つ目は社債・CPを通じた資金調達環境についても、引き続き「良好な状況が続いている」という点である。これは具体的には、資金仲介活動のパラグラフの後段である、「社債・CPなど市場を通じた企業の資金調達環境をみると、」というところだが、「長期金利の上昇を眺めて社債発行市場で様子見姿勢が幾分窺われるが、高格付け企業を中心に総じて良好な状況が続いている。」。基本的には「良好な状況が続いている。」という認識だが、長期金利の変動に伴って、7月入り後が中心になるが、「社債発行市場で様子見姿勢が幾分窺われる」面があるので、この点留保を付けてこうした表現にさせて頂いたということである。金融面は以上である。最後に再確認させて頂くが、今の場で表現を変えさせて頂いたところは、長期国債利回り、案では「1.0～1.1%台」と書いてあるところを「1.0%前後」、もう一点は、為替相場で「118円台」と書いてあるところを「117～118円台」と修正させて頂きたいということである。私からは以上である。

福井議長

ありがとうございました。どうぞご意見ございましたらお出し下さい。

須田委員

中身と違うが、上では「前後」って書いて、今は「118円前後」って書かないのは何か意味があるのか。

櫛田企画室企画第1課長

なかなか難しい…。

須田委員

ごめんなさい、変な質問で。

櫛田企画室企画第1課長

長期金利は、的確な答えにはならないが、週末この案を出して頂いて以降一旦0.9台、ここも模索しながら1%になり、本日は1.0%台での推移ということで、まだ正直言って落ち着きどころを探る動きの中でどういう表現がいいのかという観点から言うと、1.0%前後、この辺りで今模索しているという感じがこちらの方が強いて言えば出るかなということである。為替については日々動きはあるが、取り敢えず今日117円台ということでなので、ここもレンジに含めたいと、その「台」というレンジの変動、「台」という変動幅よりはもう少し7円台を含めた範囲という、その程度のこと、強いあれがある訳ではない。

春委員

これは取材に対していつもお答えになっていることだが、上方修正なのかどうかということだが、5月の下方修正分を元に戻したというような表現になるのか、あるいは気持ち上方修正だけど横這いだという表現なのか。

門間調査統計局参事役

どちらでも宜しいのだが、積極的に言うのは5月の下方修正を元に戻していて、横這い圏内で基本的に認識が変わっていないということなのだが、それでも上方修正じゃないのかと問われる可能性があるので、その場合にはそういうふうには言わざるを得ないということではないかと思う、論理的には。

春委員

上方修正ということを出る可能性があるということか。

門間調査統計局参事役

そうですね。そういうふうに出たとしてもそれはやむを得ないというか、そういうものだというふうを受け止めるということではないかと思う。

春委員

分かった。

福井議長

他にないか。それでは採決に移る。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

福井議長

それでは原案通り可決させて頂いた。これは、これ以上修正する必要がないのかもしれないが、必要に応じて執行部で修文を加えたうえで、16日水曜日14時に对外公表させて頂く。

V. 議事要旨（6/10～11日開催分）の承認

福井議長

次に6月10、11日開催分の議事要旨だが、お手許に配付済みだが、ご検討頂いたか。異議はないか。異議なきものと認める。これも採決をお願いする。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成9、全員一致である。

福井議長

原案通りご承認を頂戴した。この議事要旨は18日金曜日14時に対外公表させて頂く。

VI. 閉会

福井議長

以上をもって閉会をさせて頂くが、次回のこの会合はちょっと暑い最中、8月7日、8日の2日間である。宜しくお願いする。いつも申し上げているが、機密保持関係のことである。決定会合における議論の内容は、ご自身のご発言も含め厳に出席者限りということで、これは議事要旨、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政府出席者の方々も含めこの場の皆様方、全てにおかれて厳正な機密管理を是非お願いしたいと思う。以上で閉会する。ありがとうございました。

(午前11時16分閉会)

以 上