

機 密

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2005年8月8日（14:00～15:31）

8月9日（9:00～11:43）

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 杉本和行 大臣官房総括審議官

内閣府 浜野 潤 政策統括官（経済財政運営担当）（8日）

藤岡文七 大臣官房審議官（経済財政運営担当）（9日）

（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

国際局審議役

高橋 亘

（事務局）

政策委員会室長

中山泰男

政策委員会室審議役

神津多可思

政策委員会室企画役

村上憲司

企画局企画役

白塚重典

企画局企画役

武田直己

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)

本日と明日と二日間の会議である。今日は金融経済情勢に関する執行部からの説明を伺うことにする。政府の方から財務省杉本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、会合の中での発言は全て記録をさせて頂く。そのことを前提として発言賜ればというふうに思う。それでは早速、金融経済情勢に関する執行部の説明に移りたいと思う。最初に、金融調節、金融・為替市場の動向について、白川理事と中曽金融市場局長からお願いします。

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

それでは手許の追加資料に沿って説明申し上げる。まず、図表 1-1 で前回決定会合以降の当座預金残高の推移であるが、国債発行日に当たる 7 月 29 日には、29.8 兆円とターゲットの下限を割っている。その後は一旦 30 兆円台に復元したが、8 月 3 日の税揚げ日に再び 28 兆円台まで低下して、4 日、5 日と下限割れが続いた訳である。ただ、背景はまた後で申し上げるが、当初みていたよりはターゲットの割れの深さも長さも軽いものでとどまっている。週明け後の本日以降は、ターゲットレンジに復帰する見通しである。因みに、今日、明日ともに 30 兆円台の半ば位になる見込みである。短期金融市場にはターゲット割れの影響は全く生じていなくて、極めて落ち着いた状況が続いている。続いて図表 1-2 で当座預金の主体別の保有状況をご覧頂くと、こちらは統合を控えたメガバンクが都長銀

——大体 14 兆円程度である——の約半分を占めるという構造に大きな変化はない。図表の 1-3 で資金需給動向をご覧頂く。足許では 7 月の下旬から不足地合いが続いている。ただ、中旬の 15 日の年金の定時払いが予定されているので、そこに至ると今度は一転して大幅に余剰に振れる見通しである。そうした中でオペの運営状況について、図表 1-4 で説明したいと思う。前回決定会合以降であるが、今回の不足期に対処するいわば最終局面であって、手形オペは、本店、全店、合わせて週 4 本、国債現先は週 2 本のペースでオファーをしている。この時期であるが、タームの長いオペの応札が俄かに高まったことが特徴である。この点は、全店手形買入オペに典型的に表われている。このオペについては 25 日以降、札割れが生じていない。それだけではなくて、応札倍率も段々高まっていて 27 日のオファー分から落札レートも上昇している。何が背景かという、オペ先の金利観が変化していることを指摘できると思う。つまり、ここへきて景況感が改善し、C P I が年内にもプラスに転じるとの見方がオペ先の間に広がってきたため、将来の金利の上昇を見越して今のうちに安い金利で長めの資金を調達しておくことは収益面でも旨味があるという判断から、積極的な応札姿勢に転じてきたと考えられる。それにしてもやや急な応札姿勢の変化という印象を受ける訳であるが、この辺りの経緯を見ると、27 日のオペでメガバンクの一角がこうした金利観に基づいて、かなりアグレッシブな応札をしてきた。この結果、応札倍率が一挙に 2 倍台まで上昇して、これに他のオペ先がいわば煽られる形でそれ以降同じような応札姿勢を積極化するという、一種のハードビヘイビアが生じたとみている。相対的にタームの短い本店手形買入については札割れが継続している。ただ、全店オペで満たされなかった需要が一部本店オペに滲み出しているようであって、応札倍率はここへきてやや回復してきている。札割れはしているが回復気味である。国債買現先オペについては、期末越えとなることもあって、7 月 28 日オファー分以降は、統合を控えたメガバンクであるとか、一部の系統機関の応札を集めているため、札割れを回避している。続いて図表 1-6 (2) ②をご覧頂くと、こちらは応札倍率の推移であるが、

白丸の全店手形オペの倍率がここへきて急上昇していることが分かるかと思う。特に直近の全店手形オペでは、5倍近くまで応札倍率が上がってきている。これについては金利観の変化ということに加えて、オペ先が、「8月の上旬を乗り切った日銀は、オペの頻度を落としてくるかもしれない」、そういった読みに基づいて駆け込み的に応札してきた面もあると思っている。それでは、そのように応札姿勢を積極化した主体は誰かという点であるが、こちら図表1-7の(1)で示しているように、主としてメガバンクである。グラフに表われているように、彼等はここ数か月間オペ残高をずっと絞り込んできた訳であるが、足許では今申し上げたように将来の収益確定インセンティブから、オペの応札を積極化させている訳である。この点から示唆されるのは、金融システム不安が後退して、その面での流動性需要が後退しても、景気であるとか物価の見通しが回復してくれば、オペの応札が回復する可能性があるということだと思う。ただ、その一方で留意を要するのは、足許の積極的な応札が持続するかという点である。収益確定と言ってもそれは将来のことであるし、目先、運用機会が非常に限られている。そういった意味でこの積極的な応札がいつまで続くかということについては、もう少し様子を見る必要があると考えている。ただ、いずれにしても足許に掛けてのオペの入り具合が、前回決定会合の頃に想定していたものよりは良いものになったので、予想よりも早めにレンジへの復帰が可能になった。当初は可能性が高いと考えていた、8日、9日のターゲット下限割れは回避できる見通しである。また、これ以降も暫くはターゲット割れの可能性は遠のくというふうに予想している。続いて、金融・為替市場の動きであるが、まず図表2-1で(2)のターム物のレート推移をご覧ください。短国市場であるが、F B 3 Mの100円入札が続いていて、依然として相場は過熱気味ではあるが、やや長めのT B、半年であるとか1年物のT Bの流通市場では顧客への売行きが一頃の勢いがなくなってきたという感じがする。多少、鎮静化の兆しが見えてきている。直近のところでT Bの1Yのレートが、3/1,000%とか4/1,000%と、僅かながら上昇しているのも、こうしたことの表われとみている。こうした変

化は微細であるが、これまでどちらかというと慎重だった景況感が、ここへきて全般的に改善していることも一因と考えている。このような微細の変化は、他の市場でも観察されるところであって、例えば図表 2-2 の (1) のグラフであるが、黒い実線で示したのが直近の金先カーブである。これは破線で示した前回決定会合時に比べて小幅ながら上昇している。同様に (2) のグラフで金先市場に織り込まれた量的緩和継続期間に関する市場参加者の予想を見ると、足許直近のところであるが、幾分短期化している様子をご覧頂けるかと思う。これと呼応する形で (3) のグラフにお示しているフォワード・レートは、幾分足許上昇している。続いて、図表 2-3 長期金利であるが、こちらはジワリと足許上昇してきている。背景を探るとやはり景況感の面で、短観であるとか、それに続く我が国の景気指標が悪くはなかったこと、それから年内に C P I がプラスに転ずる期待が出てきたということ、そして米国経済の堅調さが確認されていること、そういったものが材料になっているようである。ただ、一方で本邦の投資家の買い需要も依然根強い訳であって、少し金利が上昇すると押目買いも入ってくるので、これまでのところ金利の上昇ペースは緩やかなものにとどまっている。図表 2-4 (1) の図で債券市場参加者に対する直近の 7 月サーベイの結果をご覧頂くと、物価動向であるとか短期金利、金融政策に対する注目度がこのところかなり増してきている。そして (2) のグラフに示されるように、いずれも金利上昇要因としてこれまでよりも強く認識されるようになってきている。この辺りにも金利観の変化というのが多少表われているのではないかと思っている。続いて、図表 2-5 クレジット市場。こちらの方はあまり大きな変化はない。投資家の利回り追求の動きには大きな変化が見られず、社債スプレッドとか、あるいは C D S のプレミアムはタイトな状況が続いている。図表 2-6、株式市場の動きである。株価は (1) のグラフにお示しているように、このところ上昇基調を辿った後、足許では下落している。先週半ばまで上昇していた訳であるが、その背景は景況感の改善と言えると思う。さらに (2) のグラフでお示したように、この間アメリカの株高が進んだし、為替円安もサポート材料に

なったとみている。8月3日には日経平均終値ベースで11,900円台と年初来の高値を更新したのだが、さすがに12,000円に近付くと高値警戒感も広がってくるので、利益確定売りが出て相場を押し下げた訳である。さらに先週末になると、郵政民営化法案否決の可能性が高まったという観測から手仕舞い売り一色になり、今日の午前中もそういった流れを引き継ぎ全面安となっていた訳である。そういう状況なのだが、株式市場のムードが悪いかということ必ずしもそういう訳ではなく、図表2-7で特に需給面をご覧頂くと、注目していた外国人の日本株買いが戻ってきている。7月中の海外投資家の買越額は1兆1,000億円に達しており、今年1~3月頃のペースあるいはそれを上回るペースと言っても良いのかもしれない。次に企業収益について若干申し上げると、先週末までに主要企業の4~6月の決算発表が終わっている。業績は個々の企業によって区々なのだが全体として大きなサプライズはなかった。(2)のグラフにある黒三角印の折れ線がお示しするように2005年を通じて見ると企業収益は前年度と比べてほぼ横這い圏内という姿が見えてくるところである。図表2-8は為替市場の動きである。(1)のグラフの黒い実線でお示しするようにドル/円相場は達観してみればレンジ内の動きである。地合いとしては日米景況感格差、あるいは金利格差に基づくドル買いの流れがなお続いていると言えるかと思う。実際、8月5日金曜日には予想より強いアメリカの雇用統計が公表された。さらに金曜日には郵政民営化法案の否決の可能性が高まった。これも円売り材料なのだが、こういった材料を映じてドル/円相場は一時112円台までドル高円安が進んだ訳である。ただ、ドルの上昇力というものは、次第に勢いを失ってきている。ドルの上値が重くなっている背景の一つは、日本の景況感も改善してきており、円をどちらかと言うと売りにくくなっているということがまず挙げられると思う。もう一つはユーロの要因なのだが、ユーロはこのところ対円でも対ドルでも上昇していることも指摘できると思う。つまり、対ユーロで円もドルも売られているのでドル/円相場はなかなか動きにくくなっているということである。ここへきてなぜユーロが高くなっているかということなのだが、一

つは原油高で外貨収入が高まった産油国や一部のアジア中銀でドル買い介入を続けているところの外準運用が再びユーロへ向っているということがアネクドータルに伝えられている。この他、ユーロエリアについては景況感の回復もユーロ買い材料になっているようである。こういったことから図表 2-9 の (2) をご覧頂くとお分かりになるように、7 月の下旬位からユーロ高が進み始めており、足許ではこれは図表 2-8 の〈参考〉にあるが、ユーロは対円で 138 円台、対ドルで 1.23 の真ん中位まで上昇してきている。続いて図表 2-10 である。人民元について若干触れておく。人民元については (2) でお示しするように、中国人民銀行が公表するレートは 8.10 近傍で落ち着いた動きになっている。こうした中、(1) のグラフでご覧頂くとお分かりになるように NDF 市場なのだが、目先は大きな動きはないだろうが、一年後までには 4% 程度の追加切上げがあり得るという見方が、この市場には依然として織り込まれているように窺える。図表 2-11 で IMM ポジションをご覧頂く。(1-1) で円についてはショート・ポジションがずっと大きく積み上がっていたものが、人民元の切上げとかその後のポジション調整からショート・ポジションが縮小してきている。(1-2) のユーロをご覧頂いても、ショート・ポジションはほぼ解消してきている。以上のように我が国の景況感の改善から、金利、株、為替といった各市場で多少変化が生じてきている感じがする。これらの変化も今のところまだ微細なものだと思うが、今後景気が回復していけば次第にモメンタムを増していくと考えている。なお、本日、郵政民営化法案が否決された訳だが、取り敢えずの反応は、一旦株も円も大きく売り込まれた後、割と速やかに戻してきている。これまである程度織り込まれていたこともあるのだと思う。ただ、ポイントは外国人投資家が今後どのような反応をしてくるかということであり、ロンドン、ニューヨークといった海外時間での外国人の動きが一つのポイントになると思っている。これまで我々のヒアリングなどから受けた感じを申し上げると、外国人投資家は、どちらかと言うと、このところ日本のファンダメンタルズに着目する度合いを高めているようである。株が下がれば、格好の買い場を提供することにもなる。

そういう面もあるので、景気が順調に回復を続ければ、あるいは余程の政治的な混乱を伴わない限り、割と一時的な調整で収束するのではないかと
いった見方もあるようである。この辺については今後の海外時間等の市場
動向を引き続きモニターしていきたいと思っている。私からは以上である。

福井議長

ご質問等あればどうぞ。

須田委員

人民元の動きについて伺います。これまでの動きから、通貨バスケットを参照するとしている彼等の為替制度について、彼等の考え方が滲み出ているようなところはあるか。

中曽金融市場局長

確たることは分からない。私共の為替担当もどういうバスケットになっているのかということを経推しながらやっているが、例えばドルが6割、ユーロ、円が2割ずつということを経推とすると、割と整合的な動きになっているのではないかというのが取り敢えずの観測である。人民銀行の公表値はある程度動いているが、介入の噂も聞いているので、当局は相場維持的な対応もしているのではないかと類推はしている。

春委員

一点教えて頂きたい。8月3日、4日、5日と三日間下限割れをしているが、ディレクティブでは「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」としている。1日とか3日のオペは4倍とか5倍などという応札倍率があるが、ディレクティブとの関係はどのように説明したら良いのか。

中曽金融市場局長

応札倍率が俄かに高まってきたのは最終局面の1本、2本のオペである。それまでは前回の決定会合にご報告したようにオペは全店買い入れも含めて非常に入り具合が悪かった。最終局面のところで非常に倍率が上がってきたので不足期の最終局面、8日とか9日では下限割れを回避できた。ただ、如何せん、それまでの資金需要が非常に弱く、オペのパフォーマンスが低調だったので、3日、4日、5日の当預残高をターゲットレンジまで押上げるには至らなかった。

春委員

タイムラグがあるということか。応札状況が盛り上がる時点と下限割れを回避する時点とで。

中曽金融市場局長

然り。元々オペは先日付でやっているのです。

春委員

そういうことか。

中曽金融市場局長

例えば27日に入ったらその日の当預が上がる訳ではなくて、T+2日ラグがある。

須田委員

関連の質問をさせて頂くが、オペの応札について何か市場参加者の態度が変わってきたということはあるか。仮に、これから先の金利観がそのまま変わらなければ、積極的な応札状況が続いて30～35兆円を維持できると考えられるのか、それとも、そういう状況が続いていたとしても、やはり元々資金需要が減るもとでは目標残高の維持は難しくなると考えてい

るか、その辺りを伺いたい。

中曽金融市場局長

なかなか割り切ってどちらだとは申し上げにくいのだが、今入っているのは割と長いオペである。長いオペだとそのような金利先高感で将来の収益を確定しようということで応札倍率が上がってくる訳だが、逆に先程の表でも示しているように、短いところはなかなか入りにくい状況が続いている。従って、現在の金利観がある程度維持されるとしても、オペ全体で必ずしもどんどん入ってくるという訳ではないと思っている。

白川理事

今のご質問は、結論から言うと中曽金融市場局長の話と同じで明快に答えにくいのだが、この席で何回か申し上げたように、金融機関が需要しているものは当座預金なのかオペなのかと言えば、今のこの局面ではオペを需要していると思っている。オペに応じる動機は各金融機関により区々だが、例えば金利リスクのヘッジ、あるいは国債のポジションの整理、といったことは、オペを使って初めて実現できる。オペに応じた結果として当座預金が入ってきて、それが溜まっているということになる。もし、オペの期日が短ければ、当座預金需要がない場合に次のオペに応じないという形で当座預金が調整されてくるが、オペの期間が長いとなかなかそれを調整する方法がないため、滞留することになる。ただ、滞留する場合でも最後は金融機関全体として当座預金をどの程度需要するかということがあるので、最後はやはり需要で規定される部分はあるが、向こう数か月を考えた場合には取り敢えずオペで供給が先行しているから、当座預金がなかなか戻ってきにくいという感じかなと思っている。

岩田副総裁

15日までの間には、また下限割れとなる可能性があるのか。

中曾金融市場局長

ないとみている。

岩田副総裁

その山を越すと次の山はどうか。

中曾金融市場局長

この 8 月中旬以降は年金定時払いにより資金需給が大幅余剰に振れる見通し。9 月に入ってから去年などに比べると財政の不足振れの幅が小さく、交付金の支払などの余剰要因もあるので、今私共が手許の材料で予想すると、9 月末までは下限割れが実際問題として起きてくることはないとみている。その先はなかなか不確定要因が大きい。需給がどのように振れるか、あるいはメガの統合が一体予定通り行われるのかどうか、こういった不確定要素もあるので、今のこの段階ではなかなか確たることを申し上げることは難しいと思っている。

福井議長

他にないか。それでは海外の経済情勢について平野理事と高橋国際局審議役から願います。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

高橋国際局審議役

それではお配りした資料 3 の（追加分）の方をご覧頂きたいと思う。まず図表 1 である。これは先月末発表の米国の第 2 四半期の GDP 事前推計値である。この GDP の数字からは、引き続き景気拡大が着実に進んでいるということではないかと思う。第 2 四半期は前期比年率 +3.4% と、前期の +3.8% から幾分鈍化した訳だが、潜在成長力近傍の順調な景気拡大であると思う。特徴として幾つか挙げると、第一に最終需要が強かったことである。設備投資についてだけ申し上げるが、前期の設備投資は航空機

の落ち込みがあったので、その反動増という点は注意しなくてはならないが、情報機器などは好調を持続しており、全体でも増勢が続いていると思う。第二は、言うまでもなく在庫調整が大きく進捗したことである。在庫調整の進捗というのは、一部は6月のGMによる自動車の優待販売という部分もあるが、達観して言えば、最終需要が伸びていく中で原油を含めて輸入全般を抑制するとともに生産も需要に比べ幾分抑制気味にしたという結果ではないかと思う。在庫調整がこのように全般的に進捗したことが、夏場以降の生産モメンタムを固める方向で作用するとの見方が多いようである。最後の特徴点だが、物価面、PCEのコアであるが、これは若干上方改定があったが、第1四半期の前期比年率+2.4%から第2四半期は+1.8%と低下している。この下落は、この間のCPIの上昇の落ち着き、または自動車の廉価販売等の影響を反映したものかと思われる。以上がGDPである。次に図表2、これらはいつもの米国の主要経済指標であり、シャドーが掛かっている部分が前回会合以降判明した計数である。ただ今のGDPの説明と重ならないものについてだけ申し上げますと、まず6. 自動車販売だが、第3四半期入りの7月もこの2001年10月以来の2,000万台入りということで、少なくとも第3四半期入り以降も高い販売が続いているということだと思う。先行きは反動減を注意しなくてはならないのだが、取り敢えずは引き続き高い水準で第3四半期をスタートしたということだと思う。また、11. ISM、製造業だが、こちらの方は5月を底に6月、7月と上昇してきているという姿が見て取れる。非製造業のISMだが、これは若干低下したが達観すれば高水準維持ということではないかと思う。また、14. 失業率、15. 非農業部門雇用者数は先週末発表された雇用統計だが、15. 雇用者数も21万人の増加と市場予想の18万人を上回る増加となっている。ここにはないが、時間当たりの賃金上昇率、私共は季節調整前を採っているが、これは7月は前年比+2.8%であり、前月に比べ0.2%ポイント上昇率を高めた。以上、米国について纏めると、7月27日に発表されたページブックで、まず第一には6月から7月に掛けて全ての地区について経済が拡大している。第二に、ほとんどの地区で労働需

要が増加している。第三に、エネルギーや建設資材の価格上昇にもかかわらず一般物価への価格転嫁が抑制されているとの報告をしていたが、こうした点が経済データでも確認されたということではないかと思う。図表3はユーロだが、家計周り、3. 小売売上数量や 5. 消費者コンフィデンスなどこういうものは全般的に冴えないし、12. 失業率も相変わらず高水準だが、こうした中で 11. 製造業PMI、この他のドイツのIFO等の企業の景況感が若干上向いたことが最近の特徴、若干の変化であるかと思う。こうした変化の背景だが、一般に言われるのは世界経済を巡る不確実性が幾分薄らいできていること、景気の底堅さを確認してきているということに加えて、若干足許高くはなっているが、ユーロ安の効果、こういうものが効いてきて輸出環境が好転していること。また、ドイツについては新政権への期待といった要因もあるようである。次に図表4-1、1. は中国である。中国は前回の会合以降大きな指標は出ていない。ただ一点だけ申し上げると、6月は銀行貸出が結構伸びている。人民元貸出は、今年目標は新規で2.5兆元なのだが、上半期で1.45兆元これが増加した訳であり、6月でこの1/3の4,650億元、これが増加を見たということである。この背景だが、一つは先週公表された人民銀行の第2四半期の政策執行報告にもあるが、貸出を安定的に増加させるという当局の政策スタンスなども背景の一つとしてあるように思っている。中国経済については、セクター別の選別的な投資抑制を堅持しつつ、最近は企業の収益環境悪化のもとで低成長に振れないように配慮した政策運営が行われている。それから、その他のアジア経済だが、図表4-2、(2-1)にあるように、輸出については、単月では振れはあるがITの在庫調整等の進捗から第2四半期から緩やかに上向いてきている。(3)生産についても、これを追う形で上向いてきているということではないかと思う。ただし、この生産の中の韓国の企業景気実査指数は若干下回っているが、これは輸出の伸びは少し上向いたとは言え、去年の勢いはないということや、ウォン高や原油高による収益の圧迫懸念といったものが出ているように思っている。また、図表4-3、(6)消費者物価指数だが、こちらの方は原油高が長引いていくとい

う中でこれまで行われていた補助金等、または価格統制を弱めてきているので、ジリジリと価格転嫁が進んでいるということであり、これはタイなどが典型的なのだが、これまでの価格を統制する形から省エネに政策を転換しようという形になってきている。次に図表 5 でアメリカの金融指標だが、前回以降、期間も短いことがあって方向性が乏しい訳だが、(1) 長期金利は強めの経済指標から上昇している。また、(5) F F 先物金利から金融政策に関する予想を見ると、こちらの方は利上げ観測は全般的に上振れている。現在のところで見ると 8 月、9 月、F O M C の 25bp の利上げは従来通りフルに織り込まれている。また、11 月も現在では 94%、それから 12 月についても 6% 利上げを織り込むという形になっている。また、(2) 株価だが金融市場局からの説明にもあったが、企業の好業績の発表などを背景に堅調な動きとなっていたが、足許については先週末に原油高と雇用統計を受けて利上げ観測が強まったことから、幾分下落した。図表 6 はヨーロッパである。こちらの方も全般的に小動きであり、政策金利の動きだけ申し上げると、E C B は 4 日の定例理事会で金利を据え置いた。この先の金融スタンスに関してだが、(5) ユーロ先物金利をご覧頂いても分かるように、先程述べた景況感の改善等もあって、現在では年内据え置きが大勢となっている。また、イングランド銀行だが、同じく 4 日に 25bp の利下げを行った。先行きについてだが、10 日に発表されるインフレーションレポートや、17 日に発表される今回会合の議事要旨の決定待ちという状況が続いている。最後に、図表 7 は人民元改革以降のアジア通貨の動向だが、先程金融市場局からあったように、人民元の対ドル相場——これは(3)にあるが——は、7 月 21 日に 2% 切上げた後、小動きで終始しており、現在でも切上げ前との対比で +2.1% である。他のアジア通貨だが、(1) で申し上げると韓国ウォンで人民元の切上げ前対比 +2.7%、タイバーツで +2.4%、それからここにはないがシンガポールドルで +1.9% ということである。インドネシアルピア、フィリピンペソは、切上げ当日の反応がなかった。一方、(3) のマレーシアリングは現在 +1.3% の上昇ということで、総じて言えば平穏に推移しているということではないかと思う。以上

である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

須田委員

米国のインフレ予想・期待についてであるが、先程、少し落ち着いているというご説明があった。一方、今回発表された雇用統計やその中の時間当たりの賃金の上昇、失業率が5.0%と低位安定といったようなことから、インフレ上昇懸念が出てきているとの報道も見られる。また、企業の価格支配力はそんなに強くないという話もある。そういう点を踏まえ、労働市場の動きをどのようにみておけば良いか。

高橋国際局審議役

インフレはジリジリと上がってきているところで、先程述べた時間当たり賃金が第1四半期でやや一服したということだとは思いますが、今が一番本当に難しいところだと思う。少し話を変えるようなのだが、労働市場の方で話をしても、失業率の5.0%にしても労働参加率の問題等があって、実はもう少し弱いのではないかという議論もある。ただ、原油が着実に上がってきており、今後この影響がどう出てくるかということがあるので、依然、需給の面+原油の状況を考えると、やはりインフレはジリジリと上がっていく方向にあると思っている。

中原委員

アメリカの在庫の動きだが、第2四半期でかなりの調整が進んでいるようだが、その大部分は自動車によるものではないのか。また、在庫循環表を見ると、今回の調整は一時的な振れのようにもみえ、今までどういう形でこの循環が巻いてきたのかは分からないが、今後、在庫投資がさらに行われるということはないとみて良いか。

高橋国際局審議役

いや、自動車は一部だと思う。4月、5月、6月のうち、6月が自動車である。

中原委員

自動車の優待販売が始まったのはもっと後なので、とすれば、第3四半期もまだ在庫は減退していくとみて良いのか。

高橋国際局審議役

在庫はかなり良い線までは落ちてきているのだが、生産調整をまだ続けているということだと思う。

中原委員

生産調節を続けているのか。

高橋国際局審議役

フォードなどでは、まだ生産を抑制気味にしているという情報が入っている。難しいのはやはり最終需要の強さのところ。実は消費のところにも自動車の部分もあるので、そこも少し除いてみなくてはならないのだと思うが、その部分のGDPのデータを見ると、そんなに大きな部分を占める訳ではない。経済の大きなトレンドを決める設備投資についても著しく強い訳ではないが、第2四半期は第1四半期の落ち込みの復活が確認できたと思う。在庫はギクシャクしているが、第2四半期について多少前向きなモメンタムが出てきているという判断ではないか。私も委員が言われたところは結構気になっていて、需要の先食いという可能性もあるのだが、経済全体の流れは前向きの方に進んでいるのだらうと思っている。

福間委員

今市場は良い数字が出るとネガティブな反応を示す感じになってきている。これは一つはオイルの問題があるのだろうが、もう一つはオイルからくるインフレとそれを背景に長期金利が上昇することを警戒しているのだろうと思う。住宅価格までそれを織り込んでいるかどうかは別にしても、ここ3か月間、すなわち5月、6月、7月に出てきた雇用統計を見ると月を追う毎に良くなっている。それに対する市場の反応は、株が落ちて債券が下がった。と言うことは、GDPギャップが相当圧縮し、良いところまでできていると市場が受止め始めているのではないか。そういう面では、まだインフレが現われている訳ではないが、相当マーケットがナーバスになってきており、良いニュースに対して良い反応をしなくなってしまった。これは一時的なものか、あるいはあまりにもソフトパッチと言い過ぎてしまっていたところ、現実には予想外の展開になっているため少し驚きを持っているのか。その辺は、もう少し時間を掛けないとなかなか分からない問題だと思うが、市場の反応は少し昔の素直な反応に比べると分りにくくなっていると思われるが、その辺はどう評価しているのか。

高橋国際局審議役

難しいところもあるが、おっしゃるとおりで、ソフトパッチについては、ISMなどを見ると、5月が若干ソフトパッチだったのかもしれないが、振り返ってみると大したことはなかった。企業収益も福間委員のおっしゃるとおりで、ソフトパッチを心配していたが、全然心配がない位の好決算が出てきている。オイルなども、最近の需要の増加について中国がよく言われるが、実は中国と同じ位に米国の需要が増えてきている。これまで中国の問題が少しくローズアップされた形だったが、原油の需要面でもアメリカの経済の強さというものが若干問題とされてきていて、それがインフレ懸念、金利高、そして住宅という連想が働きやすい状況になってきているのだと思う。

水野委員

しかし、製造業のデータはアメリカだけではなくてヨーロッパも改善している。明日言おうかと思っていたのだが、世界的にみると製造業の在庫調整というのはほぼ目途が立ちつつあって、日本とアジアでは少しIT調整が残っている。中国の過熱抑制策によって、今までの景気下向き予想については明らかに上方修正がマーケットで起きていて、金利の見通しを変えてきたと言える。日本銀行を始め中央銀行の言っていたことがどうも本当であつたらしいという認識が広がって修正が起きているということだと思っているのだが、そういうふうに見ていると製造業のデータは全部整合性がとれてきている。これから一致指標だけでなく、追々先行指標もそうなる。また、中国市場は市場の予想よりももっと強いから、改善してきているのではないかという感じがする。景気弱気の人が頼りにしていたOECD先行指数でもさすがにもう調子が良くなっている。

岩田副総裁

先程の件なのだが、やはりレーバー・マーケットにどの位スラックがあるかが重要である。失業率が5%になったのではほぼNAIRUの上限だと、ほぼインフレを加速させないギリギリのところまできたという認識がある。その一方で、先程高橋国際局審議役から説明があつたように、日本と少し逆さまなのだが、若い女性の労働参加率が落ちてきているのである。これは構造的なものなのか、循環的なものなのか少しよく分からないが、その分はスラックが本当はあるのかもしれない。失業率が過剰に下がって見えているという議論と、もうギリギリのところまで下がってきてしまったという議論と両論ある。

福間委員

まだ少し分からない。

岩田副総裁

今少し臨界点にあるような印象がある。インフレ・ヘッジのツールとしてのインデックス・ボンドに少し人気が戻ってきてつつあるということは、やはり先行きインフレのリスクがこれまでよりは出てきたかなと思われる。その裏側で、金利引き上げのリスクを株価は今全部織り込んでいるかというと、まだ織り込んでおらず、少し株価が下がったりしているという、そういう状況かなという気がする。

高橋国際局審議役

失業率は今 5.0%で、NAIRUは大体 5.2%と言われていて、ほぼNAIRUだという話にはなったのだが、エコノミストの中には、先程岩田副総裁が言われたように、労働参加率を調整すると失業率は 5.5%の後半のような数字になるという話もある。よく言われているのは、やはりジョブレス・リカバリー・ショックのようなものがあって積極的な労働参加が妨げられていて、その辺が結構労働市場を潜在的に弱めており、なかなか賃金の上昇加速に繋がらないのではないかという議論が行われている。少しその辺を見極めないとい後は分からないという感じだと思う。

西村委員

セルフ・エンプロイドは凄く増えている。

高橋国際局審議役

然り。

西村委員

それはどう解釈するか。基本的にはスラックの部分なのか。セルフ・エンプロイドは、昔は日本ではスラックだったのだが、海外ではどちらかと言うと企業家精神などと言って逆に良いと言っている。そうすると今度は、セルフ・エンプロイドが増えているということは、スラックの方は逆方向

に行くはずである。

高橋国際局審議役

然り。

西村委員

非常に難しいのだが、私はその辺のところをあまり知らないので、もし何か情報があれば教えて欲しい。どういうふう to どちらの方向か。

高橋国際局審議役

事業所統計と家計調査の数字の差というのがそのこのところの部分を表わしていて、家計調査ベースで見ると、今の就業者数は確かな数字は分からないが、今月も 40 万位伸びている感じになるので、その辺が今西村委員が言われたようなところがあると思う。その部分とは別に若者の労働参加率の低下という問題があり、その労働需要のタイト感が薄いというのはその部分である。労働市場に対する参加意欲の低下というのが単なるバック・トゥ・スクールではなくて、やや弱まっているために賃金の上昇率が鈍いのではないかという議論が行われているということだと思う。

水野委員

ただ、雇用不安は薄れてきていて、消費者マインドは上がってきている訳であるから、基本的に考えれば労働市場は改善しているということなのではないか。方向としては。

高橋国際局審議役

然り。ラグを持っている。基本的には、ラグの問題ではないかと思う。

水野委員

言われたように、事業所統計と家計調査は両方とも良い訳だから、悪い

というものはない。やろうと思えばできるのは、その程度ではないかと今回の統計を見て思った。15万伸びていれば良い訳である。今19万ペースである。

高橋国際局審議役

然り。

水野委員

弱いという伸びには少し厳しいか。

高橋国際局審議役

先程述べた話はどうだった見方かもしれないが、ただ、この第2四半期になぜ賃金の伸びが弱かったのかという疑問があり、その中で出てきた話である。第3四半期以降にそれがどうなっていくか注目している。

水野委員

勿論である。

平野理事

水野委員がおっしゃったように、アメリカのデータを見ていると最近はほとんど悪いものがない。

水野委員

羨ましいと言うか。

平野理事

何と言うか行き過ぎもせず、しかし着実にそれぞれが改善をしている。勿論、住宅の過熱というのは従来から懸念の対象ではあるが、それ以上のことは今言いようがない。それ以外に出てくるデータは皆良いなという感

じがあって、そのことがやはり世界経済全体のセンチメントに非常に大きく影響していて、長期金利が反応していると思う。それから第2四半期の在庫の減少の要因なのだが、私もはっきりしたことはよく分からないが、勿論製造業の在庫も減っているのだが、それだけではこの大幅な在庫減は説明できない。多分第1四半期の前半に原油の輸入在庫が物凄く増え、第2四半期で剥落していることが結構効いている気がする。ただし、全体的に在庫調整が進捗しているということも事実であって、最終需要が堅調な中で在庫が減り、7月のデータも良いということだから、当然市場はインフレも含めてなにがしかアップサイドを意識し始めているということなのだろうと思う。

水野委員

在庫の面では明かりが差しており、裏返すとそれは最終需要が強いということである。従って、金曜日に見られた反応のように、金利が上がるのは非常にナチュラルではないかと思う。株式市場では多分、Fedの利上げの織り込みが甘かったという読みがあるのではないかという気がする。

平野理事

その割には長期金利の上昇ピッチが鈍いという感じもする。全体としてジワジワと底上げていく良いパターンできている割には、まだ市場はなにがしか半信半疑の面がある。

水野委員

まだ踏み上げている人がいて、ロング・ポジションはまだそんなにクラウディではない。ショート・ポジションを取っている人達もそちらに大分振れてきたように感じる。

高橋国際局審議役

敢えて弱い点を言うと、非耐久消費財は若干まだ弱めの数字である。堅

くないという感じである。

水野委員

消費でもサービスがあれ程良かったので、それだけでも行ってしまう。

高橋国際局審議役

耐久財も良い。

福井議長

他に宜しいか。それでは、国内の経済情勢について山本理事と早川調査統計局長にお願いする。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

早川調査統計局長

それでは資料 4（参考計表）をご覧頂きたいと思う。まず最初に図表 3 をご覧頂きたい。6 月の貿易統計は、実は前回会合でもう既に説明しているので極く簡単に申し上げるが、＜実質輸出入＞でご覧のとおり、4～6 月の実質輸出の伸び率は前期比+1.4%となった。伸び率としてはまだ相変わらず緩やかだが、過去 3 四半期がほぼ横這いに近い数字であったことと比べると少し伸び率を高めたということである。地域別については、ご承知のとおりアメリカ、欧州、あるいは N I E s、A S E A N、それぞれがまあまあ緩やかだが伸びている中であって、やはり相変わらず中国は足を引っ張っているということ、また、表にはないが中東とかロシアとか、そういった新興国がそれなりに数字を稼いだということは先般説明したとおりである。

従って、図表 13 の設備投資関連について申し上げたいと思う。＜先行指標等＞の資本財出荷をご覧頂きたいと思う。6 月単月は-0.4%であったが、4～6 月で括ってみると全体で 4.7%の増加ということで、昨年 10～12 月、1～3 月とやや弱い数字の後、4～6 月はそこそこしっかりした伸

びになった。機械受注は出ていないので、建築着工床面積をご覧頂くと、6月単月で6.5%の増加。この結果、4～6月は前期比で0.5%の減少である。ただし、ご覧頂くとお分かりのとおり、1～3月二桁で伸びているので、この横這いというのは相当しっかりした数字だと思う。とりわけ、ここ3四半期ばかりは鉱工業のところで非常に高い伸びになっているのが特徴的と思っている。設備投資関係については、今月もう一つアンケート調査が出ており、政策投資銀行の設備投資アンケート調査6月分である。これは大体私共の短観で言えば、ほぼ大企業に相当するものとご覧頂ければ良いと思う。私共の短観の大企業と比べて頂くとお分かりのとおり、2005年度の計画は製造業、非製造業とも、幾分私共の短観の数字より強めであり、この結果、全体としても11.6%の増加ということで、二桁の増加が計画されている。新聞報道等で1990年以来15年振りの伸びだということはお記憶かと思う。あとは2006年の計画があつて、この時点ではあまり役に立つ数字ではないが、一応、まあまあの数字が出ているということだけ申し上げておきたいと思う。企業収益については、先程中曽金融市場局長から話があつたように、4～6月の決算が出ているが、特にサプライズはなく、大体予想通り推移していると思っている。

次に図表18で個人消費関連をご覧頂きたい。個人消費に関してはほぼ4～6月の数字が出揃った訳であるが、確かにスーパーが相変わらず今一つという感じはあるが、それ以外のものは総じて強かった。自動車、家電販売だけではなくて百貨店辺りも前期比+1.0%と決して高い伸びではないが、百貨店にしては2期連続プラスということでそこそこの数字である。この結果、全体を合わせた小売業販売額も1～3月が1.4%増加の後、4～6月は1.8%の増加ということで堅調な伸びが続いている。消費水準指数は——お配りしたものにはまだ勤労者しか出ていなかったが——、その後全世帯の数字が出て、全世帯の数字は4～6月の三角カッコのところに0.6%と書いてあるところが0.4%で着地した。小売業販売額と比べると4～6月の伸びが弱いという感じもあるが、ご覧のとおり実は1～3月が2.7%も増えていたので、これを勘案すると結構強い数字ではないかと

思っている。その結果、例えば図表 21 でご覧頂くと、(1) 販売統計合計指数はそこそこ堅調な動きになっている。(2) 消費財総供給は足許少し弱い数字になっているが、これは後程申し上げる医薬品の影響なので、多分統計の振れだろうと思っている。(3) の消費包括指数をご覧頂いても、これはまだ 4~5 月の数字ではあるが堅調に伸びていたということである。

次に図表 25 の鉱工業生産を見て頂きたいと思う。鉱工業生産の 4~6 月の数字は生産で前期比 -0.4% と微減で着地した。しかしながら、これは前から申し上げているとおり、元々 1~3 月が +1.7% と非常に高い伸びであったということ、それから 4~6 月のマイナスには——先だってメモをお返ししたが——、多分実勢とは違うと思われる鋼船の影響、さらには、これはまだ完全に解明できていないのだが、医薬品が相当大きく足を引っ張っているといったことがあって、恐らく実勢としては 4~6 月もそう高い伸びではないにせよプラスであったのではないかと思っている。実際、出荷をご覧頂ければ 1~3 月、4~6 月と 2 四半期連続の増加になっているし、7~9 月の生産に関しても、予測指数で 9 月横這いとする 1.1% の増加ということで、いずれにしても若干の振れはあるが、均してみれば生産も増加傾向にあると申し上げて良いと思っている。そうした中であって、敢えて若干気になることを申し上げると在庫の動きである。在庫が 1~3 月そこそこ増えた後、4~6 月は横這いということである。図表 26 の (1) のグラフをご覧頂くと、決して在庫の水準は高い訳ではない。ここ 2~3 年間、生産・出荷がずっと伸びた間に在庫はずっと横這い、微減できているので、決して高い訳ではないが、足許の動きだけ言えば少し増加しているということである。この点を図表 28 の (1) で在庫循環で確認頂くと、ご覧のとおり今年の第 1 四半期、第 2 四半期と 45 度線を僅かに上回ったところに位置しているということである。どんどん左上に上がっていく感じではないので、景気後退という感じは全くないが、少なくともこのグラフから見る限り、足許なにがしかの在庫調整圧力が働いていると判断すべきだろうと思っている。この点、中心になる生産財周りを見てみると、(5) 電子部品・デバイスの形は、ご覧のとおり 1~3 月に大きく調整が進んだ

後、4～6月はやや足踏みをしているという感じの数字になっている。勿論、ご記憶だと思うが5月時点だと足踏みどころか、むしろ後戻りしているような感じであったので、それと比べれば少しはましになってきて、やはり全体としては調整が進んでいるという評価で良かったと思う。実際、6月は在庫はあまり減っていなかったのだが、生産・出荷が予測指数を上回って増加し、先行きについても予測指数で見て生産が増えていくような形になっているので、やはり全体として見て調整はほぼ終盤に差し掛かっていると考えて良いと思う。むしろ、このところ数字としてやや悪い形になっているのは、(6) その他生産財、いわゆる素材関係である。素材に関してもこの循環図を考えて頂ければお分かりのとおり、在庫のレベルは決して高い訳ではないが、昨年対比ということでみると、例えば建設用鋼材などが典型だが、むしろ中国辺りから輸入品が入ってくるという形で在庫バランスが若干悪化しているということで、この辺にもなにがしかの調整圧力が見られているということかと思っている。この在庫循環についてなのだが、私共は元々はこれはI T調整という言い方をしてきた訳だが、現時点に立ってもう一度振り返ってみると単純にI T調整と考えるよりは、恐らく去年の前半と後半以降についてみると、一つはやはり去年の前半まではI Tが全体の数字をプラス方向に引っ張っていたのに対して、その後調整に入ったということ。それからもう一つは、やはり中国のアブソープション。要するに去年の前半まで世界中から色々な財を中国が吸収しまくっていたのが、そのアブソープションが少し止まってきた。この二つのことが恐らくあって、その結果として先程もご議論があった、特に岩田副総裁がここ何か月間かおっしゃってこられたことだが、要するにその二つを合わせて、ある種の世界的に軽い在庫調整が起こっていたのではないかと思われる。そういう観点からみると、これも先程ご議論があったことではあるが、直近の数字を見ると、足許日本の数字だけではなかなか確認できないのだが、世界中を見渡してみると、例えばアメリカにおいて、在庫が少し減って生産周りの数字——これは鉱工業統計ではなくてI S M製造業を含め——に少し改善が見られるということ。それからN I E s 諸国

の、例えば輸出の動き、生産の動きにもなにがしかの改善が見られている。大したことはないがヨーロッパでさえ一頃よりは少しましであるということもあり、全般に製造業にやや改善の兆しが見えるということかと思っている。そう考えると日本についても、足許は軽度の在庫調整圧力が残っているが、今後調整圧力が深まっていくというよりは、恐らく世界の動きに平仄を合わせて、いずれ遠からず調整圧力が緩和していくと理解して良いと思っている。

次に図表 29、雇用関連である。雇用関連は引き続き総じて順調である。〈職業安定業務統計〉の有効求人倍率は今月 0.96 倍まで上昇した。新規求人の伸びは毎月見ると相当振れているが、前年比で見ると大体 10% 近傍なので一頃と比べると伸び率は下がっているがますます順調に増えていると考えて良いかと思っている。〈労働力調査〉をご覧頂いても、完全失業率は 4.2% まで低下した。これも毎回申し上げているように振れる数字なので、このような調子でどんどん下がっていくとは思ってはいないが、恐らく均してみれば改善が続いているということかと思っている。さらに一頃一番気にしていた労働力調査ベースの雇用者数も、ご覧のとおりここ 2~3 か月は比較的まずまずの伸びになっている。〈毎月勤労統計〉については、常用労働者数の伸びはこのところ +0.5% ~ +0.6% で特に変化はないが、特徴は前々から申し上げているようにパート比率の頭打ちを反映して、このところ所定内給与が極く僅かではあるがプラスが続いている。そうした中であって、今月の一番のポイントはやはり特別給与であるので、図表 33 をご覧頂きたい。6 月の特別給与は、(2) にあるように前年比 2.0% の増加であった。大体夏のボーナスの 6 月は 5~6 割のウエイトがあるのご理解頂きたい。従って、まだこの 6 月時点だけでは、夏のボーナスが増加したと確認できる訳ではない。ただし、例えば去年の夏と比べて頂くと、去年の夏は製造業が 4% 増えていて、一方で非製造業が 4% 強マイナスであって、その結果として全体がマイナスであった。実は (3) のアンケート調査をご覧頂くと、統計によって違うが、アンケート調査では去年の夏も 4% 位増えている感じであった。これは要するにアンケート調査の力

バーというのは圧倒的に製造業に偏っているために、アンケート調査で見られるのはほぼ製造業の動きということである。従って、そういう観点から足許を見てみると、製造業は今のところ 1.1% の増加であって、これは恐らく締めてみるとアンケートに近い方向に着地していく可能性が高いと思っている。一方、非製造業が今回まあまあの数字になっていて、ここはいずれにせよ分からないところなのだが、分からないところがまあまあのなっているというふうに考えると、恐らく方向としては、プラスに着地するという蓋然性は相当高いとみて良いと思っている。この結果、図表 32、(2) で雇用者所得のグラフをご覧頂くと、前年比でご覧頂けば、このところ常用労働者数、白い部分が安定的にプラスになっていることに加えて、所定内賃金がプラスに転じ、またボーナスもこれは何回かに一回しか出てこないがプラスということであるので、どうやら雇用者所得は決して高い伸びではないがまずまず安定的にプラスになったと申し上げて良いと思っている。

最後に物価関係だが、C G P I は出ていないので、図表 35 で国際商品市況についてまず一言申し上げる。国際商品市況は改めて申し上げるまでもない訳だが、原油価格を中心にまた一段と上がっている。最近の特徴は、原油価格も高いのだが、(3) の非鉄辺りがまた一段と上がってきていることである。やはり非鉄辺りの強さというのは先程アメリカ経済の話があったが、アメリカをはじめとして世界経済が結構強いという印象が恐らくコモディティのマーケットにあるということではないかと思っている。図表 41 は C P I である。ご承知のとおり C P I (除く生鮮) は 5 月前年比 0.0% の後、6 月は前年比 -0.2% であった。恐らく -0.1% か -0.2% であろうと申し上げたのだが、やはり -0.2% の方の数字が出た。これは (2) のグレーの部分、すなわち石油製品の上昇率の低下によるものがほとんどである。これは実は今年 6 月のガソリン価格がほんの少し下がったが、それは大したことはない。むしろ去年の 6 月にガソリンの値段が随分上がったものだから、前年比で裏が出る形で伸び率が低下したということである。実際、図表 42 の⑤石油製品をご覧頂くと、5 月は寄与度 +0.42 から 6 月

+0.29 と 0.13 下がっているの、これの影響が大きい。あと細かい話だが、実は5月はゴールデンウィークの日並び要因もあって、パック旅行費とか宿泊費が少し押し上げていた。それが少し今月は剥落しているの、このため図表 42 の色々な特殊要因を除いた数字は、5月は一且+0.1 になっていたのだが、6月はまた-0.0 ということである。その小さい振れを均してみれば、大体色々なものを除いたベースの消費者物価は今ちょうどゼロ近傍にいるということかと思っている。ガソリンの値段等々によって色々振れるが、目先は概ねこの辺り——0 から-0.2 位——で推移する可能性が高いと思っているが、現在の例えば為替相場とか原油相場等々を前提にすると、10月、11月に掛けて前年比でもプラスに出てくる可能性があると思っている。

計数は以上だが、全体をご覧頂いてこの1か月の数字の特徴は、どれか一つとてもインプレッシブな数字があったというよりは、薄く広くいずれも改善しているというのが特徴ではなかったかと思っている。こうした中であって、例の踊り場の話がある訳だが、正直言って私共はもう現状踊り場局面という評価というのはやや不自然になっているのではないかとと思っている。勿論、踊り場というのはかなり感覚的な言葉なので、何ををもってそう言うかということ、それは結局恐らく水掛け論になってしまうのだと思うが、一応、階段の踊り場であるから普通に考えれば経済活動が全体として横這い、ないし停滞している局面ということを目指すのだろうと思う。そう考えると、例えば基本的見解の各論が一番分かりやすいと思うのだが読んで頂くと住宅投資と公共投資を除くといずれも改善傾向にあるということで、少し踊り場というのはやや似つかわしくなくなっていると思っている。この点について若干コメントをさせて頂くと、一つはそうは言っても何となく脱却という感じもしない、というのを多分恐らく皆さんお持ちではないかと思っているのだが、これは多分、我々が以前に描いていたストーリー、すなわちIT調整が進んで輸出が伸びて生産が増えてくるといような形のストーリーであると、例えば段差が付いてここで脱却だなという感じというのは比較的に見易かったのではないかとと思っている。それ

に比べて先月の中間レビューでややストーリーを組み替えさせて頂いた訳だが、実際に起こっていることは内需サイドがジワジワ改善してきているという形なので、何かどこかで段差が付いてというのは非常に分かりにくくて、むしろ気が付いてみると何となく踊り場ではないのではないかなというような感じの展開になっている。それはやはり背景にある動きの違いを表わしているのではないかなと思っている。もう一点は、ではそういう言い方をすると、先月はどうだったのかということなのだが、先月時点、あるいは現在でもそうなのだが、今一番気になる動きはどこかという、やはり生産・在庫周りの動きであって、そこはやはり依然としてやや重たいというのは、これは事実だと思っている。特に先月はそういう観点から言うと、先程も申し上げたように、特にIT関連についてあまりにも悪い数字が出ていて、ここで踊り場脱却というのはあまりにも強引であるという印象が非常に強かったということが一点。それからもう一つは、これも先程申し上げた話だが、国内の数字というよりは海外全体を見渡すと、製造業周りについてここ1か月間で比較的前向きに評価して良いような動きが出てきているのではないかなと思っている。そういう意味では、これはもう本当に定義次第なのだが、踊り場脱却という印象を持っている。先行きについて考えてみると、恐らく内需周りは、勿論個人消費などについてはその改善のスピードについて恐らくなにかの振れが今後ともあると思うが、基調としてはジワジワとした改善が続いていく可能性が高いと思っている。そうした中であって、ただ今申し上げた世界的に見た製造業についての幾分前向きの動きのようなものが我が方にも波及してくるかどうか、この点については、勿論中国輸出というなかなか読みにくい要因があるので、あまり予断を持つことはできないが、この辺を注目していく必要があると思っている。私の説明は以上である。

福井議長

どうぞ、ご質問ご意見があればおっしゃって頂きたい。

岩田副総裁

自動車なのだが、今月は少し前年比でも落ちている。新車効果の期間がこの頃短くなってきているというような話もあって、長期的にみるとピークの時は780万台位あった訳だが今は580万台位で、業界などの見通しでは、例えば1年取るとどの位の伸びと考えているのか。

早川調査統計局長

7月について言うと恐らく百貨店などは引き続き良いのだが、車は結構数字が落ちた。これについて、まず第一に業界はどういうことを言っているかという、業界は実は4～6月はややでき過ぎというふうに思っていた。今の岩田副総裁のご質問との関連で言うと、業界は内需についてはほとんど前年並み位を前提にしており、そもそも4～6月はでき過ぎたという感じが一つある。そうした中であって7月については若干カレンダー要因もある。それからもう一つは今ご指摘があったように、元々新車効果が短くなっているところに持ってきて、7月に限らず7～9月はあまり目立った新車がないということもあって、多分あまり良くないのだろうと元々思っていた感があるので、確かに7月は少し大きめのマイナスではあったが、秋になればまた新車もあるし、業界はこれで心配しているということではない。そういうことでやはり新車効果が短くなっている分だけ安定していくというよりは、新車が出た時は比較的數字が稼がれて、なくなると少し落ちて、また次のものが出るというような、そのような形で概ね前年並み、ないしは微増程度を業界はみているということかと思っている。

福井議長

他にあるか。

西村委員

自動車と絡んでだが、自動車の輸出向けの在庫は増えたということはあるか。

早川調査統計局長

むしろ自動車の輸出向けの在庫は、1～3月に随分増えて5月に一回減った。ただ、今後も相変わらず自動車用の船舶需給が相当逼迫しているために、折りに触れてこういう船積み、船待ち在庫が増えてまた減るようなことが数字を攪乱する可能性はあると思っている。取り敢えず春に増えて一旦減った。

西村委員

また増えたというところまでは分からないのか。

早川調査統計局長

7月にそうになっているかどうかまだ分からない。

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)をご覧頂きたい。まず、図表1だが、(1)貸出残高である。7月は前年比-0.1%となり、水面すれすれのところまで戻ってきた。今年に入ってからと言うか、昨年暮位からの推移をみると、去年の10～12月が前年比-1.3%、この第1四半期が-1.0%、4～6月が-0.5%であり、着実にマイナス幅が圧縮されてきている。ただ、振り返って頂くと、この春先に掛けてマイナス幅の圧縮ペースが少し加速したかなという感じがあった訳だが、それが5月辺りに掛けてまた中弛みとなり、基調はやはり緩やかな縮小ペースなのかなという感じだった。しかし、この7月の数字を見てみるとそこそこのペースでマイナス幅は縮小

してきているという評価で良いかという感じがしてきている。これまで銀行の貸出については、「その減少幅が緩やかに縮小してきている」という言い方をしている訳だが、そろそろ「緩やかに」を取って良い状況になりつつあるように思う。それから業態別に見ると、7月については都銀等は前年比-2.2%であり、6月対比非常に微妙ではあるがマイナス幅が縮まっている。地銀は、前年比+4.1%であり、5月、6月、7月とかなりのペースで前年比が駆け上がってきている状況である。地銀Ⅱについても、依然水面下ではあるが、7月が-1.9%であり、これまたマイナス幅が大きく縮まっている。この要因だが、一つは都市再生機構向けに、従来財投の方から金が出ていたが、これが民間に振り替わるということが貢献している。ただ、やはり大きいのは、大企業向けのシ・ローンであり、これに地銀、地銀Ⅱ辺りが積極的に参加していることが効いているようである。

(2) に業態別の残高の推移をグラフ化したものを載せているが、ご覧頂くと、太い実線が銀行計、細い実線が都銀等であり、点線が地銀及び地銀Ⅱの合計の推移をプロットしたものである。まず太い実線をご覧頂ければ、流れとしては2002年辺りから緩やかにマイナス幅が縮まっているが、2005年に入ったところで少しマイナス幅の圧縮ペースが早まり、その後一時鈍り、またここにきて圧縮ペースが早まったという感じが、微妙な動きではあるが見てとれると思う。それを業態別に見てみると、都銀等については少し振れはあるが、流れとしては明らかにマイナス幅が縮小している状況である。特に都銀については、預金保険機構向けの貸出が減る中でのマイナス幅の圧縮であるから、具体的な数字は掴み切れていないが、それを除いたベースで考えるとかなりの早さでマイナス幅が縮まっているとみて良いかと思っている。それから地銀と地銀Ⅱを合わせた部分だが、これは2005年に入ってから、特に春以降プラス幅が早いペースで拡大している。次に借入主体別の動きだが、これは予ねてお話ししてきたとおりである。(3) をご覧頂くと、住宅向け、地公体向けについては多少の振れはあるが、やはり決定的なのは企業向けである。このマイナス幅が着実なペースで縮小してきている。これが、全体を7月の段階ではほぼ水面すれ

すれのところまで持ち上げている大きな要素になっている。次の図表 2 は民間部門総資金調達である。民間部門の資金需要全体を見るための表だが、7 月は前年比-1.4%である。6 月が-1.7%であったから、これについても前年比の減少幅がかなり縮まるという感じになってきている。これまで、総資金調達については、銀行貸出のマイナス幅の圧縮ペースに比べると少し緩やかであると申し上げてきた訳だが、6 月、7 月と見てみると、そこそこのペースで、マイナス幅が縮まってきているとの印象を受ける。昨年の暮辺りからの推移をご覧頂くと、昨年の 10~12 月が-2.4%、1~3 月が-2.3%とこの辺は微妙な動きだが、4~6 月に入って-1.8%と、ここでマイナス幅が大きく縮小している。これが 7 月は-1.4%まできているということである。内訳であるが、7 月については銀行・信金・外銀の合計の寄与度が-0.1%ポイントであり、6 月は-0.4%ポイントであったから、これに比べるとマイナス幅が縮まっている。生保については 7 月は横這いだが、流れとしてはジワジワとマイナス幅が縮まっている。それから直接市場調達の寄与度は 0.1%ポイント高まって、0.2%ポイントになっている。内訳としては CP の寄与度が高まっている。資料は付けていないが、貸出金利は、この間引き続き弱含みである。図表 3 だが、まず (1) は CP・社債の発行段階の信用スプレッドである。7 月については CP・社債ともに非常に低い水準で安定的に推移している。従って、発行環境は引き続き良好であるという評価で良いと思っている。ただ、仔細にみると、CP の A 2 格についてはスプレッドが拡大するような動きも見られない訳ではないが、これは GM 関連の金融子会社の発行スプレッドが 4 月以降拡大しており、その発行量に応じて振れが出てくるということである。従って、それを除いた動きで見ると、基本的には A 2 格についても低位での安定が続いていると理解して頂いて良い。それから (2) 公募社債の発行額だが、7 月は 4,670 億円である。6 月は株主総会シーズンということで発行額が抑制された訳だが、4~6 月均してみると 4,800 億円ちょっとであったから、ほぼ 4~6 月並みの発行ペースが続いている。図表 4 だが (3) は CP と社債の発行残高である。折れ線グラフが CP と社債を合わ

せた前年比だが、7月は+1.7%である。6月が+1.5%であったから、1%台半ばから後半という状況が2か月続いている。内訳を見ると、シャドーの掛かったところがCPだが、その発行量は増えており、寄与度で見ても1%ちょっとであるし、前年比でもこの2か月間7%台が続いている。6月のCPの発行増については、配当やボーナス関係の資金をCPで調達しようという動きが見られたことが大きな背景とご説明したが、7月についてもボーナス関係の資金をCP発行で調達する動きが継続した。先程、民間部門総資金調達でCPの寄与度が高まっているということを申し上げたが、そのバックグラウンドは今申し上げた事情である。それから(4)はエクイティファイナンスだが、7月については転換社債の発行額が400億円ちょっとである。海外を中心にして発行環境がジワジワと悪くなっているということはこれまでも申し上げてきたが、そうした流れが継続している中で、転換社債の発行は少額にとどまった。株式の調達額は、7月については今の段階では国内市場のみの数字なので、6月に比べると金額的には減っているが、動きとしては堅調な発行が引き続き行われていると認識している。次に図表5は中小公庫、商中の調査結果である。まず(1)資金繰り判断だが、中小公庫については7月-0.5%ポイントということなので余裕含みの方向での動きということである。一方で商中については、6月対比横這いである。中小公庫の調査、商工中金の調査ともに各期、各月振れはある訳だが、そういった振れを伴いつつも、基調としては資金繰りは余裕含みの方向に推移しているとみて頂いて良いと思っている。(2)が貸出態度判断DIだが、中小公庫の調査結果では7月は44.8%ポイントと第1四半期、第2四半期に比べると少し緩和感が広がっている。最後に図表6だが、まず(1)マネタリーベースである。7月については前年比+1.5%であり、5月+2.2%、6月+1.7%と、予想通りだが、ジワジワと前年比プラス幅が縮小する展開になっている。7月については、銀行券の伸び率が微妙に縮まり、日銀当預のマイナス幅も大きくなる。これらの結果としてマネタリーベース全体の伸び率が圧縮されている。(2)に銀行券の動きを載せているが、直近の8月1日から7日までの7日間の移動平

均前年比は+3.3%である。折れ線グラフを見て頂ければお分かりのとおり、ジワジワと伸び率が鈍化する感じである。8月はどのように着地するかよく分からないが、+3%程度の着地が一応見込まれる。最後に(3)マネーサプライだが、7月は+1.7%である。5月が+1.5%、6月は+1.6%の後、先程申し上げたように貸出のマイナス幅が縮小するという動きを受けて、前年比が多少なりとも拡大している。一方で広義流動性については、6月と同じ+2.6%と、このところ2%台後半の伸び率が続いている。以上が計数のザッとしたご説明だが、7月の特徴としてやはり一番大きいのは、銀行貸出の減少幅の縮小ペースが加速してきている点である。先行き、まだ予断を持つことはできないが、今のような勢いで行けば、遠からず水面、ないし水面を上回るところまで行っておかしくないような状況になってきていると思う。しかも業態的には、メガバンクばかりではなくて、地銀、地銀Ⅱといった業態の広がりも伴いながら、貸出の量が良い方向に動き始めている。この間、貸出金利は引き続き弱含みであるので、全体として緩和的な環境も維持されながら、こうした状況が続いている。この点が大きな特徴かと思っている。私からの説明は以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。最後のマネー関連指標なのだが、金融機関の保有現金が、最近伸びが落ちているように思うのだが、これは今後もこのように落ちていくと考えて良いのか。前年比ではまだ伸びているのだが。

山口企画局長

4月1日からのペイオフ解禁を控えて保有現金を多めに持っておこうという動きが広がった。数字を辿って頂ければ1~3月が+12.2%、4~6月が+13.0%と、伸び率が上昇する動きが続いて、それがこのところ少しず

つ逆向きになってきている。要するに、ペイオフ解禁対応として保有した現金を少しずつ圧縮する動きが今続いているという状態である。

水野委員

銀行券の発行残高は新券の要因もあるのだろうが、それでも3%前後とそこそこ伸びている。今後はどのような方向感なのか。

山口企画局長

なかなか難しいのだが、図表6(2)の折れ線グラフをご覧頂くのが一番良いと思う。11月の新券の発行時に大きく伸び、その後ジワジワと落ち着いてきたが、4月のペイオフ解禁に備えて、銀行部門で先程申し上げたような形で保有現金が積み上がった。それ以降は少しずつ伸び率が鈍化するというのが続いている。大きく変化している時期もあるが、流れとしては保有現金の積み上がりが剥がれていく過程だろうと思う。先の見通しは難しいのだが、ジワジワと伸び率が鈍化する状況が続くとすれば、早晩+3%を切るようなところまで行くだらうと思っている。一方、銀行券を持つことの機会費用である預金金利の方は概ねゼロ%という状態で大きく変わっていないので、そういう中では銀行券を預金に変える、言い換えれば自分のタンス預金を減らしていくといったインセンティブも働きにくい。従って、ジワジワとした伸び率鈍化は続くが、非常に大きく伸び率が圧縮されていくということには多分ならないとみている。

水野委員

情勢はその通りだと思う。ゼロ金利の間は恐らくそれ程大きく落ちないだろう。ただ、現状はプラスが続いている。この伸び率は今後どうなるとみているのか。

山口企画局長

季調済の前月比で見ればジワジワと落ちていく、傾向的にはそのような

感じが掴めるのだろうと思う。一方前年比でみる限りは、伸び率はこれから先もトレンドとして低下して行くのではないかと思う。

福井議長

他に宜しいか。それでは本日の議題は全て終了した。明日は午前9時に再開する。宜しくお願いする。いつも申し上げているが、決定会合への信認確保の観点から厳正な機密管理をくれぐれも宜しくお願いする。それでは本日の会合を閉会とする。

(15時31分中断、9日9時00分再開)

福井議長

それでは政策決定会合第二日目を開催する。今日は金融経済情勢全般に関する討議、それから金融政策の運営に関する討議、そして議案の取り纏め、採決というところをメインなアジェンダとして議事を進行したいと思う。政府の方から本日、財務省杉本総括審議官にお越し頂いた。宜しくお願いする。内閣府からは藤岡大臣官房審議官にお越し頂いた。宜しくお願いする。いつも申し上げているが、会合の中での発言は全て記録をさせて頂く。そのことを前提に発言頂ければと思う。それでは早速議事に入る。最初は、金融経済情勢及び当面の金融政策運営に関する討議であるが、議論の前提として事前にお配りしている金融経済月報について、執行部から簡単に説明頂きたいと思う。

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

それでは横長の大きな紙を出して頂きたいと思う。まず、現状の判断であるが、今月は各論から説明させて頂く。比較的大きな変更は二点あり、一点目は輸出であるが、前月までは「伸び悩んでいる」としていたが、今月は輸出は「緩やかながらも増加しており」としている。4～6月の伸び

率が幾分高まったことを受けた変更である。二点目は雇用・所得面であって、「雇用面の改善や賃金」のその後、前月は「下げ止まり」と書いていたが、今月は6月の特別給与がはっきりと増加したことを受けて「持ち直し」としている。その結果、雇用者所得であるが、前月は「緩やかながら」としていたが、今月は「緩やかに」増加しているということで、多少ヘッジが少ないストレートな表現にしている。それからそれ以外のアンダーラインが引いてあるところであるが、生産については、前月は「緩やかな増加傾向」から今月は「振れを伴いつつ増加傾向にある」と若干文言を修正しているが、これは基本的には今月は輸出について「緩やかな増加」と書いてあるので、表現の重複を避けるという観点からの言い換えである。これまでも生産は特に鋼船等の振れがかなりあって、それを均せば緩やかに増加と判断してきたので、基本的な見方を変えている訳ではない。それから前月は「企業の業況感にも再び改善がみられ」という部分があったが、これはあくまでも前月は短観があって今月はないという、それだけのことである。それからこの文章のフレームワークに落とすのはなかなか難しい微妙な変化なのであるが、生産の部分であるが、「IT関連分野の在庫調整が進むもとで」というところは、前月と表現は変わっていないが、前月は直近の5月の数字が少し在庫循環が良くなかったということを踏まえたうえで、しかしそれは一時的だろうという判断のもとに、「進む」というような表現を使った訳であるが、今月は数字自体も若干改善をして、より自信を持って在庫調整が進んでいるという気持ちが多少こもっている。それからもう一点は海外であるが、アメリカあるいはアジアの一部にはIT関連の持ち直しの兆しがあるということで、なかなかそこまで文章に落とし込めないが、そういった変化も多少念頭に置いて理解しているということである。そういった理解に立ったうえで、冒頭の判断であるが、「わが国の景気は、IT関連分野における調整が進むもとで、回復を続けている」と今月はさせて頂いた。前月までの「調整の動きを伴いつつも」というのは逆説表現になって、ITの調整が景気にネガティブな影響を与えているが景気は回復しているという文章であったが、今月はIT関連分野の

調整の影響がそれ程大きいと考える段階でもないと判断して、このような「IT関連分野における調整が進むもとで」という表現にしている。それから、そこまで言うのであれば、いっそのこと、ここの部分を取ってしまっても良いのではないかという判断もあるかもしれないが、その点については今月在庫循環上はまだあくまでも在庫調整が終わってはいないという状況でもあるので、今月はこの位で刻ませて頂きたいと思う。それから先行きであるが、先行きはほとんど変更ない。ご覧のように総論は「先行きについても、景気は回復を続けていくとみられる」ということであるし、「すなわち」以下の説明文もほとんど変更はない。非常に細かいことだが、一番最後の公共投資のところは、前月までは「基調としては減少傾向を続けると考えられる」と書いてきた。これは実は震災関連の災害復旧工事がもっと出てきて、今後一旦公共投資が増加する局面もあり得ると考えていたためであるが、その後のデータの出方等を見ていくと、震災関連の部分は大体出るべきものは出たのではないかと判断されるので、今月はシンプルに「減少基調を続けると考えられる」と改めている。非常に小さな変化であるがそういう背景がある。それから次に物価であるが、国内企業物価については、今月は新しい指標がまだ出ていないので何の変更点もない。それから消費者物価については、前月の段階では直近の値が0.0%ということで、そのために「基調としては」という表現を入れたが、今月は直近の値が-0.2%であるから、それを取って「小幅のマイナス」というふうにストレートフォワードに書いている。物価の先行きに変更ない。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、配っているものについては一点だけである。中程であるが、マネタリーベース及びマネーサプライの伸び率は1%台、前月までは「となっている」としていたが、「で推移している」としている。これは時間の経過だけである。2か月続いてその二つが1%台ということであるので「推移している」という表現にしている。なお、この資料を配っ

た後に出た指標及び市況の変化を踏まえると二箇所程この場で訂正させて頂きたいと思う。一箇所目は4行目、「民間銀行貸出は減少幅が緩やかに縮小しており」とさせて頂いているが、この「緩やかに」を取らせて頂きたいと思う。これは償却等の特殊要因を除いたベースで見て、昨日報告したとおり、5月-0.5%、6月-0.3%、7月は-0.1%と減少幅がかなりのピッチで縮小しているので、「緩やか」という表現とは馴染まないと判断している。それからもう一点は市況である。こちらの資料を配った後、少し株が下がった。因みに前回会合時の株価は11,600円台ということであったので、今日余程上がらない限りは前月と概ね同じ水準ということかと思う。従って、こちらの文章上では最後から2行目であるが、「長期金利および株価は」という「および株価」というのを取って、後の「円の対ドル相場」の後に「および株価」を付け、「円の対ドル相場および株価は」とさせて頂きたいと思う。念の為読み上げるが、「為替・資本市場では、長期金利は前月と比べ上昇しているが、円の対ドル相場および株価は前月と概ね同じ水準となっている」と直させて頂きたいと思う。以上である。

福井議長

内容及び表現については後で議論をさせて頂くが、取り敢えず今の説明にご質問あればどうぞ。宜しいか。

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

それでは金融経済情勢について各委員から意見を表明して頂きたいと思う。今までと同じように大体お一方5分ずつ位ということでお願いできればと思う。今日の順番は岩田副総裁、福間委員、西村委員、中原委員、須田委員、水野委員、春委員、武藤副総裁の順でお願いしたいと思う。最初に岩田副総裁からお願いする。

岩田副総裁

前回会合から新しく出た主な統計は鉱工業生産なので、一番目はこの生産、在庫のデータから見て在庫調整の進展度合いをどう考えるかについて述べたい。それから二番目は踊り場について脱却してしまったと考えて良いのかどうかということについての私の意見と、三番目はアメリカの長期金利について意見を述べたいと思う。

最初に生産であるが、生産指数は第2四半期に前期比 -0.4% ということになって、私は特殊要因もあるがどちらかと言うと横這いだと考えている。横這いでまさに踊り場を現わしていると思っている。第3四半期は9月の伸びが8月と同じとすると、IT関連を中心に回復が進んで前期比 $+1.1\%$ だと言われている。これについてどう評価するかということだが、この回復のどこが一番強いかと言うと、実は電子部品・デバイスの部分である。その過去の変動を見ると——私も過去随分これで手を焼いたことがあるのだが——、予測の段階で非常に高いのが急にゼロになってしまうとか、その逆もあるということで、非常にボラタイルである。2か月前に行う予測の実現率は、変動率が非常に高いので、どこまで信用できるかという問題があり、それが主力だと言われると、大丈夫かなと思う。さらにIT関連の回復力はあまり強くないと前から申し上げているが、そういうことも考え合わせると、第3四半期の 1.1% はどうかなと思う。もう少し具体的に言うと、電子部品・デバイスの在庫率指数は130.7と、水準がかなり高いままである。それから電子部品・デバイスの生産能力指数は前回のITバブルの時のピーク水準にあり、今回下がっていない。つまり、在庫水準が高くて供給能力の水準が非常に高い。前回の調整時は、2002年の初め頃には生産能力も相当削減されており、また在庫水準率も低くて、その後生産がリバウンドした訳であるが、今回はそうならない。非常にシビアな見方をすると、8月の予測を少しディスカウントして、しかも9月が7月、8月の平均だと考えると、7~9月は前期比 $+1.1\%$ は無理で、厳しくみれば横這い位ということもあり得ると考えている。これがITに関連した生産についての評価である。それから非ITの部分はどうかと言

うと、これは 2004 年以降はほとんど横這いであって、その中で一般機械とか鉄鋼の在庫調整は必ずしも芳しく進んでいない。ということで、両方合わせて考えると、生産が第 3 四半期に相当急速に回復するということが本当に起こるのかどうかやや私は懸念を持っている。IT 関連について、さらに申し上げると、前回 DRAM の価格が反転して上昇し始めたということを申し上げたが、私は IT 関連の在庫調整はほぼ一巡しつつあるとは思っている。それから BB レシオも、これは前工程、後工程ともに 1 を上回ってきているので、一巡しつつあると、一巡してしまったとまでは言えないが、しつつある位のところまではきているのかなと思う。それから半導体の製造装置の販売額は 6 月は 22% の減少で、前回の落ち込みと比べると、これも半年前から申し上げているが、大体 1/3 位のインパクトだったのではないかと考えている。これは半導体の販売額を見ても同様に、日本の販売額はやはり前回と比べると 1/3 位の落ち込み、だが他の国と比べると落ち込み幅は大きいということである。もう一つ業況判断であるが、中小企業の業況判断について、中小企業金融公庫の 7 月発表の調査では製造業が微減となっている。0.2% ポイント悪化していて、まさに一進一退の横這い傾向ではないかと思う。これはテレレートの業況判断や前回申し上げたが商工中金等でも同様であって、7 月の段階では中小企業の業況判断は決して回復しているとは言えない。横這いとみた方が良くはないかと思っている。これが生産面と業況判断まで含めて、足許で利用可能なデータについての一応私の判断である。ここで纏めて踊り場をどう考えるかということであるが、私は基本的には踊り場とは在庫調整だと思っている。そもそものきっかけはシリコンサイクルの山が 2004 年の 4 月にあり、特に日本の場合にはデジタル家電のミニバブルが崩壊して、4 月以降シリコンサイクルが下り坂になった。これは半導体の販売等でも確認できる。IT 関係が調整に入ったのと、時を置いてグローバルな製造業を中心とする軽度の在庫調整が生じたことを背景として、非 IT 部門の在庫調整まで波及してきたと思う。アメリカの在庫調整の進捗度合いを見ると、どうやら製造業は 45 度線上から下に動いていて、あの図を見ると明らかに脱却

したのかなと思う。ただ、自動車を中心なので、これはどこまで持続性があるのか、やや一抹の不安は残るのだが、図を見る限りは脱却している。日本の製造業の在庫循環図はまだベクトルの向きとしても、45度線を横切る方向には必ずしも動いていないのではないかと思う。このように全体としてみると、IT部門の在庫調整はほぼ一巡しつつあるが、終了は確認しておらず、調整が進展中である。これは今説明があったとおりだと思っている。電子部品・デバイス部門の高い生産能力指数あるいは高い在庫率などには注意が必要だ。回復力がどこまで強いかも問題で、企業業績からみると、ハイテクは負け組で、まあまあ良かったのはシャープと東芝と、一部であったということなので、ITの回復力についてどこまで本当に生産予測指数を信じて良いかについては要注意と思っている。製造業全体の在庫調整の若返りは、実際に起こると私も思っているが、まだそれをデータ上は確認できていないと思う。いずれにしても、最終需要の強さがどの位あるかということを確認する必要がある。GDPの統計はこれから出る訳であるが、全産業活動指数を見る限り、4月、5月だと前期比+0.2%である。GDPは若干これを上回るかもしれないが、それ程強いものだと果して言えるかどうかの問題である。これはちゃんと見極めた方が良いのではないかと思っている。ということで、私の全体の判断は踊り場について「脱却した」という完了形で言うには少し早いのではないかと思う。「概ね終了しつつある」とか、前回は「脱却しつつある」なのでこれで強まるのかどうかちょっと異論があるかもしれないが、そのような表現が妥当だと思う。

二番目が長期金利である。前回申し上げたが、アメリカの長期金利の低下と原油価格高騰の関係について、5年先スタートの5年物フォワード利回りと原油価格は逆相関している。つまり原油価格が上がってきても長期金利がむしろ下がるという非常にパラドキシカルなことが起こっていて、それが金融面で原油価格高騰のクッションの役割を果しているのではないかと思う。長期金利が下がった主な理由としては、グリーンズパン議長とかイエレン総裁が最近主張しているように、期間プレミアムの低下があ

るようだ。各種のボラティリティが色々低下しているとか、あるいは金融政策のトランスペアレンシーが高まっている結果、期間プレミアムの圧縮によって同じ短期金利の水準でも緩和効果が強化されるという現象が起きている。日本の場合は、当座預金を同じ水準に置いていても緩和効果は強化されていると私は思っているのであるが、それと同じことがアメリカでも起こっているのではないかと思う。ただ、これはいつまでも続くのかという疑問もある。今日も原油が 64 ドルにタッチして、そこまで行っても長期金利がクッションをしてくれるのかどうか。私はもうそろそろ限度にきていると思う。2 年物と 10 年物のスプレッドが 29bp か 27bp しかないという、ほとんど逆イールドになり掛かっているところで、なおかつ長期金利がクッション役になるとは考えにくい。その点はリスクとして認識しておく必要があるのではないかと思っている。以上である。

福井議長

福間委員から願います。

福間委員

海外経済については、米国及び中国等東アジア諸国を中心に景気回復が続いており、出遅れ感のあった欧州でもドイツでは次期首相候補のメルケル氏の改革路線への期待感もあって、I F O 景況指数や株価が上昇するなど、回復の兆しが見られている。先般の人民元切上げは、世界経済、特に東アジア諸国にとっては当面の不透明要因が一つなくなったという点で景気拡大にはプラスと評価している。この間、国際商品市況はエマージング諸国を含め世界的な景気拡大を反映して実需が強いうえに、供給制約もあり、引き続き高値圏で推移しており、最近では再び騰勢を強めている。このうち、原油等のエネルギー価格や、素材の原材料価格の上昇により、大型プロジェクトのコストが当初予想を上回るケース、いわゆるコスト・オーバーランが増えるなど、第一次オイルショック当時に似た状況が見られ始めている。仮に、採算悪化を理由に投資が手控えられることとなれば、

景気押し下げ要因になるほか、将来的にはボトルネックに繋がる恐れもある。このため、今後ともエネルギー、原材料価格の動向には注意していく必要があると思う。海外経済を巡るもう一つのリスク要因としては、前回会合でも述べたが米国の住宅投資の動向である。米国では家計貯蓄率がゼロになる中で、なおも個人消費が堅調に推移しており、景気の牽引役となっている。こうした動きを下支えしている要因の一つは、住宅価格の上昇等による資産価格であり、その背景には借入れ人に優しい住宅ローンの普及、拡大がある。今後、政策金利の引き上げとプルーデンス政策の両面から住宅投資のソフトランディングを図ることが期待される訳であるが、仮にエネルギー価格の上昇やソフトパッチにやや偏り過ぎた米国景気、物価見通しの修正等を背景に長期金利がさらに上昇を続け、住宅投資が減少すれば、当面はともかく米国経済全体への影響が懸念されている。

我が国の経済については、景気は着実に回復を続けており、先行きについても、内需と外需がよりバランスの取れた形で回復を続けていくと予想されている。需要項目別に見ると、設備投資については、短観に続いて政策投資銀行の調査でも示されたように、業種を問わず広い範囲に亘って増加しており、バブル期のような業界横並びの能増投資ではなく、既存設備の補修、改修が中心ということで、現下の設備投資の増加には持続性があると判断している。また、個人消費については、サービス支出の増加に加えて、モノの消費についても環境問題や健康志向にマッチした白物家電の売行きが好調なほか、クール・ビズ効果もあって紳士服が久方振りに増加するなど、雇用・所得環境が緩やかに改善する中で、消費は底堅さを一段と増している。一方、輸出については先程申し上げたように、世界的な景気拡大に加え、対ドル、対ユーロでの為替円安、中国における建設機械、自動車等の在庫調整の進展、さらには某自動車メーカーの輸出専用工場の稼働開始等の要因もあって、輸出の伸びも回復を続けると予想している。この間、生産面について見ると、既に自動車、高級鋼板等の鉄鋼、工作機械等の非IT分野では、フル稼働の状態が続いている。IT分野では自動車やデジタル家電等の需要拡大を反映し、これらに使われる情報電子部品

は夏休み返上でフル生産が続いている。東芝、富士通、エルピーダ、NECエレクトロニクスと夏休み返上で生産を増加させている。この間、物価については、国内企業物価はエネルギー、原材料価格の動向を反映して、引き続き上昇基調を続けると予想している。一方、コア消費者物価は、6月再び小幅のマイナスとなったが、先行きについては景気回復に伴う需給ギャップの縮小や原油高、為替円安に加えて、一部にはコスト増を製品価格に転嫁する動きも見られることから、全体としてはゼロ近傍で推移すると予想している。今後も物価が反応しにくい状況が維持されるかどうかは、引き続きユニット・レーバー・コストの動向がキー・ポイントと思っている。なお、地価については、先般路線価が発表され東京が13年振りに上昇し、全国の下落率も1993年以降最小となった。一般物価とともにこうした地価にも注目していきたいと思う。最後に金融面であるが、株式市場は足許様子見気分が強まっているものの、企業収益が堅調に推移し、これを背景に内需を中心として景気回復の基盤もしっかりしていることから、株式相場の基調自体は底堅いと考えている。一方、長期金利は先月来上昇傾向を辿っているが、欧米でも同様の動きが見られ、共通するのは各国地域ともに金利上昇の背景に景気拡大とそれを反映した株高、さらには原油高がある点である。我が国の長期金利については、現在の財政規律が維持され、物価も引き続き安定的に推移すれば従来のレンジ内の動きにとどまるものと予想している。以上である。

福井議長

西村委員から願います。

西村委員

経済情勢の基本的判断について、足許の情勢判断とその持続性を見据えたもう少し長めの判断を区別しておきたいと思う。

まず、足許の情勢判断から始める。既に指摘されているように強めの指標が次第に増加している。従来から景気判断の重要な指標となっていた景

気動向指数で見ても、8月5日発表の6月D Iでは一致指数は2か月連続で50を超え、さらに従来弱含みで推移していた先行指数も5か月振りに50を上回っている。投資を見ても先程福田委員からご指摘があったように、政策投資銀行の設備投資計画調査から自動車、電気機械、電力を核とした強気の設備投資計画が明らかになり、6月短観の判断をさらに補強している。個人消費も実質だけではなく、名目の家電販売額が季節調整済でここ2か月漸く上昇に転じた。新車登録台数が除く軽、含む軽ともに7月は前年同月割れとなっているが、前回MPMで指摘したように営業日が昨年より一日少なかったということを勘案すれば、失速という状態とは言いがたいと思う。実際、先行性が高いと思われる東京と大阪において、前年同月比103%と好調である。さらにモデルチェンジをしたミニバンのセレナを持つ日産は104%と好調を維持している。トヨタ、ホンダが苦戦しているが、これは年度後半の新車導入効果に期待ができるのではないかなと思う。と言うことは、ここ数回MPMで申し上げているポジティブ・シナリオからは逸脱していないという点で心強いと思う。ただ、業界では1997年には1~7月で320万台売れたという記憶が強くて、今年1~2月の243万台というのは業界的にはまずまずのレベルという感じであるようではある。さらに輸出であるが、米国そしてその他の国向けが強く、回復基調にあることも特筆される。自動車においてトヨタの7月の全世界販売額は前年比14%近く伸びるということで、日本における7月販売の不振を遥かに埋め合わせているという状況である。こうした統計数字からみるに、足許の経済情勢として調査統計局の現状評価、もはや踊り場とは言いがたいという纏めに違和感はない。ただ、持続性を見据えたもう少し長めの判断という点では、下振れのリスク・ファクターが以前にも増して増大しているということを頭に入れておく必要があると思う。その意味で踊り場脱却が即、力強い成長を意味するものではないということに気を付ける必要がある。踊り場に逆戻りする可能性も孕んでいるということである。従って、慎重な対処が求められることを誤解のない形で対外的に示していく必要が以前にも増してあるのではないかと考えている。持続性という観点か

らみると、中国、米国、両経済の動きが大きなリスク・ファクターであることは既に皆さんが指摘されているとおりである。米国経済は足許の情勢を見る限り、先週金曜の雇用統計を含め、強めの経済指標が続き、何の問題もないように見える。しかしながら既に多くの委員が指摘されているように、持続性を見据えた長めの判断では気を付けなければならない現象が多々ある。特に先程から議論があるように、住宅価格の高騰というものは住宅着工の趨勢的増勢を支えて、6月には新築住宅販売額が過去最高を記録している。しかし、それは長期金利の低位安定が影響していることは間違いない。一方、先程の指摘もあったように家計の貯蓄率はゼロ近傍に落ちてきている。従って、金利上昇が起こる際には、家計部門に大きな影響がないということは考えにくいと思う。金利政策のファインチューニングでオーバーキルを避けながら住宅市場のソフトランディングと全体の好調の持続性を目指しているように見えるが、このいわばナローパスというのを抜けられるかどうかは世界経済の最大のリスク・ファクターではないかと思っている。中国もまた極めて狭いナローパスを抜けなければならないかと思っている。国有企業改革が遅れ、国有企業が市場経済の企業とは異なった経済活動をとる例が最近散見される。それが必ずしも合理的でない投資に繋がり、将来の不良債権に繋がっているという悪循環が見られる。市場利子率を通じた調整が非常に難しく、ブームか、さもないとバストかというようにボラティリティの高い状態が続いている。さらには為替調整であるが、過度の資本流入や輸出をもたらすことなくバランスをとってやらなければならないという極めて難しい状況にあると思う。最後に原油高について一点だけ追加しておきたいと思う。確かにコスト高という点では日本経済にマイナスの影響を与えることは間違いない。しかしながら、日本製品が相対的にエネルギー節約型製品であるということを考えると、全体として各国の輸入に占める日本の輸出が相対的に高まるということになる。それによって原油価格上昇のマイナスのインパクトが和らぐという働きがあると考えられる。昨今の自動車輸出の好調にはこうした要素があると思う。石油消費国の全体のパイは小さくなるかもしれないが、我が

国のパイの分け前は大きくなっていると考えられる。さらにパイの増えた産油国においても原油高の影響は消費者にとって同じであるから、パイの分け前が大きくなる同じメカニズムが働く。この点は原油高というマイナスの効果が多い中での一種の不幸中の幸いと言えるのではないかと思う。以上である。

福井議長

中原委員からお願いします。

中原委員

前回会合以降の経済指標は数こそ少ないが、総じて展望レポートの中間見直しの考え方を大筋で裏付ける結果であると言えると思う。足許の景気は今月の基本的見解のとおりということで異論はない。足許の情勢を見ると、鉱工業生産指数 4～6 月期では前期比若干マイナスであるが、昨日も説明があったとおり、医薬品や鋼船といった特殊一時的な要因もあり、基調は緩やかな増加との判断は妥当と思う。先般の政策投資銀行調査による設備投資計画は短観と整合的であるが、合理化目的投資の比重が高いという事実から判断すると、実現性についての確度は高いとみて良いかと思う。雇用と所得の改善もここへきて明確になってきており、内需を中心とした緩やかな成長軌道への復帰のシナリオをサポートする材料はここで増えたということは事実である。先般発表された 2005 年の土地の路線価では、大都市圏を中心にマイナス幅が縮小しており、東京都の地価が 13 年振りに上昇に転じたといった話もあるが、このような事実も材料の一つかと思う。ただ、先行きを考えると幾つかの不透明要因はなお残存している訳である。すなわち、原油価格が最高値を更新し続ける中で、これが実体経済に及ぼす影響を見極めるにはなお時間を要すると思われること、また賃金コストや素材価格の上昇による米国のインフレ加速の懸念はなお完全に払拭しきれていないこと。中国人民元の再切上げの思惑が残る中で、中国経済の動向が世界経済に及ぼす影響はなお注意を要すること、さらに、こ

こへきて国内政治、政局の流動化や選挙の結果等によっては現在の強気の企業マインドや消費の信頼感等に、あるいは金融資本市場に影響を及ぼす恐れがあること、などがある。こういった先行きの不透明感は必ずしも減じていないとみられる。

I T関連産業の調整については、全体として進捗しているというのは間違いないが、情報通信、電気機械等を含めた広義のI T関連としては、依然として若干の不透明さが残っている。直近の鉱工業生産指数等から見ると、各分野とも総じて出荷の好調や生産の回復がみられるが、在庫率は電子部品・デバイスや電気機械で改善したものの水準的にはフラットという状態であるし、情報通信機械も前月に続き大幅に上昇している点が気に掛かる。先行きについても、電子部品・デバイスでは、6月の実績、7月の予測とも上方修正、8月も強気の見通しとなっている一方で、情報通信機械や電気機械では、6月、7月とも下方修正されており、基本的にはなお慎重にみていく必要があると思う。

こうした点を考え合わせると、このタイミングで我が国経済が「踊り場」を脱却したか否かの発言についてはやや慎重に言葉を選ぶべきであろうと思う。この点は、昨日の早川調査統計局長の見解のとおりと私も思うが、第2四半期のGDP統計やその他個別のマクロナンバーによる確認作業をなお必要としているのではないかと考える。

海外については、今のところ米国が想定した成長パスよりもやや強めに動いていることや中国の為替制度変更に関する帰趨が依然として不透明であることも含めて大きく見方を変える必要はないと思う。米国景気は足許で発表された指標は総じて堅調な動向を示している。FRBの判断もベージュブック等で見ると若干強気化しているようである。もっとも、先行きについては、昨日も議論があったが、労働需給のスラックがどの程度あるのかということ次第で、賃金の上昇からくる潜在的なインフレ加速懸念がなお否定できない。また、長期金利に上昇圧力が加わり始めている感触がある中、住宅価格動向にはなお注意を要する等々、不透明要因は多々ある訳である。中国経済については、主要な計数が発表されていない

こともあって、実体経済に関して見方を変えるだけの材料はない。人民元相場の切上げについては、現時点での影響は限定的と言えようが、米国からの政治圧力が続いており、この問題がこのまま鎮静化するとも考えられない状況である。9月の国家主席の訪米を控えていることもあり、今後の運営方針が人民元の継続的な上昇を許すのか、それとも切上げ後の水準を実質的に維持するものなのか、という点はなお注目していく必要がある。

最後に、金融資本市場について、このところ株価の堅調が目立っていたが、国内政治動向との絡みでやや波乱含みの中できた。今朝程の値動きを見ると、海外勢からの売りはそれ程まだ強くはないという感じがするが、今後の選挙結果や政局に応じた海外勢の動きは要注意かと思う。基本的には日本経済の回復及び企業の好業績に対する期待は総じて高いということではないか。欧米投資家の買い意欲は比較的根強い状況が続くと思うが、原油価格の動向、実体経済の堅調さの割には伸び悩む米株価等を考え合わせると、なお引き続き注視していきたいと思っている。長期金利は株価上昇を材料にやや上昇が見られる。国債の入札状況では投資家の購入意欲が旺盛であるが、先行き金利が急騰するような可能性は高くないと思っている。為替相場は、上値が若干重い展開であるが、これまでの円安が一服する形に過ぎず、基調としてドル堅調の方向を予想しておきたいと思う。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

前回の決定会合前後に公表された景気指標等から、展望レポートのシナリオが実現する蓋然性が高まっていると思う。鉱工業生産は増加傾向を維持しているし、IT関連の調整も電子部品・デバイスの生産・出荷増、在庫減少、生産予測指数の上方修正など進展が見られる。輸出の伸びも高まっている。内需でも設備投資計画は、日本政策投資銀行調査によると、

全産業で 15 年振りの二桁増、非製造業も増加となっており、設備投資の強さを再確認した。投資の特徴は、原燃料コスト削減、新製品対応投資、機能劣化防止・機能高度化とのことであり、設備償却・除去率の大幅上昇傾向もあって、投資の持続性が高まっているように思われる。また、賃金・雇用環境では、毎勤統計の 6 月の名目賃金はパート比率の減少傾向の中、ボーナス増で昨年 11 月以来の高い伸びとなった。そのもとで個人消費は底堅く推移している。なお、経済活動の横這い圏内の動きを踊り場と定義すると、こうした状況を勘案すれば、踊り場は概ね脱したと言えると思う。この点について、踊り場をもたらした I T 関連の調整の進捗状況を、N I E s 諸国での生産・輸出の改善、N A S D A Q の上昇、ミクロ情報、半導体市況の持ち直し等も加えて判断すると、定性的には踊り場は脱したと思われる。ただ、電子部品・デバイスの在庫循環図では 45 度線を越えていないため、定量的にも踊り場を脱したとは言い切れない。また、踊り場には I T 関連だけでなく過熱抑制策などによる中国の調整の影響もかなりあったと言えるが、中国の事情が大きく好転したことを示すような量的な指標はまだ見受けられないことからそのように判断している。物価では、コア C P I 前年比が再びマイナスとなったが、特殊要因を除くとほぼゼロである。賃金や需給ギャップも改善傾向にある中で、米の要因がほぼ剥落する 10 月以降、プラス転化の可能性が高まっている。こうしたことを踏まえれば、今月の金融経済月報の基本的見解は、執行部案のとおりで良いと思う。

次に、主なリスク要因に言及したいと思う。まず一つめは、原油価格の高騰である。私は原油価格高騰で世界の成長率が落ちれば、その上昇は止まると考えている。従って、原油価格がどんどん高くなることを懸念してはいないが、高止まりする可能性はあると思っている。なお、原単位の大きいアジアの国などでは、これまで財政負担増などで、そのショックを遮断してきた部分があるので、そういった国についてはマグマが溜まっている可能性がある。二つめは、米国の景気動向である。足許の景気指標は着実な景気拡大を裏付けている。つまり、製造業は持ち直し、E P S 成長率

は大幅上方修正されている。7月の非農業部門雇用者数も予想を上回り、今年入り後の増加数は月平均で19万人と昨年よりも多くなっている。足許の米国長期金利を見ると、景況感の好転とともに上昇しつつある。長期金利の謎については、政策変更を踏まえつつも先行きの米国景気に不安材料が多かったため、市場の見方が慎重だったという部分もあったことが窺われる。今後、インフレ懸念が、景況感や賃金・雇用環境の改善から高まる可能性があるが、市場が長期金利の低位安定に慣れてしまっているだけに、市場の想定範囲を超えて長期金利が上昇するリスクがあると思っている。金融政策の先行きも気になる。米国の消費は住宅価格の上昇に依存している部分があるため、こうした動きが住宅価格に与える影響について、引き続き注視していきたいと思う。米国長期金利の上昇につれて、足許、我が国でも長期金利がジリジリ上昇している。この背景には市場参加者の景気の先行き不透明感が幾分払拭されつつあること、消費者物価の上昇が市場想定比前倒しとなる可能性が高まっていることなどがある。今後も景気回復や企業業績の拡大の力強さについて、市場参加者が確度を高めるにつれ、さらなる長期金利の上昇も考えられる。気になるのは市場参加者において押し目買いが強いとの予想により「当面は長期金利が1.5%を大きく超えることはない」という見方がかなりあることである。今後の政局展開如何では、財政プレミアム上昇のリスクもある。なお、長期金利はファンダメンタルズを反映して自然に形成されるのが望ましく、景気回復に伴う長期金利の上昇は自然なものである。それを人為的に抑え付けることは、後々の調整コストを大きくし望ましくない。私共としては市場参加者の間で壁を醸成するような情報発信等は避け、自然な金利形成が行われるようにした上で、その金利が発するメッセージを読み取っていくべきではないかと思っている。最後に国内の企業行動についてである。企業行動は依然として慎重であるが、前向きの動きも出てきている。東京都路線価の13年振りの反転に象徴されるような土地価格の下げ止まりの兆候が見られる中で、企業は株主重視の姿勢、買収リスクの高まりのもと、キャッシュ・フローの効率的な利用に関心を寄せている。先程の日本政策投資銀

行調査によると、キャッシュ・フローに対する設備投資の比率が5年振りに上昇に転じたとのことである。配当やボーナスへの還元も見られる。こうした前向きの動きの力強さと持続性に注目していきたいと思う。なお、マネタリーベースの伸びは低下しているが、昨年度の資金循環によれば、国内民間非金融法人企業の資金余剰幅はかなり縮小し、資金調達額は9年振りにプラスに転じた。銀行貸出残高も下げ止まりつつある。企業の前向きの動きが強まれば、マネーサプライの増加にも繋がっていくと思われる。以上である。

福井議長

水野委員から願います。

水野委員

最初にファンダメンタルズについては、個人消費が上振れする可能性がまだ残っていること、また世界全体でみると、製造業のミニ在庫調整にほぼ目途がついたのではないかという点を強調して申し上げたいと思う。既に皆さんが色々と指摘されているその他のポイントは簡単に触れるにとどめたい。

まず今年に入ってから個人消費の好調さについては、悪天候で落ち込んだ昨年の10～12月期の反動増というだけではなくて、6月の雇用・所得関連統計が軒並み改善しているということからも、雇用・所得環境の改善に裏付けられたものであることが次第に確認されてきたと思う。現在の企業業績を前提にすると、こうした雇用・所得環境の改善は今後も持続すると見込まれる。最終結果を見ないと分からないが、毎月の統計などで見ると、今年のボーナスは前年比プラスとなる可能性が高いようである。先行きについては、雇用者所得の緩やかな増加を背景に、着実な回復が続ける可能性が高いという調査統計局の見方に同感できるし、また今後その判断を上振れさせることができる可能性も残されていると思う。また、グローバルにみると、製造業において在庫調整や設備投資調整の終了を示唆

する経済統計が出てきた。例えば、7月のISM指数が56.6と今年最高の水準である。また6月の非国防資本財受注の航空機除くベースが前年同月比で見ると+12.6%と非常に高い伸びを示している。米国の長期債利回りがジワジワと上昇しているという背景には、景気悲観論の後退があるとみられており、経済統計と軌を一にしていると言えるのではないだろうか。ユーロ圏については、製造業PMIが2か月連続で上昇し、ドイツのIFO指数、生産指数が改善している。企業の景況感の改善はユーロ圏景気の悲観論の後退、あるいは景気の転換点を示唆しているのではないかと思う。昨年秋以降発生した主要国の在庫調整圧力の主因の一つは、中国の景気過熱抑制策の影響と見込まれる。米国の製造業が一足先に在庫調整に目途を付けたが、我が国もIT関連の在庫調整が着実に進展しているため、生産全体でも在庫循環の調整局面も7~9月期には終了できるのではないか。その後の力強さについてはまだ議論の余地があると思うが、在庫調整の終了については期待できる状況に至っていると思う。

以上のように、景気の足取りはしっかりしたものになると思う。政府は本日の月例経済報告において踊り場脱却宣言をされると言われている。しかし、日本銀行にとって重要な点は景気回復の持続性であるので、これまで同様に強めの経済指標を冷静に分析するローキーな姿勢を維持したほうが良い。踊り場脱却がどうかという議論というのは私は個人的には既に脱却したという判断で全く構わないと思うが、敢えてそれを強調するよりも先行きの展開を見通して若干のリスク・ファクターにもメンションしておくというのが良いのではないかなと思う。

次に、債券相場については、7月下旬から雰囲気はかなり変わってきたと思う。いわゆる需給相場からファンダメンタルズ相場にシフトしてきている点が特徴として挙げられる。先程、須田委員が言われたが、それに気付いてない人がいるということは問題かなと思う。先週金曜日に郵政関連法案が参院で否決される可能性が高まった際に株価が急落したが、債券相場はほとんど反応しなかった。同法案が否決された昨日も引けに掛けて株が急反発して今日も上がっているが、長期金利はジワジワと上昇している。

昨日は久々に10年債利回りで1.4%——4か月半振りだと思う——が付いた。債券市場のムードが変化した背景には、米国の好調な経済指標及び米国の金利先高観に代表されるように、世界経済のファンダメンタルズの改善がさすがに無視できなくなってきたことがあるのではないかと考えている。外国人投資家は金利先物や債券先物を売り始めて、金利先物と国債のイールド・カーブがスティープ化してきている。8月に入ってから、大手銀行勢も金利先高観をシェアし始めている。量的緩和解除の必要条件がデフレ克服であるということを考えると、債券市場が量的緩和解除を意識すればする程国債のイールド・カーブはベア・スティープしていく方向にあるのではないかなと思う。金融市場のプロの間では、今年程、市場のコンセンサスが外れる年は珍しいと言われている。多分、それには日本の長期金利も含まれることになるのかなと個人的に思っているが、マーケット・コンセンサスが多く裏切られた背景には、ヘッジファンド・バブルの発生と崩壊、その後の後遺症があるのではないかなと思う。今年は国債のインデックスや株価指数の期待リターンが低下する中で、高いリターンを期待する投資マネーが、昨年から続いているようにヘッジファンド業界にかなり入ってきた。しかし、第一に、中国のみならず新興成長国の良好なファンダメンタルズを受けて、収益機会が大きくなるマーケットの歪みが乏しかった。第二に、インフレ期待が低い中、主要国では金融政策のノーマライゼーションがキーワードになって、金融政策に関する市場の見方が収斂してきた。第三に理由は色々あるが過去の金融引締め局面の経験則が当てはまらずに長期金利が上昇せず、主要国のマーケットのボラティリティが低下した。そうしたことから、ヘッジファンドの運用パフォーマンスが低下した。米ドルや財務省証券を大きくショートしたマクロ・ヘッジファンドはポジションの解消をかなり迫られた。現在は、ヘッジファンド・バブルが崩壊した後遺症があるため、新しく腰の入った大規模のポジションを作る投機筋は少なくなっている。投機的なポジションが積み上がりにくい環境では、金融市場はファンダメンタルズに素直に沿った動きをする傾向がある。すなわちFRBや日本銀行の景気、物価の見通しが適切なら

ば、日米ともに株価は底堅い展開となる一方、債券相場はベア・マーケットになる公算が高いと思う。今後とも日米の金利先高観は持続するとみた方が良いように思う。

先程から色々出ている原油高、米国株、米国の住宅バブルについて、若干コメントしていくと、原油高は物事には両面があるということで、産油国は所得の再配分で恩恵を受けている。また、米国の長期金利は4.6%から3.8%に一旦低下して今4.4%であるから、実際に景気に悪影響が出るのは5%を超えてからだと思う。従って、今の20~30bpの動きを景気に直接結び付けて議論するのはどうかと思ってみている。最後にご紹介ということであるが、外国人投資家数人から昨日の参院の結果を受けてメールを頂いたが、「日本のファンダメンタルズは改善している。日本株は大丈夫だとみている。」とそういうことを言っていた。以上である。

福井議長

春委員からお願いします。

春委員

それでは申し上げます。前回会合以降の動きとしては、海外では米国の4~6月期の実質GDP速報値が9四半期連続で3%を上回る伸びを示して底堅い成長を続けていることが確認された。個人消費、設備投資、住宅投資など力強い内需の伸びが成長の牽引力となっている。また、4~6月にやや弱めの動きとなっていた生産については、7月のISM製造業指数が年初来の最高値を更新するなど復調の兆しが見られている。7月の雇用統計も市場予想を上回る増加となった。エネルギー価格上昇や住宅市場の過熱など不安要素があるものの、米国経済は年後半も潜在成長率近傍の着実な成長を続けるとの見方が一般的なようである。

この間、中国人民元は7月21日の切上げ後、ほぼ横這いの動きとなっている。これまでのところ世界経済や金融資本市場への影響は限定的であるが、次のフェーズに中国政府が3原則をどのように運営していくのか、

また米国等の反応も注目が必要と思う。

原油価格は7月末から再び騰勢を強めている。8月に入ってWT Iはほぼ連日、ドバイも過去最高値を更新した。原油高の内外経済への影響は、引き続き警戒的にみていくことが必要と思う。

国内では6月の生産が前月比+1.5%と増加した。鋼船や医薬品による振れの影響もあって、4~6月で均してみると前期比-0.4%と横這いの動きとなったが、7月、8月の生産予測指数は増加の見通しとなっている。調査統計局のミクロヒアリングでも7~9月の生産は小幅増加に転じ、10~12月も増加を続ける見通しになっている。電子部品・デバイスの在庫調整も6月の出荷が好調だったこともあって着実に進んだように思う。設備投資については、日本政策投資銀行の調査では今年度の計画が15年振りの二桁増と、ほぼ6月短観を裏付ける堅調な動きとなっている。また6月の失業率や有効求人倍率が市場予想を上回る強めの動きとなった。名目賃金も3か月連続で前年を上回っており、雇用・所得環境の改善も着実に続いている。これを反映して、家計調査全世帯における消費水準指数も4~6月期は前期比+0.4%と1~3月の高い伸びに続いて底堅く推移している。6月の景気動向指数も一致指数が100%と2か月連続で50%を上回り、先行指数も5か月振りに50%を上回るなど、堅調な動きとなった。7月下旬実施の景気ウォッチャー調査も現状判断DIは3か月連続、先行判断DIは4か月連続で横這いを示す50を上回っている。企業収益から設備投資、そして雇用・所得から個人消費への波及メカニズムはいずれも着実に機能しているように思う。

物価面では6月の全国コアCPIが再び小幅マイナスに逆戻りした。前回会合でも申し上げたが、電気料金について燃料費調整制度に基づく10月からの引き上げが確定した。国内のガソリン価格も上昇傾向を辿っている。原油価格上昇のコアCPIへの波及は着実に進んでいるように思う。この間、金利、株価は、景況感の改善を背景に上昇した。長期金利は昨日1.4%となり、今日はさらに上昇している。株価は一時1年3か月振りに12,000円台を回復したが、その後政治の動き等もあって不安定な動きと

なっている。昨日来の政治の動きが為替や株価に関して、特に7月以降大幅な買い越しに戻っている外国人投資家に与える影響は懸念される。

以上から景気判断については、国内経済はこれまで弱めだった輸出・生産にも回復の動きが見られており、原油価格などの不透明要因を抱えつつも、これまでの先行き見通しに沿って着実に回復を続けているものと考えられる。今月の基本的見解については、執行部のご提案のとおり、先行きも含めて基本的に7月の判断を維持し、輸出や賃金等に多少強めの表現を入れることで良いと思う。昨日、踊り場という表現はもはや不自然という説明があった。踊り場脱出についての判断は様々のものであるが、年率2%程度と予想されている今週末の4～6月のQE一次速報により、1～3月の高い伸び率に続いて、2四半期連続の着実なプラス成長が確認されれば、7月以降の指標も堅調なことであり、踊り場脱出と考えて良いのではないかと思う。

国税庁発表の1月1日現在の路線価によると、全国平均で前年比-3.4%と13年連続の下落ではあるが、下落幅は下げに転じた1993年以降最小となった。特に東京都が13年振りに上昇に転じたほか、大都市圏での下げ止まり傾向が鮮明となっている。市街地価格指数など他の統計でも確認されていることであるが、REITなど不動産ファンドを通じた資金の流入もあって、オフィス街整備や再開発が進んでいることなどが背景のようである。こうした地価の下げ止まりへの動きから、まだ、資産バブルを心配するには早いと思うが、2006年または2007年と言われていた地価下げ止まりの時期が現実味を増しているように思う。企業や個人の投資や消費スタンスにどのような影響が及んでいくか、関心を持って見ていきたいと思う。私からは以上である。

福井議長

最後になったが、武藤副総裁からお願いする。

武藤副総裁

それでは多くの委員が色々ご指摘されているが、我が国の景気が踊り場を脱却したのかどうかについて、どのように考えるのかということをポイントに話をしてみたいと思う。

まず、海外経済は、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。米国では家計支出、設備投資がともに伸び率こそ鈍化しているものの、着実に増加している。第2四半期のGDP速報は前期比年率+3.4%と前期から幾分減速したが、市場予想並みの成長率は維持された。先日公表されたページブックも各地区で景気拡大の持続を示す内容であった。なお、連銀の利上げは今後も続くと予想される中、長期金利の動向やそのもとでの住宅価格の動向には皆さんからご指摘のあったとおり留意する必要がある。今後とも基本的には潜在成長率程度の景気拡大が続くと考えて良いのではないかと思う。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。景気過熱抑制策による在庫調整の影響等から、大幅に伸びが鈍化してきた輸入についても足許復調の兆しが見られる。先行き高成長が続く中で、在庫等の調整圧力は次第に弱まっていくとみられるが、その進捗ペースについては不確実性が高いため引き続き注意して見ていく必要がある。

こうしたもとで我が国の輸出は中国向けが伸び悩んでいるが、米国やNIEs、ASEAN向けを中心に緩やかながら増加している。先行きも中国国内の調整がいつ終わるかはっきりしないものの、原油価格上昇により購買力が増加している中東など、その他地域向けの輸出が高い伸びとなっていることや、海外経済が拡大基調を続けると見込めることを踏まえると、輸出の伸びは次第に高まっていくとみて良いと思う。

内需は、設備投資と個人消費を中心にしっかりとした動きが続いている。企業部門では、高水準の企業収益を背景に設備投資が増加を続けている。資本財出荷が非IT関連を中心に4~6月に前期比+4.7%の増加となったほか、建築着工床面積も全体として着実な増加が続いている。企業部門の好調は家計部門に着実に波及している。雇用・所得環境について見ると、

新規求人はサービス業や卸小売、飲食業、建設業を中心に増加を続けていて、失業率は4.2%まで低下した。また、夏のボーナスの5割強を占める6月の特別給与が前年比+2%増加したほか、パート比率の低下等を背景に所定内給与が若干ながら上昇に転じており、雇用者所得は緩やかに増加している。個人消費を見ると、家電販売がパソコンや高付加価値の白物家電を中心に順調に増加しているほか、全国百貨店売上高はクール・ビズ効果もあってかなり強めの動きとなっている。また、外食あるいは旅行取扱額といったサービス関連も増加傾向にある。先行きも雇用者所得の増加に支えられて着実に回復を続ける可能性が高いと考えられる。こうした需要動向のもとで生産は4~6月が前期比-0.4%と小幅の減少となったが、これには鋼船や医薬品の統計上の振れも影響しており、実際には緩やかな増加を続けていると考えられる。予測指数や企業ヒアリングを踏まえると、7~9月は前期比+1%の増加と見通されている。IT関連分野の状況を見ると、電子部品・デバイスの在庫調整は1~3月に大きく進捗した後、4~6月は足踏みする格好となっているが、企業ヒアリング等のミクロ情報も踏まえると、在庫調整は緩やかながら着実に進捗しているということである。

以上を纏めると、IT関連分野の調整が着実に進捗する中で、内需が想定以上に強い動きとなっているほか、輸出の伸びも回復しているということであろうと思う。景気がいわゆる踊り場入りしたきっかけはIT関連分野の調整であった。IT関連分野の調整はなお続いていて、終了したとは言えないということはそのとおりだと思う。しかし、以上申し上げたとおり、内需の強めの動きに支えられて、経済が全体として上向きになっているということもみられる訳で、現時点で踊り場脱却議論にあまり声高に何か言っていくよりは、ローキーのほうが良いという水野委員の話も確かにそのとおりだと思う。ただ、主役が交替し、内需が強めの動きをもって経済全体が上向きになっていることを踏まえると、ローキーながらほぼ踊り場を脱却したという考え方で良いのではないかと思う。

物価面については、国内企業物価は原油価格高騰の影響等から上昇して

いる。先行きも上昇基調を続ける可能性が高いが、そのテンポは鈍化するとみられる。コアの消費者物価は、石油製品で前年上昇の裏が出たこともあって、6月は前年比-0.2%となった。もっとも電気・電話料金や石油製品価格などの特殊要因を除いたベースでは、ここのところゼロ近傍で推移している。コアの消費者物価の先行きについては、当面小幅のマイナスで推移するが、年末から来年初めに掛けて前年比プラスに転じる可能性が高まっていると思う。

最後に金融資本市場の動向について一言申し述べたいと思う。長期金利は1.4%近辺まで上昇し、短期金融市場でもイールド・カーブが少し立ち上がってきている。こうした背景には、内需の回復基盤がしっかりする中で、市場が経済物価情勢の先行きに対して前向きの見方をやや強めたということがあるように思う。株価は一時12,000円台を付けるなど、やや強めの動きをしたが、政局を巡る不透明感を背景に先週後半から軟調な展開となった。ただ、政局の不透明感については、既にある程度織り込んでいるとみられるが、今後の市場の景況感にさらなる変化が見られないかどうかといった点を含めて、市場の動向には引き続き注意を払っていく必要があると思う。以上である。

福井議長

皆様のご意見を一通り出して頂き、この私が伺っていて非常に明確な点は、内外の経済ともに日本銀行の展望レポートの基本的シナリオの線に沿って順調に動いている、そして当面の先行き見通しについてもほぼシナリオの線で推移していくことは間違いないのではないか、こういう見解であったと思う。それからマーケットの方を見ても、日本経済を含む世界経済のファンダメンタルズの良い動きを反映して株価の基調は堅調である、債券市場においては、長期金利がジワリ上昇しているが、これはファンダメンタルズの反映であり、リスク・プレミアム、ターム・プレミアムとも低い状況で推移するなど、市場の雰囲気は落ち着いていると、このようなご意見であったかと思う。なお、為替市場についてはあまりご意見は

なかったが、米国経済及び米国金利の先導役との認識を持ちつつ、多少のドル高基調をベースに落ち着いた動きをみせている、そういうことではないかと思う。その中で日本経済がショート・ランでみて踊り場を脱却しているかどうか、大変微妙な表現とはなるが、ご意見を出して頂いた。少なくとも踊り場を脱却しつつあるという前月の表現のままというよりは、一歩か半歩前進したご意見だったかなと伺った。ただ、微妙な判定をなお残しているということでもあったように思い、今日の記者会見では、ローキーながら多少前月よりは前進した表現で説明しておきたいというふうに思う。世界経済、日本経済の点検について、皆様方の間にそう大きなご意見の相違はなかったかと思うが、世界経済については米国や中国を中心に着実な拡大を続けていて、現在のペース、つまり潜在成長率近傍の景気拡大が先行きもなお続くというこの予想は、比較的皆さん確信を持っておられるということではなかったかと思う。ただ、米国経済について、今日皆様方から比較的多くご指摘があったのは、長期金利安定のもとで住宅価格の上昇傾向が続いていて、これが米国の重要な内需の柱の一つである消費と密接に関連して動いているけれども、先行きまで繋げてみるとリスク・ファクターを蓄積していないか、金融政策の動向とも絡み、やはり一つの要注目点だというご指摘が複数の方からあったと思う。それから中国の経済について、今日はあまり沢山のご意見の表明はなかった訳であるが、ああいう形で踏み切った人民元の改革は短期的に中国経済にショックをもたらすものではなかったということだと思うが、逆に言えば中国の内部において、よりバランスのとれた経済運営を進めていく、市場メカニズムを軸に進めていくというモメンタムはそれ程は強くないということであるので、中国経済については、表面的な内外需の動きに加えて、やはり経済構造の変化との関連で今後とも正しく捉えていく必要があるということかと思う。日本経済について、輸出がジワリとまた持ち直しの方向にあるということは共通の確認事項であったと思う。それから国内需要については、設備投資、これは短観に続いて政策投資銀行の調査が設備投資の強さをさらに裏付けたということであるし、様々なデータを見ていて非IT

関連業種の設備投資の強さという点も補強材料として見得る状況になっているということかと思う。個人消費については皆様のご指摘のとおりだと思う。昨年の反動増ということだけではなく、より明確に雇用・所得環境の好転に裏付けられており、そういう意味では着実な回復の裏付けがより強まってきているということであるし、今年の夏のボーナス、まだ最終結果が出ていないが、ほぼ確実に前年比プラスになるだろうというようなことも、それを補強する材料ではないかと思う。生産はクリアカットな上昇という数字がなかなか表面に浮かび上がってこない状況であるが、調査統計局の情勢判断のように着実にやはり上向いているというご認識は皆さん共通だったかと思う。その中でIT関連の調整、この在庫調整であるが、45度線のところギリギリまでで、これは一体この次越えるのか越えないのか、あるいは6月までの統計で本当はもう越えているのかどうか、なかなか難しい。岩田副総裁の慎重なご意見もある。このところは非常に重要なポイントなのであるが、今のところやや明確な材料がないということではないかと思う。そういう訳で、踊り場を脱却したかどうかについて最終的にどう言うか、記者会見では、ローキーではあっても多少前回よりは前進した表現で言っておきたいと思っている。物価について格別大きな情勢判断の変化はない。国内企業物価、消費者物価ともに認識は従来通りということであって、CPIについては10月以降米の値段などの特殊要因が順次剥落していく過程で前年比がプラスに転じていく可能性が少し高まっていると、そういうふうに理解されているということではないかと思う。

そういう訳で、私の方から特に論点として具体的に取り上げるべきものは今日はなかったような気がするが、皆様方の間でどうぞ。追加的に意見交換をされる必要があるか。ポイントについて如何か。

早川調査統計局長、先程の岩田副総裁のコメントで電子部品・デバイスの動きだが…。

早川調査統計局長

正直言って、岩田副総裁と認識にはほとんど差がないと思っている。敢えて言うと、足許の生産は、私は増加傾向と思っているが、それ位の違いであり、やはり生産・在庫回りについては少し重い。それから在庫調整圧力が残っている。ITについても調整が終了した訳ではない。基本的には同じ認識を持っているので、後はそれを感覚的な踊り場という言葉とどう結び付けるかだけのことである。ただ、若干申し上げておくと、一つは確かに日本の場合だと、景気動向指数の作り方にしても、生産・在庫というところにある程度の重きを置いて景気判断をしていくということであるので、岩田副総裁のご指摘は私自身も良く理解できるところである。ただ、少し在庫循環で議論するとなかなか厳しいなと思うのが一、二ある。一つは、例えば在庫循環図で45度線を跨いで上に上がったのは、実は今年の第1四半期からである。去年の第4四半期までは、在庫は前年比マイナスで推移しているということであるから、在庫循環で判断すると、いわば踊り場に入ったのは今年に入ってからだという感じになってしまう。しかし一番本当に弱かったのは、去年の秋から年末位が一番弱かったのではないかという感じがあるので、少しズレる。あるいは、生産・出荷が前年比である程度数字が上がってくるのは多分8月になると思うので、45度線を下のほうに跨いでくれるのは一番楽観的に考えて8月であろうと思う。そうすると、会合で言うと、10月の会合でそれを確認するという感じになって、やや何と言うかズレるなということがあると思っている。それからもう一つは、いわゆるその展望レポートの判断との関係であって、今日もご議論があったように足許の数字を見ている限りは、先月も概ねその想定に沿ってという判断であったし、恐らく足許の数字を見ている限りはそういう判断であろうかと思っている。そうすると、当時年央位には踊り場脱却と言っていて、それが例えばその8月ではなくて10月位までズレ込んでいるのに想定通りであると、少しその辺にやや無理がくるかなと思う。あるいはGDPがどのような数字になるか分からないが、数字に即して考えると、可能性としては想定通りか、場合によっては上振れかという感じで

あって、下振れの可能性はかなりここから変なことが起こらない限り低い
なと思っている。そういったことを組み合わせると、確かに岩田副総裁の
おっしゃることは大変良く分かるのであるが、色々な意味で少し辻褃があ
わないことは幾つか出てきてしまうということで、取り敢えず現状を踊り
場と言うのは不自然ではないかということをおっしゃって頂いた訳である。あ
と、色々なご議論はあるが、昨日申し上げたように、脱却という感じがど
こか段差を付けて起こっていないので、何かそこに抵抗感をお持ちの方は
沢山おられて、ローキーだとか色々な意見があったが、昨日も私が申し上
げたのは不自然であるとか、気が付いてみるともう抜けているとか、色々
なことを申し上げた。要するに、やはり輸出・生産でバーンと良くなると、
ある月で段差を持って良くなるのだが、内需回りで特に個人消費などがジ
ワジワ良くなってくると、ではあれは何月だったのか、7月であるか、8
月であるか、何月に抜けたのか、と言われてもなかなかそうはならないと
いうことではないかと思っている。以上である。

岩田副総裁

私も少し一言言わせて頂いても良いか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

今局長がおっしゃったとおりで、多分認識にほとんど違いはなくて、表
現の仕方の問題と私も思っている。ただやはりマーケット、あるいは
ジャーナリストは「脱却」という言葉を聞きたい、それだけを聞きたいと、
そこだけを見ているところがあって、確かにそう言ってしまうと気持ちが
良い気もするが、同時にどの位正確に、肌目細かく見ているかということ
をプロの人は細かく見ている。ディテールのところまで良く見極めてやっ
ているという安心感を持って頂くためには、多少ローキーでいった方が本

当はプロには利くと私は思っている。それで、前回の福井総裁が「草鞋は脱いで待ってて下さい」と言ったら、逆に草鞋を履いて急いで走りだした人が私はいたのではないかと思う。日本銀行は自信を持っているということ、本当に伝えるのにはどういう言い方をしたら一番上手に伝わるかという点が非常に難しい。断定することがマーケットに常に本当のインパクトを与えられるかどうかということについては、色々な考え方があり得ると思う。

福井議長

他に質問はあるか。

水野委員

将来の課題について一つだけ。今日どなたかおっしゃったかと思うが、これまで企業行動の慎重さをボトムラインにして議論してきたが、足許は多少、慎重ながらも変化の兆しがあるのか。あるいは収益や世界マーケットを視野に入れて行動をとってきた企業もあるので、企業行動のスタンスが次のテーマかなと思う。個人消費については、今日は皆さん楽観的だったのだが、設備投資については、我々は企業行動が慎重化しているという点からスタートしていた議論だった。

福井議長

キャッシュ・フローを様々な形で有効に使う企業が出てくるというのは、エンカレッジングであるが、経済全体のピクチャーに影響するところまでくるかどうかという点についてのもう一つの判断がある。

水野委員

そこが次の焦点かなと。

福間委員

私は踊り場という言葉はほとんど使わなかった。12月の会合で福井総裁の取り纏めの後で述べたが——ちょっと強く言い過ぎたかもしれないが——IT調整は最終局面であり、1～3月が底這いで、4～6月辺りから、春先から上を向いていくと述べた。その部分は少し外れているのだが、要するに徐々に徐々にノンITのところが上がっているから、ITが景気の足を引っ張るとか、下方圧力になるとか、そういうことは、全体的にみれば段々月を追う毎に減ってきている。そうした状況のもとITが調整中だから景気は踊り場というような言い方は如何なものか。欧米ではそんなことを言っている人は聞いたことがない。日本を非常に細かく見る人がそういうことを言っているのだらうと思うが。

福井議長

景気が横這っていて浮揚力が乏しいという状況が、ある期間続くということを経済学的に表現している。

福間委員

言葉というのは難しい。

福井議長

然り。難しい。草鞋を履いて走る人がいるとは思わなかった。大体、草鞋を知らなかった人が多い。

岩田副総裁

草鞋を知らないか。

福井議長

それではここでコーヒブレイクにしたいと思う。

(10 時 25 分中断、10 時 36 分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

それでは宜しいか。後半の部を続けたいと思う。次は金融政策の運営についての討議である。同じくお一方 5 分ずつ位でご意見を表明して頂きたいと思う。最初に岩田副総裁からお願いする。

岩田副総裁

短期金融市場を見ると、当座預金残高目標の下限割れが 7 月 29 日に続いて 8 月 3 日、4 日、5 日と連続して生じた。しかし、マーケットの反応がこのところ変化してきているということが言えようかと思う。特にユーロ円金利先物で見た時間軸の長さ、つまり量的緩和終了時点についてのマーケットの見方は、どうやら 1 年以内に入ってきたのかなと思う。短い方の指標でみると、終了時点についての予想は 2006 年の 5 月位のところまできていると思う。これはマーケットが、日本銀行のメインシナリオが実現する可能性がどうやら高くなってきたと考えるようになってきていることを反映しているのではないか。その裏には、日本経済のファンダメンタルズの改善についてのマーケットの確信がより高まってきたということが言えようかと思う。ただ、政治の方でやや波乱要因が生じていて、長期金利についても、小泉改革プレミアムというものが剥落するのではないかという説もある。その結果、金利が上昇するのではないかという憶測も一部に出ている。こうした状況のもとでは、我々のコミットメントによる時間軸の効果、政策持続効果をしっかりすべきではないかと思う。当面の当座預金残高目標を維持するということで、マーケットに対して緩和継続の意志とメッセージを明確に伝える。それにより踊り場の脱却とデフレ脱却を可能な限り手前に引き寄せること。そういうことにこれまで成功してきたと思う。現実によりよって踊り場脱却も手前に引き寄せてきていると思っている。そうした政策を維持することが現在一番必要なことでは

ないかと思っている。その意味で現状を維持することに積極的な意味がある。これはずっと申し上げているのだが、そう思っている。以上である。

福井議長

次は福間委員から願います。

福間委員

前回会合以降の変化として注目されるのは、期間 10 か月程度の長めの手形買入オペの応札倍率が 2 倍ないし 4 倍に上昇したことである。こうしたオペの入札好調は、景気や物価の先行きに対する市場の見方が本行の見方に近付きつつあることが背景にあると考えられる。すなわち、企業収益の堅調とそれを反映した株高、さらには最近発表された良好な経済指標等を受けて、短期金融市場の参加者は本行が予て予測してきたように、「景気は着実に回復を続けコア C P I は早ければ本年末、来年初めに掛けてプラスに転化する」と見始めているのではないかと思った。そういう見方を反映して、市場の金利先高観が幾分強まり、金融機関の長めの資金を先取りしようとするムードが出始めている。金利先高観の強まりは昨日の執行部の説明にもあったように、金先のフォワード・レート・カーブが緩やかにスティープ化していることに現われている。もっとも、金融機関の預貸率は低位にあり資金余剰感が強い中では、そもそも金融機関の新規の資金需要は限定的であると考えている。加えて、調達した資金の預け先、運用先については金融システム不安の後退に伴い、予備的な流動性需要を満たすために本行当座預金を所要準備以上に積み上げるインセンティブは低下しているうえに、昨日も市場の景気・物価見通しを反映して期間 10 か月の手形買入オペの落札レートは 0.005% に上昇したが、こうしたオペの落札金利の上昇により、調達した資金を本行当座預金に預け入れる場合の利鞘が小幅ながら逆鞘となっている。現下の如く景気が着実に回復を続け、コア C P I のプラス転化が視野に入り始めている中で、それらに沿う形で市場金利が今後とも上昇していけば、金融機関が市場合理性に基づく資金

調達運用を行う限り、長めの手形買入オペに対する需要が徐々に一巡し、金融機関の当預需要も引き続き減少傾向を辿っていくことが予想される。長めのオペの入札好調にもかかわらず、期間が6か月以内の短めのオペは依然として低調であることは金融機関の当預需要が減少傾向にあるということを示唆している。以上を踏まえると、当面の金融調節方針としては金融機関の当預需要の減少というベースキャンプの変化に合わせてリアクティブに、かつ慎重に残高目標を引き下げていくことが適当であり、その第一歩として、まずは残高目標を27～32兆円程度に引き下げ、「なお書き」についてはイベント・リスクに備え、修正前の表現に戻したうえでこれを存続することが良いと思っている。残高目標を引き下げても、量的緩和政策の枠組みを堅持し、そのもとでゼロ金利を継続していけば、我が国経済が小幅ながら物価の下落する状態から脱却することをサポートできるし、実際、先程も触れたように本年末以降コアCPIがプラスに転化することが予想される。一方、現行の残高水準に基づく巨額の資金供給を継続することは、市場機能回復の阻害要因となり、現在の超緩和的な状態が永続するとの非現実的な期待、いわゆるイナーシャを生み、資金の調達、運用両面で過度のリスクテイクをする可能性がある。私はコアCPIのプラス転化が漸く視野に入り始めただけで市場の金利先高観が強まる気配を見せている現状を踏まえると、必要以上に現状維持の方針を続け、3条件の達成がいよいよ現実の問題となった時には、市場が先走りし、金融市場が不安定化することを懸念している。こうしたリスクを回避するためには、金融機関の当預需要の減少に合わせ、予め残高を慎重に減額し、市場にエネルギーをできるだけ留めないようにしていくことが肝要であると思っている。そうすることが、毎回申し上げているが、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も繋がると確信している。以上である。

福井議長

西村委員から願います。

西村委員

結論を先に申し上げれば、次回までの金融政策運営方針はなお書きを含め現状維持が適当であると考え。既に金融経済情勢でみたように足許の国内景気はもはや踊り場ではない、若しくは、踊り場をほぼ脱却した状況となっている。しかしながら、政治情勢の不安定化や少し長めでみた場合の海外経済に対する下振れの不安などが依然として残っており、従来に増して慎重な政策判断が必要であると考え。そして市場や世論に対して不必要なノイズを与えないよう、細心の配慮をする必要があると思う。現在の政治情勢については既に議論されたことであり、敢えて付け加えることはない。ただ、結果によっては財政効率化の流れがストップするというような期待を市場が持つ可能性がある。従って、注意深く見守る必要があると考える。また内需の回復、特に国内投資需要の回復について一言述べておきたいと思う。これは先程、水野委員がおっしゃったことに関係するのだが、余剰資金が厚くなれば自動的に投資が出てくる訳でもないし、短期的に設備不足が生じてそれが直ぐに設備増強に繋がるということではない。重要なのは国内投資の長期的な収益性がその機会費用に比べて目立って高くなってきているかどうかということである。とするならば、今後の国内投資を予測する際に、現在国内投資の長期的収益性が目立った回復を見せているかどうかということのも重要な視点であると思う。それは最終的には国内需要、そして海外需要の持続性、特に長めの持続性に依存する。企業は持続性に少しずつ確信を持ち始め、投資計画を積極化し始めてはいるが、将来の下振れリスクが顕在する場合には現在の強気の投資計画の修正が機動的になされる可能性もあるので、そういった点を十分に勘案しなければならないと思う。このように足許の強さと将来の不確実性を比較考慮すれば慎重に現状維持でウェイト・アンド・シーの立場を採るのが現状としては望ましいというふうに考える。最後に、今般の財政資金の振れによるテクニカルな当座預金残高目標割れも「なお書き」の適用によって適切に対処できたというふうに考えている。この点でも現在のところ、現状

の金融政策運営方針を変える必要はないと考えている。以上である。

福井議長

中原委員から願います。

中原委員

金融調節方針は現状維持ということで宜しいと思う。「ただし書き」の援用による残高目標の下限割れは、現実には先月末と当月初に発生している訳だが、市場には整齊と受入れられている模様である。オペの応札も、実体経済の改善も踏まえて、市場に量的緩和解除の現実的な予想が強まってきたこともあって、全店オペを中心に思いのほか順調に推移している。これまでのオペスタンスを後退させることなく、可能な限り残高目標維持に努力するという基本スタンスを続けることが適当と思う。今後想定される下限割れの局面でもこのオペ方針のもとで、「ただし書き」の趣旨に沿って可能な限り早期の復元ということを条件に弾力的に対応すべきだろう。市場では秋口にもコアCPIが水面上に出るのではないかとこの予想が強まっており、先行きの金利上昇を期待してオペの応札状況が改善していることは、先程も申し上げたとおりだが、また一方で銀行貸出の減少幅の縮小がここに来てやや加速しているという昨日の説明もあった。今後のCPIの動き次第では、市場において多少スペキュラティブな動きが生まれる可能性もあるかと思う。これに対して我々はどういうスタンスで臨むのか、例えば、このような動きを「市場機能の回復」ということである程度認めていくのか、それとも、ボラタイルな動きは望ましくないものと考ええるのか、これによって実際のオペのスタンス・方針や市場との対話の姿勢も異なってくると思う。私としては量的緩和の趣旨を踏まえて、3条件が未充足のもとではなお市場金利を低位に安定させていくことが必要であり、今後こうした比較的短めのターム金利上昇の動きが出る中で、万一目標残高下限を割り込むような事態が生じる場合には、政策の一貫性、あるいは信認というものを失わせるリスクもあることに注意しておきたい

と考えている。以上である。

福井議長

須田委員、願います。

須田委員

前回会合以降の当座預金残高は、計4営業日の間、下限割れしたが、昨日より目標内に復している。この間の市場動向を眺めると、新しい「なお書き」がしっかりと機能しており、下限割れが当座預金残高目標の引き下げや量的緩和解除に繋がるといったような無用な憶測による混乱は生じなかった。

さて、これまで景気が踊り場と言われる局面に入った後は、日銀の景気判断と市場の認識の間にはギャップが存在していた。市場参加者の間では、原油価格高騰の影響や米国・中国の景気減退懸念、IT部門の調整などから景気の先行きについて、「日本銀行の景気判断は強過ぎる」という意見が多く見受けられたが、先程も申し上げたように、まだ十分ではないがここに来て市場参加者の弱めの景気認識は日本銀行の判断に近付きつつある。また、足許ユーロ円金利先物取引では売りが優勢となり、量的緩和継続期間についての市場関係者の見方が幾分短期化していることが窺える。このところ人気がなかった物価連動債や15年変動利付債も見直されてきているようである。このような市場の見方の変化を背景に、オペを巡る環境は好転している。期間が10か月の全店手形買入でも前回会合前は札割れしていたが、前回決定会合以降、応札倍率が増加し、落札レートも僅かだが上昇している。これまでは、短期金利が極限まで下がっているもとで、本行オペに応札するインセンティブは流動性の確保が主となり、流動性需要の低下と政府資金の振れが目標レンジ内での資金供給を難しくしていた。今後資金余剰となり、オペの回数が減るとの予想が応札倍率を高めている面もあるが、それよりも市場の金利観が変化し、オペで調達した資金の運用で収益を上げるといふ、収益機会の確保がオペニーズの理由と

してクローズアップされつつあるように思う。マーケットの先行き金利の動き如何でオペへの応札状況が変化し得るということはこれまでも申し上げてきたが、そのような変化の兆しが見えているのかもしれない。裏返せば、市場参加者の金利観が変わる中でオペで無理に長めの金利を潰さないようにすれば、僅かに金利が付いただけでもオペニーズは強まり、ひいては当座預金残高目標の維持に資するということを素直に示しているのではないだろうか。問題は、資金需要が減少している中で 30~35 兆円の資金供給を維持し続けても、長めの金利を潰さないで済むかどうかである。今後とも市場動向とともにオペの応札の状況をしっかりと見ていきたいと思う。

さて、次回会合までを展望すると 8 月中旬以降は年金払い等により資金余剰幅が大きいほか、9 月初の資金不足時には CMB 的な F B の償還等、政府における資金繰り平準化や 9 月末越え資金ニーズの高まりも予想されるため、下限割れはなさそうである。従って、次回決定会合までの金融政策運営方針は現状維持で良いと思う。ただ、先日までの当座預金残高目標割れの状況下で長期化したオペについては、過度に長めの金利を潰して金利の情報発信機能を阻害しないよう、順次無理のない範囲で短期化して頂きたいと思う。

最後に、当座預金残高目標の引き下げについてだが、市場参加者がその視野にコア C P I の前年比プラス転化を捉え、景気認識も強めつつあり、オペの応札倍率が増えている状況下で、単純な技術論として当座預金残高目標を引き下げるのは次第に難しくなっていると思っている。仮に現時点で当座預金残高目標を引き下げれば、市場に量的緩和政策の解除に向けて一步を踏み出したと受取られる可能性はこれまで以上に高いと考えられる。そうだとすれば、現状の当座預金残高目標が維持できるオペ環境であるうえ、コア C P I 前年比がまだマイナスであるこの時期に引き下げを行うのは技術論なのか、そうではないのかを巡って混乱を引き起こしかねないので、得策ではないと考える。今は我慢のしどころではないだろうか。今後、市場参加者が今のようなゼロ金利が当分続くと考え、実際に短

期金利がゼロに張り付き、現在のオペのやり方では「なお書き」の発動が一時的と言えなくなるような場合も考えられるので、技術論で当座預金残高目標を引き下げることが排除している訳ではない。ただ、その場合であっても、当座預金残高目標の引き下げについては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。従って、仮に市場関係者の受止め方が変わっていないのであれば、景気の状態等を勘案して検討しなければならないと考えている。以上である。

福井議長

水野委員から願います。

水野委員

金融調節方針の現状評価については、7月27日の前回会合以降、資金供給オペのパフォーマンスが若干改善した結果、最大の資金不足である8月3日の当預残高は28兆4,600億円で、何とか28兆円台は維持できたのかなという感じである。しかし、この背景には景気回復期待から金利先高観が高まって短期の金利がスティープ化したこと、それから日本銀行が年度末を越える非常に長い期間のオペをオファーし続けているということがある。オペのパフォーマンスは金利先高観の今後の強弱、将来の金融市場調節に関するマーケットの思惑によって変わるため、先行き、30～35兆円程度の当座預金残高目標を維持できるかどうかは不透明感がある。また、金融機関の予備的な資金需要が趨勢的に減少していく状況には変化がないため、現行の金融調節方針を変える必要性が前回に比べて低下したと判断するのは早計かなと思っている。以上を踏まえると、須田委員がおっしゃったこともよく分かるが、私自身は前回同様25～30兆円程度に誘導することを提案したいと思う。「なお書き」は特にそれが不要だと強調するつもりはないが、取り敢えず必要ではないと思ってみている。さて、本日はむしろ量的緩和政策の解除プロセスにおける検討課題について二つ程述べさせて頂く。一つは先程須田委員からもあったが、買入オペの期間

の正常化の動きである。日本銀行は2002年10月に手形買入オペの期間を従来の6か月以内から1年以内に延長した際に、当時の株価の動向や不良債権処理を巡る不透明感に伴う短期金融市場の不安定な動きへの対応、金融市場の円滑な機能の維持と安定性の確保に万全を期すための措置ということを指摘した。しかし、現在の株価の安定や金融システム不安の後退に伴う資金需要の減退という現状を鑑みると、手形オペ期間を正常化することが方向性としては適切だと思っている。第二は中長期国債買切オペ、いわゆる輪番オペについて、内部ではこの減額のテンポを議論する必要があるのではないかと思う。輪番オペはご案内のとおり量的緩和の枠組みのもとでは円滑に資金供給を行う手段として導入当初の月4,000億円から月1.2兆円に引き上げてきた。しかし、金融市場調節の弾力性及び日本銀行のバランスシートの健全性の確保という観点から考えると、長期国債の保有残高と残存期間を如何にコントロールしていくかは、本行の金融政策手段の選択における論点になる。量的緩和の解除は日本銀行のバランスシートの縮小を意味するため、日本銀行が保有する短期国債と長期国債の減額について債券市場の関心は非常に高い。量的緩和政策を解除してもゼロ金利政策に復帰し、それを維持している間は輪番オペを減額せずに月1.2兆円程度を維持することは可能である。しかし、量的緩和を解除すると同時に無担保コール翌日物金利をプラスに誘導する局面では国債買入オペの減額は不可避だと思われる。量的緩和政策の解除をある程度織り込んでいる市場参加者も、国債買入オペの減額がまだなかなか織り込めていないと私は思っている。日本銀行としては1998年のいわゆる資金運用部ショックのようなサプライズを債券市場に与えることは絶対に避けるべきであり、債券市場に潜在的ネガティブ・インパクトを与えることは避けるべきだと思う。債券市場に与えるネガティブ・インパクトという意味では、量的緩和の枠組みの変更よりも輪番オペの減額の方が実は遥かに大きいのではないかと個人的には思っている。債券市場において当座預金残高目標の引き下げが輪番オペ減額に直結するとの思惑から、輪番オペの将来像について関心が高まる可能性もあるため、早めに内部では検討

に着手するべきだと思っている。以上を纏めると、債券市場の雰囲気は大きく変化してきているため、我々の議論のスピードも上げていく必要があるのではないかと考えている。最後に最近の債券市場における金利先高観を踏まえた金融政策運営について若干コメントをさせて頂くと、一部では仮に日本銀行が幾ら資金需要の減退に伴う受身的な対応であると説明しても、当座預金残高目標を引き下げれば債券市場は量的緩和の枠組み変更に向けた一步ということで、いわゆる須田委員からもあったようにリアクティブな対応とプロアクティブな対応との区別が上手くできずに誤解を与えてしまうということが言われている。いわゆるコミットメント効果を弱めてしまうということだと思うが、しかし、デフレ克服が市場参加者の視野に入ってくると、量的緩和のコミットメントの効果はいずれにせよ弱まってくると思う。最近の長期金利上昇も景気回復期待の強まりから量的緩和政策の解除の時期が早まるという見方から時間軸が短くなっているという結果だと思っている。景気見通しの上方修正を反映した長期金利の上昇は健全である——これは非常に重要だ——と私は思う。それと建設的な市場との対話がし易くなってきたと判断すべきだと思っている。一方、金利先高観が想定したペースよりも早く出てきたため、量的緩和政策の出口戦略及び量的緩和政策の枠組みを変更した後の金融政策運営の大枠についてコンセンサスを形成するための作業をボードメンバーの中でスピードアップする必要があるように思う。金融政策の枠組みが大きく変化するため、債券相場の調整は回避であると達観すべきだという議論はあり得ると思う。しかし、そのためには債券市場に金融政策運営の先行きに関する予見性を十分に与えて、ネガティブ・サプライズを与えない必要があると思う。特に金利の方向感が日本銀行と債券市場で同じになるだけに、非常にこれは作業としては難しい。逆に言うと今の Fed がやっているように、いわゆるフォワード・ルッキングなアナウンスメントや予見性を高める政策というのがより一層必要な状況かと思う。我々にとって重要なことは債券市場においてデフレ脱却や量的緩和解除の可能性が意識されている中、10 月末に公表する展望レポート作成に向けて量

的緩和政策の出口戦略及び輪番オペの在り方を含めた金融市場調節方針に関して、全体的な流れについて議論を深めていくことだと思う。この半年余りで出口戦略についてかなり具体的な問題提起を私は行ってきたが、その理由は当預残高目標の引き下げ問題一つを取っても、出口戦略に関するスケジュール感がないとここでの議論が深まらないのではないかということから、そうさせて頂いた。皆さんが出口戦略に関する具体的な対案が出されることを期待しているところである。以上である。

福井議長

春委員から願います。

春委員

申し上げる。次回会合までの政策運営方針については、「なお書き」を含めて現状維持とし、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。前回会合以降、短期金融市場では景気回復期待から金利先高観が広がり、それまで弱かった金融機関の資金需要に変化が見られている。長期の全店手形オペの応札倍率は7月27日に札割れを回避して以来、8月3日、8日と4倍を超える高い倍率となっている。これまで札割れを続けてきたその他の資金供給オペの応札状況も改善している。金融システム安定化を背景とした金融機関の資金需要の弱さは基調としては続いているとみられるが、こうした景気回復期待を反映した最近の応札意欲が、この後どう推移していくのか注意深く見ていくことが必要だと思う。こうした中で、国債発行や税揚げなどの財政要因によって当預残高は7月29日と8月3日から5日に掛けて30兆円の下限を割った。昨日目標レンジに戻した後、先行きは8月15日に年金の定時払いがあり、その後は資金余剰基調が続く、下限割れは避けられるだろうとの見通しである。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調節をお願いしたい。

金融システム安定化の結果として、金融機関の資金需要は、基調として

は今後さらに減少していくことが予想されると思う。今回もお二人からご提案があった当座預金残高目標の引き下げについては、私としては当面現状維持が適当と考えるが、デフレ克服にマイナスの影響が出ない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考えていきたいと思う。また、着実な景気回復やコアCPIのプラス化の時期に関する大方の見方が前倒しになりつつあることを受けて、量的緩和政策解除の時期や段取りについての関心が高まっている。ただ今も水野委員からお話があったが、イグジットに関して議論を行ったうえでしっかり説明していくことが必要というご意見であったと思う。私も景気や物価の見方、あるいは解除の段取りについての考え方をしっかりと議論して、それを適切に説明していくことは重要と認識している。一方で、その具体的な時期や段取りについて、必要以上に予断を持たれるようなことは避ける配慮も重要と考えている。今後ご一緒に検討させて頂きたい。私からは以上である。

福井議長

武藤副総裁から願います。

武藤副総裁

次回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ということで良いと思う。何人かの委員からご指摘があったが、国債発行、税揚げ等による資金不足幅が拡大する中で7月29日、それから8月3日から5日に掛けて目標値を下回った。ただ、昨日は目標値を回復し、本日以降も当面、目標値を維持できるという見通しであり、下限割れは一時的なものにとどまった。この先を展望すると金融システムが安定する中で、金融機関の流動性に対する需要は趨勢的に減退していくと思う。一方で、これも既にご指摘があったとおり、経済・物価情勢の好転を受けて、このところイールド・カーブに変化が出てきており、資金供給オペレーションに対する金融機関の応札姿勢も前向きになって

きている。これらが今後どのようなバランスになり、全体として金融機関の流動性需要がどうなっていくかという点については、注意してみていく必要があると思う。先行きの金融市場調節についても、こうした点を十分見極めながら検討していく必要があると考える。以上である。

福井議長

皆さんから意見を出して頂いた。前回の議論と比べて今回の一つの大きな特徴は、経済の見通し、物価の見通しに対する日本銀行の見方と世間の見方との共有度合いがやはり広がっている。それが金融市場にも反映してきていて、市場条件の形成、あるいは具体的に日本銀行のオペに対する需要というふうなところにも微妙な変化が出始めている、この点が最大の特徴だろうと思う。ファンダメンタルズに沿った認識の共有、市場の動きということがあるとすれば、我々の基本的なスタンスとしてはやはりこれを堅持して、最後までその効果のより強き浸透を図っていくという点について皆さんのご意見に異論はなかったかと思っている。一方、市場の現実の姿として資金需要の今後の姿をどうみるか、オペに対する応札態度等の変化をどうみるかという点については、まだ読み切れないところがある。金融システムの安定化に伴って、流動性需要そのものは趨勢的に後退しているし、今後もこれは後退し続ける可能性が強いとみられる訳だが、一方で景気や物価の先行きに対する市場参加者の見方がさらに前向きに変化するということになるのであれば、資金供給オペに対する金融機関の応札姿勢もさらに積極化する可能性もあるということなので、市場の変化に現実的にどう対応するかという視点に関しては、この辺のバランスをどういうふうに判断していくか。従来とはまた違った新しい要素も入れながら判断していく必要があるのかなと、ここのところは皆さん方の意見が分かれ得る点だというふうに思っている。なお、最終的な枠組みの変更の前に十分色々な問題点を検討し、最終的なシナリオ作りは建設的に行われていくように、この検討を怠ってはならないという重要なご指摘が水野委員からあった。特にオペレーションの期間の正常化、それから国債買入オペに対

して予見可能性を与えながらどういうふうに関将来修正を加えていくかという非常に重要なポイントのご指摘があった。一方、春委員からはこうした基本的な問題について我々の考え方の形成が上手く行われていかなければ、必要以上の予断を市場に与えるという危険もあるとのご指摘があり、両方とも正しいご指摘だと私も思っている。この点については執行部の方からもさらにバックグラウンド・マテリアルをしっかりと補給して頂きながら、まず勉強の段階からしっかりと入りたいと思う。取り敢えずそのようなことではなかったかと思うが、福間委員からご指摘のあった残高削減をしないで最後までいくと3条件が近づくにつれ市場が先走って、そういう意味でのリスクが非常に高まる可能性があるという、この問題の指摘があったし、同様の問題指摘であったかどうか、中原委員からはそういうスペキュラティブな動きが多少市場に出るだろうけれども、中原委員の立場では最後まで思い切った流動性の供給を続けるという姿勢を貫徹することによって対応すべきではないかと、私の受取り方が正しければ多分そういうふうにおっしゃったと思う。この点について、もしさらにご議論があればしておいて頂きたいと思う。

福間委員

宜しいか。実は私は、予てからこの当預の引き下げを提案してきた理由の一つは、まさにマーケットから催促される前に対応しておかないと、エネルギーを溜めることになるということである。エネルギーを一杯に溜めて3条件にぶつかると、結局、量と金利の両方に対応しなければならなくなるが、これは金融政策としてはショック度の一番高い方策である。一番金融市場に影響のない方策としては、今当預需要が落ちている訳であるから、まずは、それに合わせて落とすことが良いと思う。引締めと受止められかねないと言われる人もいるが、私は引締め効果はほとんど出てこないのではないかと思っている。これは判断の問題であるから特にどうこうは言わないが、そういう形で当預から入るのが今の情勢に一番適していると思う。具体的にどの位続けて落とすかは、実勢を見ながらである。我々は

幸いにも二刀を持っている訳である。武蔵ではないが二刀流ということで、まずは量の方をゆっくり落としていくのが、市場に追い込まれないやり方ではないかと考えている。私が予てから主張しているのはそういうことであり、現段階ではそこまで危機感を持っている訳ではないが、予想したようなシナリオが漠然と出てきている感じがしている。これは日本だけではなくてグローバルな動きからも影響を受ける。なぜ慎重に出て行かなければならないかと言うと、究極はやはりインフレなき持続的安定成長を願うからである。そのためには、やはり金利を乱高下させてはならない。その時に一番必要なことは、水野委員も同じ趣旨のことを言われたのだろうと思うのだが、金融政策にプレディクタビリティを持たせることである。すなわち、フィックスしたものである必要はないが、実体経済との見合いで金融政策の先行きをある程度見通せるような材料を市場に提示する格好で、対話できるようにしなければならないと思っている。市場金利がさらに上がればオペの需要はまだ出ると思う。これは当預需要ではなく、相場観である。白川理事がよくオペレーションの需要、当預需要と二つに分けて説明しているが、これはまさにオペの需要なのである。当預需要は基本的にはやはり落ちてきており、オペ需要は金利観から出てくるので、これをあまり押え込むと、今度は市場との対話を失ってしまう。であるから、そこに行く前に我々としては何らかのシグナルを出す必要がある。ゼロ金利は1995年以降10年間続いており、量的緩和も2001年からもう4年何か月も続いている。そのうえでのことだから、これはやはり時間を掛けて出て行くしかないという点は、全員一致しているのではないと思う。条件が満たされてから慌てて対応するのは、一番コストが掛かる形となるだろう。従って、その方法論は色々と議論していかなければならないと思うが、私は今まで申し上げたように、上がってきた道を同じように下がっていくというイメージを市場に与えながら、慎重に当預を落としていくということ、これをどう実現していくかがポイントではないかと思っている。何回も言うが、量と金利の二つを同時に調整するのは、今のショート・ファンディング、デリバティブ、ヘッジファンド、商品ファンドに入っ

ているあのキャリー・トレードのポジションの大きさ、数量的にはともかくとして相当使い込まれていることを踏まえると、影響度が大きいので、ゆっくり出て行かなければならない。そうしたポジションは、市場が勝手に作ったのだから市場参加者が損をしても仕方がないとの割切りもあろうが、結局は、そのコストはこちらへ跳ね返ってくるので、やはり避けなければならないということである。

福井議長

今の福間委員のご意見を私が無理に分解するのは正しくないと思うのだが、資金需要の後退に対して受身で目標値を下げる要素と——敢えて分解すればだが——、もう一つはイグジットの後の時間軸効果を極端に縮めかねない要素を先取りして解消しておくということとの合わせ技というのは微妙にできるのではないか。あまり上手くない表現だが、仮にそういうふうな議論の便宜上整理させて頂くとすれば、前段の純粋な資金需要の後退に対する受身の調整というのがどの程度要るのか、それはそれできちんと判断しないとイケない。もう一方、時間軸効果の話は非常に重要な点だと私も思っている。巧妙に先取りして消化できればと。しかし、同時にイグジット後の新しい時間軸の形成の方法は何かと。この組み合わせの中でやはり判断すべき点も残っている。であるから、ここもやはり先程の水野委員のご指摘の点と合わせて重要な勉強材料として少し積み重ねなければならない点が残っているかなという気がする。

水野委員

福間委員と同じことではあるが、委員会の大勢は当預残高目標の引き下げについても量的緩和の解除の3条件が整ってからでも遅くないのでやろうと考えていると理解していた。その間は時間軸効果を十分に許容しようという話だったと思うが、私は前からスリー・ステップ論、当預残高目標を下げたうえで、短期金融市場の様子を少し見ながら出口戦略を進めていくことを主張してきた。今やると誤解されると大変だから4～6月にや

れば良かったのだという予想された話が今日出てきたが、金利が上がっているから、その動きを刺激することは止めようというのは半分その通りであろう。ただ、この程度で脅えていると、先程言った国債買入オペの減額まで含めて考える時のマーケットの反応を考えると、もっと大きな覚悟が必要である。瞬間的なショックはどれ位のものと頭に置きながらショックを弱めるためにどうするか、逆に先手を打つということが重要だろうと思っている。ストレートな言い方をすると、マーケットは日本銀行の金融政策運営が後手に回るだろうと思っている訳である。なぜかと言うと量的緩和という非常に難しい枠組みを作ってしまったからである。今回はクレディビリティが少し上がっている。なぜかと言うと景気判断は日本銀行が正しかったからである。従って、この機会を上手く利用しない手はないのではないかと思う。

岩田副総裁

今総裁のおっしゃられたことに私は全面的に賛成である。つまり、量的緩和からどうソフトランディングするかが本当のポイントである。私のみるところでは、本当のポイントはやはり政策持続効果が急に変化してしまうことは避けた方が良く、途中で何らかのクッションがあった方が良く思う。私はこれまでの政策は成功してきたと思っており、そのポイントは政策持続効果＋物価安定のアンカーと私は考えている。コアCPIがゼロ%以上になるまで緩和を継続するというコミットメントとの組み合わせにより時間軸効果が生じている。その組み合わせによって基本的にここまでやってきた。ここからソフトランディングしていくプロセスにおいても、このロジックはずっと使って行けるのではないかと思っている。福田委員のおっしゃっている最終ゴールは何を想定しているのか。仮にコアCPIがゼロ%のところで緩和政策はストップして、金利を引き上げると言う、時間的距離が非常に短くなってマーケットへのショックが大きくなり過ぎるという結論が多分出てくると思う。私は、デフレにもう一回は戻らないというところに重点を置けば、その政策の移行過程での時間的な繋

ぎはまさにまだ余裕を持って進められると思う。この点は展望レポートにもあったとおりで、仮に3条件が満たされたとしても直ちにインフレになることを意味していないので、政策持続効果とアンカーの組み合わせで一番望ましいと思うところまで持って行けるのではないかと思っている。

須田委員

イグジットを巡る議論がマーケットで色々出てきているが、私が自分自身で思っているのは——元々量自体にはそれ程効果というのを認めていないということもあるが——、量を減らして、かつ、金利もどのみちゼロ近傍のところにあるため、総じてみれば、イグジットと言っても経済が変わるものであるとは思っていない。従って、そのイグジットを巡る議論をあまりにもセンセーショナルに皆で議論するということがかえって問題だと思っている。従来より私は漸進主義を主張しており、政策変更はベビー・ステップで行けば良いと思っている。一方、イグジットの出発点を3条件がほぼ満たされた時点、つまり、3条件の達成が視野に入ったところからイグジットを始めるのか、それとも3条件の達成が見えないところから始めるのかと考えた場合、その時点の実体経済を考えれば、今は3条件が視野に入ったところからゆっくりと始めた方が望ましいのではないかというふうな判断をしている。ゆっくり行くというのは、イグジットに行くまでも、イグジットから出る過程でも言えることで、不確実性の大きな世の中で、色々なことをやった時に、そうしたことがマーケットにどう吸収されるのか、実体経済にどういう影響を与えたのかということを少しずつ確認しながら、ゆっくり出て行くということであり、私も「余裕を持って対応できる」という表現にそのことが凄く現われていると思っている。先程、春委員からのご発言があったが、私は具体的な政策論をここで色々やってしまうことはあまり望ましいことだとは思っていない。また、色々な個々人の考え方がそのまま世の中に出て行くということは非常に問題だと思っている。やはり、まずは勉強するということが大事であると思っている。

水野委員

私もそのように思っている。

福井議長

他に宜しいか。それでは政府の方からご意見を頂戴したいと思う。最初に財務省の方から願います。

杉本財務省大臣官房総括審議官

我が国の経済の現状を見ると、弱さを脱する動きが見られ、緩やかに回復しているというところであると考えている。しかし、原油価格が引き続き高騰しており、内外経済に与える影響については、その動向を注視していく必要があるし、デフレは依然として継続していると考えている。このような経済状況のもと、民間主導の景気回復を持続的なものとし、デフレから脱却することは、今後とも政府・日銀一体となって取り組むべき最も重要な政策課題である。従って、日本銀行におかれては、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、引き続き国民や市場に分かり易くご説明願いたいと考えている。以上である。

福井議長

それでは内閣府の方から願います。

藤岡内閣府大臣官房審議官

景気の現状については、本日の月例経済報告で報告するが、企業部門と家計部門がともに改善し、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。政府は平成18年度以降の名目成長率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。なお、7月末及び8月に入ってから当座預金残高目標の下限を下回る日が生じているが、できるだけ早期に下限割れを解消するよう今後とも努めて頂きたい。以上である。

福井議長

ただ今の政府のご見解に対して委員の方々からご意見、コメントがあればどうぞ遠慮なくおっしゃって頂きたいと思う。宜しいか。それでは金融市場調節方針の議案の取り纏めに移りたいと思う。議長としては皆様方の多数意見を踏まえて、金融市場調節方針現状維持に関する議案の提出をしたいと考えている。他に委員の中から議案提出者がいらっしゃるかどうか。恐らく福間委員と水野委員からご提出があると思う。執行部において議案をそれぞれ配って頂きたい。

[事務局より議案配付]

それでは議案を読み上げて欲しい。

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。」である。

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。」である。

最後に議長案である。「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。」である。続いて別添、公表文（案）である。

「2005 年 8 月 9 日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成○反対○）。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。」である。

福井議長

それでは採決に移りたいと思う。政府のご出席者は誠に申し訳ないが一時ご退席頂きたいと思う。

[政府からの出席者退室]

それでは福間委員の案から採決に回して欲しい。

[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

中山政策委員会室長

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

お聞き及びのような票数で本案は否決となった。次に水野委員の案である。

[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

中山政策委員会室長

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

お聞き及びのような票でこの案についても否決となった。それでは議長案について願います。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

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

中山政策委員会室長

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

それでは賛成多数で議長提案が可決となった。少数意見の方、もし追加的にご意見のご表明があればどうぞ。

水野委員

それでは一応、二つある。金融機関の予備的資金需要は趨勢的に減少していくことに変化はない。二つめとして、量的緩和政策の解除時における金利形成の安定を図るためには、金融機関の流動性需要の減退に応じて早めの段階から当預残高を減額することが適当であることから反対させて頂いた。

福井議長

それでは執行部におかれては、今決定された調節方針に沿って市場調節を宜しくお願いしたいと思う。政府の方を呼んで頂きたい。

[政府からの出席者入室]

大変恐縮であった。議長案が賛成多数で可決された。

V. 金融経済月報の検討

福井議長

それでは次に金融経済月報の基本的見解の決定に移りたいと思う。冒頭に執行部からご説明があったが、先程までの議論、決定内容を踏まえて改めてこの文章をご覧頂きたいと思う。内容的、表現的にご意見があればど

うぞおっしゃって頂きたい。

水野委員

最後の株価のところは。

内田企画局企画役

株価は、先程申し上げたように前回 11,600 円台ということで、現状だと 200 円位の上昇ということなので、これであれば「概ね同じ水準」で宜しいかと思う。

水野委員

前回との比較ということか。

内田企画局企画役

然り。前回からの比較である。概ね 500 円位動いた時、12,000 円に近いところであれば思ったが、この程度であれば。

福井議長

これは何時に出すのだったか。

内田企画局企画役

本日午後 3 時である。

福井議長

締めまで見なくて良いか。

内田企画局企画役

この場でご決定頂くことになるので、後で直すことはできない。そういう意味では、この後、機械受注が出るので若干分からない面があるのだが。

2時であったか。

須田委員

2時である。

福井議長

今の市場は多少、基調は強いのだが行って来い的なことがある。

水野委員

「概ね」だから。

内田企画局企画役

「概ね」なので。

福井議長

「概ね」だからか。

内田企画局企画役

機械的ではないことをあまりやらない方が良いかなと思う。

福井議長

そうすると、修正後の原案で良いということか。

内田企画局企画役

修正後の原案で、「長期金利は前月と比べ上昇しているが、円の対ドル相場および株価は前月と概ね同じ水準となっている。」となる。

福井議長

他に宜しいか。それではこれは決定事項である。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福岡審議委員

水野審議委員

西村審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決をさせて頂いた。この基本的見解の部分は今お話しがあったとおり即日公表。本日の 15 時公表の予定である。なお、背景説明だが、これは必要に応じて執行部で修文を施したうえ、10 日、水曜日 14 時に対外公表をする予定である。

VI. 議事要旨（7 月 12～13 日開催分）の承認

福井議長

次に議事要旨の承認に移りたいと思う。7 月 12 日、13 日両日開催分の議事要旨である。既にお手許にお配りしてチェックをして頂いたと思って

いる。如何か、宜しいか。では、これについても採決をお願いしたいと思う。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

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

中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決をさせて頂いた。今の議事要旨だが 8 月 12 日、金曜日 14 時に対外公表を予定している。

VII. 閉会

福井議長

本日の議事はこれで全て終了した。次は 9 月 7 日と 8 日。二日間の開催である。それまで夏休みで力を貯えて頂きたい。なお、機密保持関係のこ

とだが、いつも申し上げているが、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ということで、これは議事要旨、議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め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。以上で閉会とする。

(11 時 43 分閉会)

以 上