

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2005年7月12日（14:00～15:38）

7月13日（9:00～12:48）

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）

中原 眞（ ” ）

春 英彦（ ” ）

福間年勝（ ” ）

水野温氏（ ” ）

西村清彦（ ” ）

政府からの出席者：

財務省 石井道遠 大臣官房総括審議官（12日）

上田 勇 財務副大臣（13日）

内閣府 浜野 潤 政策統括官（経済財政運営担当）

（執行部からの報告者）

理事

平野英治

理事

白川方明

理事

山本 晃

企画局長

山口廣秀

企画局企画役

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

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

神津多可思

政策委員会室企画役

村上憲司

企画局企画役

加藤 毅

企画局企画役

正木一博

I. 開会

福井議長

それでは金融政策決定会合を開催する。

(14 時 00 分開会)

今日と明日と二日間の審議である。今日は金融経済情勢に関する執行部説明ということにしたいと思う。明日、情勢に関する討議、政策運営に関する討議、それから決定という順番に行いたいと思う。政府の方から本日は財務省石井総括審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いします。内閣府からは浜野政策統括官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いします。いつも申し上げているが、会合の中でのご発言は全て記録することが前提となっている。委員及び政府からのご出席のご両名におかれては、そのことを十分踏まえてご発言頂ければと思う。それでは早速議事に入る。金融経済情勢に関する執行部説明ということで、各説明毎に若干の質疑応答の時間を設けたいと思う。最初に、金融調節それから金融・為替市場の動向について、白川理事と中曽金融市場局長からお願いします。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

中曽金融市場局長

それではお手許の追加資料に沿って説明する。まず図表 1－1、当座預金残高の推移である。前回決定会合後、6 月の半ばに年金の定時払いがあり、それが暫く歩留っていたことから 34 兆円台で推移していたが、その後次第に低下していて、足許では 32、33 兆円台で推移している。短期金融市場の方は極めて落ち着いた状況が続いていて、ロンドンの同時多発テロ事件にも全く動揺はなかった。続いて図表 1－2、主体別の当座預金残高保有状況をご覧頂くと、相変わらず都銀と外銀が当預の半分以上を占めているが、足許で外銀が 7 兆円台に増加している。これは 6 月末に掛けて

円転コストのマイナス幅が一時的に拡大した——これは季節的な要因からであるが——ことを捉えて、一部外銀がやや纏まった円転を行ったことが背景とみている。続いて図表 1-3 である。資金需給の動きであるが、6 月中は年金の払いもあったので、月を通してみると余剰であった。7 月に入って足許までは小幅の不足であるが、この先中旬以降は徐々に不足幅が深くなっていく見通しである。特に各種国債の発行が予定されている 20 日以降は、不足幅が急速に深くなる。現時点での見通しでは、20 日の税揚げ日から翌月 8 月 3 日に掛けての不足幅は、10 兆円以上に達する見込みである。こうした中でのオペの運営状況であるが、引き続き厳しい状況であって札割れが続いている。図表 1-4 でご覧頂くと、まず全店手形買入オペであるが——本来これは割れにくいオペなのだが——、6 月の 28 日オファー分が——シャドーを付してあるが——札割れとなった。そこで 7 月 5 日のオファー分からは、タームを延ばして年度末越えとしている。年度末越えのオペの実施のタイミングとしては、去年が 10 月の 21 日であったので、去年よりも 3 か月以上早いタイミングになっている。これによって、取り敢えず札割れは回避できているが、8 日にオファーをした 2 回目の年度末越えオペでは、早くも応札倍率が 1.4 倍まで低下をしていて、手応えとしては非常に弱々しい状況と言わざるを得ないと思っている。本店手形買入オペ、それから国債買現先オペは連続して札割れとなっている。特に本店の手形買入オペでは 7 月 7 日と 11 日のオファーについて、応札倍率がそれぞれ 0.14 倍と 0.19 倍と極めて低くなっている。その背景の一つには、日本銀行はどうやらターゲットを動かすことには慎重のようだといった見方がオペ先には広がっていて、そうであればオペは頻繁に打たれるはずだから急いで取らなくても金はいつでも好きな時に取れるといった安心感が強まっていることも背景にあるように思う。続いて短国の買入オペであるが、短国市場では極めて強い資金余剰感を背景にして、過熱相場が続いている。このため 6 月 24 日オファー分以降 3 回連続して札割れとなっている。なお、短国オペについては、予定通り 7 月 8 日オファー分から銘柄別買入上限を引き下げて運営している。今まで申し上げてきたよ

うなオペの結果から分かるように、現在ある程度確実な応札が期待できるのは、C Pの買現先オペと期越えの全店手形買入オペのみとなっているのが現状である。こうした状況に対処して当預の水準を一定水準に維持するためには、オペ期間を全体として長くせざるを得なくなっている。図表1-5、(1) 短期資金供給オペ全体のグラフをご覧頂くと分かるように、短期資金供給オペ全体では、既にターム6か月を越えてきている。特に全店手形買入オペは(2)のグラフになるが、一旦は6月の初めを乗り切ったところで短期化を図ってきているが、ここへきて再び長期化を余儀なくされている。8月の初めに掛けての不足期を乗り越えるためには、全店買入についてこの先もほぼ直線的にタームを延ばしていかなざるを得ないと考えている。以上のようなオペの札割れの状況と先程お話しした資金需給の見通しを前提とした場合に、目先の当預の水準がどのようになるかといった点であるが、まず国債の発行日の7月20日にターゲットの下限にかなり接近する可能性がある。これに続いて8月3日の水曜日から5日の金曜日に掛けての3日間は、下限を割り込む可能性を排除できないと思っている。さらに翌週も数日間は低空飛行となる可能性があるともみている。続いて図表1-6、A B C Pの買入状況をご覧頂く。前回決定会合以降、6月22日と7月7日、2回の買い入れを行っているが、投資家の買入ニーズが極めて強い状況であって、日銀に持ち込む玉が枯渇していることから、応札は低調な状況のままとなっている。続いて金融・為替市場の動きである。図表2-1、(2) ターム物のレートの推移をご覧頂くと、短国市場では先程申し上げたが過熱相場が続いている。7月からは財務省が応札単位の引き下げといったような発行入札ルールの一部見直しを行い鎮静化を図っているが、ほとんど焼け石に水という状況であって、7月6日のF Bの3 Mの入札でも100円入札が続いている。続いて図表2-2、円転コストである。上のグラフであるが、円転コストは毎年のことであるが、アメリカの半期末である6月末越えのドル資金調達圧力が増して一時的にマイナス幅が拡大した。ただ、マイナス幅の拡大幅としては、去年よりも小さくなっている。続いて図表2-3、金先カーブであるが、足許のカーブは黒

い実線で示した部分であり、破線は前回決定会合のものであるが、ほとんど動いていない。ただ細かく見ると、この間カーブは、一旦下へシフトしてまた上に上がるという上下運動があった。この辺の動きをJGBフォワードカーブのグラフの動きでご覧頂くと分かりやすいと思う。JGBフォワードカーブは右の方向であるが、今年の春先以降、景況感が段々慎重化する中で低下傾向を辿ってきている。ただその過程では細かいジグザグというか、変動、波動を繰り返している。例えば一番右の方の右端のV字型の部分があるが、ここは6月末から足許に掛けての動きである。つまり6月末に掛けては原油高による景況感の慎重化であるとか、量的緩和政策の継続期間に対する期待が強まったということから、一旦レートが落ちた。その後の反発は、恐らく短観などの強めの指標に反応した部分ではないかというふうに思っている。であるから、このように金先とかフォワード・レートは基本的には景況感を反映しながら、その時々景気指標であるとか、あるいは金融政策に対する市場の見方に応じて変動しているように見える。続いて長期金利、図表2-4であるが、長期金利は前回決定会合以降一旦低下した後を上昇している。10年債で言うと6月末に1.165%だったものが、足許で1.23%ないし1.24%台に戻ってきている。ただ、短観の中身などが割合強かったにしては金利の上がり方が鈍いなどという感じもする。その理由の第一は、やはり景気の先行きに対する不透明感が残っているということかなと思う。勿論短観によって景況感の不安材料の一つは除去されたとは言えると思うが、債券市場にはさらに景気回復の足取りを確認したいといった慎重な姿勢を保つ先が多いとみている。続いて図表2-6、第二の背景としては欧米の長期金利の低下が挙げられるのではないかと思っている。図表2-6の(2)のグラフで示すように、長短のスプレッドはむしろ足許では日本の方が大きくなっていて、キャリーを稼げるという点ではむしろ日本の方が有利化している。このため短期筋を含む外人投資家の資金が先物市場などに結構入ってきていて、ポジションが積み上がっているようである。先物主導で相場が支えられているような構図があるように思う。第三は若干重なる部分があるのだが、底堅い債

券需給という点が挙げられるのではないかと思います。図表 2-7 であるが、(1) のグラフでお示しするように直近のサーベイを見ると白抜きの債券需給に対する市場の注目度が増していて、(2) のグラフでご覧頂くと、黒い実線でお示しするようにこれは金利低下要因として認識されている。底堅い債券需給の背景というのは、一つは当然のことながら、投資家の運用ニーズが強いということを挙げることができるのだが、6 月については国債の償還が大きかったという特殊要因もあったのではないかと思います。以上のような要因が今のところ金利上昇圧力を抑え込んでいるので、長期金利の動きは基本的にレンジの中に収まっている。続いて図表 2-8、クレジット指標であるが、こちらはあまり大きな変化はない。社債流通利回りの対国債スプレッドであるとか、CDS プレミアムは横這いないしやや縮小。基本的にはタイトな状況が続いていると思っている。続いて図表 2-9 で株式市場の動きを見ていく。株式相場は前回決定会合以降も上昇している。背景は、この間の円安の進行があると思う。それから特に先週末以降は、アメリカの株価にも支えられ、日経平均は今日は 11,700 円辺りの水準まできている。この辺りにくると利益確定売りの圧力というのも結構あるようで、なかなか上値が重く、この水準を抜けて上昇しきれない状況が続いているようである。図表 2-10、主体別の売買動向の動きを少しご覧頂く。外国人であるが、海外投資家は 6 月は 824 億円と小幅な買い越しにとどまっているので、まだ完全に戻りきっていないと言えると思う。実際 (2) のグラフでお示したグローバル投資家のキャッシュ・ポジションをご覧頂くと、足許でキャッシュ・ポジションがやや低下しているので、そういう意味ではリスクテイク姿勢が少し積極化していると言えると思う。しかし依然キャッシュ・ポジションがオーバーウエイトとなっているので、慎重な姿勢が維持されているということが窺えるかと思う。次に国内の投資家を見ていくと、信託であるが、4~6 月は買い越しになっている。恐らく代行返上の一巡などが一つの背景とみている。事法も 4~6 月はプラスになっている。これは自社株買いの動きも反映していると思っている。投信もこのところずっと買い越し基調が続いている。個人

は6月も大きく売り越されていて、これだけを見るとマイナスだが、他の市場、例えばマザーズとかジャスダックとかいった新興市場、それから投信には個人の金は相当入ってきていると考えているので、全体として個人の金が株式離れを起こしている訳ではないと思っている。このような全体的な動きをみると、従来の外国人だけが買って国内投資家が売るという構図に変化の兆しが出てきているようにも思うが、その持続性についてはもう少し見極めていく必要があると思っている。図表2-12、為替相場であるが、こちらは(2)のグラフあるいは<参考>の表がお示しするように、前回決定会合以降も基本的には対円、対ユーロでドルのジリ高傾向が進んだ。一旦は円が112円台、ユーロ／ドルが1.19台までドル高が進んだが、やや買われ過ぎた感じもあったので、昨日、今日、足許でポジション調整のドル売りが見られていて、多少円高、特にユーロ高にこの辺の動きが表われていると思う。ユーロは1.21まで戻ってきている。ドル高の基本的な背景はやはり米国との間の金利差拡大見通し、それから景況感較差であるが、ユーロについては図表2-13(2)、四角で囲んであるが、例えばスウェーデン中銀のリクスバンクによる利下げなどもECBの利下げの思惑を呼んでユーロ安材料になったと言われているようであるし、さらに半期末である6月末に掛けては、米国の雇用創出法に基づくアメリカの企業による海外子会社の留保利益の本国送金とみられるユーロ売りドル買いのフローも相応に見られたので、これもユーロ安を後押ししたとみている。図表2-14で、ドル高はアジア通貨、あるいは図表2-15の周辺国通貨に対しても進んだ。特にアジア通貨の下落については、人民元の早期切上げ期待の後退も一因とみている。最後に図表2-17、IMMポジションを少し見ておくと、(1-1)の円のポジションであるが、ショート・ポジションが積み上がった状態が依然続いている。同様にユーロについても(1-2)のグラフになるが依然歴史的に高いショート・ポジションの水準となっている。昨日今日に掛けてのユーロ高というのは、恐らくこのポジション調整で一部巻き戻されてユーロが買い戻された動きを反映しているとみている。こうした状況下、先行きのドル安を見込む向きがこのところ後退し

てきている。(2) リスクリバーサルグラフをご覧頂くと、足許ではドル／円についてもマイナス幅がかなり縮小してきている。勿論アメリカの経常赤字というのは依然意識はされているが、テーマとしては足許やや後退してきていて、そういう意味では当面は米国の金利先高感を背景としたドル堅調地合いが続くのではないかという見方が市場では優勢になってきているようである。以上、若干最後にサマライズすると、国内金融市場は景気回復の足取りをさらに確認したいという慎重な姿勢が一般的に維持されているのではないかとみている。こうした中、幾つかの市場では我が国の超低金利に起因するポジションが積み上がっている部分がある。一つが長短スプレッドに着目した債券関連市場のロング・ポジション、もう一つは今申し上げた円ショート・ポジションである。この先、景況感の回復あるいは海外経済の変化など金融経済環境が変化した場合、いつどのようにこのようなポジションが巻き戻され、その場合市場へのインパクトはどのようなのか、この辺は我々としてもよくみていきたいと思っている。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

岩田副総裁

一点宜しいか。債券の需給要因が債券利回りに影響を与えていると言うが、それには需要と供給の両方があると思う。今の説明にあったのはキャリー・トレード狙いという需要要因だったと思うが、供給要因はどうか。税収が伸びているので当初予算比で赤字幅が3～4兆円減って、補正予算後でも剰余金が確か1兆円余り出ており、それは多分国債の償還に充てられるのではないかと思う。その結果として、借換債で出ている分と当初出す予定だった国債について、供給の変化というのはどの位インパクトがあるものなのか。

中曾金融市場局長

供給サイドは、月々の発行状況などを見ていかないと見極められないところがあるのだが、税収が上がってくる傾向は資金需給上は少しずつ見て取れる。これは、結果としては国債の供給が減っていくかもしれないという意味で、さらにプラスタイトな方向に働く可能性がある。財政収支の観点からは国債を非常に大量発行せざるを得ないという状況にあると言えるが、このところ財務省サイドは色々な工夫をしてきている。PD制度は発行の一つの工夫だと思う。また、その発行の種類が多様化しており、例えば個人向け国債など割と人気のある国債もある。需給感は供給部分を含めて割と悪くはないような状況になっているのではないかと認識している。

須田委員

オペの話であるが、先程、7月20日あるいは8月3日から5日に少しターゲット・レンジ割れが発生するというご説明があった。それを想定するに当たってのオペの入札状況というのはどのように考えておられるのか。全店手形オペやCP等の買現先オペは、入るということを想定したうえでターゲット・レンジ割れを予想しているということか。

中曾金融市場局長

基本的には先程申し上げたが、まあ確実に入るだろうというのはCP現先と全店手形である。これは年度末越えを打っておけば、一応全部入るだろうという感じである。それから国債買現先はとてもこんなには入らないだろうということで、最近の入っている辺りをベースラインとして考えている。つまり相当札割れすることを前提として計算している。同様のことが本店買入手形についても言える。これも半分も入らないことを一応前提に考えているので、先程申し上げたような当座預金残高のイメージというのは、二つの入るオペを別にすれば相当厳しい札割れの状況が続くということ前提にしている。それから後はCP買現先、短国、国債買現先、こ

の辺は一応週1回のペースを保っていこうと思っている。なぜならば、短国とかCPとかはあまりオペを打ち過ぎると市場機能に影響を与え過ぎてしまうので、それは回避したいと思っている。そのうえで若干申し上げると、短国買入は今のところまだずっと札が割れているが、7月8日から我々が買い入れ上限を引き下げたので、多少その効果が出てくれば良いなと思っている。我々が買わなくなった一部の銘柄——特にTBの1Y——は、日銀に嵌め込むことができなくなったので市場で売らざるを得なくなったような先がある。先程少し端折ってしまったが図表2-1をご覧頂くと、短国の一年物のレートは、足許で4/1,000%になっている。これはその影響が出てきているのだと思う。今週の木曜日にTBの1Yの入札があるので、その際にこのレートが少し広がっていけばオペ環境としてはやりやすくなる点がある。さらに7月8日のオペについて言うと、短国オペ自体は応札倍率0.96倍ということで割れてしまったが、実は我々はもっと凄く割れるのではないかと思っていた。こんなに入らないだろうと思っていた。ところが日銀に売れなくなったら困ってしまうということで、多少駆け込み的に入ってきたような部分があるので、割れ方はあまり凄くなかった。従って、上限の引き下げは結構効果があったかなという感じはする。今は短国オペが割れることを前提に考えているが、少しはプラスになっていくと思う。なお、色々不確定要素はあるが、今申し上げたようなことを前提とすれば先程のような当預のレベルになるのかなと思っている。

福井議長 他に宜しいか。それでは海外の経済情勢について平野理事と堀井国際局長からお願いします。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

本日配布したお手許の資料-3（参考計表）（追加分）をご参照頂きたい。

図表 1 で米国の主要経済指標を確認したいと思う。いつものとおりシャドーが掛かっているのが前回会合以降判明した計数である。引き続きアメリカで景気拡大がバランス良く着実に進んでいる姿を示している。まず、1. 本年第 1 四半期の実質 GDP 成長率は先月から幾分上方改定され、年率 3.8% となった。第 2 四半期については、今月の末に速報が発表される予定になっているが、ブルーチップの 7 月号——最新号であるが——、平均では 3.2% の予想となっている。それから需要面を見ると、3. 個人消費である。4 月、5 月は幾分減速している。この点は先月も申し上げたかと思うが、可処分所得は名目では着実に伸びているが、エネルギー価格の上昇から実質で伸び幅が削られているということが底流にある。ただし、6. 自動車販売、これは 6 月のところに業界統計速報ベースで書いてあるが、年率 1,752 万台と増加している。GM などの大規模インセンティブによる拡販策が効果を現わしているために大きな数字になっている。あくまで需要の先食いとは言え、第 2 四半期の GDP を計数的には上振れさせるかもしれない。8. 住宅着工は引き続き堅調である。変化が窺われない。設備投資に関しても、9. の受注計数は月々振れているが、四半期別前年比を見ると 1 割前後の伸びが続いている。供給サイドに目を転じて 11. ISM は、製造業について四半期の推移から明らかなように水準が漸次切り下がってきていて、5 月には 51.4 と拡大・縮小の分岐点の 50 に接近した訳であるが、6 月には受注面の改善から 53.8 まで再び上昇している。この間、非製造業の ISM は引き続き高いペースでの拡大が続いている。14. 失業率であるが、2 か月連続して低下した。6 月には 5.0% をついに記録した。アメリカでテロがあった 2001 年 9 月以来の低水準である。15. 雇用者の雇用統計を見ると、6 月は +146,000 人であるが、第 2 四半期を均すと +181,000 人と前期並みの着実な雇用拡大が続いている。同時に発表されている賃金の伸びを見ると加速はない。つまり賃金インフレなき安定した雇用拡大が続いている。17. CPI に関してもコアの 5 月は前月比で +0.1%、前年比で見ても +2.2% と安定したインフレ率となっている。図表 2 ユーロエリアであるが、2. OECD 景気先行指数前年比

は5月にはついにマイナスになったが、11. 製造業PMIをご覧頂くと、5月まで低下した後、6月には50程度にまで若干戻している。ユーロ安を背景にこれまでの悪化に歯止めが掛かった感がある。7. 輸出に関しても一応下げ止まった格好になっている。なお、4. 自動車販売は5月に急減しているが、これは実はイタリアでのトラック業界のストで輸送が滞ったことの影響が大きくて、実勢はここまで弱くはない。この間、13. 生産者物価、14. 消費者物価ともに4月、5月、6月と振れているが、いずれもエネルギー価格の上下による影響であって、実勢は年初来変化に乏しい展開となっている。図表3-1で中国の経済を見ると、シャドーの掛かっている2. 工業生産、それから3. 消費財小売、それから4. 固定資産投資、それから6. 輸出と引き続き高い伸びを続け、変化はない。7. 輸入について前年比は+16%とほぼ前月並みの伸び率となった訳であるが、前年同月の前年比というのを見てみるとかなり高かった訳であって、実勢はこの6月の輸入はこれまでよりも幾分強いという感じを持っている。(1)の表でシンガポールのみが第2四半期の実質成長率が出ている。前期に減少した輸出が反転増加したことなどから高い成長となった。輸出に関して図表3-2(2-1)をご覧頂くと、このところ各国ではほぼ堅調な拡大を示している。I.Tについても、2か月程前から業界聞き込みによると調整が進捗していると申し上げてきた訳であるが、漸くI.Tの増加が輸出全体を持ち上げている姿がはっきりしてきている。次に図表3-3(6)消費者物価である。韓国でインフレ率が低下している一方、ASEANではじりじりと上昇幅が広がっている国が多い。これは燃料価格の上昇の直接的な影響に加えて、運賃の引き上げなどへの波及がみられることによるものである。図表4、図表5でアメリカ、欧州の金融指標を見ると、ロンドンでのテロにもかかわらず比較的安定している。図表4(1)でアメリカの長期金利を見ると、ここのところ4%を挟んで上下している。また(3)社債の対国債スプレッドを見てもGM、フォードの業績悪化懸念を背景に一旦広がったクレジット・リスクへの不安感も一服した状態が続いている。株価についてはその図表4の(2)にあるように、このところ横這い圏内の動きと

なっている。原油価格の高値によって株価が頭を抑えられているといった感がある。(5) F F 先物から金融政策に関する市場の予想を見ると、8月のF O M Cでの25bpの利上げはフルに織り込まれていて、9月の25bpの利上げもほぼフル、またこの図にはないが11月の利上げもある程度織り込まれている。図表5でヨーロッパの金融指標を見ると、(1) 長期金利であるが、先程も中曽金融市場局長から発言があったように6月下旬にスウェーデンの利下げがあった。ほぼ同時にB O Eの金融政策委員会での利下げを巡る議論が開示された。そうしたことを受けてドイツ国債10年物で3.1%まで低下したが、その後E C Bの幹部の利下げ予想を打ち消すような発言を受けて、3.2%前後に戻している。E C Bの金融政策に関して(5)の先物相場を見ると、年内に利下げされる予想が6月中旬よりはやや後退した。点線から太実線であるが、目下のところ利下げ予想というのは一部にとどまっている。(2) のところでユーロエリアの株であるが、6月の半ばに掛けてユーロ安などを背景に上昇した後、その後は横這い圏内となっている。一方、イギリスの方は原油が上がるとエネルギー株を中心に上がるという展開になっている。なお7月7日のロンドンのテロであるが、当日は欧州の株価は下落した訳であるが、翌日には経済への悪影響は限定的という見方が広まり、連れて値を戻している。最後にエマージングであるが、原油高を受けて産油国のロシアなどの株価が上昇している一方、消費国の株価、通貨にはマイナスの影響がみられている。加えて各国の個別材料、例えばフィリピン、ブラジルでの政権の不安定化、また中国での政府保有株式の放出策なども株価にマイナスの影響を及ぼしている。この間、エマージング債の債券の方の対国債スプレッドはフィリピンを除いて縮小している。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

須田委員

中国についてであるが、先日、新聞に、中国に対して直接投資を行っている韓国の会社で収益がかなり赤字になっているという記事が掲載されていた。また、最近中国の状況を見ると、企業収益が落ちているようにみえるのであるが、中国における企業の収益はどのような状況になっているのか。

堀井国際局長

確かに人件費のほか、とりわけ原材料の値段が上がっていることから収益が落ちているという話はある。ただ、日系企業を見る限り、長期的には去年位からやっとかなりの黒字が出せるような感じになってきて、その後も足許までは比較的収益状態は良いというふうにも聞いている。ただ、中国企業では、マクロ統計としては少し捉えにくいのであるが、今おっしゃったように採算が悪化してきているということは伝えられている。

須田委員

どこかの大学における講義とかコンファレンスか何かで、中国におけるデフレ懸念について学者の間で結構議論されたという報道もあったのだが、どの程度本気でやっているのか。

堀井国際局長

中国の人で何人か言う人もいる。ただ、これは私のバイアスが掛かっているかもしれないが、為にする議論というのを、その発言者の名前を見ると感じることもある。大体、公共事業を、とりわけ地方中心にやって欲しいというスクールに属する人はそういうふうなことを言っている。従って、そういうものかなと思っているし、それからそれぞれの人達が言っている論点もなかなかはっきり首尾一貫した説明には必ずしもなっていない。先程おっしゃった企業収益が落ち込んで投資が急に冷えるという説を

言う人もいるし、あるいはもう過剰投資のせいでキャパシティが広がってしまい、デフレになって駄目になるという人もそれぞれいる。ただ、ご紹介したそれぞれの説と計数とを見ると必ずしも符合しないので、今のところはそれ程しっかりした議論としては私は受止めていない。

岩田副総裁

別の点でも宜しいか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

アメリカのGDPであるが、第2四半期は3.2%と若干減速予想だったのだが、それは主に在庫とかネット・エクスポートが減っているためなのか、それとも、消費も5月が若干弱くなっている感じであるし、それから生産も少し戻ったが、製造業は5月辺りで若干減速していたということがあり、それから投資についても資本財受注が若干弱い。減税措置などが撤廃されたので、その影響もあるのか、その辺の消費とか設備投資は全く変わらないままなのか、若干あるのか。

堀井国際局長

主なスローダウンは、やはり消費、それから一部設備投資で出てくるのだと思う。これは消費については今申し上げたような原油高がガソリン価格に波及することで実質購買力が損なわれ、それが底流にあるため、消費についてはスローダウンする。設備投資はよく分からないのだが、実はボーイング社が大量の受注をしているので、これは主に外需だとは思いますが、ボーイングを含めた資本財になると爆発的に増加していて、輸出にせよ国内の設備投資にせよどちらに振り分けるにせよ需要としては両方とも出てくるものである。このところは、なかなか航空会社は収益が悪い

ので国内とは考えにくいが、仮に国内とすれば然程減速感が出てこないということもあるが、主に消費と設備投資のスローダウンによって+3.2%、+3.8%が2四半期続いた後の+3.2%であるから均してみると+3.5%と言われる潜在成長率近傍で動いていくということかと思う。

須田委員

アメリカの雇用について、どのように捉えたら良いかよく分からない。つまり失業率が下がり、ある程度雇用も増えているといった時に、賃金があまり上がらないといった状況はいつまで続くと考えられるのか。この労働市場の引締まり具合というのはどのように考えるのか。

堀井国際局長

以前も、失業率は5%位、賃金の前年比は+2.5%位をそれぞれ前者については下に切る、あるいは後者については上に切るところかどうか少し注意して見て行きたいと申し上げてきたが、ついに失業率は5%になった訳である。ただ、賃金の方は今申し上げたように前年比+2.6%位が4、5か月続いており、なかなか上がってこない。むしろコスト・インデックスのサイドでいくと、これはGMとかUAのショックもあって、フリンジのところのコストの伸びが大幅にスローダウンしてきていて、むしろそういう意味から言えば、ユニット・レーバ・コストのトレンドとしては上がってきているのだが、ユニット・レーバ・コストの上げテンポを抑えることすら足許で起こっている。それぞれ個別の事象がなぜ起きているのかなかなか分からないのだが、大括りに言ってやはり企業活動自体が行け行けどんどんではなく、雇用についても、賃金についても非常に慎重に構えている。これは恐らく日本についても他の国についてもそういうことなのかもしれないが、非常に厳しい企業経営のスタンスが、こういうマクロ現象としては賃金がなかなか上がらないような結果に結び付いているのかなと想像している。ただ、過去の系列から言って少しパズリングなところではある。

福井議長

他に宜しいか。それでは国内の経済情勢であるが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

それではお手許にある資料4の（参考計表）と本日お配りしている（追加図表）を使ってご説明したいと思う。まず最初に（参考計表）の図表1をご覧頂くと、これは短観の業況判断である。従って、改めて申し上げるまでもなく（1）製造業に関しては過去2四半期業況が悪化した後、3四半期振りにそこそこの回復になったということである。さらに（2）非製造業をご覧頂くと、これはどちらかと言うとジリジリと改善が続いている傾向かと思っている。

次に輸出入について図表5をご覧頂きたい。輸出入についてもあまりこれまでと基調は変わっていない。（1）のグラフでご覧頂くと確かに実質輸出は増えてはいるが、相変わらずかなりゆっくりした伸び悩み状態が続いている。図表6の内訳をご覧頂いても、これははっきりしており、（1）地域別だと米国向け、あるいはヨーロッパ向け、そしてアジアの中でもN I E s、A S E A N向け、それぞれ四半期で若干の強弱があるが総じてみればまずまず輸出は増えているという中であって、中国向けの輸出がこのところ伸び悩みが続いたうえに、この第2四半期の数字はマイナスが付いている。（2）の財別をご覧頂いても、例えば自動車関連、これは米国向けの輸出が好調であるとか、あるいは消費財に関してはヨーロッパ向けのデジタル家電の輸出が好調であるといったことが現われている。そうした中であって情報関連、資本財・部品の伸び悩みが目立っている訳だが、とりわけ情報関連について申し上げますと、これは実は中国向けの情報関連の輸出が弱いために全体が伸び悩みの姿になっている。ということで、やはり足許の輸出の伸び悩みには相当程度中国要因が大きいというふうに申し上

げて良いかと思っている。先行きの輸出に関しては、元々中国も含めて世界経済の成長率はまずまずのペースを維持すると考えられているし、中国に関しても一部には在庫調整の進展のニュースもある。さらに先程堀井国際局長からご紹介があったが、我々は普段、日本の輸出はN I E sの輸出との連動性が比較的高いと思っているために、4～6月辺りN I E sの輸出が少ししっかりした数字になってきているので、何とか年後半には少し輸出の伸びが高まってくるのではないかと期待している訳ではあるが、何分、中国要因は先程来ご議論があるように不透明な材料が多いので、やはり毎月の数字を丹念にチェックしていく必要があると思っている。

図表 15 をご覧頂きたい。企業部門に移り、まず企業収益だが、これは短観の数字だがご存知のとおり企業収益は 2004 年度が製造業、非製造業、大企業、中小企業を問わず相当大幅な増益になった後、2005 年度については一部電力、通信等値下げの影響で非製造業大企業が微減になっているが、これを除くと伸び率はかなり鈍化するが増益基調は続くという姿になっている。ご記憶のように、この時点ではまだ原油価格の上昇が織り込まれていないので、それがどちらかと言うと下振れ要因。その一方で為替の想定レートが相当実勢よりも円高でセットされていて、これが逆に上振れ要因ということかと思っている。続いて設備投資関係である。(追加図表)の図表 17 をご覧頂きたい。ここで数字を見ていくと＜先行指標等＞のうち資本財出荷だが、5 月は若干減少になったが 4～5 月で括ってみると1～3月対比6%の増加ということで、このところ横這い傾向の後、比較的是っきりとした増加になっている。機械受注については5月結構大きな減少にはなったが、4～5月で括ると実は1～3月対比-1.6%であるので、均してみれば緩やかに増加していると申し上げて良いと思っている。建築着工床面積は1～3月対比で-2.5%ではあるが、元々1～3月が相当伸びているので、これも振れを伴いつつ、かなりしっかりした伸びが続いていると思っている。その辺は図表 19 にグラフで描いてあるが、敢えて申し上げると足許いずれを見ても製造業は比較的強いというのが特徴かと思う。このように設備投資関係の指標について月次指標を見ると決して

弱くはない。まあまあ伸びている一方で、そんなにインプレッシブに強いという数字でもないというのが設備投資関係の指標かと思っているが、そうした中で（参考計表）の図表 20、短観の設備投資計画をご覧頂くと、ご記憶のとおりこれはかなり強いものであった。（1）製造業大企業について言うと、確かに去年の同じ時期よりは少し低めではあるが、何分去年二桁増えた後、足許 16%の増加であるし、（3）非製造業大企業については電力の増加もあって近年にない強めの計画になっている。中小企業も同様であって、例えば製造業について申し上げれば、昨年 24%増えた後ということを見ると足許の 12~13%の減少というのは決して弱い計画ではないし、さらに中小非製造業辺りについては大幅な上方修正になるということである。そういう意味では設備投資関係については、この設備投資計画が強いという感じであり、ご記憶のように特に上期の数字というのはとんでもなく強い数字であった。ただ、月次の数字とあわせてみると、ここ最近いつものパターンなのだが非常に強い上期のものが全部実現するのではなくて、これはまた後ろの方へずれながら実現していく可能性が高い、このように考えている。

次に図表 21、個人消費関係について申し上げますと、足許は比較的しっかりとした数字が続いている。例えば、自動車については 4~6 月の計数が固まっているが、ご覧のとおり 1~3 月対比で 6%内外の伸びになっている。それ以外は基本的に 4~5 月のデータだが、家電販売も順調に増えているし、百貨店、コンビニエンスストア辺りもまずまずの数字が出ている。敢えて言うとスーパーが少し弱い位であり、ほとんど軒並み堅調と申し上げて良いかと思う。その結果、小売業の販売額をご覧頂くと、1~3 月は 1.4%増えた後、4~5 月は 1.7%の増加。消費水準指数全世帯の数字がその後出たので、これは 5 月の前月比が +0.9%、4~5 月の 1~3 月対比が +0.6%である。何分 1~3 月は 2.7%も増えた後なので、この +0.6%は結構強い数字だと申し上げて良いと思う。以上を纏めるとそれが図表 24 に出ている。（1）販売統計合成指数、（2）消費財総供給、それぞれ底堅い動きになっているし、短観で見た（3）個人消費関連の業況判断もま

ずまず良かったというのは皆さんご記憶のとおりかと思っている。それからこの時点ではまだ計算できていなかったのだが、先程CCIの4~5月の現時点の数字が出て、1~3月1.2%増加の後、足許0.7%の増加であるので、やはり個人消費はかなりしっかりしていると言って良いかと思う。

図表29、(1) 鉱工業生産に関しては、ご承知のとおり1~3月が1.7%増えた後、4~6月は現時点の予測指数で計算してちょうどゼロである。ただし先般来何回も申し上げているので、(2) に黒い鋼船・鉄道車両というのを入れてみたのだが、やや実勢ではないのではないかと思われる鋼船の影響を除いてみると1~3月、4~5月ともに概ね1%内外の増加ではないかと思っているし、企業ヒアリングベースでも同じような伸び率が7~9月も続くのではないか、このような見方をしている。こうした中にあって少し気になるのは在庫の動きであり、(1) をご覧頂くと勿論在庫の水準は現時点でも相当低い訳ではあるが、年初に少し上がったところで今横這っている、こういう姿になっている。この点、図表31で在庫循環をご覧頂くと、やはり足許は45度線を少し跨いだ辺りでウロウロしている状態である。(3) 資本財、(4) 耐久消費財については、5月に乗用車の在庫が一部減少したので少し形は良くなったのだが、問題はむしろ(5)、(6)の生産財関連である。まず(6) その他生産財をご覧頂くと45度線をかなり上回ったような姿になっており、ここは正直言ってやはり幾つかのところで在庫バランスの悪化が見えている。例えば、鉄などをご覧頂いても、本日の報道にもあったようにやはり低価格品に関しては需給が少し悪化しているし、それ以外にも紙等を個々に見ていくと素材関係が少し需給バランスが悪化しているところがあって、この辺がこの数字に出ている。ただし、これは相当心配しなくてはならないかと言うとそうでもないかなと思っています、例えば一頃一番心配していた化学は、この間も申し上げたように4~5月に国際市況が急落した後、6月から反発に転じているし、それから統計上の綾としては、これは去年の4~5月石油精製のところで在庫の水準が凄く低かったために、いわば裏という形で少し数字が持ち上がっているという話がある。さらに鉄辺りはご承知のように、最近例えば

棒鋼とかホットコイルとか値段が少し下がっているのだが、これも実を言う
とスクラップの値下げの方が随分大きいので、電炉企業の値幅、利鞘とい
うのは決して悪くない状態が現在も続いており、そんなに心配すること
はないと思っている。ただ、その辺のバランスは悪化している。この辺には
やはり中国との、去年は中国がひたすら買ってくれたのに足許は一部中国
からものが入ってきている。この辺に変化が表われていることは念頭に置
いておいて頂きたいということかと思っている。今月最大の問題はむしろ、
(5) 電子部品・デバイスであった。ご覧のとおりこの鉱工業統計の在庫
循環図で見ると、1～3 月一気に調整が進んだ後、4～5 月はむしろ後戻
りしているというような絵になっている。しかしながら、これはミクロの
情報と一致しない。ミクロ情報に関しては調査統計局のヒアリング情報も
あるが、先般お聞き頂いた支店長会議での支店の情報、あるいは国際局の
アジア情報等々、いずれを見ても確かに携帯電話等で一部調整が遅れてい
るというのは事実だが、全体としてみればそれなりに進捗している、結構
終盤戦に近い、という評価であったかと思う。短観についても電気機械の
業況判断DI、あるいはまた在庫判断DI、いずれも改善していて、なか
なか理解に苦しむところがある。現時点で完全に解明はできていない
が、そのパズルを解く鍵としては二つ位可能性を考えていて、一つはこれ
はそもそも1～3 月の在庫循環はでき過ぎだったのではないかということ
を今にして思っている。当時、4 月頃の例えば支店長会議の報告等を思い
出して頂くと、こんなに綺麗に調整が進んでいる感じでもなかった。むしろ
やや遅れているという言い方が当時は多かったと思うので、やはりこの
月次の統計と企業の感触というのはやはりずれる。例えば5 月で言っても
一部携帯電話関係は6 月に出荷されるのが分かっている在庫があって、企
業はそれを恐らく重いと思っていない訳だが、統計には出てきてしまうとい
うことがあると思う。それからもう一つ、やはり鉱工業統計も細かく見
ているとなかなかやっかいな面がある。例えば以前から実質輸出と輸出数
量の話を時々させて頂いているが、鉱工業統計というのは実はある種、実
質概念と数量概念を混ぜこぜにして作っている。この点、例えば液晶辺り

がこれは数量概念で作られていて、大型と中小型に分けて枚数で数えるというやり方をする。何を思ったかと言うと、液晶の生産出荷の前年比がマイナスになっていて、これはシャープの亀山工場などができてフル生産しているのになぜマイナスなのだろうかということだったのだが、見てみるとやはり例の 40 インチのテレビを造っても、あれは 1 枚という数え方なのであまり生産出荷に寄与しないということがある。一方で日本メーカーはパソコン用のパネルが儲からなくなったので、むしろ小さい高性能の携帯用の方に結構シフトしているところがあるが、2000 年時点の付加価値ウエイトでみると小さいのを造ると凄く生産量が減ってしまうというような扱いにどうしてもなるということがあって、そういうことが影響している。現時点ではまだ 4 月のデータしかないのだが、4 月の液晶の生産額を私共の物価指数で割り込んでみたところ、4 月時点で実質の前年比は 17% の増加、鋳工業生産ベースでは 6% の減少ということが起こっていて、多分このようなことも I I P を見ていくうえでは少し注意した方が良いのではないかと考えている。少し長くなったが、全体を踏まえて申し上げると、I T 関連の調整は確かに携帯電話関連で一部遅れが見られているが全体としてはそれなりに進捗している、こういう評価ではないかと思っている。

図表 32 で雇用関係をご覧頂くと、有効求人倍率、完全失業率、いずれも前月比横這いではあるが、均してみれば改善傾向が続いている。新規求人についてはこのところ伸び率が鈍化しているが、前年比で二桁の増加がキープされているので、これもまずまずということかと思っている。図表 34 の短観の雇用判断についても、(2) にあるように中小企業のところで 6 月やや過剰方向に振れているが、これは新卒採用に伴う季節性であるので、均してみればむしろ不足方向に振れてきているということだと思っている。図表 35 の雇用者数については、一頃毎勤と労調で随分乖離が目立っていたが、このところ労調が少し盛り返してきたのでどちらもまずまず緩やかではあるが増加しているということかと思っている。そうした中であって、(2) にあるようにパート比率はこのところ低下している。この結

果、図表 36 の (2) をご覧頂くと、これまで雇用者所得に対してはグレーのところ、すなわち所定内給与がずっとマイナスに寄与していた訳だが、これがパート比率の低下もあってプラスに転じてきている。この結果、雇用者所得については伸び率は低いが一応緩やかな増加という傾向が確認されてきていると思っている。

その後で再び (追加図表) をご覧頂きたい。今朝程 C G P I が出ているのでこの紹介をさせて頂く。お手許の資料、まず図表 39 は輸入物価であるが、輸入物価は (2) にあるように 3 か月前比で見ると伸び率が徐々に低下してきている。何か意外感があるのだが、実は原油相場というのは 4 ~ 5 月下がっていたものだから、その頃のものが今入ってきているために輸入物価の伸び率は低下ということである。現にグラフでご覧頂くグレーのところは伸び率が下がっているということがお分かり頂けると思う。図表 42 の国内企業物価についても同様である。(2) の 3 か月前比で見ると伸び率は低下してきている。グラフでご覧頂くと、一つは点々のところ、これは石油関連が中心だが、この辺の上昇率が鈍化してきている。それから右斜め線は、当時は化学品が先程来申し上げているようになり低下していたので、この上昇率が低下している。最後には縦線の鉄についても紐付きの値段は上がっているのだが、店売り品が少し安くなってきているので上昇率が鈍化している。このような姿である。しかしながら、ここから先について申し上げると、もう改めて申し上げるまでもないが、原油価格が 6 月から上昇に転じているので、これが入ってくると 7 月辺りからは輸入物価も上がり国内企業物価も少し上がるということである。3 か月前比で見るとむしろ 7 月までは一旦伸び率がさらに低下してくるが、恐らく 8 月位から少しまた上がっていくという展開で、何かギクシャクするがそんな動きだと思う。先程少し申し上げた化学品の一旦下がってまた上がったようなことは、図表 41 の②のグレーのラインを見て頂くと分かる。一回ガクンと下がってまたポンと戻る、こういうことが例えば起こっているということである。最後にもう一度 (参考計表) の図表 45 で C P I をご覧頂くと、改めて申し上げるまでもなく 5 月の C P I の除く生鮮前年比

はちょうどゼロであった。以前、多分 -0.1% 位だろうと申し上げたのだが、(3)の家賃の辺りのマイナス幅が思いのほか縮小したということもあって、5月はちょうどゼロになった。特殊要因を除いたベースでご覧頂くと、5月はついに $+0.1\%$ とプラス転化した訳である。ただ、ここから先について申し上げると、除く生鮮のベースで見て6月はもう一回マイナスに潜る。これは今年の6月はガソリンの値段が下がった。去年は実は6月にガソリンの値段がかなり上がっているのです、その結果として6月は -0.1% ないし -0.2% まで潜り、恐らく夏の間一杯は極く小幅ではあろうがマイナスで推移する可能性が高い。その後、10月以降、これはその頃の原油相場、為替相場に依存するが、例えば今のような原油価格、為替相場が続くとすると、恐らく秋位に前年比でプラスに出てくるというような展開が予想される。

以上申し上げたように、今月は短観等が出た訳だが、全体としては先月申し上げたこととあまり変わっていないと思う。私は全体としてみると——これは後程中間レビューでご議論頂くことではあるが——、概ね4月の展望レポートと大体それに沿った動きになっているのではないかと考えている。ただし、先月も申し上げたように、中身が少し入れ繰っていて、輸出のところがやはり中国要因もあってやや下振れ。その一方で内需の方は雇用、個人消費といい、あるいはまた設備投資——特に計画——といい、幾分想定よりも強めに出てきているということかと思っている。これをいわゆる踊り場脱却という議論が最近行われるのでそれとの関係でどうかと申し上げると、勿論、踊り場に入った原因はIT調整であり、また輸出の減速であった訳である。これに即して言うと、足許もIT調整は進捗しているけれども、まだ終了は宣言できる程でもないし、輸出は思いのほかの中国要因で伸び悩んでいる訳である。ただし、元々踊り場というのは別に原因を指定する概念ではないと思う。踊り場というのは、景気の回復が一時停止しているという状態を表現する概念である。実際問題として去年の後半はGDPが横這い、鉱工業生産は微減、そしてまた短観の業況判断も悪化が見られていた訳だが、足許について申し上げれば、GDP

は1～3月既にそこそこの増加に転じたとし、鉱工業統計も若干振れはあるが均してみれば緩やかに増加していると思われる。さらに短観についても最終的に今回小幅ではあるが改善が確認されたということであるので、全体としてみるとあまり踊り場と言いつけるのは如何なものかと思っている。最近、何か民間のエコノミストやマスコミは踊り場の相場が上がってしまった感じがあって、輸出の増加が確認できないと踊り場脱却ではない。しかし今位の内需で輸出もプラスになってしまうと多分、4月に想定していたよりもむしろ上振れというような形にならないと、それは少し如何なものかと思っている。そういう意味では確かにIT関連の調整が終わり切っていないということもあるので、これで脱却したと完了形で言うのは少し抵抗感があるが、それは脱却しつつあるとか、あるいは出口に近いとか、いわゆるそういう感じであればそのようなところにきているのではないかと思っている。私の説明は以上である。

福井議長

ご質問があればどうぞ。現在完了形ではいけない。現在進行形なら良いと。

早川調査統計局長

はっきり言ってIIPの電子部品の在庫循環が綺麗に回っていれば、もうこれは完了形でも良かったかなという感じがするが、現状だと完了形ではやや無理した感じが出るので、進行形なり何なりと別の表現をお使い頂ければと思う。

福井議長

何なりとか。

早川調査統計局長

その辺は皆様のご判断になる。

西村委員

正確に言うと現在完了でもまだ進行している。

岩田副総裁

宜しいか。情報関連の輸出なのだが、先程堀井国際局長の方からアジアがかなり戻りつつあるという話があったのだが、日本は中国向けが弱いのでまだ戻ってこないのか。それとの関連で（参考計表）図表10の（2）に世界の半導体出荷がある。（1）に情報関連輸出もあるが、この見方なのだが、まず図の太線の実績がある。これは最近時点はマイナスと読んで良いのか。

早川調査統計局長

然り。

岩田副総裁

若干のマイナスと読んで良いのか。

早川調査統計局長

然り。若干のマイナスになった。

岩田副総裁

それで日本が特にマイナスになっている。

早川調査統計局長

そうであった。

岩田副総裁

そう読んで良いか。

早川調査統計局長

4～5 月時点ではそうである。

岩田副総裁

W S T S の見通しは 5 月 5 日の時点のものは薄い実線なので、それよりもやや下振れしているというふうに読んで良いのか。

早川調査統計局長

然り。

岩田副総裁

日本はある意味では遅れている。アジアよりも遅れている。

早川調査統計局長

そのような感じである。多分このような感じだと思う。まず (2) は前期比で書かれているので、勿論 1～3 月がそもそも想定対比相当上振れているので、4～5 月は下振れてもレベルとして元々想定したよりも低い訳ではなく高い。元々毎月振れる統計なのであまり強くはっきりしたことは言えないのだが、恐らく先程申し上げた携帯電話の調整が全体の中で一番遅れているので、その影響が恐らく日本などで出ているのではないかと想像している。ただし、図表 8 のところでアジア向けの情報関連の動きをご覧頂くと、(2) のこれも全く中国向けが減っているがために全体としてマイナスであって、例えば N I E s 向けなどはプラスになっている訳である。正直言ってよく分からないが過去の経験則では、例えば情報関連財について見ると増える時も減る時もなぜか N I E s の方が大体 1 四半期先行するという傾向がある。従って、我々にとっては先日来、国際局から比較的微情報で良いという話は聞こえていたのだが、なかなか N I E s の統計に出てこないののでやきもきしていたのだが、本日の報告を見ると N I E

sの統計に数字が出てきたので、恐らくは我々の方も上手くいけば7~9月位になにがしかの変化が——勿論それで全体として輸出の伸び率のはっきりプラスになってくるかどうか分からないが——ということまでは期待できるのではないかと考えている。ただ、繰り返しになるが中国情勢はよく分からないので、その点は毎月毎月丹念に見ていく必要があると思っています。

西村委員

その点で少し気になるのは1四半期という場合には、恐らく韓国、台湾、香港が同じように動いているようなケースだと思うのだが、今回の場合の韓国、香港が悪くて、台湾が凄く良い訳である。そういうことというのは何か影響を及ぼすか。

早川調査統計局長

そのところはまだはっきり分からない。何分にもこういう韓国、台湾辺りの毎月の数字というのは相当振れるので、せいぜい四半期均してみると、例えば、韓国、台湾自身の輸出の動きを先程の国際局のデータでご覧頂くと一応総じてまずまず出ている。一応それはプラスのニュースというふうに受止めておきたいと思う。勿論これはあくまで経験則であるから、これで確実に日本まで波及してくるところまでは言えない。

中原委員

鋳工業生産における鋼船の影響だが、これは統計上過去に遡って影響が出るように見えるが、どうか。また、以前に受けた説明では、起工時の数字をある一定期間機械的に割って生産指数に乗せてしまっているということであったが、足許の生産がフルであることを考えると、これがGDP上で何らかの悪さをするのではないのか。

早川調査統計局長

まず第一に、過去のところがチョコチョコ動いているのは必ずしも鋼船とは限らずに鉄道車両が動いている場合があつて、これは結構本当である可能性がある訳である。去年来よく動くのは、某新幹線ができたなどという時に必ずこれが大きく動くためである。そういう中で以前もお話したかと思うが、鋼船の生産レベルは今年の年初は去年の平均の2.5倍とか3倍という数字に計算上なっていた。しかし、ご承知のようにドックというのは一杯であれば一杯であつてそれ以上生産できるはずがないので、2.5倍とか3倍という数字は恐らく全くの架空の数字であつて、それが全体の数字を一旦押上げて、その後落としているということである。そのため、ここはやはり均してみた方が良く思っている。GDP上は少なくともQE段階では多分影響しないと思う。最終的に確報を作る時は生産サイドから入っていくので若干影響するが、その場合は年次であるので四半期の振れのようなものはあまり関係ないはずである。

須田委員

金融経済月報の消費者物価の輸入・輸出競合商品のグラフで、輸入競争財とその他の商品が逆転したことに目が止まったが、どう考えれば良いか。

早川調査統計局長

多分これはガソリンが——最近輸入も若干あるのだが——競合財になっていないところがあつて、そのためではないかと思う。あまり使わなくなった図表をずっと残しておくとか良くない。

須田委員

しかし、昔はこれで説明していた。世の中変わったかなと思いながら見ていたところである。

早川調査統計局長

詳らかではないが、ガソリンではないかと疑われる。しかしガソリンは、輸入はあるが極く限定的なので、多分競合財扱いになっていないのではないか。いずれにしても、展望レポートの時点では、いわば踊り場に入った時と対称的に、IT調整が進み、輸出がそれを追い掛けるように増えて、内需も付いてくるというようなシナリオをやや固定的に考えていたために、これまで少し判断が難しかった訳だが、今回そういう意味でも少し中間レビューを機に若干先行きの書き方等も組み替えさせて頂きたいと思っている。政府の方は5月、6月と小幅に上方修正されていたが、我々はややこれにとらわれたために少し身動きが取れない感じであったが、この辺少し中間レビューでは修正していきたいと思っている。

福井議長

宜しいか。それでは金融環境について白川理事と山口企画局長から願います。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

山口企画局長

それでは資料-5(参考計表・その2)でご説明する。まず、図表1であるが、いつも通りクレジット関連の指標を並べている。(1)銀行の貸出であるが、6月の前年比はマイナス0.3%である。前年比マイナス幅の縮小傾向が続いている状況である。一時見られたようにマイナスの幅がどんどん加速度的に圧縮されるという感じではないが、着実にマイナス幅が縮まっている。業態別に見ると地銀の6月が+3.7%、地銀Ⅱが-2.5%であって、地銀及び地銀Ⅱの貸出の増加方向での動きが寄与している。地方債の償還が6月はかなり多く、この償還部分を貸出にシフトさせるという動きが結構見られた。ペイオフ解禁後、地公体側では、預金との相殺が可能な借入をむしろ選好するといった事情があるようであり、その辺りが6月の地銀及び地銀Ⅱの貸出に繋がってきている。それから4~6月均して

みると前年比は-0.5%である。1~3 月が-1.0%であったから前年比マイナス幅はそれまでに比べると大きく縮小している。業態的には、都銀、地銀、地銀Ⅱいずれにおいても前年比マイナス幅が圧縮される方向での寄与となっている。やはり銀行の貸出姿勢積極化が数字の上でもそれなりに奏功している姿かと思っている。次に(2) 民間部門の総資金調達であるが、6 月の前年比は-1.7%である。5 月対比緩やかであるが、前年比マイナス幅が縮小している。内訳を見ると、銀行、信金、外銀のマイナス寄与が-0.4%ポイントと縮まっているが、さらに生命保険もマイナス寄与が縮小している状況である。それから4~6 月で見ると、前年比-1.8%とマイナス幅はやや大きく縮小している。全体の感じとしては、これまで申し上げているが、銀行貸出のマイナス幅の圧縮ペースが相対的に大きく、企業等の資金需要を表わす総資金調達のマイナス幅は、それに比べるとやや小さめではあるが、少しずつ縮まるという傾向が引き続き見られる。次に図表2であるが、今回貸出金利のグラフを掲載している。(1) が短期の貸出金利で、左側が約定平均金利である。それから右側はスプレッド貸出のスプレッドである。まず左側からであるが、新規貸出の約定平均金利——これは折線グラフのギクシャクしている方であるが——をご覧頂くと、今年に入ってからの流れとしてはやや強含みの感じもあるが、昨年との比較ではなお低い。さらにストックベースで見ると——トレンドが当然見易い訳であるが——、低下トレンドを続けている。さらにスプレッド貸出のスプレッドをご覧頂くと、これは結構振れはあるが今年に入ってから縮小している。昨年に掛けて少しスプレッドが拡大したのは、スプレッドがほとんど付かない預金保険機構向けの貸出が減少したことによるものである。それから(2) は長期の貸出金利であるが、ギクシャクしている折線グラフが新規分である。ご覧のとおり、かなり振れを伴っているが、トレンドとしてははっきりとした低下傾向を示している。それを受けて、ストックベースでも当然のことながら低下傾向を継続中である。長期についても、スプレッド貸出のスプレッドを見てみると——折線グラフであるが——、若干の振れはあるが流れとしては昨年末以降 10bp を上回る低下を見せている。

(3) 3 業態の貸出スプレッドが業務計画上どうなっているかということであるが、2004 年度については 5bp 位のプラスの計画を立てていたが、実績はご承知のとおり逆に低下となった訳である。また 2005 年度は計画としてはほぼ横這いという形となっているが、実際には今申し上げたように少しずつスプレッドを圧縮しながら貸出の増加を図っている姿になりつつある。それから図表 3、資本市場関係であるが、(1) が発行スプレッドである。全体感としては CP も社債もともにかなり低いレベルでのスプレッドが続いている。従って、ともに発行環境は良好な状態が続いている。次に (2) 公募社債の発行額であるが、6 月は全体として 2,400 億円弱で、株主総会月という季節要因もあって、前月対比減少している。4~6 月均してみるとご覧のように 5,000 億円弱ということであるので、昨年の第 4 四半期、今年の第 1 四半期対比やや多めの水準で推移している。それから図表 4、(3) CP・社債の発行残高であるが、CP・社債を合わせると、前年比は 1.6% となり、5 月が 0.4% であったので、それに比べると前年比は上昇している。ここのところの推移としては、1% 内外での前年比の推移を続けているところをご覧頂ければと思う。なお当月の特徴点ということで言えば、CP——シャドーの掛かった方であるが——の寄与度が増加していることである。ボーナス資金とか、配当資金を CP で調達するという動きが 6 月については見られた。それから (4) エクイティであるが、これまた大きな変化はない。6 月は、5 月対比発行額、調達額が増えている。転換社債についてもそこそこの発行量ということであるが、発行環境が海外を中心にじわじわと悪化しているという感じは継続している。一方で、株式の調達額については引き続き堅調地合いが維持されている。次に企業金融周りの判断項目ということになるが、図表 5 は企業から見ての金融機関の貸出態度である。(1) 短観の結果である。ご覧のとおり大企業、中小企業ともに貸出態度については、緩和方向との判断が続いている。大企業についても中小企業についても過去遡ってみると、今は、1997 年 9 月以来の「緩い」超のレベルにある。それから (2) 中小公庫の調査結果が出ている。引き続き緩和傾向を辿っているが、このところ申し上げている

ように、やや頭打ちの感じになってきている。ただし、緩和超の幅自体は40.9%ポイントと、この4月の41.6%ポイントを除くと1990年初以来の緩和超のレベルにある。次に図表6、資金繰り判断である。(1)のグラフは短観であるが、大企業、中小企業ともに改善傾向が継続している。6月の「楽である」超のレベルは、過去遡ってみると、大企業については1989年以来、中小企業については1992年以来ということであり、かなりのところまで緩和感が浸透してきている。それから(2)中小公庫、商中の調査結果である。ともに改善傾向であるが、ここのところは改善ペースはやや頭打ちという感じである。ただ、レベル的にはご覧頂くとお分かりのとおり、中小公庫の場合1990年9月以来の水準まできている。それから図表7、マネー関連であるが、6月のマネタリーベースは前年比1.7%であり、じわじわと伸び率が低下する傾向が続いている。銀行券の増勢が鈍化していて6月については前年比3.5%であるし、日銀当預の前年比もマイナス幅が拡大するという状況である。なお、銀行券については、直近の7月11日までの7日間平均でも3.5%と、3%台半ばでの推移が続いている。なお、4~6月で括ってみると2.3%である。あまり大きな動きではないが、1~3月対比微妙に小幅化している。それから(2)マネーサプライ、まずM2+CDである。6月は前年比1.7%となっており、5月にプラス幅がやや大きく縮まった後、一応プラス幅が拡大している。主としてはM1の伸び率が高まっているということであるが、冒頭で申し上げたように貸出の減少幅が縮まってきているので、その辺りが寄与しているというのが大きな背景のようである。また4~6月均してみると、M2+CDは前年比+1.7%であり、1~3月対比プラス幅が縮小している。7~9月については、結構見通しは振れるので何とも言いにくいところがあるが、今のところ1%台での推移というふうにざっくり見込んでいる。それから広義流動性であるが、6月は2.6%で、5月に比べても前年比は縮小している。いつも申し上げていることであるが、速報段階の数字は結構振れが大きいので、幅を持ってみる必要はあるが、広義流動性もじわじわと前年比が縮小するという流れが続いている。データに関する説明は以上であるが、6月

のポイントということであると、銀行の貸出姿勢は引き続き積極的であるし、それを受けて企業から見ての金融機関の貸出態度もさらに緩い方向に振れている。そういう中で貸出金利についても低下傾向が長短ともにはっきりと継続しているので、流れとしては緩和感が一つまた進んでいるという状況であろうと思っている。今後はその辺りについて特に注意しながら見て行きたいと考えている。以上である。

福井議長

どうぞ、ご質問等があれば。

岩田副総裁

一つお伺いしたい。貸出金利、図表2であるが、これは短期プライムレートというのは2001年以降動いていないのか。

山口企画局長

然り。

岩田副総裁

1.4%位か。

山口企画局長

1.375%だったかと思う。

岩田副総裁

これは何か決まりがあるのか。

山口企画局長

要するに金融機関の調達コストをベースに設定している。短期の調達コストがほぼゼロ金利で推移してきているので、動きようがないということ

である。

岩田副総裁

短期の新規貸出約定金利は1.4%を下回っているものがある。これは短期プライムレート以下でも貸しているということか。

山口企画局長

先程少し申し上げたが、例えば預金保険機構向けの貸出がある。

岩田副総裁

それがあるか。

山口企画局長

そういったものについては、実はほとんどスプレッドを取らずにやっているので、TIBORに近いレートでの貸出が行われている。

白川理事

当然のことながらスプレッド貸出もそこに入っている。スプレッド貸出は勿論遥かに低い訳である。

岩田副総裁

さらに長期の新規約定平均金利がある。これも中には1.4%を今割っているところがある。短期と長期が新規を取ると差がなくなっている、つまり期間プレミアムがゼロになってしまっているということか。

山口企画局長

先程、預金保険機構の要素があると申し上げたが、RCC向けの長期貸出についても、相対的に低利での貸出が行われている。その一方で要注意先等については、長期よりは短期で、しかも比較的厚いスプレッドで貸出

が実行されているため、長短金利の逆転が折々生じるという状況になっている。

岩田副総裁

特殊な貸出が入るということか。それで長期のプライムレートというのは昔は長銀の金融債などとリンクしていたと思うが、今はどうか。

山口企画局長

それは変わっていない。

岩田副総裁

今も同じか。これは全く自動的か。

山口企画局長

基本的には変わっていない。

岩田副総裁

短期の方はどうしてそのように連動しないのか。これはもう取り扱い費用でこれ以上は下げられない。短期プライムレートは。

山口企画局長

限界的な調達コストを前提にしながら貸出金利を決めるということである。調達コストについてはご承知のようにほぼゼロ金利であり、そのうえになにがしかのスプレッドを上乗せして決めている。

岩田副総裁

その差が、長期のプライムレートが今これであると、1.5%…。

山口企画局長

これはどちらが正しいのかというのは言いがたい。

岩田副総裁

ほとんど1.4%になっていて、短期のプライムレートも長期のプライムレートも今の足許だと1.4%である。場合によると長期の方が下回る。

山口企画局長

実際上の貸出が何によって行われているかと言うと、結局プライムレートというのはかなりの程度形骸化してきている面があって、実際には短期についても長期についてもスプレッド貸しが増えてきている。このようにご覧頂いておいた方が良いでしょう。

岩田副総裁

それで長期というのは——これは誰もよく分からないらしいのだが——、平均はどれ位のマチュリティーなのか。

山口企画局長

5年以下というふうに通常言われている。

岩田副総裁

5年未満。

山口企画局長

然り。

岩田副総裁

2年から…。

山口企画局長

2年ということはないと思うが、4年程度と考えていた方が良いのではないか。

岩田副総裁

4年程度で。ただ、暫くしていると長期のプライムレートの方が下がりそうなのでどうなるのかなと思って。

福間委員

要するに、先程山口企画局長が言ったように形骸化している。長プラとか短プラなどというのはスプレッド貸しである。

岩田副総裁

気にしないで良いのか。

福間委員

フォーミュラの建て方が少し違う。短期と長期とでは。おっしゃるように金融債+0.9%が長プラである。短期の方は短期金利+スプレッドである。

山口企画局長

この資料はあくまでも金利のレベルがどういう推移を辿ってきているかというところに焦点を当てている。

岩田副総裁

そうであるが。

水野委員

伝統的貸出業務は厳しいということは言える。

福間委員

ということは貸出判断からみると、結局バブル期と同じだということか。

山口企画局長

貸出態度判断は、短観ベースで見ると、まだ1997年位の水準である。一方、資金繰り判断は1989年とか1990年代初頭というところまできている。

福井議長

宜しいか。それでは今日の審議は一応終了であるが、明日午前9時から再開する。毎回申し上げているが、決定会合への信認確保の観点から、この場の皆様方におかれては厳正な機密管理をくれぐれもお願いしたいと思う。閉会とする。

(15時38分中断、13日9時00分再開)

福井議長

宜しいか。それでは政策決定会合の第二日目を開催する。政府の方から財務省上田副大臣にお越し頂いた。宜しくお願いする。内閣府、昨日に続いて浜野政策統括官にお越し頂いた。宜しくお願いする。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を受けて、議案の取り纏め、決定に持ち込みたいというような感じである。その他に金融経済月報の検討、それから議事要旨の承認というようなことが議題に上っている。会合の中での発言はいつものとおり全て記録させて頂く。そのことを踏まえて各位ご発言頂ければと思う。それでは最初に、金融経済情勢及び当面の金融政策運営に関する討議に入りたいと思う。まず

議論の前提として、事前にお配りしている金融経済月報案について、執行部から簡単に説明頂きたいと思う。中間評価についても合わせて説明して頂きたいと思う。

Ⅲ. 金融経済月報に関する執行部説明

門間調査統計局参事役

それではA3の横長の紙をお開き頂きたいと思う。まず、現状の文章表現であるが、「わが国の景気は、IT関連分野における調整の動きを伴いつつも、回復を続けている」ということである。先月までは「基調としては」という文言が入っていたが、元々「基調としては」と言うのは、回復のメカニズム自体は働き続けているが、GDP、生産等からみるとそうもみえないという状況で使ってきたが、既にGDPはかなり増加をし、生産も増加基調、そして今月短観の業況判断も改善が見られているので、「基調としては」というのを続けるのは不自然であると考えて、今月は削除をしている。なお、去年の11月に「全体として回復を続けている」という表現を使い、その後12月から先月まで「基調としては回復を続けている」と書いてきたので、制約条件なく「回復を続けている」という表現にするのは去年の10月以来ということになる。ただ、去年の10月と違うのは、今月はまだ「IT関連分野における調整の動きを伴いつつも」というのは残っているというところである。次に各論であるが、2行目の「企業の業況感にも再び改善がみられ」というのが今月一番大きな変更点である。これは言うまでもなく短観を踏まえたものであり、冒頭表現の変更にも関係しているところである。それ以外の変更は非常に僅かな変更であって、生産については足許の5月は若干減少している、4～6月は横這い圏内ということであるが、1～3月の大幅な増加と合わせて増加傾向というふうに判断しているので、「増加傾向にある」という表現を使っている。それから設備投資は「増加を続けている」と、そういう若干の変更である。現状は以上であって、次に先行きに行く。先行きについても「景気は回復を続けていくとみられる」ということで、ヘッドラインは変更ない。ただ

し、「すなわち」以下のシナリオの説明については、前月のパーツはあまり変わってないが、かなり論理構成を組み替えた形にしている。前月まではIT関連分野の調整が一種スターターの役割を果し、ITの調整進展、輸出、生産の増加、そのもとで企業収益あるいは所得が増えていくと、そういったような論理構成をとっていたが、実際にその後の状況をみると、足許は既に発生した高水準の企業収益からの内需への波及効果が幾分強めに働いているということ、一方で、ITの調整や輸出の回復が想定していたよりも若干遅れ気味という状況であるので、前月までの書き方ではやや不自然と考えている。従って、今月であるが、輸出については、「海外経済の拡大が続くもとで、輸出の伸びは次第に高まっていくとみられる」ということであるが、その次に「国内民間需要も」というセンテンスを持ってきている。「国内民間需要も、企業の過剰設備・過剰債務などの構造的な調整圧力が概ね払拭されたもとで、高水準の企業収益や雇用者所得の緩やかな増加を背景に、引き続き増加していく可能性が高い」ということである。そして生産はその後、「こうした内外需要の増加や、IT関連分野の調整進展から、生産も増加基調をたどるとみられる」というふうにしている。このようにこれまでと比べると、内需が持つ固有の回復力に幾分ウエイトを置いたような書き方をしている。それから次の、先月まであった1行ちよっとのなお書きであるが、これは今月削除している。後程企画局から説明があると思うが、中間評価の方にリスクファクターを記述するので、それとの重複を避けるということでここは削除した。ただ、来月中間評価がなくなったらここは復活するのかということであるが、そこはそのように一応考えていないということである。元々、展望レポートで先行きのシナリオを詳細に描きリスクを評価して、月報はその後の月々の点検をしていくという位置付けであるので、本来リスクはずっとその展望レポートで評価したものが残っていればそのままであると考えていて、ここで書くのはかなり異例な場合に書くということを原則としたいと思っている。実は去年の8月にかなり原油価格が上がってその時に入れたというのが最初なのであるが、一度入れてしまうとなかなか取れないという弊

害もあるので、できれば今回の中間評価を機会にここからは削除をして、そちらは展望レポートないし中間評価で評価をしていく、そういうスタイルに戻したいと考えている。次に物価であるが、まずは物価の現状であるが、「国内企業物価は、原油価格上昇の影響などから、上昇している」。前月までは「大幅に」というのが付いていたが、3か月前比でみると4月が1.1%、5月が0.9%であるが、今月は6月分が0.5%ということであるので「大幅」を取った。それから消費者物価については、直近の値が0.0%であるので「基調としては」というのはそういう意味である。それから次に物価の先行きであるが、「国内企業物価は、上昇基調を続ける可能性が高い」と書いてある。恐らく7月は単月ではプラスになると思うが、4月の大幅プラスが3か月前比では切れてしまうので、3か月前比はゼロ近傍になる可能性が高いと思っている。「上昇基調」の「基調」というのはそういう意味である。しかし、その後を展望しても、原油が再急騰しない限りは上昇テンポはこれまでに比べると鈍化することになるので、「当面の上昇テンポは鈍化するとみられる」ということである。それから消費者物価の先行きであるが、6月は恐らくマイナスになり、ゼロないしプラスになってくるのは10月以降ではないかと考えている。ただ逆に言うと、10月以降そうなってくる可能性をそろそろ視野に入れた表現をしていく必要があるというふうに考えて、変更点は二点あって、前月まであった需給環境のところであるが「当面なお緩和した状況が続くもとで」という、まだこれから暫くマイナスであるというようなニュアンスを込めた表現を今月は削除する。それから「小幅のマイナス」の前に「当面は」と付けていて、この「当面は」というのは、この夏場位というのをイメージしているということである。实体经济は以上である。

内田企画局企画役

続いて金融面であるが、総括的な判断として「企業金融を巡る環境は、総じて緩和の方向にある」と、この点を変えていない。また、個別に見てもCP・社債の発行環境、それから民間銀行の貸出姿勢、この辺は変えてい

ない。企業から見た金融機関の貸出態度、これについては短観が出た訳であるが、こちらについても引き続き「改善している」ということで変化を持たせていない。変えたのは以下の三点である。4行目から「CP・社債の発行残高はこのところ前年並みか前年をやや上回る水準で推移している」とさせて頂いた。これは事前に資料を持ち込ませて頂いた後、先週の金曜日にCPの発行残高が出て、その結果としてCP・社債トータルの発行残高は前年比1.6%となった。1%をやや超えているので前年並みというよりは多少上回っているということである。それをストレートに書くということもあり得るが、最近の動きを見ていると4月が1.2%、5月が0.4%、6月が1.6%ということで、1%を挟んだような展開であるので、そこで毎月変えるというよりはその全体的な感じを表わしたいというところで、「このところ前年並みか前年をやや上回る水準」と、1%絡みということを表現させて頂いている。以上が一点目である。二点目はマネタリーベース、それから銀行券の発行残高の伸び率、この2点についてそれぞれ「1%台」、「3%台」というふうに数字を変えている。それが二点目である。三点目、金融市場のところであるが、「金融市場の動きをみると、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで」という後に「資金供給オペレーションに対する『札割れ』が続くなど」という言葉を入れさせて頂いている。札割れ自体は昨年末から頻発している訳であるが、6月初の大幅な資金不足期を過ぎても引き続き札割れが続いているということ、これを「『札割れ』が続くなど」ということで表現させて頂いている。以上三点が変更点である。最後に為替・資本市場であるが、前月と同じ表現にしている。因みに前回決定会合時、為替相場は109円ちょうどから109円台の前半位。それから長期金利が1.24%、株価は11,416円である。長期金利と株価は恐らく今日多少動いてもこのままかなと思うのだが、為替については2円程度しか動いていない。通常2円位動くと前月と変わったという表現を過去してきているので、仮に110円台、111円位であれば良いと思うのだが、110円台の半ば位になってくれば少し表現を変えるかどうか、前月と同じとするかどうか、ということをもう一度議論させて頂こうと思う。現

状程度であればここに書いてあるとおり「前月と比べ下落している」という表現を採りたいと思う。金融面は以上である。

山口企画局長

2枚目であるが中間評価である。私共で用意した案は、ご覧のとおり選択肢が幾つか付いていて、一つは景気の現状に関する部分、それから景気の先行きに関する部分、物価については国内企業物価、消費者物価、それぞれについてオプションを付けている。いずれを選択するかについて私共の考え方を申し上げれば、全て①かなと思っている。以上である。

福井議長

何かこの段階でご質問があったら。内容及び表現については後で議論させて頂く。

水野委員

物価のところで、凄く細かくて恐縮なのであるが、「消費者物価の前年比は」と書いてあるのだが、国内企業物価は敢えて3か月前比も何も書いていない。

門間調査統計局参事役

これは背景説明の方には「3か月前比で見ると」というのが説明してあるので、ここには書いていない。

水野委員

くどいということか。

門間調査統計局参事役

然り。

水野委員

消費者物価の場合には、前年比に凄く拘っているということか。

門間調査統計局参事役

それは拘りを持っているつもりである。

水野委員

分かった。

春委員

4月の見通しの数字は月報の方に載せることになるのか。

山口企画局長

然り。そのつもりである。

福井議長

宜しいか、取り敢えず。

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

それでは金融経済情勢についての討議に移りたいと思う。このラウンドでは、最近の金融経済情勢と4月の展望レポートで示した経済物価情勢見通しの中間評価について、それぞれお一人5分程度ということでご発言頂きたいというふうに思っている。その後自由討議をしたいと思う。政策運営については第2ラウンドでお願いしたいと思う。今日は春委員、武藤副総裁、岩田副総裁、福間委員、西村委員、中原委員、須田委員、水野委員の順でお願いしたいと思う。最初に春委員から願います。

春委員

それでは私から申し上げさせて頂く。前回会合以降の動きとしては、まず海外では、米国は1～3月の実質GDP成長率が+3.8%と上方修正され、5月も住宅販売が好調。6月のISM指数や各種の消費者マインド指標も改善している。6月の雇用統計は予想を下回ったが、4月、5月の上方修正を考えれば、ほぼ市場予想通りとなっている。ブルーチップのコンセンサス予想も7月は+3.6%と6月の+3.5%から僅かながら上方修正されている。潜在成長率とされている+3%台半ば近傍の着実な成長が続いているようだ。この中でFRBは、6月30日、9回目となる3.25%への利上げを実施している。

中国については、政府の過熱抑制策の中で1～3月以来の輸入前年比伸び率の大幅鈍化や為替制度柔軟化への動き、さらには夏に向けて電力や水の不足懸念等はあるが、5月まで生産、消費財売上、固定資産投資などいずれも高い伸びを続けている。

原油価格は、前回会合当日のウィーンでのOPEC総会で50万バレルの増産が決議されたほか、OPEC議長の判断による追加の50万バレルの生産枠が認められたが、その後も基調として高騰を続けて、7月7日までにWTIで61ドル台、ドバイで55ドル台と既往高値を更新した。また、7月7日に発生したロンドンにおける同時爆破テロは、現在のところ实体经济や金融市場等に大きな影響をもたらす懸念は小さいようであるが、改めて地政学的リスクの存在を認識させることとなった。為替市場においては、停滞感のあるユーロ圏経済、欧州憲法批准に対する国民投票やスウェーデンの利下げなどからユーロ安が進み、昨年8月以来初めて1.2ドルを割り込んだ。また人民元の切上げ観測に伴う円高が懸念されていた円についても、日米金利差拡大見通し等から、7月6日、昨年7月以来の112円台に乗せ、足許若干戻しているが主要通貨間におけるドル独歩高の状態が続いている。

国内経済については、中国向け輸出の鈍化から、5月まで実質輸出は引き続き小幅の伸びにとどまっている。生産については、鋼船などによる振

れはあるようだが、5月まで足踏み状態が続いている。IT関連の在庫調整も、5月はこれまで順調に減少してきた電子部品・デバイスの在庫が若干増加した。他方、内需については、好調な企業業績や設備過剰感の解消を反映して、4月、5月の資本財出荷等を見ても2005年度の設備投資は堅調である。これは6月短観や経済産業省の設備投資動向調査、内閣府・財務省の法人企業景気予測調査などでも確認されている。また、非製造業設備投資のうち電力10社の投資については、ピークの1993年度は約5兆円弱であったが、2004年度実績は約1.5兆円であり、電力需要の鈍化等を反映してこの12年間一貫して約1/3の水準まで減少し、足を引っ張るような形になっていたが、2005年度以降は更新投資や安全対策投資などで横這い、ないしは若干の増額で推移するものと考えている。雇用・所得環境についても、雇用過剰感が払拭されている中で4月、5月はパート比率の前年同月比低下が続く、雇用者所得前年比もはっきりとプラスに転じている。こうした中で個人消費については、6月までの乗用車新車登録台数や5月までの家電販売も順調な増加が続いている。6月下旬の景気ウォッチャー調査も、現状判断は夏休みの旅行予約の好調や飲食、住宅の改善継続から、6か月連続の上昇で横這いを示す50を2か月連続で上回った。

以上から国内経済は足許輸出の伸びの鈍化はあるが、設備投資、個人消費の順調な拡大により緩やかな回復を続けており、先行きについても海外経済の拡大が続く、国内民間部門の回復メカニズムが強まりつつある中で、原油価格やIT関連需要の動向に加え、中国向け輸出増の鈍化の先行きや、人民元切上げの動き、さらには地政学的リスクなど不透明要因はあるが、全体として4月の展望レポートの見通しに沿って緩やかながら着実に踊り場脱出に向っていると考える。また6月短観において、企業が順調な利益の改善や積極的な設備投資を見込んでいる反面で、業況感については市場予想を若干上回ったが改善は小幅であり、特に先行き判断については予想外に慎重であった。このことは、企業の慎重な姿勢が緩やかながら持続的な回復に繋がるという従来からの見方を裏付けているものと考えられる。

物価については、企業物価は原油価格の高騰などから6月まで上昇が続いている。コアCPIについては、5月は原油高騰を受けたレギュラーガソリンの上昇や宿泊代等の一時的な上昇の影響を受けて前年比0.0%と前年比マイナスを解消したが、基調としては当面小幅マイナスが続いた後で、2005年中にもプラスとなる可能性が高まっているものと思われる。

今月の基本的見解については、執行部のご提案通り、若干強めの表現を含めながら基本的に6月の判断を維持することに異論はない。また展望レポートの中間評価としては、これも執行部のご提案のとおり4項目いずれも①とすることが適切と考える。

なお一点だけ加えさせて頂くと、7月6日の支店長会議やその後のグループ懇談における支店長方の報告を聞いた。反日デモを受けての中国進出企業の中国リスクへの対応状況や、地域金融機関のメガバンクや政府系金融機関との競合状況など、興味深い報告が多かったが、総じて地域間格差が継続している中で全体としての緩やかな回復基調を裏付けるものであった。私自身も6月27日に旭川市で金融経済懇談会を行った。道北地方は北海道の中でも官需依存度が高く、雇用、消費とも厳しい状況だった。その中でもこのところ増加しているアジアからの観光客の呼び込みとか、昨年集客で全国第三位となった旭山動物園を地元活性化に結び付けるなど、官民協調した取組みが進められており、その中で日本銀行の支店、事務所も活躍されている状況をみて心強く感じたところである。私からは以上である。

福井議長

続いて武藤副総裁からお願いします。

武藤副総裁

今回の会合では中間評価を行う訳であるが、その前提として我が国の景気が踊り場からの脱却に向けてどの程度改善しているかを確認することが重要であると思う。特に輸出が伸び悩む一方、内需は想定以上に強いと

いったこのところの内外需の動きに変化がないかどうか、I T関連分野の調整の進捗度合いはどうか、ということの評価することがポイントになると思う。

まず、海外経済であるが、米国や東アジアを中心に拡大が続いており、今後も潜在成長率前後の景気拡大を続けると見込まれる。米国では、先月末F R Bが景気拡大の足取りはしっかりしている、物価上昇圧力が強まりつつある状態が続いているという判断のもとで利上げを継続している。製造業で一部に減速の動きが見られるが、雇用者数や失業率も総じて見れば改善傾向にあり、潜在成長率程度の景気拡大が維持できる見通しである。中国は堅調な内外需要に支えられて力強い拡大を続けている。もっとも中国の輸入は引き続き大幅に鈍化している。加工貿易関連は堅調に推移している一方、建設機械等の資本財の輸入が鈍化していることからみて、国内の景気過熱抑制策の影響とは思いますが、この辺りは引き続き注意して見ておくべき点であろうと思う。こうしたもとで我が国の輸出は5月も中国向けを中心に伸び悩んでいる。先行きは、海外経済が全体として拡大を続けるもとで輸出の伸びが次第に高まっていくとみておいて良いと思うが、中国国内の調整がいつ終わるかははっきりしないほか、世界的なI T関連需要の回復テンポは緩やかと見込まれることも踏まえると、輸出の伸びは昨年前半のような高いものとはならない可能性が高いと思う。

一方、内需は設備投資と個人消費を中心に我々の想定よりも強めの動きを続けている。まず、企業部門の動向を見ると好調が持続している。企業収益については、原油高によるコスト増にもかかわらず、短観で見た大企業製造業の2004年度売上高経常利益率は5.94%とバブル期のピークを超え、2005年度もほぼ同じレベルが見込まれている。高収益が続く過剰設備も概ね解消する中で、設備投資は引き続き増加を続けている。短観の全規模・全産業ベースでは、2004年度実績、2005年度計画ともに前年比5%台半ばの増加となっている。特に、非製造業の設備投資計画は近年で最も強い計数となるなど、業種の広がりも見られている。企業の業況感も製造業、非製造業ともに幅広い業種で改善してきている。企業部門の好調は家

計部門に着実に波及していると考えられる。雇用・所得環境について 4 月、5 月の計数を見ると、雇用者数は増加を続け、パート比率が低下に転じる中で賃金も下げ止まっており、雇用者所得は緩やかに増加している。先行きも、短観に見られるように企業の雇用過剰感がほぼ払拭される中で、雇用者所得の増加傾向がより明確になってくるものとみられる。個人消費は各種販売関連サービスなどの計数を見ると全般的に増加が続いている。1~3 月は昨年 10~12 月の反動という面もあるが、4 月、5 月の動きを見る限り、雇用者所得の増加にも支えられた底堅いものである可能性を示唆しているように思われる。こうした需要動向のもと、生産は 1~3 月が前期比+1.7%と高めの伸びとなった。先行きも増加基調を辿るとみられる。一方、第三次産業活動指数は増加基調を辿っており、非製造業の活動がしっかりしてきていることが窺われる。I T 関連分野の調整を見ると、電子部品・デバイスの在庫調整が 1~3 月に大きく進展した後、4 月、5 月はやや後戻りする姿となっている。もっとも企業ヒアリングや支店長会議での各地からの報告などのミクロ情報や、短観の業種別 D I 等からは着実な在庫調整の進捗が窺われる。

以上の動きを総括すると、輸出は伸び悩みが続く一方で、内需は想定以上に強いというこれまでの傾向が続いていると思われる。特に内需の強さは、好調な企業収益が設備投資さらには家計部門に波及していることの表われとみられ、この先なお不確実性はあるものの、それなりの伸びが期待できそうな状況になりつつあるのではないかと思う。また、I T 関連分野の調整もまだ終了してないが、着実に進展していることが確認できた。

これらの状況を合わせ考えると、我が国の景気については、踊り場から脱却しつつあると判断して良いのではないかと考えている。景気回復メカニズムという点からは、これまで輸出の回復と I T 関連分野の調整終了を景気回復の起点と位置付け、踊り場脱却のメルクマールと考えてきた訳であるが、むしろ内需の想定以上の堅調さに支えられて、踊り場から脱却していく蓋然性も出てきているように思う。今回の月報表現は、冒頭表現も含めてこの辺りの考え方を上手く反映しているように思う。そのうえで 4

月の展望レポート以降の動きであるが、中国向けを中心に輸出がやや下振れた一方、設備投資や個人消費はやや上振れて推移し、全体としては4月の展望レポートの見通しに沿った動きという形で整理できるかと思う。先行きも内需が想定以上の強さを続ける可能性はあるが、いずれ輸出が回復に向うもとで概ね見通しに沿った動きとなるとみて良いと思う。こうしたことを踏まえると、中間評価の書き振りは、執行部からあったとおり、①ということで良いかと思う。上振れ、下振れ要因に関しては、過去最高値の水準で推移している原油価格の動向とその経済・物価に与える影響を含めて、展望レポートで掲げた三つの要因、エネルギー、素材価格の動向、米国、中国の景気動向及び国内内需の動向を見ておく必要があると思う。

物価面については、展望レポートの見通しとの対比で、このところの動きを確認しておきたいと思う。国内企業物価は原油価格上昇の影響等から上昇している。先行き2006年度までを展望すると、内外の商品市況次第ではあるが、概ね展望レポートの見通しに沿ったものになると見込まれる。コアの消費者物価の5月の前年比は、石油製品の上昇などから0%となったが、6月は再びマイナスに転じる可能性が高い。経済全体の需給バランスの改善を受けて、下落幅は縮小傾向を辿る中で、先行き年末から来年初に掛けて電気・電話料金の影響等の特殊要因が剥落する中で、前年比プラスに転じる可能性が高いと考える。こうした見方を総合すれば、展望レポートの見通しに概ね沿っているという評価だと思う。

最後に、金融資本市場の動向について申し上げたいと思う。株価は、6月中旬に米国の株高を背景に上昇した後、底堅く推移している。また、長期金利も一時1.1%台後半まで低下したが、短観の公表後は再び上昇に転じており、海外の長期金利と同様の動きとなっている。先日のロンドンでのテロの影響であるが、ロンドン市場をはじめ海外市場が落ち着いて推移したこともあって、我が国の金融市場にも特に大きな影響はなかったようであり、一先ず安心している。勿論、短期的に大きな影響がなかったとは言え、この先金融市場、ひいては実体経済面に不測の影響が及ぶ可能性も否定はできないので、引き続き注意深く確認していく必要があると思う。

以上である。

福井議長

では、岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

それでは世界経済についての見方と、それから踊り場脱却でどういう指標を考えたら良いかという点について、この二点を述べたいと思う。

まず世界経済の方であるが、現在、今年の成長率が4%とされているが、4%は1970年代以降の世界経済の平均成長率であって、熱くもなく冷たくもないゴルディロックスだというふうに思う。つまりインフレは簡単には加速しないし失業率も若干低下するというような成長率なのではないか。アメリカとBRICsが主導してそうなっていると思う。そこでリスク要因としては、やはり原油、それから製造業が第2四半期やや弱含んでいる点。三番目にはグローバル・インバランスの問題があるが、これはドル高が復活して少し遠くなっており、足許関心から少し外れているということかと思う。

原油価格は以前にも60ドルになる可能性があるとして申し上げたが実需に裏付けられたような形で上昇していて、現実には夏場に60ドルになったので私も驚いたのだが、来年は80ドルになるという予測もある。実需がやはり強い中国、これはBRICs、USといったエネルギー消費の強いところが主導しているというパターンとも関係しているというふうに考えている。しかしながら、原油価格高騰に伴うマイナスの影響はそれ程強く出ていない。これは最終需要がかなり強い、特にアメリカの場合には個人部門が強い。さらにアメリカでは不思議なことに、短期金利を上げているのに長期金利が下がるというようなことで、ある程度相殺されているということかと思う。ただこの先もオイルの上昇が何の影響もないかと言うと、それはやや楽観的過ぎるのではないかと思う。特に私が恐れているのは、石油関連産業の企業収益の上方修正というのがこれまでアメリカで今

年に入ってから起こっているが、その他の産業の収益が減少するような形で実はそれが起こっていて、言ってみると交易条件の変化が産業間の企業収益の分布を変えている。日本の場合、短観ではその姿がはっきり出ていない。十分に織り込まれていないということかもしれないが、その問題——企業収益に資源関連以外ではむしろ収益に対してマイナスの影響が及ぶということ——は考えておく必要はある。さらに最終需要があまり強くない国、日本はこれまでのところそれ程強い国には入らないと思うが、そういう最終需要が弱い国では、特に企業収益の圧迫が生じやすいと考えられる。そういう意味で注意すべきだと考えている。

二番目は製造業であるが、製造業が弱くなっている理由には二つあって、一つはIT関連の調整というのがグローバルに進んでいるということである。世界の半導体の販売額は、5月ほぼ0%の増加であって、6月もどうやら業界見通しでは減少すると言われている。日本は4.4%減少、アジアは5.2%増加、アメリカも1.4%減少という形になっている。NANDとかMPUの販売は増加しているが、DRAMの方は減少しているという状況にある。日本だけがどうして減少しているのかなかなか見づらいのであるが、中国向けがやはり大きく落ちているというようなことを考えると、一つの可能性としては中国のマーケットで台湾あるいは韓国のメーカーに日本の半導体メーカーが負けているということが起こっているかもしれない。そういうことがあるとすると、少しこれは回復に時間が掛かるというインプリケーションも出てくるかと思う。アメリカの半導体製造装置のBBレシオは、2か月連続改善してはいるが1を下回っている。日本の場合は、半導体数値のBBレシオは5月1.04%となった。1を超えた訳であるが、前にも申し上げたが、前工程でウェーハを作るプロセスは0.89%ということで1を割っている。半導体の製造装置の受注額を見ると、5月前年同期比40%減少している。機械受注の減少も半導体製造装置がかなり影響をしている。そういうことで、私は以前からシリコンサイクルの観点からみれば6月が陰の極ではないかと申し上げていたが、ほぼそうした姿に沿っていると思っている。ただ足許決してそんなに良い訳で

はない。それから調整後の回復力も鍋底型だと申し上げたが、これもそのとおりだろうと思っている。それから4～6月期半導体業界の業績はNANDが良いということでやや上振れになっているのであるが、しかしながら、NANDフラッシュメモリーも年間3割ないし4割の価格下落が見込まれている。4月1日にはスポット価格が11ドルに急落した。DRAMの方は7～9月期に恐らく上昇が予想されている。どうもやはり日本のメーカーは、サムスン、韓国のメーカーに量産規模でもってどうやら劣位にあって、微細化等で対応しているのであるがやや振り回されているのではないかという印象を受ける。これが半導体であるが、それと関連して日本のITの在庫調整というのが思った程は今月進捗していなかったということかと思う。日米の在庫循環図を見るといずれも45度線の少し上にあって似たようなところにある。ITと非IT部門を取ると、アメリカのITの場合には45度線の下なのであるが、日本はぐるっとほぼ回りつつあるという状況である。非ITの方はほとんど同じような状況である。そういうことであってアメリカの在庫調整の方は恐らく足許で自動車、素材関連産業を中心に進展していて、ISMの方も、これは既に13か月連続して下降してきて50に近くなってそれがやや反発している。もう13か月続いているので、過去の平均の下落局面は14～15か月であるので、この辺があるいは反転の機会になるかもしれない。日本も同様の調整過程を辿るかどうかというところが、実はここが一番ポイントであるが、現実のITの循環図を見ると、このところ動いていないということかと思う。特に在庫の中身を見ると、ITに加えて、鉄鋼、汎用品等で原材料価格が上がっているにもかかわらず価格転嫁が遅れて、しかも中国から安い汎用品が入ってくるということで出荷が伸びにくい状況になっている。その結果、在庫がなかなか捌けないという状況が出ているかと思う。このグローバルな製造業の弱含みについては、全て日米恐らく中国、欧州も、欧州の図は見えていないが恐らく似たような状況、韓国、台湾も皆在庫循環上は同じようなところにあると思う。中身は少しずつ違うが。この問題は在庫循環が若返るかどうか、いつのタイミングで若返るかということが重要なポ

イントだと思う。最終的な論点は、結局最終需要がどの位強いかということだと思う。最終需要が十分強くない国では成長率自体もゼロになってしまう。アメリカのように強い国では最終需要が強いと多少製造業で在庫循環があってもそれを十分跳ね返してしまう。こういう違いが出ているのではないかと考える。そういうことで、踊り場脱却について私が注目しているのは、出荷と在庫のバランスである。この出荷と在庫のバランスが足許ではマイナスであって、これがいつプラスの方に変わっていくか、これは製造業全体が図で言うと45度線の下の方へいつ行くかという点である。それからITの方で言うと下の方の45度線のところにいつ行くか、これが一つのポイントだと思っている。二番目に、輸出がいつ戻るかということについて、先行指標を皆さん見ている。先行指標の重要なコンポーネントは在庫と受注とそれから金融である。金融の方はアメリカで引締めがどの位進むかということに掛かっている。引締めが過度になれば厳しくなる。それから受注については、これは機械受注が最近弱い数字が出たので、いわばネガティブサプライズが若干あったということかと思う。そういうことで先行指標の中身も、結局はやはりその在庫の出荷在庫バランスがどういうふうに改善していくかということ次第ではないかと思っている。そういうことで、これが一つのメルクマール。もう一つのメルクマールは短観であって、今回の短観というのは確かにポジティブサプライズであったが、業況判断を見ると先行きが少し下を向いてしまったので全体としては横這いというふうに判断している。これが足許、先行きともにやはり上方、これはベクトルの向きが重要だと思っているが、それが上を向いていくということがやはり重要な判断要素だろうと思っている。それから最終的には、やはり最終需要が本当にどこまで強いのか、設備投資は計画の段階では強い訳であるが、それが実現されてくるのかどうかということで、まさに最後の決め手はそこにあるのだというふうに考えている。最後に中間評価については、執行部の提案通りで宜しいかと思う。以上である。

福井議長

福間委員から願います。

福間委員

海外経済については引き続き景気拡大が続いている。ただ、原油や石油製品等の価格は供給面のボトルネックを主因に当面高値圏で推移する可能性が高いことから、各国・地域の景気や物価に及ぼす影響については今後とも留意していく必要があると思う。また、中国経済については、人民元の動向に加え、電力不足のさらなる深刻化、労働争議の頻発、賃金の上昇等を背景にして、ここへきて対中直接投資はスローダウンしている点にも注意を要すると思う。なお、ロンドン同時多発テロについては、テロ発生後の金融資本市場の動きは安定しており、我が国を含め世界経済のファンダメンタルズが底堅いことを窺わせている。

一方、我が国経済の現状については、輸出の伸び悩みが続いているものの、設備投資が中小企業や非製造業を含めて裾野の広い形で増加し続けているほか、個人消費もサービス支出だけではなく、例えば環境問題や健康志向にマッチした白物家電や省エネカー、薄型テレビ等の売れ行きは非常に好調であるなど、堅調に推移している。景気はこれらの内需を牽引役として着実に回復しており、こうした姿は1～3月のGDP統計、6月短観、さらには7月のさくらレポートでも裏付けられたところである。4月の展望レポートとの比較では、当時、私の見通しは1%台半ばちょっとのところであったが、概ねそれに沿った動きと評価している。今月の基本的見解の現状評価において「基調としては」という文言を削除することに特段の違和感はない。なお、IT関連分野の調整であるが、短観を見ると電機産業では売上高などに照らしてみても、製商品在庫の過剰感は昨年6月調査時点の水準にまで解消されている。自動車、造船、工作機械を含む一般産業機械等の非IT分野が好調に推移し、これらの産業が景気の牽引役となっていることも踏まえると、最早ITの在庫調整が景気の足枷になるとは言えないのではないかと考えている。

景気の先行きについては、内需の堅調に加え輸出の伸びも回復が期待されることから、内需と外需のバランスがとれた形で回復が続くものと予想している。実は昨年4月の展望レポートの時に同じ表現を使ったことがある。内需と外需のバランスがとれてきていると。成長率のゲタも勘案すると4月時点の私の見通しを上回る可能性もあるのではないかと考えている。輸出の回復を予想する理由は、第一に、中国における自動車、建設機械、化学製品等の在庫調整が一巡しつつあること。第二に、中国政府が資源温存、環境保護のため、エネルギー消費型製品の輸入を今月5日に奨励し始めたこと。第三に、日本における自動車や高級鋼板、工作機械等非IT分野の設備投資が今後生産能力化することに伴い、現在のような供給制約からこれら製品の輸出が伸び悩む状態は徐々に解消されていくと見込まれること。第四には、円相場が一時に比べれば円安で推移していることである。

なお、短観の業況判断DIの先行きが広い範囲で小幅ながらマイナスとなっていることをもって、景気は予断を許さないという声が依然として聞かれる。しかし全産業・全規模の業況判断DIの実績と事前の予測を比較すると、2002年3月調査以降ほぼ一貫して実績が予測を上回っている結果となっている。これ程長期に亘り実績が予想を上回るのはバブル期以来のことである。企業が実態以上に先行きを慎重にみるようになっているのは、前回の会合でも述べたがコーポレート・ガバナンスが強化され、企業経営が非常にプレーデントになっていることや、全産業・全規模の売上経常利益率がバブル期のピークを上回る中で、原材料価格の動向が不透明になっていることから、今以上に強気の見通しを立てにくいということが影響していると思う。

この間、物価面では、エネルギー、素材価格については、原油価格が一段と上昇していることや、円の名目実効為替レートが約2年振りの円安水準に下落していることを背景に、ここへきて化学製品やガソリン等の石油製品の価格も再び上昇に転じている。このため国内企業物価は、前回申し上げたとおり、上昇加速のリスクは小さいものの展望レポートとの対比で

は 2005 年度は見通しと比べて上振れ、2006 年度は内外の商品市況次第ではあるが、今のところ見通しに沿った動きになるのではないかと思う。一方、コア消費者物価については、電気・電話料金及び米価のマイナス要因は残るものの、一昨年度以降需給ギャップの改善傾向が続いているほか、川上・川中段階の価格上昇も見られているため、今後は前回は申し上げたが、小幅のマイナスで推移するというよりゼロ近傍で推移する展開を予想している。因みに、さくらレポートによると、9 地域のうち 6 地域のベースで既にコア C P I は前年比プラスまたは横這いとなっている。展望レポートとの比較では、2005 年度、2006 年度とも幾分上回る可能性もあると思う。その展望レポートで「量的緩和政策の枠組みの変更やその後の金融政策については、物価が反応しにくい状況が続いていくのであれば、余裕を持って対応を進められる可能性が高い」と表現したが、「物価が反応しにくい状況」が続くか否かはユニット・レーバー・コストがさらに低下していくかどうかにかかっている。特に現在のように物価を巡る環境がやや変化しつつある中では、企業の生産性向上や労働分配率の推移にはさらなる注意が必要であると思う。

最後に金融面であるが、中小企業を含め全産業・全規模の資金繰り判断 D I が——昨日も説明があったが——、1990 年 12 月以来のほぼバブル絶頂期に近い水準を回復している。企業金融が一段と緩和の度を増しているのは、企業のキャッシュ・フローが潤沢であるうえに、金融機関の貸出態度が金融危機直前の時期と同程度に緩和的となっているほか、企業間信用も増加傾向を辿っているためである。

こうした中で、M2 + C D の前年比が伸び悩んでいる。かつてはその背景としては金融仲介機能の低下や借入需要の低迷が指摘された。しかし最近のマネーサプライの伸び悩みは、そうした要因だけではなく貯蓄から投資へと資金が移動し始めていることが影響しているのではないかと思っている。この資金移動の背景には、家計の資産選択の変化があり、彼等はペイオフ全面解禁前後から低金利のもとでより良いリターンを求めてリスクテイクをするようになってきた。本年 3 月末の家計の金融資産内訳を

見ると、現預金は1980年の調査開始以来初めて前年比マイナスになる一方、国債や投信が大幅に増加している。こうした動きが1980年代初めの米国の金融革命の動きまで発展するかどうかは未知数であるが、いずれにしても新たな変化として今後とも注目していきたいと思う。以上である。

福井議長

西村委員から願います。

西村委員

経済情勢の基本的な判断について、基本的見解に盛られたメインシナリオについて大きな違和感はない。中間評価も全て①が適当というふうに考えている。ただ、これらのシナリオは現状の追認という色彩が強いと思う。見解の中にある国内需要の底堅さを支えるロジックというものの検証なしに目の前のデータを単に後追いすると、将来を読み誤る可能性があるので注意しなければならないというふうに思う。ここでは国内消費、特に国内生産に向う部分に焦点を当てて、蓋然性の高いロジックを検討したいと思う。これは私の一つの考えである。今後、中長期的に見ても対外摩擦を起こさないで持続的な経済成長を考える時、国内需要、特に国内消費の動向の中期的な展望は必須であると思う。これだけで5分以上超えそうなので、国内投資については自由討議の中で追加の指摘をしたいと思う。

まず第一に自動車である。裾野の広さ、製品アーキテクチャーと日本の生産システムとの親和性、そして買い換えポテンシャルの大きさ等とその重要性については既に前々回で述べたとおりである。4月に大きく伸びた後、5月の落ち込みも比較的少なく、6月は再び強い需要が見られる。新車効果がトヨタの小型車のヴィッツから日産のセレナ、そしてホンダのステップワゴンというふうに波及している。ここで重要なのは、小型車から普通車、大型車へ動いているようにみえるということと、それからセダン系の不振からミニバンあるいはSUV——スポーツ・ユーティリティ・ビークル——系への移行がみられるということである。これは消費者の好

みの変化に漸く自動車メーカーの製品が合致し始めたということを示唆しているようにも見える。特に燃料費が上昇しているという状況にもかかわらず、燃費向上があったとは言え、日本としては大型の車種が伸びているということは、消費者の好みの変化を示すという点で特徴的だと思う。セダン系の買い換え、これは依然として良くないのだが、これはセダン系新車に魅力がないために進まないと言われていたのだが、漸くSUV系が従来型のセダン系の買い換え需要を掘り起こすという形が出てきたということで、希望が持てる変化ではないかと思っている。供給側の体制が整い、消費の場でのいわゆる需要と供給のミスマッチというようなものが解消されつつあるとするならば、持続的な底堅い需要増の顕在化というのが今後見込まれる可能性があると思う。

それから第二は——これは少しマイナスであるが——、IT系の家電需要について指摘したいと思う。ここでは自動車と逆に見通しに今以上に慎重が必要ではないかと思っている。金融経済月報の図表14-1に掲載されている実質化されたNEBAの季節調整済み家電販売額は急速に上昇しているが、名目の季節調整済み販売額は、実は昨年来ほとんど増加していない。この裏にはNEBA販売の大宗を占めるパソコンやプリンタの品質向上というものがある。すなわち実質量を効用でみる現在の価格指数のあり方では、現在のパソコンやプリンタは大きく品質向上をしていると捉えられるので、同じ価格で同じ量を販売していても実質量は大きく増大することになる。現在の国民経済計算もこの考え方に沿っている。しかしながら、品質向上に対応して生産に必要な物理的人員や物理的設備が増加している訳ではない。景況は効用ではなくて、こうした物理的人員や物理的設備の動向に依存している度合いの方が大きいので、景況で見る限りIT系国内家電需要が実質系列が示唆している程には強くないということに注意しなければいけないと思う。さらに製品アーキテクチャー的にみれば、これはモジュール型なので国内生産には不利な要素を持っている。この点注意しなければいけないのが、いわゆるITバブルの時期や2003年の時期には名目販売が伸びていたということがあるのだが、今回はそう

した動きはない。とすると、確かに足許DRAMの価格が底打ちしている、若しくはほとんどフラットな状態がここ1か月以上続いている訳であるが、そういう意味でIT調整が終わりに近付いているのかもしれないが、今後のIT関連の国内需要回復というのには期待がなかなか持ちにくいということで、残念ながら国際経済に依存する形での外需絡みの回復という形にこの場合はならざるを得ないかと思う。

第三は今度はポジティブなことである。「その他」なのであるが、商業販売統計の小売販売額は長い間3か月連続して前年同月比プラスになることはなかった訳である。しかしながら今年に入って3月、4月、5月とプラスが続いている。これは大規模小売店販売額の減少を自動車小売業、それから燃料小売業、この伸びが埋めている。これはご案内のとおり直ぐに理解できるのであるが、「その他小売業」がこの2、3か月で非常にロバストに伸びているということが注目される。「その他小売業」はこれは大きなチャंकとして小売業の中で占めている。ところが中身を見ると、二輪自動車、自転車等の他に、家具什器、医薬品小売業、スポーツ用品などの専門店、そして他に分類できない小売店というのがある。恐らくこの中にいわゆる「カテゴリー・キラー」というようなものが入っていて、ホームセンターがどこに入っているか分からないが、そういったものが入っていて、ここに大きな需要増が入ってきているのではないかと思っている。新しい大きな需要の芽というのは、こうしたいわば辺境の中から生まれてくることを考慮すると、「その他」の成長は新しい需要を満たす供給側の体制が整ったことを意味して、消費が単に底堅い動きからより強めに移行する可能性を示唆しているかもしれない。いずれにせよ、この分野での情報収集が今後望まれると思う。以上である。

福井議長

中原委員から願います。

中原委員

我が国経済に関する全体感としては、引き続き生産面でやや停滞感が残りつつ、内需を中心とした緩やかな成長軌道への復帰について期待感を支持する材料が増えてきているように思う。一方で世界の需要側要因と供給制約を考えると、原油価格が今後も相当高止まりする可能性が強まっており、その実体経済の影響を見極めるには時間を要すると思うし、国内の経済指標を見ても輸出関連指標、あるいは生産・在庫関連指標、主として需要面から見た消費関連指標など、強弱の指標が錯綜している状況であると思う。世界半導体出荷は、実績、予想ともやや低調であるし、国際貨物の運送実績等を見てもIT関連産業の調整の終了はまだ明確でないということだと思う。6月短観の結果であるが、慎重な業況判断のもとでの強気な計画や、中小企業の非常に強い数字がある一方で、素材関連ではややピーク感が出ているなど、強弱の要因は色々あり、評価はなかなか難しいところである。私としては、ここ数年のリストラを経て、今後厳しさの増すグローバル市場での競争を生き抜くために、企業が慎重ながらも攻めの姿勢に転じたという経営者の意識が比較的正直に出たものと判断している。

これにつき三点ばかりコメントしたいと思う。まず設備投資の強気の計画であるが、これは先程どなたかもおっしゃったが、経済産業省やその他メディアの調査、さらに中小公庫、商工中金、信金中金などの調査と整合的であり、また経産省の3月の設備投資調査では投資計画は基本的に抑制的に行うと考えている企業が全体の回答の48%を占める中で、この高い計画、数字が出ているということに加え、設備判断DIにおける過剰超幅が前2回の回復期における同DIの過剰超幅を大きく下回っていることなどを踏まえると、企業の計画に対するコミットはかなり強いのかなと考えている。個別ヒアリングでも、IR等での株主からの要請としては足許の株価やROEよりは将来の拡大のための前向きな投資に対する要求が強まっているという話を聞くことがあり、企業でも潤沢なキャッシュ・フ

ローをM&Aや新規事業などの開発投資、技術開発に伴う能力増強投資に向ける流れが強まってきているという感じがする。

第二点は売上・収益計画についてである。上期における調整局面は継続している訳であるが、この結果として年間計画を維持するために上期の下方修正分だけ下期を厚くする計画になっているようにみえる。これは将来の下振れリスクを残すものであると言えるが、一方で、細かな話になるが、今回の計画の前提となる為替相場は大幅に円高に設定されているということであり、簡単な試算をしてみても、現在程度のドル相場で今後の年度間取引のヘッジをしていくとすれば、かなりの増益幅の上方修正も可能になるとの見方もできる。また、これは今後の輸出売上の鈍化に対してもある程度のバッファーになるという見方もできるように思われる。

三点目は今回の短観での非製造業、中小企業の改善度合いや計画の強さについてである。ミクロの話や支店長会議での報告、先程のさくらレポートといったものを踏まえると、構造的な二極化は一方で進みつつも回復の裾野は明らかに広がっていると言って良いと思う。

今後のリスク要因としては、改めて言うまでもないが、やや遅れ気味のIT産業の調整の帰趨、雇用改善の進展、就中、賃金・所得環境の改善がどこまで続くのか、税制改革や年金改革などによる家計の公的負担増大の議論がマインドにどのような影響を与えるのか、海外環境としては、原油価格の動向、米中の景気動向について注意して見ていくということは従来通りである。このうち、IT関連産業の調整については昨日も議論があったが、調整の出口はまだ明確ではない。また今後も明確なリバウンドというのは、確認できない状態が続くのではないかという気がする。IT調整終了と踊り場脱出を明確に関連付けるという話も妥当ではないだろう。海外景気については、前回会合以降、大きな情勢変化はないが、総じて潜在成長率近傍での景気拡大の持続可能性をやや強めてきているように思う。米国は企業部門、家計部門とも総じてセンチメントの改善が見られるほか、企業収益面ではややスローダウンしながらも在庫調整からくる企業活動の若干の減速からは脱却しつつあるように思う。雇用も堅調とみて良い。

もっとも、高止まりする原油価格のもとで生産性の向上は頭打ちとなっており、ユニット・レーバー・コストが上昇を始めている。こうした中、コスト面からくるインフレへの警戒感は今後残るリスクとして考えておくべきだと思う。中国については、望ましいレベルに向けてのスローダウンの動きは感じられない。在庫調整と国内生産力の増大から輸入が減少し、輸出が増大した結果、貿易黒字が急拡大しているが、この動きが強まれば、世界景気の足を引っ張ることにもなり兼ねず、今後の人民元切上げ圧力をさらに増大させるとともに、切上げ時のショックを一段と強いものにする可能性があると思っている。

最後に4月の展望レポートにおける経済・物価情勢見通しについてであるが、結論としては、景気の現状・先行きとも概ね見通しに沿った動きということで良いと思う。その意味では、基本的見解における選択肢としては①であると思う。昨日の議論のとおり、輸出・生産の動きは想定よりやや停滞状況が長引いているが、設備投資と消費については、想定よりやや強めの動きと言える。ただ、設備投資はGDPデータや法人季報による具体的ナンバーでは確認されていないし、消費についても4月から5月の主として供給側の数字による判断であり、いずれにせよこれらの内需の先行き判断についてはもう少し時間を掛けて基調を見ていく必要があるように思う。物価については、昨日相当議論が進んだので細かいことは言わないが、基本的見解で示されている選択としては①で良いと思う。以上である。

福井議長 今の議論を踏まえ、本日の議論はこれで閉じたい。

須田委員からお願いする。

須田委員

我が国の景気の現状をみると、1～3月期の実質GDP成長率が高く、生産も増加基調を辿っている中、月初に公表された6月短観において企業収益や設備投資の強さが確認されたほか、業況判断DIも改善した。ま

た、パート比率の減少、所定内給与の下げ止まりなどから、雇用者所得は緩やかに増加していることもあり、個人消費も底堅く推移している。もっとも、IT関連分野の調整については、支店長会議での報告、短観やNIES・ASEANの輸出などから着実に進捗しているようだが、鉱工業生産の生産・出荷・在庫を見る限り、残念ながら調整局面を脱したと言えるまでには至っていないように思う。従って、基本的見解の総括判断については、執行部案のとおりIT関連分野の調整の部分はそのまま、「基調としては」を取ることで良いと思う。

先行きについては、海外経済の拡大が続くもとで、中国への輸出の伸びがいつ高まるか不確実であるが、より大きな懸念材料は海外経済が来年まで潜在成長率程度の成長を続けることができるかどうかである。確かに足許は米国を中心に海外経済は拡大を続けているが、最も気になるのが、最近の原油価格の高止まり、あるいはより一層の上昇が世界経済に与える悪影響である。そもそも、原油価格の高騰については、実需を反映しているため、原油価格の高騰により景気が減速すれば価格は低下すると想定できること、また仮に高止まりしても産油国まで含めればその影響はグローバルな所得再配分効果であること、インフレ率が総じて安定しているもとでは急激な金融引締め政策を採る必要がないこと、エネルギー節約の進展などから、かつてのような悪影響はないのではないかと考えてきた。ただ、足許のアジアの状況をみると、今後ともその考えで問題ないのか少々不安になる。というのは、これまで原油価格の上昇のコストを財政に負担させることで、相対価格変化に対する要素配分見直しを阻害してきた面があるからである。また、東アジア、中国では、国内の石油価格を統制し、価格差を財政が負担してきたが、財政赤字に与える悪影響を回避すべく、一部の国では価格統制が緩和され、物価上昇圧力が増している。一部の国の為替レートは年初来最安値を記録しつつあるし、インフレ率も上昇し、引締め政策や外国為替市場介入も余儀なくされている。中国では企業収益が低下しつつあるとの声も聞こえてくるが、エネルギー価格の上昇を誰がどのように負担しているのか見えないので余計気掛かりである。足許、東アジア

諸国・地域では、輸出が緩やかな増加傾向にあるにもかかわらず、生産は輸出と必ずしも平行に増加していないとのことであり、これが単なる在庫調整のためのラグなのか、それともエネルギーの原単位が大きい中で価格上昇圧力の増加等に伴い内需になにがしかの変調をきたしているのか、見極める必要があると思っている。一方、依然として世界経済の牽引役である米国については、潜在成長率程度の成長を続けており、先行きもこれが続く可能性が高いと思っている。ただ、原油価格の動向次第ではインフレ懸念が再燃する可能性もあるし、ガソリン価格の上昇等が実質可処分所得の伸びの低下を通じて個人消費に直接的な悪影響を及ぼす可能性も無視できない。米国景気を牽引しているのは、個人消費と住宅投資であるので、ただ今申し上げた原油価格高騰の問題のほか、理由は必ずしも明らかではないが低位安定している米国の長期金利がなにがしかのショックで上昇すると、景気拡大に水を浴びせる格好になりかねない。こうしたこともリスクとして認識しておきたいと思う。その場合、経常収支赤字や財政赤字が大きいだけに、為替レートや海外金利などを通じて海外経済に大きな影響が及ぶ可能性がある。

以上の景気認識を踏まえ展望レポートの中間評価を行うと、我が国の景気については現状、先行きともに①で良いと思う。上振れ・下振れ要因は、4月の展望レポートのままで良いと考えている。なお、上振れ・下振れ要因への言及の仕方について今回変更がなされた。展望レポートと金融経済月報の役割を勘案すれば、上振れ・下振れ要因は展望レポートで言及し、中間評価でレビューすることを原則とし、通常月の月報での指摘は展望レポートに含まれていない場合に限るというスタイルをこれを契機に今後とも採っていくことで良いと思う。物価については、国内企業物価は①、消費者物価は、原油価格の高止まりや国内需給環境の緩やかな改善のもと、私としては大勢見通しの上限の方を予想しているが、これも①で良いと思っている。

最後に、基本的見解の文章で気になる点について二点指摘しておきたいと思う。まず、踊り場脱却のシナリオ変更についてであるが、輸出と内需

を切り離した書き振りに違和感がある。海外経済の拡大が想定以上に減速すると内需に悪影響が及ぶと考えられるので、私は内需のみで持続的な景気回復が可能になるとは思っていない。背景説明を読めば、設備投資等内需が外需の影響を受けるとの考え方が示されているが、この基本的見解の表現ではそれが読み取れない。従って、企業収益にしても雇用者所得にしても外需の影響を受けるように読めるような工夫が必要ではないかと思っている。次に、金融面に新たに加えられた「札割れ」のパートについてである。これについては、札割れの多発は、3月初や6月初の資金不足期等にも見られた事象であるのに、今この時点でこのフレーズを入れる理由が見出せないこと、また札割れは、オペ手段やオペ頻度などにも影響を受けるので、札割れが続くことと緩和的な状況とを一対一に対応させることができないこと等を勘案すると、この表現を基本的見解に記載することには少し違和感がある。以上である。

福井議長

水野委員から願います。

水野委員

私は4月の展望レポートの時点では、強気の数字を出して、5月は個人消費が上振れていると言ひ、6月は民需主導型の景気回復と言ひ、皆さんの冷たい視線を感じていたが、皆さんの景気見通しが明るくなってきて良かったなというのがまず最初の感想である。それから議論は概ね出尽しているので、私が注目しているポイントだけ手短かに申し上げたいと思う。

まず、金融経済情勢の現状評価であるが、皆さんが既に指摘しているように設備投資や個人消費は4月の展望レポートと比べて好調である。輸出と生産が懸念されたように伸び悩んでいるという言い方であるが、この上振れ・下振れは相殺された結果、私の総合判断としては上方修正で、いわゆる踊り場脱却に向けて確信を深めている。ただ、その踊り場脱却のシナリオが当初予想と若干異なってきたため、そのシナリオはもう少し点検し

た方が良いのではないかと考えている。従って、今般、金融経済情勢の基調判断を変更するに当たっては、若干の含みを残しておいた方が良いのではないかなという感じである。

一点だけ具体的に申し上げますと、足許で景気回復を牽引しているセクターは、いわゆる非IT部門の製造業とサービス業だと思う。この点は日銀短観や調査統計局のミクロヒアリングでも確認されている。決してIT部門がどうしても良いということではないが、IT調整にやや焦点を当てた景気分析から、そろそろ非IT部門の製造業及び非製造業を中心とする景気全体の分析に軸足を移してくるフェーズに入ってきたのではないかな。

次に中間レビューについてであるが、執行部の原案にあるように、「輸出が中国向けを中心にやや下振れしている一方、国内民間需要がやや上振れており、全体としては、4月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）で示した「経済・物価情勢見通し」に概ね沿って推移している」という表現で、結論としては妥当であると考えている。また、物価については、国内企業物価それから消費者物価ともに①の表現で宜しいかと思う。基調的な景気の見方であるが、私の見方は民需主導型の景気回復ということで、順番とすれば消費、設備投資、その後に輸出が回復して全体の内外需バランスが揃ってくるという形で考えているが、仮にそういうような見方が正しいとすると、本来ならば4月の展望レポートの経済・物価情勢の展望に比べて幾分上振れていると変更すべきだと思うが、先程述べたように、景気踊り場脱却ができるかどうかの判断については、まだ6月短観だけではなくて、もう少し他の経済指標も確認したいと考えているので、そうした確認がまだ終わっていないことから、概ね見通しに沿っての動きになるという慎重な見方で宜しいのではないかと考えている。また、中間レビューの執行部の原案については、敢えてIT関連の調整について言及されていない。先程私が言ったように、景気の踊り場の脱却について、金融経済情勢を総合的に判断しているというメッセージがそれとなく打ち出されているのではないかと評価しているし、いずれ将来金融政策の枠組みを見直す時もあるまでも総合判断であるので、その方向性は大事ではない

かと思ってみている。

10月の次回の展望レポートに向けて、より強調したい点を若干述べさせてもらおうと、一点目は輸出統計や生産統計よりも民間内需の回復を確認できる経済統計を注意深く見ることである。それから外食売上高、旅行取扱額、対個人サービス業など本年に入ってから増加基調にあるサービス関連の統計に若干ウエイトを置いて個人消費関連の統計を見ながら、個人消費の回復力を確認する。この際には恐らく調査統計局のミクロヒアリングも重要になってくると思う。もしボードメンバーの皆様が、前回私が申し上げた民需主導型の景気回復シナリオの可能性について、若干理解を寄せて頂けるようであるなら、8月、9月の金融経済月報で景気の先行きの見通しについて表現を徐々に上方修正して頂けると良いかなということである。現在の景気回復のモメンタムが維持されるならば、次の10月の展望レポートにおいては、景気回復のメカニズムが4月時点に想定したものとは若干異なってきたことを踏まえて、判断を上方修正することになると思う。その時には中国向けを中心とする輸出統計やIT関連の在庫調整を確認できる生産統計が必ずしも明確に改善しなくても踊り場脱却を宣言しても良いのではないかというふうに考えている。また、2005年度の実質GDP成長率の大勢見通しは上方修正できる可能性が高いように思う。4月の展望レポートでやや控え目なGDP成長率を日本銀行が大勢見通しとしては出しているので、中央値である+1.3%よりは若干上になるような感じがする。景気の判断、金融政策運営について、結果オーライということになるのでないかと思ってみている。

私は5月までは2006年度については、景気回復メカニズムが持続して、いざなぎ景気を超える息の長い景気回復局面になる可能性と海外要因を理由として景気回復のメカニズムが途絶える可能性の両方を想定していく必要があると思っていたが、この2か月位で見方を変えて、現在は景気回復メカニズムが途絶える可能性はかなり低下したのではないかなと判断している。株価、長期金利、円相場など金融市場動向も私の期待以上に落ち着いた動きを見せている。それから米国経済は、恐らくFedが想

定していたベストシナリオに近い形で、ソフトランディングに向って動いているのではないか。このようにみると、金融政策の自由度は高まってきたと判断している。以上である。

福井議長

各委員から大変丁寧に現状及び先行きの見通しについて、見解を下して頂いた。申すまでもなく今回のこの情勢判断であるが、直前に支店長会議の報告を聞いた訳であるし、その前に短観の結果が出た。それ以外に各種の指標が一応出揃った段階であるので、比較的精緻な判断ができる。とりわけ我が国の経済が踊り場から脱却しつつあるのかどうかの確認が重要であったと思うが、皆様方のご意見を伺っていると、結論から言って、踊り場を脱却したという判断にはまだ少しリザベーションを置くと。踊り場から脱却しつつある、あるいは踊り場脱却に向って着実に進んでいるというふうな結論で、この点については意見の不一致はなかったというふうに伺った。経済そのものの見方、特に我々の持っている基本的なシナリオとの対比ということでは、勿論経済は内需、外需が相場に連関を持って動くということ、それから内需の面でも日本経済の底流としては、やはりサービス産業の動きということで、これに次第にウエイトを置いて見なければいけないということ、この二つを前提に現状を取えてみるという立場を採る必要がある。まず外需の面から見ると、我々の持っている基本的なシナリオとの対比では多少気掛かりな動きがある。それは輸出が引き続き伸び悩んでいること、そしてIT関連分野の生産、在庫調整が少なくとも統計面で見る限り若干足踏み的な色彩を示している。これは皆様からご指摘のあった点である。ただ、輸出の伸び悩みの点については、これはかなり中国における景気過熱抑制策の浸透に伴う在庫調整あるいは新規投資の増勢鈍化の影響によるものだろうと。しかし、その中国のほか、米国さらにはその他の国も含め、世界経済は引き続き着実な拡大を続けているので、輸出の伸びはこの先は次第に高まっていく可能性が高いのではないかとというのが大方の見方であったように思う。またIT関連分野の調整につ

いては、多少、見方に皆様方の中でニュアンスの差がある。やはり、この電子部品・デバイスの在庫動向が1～3月に調整を大きく進展した後、4月、5月はやや後戻りしているような形になっている点について、やや慎重なニュアンスで見るべきというご意見と、その他のミクロ情報、短観の中身、あるいは支店長会議の報告等を含めたミクロの情報を補って考えると、IT関連分野における調整は着実に進展しているという判断で間違いないのではないかという見方で、多少ニュアンスが分かれていたかなというふうに思う。一方、同じ経済をこの内需の面からみると、これは設備投資、個人消費といった主な内需項目が我々の事前の想定よりもやや強めに推移している。設備投資については短観、その他で確認できるということであるし、個人消費の方は雇用関連指標あるいは所得関連指標の緩やかな好転を背景にして、現実の消費の底堅さということに出ているし、これがサービス産業の活性化というふうに繋がっているという感じの話があった。そういったことで踊り場を脱却したとまでは言い切れないとしても、脱却しつつあるというふうなニュアンスの判断ができるのではないかというお話だったと理解した。ただ、原油価格が想定以上に高くなっている。その影響についてまだ読み切れないところが非常に多いので、今後の推移については注意深く見ていかなければいけないということを多くの委員がご指摘されたと思う。一方、物価情勢の方は、国内企業物価は現実には原油価格上昇の影響などから上昇しているが、もしこの先原油価格が少し下がって行くというふうなことを想定すれば、上昇テンポそのものは多少鈍化するだろうと。しかし、この国内企業物価の推移については、原油価格を中心にもう少し不確定な要素が強いという感じだったと思うし、一方、消費者物価の方は、5月に前年比0%となった訳であるが、この先は石油製品で前年の上昇の裏が出るというふうなこともあるので、暫くは再びマイナスに転じる可能性が高い。しかし、さらにやや長い目で見ると、秋以降は米の値段などの特殊要因が順次剥落していくというふうなことがあるので、年末から来年始めに掛けて消費者物価の前年比がプラスに転じる可能性もあるということで、この点についても原油価格の動向などを踏

まえながら、引き続き注意深く見ていく必要があるだろうというお話だったと思う。それに加えて、今金融環境の面で、福田委員からのご指摘があったが、企業の資金繰り緩和感はバブル期並みにまで達している。金融機関の貸出スタイルも金融危機以前の姿のレベルまで積極化している。一方、貸出金利はさらに低下しているということであって、金融緩和政策の効果は一段と浸透しているというふうな状況だと理解した。なお、中間評価については、各委員とも意見の不一致はなかった。この先どういうふうな目で見ていくかという点について、水野委員からも別途の角度からのご議論があったが、今回の中間評価に関する限りは、ほぼ皆様4項目ともいわゆる①ということで揃っていたのかなというふうに思う。そして、展望レポートの中では上振れ・下振れリスク要因をきちんと整理して書くようにというふうなアドバイスもあった。それから物価については、ユニット・レーバー・コストの推移が今後非常に重要だと、我々のラティチュードという、この先の金融政策のスタンスと密接に絡むのではというご指摘は、非常に重要な点だと私も思う。取り敢えず、上手く纏まったかどうか分からないが、皆さんがおっしゃったところを纏めるとそういうことなのだが、幾つか議論して頂きたいのは、先程のITの在庫調整、岩田副総裁のように少し慎重にみられる意見と、ミクロの情報を全部集めるとそれ程でもないという意見を少し闘わせてみて頂ければと思うのと、もう一つは西村委員からご指摘のあったパソコン、プリンタなどの品質向上と、普通は品質向上、これは生産性の上昇、潜在成長能力の上昇と普通は経済はそう読むのではないかと思うのだが、質の高いものを同じ値段で作れば人員や資材の動員力を追加しないから、要注意というのは、言ってみれば先行きの経済に繋げる場合には慎重な要因としてみるべきだという意見だったと思う。この点の理解についてもう少し皆で共有できる範囲を広げておきたいと思うので、議論して頂ければと思う。それからもう一つは、短観の読み方で企業の判断が先行きについて慎重だと。この点について、やはり慎重な見方をすべきだという岩田副総裁の意見と、かなり長い間短観の業況予測というのは必ず実績が上方修正されているため、そのことを先行

き見通しが少し慎重だからと言って景気判断に直結させるべきでないという福間委員のご意見と両方あった。この点についても少し意見交換をして頂ければというふうに思う。I Tのところから。

岩田副総裁

宜しいか。I Tと在庫とを纏めて申し上げると、一つは在庫率上昇について、在庫の統計と生産・出荷の統計と採用品目が必ずしも同じではないので、本当はその採用品目を皆同じにした方が良いのではないかという議論はある。それから実質化するというのを私も前に随分考えたことがあるのだが、半導体をどうやって実質化するかということは私はどうも不可能ではないかと。数量概念ではなくて実質概念にするということは非常に難しいのではないかと思う。そういう形でやっているものを見たことがあるが、そこは概念上、なかなか難しい問題があるというふうに思っている。在庫全体で言うと、これは短観にも関係あるのだが、短観で在庫水準判断D Iというのは基本的には若干だが1ポイントとか改善しているが、中小企業を見ると実は悪化していて、過剰感がむしろ若干出ている。それから金融公庫の中小企業の景況感というのは2004年7~9月がやはりピークのものである。そのピークを回復していない。それから在庫過剰感というのも若干だが高まるような形になっている。それから出荷と在庫のバランスという比率で見たものの、それぞれ前年比がやはりまだマイナスの領域にあるということで、こういうことをみると、在庫の判断について、方向としては良い方向には動いているということは私も共有するが、それが終わりになっているということはやや難しいのかなと。それから短観について幾つか懸念すべき点がもう少しあって、一つは販売価格D Iと仕入れ価格判断のD Iの悪化幅が縮小するようになっているのだが、これは企業が価格支配力を増したために、原材料などが上がってもあまり悪化しないという解釈もある。しかし、それはもしかしたら希望的観測かもしれない。そこははっきりはしない。この動き如何ではやはり収益に影響が出てくるということかと思う。収益は前回調査からみると上期の収益が下方修正され

ており、下期に急回復になるというV字型回復を想定しているのだが、そこが本当に大丈夫かどうか。それから先行きの業況判断のD Iと足許の業況判断なのだが、この差が大企業製造業を採っても小幅マイナスである。過去のパターンが今回も当てはまるかどうか分からないのだが、鉱工業生産の予測指数が7月がマイナスになっているというのはある種ネガティブ・サプライズだと私は受取っているが、やはり先行きのところはマイナスになっている。生産予測指数と業況判断D Iの先行き、足許の差の両方がマイナスになった時は、過去の経験では1年位で景気後退になる。短観の中身でポジティブ・サプライズだと思うのだが、本当のポジティブ・サプライズというのは私の定義だと足許が前回予想を上回って、しかも先行きが改善するというのが、これが本当のポジティブ・サプライズだと思う。これで良かったのが対個人サービス。中身はどうも何うとパチンコらしい。それから小売と情報サービス、これだけなのである。であるから個人関係が若干良くなっていて、ポジティブ・サプライズがあったということは多分間違いないのだが、それ程数が多い訳ではない。ネガティブ・サプライズはゼロだということで、この面では良い訳だが、本当の意味のポジティブ・サプライズというところまではまだ行っていないのではないかというふうに思う。以上である。

須田委員

宜しいか。以前から申し上げているように、ITの調整については、携帯電話は悪いなど、物によって違う。さらに、同じ物でもデジカメなどのように勝ち組と負け組によって違うということもある。であるから誰に会って話を聞くかということで、調整が進んでいるかどうかの評価が全く違うということを感じてきた訳である。結局、これはマクロでどうこうと言うよりも、調整が終了した感じがどう生まれるかということではない。そして調整が終了したからと言っても、V字型で回復する訳でもないということではないかと思っている。昨日、早川調査統計局長から今回のI I Pの中には前向きの在庫投資も含まれているという話もあった

し、実現率や予測指数では、今月の電子部品・デバイスの予測指数の修正はプラスだったということもあるほか、色々なミクロ情報を集めると悲観的になる必要はなくて、それなりに調整は進捗しているように思う。ただ、私は1~3月で調整が終わるかなと思っていたのだが、それはもう少し後ずれしたなと思っている。結局は数字が出てこないということは少し気になる。電子部品・デバイスの在庫循環のグラフにおいて、45度線を切るかどうかというところはやはりシンボリックな意味では注目しているが、調整が終わったかどうかというのはやはり総合的にみていくしかないかと私は思っている。

福井議長

在庫と出荷の関係については調査統計局は岩田副総裁と同じようにみておられるか。

早川調査統計局長

その話をし始めると結構やっかいなのだが、元々在庫統計のないものが沢山ある。ただ、電子部品などはそれ程問題がない方である。むしろ岩田副総裁がおっしゃったような問題が一番ひどいのは資本財である。資本財は在庫統計のないものが非常に多いので、縦軸と横軸が全然違うものを比べている可能性が相当あると思っている。一方、先程少し岩田副総裁がおっしゃったが、実は今半導体は実質化されている。以前は半導体は金額そのものが生産指数になっていたが、これは物価指数で割り込んで実質化するように、この2000年基準から計算手法を変えた。これも、そもそもそうやって良いのかという議論があったのだが、では本当に金額そのもので良いのか、どちらがましかということで、であったら物価指数で割ろうという判断がされた訳である。私が今度申し上げたのは液晶はどうかという話で、液晶についてもどちらがましかというのであれば多分若干実質化した方が良いのではないかというのを昨日少し申し上げた訳である。一方、その関連で申し上げると、ではそういう実質化するのが本当に万全か

ということに関して言えば、例えば先程お話があったようにヘドニックに関しては最近やり過ぎ論というのが相当多くなっていて、これも常に物価指数とか、あるいは生産指数とかを作る時にどれが良いのか、しかも大抵はベストの解はあまりない時に、どちらがましかというようなところで実際には判断して統計が作られている。ややテクニカルになるが、ユーザーサイドは言ってみればそこでどういうことを実際にメーカーが行っているかを知ったうえで少し見ざるを得ないという面があるということだと思っている。

西村委員

先程のところを少し敷衍すると何を見るかに依存する。一つは我々の厚生、あるいは効用でみる場合には当然——先程のやり過ぎという説に私も加担しているが——きちんとやればちゃんとできると思うが、もう一つは生産とか景況感の部分は雇用なのである。雇用との安定した関係ということから考えると、必ずしも現在の実質化というのは上手く1対1に対応していない。元々GDPというのはなぜ出てきたかというトリチャード・ストーンがやったように、雇用と関係のある指数で何か良いものがないかというようなところで考えてきた訳だが、その後、経済学的に考えれば一番自然なアグリゲーター、いわゆる集計化するものはやはり人々の効用——その効用は誰の効用を使うかという大きな問題はあるのだが、そういうことを除けば——、一応そういう形で決着している。だが、我々は景気を考える時には雇用、雇用と言うか設備の方で考えるので、そういう時には単純に実質だけを見ていくのは少し問題があって、やはり名目で良いという訳ではないのだが、実質と名目の二つを見合わせて総合判断していく。これはあまり良くない言葉だが、やはり総合判断をしていくしかないと思います。

福井議長

中国経済であればそうだし、日本経済の場合でも雇用は勿論大事なのだ

が、やはり全要素生産性が上がるような形の生産体系を広げていかないと結局持続性がなくなるのではないか、競争に負けるのではないかという部分がある。であるから雇用によりウエイトを置いて新製品などの評価をすべきだという議論は、私などには多少違和感がある。

須田委員

効用ではないか。

西村委員

効用である。

須田委員

雇用ではなくて。

福井議長

雇用ではないのか。

須田委員

ユーティリティである。

西村委員

ただこれも二つあって、効用でみるのがGDPなどの立場なのだが、それに対して景況感でみる時には、どちらかと言うと雇用である。

福井議長

効用でみるのは賛成なのである。だが景況感をエンプロイメントだけでみるというのはどうかと。

西村委員

ただ景況感という場合には結構そういう形で皆さんみる方が多い。経済学の基本からすれば、効用でみるというのが基本ではあるが。

福間委員

企業は収益である。

西村委員

企業の収益は二つを両方合わせたような話。

福間委員

であるから雇用だけではない、少なくとも。景況感というのは。

西村委員

このところは何を対象とするか、何をみていくかによって見方を考えなくてはならない。なぜ効用が重要かと言うと、結局人々は効用でもって需要量を決めるから、最終的に需要量を何が決めるかということの予測をする時にやはり効用で考えなくてはならないという形になる。であるからその意味で実質化がきちんとされていればこれは実質で考えなくてはならないのは確かなのだが、その実質化において、技術革新が非常に進んでいる時においては、雇用と効用の水準との間の関係が変わってきている。前にあった生産関数で考えられたような安定した関係はないということがあるために混乱しているという形になる。

福間委員

私は先程も言ったように短観とか支店長会議とか、あるいは個別の企業の話の踏まえると、調整はかなり進んだという感じがする。むしろ強気の企業は——勝ち組の会社は当然だが——ここで引き離すのだという考え

方をしている。大手の中である。私は先程も言ったように、最早ITと踊り場を関連付ける必要はないと思っているのだが、世間もエコノミストも注視しているため、説明するのはやむを得ない。ただ、どれだけ今から景気の足枷になるのかについては、ノンITの拡大からみれば、ほとんどネグリジブルと言っても良いのではないか。むしろプラスの部分が出てくると私はそう思っているので、先程そういう表現をした訳である。

福井議長

もう一つ岩田副総裁が言われた中国のマーケットで日本の半導体が台湾、韓国に負けている可能性という話があったが、マイクロ情報としてはそういう話があるのか。

福間委員

やはり半導体であろう。

岩田副総裁

然り。

福間委員

サムスン等が中国でも相当大きくやっている。少しワンテンポ遅れた動きがあるから。ただ、液晶はもう今や不足している。

福井議長

そうだな。

福間委員

液晶は台湾などはもう不足だと言って騒いでいるから。やや半導体と液晶は少し違うのだが。

福井議長

他にあるか。

水野委員

I Tについては皆さんの話を総合すると、私もそう思っているのだが在庫調整は時間が掛かったが着実に一応進捗しているようである。ただ、I T関連の最終需要の回復には時間を要するのではないかとこのところ集約されてしまうのではないか。それで今日私も言ったのだが、I Tは置いておいて——無視する訳ではないのだが——非I T関連のところをもう少しフォーカスした方が、これから景気をみていくうえで、全体をみるうえで良いのではないか。少しI T、I Tと言うと何かI Tトラウマがあるように感じる。

中原委員

そういう感じもあるが、I Tと言う時に人によってどこまでをI Tとみるのかが異なっており、電子部品・デバイスだけで良いのか、電機や通信、精密までみるのかで随分感じが違ってくる。電子部品・デバイスというのは日本としては競争力のある非常に強い産業であるから、割合早く回復するかもしれないし、その在庫だけを見ていれば調整終了も間もなくかなという気がしている。一方で、総合電機などではそもそも基本的なビジネスモデルの問題を抱えているから、収益その他が多少回復したとしても、かつての日本経済を牽引するような業界ではなくなっている。通信では競争がめちゃくちゃに激しいし、精密も、この分野はジャンルが広がっているため、物によって違うのだろうが、必ずしも電子部品・デバイス程の競争力はないかもしれない。従って、I Tを電子部品・デバイスだけに限れば割合に明確に踊り場脱出が確認できると思うが、全体で見た場合には難しいのではないか。

福間委員

要するに一度ここでも申し上げたが、いわゆる総合電機メーカーは集中と選択を間違った部分がある。これは経営者が聞いたら怒ると思うのだが。本当は集中したものを分散し、ダイベストしたものを残しておいた方が良かった。しかし、多くのメーカーは、それこそ狭義のITに行ってしまった。あれが今日の問題に繋がっている。一方、ノンITでは今やウェスティングハウスなどのように次々と買収でもしていけないと技術者を確保できない。この技術者の確保については、2007年問題を控えているから各社とも相当危機感が高い。要するに団塊世代の大量定年を控えているので、技術の伝承に不安がある。そういう状況下で重電のオファーは幾らでもくる訳である。特にアジア、就中、中国からの発注が今大変である。中国などは原子力をやってくれときている訳である。そういう面では、むしろ総合電機メーカーがダイベストした重電等のノンITの方が成長産業で、ITはあまり成長産業ではない、あるいはコンペティターが多過ぎるという状況になっている。そのようなところが中原委員の言うビジネス・モデルの問題ではないかと思う。皆が同じところへ集中して、同じように分散してしまった。

西村委員

一点。先程の収益のところと絡むが、収益は名目の売上から名目のコストを引いたものが収益であるから、そういうことから考えると先程言ったように、やはり名目に、より依存した形で収益というのが出てくるから、どうしてもそちらの方で見てしまう。ここで言えば、いわば雇用と収益と同じようなレベルのところで見てしまいがちだということ。そういうふうを考えて良いのではないか。

福井議長

最後に早川調査統計局長、価格判断DIで岩田副総裁が言われた原料

高、製品安、それらはプライシング・パワーの回復という感じで出ているのか、出ていないのかというところは。

早川調査統計局長

私達は必ずしもそうみていない。そういうレポートがあったのだろうか。単純に今回の価格判断D Iに関して申し上げれば、やはりあれは6月の頭に多分書かれているので、4~5月と原油価格がかなり下がった後のタイミングだったのであという数字になっただけで、別にプライシング・パワーがどうこうということでは単純にない。従って、ある意味ではあそこにはあまりインフォメーションはなくて、前にも申し上げたように企業収益などを判断する上では、例えば原油価格が実際には相当上がっているからそこはマイナス要因であるが、為替相場は先程中原委員がおっしゃったように相当現実と違う想定レートとしているので、そこはポケットになっていて、その両方を考えて頂く必要があるということだと思っている。

福井議長

他になればここで一応コーヒブレイクを。

西村委員

申し訳ないがここで一点だけ本当に短く。須田委員のおっしゃったことは非常に重要な点で、要するに設備投資を考えた時に、設備投資は輸出+国内—輸入の需要、両方入るのである。であるからこの点を我々が考える時には常に頭の中に入れていないと、特に設備投資を考える時にはこれを入れていないと対処を誤る。私の議論も国内需要にどうしても陥りがちになるが、この点だけはやはりきちんと共通の理解を持っていく必要があると思う。以上である。

福井議長

それではコーヒブレイクに入る。

(10 時 50 分中断、11 時 00 分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

さて、宜しいか。それでは会議を続行したいと思う。次回金融政策決定会合までの金融政策の運営方針について、改めてお一方 5 分以内ということでご発言を頂きたいと思う。先程と同じ順番でまず春委員からお願いする。

春委員

では申し上げます。次回会合までの政策運営方針については、5 月の会合で修正した「なお書き」をそのまま継続するとともに、日銀当座預金残高についても引き続き 30～35 兆円を目標に潤沢かつ機動的な資金供給に努めることが適当と考える。以下、若干コメントをさせて頂くが、前回会合以降も短期金融市場は概ね平静に推移しており、金融機関の資金需要が弱い状況が続いている。国債買現先、短国買入、あるいは期間の短い本店手形オペなどで札割れが継続しているほか、長めの期間の全店手形オペでも札割れが続発し、7/5 日以降年度末を越えるオペが行われたが応札倍率は低めで、さらに低下しているという状況である。この間、CP や短国など個別市場に係るオペの頻度の正常化や短国買入オペにおける銘柄別買入限度の引き下げなど、市場機能の維持に配慮しながら目標残高を維持した金融調節の努力を評価したい。

今後の調節だが、2 週間後の 7 月 27 日に次回会合が予定されているが、その時期を挟んで、7 月下旬から 8 月上旬に掛けて国債発行などにより、6 月上旬並みの大幅な資金供給が必要となる見通しである。引き続き市場機能の維持に配慮しながら、当座預金残高目標の維持に努めるとともに、一時的に目標の下限を下回る場合には、極力早めに目標のレンジ内に戻すよう調節をお願いしたい。また、一時的に下限を下回ることを許容すること

については、それが量的緩和政策の枠組みの変更に繋がるものではなく、その枠組みを円滑に維持するためのものであることについて、引き続き理解を求めていくことが必要と思う。

もう一点、今後の当預目標のことだが、先行きメガバンクの統合などを契機に恒常的な当預残高の目標下限下振れの可能性が高まっていくか不透明だが、前回会合においてもお二人の委員からご提案があった当預残高目標を引き下げることについては、私としては、量的緩和の枠組みを維持しつつ、状況を見極めながら、また、デフレ克服にマイナスの影響が出ないことの理解を得ながら、慎重に当預目標を減額することは引き続き選択肢の一つとして考えていきたい。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

次回決定会合までの金融政策運営については、「なお書き」を含めて現在の調節方針を続けることで良いと思う。7月下旬から8月初めに掛けて税揚げ等による資金不足幅が拡大することが見込まれている。やはり大幅な資金不足となった6月初めと比較すると、今回は5月のCPI前年比が0%となり、先行きも早ければ10～12月中にも若干プラスとなる可能性も高まるといったように物価を巡る環境がやや変化している。このため、金融市場では一段と思惑が強まる可能性も否定できないように思う。我々としては第一に、当面金融政策運営の基本スタンスに変化がないこと。第二に、量的緩和政策からの出口については、約束に係る三つの条件に即して適切に判断していくこと。同時に第三に、経済・物価情勢の変化に対しては機動的かつ柔軟に対応していくという方針であること。これらの点に関して、丁寧に説明を繰り返していくことが重要であると思う。以上である。

福井議長

岩田副総裁、お願いします。

岩田副総裁

7月の資金不足額が10兆円程度だというふうになっている。そういうことで7月下旬、特に25日辺りから8月の初めに掛けて短期のオペレーションの技術的な困難というのは恐らく増加するのではないかと思う。しかし同時に、踊り場脱却というようなものがまだはっきり確認できない。それから最終需要の本当の強さについての先行きについて、まだ不透明感がある。理想的には輸出が減速しても腰折れしないような国内需要の強さというものが確認できるかということが重要ではないかと思っているが、そういう現状を踏まえると、前々から申し上げているが、今の当座預金の目標を維持するというのが最適の対応である。そういった対応を苦しいながらも今年前半、ずっと続けてきたということで、言ってみるとデフレ脱却、あるいは踊り場脱却ということの後押ししてきたのではないか。今も後押ししているのではないかというふうに思っている。デフレ脱却ということについて言うと、コアのCPIの動きは私が想定していたよりも少し早めにプラスになる可能性があって、もしかすると踊り場脱却と、安定的にプラスになるというのが重なる可能性もあるのではないかと考えている。マーケットがそうした可能性に確信を持つようになった場合には、時間軸というのは恐らく急速に短期化してくる。今は1.5年位先というものをみながら先物レートが形成されているが、そこは最終需要の強さなどが確認されるとかなり様相が変わってくるのではないか。そうしたことが起これば、逆に短期オペの技術的な困難というのは、もう少し楽にな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

前回会合以降の資金供給オペの状況を見ると、国債買入こそ2倍ないし4倍の高めの応札倍率を維持しているが、それ以外はほぼ全て1倍台、または札割れと低迷している。また、昨日実施した期間9か月物は、期越えであったにもかかわらず札割れスレスレの1.12倍と本行の資金供給力は限界に達していることを示している。このようにオペの低調さが増しているのは、いつも申し上げていることだが金融システム不安の後退に伴い、金融機関の予備的な流動性需要が減少を続けているためであり、予備的な流動性需要が減少しているもとでは、金融機関にとって巨額の当座預金を維持することはROAの向上の観点から合理的ではなくなっている。また、金融機関が市場経営で自律的に資金調達ができるようになっていることもオペ需要の減少に繋がっている。因みに大手行の預貸率は、かつては90%であったが現在は貸出の低迷を反映して70%台に低下し、地銀の中には50%台の先もある。銀行は預貸率の低下に伴い余剰となった大量の資金の運用に苦慮しているところである。以上のような状況を踏まえると、当面の金融調節方針としてはただ今述べたような金融環境の変化とそのもとでの当預需要の減少にあわせてリアクティブに残高目標を引き下げることが適当であると思っている。新たなレンジとしては、市場の自然体の当預需要に比べてやや甘い数字になりつつあるが、取り敢えず第一歩として引き続き27兆円～32兆円程度が良いのではないかと考えている。また、「なお書き」については突発的な事象により、資金需要が急激に増大し、市場が不安定化するリスクに備えて修正前の表現に戻したうえで、これを存続させることが適当であると思う。これも毎回述べていることであるが、残高目標を下げても量的緩和政策の枠組みを堅持し、ゼロ金利を継続していけば我が国の経済が小幅ながら物価の下落が残る状態から脱却することをサポートできると考えている。残高目標の引き下げに対しては依然として引締めと受止められる可能性もあるとの見方が聞かれるが、短観のDIや執行部の金融環境の点検結果にも現われているよう

に、金融は益々緩和の度を強めている。残高目標を現行水準に引き上げた
昨年1月当時と比べると、その変化は明らかである。そうした中で残高
目標から市場がいらないという部分を取り除いて目標を数兆円程度引き
下げたとしても、それが企業金融や市場に対して引締めとなるとは考えら
れない。むしろ金融環境が変化しているにもかかわらず、市場のニーズを
超える資金を供給し続けることは、市場機能の回復を妨げるほか、金融規
律の低下とそれを通じて過度のリスク感覚の低下にも繋がりがねないと思
っている。このため、量的緩和政策導入当初の市場メカニズムをできる
だけ尊重した潤沢な資金供給を相応の時間を掛けながら、慎重に模索して
いくことが適当であると思う。また、金融規律の低下に関しては、先般の
B I Sの年次報告で世界的な過剰流動性が拡張しており、そのもとで国際
商品市況や各国不動産の価格が上昇し、国債のサーチ・フォー・イールド
の動きが見られるとの指摘があった。我が国では今のところ物価が上昇す
るリスクは低いものの、自動車や鉄鋼、工作機械等フル生産が続く一部業
種では、人手不足が深刻化しつつあり、2007年問題にも手の回らない状
態になっている。また、都心の不動産取引の中には、ややバブル的な様相
が見られるとの声も聞かれている。このように経済の一部に過熱感が出始
めている中で、金融環境からみて過大な資金供給を続けていけば、それだ
け市場にエネルギーを溜め将来の金利変動リスクを高めることになる。以
前も何度か申し上げたが、3条件が達成されたと判断されてから残高目標
を引き下げるとすれば、その時は量と金利の両方をコントロールしなければ
ならず、長短金利が想定以上に変動する可能性がある。既にGDP
ギャップの継続的な改善、原油高、円安等、物価を巡る環境が変化する中
で前半のパートで触れた物価が反応しにくい状況については、市場が変化
の兆しを感じとっていけば、長期金利が先行して上昇する可能性もある。
このように巨額の残高目標を維持することのデメリットをメリットと比
較考量すると、金融システム不安が後退した今日においては、従来のクラ
イシス・マネージメントから通常のリスク・マネージメントに切り替える
ことが物価の安定と持続的な経済成長の基盤をより強固にし、ひいては長

期金利の低位安定に繋がると確信している。過去の教訓に学べば、環境変化にもかかわらず政策運営を変えないこと、そのことがリスクになると懸念される。以上である。

福井議長

西村委員、願います。

西村委員

結論を先に申し上げますと、次回までの金融政策決定方針は「なお書き」を含めて現状維持が適当であると考えます。簡潔に理由を述べます。既に金融経済情勢で見たように、国内景気で短期的にはかなり明るさが見えてきているものの、海外経済に下振れの不安が依然として残り、長期的な国内投資収益の上昇、それから長期的な消費環境の改善というのがまだ見込まれていないということになる。というふうに考えると、全体としてみるならば前回決定会合から中身の構成変化はあったものの、マクロ的にみると非常に大きな異なった状態になっている、ということは言えないと思う。そのため、現状維持が適当であると考えます。さらに市場の反応も憶測が収まり、政策委員会の意図というのが次第に明確に汲み取られているというふうになっていると思う。それから財政資金の問題だが、これが非常に大きなノイズになっているということは確かである。この財政資金の振れによって生ずるテクニカルな大きな変動というものについては、まだこの段階では「なお書き」の適用によって適切に対処できると考えているし、先般の金融市場局の説明でもそういうふうに私は解釈した。従って、現状維持が適当であると考えます。以上である。

福井議長

中原委員から願います。

中原委員

先程時間がなかったので市場のことを最初に一言だけ付け加えると、ロンドンの同時多発テロのショックが心配されたが、無事消化した。その前のGMショックその他もあるし、潜在的にイベント・リスクに対する意識が市場でやや強まっているとみるべきだろう。国内でも若干不透明な政治情勢等が今後市場にどういう影響を与えるのかという、リスクを考えておく必要があるが、一方で、このような警戒感があることに加え、グローバルな市場の連動性が一般論として高まっているという現実、あるいは景気のサイクルが基本的に同方向を向いているというような事実から考えると、現在の市場の膠着状態はかなり安定したものとみることができる。世界的な過剰流動性が存在する中で、この均衡を破るのは何かということだが、勿論、イベント・リスク、地政学的リスクはある。ただ、やはり資本の流れの面からみると米国の実体経済とインフレ、あるいは金利の動向ではないかと思う。円安の方向が少しずつ出ているが、これは今のところポジションワイズな動きであるとみられる。しかし、昨日も少し話があったとおり、この逆転現象が起きた時にどういうショックがくるのかについては、多少気にしているところである。

金融政策については、「なお書き」を含めて現状維持ということで宜しいと思う。今後の運営のスタンスとしては、オペの物理的負担を含めた金融政策運営コストという広い意味でのコストの極端な上昇や副作用の深刻化が認められない限りは、整齐と現在の調節方針維持ということ以外に今のところ選択肢はないと思っている。5月の「なお書き」修正以後、やや期待の不安定化を招来しかねない動きが市場に見られたが、その後の市場との対話と現実のオペの運営スタンスによって現在の政策に対する市場の理解は進んだように思う。今後7月末から8月初めに掛けて再び財政資金の揚げ超等で目標残高達成が困難になるという話を聞いており、6月初めに比べるともう少し状況が深刻なのかなという感じもあって、もう少し事態をよく見ていきたいと思うが、基本は先行きの残高維持の可能性と

オペの効率性、副作用の状況、量的緩和の政策の持つ本質的な面といったものを確認しながら、これまでの基本スタンスを変化させることなく、一貫したかつ現実的な運営姿勢を採ることが大事だと思う。秋口に掛けて足許の消費者物価が水面上に出る可能性が多少高まってきた感じがあるが、この可能性が高まってくるにつれ、改めてコミットメントの第二条件、第三条件を満足したかどうかという判断に関わるスペキュレーションも市場で高まることになるだろう。このような動きに対してどういうスタンスで市場との対応を進めるかについては、我々として十分に議論しておく必要があるかと思っている。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

まず、足許のオペ環境を見ると札割れが続出している。今年入り後にオペ環境が悪化した際には、財政資金の影響が大きく、オペ残は3月初が65兆円程度、6月初が60兆円弱であった。一方、足許の財政資金の当座預金に対するマイナス寄与はそれ程ではなく、オペ残高も52兆円程度となっている。それにもかかわらず供給オペの回数に対する「札割れ」の比率は3月初や6月初と比較して高くなっているが、これは資金需要が減退していることの証左だと思われる。こうした状況下で、次回決定会合までの金融市場調節方針については、原則として当座預金残高を30～35兆円に維持しつつも、過度に金利を潰して金利の情報発信機能を阻害しないように淡々と金融調節を行い、必要に応じて「なお書き」を十分に活用するというで良いと思う。具体的には、オペのタームについては、オペ全体については長期化はやむを得ないものの、手形買入れオペの最長記録を更新するようなことはせず、オペの頻度等も6月の「なお書き」発動時を大きく超えないようにし、結果としてターゲット・レンジを下回ってしまった場合は、それを許容するというのが基本であると考えている。こう

した金融調節の実施を念頭に置いて頂いたうえで、ディレクティブについては現状維持で良いと考えている。

勿論、資金需要が減退しているのであれば、それに合わせてターゲット・レンジを引き下げてはどうかという考え方もあると思う。ただ、これについては、以前から申し上げているとおり、多かれ少なかれ「引締め」と受止められる可能性は排除できない。そうした状況のもとで、ターゲット・レンジの引き下げが望ましいとの判断に至るためには、当然そのメリットがコストよりも大きいとの評価を下す必要があるが、そのためには、「引締め」と捉えている人にとってもある程度納得のいくような経済・金融環境でなければならないと考えている。もっとも、足許は先程も述べたとおり、景気は回復を続けているが、IT関連分野の調整の動きが続いているし、輸出が本格的に持ち直していない状況である。従って、今はターゲット・レンジの引き下げを行うタイミングではなく、「なお書き」の適用で良いと考えている。

以下、市場との対話について意見を述べておきたいと思う。昨日、中曾金融市場局長より、日本の長期金利の上昇圧力が抑え込まれている理由として、経済の先行き不透明感、欧米の長期金利の低下、底堅い需給の三点が取り上げられていたが、それにしても、同じ日の朝に、6月短観の強い内容と5月のコアCPIが家賃の上振れなどを背景に前年比+0.0%となったことが公表されたにもかかわらず、結果的には長期金利の反応がほとんどなかったのは驚きであった。実証分析では長期金利とCPIには相関関係が見られるし、「市場参加者が注目する債券利回り変動要因」を見ると、6月には「物価動向」は金利上昇要因へと変化しており、かつ我々のコミットメントに関わるコアCPIの対前年比が予想以上に改善したのにもかかわらずである。他方、債券市場にも外国人投資家が参入し、売買に占めるシェアはかなり高まっているようである。従って、彼等の投資行動ないしは海外金利の動向如何で日本の長期金利が大きく動く可能性も否定できないと思われる。このような市場とファンダメンタルズを巡って対話することは非常に難しいと言わざるを得ないが、不断に対話を積み重

ね、お互いにファンダメンタルズについての理解・分析を深めていかないと、市場におけるファンダメンタルズについての突然の修正によって、金利が大きく跳ねる可能性は排除できないように思う。なお、前回会合以降、ファンダメンタルズについては強めの指標がかなり出てきたにもかかわらず、量的緩和政策の継続に係る期待は幾分高まったとされている。その背景にはボードメンバーの発言があるとの指摘もある。勿論、各ボードメンバーが各々の意見を発信することは重要だと思うが、最近の各ボードメンバーの発言についての報道振りや報道を通じた市場関係者の受取り方を見ると、経済のファンダメンタルズについての評価や、金融政策についての発言の一部をとって差別化を図り、デフォルメしてランク付けを行っている。ボードメンバーの大勢の意見、つまり重心を探るというのは逆方向に目が向いているようである。

9人のボードメンバーが同時に同じ場で各々の意見を述べれば、重心は比較的簡単に分かると思うが、実際にはボードメンバーの発言はタイミングや頻度等が異なる。こうした状況において、やや極端な意見が出されると、それを修正しようとの思いから意図した以上に逆方向に舵を切ってしまう可能性も否定できない。発言者の真意はそこにはなかったとしても、その点を捉え誇張して報道されかねない。その結果として、時間軸がファンダメンタルズとは関係なく動くようなことがあると、目指す対話は実現できない。大きなタンカーが大きく舵を切ってしまうと、それを戻すのに逆に大きく舵を切らなければならない。タンカーの重心を念頭に置きながら操舵しなければ、蛇行が続き目的地への到着が遅れてしまうだけでなく、事故を起こしかねない。日本という大きな船を金融政策という舵で操ることが求められている私共ボードメンバーも常に重心を念頭に置きつつ、当面は、具体的な舵の切り方ではなく、航路の状況についての自らの見解について発言することが重要な時期なのではないかと思う。私自身としても、今一度肝に銘じておきたいと思う。以上である。

福井議長

最後になったが、水野委員お願いします。

水野委員

前回の金融政策決定会合以降の金融経済情勢は、日本銀行にとって、基本的にフェイバーな展開だったと思う。6月短観は民需主導の景気回復に期待を持たせる内容であった。一方、短期金融市場については札割れの頻発と同時にオペのパフォーマンスがさらに悪化するなど、資金需要の減退が一段と明らかになってきているということである。そういうことを勘案して前回提案させて頂いた「なお書き」を一切付けずに当預残高目標を25～30兆円程度に下げるという案を今回も出したいと思う。以下少し幾つかコメントしたいと思うが、過去何回かの金融政策決定会合で——私が入って何か月なのだが——複数のボードメンバーの方から量的緩和政策を維持する最大の目的はデフレの克服であって、金融システム安定は副次的な目的であるという話がよくあった。BOJウォッチャーを10年以上やっていた民間の時にも、量的緩和政策を見ていたが、量的緩和政策を維持する目的が時代の変遷とともに変化してきているのかなと感じていた。量的緩和政策を採用した当初の2001年3月時点では金融システムの安定化、あるいは金融システムの不安に起因するデフレ・スパイラルの回避が目的であった。私はデフレ克服というものとデフレ・スパイラルという意味はかなり違うと思ってみているのだが、デフレ克服が主目的になったのは、日本銀行が政府からデフレ克服という宿題を課せられて、政治的な経緯も若干あったと思うが、国債買切オペの増額や当預残高目標の引き上げによってデフレ・ファイターの役割を果たしてきた結果でもあると思う。金融市場のプロの方から話を聞くと、日本銀行が当預残高目標を段階的に引き上げる際に理論武装や情報発信をしているうちに量的緩和政策が変質化して非常にポリティカルな政策の枠組みになってしまったのではないかという意見が聞かれる。私の邪推なのだが、ひょっとしてボードメン

バーの多くの方は、現行の金融政策の枠組みは危機に対応した異例の枠組みであるという意識が薄れてきているのではないかという感じがある。繰り返しになるが、量的緩和政策というのは異例の枠組みであって、それを使い続ける背景は金融システム不安に起因する、デフレ・スパイラルの回避だというふうに私は理解している。もし当時、金融システムがまずまず安定してコアCPIがゼロ近辺にあるような金融政策情勢であったならば、恐らく2001年3月に量的緩和政策まで踏み切らなかったと思うし、2002年から2004年初めに掛けて当預残高目標を30~35兆円程度という非常に巨額な金額まで引き上げることはなかったのではないかという感じがする。市場参加者は、当預残高目標の引き下げなど金融調節方針の変更と景気判断をリンクさせることはもう既に考えていない。それから現在検討されている当預残高目標の引き下げと量的緩和政策の枠組み変更とは別の議論であることはかなり理解されている。むしろ金融システム不安の後退を受けて流動性準備を確保する動機は減退して、大量の当預残高目標を維持することを正当化するロジックも弱まってきたということと同時に認識すべきではないかと思っている。今後の金融政策運営を考えるうえで重要なポイントは、個人的には債券相場を大崩れさせないことであると考えている。それから中長期的には金融政策の自由度を如何にして高めていくかということが重要な二点目のポイントだと思う。問題はどのように長期金利上昇の圧力を和らげていくか、市場心理を如何にコントロールするかということであるが、これはご存知のとおり非常に難しく一筋縄ではいかないということである。量的緩和の枠組みを将来変更する時にハードルになる問題を、やや時期尚早かもしれないが若干頭に入れて良いかないと考えている。私なりに整理すると、オベの残存日数が長期化することによって、量的緩和の出口までに時間が掛かってしまうこと、それから超低金利政策、低成長、低インフレの長期化を債券市場が逆に織り込み過ぎているのではないかということがある。短観の発表後のマーケットの反応を見ていると、先程須田委員が言われたように常に悪いところを探している。先行きの地合いが悪いではないかという声を聞いていると、債券

市場は何も深く考えていないなという感じを受ける。それから短期金融市場の機能低下がある。これは市場参加者の質的低下も含める。また、地域金融機関の資金調達力の低下がある。これは潜在的な流動性リスクが存在することにもなると思う。そして大手銀行の経営統合の結果、一行当たりの決済金額が大規模化してきているということである。2001年にRTGSを導入した後、間もなく量的緩和を採用した。我々は決済機構局を既に作って対応しているが、潜在的な決済リスクの存在を一応頭に置いておく必要があると思う。それから4月以降、景気動向とは関係なく当預残高目標を引き下げるべきであるという提案を私や福田委員が出している訳だが、否決されていることから、債券市場ではボードメンバーの多くは恐らくツーステップ論、すなわち当預残高目標をできる限り30～35兆円程度に維持して、量的緩和解除の3条件を満たした後に当預残高目標を徐々に引き下げていけば良いのではないかとみているようである。財務省の方とお話ししてもそのようにみている感じがする。私は、私が主張するスリーステップ論に比べてツーステップ論を採用する方が債券相場へのダメージが大きくなるのではないかと考えている。ツーステップ論を採用することを期待していない債券市場参加者の声をここで若干紹介させて頂く。これは私の理解している限りにおいてはという注釈付きだが。まず日本銀行は景気の持続的な回復に対する自信を持って解除の3条件を満足したと判断する場合は、恐らく債券市場では相当金利先高感が高まっていると予想される。そのタイミングで日銀が金利ターゲットへの復帰、すなわちゼロ金利政策への復帰を宣言する場合、幾ら所要残を大幅に上回る過剰流動性が残っているとしても、当預残高を徐々に減額すれば金利先高感は一層に高まってくる可能性が高く、長期金利が不安定化するリスクはある。それから債券相場の急落は回避する必要があるため、量的緩和の枠組みを変更する際、中長期国債の売りオペは勿論のこと、中長期国債の買切オペの減額は事実上困難な面があると思われる。そのため、オペの短期化や当預残高目標の段階的引き下げなど金融政策のノーマライゼーションを進めることによって潜在的な債券相場のショックを小さくすることが賢

明ではないのかという指摘もある。そして量的緩和の3条件の三番目である総合判断について、市場参加者にとって基準が明らかでなくとも、仮に日本銀行が3条件を解除するまで当預残高を現行の30～35兆円に維持するという追加的なコミットメントをしても、解除が近いとの観測が強まると先程岩田副総裁からコメントがあったように時間軸は一気に縮まってくる可能性があるということである。従って、債券市場が量的緩和政策解除後の金融政策に対する不透明感を嫌気するリスクがあるということである。だからと言って何か追加的なコミットをしない方が私は良いと思う。それから最後に、一般的に中央銀行が金融政策運営に関してコメントすることによってマーケット、特に短期市場や債券市場に一定の影響を与えてイールド・カーブを形状変化させる一方、長期金利やイールド・カーブの形状から市場の景況感を読み取ろうとしている。ただ、量的緩和を採用していることによって、すなわち巨額な当預残高目標を維持している結果、ここでもよく市場との対話が大事だという議論を聞くが、日本銀行は他の中央銀行に比べて極めて市場との対話が困難な状況に置かれているということである。量的緩和の第一、第二の条件を満足した時に債券市場が量的緩和の枠組み変更のタイミングが近付いてきたと判断してしまうリスクがある。ポスト量的緩和政策の枠組みについても、もし予めヒントを与えておかないと3条件の非常に強いコミットメントがあるとしても債券市場の安定が続く保証はないと感じている。以上である。

福井議長

以上で各委員のご意見を拝聴した訳である。次回政策決定会合までの金融市場の運営方針だが、多数意見は現状維持。30兆～35兆円程度、「なお書き」も修正せずということであったかと思う。前回以降の変化はもう既にこの会合の場で議論されたとおり、実体経済、物価情勢の面ではジワリジワリ前進。踊り場脱却はしていないが、脱却に向けてジワリ前進。マーケットの状況については、ただ今ご発言があったとおりで総じて落ち着いている。その中で流動性需要、これもまたジワリさらに後退しているとい

う感じではないかということだと思う。当面、7月下旬から8月初旬に掛けて、また国債発行や税揚げなどによって多額の資金不足が見込まれているという状況であるし、この場合、8月初旬に掛けての資金不足時には資金需要の動向如何では当座預金残高の目標割れの可能性もないとは言えないという状況が目前にあるということだが、多数意見は当面は現状の枠組みと言うか調節方針を維持し、そして市場機能を過度に封殺しないように配慮しながら、適切な資金供給努力を続けていくということであったと思う。ただ、その先々のことまで考えると市場に過度のマグマと言う言葉が悪いが、市場に過度の緩和感と言うか、そういったものを織り込み過ぎないように配慮する必要があるのではないかとか、自らのオペの結果として金融政策の自由度を縛るようなオペの長期化というところまで入らないかというふうなことへの配慮とか、先々市場の期待の安定化を図っていくために早い段階から我々がどういうものの言い方、あるいはどういうステップを踏むべきであるか、こういう課題もしっかり提供されたというふうに思っている。私の取り纏めが適当かどうか分からないが、少しそういった点についてさらに議論を交わして頂ければと思うが。

岩田副総裁

それでは一点だけ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

水野委員からストラテジーに関する発言があって、早めから当座預金の目標を少しずつ下げていく方がマーケット・ショックが少ないのかどうかという、この論点なのだが、私もそれはずっと最初から気にしているのだが、私自身はデフレ脱却の目途がつくということをやはり中心に考えるべきだと思っている。その過程で時間軸がどういうふうに変化するかと言う

と、当座預金をむしろ引き上げる過程でも時間軸というのは短くなったこともある。これは外生的な要因もあるし、あるいは政策運営について若干色々スペキュレーションがあって、一度長期金利が下がり過ぎてそのリバウンドをした時期とか、これでかなり伸縮するものだと思う。であるから当預の水準そのものと時間軸がリジットに紐付いているものでもないと思う。それから長期金利の動き、債券相場という話について、アメリカの経験は脇で見ながらずっと参考にしているのだが、あれだけ短期金利の引き上げをやっているにもかかわらず長期金利は下がってしまう。2004年6月に4.7%位まで上がって、それから今はもう4%位に下がってしまっているというようなことをどう理解するか。アメリカでは1988年～90年位の時期も短期金利を上げて長期金利が下がった時期がある。これはグリーンズパン・エラーと言うかまさに始まった時期と終わりの時期にちょうど同じことが、似たような現象が起こっているということで、非常に興味深く思っているのだが、長期金利の水準の低下とイールド・カーブのフラット化というのはやはり別のものとセントルイス連銀のプール総裁が言っているが、私はそういうふうに整理した方が良いと思う。長期的なインフレ期待の低下というのは1980年以来ずっと続いているのだが、それが今も続いていて長期金利水準自体はそこで落ち着いている。それからイールド・カーブがフラット化しているというのは、私はやはり金融政策運営のリスクが、透明性の向上で低下しているとか、あるいは期待インフレのボラティリティも非常に小さくなって来る。GDPの変動、従って金利の変動も皆小さくなって来る。ボラティリティが全体として低下しているということによって期間プレミアムが圧縮されて、フラット化が起こっている。IS、LMカーブで言うとLMカーブが右方シフトする、ないしはフラット化するという、そういうことで金利が、むしろ長期金利は下がってしまうという要因が働いているのではないかと思う。その結果、2年、10年物のスプレッドがアメリカでは今30bpとなっている。日本は110bp位あり、圧倒的にここは変わっているのだが、大きい点はコアのCPIのボラティリティの低下とこの2年、10年物のスプレッドの動きというのは実

はかなり正の相関があって、コアのC P Iのボラティリティが落ちると、このスプレッドが小さくなるという現象がある。私は今の量的緩和のフレームワークというのは、物価の安定についてコミットメントしているということ自体が実は長期金利を安定化させていて、それからその変動もやはり小さくするような効果を今も持っているし、実際にコアC P Iが正になっていった時には、やはり何が安定的なコアC P Iなのかということについてさらにクラリファイしていくということで、そこはむしろ安定化させていくことが可能なのではないかと思っている。

水野委員

グリーンスパン議長がなぜ謎——最近謎とは言っていないらしいが——と言うかと私なりに解釈をすると、グローバル・デスインフレということはもうマーケットは分かっている。期待インフレ率が落ち着いていてボラティリティも落ち着いているのも分かっている。ただ、グリーンスパン議長は、政策金利を引き上げているのだから、それを忘れないで欲しいと言っている。長期金利が安定して、イールド・カーブがフラット化しているところが説明できても、景気回復局面、すなわち利上げ局面で長期金利が下がっていくことまでは説明できないなということを忘れないで欲しいということだと思う。従って、まさに、イールド・カーブの形状と長期金利の水準という考え方を日本の場合に当てはめると、イールド・カーブの形状というのはこれは短期金利が低いからスティープ化しているのだと思う。短期金利はゼロだから、今の段階では、それからイールド・カーブの形状についてもこれも我々の政策がやや過度に織り込まれている可能性もあるということかなと思っているが、より重要な違いというのは財政のリスク・プレミアムの違いなのではないかと思う。財務省の方が長期金利をなぜあんなに気にするのか、私は大丈夫だといつも言うのだが、気にされているのは多分当然であって、今後、税制改正が思うように実現できない時に、財政問題を背景に長期金利が急に上がるリスクがあるのではないか。その時に日本銀行の政策の先行き不透明感が重なると急に

厳しい状況になるという、ご懸念なのではないかと思う。そういう意味ではアメリカを見てみるとグリーンズパン議長が相当厳しく財政規律の重要性を議会証言でも言っているというように、少し日本とは状況が違うのだが、税収が増えているからということもあり、財政の先行き見通しを日本よりはまだ悲観的にマーケットはみていないということがあると思う。最近少し変わってきたが、やはり3割から4割のトレジャリー等保有者が海外投資家であるというところの違いはあるので、アメリカを見ながらヒントになるところと、必ずしも何年後かの日本の債券市場を予想するうえで参考にできないところもあるのではないかという点は、おっしゃるとおりである。アメリカを見てみると凄くエンカレッジされ、早くどんどんノーマライゼーションしてやれば良いのではないかと思ってしまうが、皆さんはどうもそのような感じではないから、きっとノーマライゼーションに慎重ではないのかと私は思っていた。

福間委員

私は政府、特に財政当局と日銀の狙いというのは同じだと思っている。要するに、物価安定と持続的成長である。それを基軸にして考えた場合、このままをやった方が良いのか、そうではなくて今のうち、市場にエネルギーが溜まらないように不要になった分だけ煙突から少し煙を出しておいた方が良いのか、こういうことであると思う。財政再建をやる時に低金利が必要でないなどと言う人は誰もいないと思う。であるから、そのためのリスク・マネジメントというのは非常に重要だと思うのだが、それがこうデフレ、デフレ、デフレでやっていくと、結局は行き過ぎてしまうのではないかと懸念している。勿論、今ゼロ金利を止めてしまおうとか、あるいは当預を一気に落とすとか、そういうことを言っている訳ではないのだが、要するにあまりにもデフレを意識し過ぎることによって政策面で行き過ぎが生じないかどうかということである。と言うのはマーケットは我々に対して「もう要らない」と言っている訳である。それが当預の需要の減少になっている訳である。はっきり言ってオペ期間の長期化により残高目

標の維持はまだもう少しはできるかと思うが、これは前回も言ったが当預需要の先食いなのである。これをやっている最後のところではもうオペができなくなってくる、あるいは非常にやりにくい、あるいは他の方法を探らなければならないということになる。そうすると逆に言うと財政規律が崩れる可能性がある。それともう一つ大きなプレッシャーがマーケットに溜まってくる。企業の立場で言うてはいけないのだが、あるいは国の立場で言うても、やはり安定的な経済成長と物価の安定が必要だし、それに見合った今の低金利というのはできるだけ続けたい。続けるにはどうするかという方法論が今までの7対2の違いになっているのだろうと思う。それは今のやり方でずっとできるのだったら、これはもう万々歳である。だがそうではなくて、これは水野委員もそうなのだと思うが、私はもうそういう目に何回も遭っている、経験している訳である。市場とはそういうものではない訳である。と言うのは必ず彼等はシグナルを出してくる。それをどの辺で調整するかという問題である。結果において爆発したのでは、これはもう、本当に狙っていたところとは別の世界に我々が寄せられるということである。私は過去何回も痛い目に遭った。そうした過去の教訓を踏まえて申し上げているだけなのだが、緩和して金利が落ちるのであればこんなに楽なことはない。そうではなくて、先程もあったようにファンダメンタルズがあって、それに対してコンパティブルな金融政策を採っておくことがもう最大の前提条件だと思っている。これは立場の違いであるし、私も反対されたからと言って、その反対論が間違っているなどとは申し上げない。これは考え方の違いであるから。最早結果において判断する以外にないのではないかと思っている。決して私は捨て台詞を言っている訳ではないのだが、本当にそう思う。

須田委員

水野委員の先程の話とも関係するのだが、量的緩和政策は確かに金融システムが危機的な状況の時に採用したかもしれないが、その時にコアCPI前年比が安定的にゼロ%以上になるまで行うという条件を付けたとい

うことは、デフレ脱却ということを目指してやったということである。そうしたコミットメントを守ることは、中央銀行の信認を守るためには私はどうしても必要だと思っている。今現在は少なくともそのコミットメントの必要条件を満たす時期が結構手前に見えてきたという状況だと思っている。私はその限りではもう正攻法でいけるのではないかと考えている。条件を満たす時期が非常に遠いのであれば、資金需要がどんどん減っていく時に30兆円～35兆円を維持しようとしていくと色々な副作用が出てくると思うが、今はそういう状況ではなくなっている。そういう時に無理して残高目標を下げていると、この間の岩田副総裁が紹介されたバーナンキ氏のコメントのように、なぜこんな時に残高目標を下げるのかというような反応がマネタリストからやはり出てくるのではないかと思う。条件を満たすまでの期間が短いと予想されるのであれば、今の残高目標を維持し、そして仮に残高目標が維持できない場合は「なお書き」で対応していくということで、コミットメントを守るということも可能になると思っている。であるからやはり、水野委員のご発言で少し気になるのは、債券市場の安定を第一に考えられていることである。この間、岩田副総裁がおっしゃったが、中央銀行の目的は物価の安定と持続的な成長であるので、直ぐ「債券市場が」というふうにおっしゃられると違和感がある。そこで市場対話とおっしゃられても、債券市場の安定が金融政策の目的と考える人が外で対話するのと、物価や経済成長を金融政策の目的と考えている人とは、やはり発信の内容が違ってくると私は思う。

水野委員 私は債券市場は一番ソフィスティケートされている市場だと思っている。

須田委員

いや、やはりその債券市場の安定が目的だと言われると少し違和感がある。

水野委員

それについて言えば、今後 10 年は財政再建と残念ながら切り離せないかなという思いが非常に強いためである。そういう意味では私は債券相場に対しては物凄くハト派的なことを言っているのだが、なぜかタカ派と言われる。財政再建に対してもそうだと思う。それから無理して当預残高目標を下げるという気持ちは正直持っていない。自然に下がってしまうのではないかと思っている。

武藤副総裁

結論は全然違うのだが、思考の経路はかなり似通っているところがあって、勿論違うところもあるが、それは一体何なのかということになると、やはり経済のファンダメンタルズの見方に対して、現状の分析を踏まえてまだ我々として金融政策を転換するまでの状況に至っていない、という認識を持っているということがあると思う。それからもう一つは、勿論マーケットの話というのはこれは当然重要なことであり、細心の注意を払う必要があるが、このマーケットも一筋縄ではいかないとおっしゃっていたように、要するにその思惑で色々動いている訳である。マーケットのサインを色々考えなければならないのだが、その真のコントロールはこれ程難しいものはないので、我々はいわばそれに一番苦勞していると言っても良いのかもしれない。しかし、そうかと言ってそれだけを基準に考える訳にはいかない、ということがやはりあると思う。それからもう一つは勿論、その時には副作用の話と一種の比較考量になると思うのだが、量的緩和政策の本質と言うか、これは一体何のためにやってきたのかという部分についても、実は理解に多少の差があって、これも結論に大きな影響を与えているように思う。従って、思考経路はよく似ているものの、幾つかの論点において立っている場所が違う結果、その結論において大きな差がある。

いずれにしても今のマーケットの状況に「なお書き」対応をしたというのは、「なお書き」というのは技術的なものかどうかと言うと、実は私は

非常に大きな意味のあるもので、いわばこれによって当面の問題はかなり解決されているのではないかと思う。つまり、起こるかもしれないものには十分対応できるという意味で解決されていると思う。それが起こるかもしれないものに対応できなくなったら、次のステップを考えるべきではないかということについては、私はそのとおりだろうと思う。だが現時点においては、起こるかもしれないことにはほとんど対応できるという現状認識を持っているからこそ、これで良いのではないかということである。

それからもう一つは、財政問題と少し絡んだ議論があったが、これは確かに世界的にも例のない状況に陥った以上、金融政策の運営を上手くやっていかなくてはならないという意味では物凄く難しい環境の中にいる訳なのだが、財政の問題は短期的にはなかなか解決できない。こちらは当面の対応としてやはりそれを乗り越えていかなくてはならないので、この場で勿論ある程度全体の整合性ということは考えなくてはならないのだが、金融政策の立場というのもやはりあるだろうと思う。ただ、福田委員がおっしゃるとおり、結局財政も金融も持続的成長を目指すという意味では同じなので、現象的には色々あるかもしれないが、そこに乗り越えられない壁があるとは私には思えない。

もう一つの3条件について、これをほとんど事実上無視すると言うが、解釈上違ったものにしてしまうということが本当に正しいのかどうかという、一つ意外と大きな問題である。我々は量的なレベルの他に時間軸というものを導入したが、この時間軸の導入がむしろかなり効果を挙げて、経済をここまで守ってきているという面はあるのだろうと思う。我々の方から、この時間軸を守るという構図を変えることによって影響を与えることが正しいやり方なのかどうか。と言うのは、この時間軸というのはあらゆることを考えたうえで導入したのだと思う。事情が変化したからその3条件は陳腐化したと考えるだけの変化が本当にあったのかどうか。やはりコアCPIがゼロという、色々なレベルの議論があったけれどもゼロというところに決まっているのが実に含意のあるところで、そのうえでこれを変えてしまうような、大きな状況の変化というものは、マーケットか

らだけ議論すればある程度あるのかもしれないが、実体経済まで含めて考えた時にはまだないのではないか。むしろ、須田委員のおっしゃったとおり、実体経済、物価を含めて変化が今起こりつつあるという認識であって、やがてその3条件が機能する時期がくる。その距離感に若干の差があるかもしれないが、いずれくるという時に、この3条件を変えて何か対応するということが本当に正しい道なのかどうかという議論は、やはり中央銀行としてのクレディビリティという大きな課題がある訳であるから、私は敢えてこの3条件に即して判断するのだと考える。ただ、それがひどく硬直的なものだというふうには考える必要もないので、この3条件は弾力性のあるものであって、この条件に付き合っていったら大変なビハインド・ザ・カーブになってしまうと考えるのは些かどうかという気がする。

水野委員

私は3条件を変えろとは今日少なくとも一言も言っていない。3条件は守る。ただ、3条件というのは本来、量的緩和の枠組みを守るというコミットメントであって、30～35兆円にコミットした訳ではない。しかし、それを誤解されてしまうリスクがある。

武藤副総裁

勿論そうである。それは、最初に申し上げた「なお書き」対応というのが、実は決してそんな技術的なものでもなくて、少なくとも現場で十分対応できるだけのものがあるのだと思う。

水野委員

3条件について敢えて言わせて頂くと、多分皆さんは踊り場から脱却しているかどうか分からないうちに物価だけ先にプラスになってしまうケースを現実的なリスクとして考えられていると思う。これは多分総合判断という三番目の条件に関わる。

武藤副総裁

いや、要するにC P Iとその見通しの条件が揃えば必要条件は揃う訳である。もし、物価についてどんどん先送りになっていって、見えないということならば…。

水野委員

いや、逆である。物価がプラスになって景気がはっきりしないということである。

武藤副総裁

その時は勿論一番難しい訳である。おっしゃるとおりそれは一番難しい。

水野委員

その時にどうするかということを一応考えておくことが必要である。コアC P Iがゼロという状況はそれを示唆しているのではないかと思っている。

武藤副総裁

ただし、それは最初の二条件が達成された後の話である。

水野委員

ただ、一応そういうケースもケース・スタディとしてある。

武藤副総裁

事前に考えるのは当然そうなのだが、しかしその判断は二条件が達成された時に初めてなされるので、それより手前にはなされないと私は理解している。もし、その二条件が達成されないような事態になったら考えられるのは二つあって、これは本当に実体経済が具合が悪いということになるのか、それとも我々はC P Iというものにあまりにも固執し過ぎてい

て、そこについて本当に修正を要するのかという問題に帰着するのではないかと思う。

福井議長

少し議長として整理をさせて頂きたいのだが、皆様方の意見を拝聴しながら、やはり今後も実り多き結論に持っていくために、少なくとも少し議論の筋道を整理しておかなくてはならない。一つは、前々回5月の決定会合で「なお書き」措置を採った。この「なお書き」措置を採った意味合いというのは皆でシェアしている。それはその後の市場条件の変化に応じて「なお書き」の延長線上でさらに何か追加的な措置が要るかどうかということに一つの問題があると思う。もう一つは後々の金融政策、あるいは後々金融政策と絡んで市場の期待の安定性というのを如何に確保していくかという観点から、その前の段階からどういうコミュニケーションを始め、どういうアクションを採り始めるのが良いかという、これはもう一つ別の話としてある。ここの議論を混乱してしまうと色々誤解が起こることだと思う。それから三つ目は、これはやはりきちんと整理しておかなければならないのは量的緩和政策は何のためにやってきたか。これは私の理解では少なくとも金融システム不安にだけ対処した訳でもない。やはりある時点においては金融システム不安というものを大きく内包したやはりデフレ、ないしはデフレ・リスクに対して対処してきたということであって、デフレに対処してきたという点では、今なおこの課題は続いているという理解である。従って、3条件というのはやはりデフレ脱却という言葉が少しどぎついのだが、デフレ脱却を終着駅とした3条件ではないか。金融システム不安が後退する度合いというのは市場条件の変化として出てくる訳であって、市場条件の変化に対して「なお書き」ないしは「なお書き」の延長線上でどういう措置が要るか、こちらの方で理解すべきである。本質の金融緩和、量的緩和のフレームワークの修正というのは、あくまで实体经济と物価の動向にあわせて判断していくし、将来の金融政策、将来の市場の期待の安定化のために枠組み修正の着手の前に、さらに

何か前以ってコミュニケーションとか行動が要るかどうか、ここはまだ判断の余地が残っているし、これから真剣に議論しなければならない点であり、既にその議論が今日のこの席での議論の中で始まっていると、こう私は理解させて頂いているのだが。

水野委員

デフレという言葉なのだが、これはデフレ・スパイラルという意味で使う方とCPIがマイナスであることをデフレと言う方と色々いる。

福井議長

色々あるのだが、我々ボードメンバーの定義としては、一応、生鮮を除くCPIの前年比ということで、そして目標はこれがプラスになってネバーリターン、元に戻らないということである。であるから非常に明確だと思う。そのネバーリターンということ判断する時に他の物価指標、そして实体经济をあわせて判断しなければ誰であっても判断できないだろう。こういう枠組みになっていると思うが。

水野委員

私が今日言いたかったのは「今は」ということである。導入当初は多少違ったと思う。そこに誰も立ち会っていないから。

西村委員

いや、それは歴史は変えてはならない。最初に入った時点のところだけ明確にしなければならなくて、私も必ずしもそれに賛同するかどうかというのはまた別の話だが、少なくとも入った段階においては金融不安という言葉は書かれていない。これはその当時あった「なお書き」の裏にそういうふうな雰囲気は明確に取れるが、やはりこれはデフレというのは私の記憶が確かであればそういったものがなかったと、私は思う。

福井議長

ただ、1998年の金融危機以降、やはりデフレの問題が深刻化しているので、最初の議事録に残っているかいないかに関係なく、多分当時のボードメンバーとしてシステミック・リスクということを除いたデフレというふうに考えたはずはないだろうと思うのである。であるから、それを内包したデフレということではないかと思う。

福間委員

そうであろう。

中原委員

議長の纏めは全く同感であり、いまさらながらではあるが、皆さんご発言なので一言だけ申し上げたい。水野委員のおっしゃった「無理をしなくても下がってしまうだろう」というのは、私もそのとおりであり、もしそういうお考えで下げていくということであれば私も全く反対はない。要するに、中央銀行としての信認、発言、運営スタンスの一貫性というものに十分配慮しつつ、ある意味では極限まで流動性を供給するという量的緩和の本質が札割れという現象の中で現実に現われてくる訳である。現実でも、既に9か月のオペの応札倍率が1倍近くにまで下がっており、間もなく割れるかもしれない状況にあるほか、もう少しタームの短いオペでも応札倍率が2割位にまで下がってきていることを考えると、どこに線を引くかという問題は難しいが、こうした状況は政策コストが非常に高くなっているということだと思う。どこかに限界があるとすれば、その限界を見たとうえで現実的な対応を採るということは、引締めではないし、もし水野委員がおっしゃることがそういう意味であれば、全く同意見であると思う。中央銀行としての一貫性とか信認とかということを見ると、オペ・スタンスを明らかに変えて、目標をプロアクティブな立場で下げるということは、やはり引締めの方向へのモメンタムと市場で受止められる可能性はある。

水野委員

能動的にということだな。

中原委員

然り。それだけのことなのである。また、議論の際に根本の問題となっているのは、出口の時点においてマーケットから今の量を吸収し始めた場合にどのような影響が出るだろうかという点であると思う。30兆円を25兆円に下げたところで吸収を始める場合と、整斉と目標を下げていって10兆円位で吸収を始める場合とでは、それぞれによって影響が多少違うとは思いますが、私としては、基本的に精一杯の流動性供給を続けていく中で、供給ができなくなった段階で現実的対応として25兆円、20兆円に下げるといった事態があったとしても、この限度一杯の供給から吸収に転じるプロセスによってマーケットに壊滅的な影響が生じるとは思えない。これは整斉と今から下げていった場合と比べてもあまり大きな違いはないのではないかというのが私の認識である。勿論、長期輪番オペ等については、ある種のアコードが要るかもしれないし、中央銀行としてある程度ターム物金利のイールド・カーブの形状について関与せざるを得なくなるかもしれないが、手形オペを使うことによって、ある程度の期間があればマーケットに大きな影響を及ぼすことなく吸収することは可能であろうと思っている。もっとも、その吸収に期間を掛けるという選択は、目先インフレが迫っているとか、これがマーケットを非常に不安定化させるといった状況にあるのであれば、適当ではないと思うが、現時点の感覚としては、「余裕を持って対応できる」との表現にあるように、その状況に至るにはまだ時間的余裕があるだろうと判断している訳である。この点に関する見方の違いが原因であることを考えると、先程福田委員が出口における金利と量と両睨みの吸収というのはとても難しいとおっしゃったが、こうしたテクニカルな部分も含めた出口におけるプロセスの議論をこれから詰める必要があるだろうと考えており、その意味では、水野委員がおっ

しゃった出口のプロセスのイメージを共有すべきという考えには私としても全く賛成である。

水野委員

中原委員は随分前からそれを言われている。

福間委員

私が11月、12月と言ってきたのは、あくまでも札割れが出て当預需要が落ちてきている、これをずっと考えるとペイオフ解除になると一気に落ちると。実際、当預は私の予想を上回るペースで落ちてきている。そういう中で日本銀行は相当無理をしてオペを行っている。無理でもやれば良いという意見もあるだろうが、無理をしてでもやると結局は当預需要を先食いしているだけになってしまう。それは決して我々が狙ったとおりの結果にはならない訳である。それともう一つ。これは最初から言っているように、量的緩和の枠組みを変えてはならない。これは変えるべきではない。だが、量について無理してやると、最後は一体、どうやって資金供給を行うのだというところに行き当たる訳である。それが段々明らかになってきている。さらにもう一つは、いわゆるコミットメントと当預残高との関係についての議論がある。当預残高を引き上げてきたのは、要するに金融システム危機だったからである。これは私が2002年の4月にここへきた時以降述べていて、私は少なくとも一番に上げろ上げろと言った犯人かもしれない。金融機関システム危機のもとで流動性危機、要するにインター・バンクが動かなくなった。私は1997～98年の教訓をここで何回か申し上げたが、1997～98年の金融危機の時に金融機関に流動性を与えていたら、あれだけの惨事にはならなかっただろうと思う。だが現実には、本当にそういうことがあったので、私はここは何がなんでもやれることは全部発動して金融システム危機を防がなければならないと思った。当時はそういう切迫感があったし、私に限らず執行部もあったと思う。そうであったからこそ株の買取りまでした訳である。しかも6か月のオペ期間を1年に

延ばした訳である。あれも 2002 年の 10 月なのである。金融再生プログラムが出されると一段と流動性が枯渇して皆ホールド、マーケットに出さなくなる可能性がある。そうすると中央銀行の出番である。私の経験からするとデフレ・スパイラルの中でも、金融危機がきてデフレ・スパイラルになるのが一番困る。であるから、金融システム危機を何とか乗り切るということは、デフレ・スパイラルを食い止めるということであった。金融システム危機に関する文言がステートメントに入った時、入らなかった時色々あるが、ずっと基本に流れている考え方ではあった訳である。最後の残高目標の引き上げの時、議事録を見て頂けば分かるが、私は当時足利問題があって、これが地銀に波及してきたらいけないという問題意識があった。そういう中で残高目標の引き上げは保険になるかもしれないと、インシュアランスという言葉を使ったと思うが、そういう感覚があった。もう大手行の問題とか全体的なシステムは何となく峠は越えていたかなという感覚はあったが、まだ地銀のところはよく分からなかった。であるからあれだけの大きな……。

武藤副総裁

今のお話は福間委員から何度か伺って、そうだったのかという気もするが、私は 2003 年以降からしか知らないので前のことはともかくとして、その後、行ってきた量的緩和政策のいわば拡大というのが、その時の議論は少なくとも——りそなの時はむしろ金融システム不安対策という感じが強かったと思うが——それ以外の部分はもう少し広く総裁の言ったようなそれを含んだデフレ対策といった理解をしていた。多少委員の間にも濃淡があるということは事実だと思うが。

福間委員

途中で円高もあったから、ドバイの後。

武藤副総裁

然り。

福間委員

それから足利である。それはおっしゃるとおりである。

福井議長

やはり本当にきちんと整理しておかなくてはならないと思うのだが、局面によって金融システム不安というのが前面に見えながら政策をやる場合と、それをかなり背景に置きながらやる場合と変遷を経てきていると思うが、政策決定会合で物事を決めてきたこの内容については、やはりマクロの金融政策なので、金融システム不安が濃い時でもそれは内包する問題として広くデフレの問題として対処してきたということはまず間違いなのではないか。金融システム不安だけの対策ということであれば、特融にしても、あるいは株価対策にしても、それはそれで輪郭が100%はっきりした問題としてやってきたというふうに一応整理しておかないと、今後の議論も混乱しがちになる。そして改めて先程申し上げたことだが、金融システム不安の後退、システムの健全化に伴って市場のコンディションズが変わってきている。これに対してなにがしかの調整が要るか要らないか。既に「なお書き」をやったがさらに要らないかという問題はやはり引き続き検討しなければならない。しかし、もう一方やはり将来の経済、将来の物価情勢のもとでの金融政策、その時の国債を大きく抱えた市場の期待の安定性ということまで頭に置くとすれば、早めにどんなことをきちんとやっていかないと将来マグマが爆発するのか、もう一系列問題があるようである。しかも今は踊り場脱却の時期とか、CPIがプラスになる時期というのが従来に比べるとやはりやや具体的に視界に入ってきているということであるから、こちらの系列の問題などを重ね合わせるようになってきている。であるから、なおさら議論が混乱しやすいものだから、もう少し整理

しながらこれから議論をしなければならない。そして二番目の問題についても早く我々は考え方をシェアできるところはシェアしていかなければならないという感じはする。

岩田副総裁

一つだけ宜しいか。今総裁がおっしゃったことに全く賛成なのだが、私自身もきてからどういう意識で決定をしたかと言うと、やはりマクロ経済政策としての金融政策をずっとやってきて、そういう判断で私は上げる時も賛成してきた。今もそういう意味では最後のところはマクロ経済政策の観点として、今当預を下げるのが一番良い対策なのか、と言うことはつまり、今のままでは過度に緩和的でインフレ・リスクを高め過ぎるというふうにお考えになるのか、いや、まだ見えていないなというふうに考えるのかというところが私は本当の最後の違いを作り出す一番大きいところではないかと思っているのである。あと、ファイナンシャル・マーケットのことについては、やはり財政の借り換え債というのは10兆円余分に不足になるとか、これがやはりあるので少し長い目でみて効率的なキャッシュ・マネジメントというのは必要なのではないかとと思っている。

福井議長

最後にもう一点。福間委員がおっしゃったが、量的緩和の枠組みと何十兆円という数字とはリンクしていないのだということは我々皆シェアしているのではないだろうか。そこはもう一回確認したい。

中原委員

その点については、私としても非常にシェアしたいという気持ちがあるが、過去の量的緩和時に目標残高を増額してきた経緯を考えると、市場で必ずしもそういうふうに受止められているのかどうか自信がない。

福井議長

いや、受止められるかどうかではなくて我々のものの考え方である。

中原委員

量的緩和のスタート時は確かにそうであった。まず、量を決めたうえで、金利がその量のもとで乱高下することもあり得るという、ちょうどボルカー時代の米国での政策をイメージした議論であった。しかし、その後、ゼロ金利＋量という仕組みが創り出され、かつ実際に量を増やしてきたという現実に加え、3条件のコミットメントが現在も引き続き生きているという事実の中で、3条件の成就を待たずに今の量を落とすということは、これまで量的緩和として定義してきたことと整合的であると言い切れるかどうかについて、私としては少し自信がない。

福井議長

先程中原委員は「調節を市場の中で極限までやって踏み出し切れなければ下げても良い」とおっしゃった。それはあくまで金融引締めになるということになるのか。

中原委員

そうではない。オペによる資金供給を極限までやった結果、誰が見ても「応札倍率が2割などというのはひどいな。もうオペは完全に空回りしているな。」と認める状況になれば、残高を引き下げても引締めとは受止められないのではないかと申し上げている。私は1年超のオペをやれとか輪番オペをどんどん増やせということまで言っている訳ではない。今の与えられたオペの条件や今までのオペの姿勢を変えないという前提のもとでできる限りの供給を行い、その中で、9か月物のオペや期越えのオペが札割れしてきた、しかもタームの短いオペの応札倍率も2割、1割に落ちてきた、といった状況、言い替えれば、誰が見ても量的緩和が極限の状況に

きて、現実的には、マーケットがこれ以上の流動性を受入れなくなっているということが分かるような状況がある程度維持しつつ、その現実に合わせて量を下げていくのであれば、量的緩和の定義から外れるものではなく、引締めと誤解される惧れもないと思っている。今のように 30 兆円を多少割れた、マーケットも要らない要らないと言っている、といった状況だけをもって、プロアクティブに政策として量を 25 兆円、20 兆円に下げていくというのは、今までの説明から言えば、やはり引締めではないかと受止められる惧れがある。この点の説明を矛盾なく行えるかどうかというところにポイントがあると思う。

福井議長

そこは認定の問題であって、プロアクティブかパッシブかという一義的な定義はできないのではないか。このプロアクティブとパッシブの境目が中原委員のおっしゃるようなことが本当の境目かどうかというのが議論の対象になるということだな。

中原委員

然り。マーケットがこうした現実をある程度認識できるような客観的情勢が出てくる中で量を下げていくことは、私としては当然のことだと思っている。一部には、30 兆円を割れるのであれば、さらにオペを増額し、場合によっては株を買えだの、実質資産を買えだのといった議論をする人もいるが、こうした対応はとてもできる話ではない。今の条件の中で自然にやむを得ずして下がっていくという状況は当然あり得るものであると思っている。

福井議長

少しそこにニュアンスの違いが残っているということだと思う。それでは一応議論はこれで終了する。政府の方からご意見を頂戴したいと思う。まず、上田副大臣お願いする。

上田財務副大臣

それでは財務省の方から申し上げる。我が国経済の現状を見ると、景気は弱さを脱出する動きが見られ、緩やかに回復しているが、デフレは依然として継続していると認識している。また、景気判断に当たってはIT分野における在庫調整の動きや、高騰を続ける原油価格が経済に与える影響について引き続き注意深く見極めていくことが重要だと考えている。民間需要主導の景気回復を持続的なものとするとともに、デフレから脱却することが引き続き重要な政策課題である。従って、日銀におかれては現在の政策内容を継続するとともに、現状の量的緩和政策を堅持する姿勢に変更がないことを、市場関係者や国民に引き続き示して頂きたいと考えている。以上である。

福井議長

浜野政策統括官をお願いします。

浜野内閣府政策統括官

景気の現状については、昨日の月例経済報告でご報告したが、弱さを脱する動きが見られ、緩やかに回復している。一方、金融面ではマネーサプライ（M2 + CD）の伸び率が1%台で推移しており、また物価動向を総合的に勘案すれば依然としてデフレ状況にある。政府は6月21日に「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2005」を閣議決定したが、平成18年度以降、名目成長率2%程度、あるいはそれ以上の成長経路を辿ると見込んだことも念頭に置き、経済活力と財政健全化を両立させつつ、民間需要、雇用の拡大に力点を置いて構造改革を加速、拡大し、デフレからの脱却を確固たるものとする事としている。日本銀行におかれては、実体経済が緩やかに回復している一方、デフレ克服には結果としてマネーサプライが増加することが不可欠であることから、政府のデフレ脱却への取り組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、市場の動向や期待を踏まえつ

つ、実効性のある金融政策運営を行って頂くよう期待する。以上である。

福井議長

ただ今の政府のご意見に対して委員方からご意見、コメントがあればどうぞ。特に宜しいか。それでは金融市場調節方針の議案の取り纏め及び採決に移る。議長としては多数意見も踏まえつつ、金融市場調節方針現状維持ということで議案の提出をさせて頂きたいと思う。その他に議案の提出者がいらっしゃればおっしゃって頂きたい。

水野委員

はい。

福間委員

はい。

福井議長

ではお二方から議案の提出のご用意があるようである。議案を用意して欲しい。

[事務局より議案配付]

それでは読み上げて欲しい。

内田企画局企画役

それではまず福間委員案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。日本銀行当座預金残高が 27～32 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。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」。

続いて水野委員案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。日本銀行当座預金残高が 25～30 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」。

続いて議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。日本銀行当座預金残高が 30～35 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。以上。」。続いて別添、公表文である。「2005 年 7 月 13 日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成多数）。日本銀行当座預金残高が 30～35 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。以上。」。

福井議長

それでは採決に移る。恐縮である。

[政府からの出席者退室]

それでは順次採決に移りたいと思うが、まず福間委員案から願います。

[福間委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福間審議委員

反対：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

水野審議委員

西村審議委員

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成1、反対8。反対多数である。

福井議長

お聞き及びのとおり本案は否決となった。次に水野委員案をお願いする。

[水野委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：水野審議委員

反対：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

西村審議委員

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 1、反対 8。反対多数である。

福井議長

本件も反対多数で否決となった。続いて議長提案についてお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

西村審議委員

反対：福間審議委員

水野審議委員

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 7、反対 2。賛成多数である。反対は福間委員と水野委員である。

福井議長

賛成多数で議長案が可決された。白川理事と中曽金融市場局長におかれては、今定められた方針に則って調節に努めて頂きたいと思う。宜しくお願ひする。それでは政府の出席者を呼んで欲しい。

[政府からの出席者入室]

福井議長

恐縮であった。現状維持の議長提案が賛成多数で可決された。それでは、金融経済月報の基本的見解に移りたいと思う。

V. 金融経済月報の検討

福井議長

冒頭に案の説明があった訳だが、今までの議論を踏まえてこの文章で如何かどうか改めてご覧頂いてご意見があればおっしゃって頂きたい。

須田委員

宜しいか。先程も申し上げたのだが、先行きのところで、本来、民間需要も「海外経済の拡大が続くもとで」という文が掛かっているというふう
に素直に読めれば私は良いのだが、今回の文章ではそこが切れているのが
気になる。これについては、掛かっているというふうに読めると言えるの
だろうか。

門間調査統計局参事役

書いた気持ちということで申し上げますと、これは景気であるから文章が
切れていても物事は全て繋がっているというのは大前提である。従っ
て、第一文のところが起こらないと他のことも起こりにくいということは
そのとおりなのである。そのうえで順番には多少の意味を込めており、例

えば「この間、公共投資は、基調としては減少傾向を続けると考えられる。」などというのが最後にあるが、そこはやはりそういうウエイトでみているということである。やはりその一番最初のところに「海外経済の拡大が続くもとで、輸出の伸びは次第に高まっていくとみられる。」ということが書かれていて、やはりそういったことがある種の大枠を規定する中で第二文以下のことが起こるという気持ちを込めて書いているということである。それ以上どこを強調するかというリンケージについては、今回は輸出が全ての物事の大前提であるというふうには書いていない。つまり、時系列的な順番として何が最初に起こるかということについては分からないので、全体として整合的だが、そのリンケージはそういう順番付けはしないように書いているということである。

須田委員

輸出ということよりも、「海外経済の拡大が続く」というその点の方が私には問題なので、それが両方に掛かっているのかどうかというところを気にしているのだが。そういうふうに読めるということであるならば良いが。

岩田副総裁

なかなか難しい質問で答えるのは難しいと思うが。

福井議長

読めるということだな。

門間調査統計局参事役

読めるのではないかという気持ちで書かせて頂いている。

中原委員

言葉の遊戯みたいなことで申し訳ないが、少し引っ掛かったのは、「過

剰債務が概ね払拭されている」というところである。まず、「過剰」というのは何をもって過剰とするのか。GDPに対する債務残高といったもので判断するのか。「過剰」という場合にはかなり主観的な部分が入ると思うので、少なくとも経営者サイドからみれば、非製造業を中心にまだ債務水準は高い、レバレッジを下げたいと思っている企業は沢山ある訳であり、非製造業の売上対債務比率もまだバブル以前の水準には戻っていない。全体としては、この「過剰債務」という言葉を不良債権というような意味だとすれば「概ね払拭」としても良く、一般論として「過剰債務が概ね払拭」というのも分かる。ただ、これをやや突き詰めて考えてみると、日銀がいよいよ不良債権終了宣言、バブル卒業宣言を出したなどということになるかもしれず、少しそこが気になっている。

門間調査統計局参事役

なかなかこれも客観的な指標がある訳ではないのだが、やはり債務売上高比率で見ても、債務キャッシュ・フロー比率で見てもかなり着実にこのところ下がってきている。

中原委員

その点は良いのだが、それらの比率が適正水準であるのかどうか重要である。

門間調査統計局参事役

おっしゃるとおりである。であるから短観にもしも債務について過剰か、余剰かというのを聞く欄があれば良かったのだが、それがないので客観的な指標はない。そのうえで、まず設備の方については中原委員ご自身もご指摘になったように過剰設備は相当圧縮されてきているということかと思う。それから債務がどういう意味で過剰かということだが、基本は債務というのはアセットのファイナンスであるから、無駄なアセットを沢山抱えていてそれをファイナンスしている状況というのがもしあれば、そ

それは明らかに過剰であるということかもしれない。そういう観点からすると、アセットの方は相当程度整理がついてきているということなので恐らく今ファイナンスされているものの中身というのは、それ程過剰ではないのだろうということが第一点。それからそのうえでD E比率と言うか債務と自己資本比率の構成についてまだ債務が多過ぎるという判断はあり得ると思うのだが、もしそうであるとする企業収益の大半はまだ借金の返済に回るはずであり、配当などを増やすはずはないと思われるので、現実の企業行動からすると相当D E比率も良いところまで落ちてきているのではないかという判断が一応できる。それ位がサイドエビデンスである。

中原委員

大変説得的に説明して頂いた。

水野委員

これは前月からの変化のようなものを読むのではないか、市場参加者は。

門間調査統計局参事役

然り。

水野委員

であるから、そういう意味では短観を見て表現を若干進めたという位で、厳密なところまで、そこまでは意地悪には読まないような気がする。

中原委員

「和らいできた」から「概ね払拭」に変えるような動きがこの間出たとみて良いのか。

水野委員

短観で一応少し横に見える。であるから、この程度で重い言葉だったと

は知らなかった。このような感じで読んでいたので。

門間調査統計局参事役

「概ね」であるから、その位まではきているのではないかということである。

福井議長

他に宜しいか。

須田委員

もう一点宜しいか。「札割れ」に関しての記述なのだが、短期金融市場に少し金利が付いて、あるいは景気が良くなって、仮に札割れが起こらないようになった時には、「緩和的な状況が続いている」ということにはならないということになるのか。

内田企画局企画役

先程委員がおっしゃっていた二点については論点であると思うが、まずどちらにしても札割れが続いているという事実自体は、もうここ暫く続いているということであり、これについては皆さんの認識は一致していると思う。そういう意味で今回入れるかどうかという議論はあると思うが、事実としてあることは確かであろう。そういうことも踏まえて「続くなど、」という言葉で一応そこは押さえているということである。6月初の資金不足期を越えてもそういうことが続いているということであれば、この機会に入れるということはそれ程おかしくないのかなということで入れさせて頂いた。

須田委員

6月の金融経済月報に入れるよりも今月のものに入れた方が良いということか。

内田企画局企画役

そこは 6 月に入れておいた方が良かったかという議論はあり得ると当然思うが、入れるのであればこのタイミングを逃すとまた入れられなくなる。勿論入れた以上落としにくくなるということはそのとおりだと思うが、この状況が続く限りにおいてそこは入れられるという判断をした。

岩田副総裁

須田委員の意見をもし汲むとすれば、順序を入れ替えるとか。「短期金融市場では極めて緩和的な状況が続いており、資金供給オペに対する『札割れ』が続いている。」、そうすると札割れについての記述はあとで取れても構わないということはあるとは思いますが、私個人はあまり気にしない。

内田企画局企画役

緩和的な状況というものの一つの例示という位に挙げるのが、多分一番、何と言うか当たりが良いかなということである。おっしゃるように逆転させればそこは明確になる。「緩和的である」というところが残るというのは明確になるが、そうは言いながらもその場合には「『札割れ』が続く」というところを少し強く意識した感じになるので、あくまで金融緩和的な状況の例示として挙げるという位がバランスとしては良いかなという判断をこちらはした。

中原委員

私としては、ここにきてわざわざ新たに入れることはないと思う。もうずっと前から札割れは起きている訳であるし、市場では前月と比較して新しく何を言い出したかという一覧を作っており、これを入れるとその真意は何かと大騒ぎになるのではないか。

福井議長

マーケット関係者とか我々は耳が蛸になる位なのだが、「なお書き」の説明はあれ程世間一般の人にくどく説明して、あれを入れた後の市場の状況を何も説明していないというのもやはりおかしいのである。

水野委員

なるほど。

福井議長

広く一般の人に読んでもらおうと——文章は難しいが——、市場関係者と我々耳蛸の面々だけが読む訳ではないということはあるのである。他に宜しいか。それではこれは決定事項である。

水野委員

中間レビューはもう①で宜しいのだな。

福井議長

中間評価は①ということで皆さん意見が揃っていた。

[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

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決させて頂いた。この金融経済月報の基本的見解の部分は即日公表である、本日の 15 時公表を予定している。なお、詳しい方の背景説明だが、これは必要に応じ執行部で修文を施したうえ 14 日木曜日 14 時に对外公表を予定している。

VI. 議事要旨（6 月 14～15 日開催分）の承認

福井議長

最後に議事要旨の承認である。6 月 14 日及び 15 日両日開催分の議事要旨だが、既にお配りして必要な修正を施して頂いたかなと思っているが、ご確認頂いてもし異議がなければ採決に付したいと思う。宜しいか。

〔議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン〕

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で承認を頂戴した。この議事要旨だが、7月19日火曜日14時に対外公表を予定させて頂いている。

VII. 閉会

福井議長

以上で本日の議題は全て終了した。次回の政策決定会合は7月27日、一日だけの開催だが夏休み前にもうひと踏ん張り宜しくをお願いしたい。最後に機密保持の関係だが、決定会合における議論の内容は、御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。最近、政策決定会合直後のワイヤーにこの議事に関して多少具体的な内容が飛び出す——反対が2票あったとか、そういうことが出る——のだが、やはりもう少し厳密に機密管理をお願いできればというふうに思っている。以上である。閉会とする。

(12時48分閉会)

以 上