

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2003年8月7日
8月8日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

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

政府からの出席者：

財務省	津田廣喜	大臣官房総括審議官（7日14:00～15:34）
	谷口隆義	財務副大臣（8日9:00～11:39）
内閣府	中城吉郎	政策統括官（経済財政－運営担当） （7日14:00～15:34、8日9:00～11:39）

（執行部からの報告者）

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

（事務局）

政策委員会室長	秋山勝貞
政策委員会室審議役	武井敏一
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室調査役	内田眞一
企画室調査役	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。

(午後 2 時開会)

今回は今日と明日と 2 日間に亘って行う。今日は金融経済情勢に関する執行部説明を聞いて討議をしたい。明日は金融経済情勢に関する討議、それから当面の政策運営に関する討議、政府からの意見も拝聴してその後議案を取り纏め、金融経済月報の検討、さらに議事要旨、これは 6 月 25 日分と 7 月 14、15 日分の承認となっている。今日は金融経済情勢に関する執行部説明を聞いて疑問点を質すということにしたいと思う。政府からは本日は財務省、津田総括審議官、内閣府からは本日から新しく中城政策統括官にお越し頂いた。有り難うございます、宜しくどうぞお願いします。なお、この会合での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出席の方々にはそのことを踏まえて宜しく発言願いたいと思う。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

それでは、金融経済情勢についての執行部説明に移りたいと思う。各説明毎に質疑応答をしたいと思っている。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曾金融市場局長お願いします。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告 (資料-1、2)

中曾金融市場局長

それでは、手許の追加資料 1、2 に沿って説明をしたいと思う。早速だが図表 1-1、金融調節の実績の推移から説明する。まず、日銀当預残高だがこれは、28 兆ないし 29 兆円台で推移をしている。7 月 29 日には郵政

公社への預託金の償還、4.4兆円があり、これに対してその調節としては資金供給オペの残高を大きく減らさずに8月初の税揚げの不足日にエンドを当てるような形で短い売手で吸収をした。この結果、当日の当預残は29.8兆円で一応そのターゲットレンジの中に収まっている。それから指標レートの無担オーバーナイトコールレートだが、これは0.001~0.002%と極めて安定した落ち着いた動きになっている。円転コストマイナス幅が縮小していることもあって、オーバーナイトのコールのマイナス取引は前回決定会合以降成立していない。なお、補完貸付残高が7月31日、49.4億円という数字が立っている。これはある証券会社が、また練習のため1日だけ借入れを実施したものである。次に図表1-3、日銀当座預金の保有状況を見て欲しい。都長銀それから外銀、郵政公社が大量に保有している状況に変化はない。外銀について足許8月6日が5兆円となっている。ピークは6月末の6.7兆円という数字である。これは円転が非常に大きく膨らんだ時だが、この時に比べると1.7兆円程度減少している。それから郵政公社だが、これは7月29日に当預の方が6.3兆円まで積み上がったが、その後月末の郵便貯金の払い出しがあったことであるとか、郵政公社自身FB、CDそれからCPへの運用を増やしたようであり、その後は減少しており、6日時点では4.9兆円となった。今後どうなるかということだが、ある程度振れを伴うが、月末にはまた3兆円程度に低下する見通しとなっている。次に図表1-4で最近のオペ結果の推移である。7月、8月、不足月でもあるので、資金供給を増やしてはいる。しかし最近のオペの結果には随所に資金余剰感の強さが表われている。例えばCPの買現先だが、シャドウを付してある7月25日、8月4日連続して札割れになった。7月25日オファー分については若干適格玉が不足していたかということもある。それから4日分については、実はこれはエンドが9月17日ということなので、9月末、期末越え資金を期待していた資金の取り手にやや敬遠されたということもあろうかと思うが、底流としては資金余剰感の強さがあるというふうに考えている。期末越えの資金を供給している手形オペの本店買い入れとか、あるいは国債買現先、こう

いったところについてはさすがにある程度の取りニーズはあり、札割れこそ生じていないがそれでも最近の応札倍率を見ると、例えば手形買入本店ベースの7月30日分オファー分が1.64倍、それから国債買現先のオペ、7月31日オファー分は1.20倍と2倍を下回るような形になっている。短国の買い入れについては後からまた述べるが、前回決定以降短国レートがちょっと強含んでいたもので、17日、18日と連続して買入オペを実施した。これを受けてその後はレートが低下しているもので、オペの頻度はその後は週に1回のペースに戻している。それから資金吸収オペの方だが、ここでも余剰感の強さがかなり強く表われている。前回決定会合以降、ここにあるように全部で8回の売手オペを実施しているが、平均落札レート、それから落札決定レートいずれも0.001%とべったり張り付いている。平均落札レートベースで見ると、これは5月末から連続20回で0.001%を付けたことになる。それから8月4日、5日、この辺のオファー分については応札倍率が5倍を超えている。これは今年になってから一番高い倍率ということである。このように資金余剰感がやや強まっている背景については、基本的には株価が底固いほか、りそな銀行に対するベイルアウト、即ち、預金保険法102条1号措置実施以降金融システム不安に対するセーフティネットの効果が確認された形になっており、銀行の資金繰り不安が薄れ、いわゆる予備的流動性需要が後退している、そういった要因もあるように思う。それから図表1-5、資産担保証券買入関連は、資産担保証券買入開始に伴って今回から新たに付け加えた図表である。審査状況だが、まずABC Pについては現在まで2件、発行枠ベースで7千億円のプログラムが持ち込まれ、適格審査を終えている。これらのプログラムにはアレンジャー銀行の思いが込められた名前が通常付されているようであり、今回は持ち込まれたのはアストロとかアルテミナとかいずれもAではじまるようなプログラムの名前が付けられたものであり、両方とも売掛債権ABC Pである。今後その発行状況、それから集玉状況、実際にスタンプが押された玉がどの位あるか、こういったものを見極めながら適宜のタイミングでオペを実施したいと思っている。それからABSの方だが、目下のと

ころこれは0件、適格申請案件はない。9月期末に向けた組成の動きがあるとしても恐らく盆明けになるのではないかと思っている。次に図表2-1、短期金利の推移である。下方の表を見ると短期レートの方は全体に大変落ち着いた動きになっている。例えばレポである。スポット・ネクストのレートを見ると0.002%ないし0.003%ということである。普通このレポ・レートは短国の発行日であるとか、あるいは月末越えのレートは跳ね上がるのだが、最近では例えば7月29日、これは月末越えの資金だが、0.003%ということで1/1,000%ポイントの上昇に止まっており、小波が立った程度の動きになっている。短国レートについては先程若干述べたが、前回の決定会合以降やや強含んでいた。長期金利の影響などもあったと思うが、17日、18日と連続してオペを打った結果、レートの方がその後低下しており、今は落ち着いた状況になっている。次に図表2-3、長期金利の推移等である。長期金利についてはこのグラフで見るように7月8日にピークを付けてから押し目買いが入ってきており、足許では金利が低下してきている。注目されていた7月5日の10年債の入札も一応応札倍率は2.5倍ということで順調な結果と評価されている。これを受けて昨日はさらに買いが進んだようであり、10年債は一時0.8%台まで下落し、結局昨日のところは0.910%と10年債については終わっている。本日も目下のところ大きな動きはないようである。図表2-4、イールド・カーブの変化等について若干見ておくと、上方のグラフを見るとイールドの状況は、中長期ゾーンでイールド・カーブが押し潰され、フラット化が進んでいる。超長期ゾーンでは、超長期債の増発ということもあり下げ渋りないし30年債辺りは若干高くなっている。図表2-5、海外長期金利との連動性について見る。このように日本の長期金利が急上昇した後に、足許では低下しているのだが、一方のアメリカの金利は一番上のグラフで見るとかなり急ピッチで上昇している。今回の局面の特徴点の一つは6月半ばから7月上旬にかけて日米金利が同時的に上昇し、中段グラフで示すように、日米金利の相関関係が著しく高まった後、足許にかけて今度は区々の動きとなって相関関係がこれは急低下しているという点を指摘できるのではないかと思う。背景につ

いてはこのように考える。まず、6月半ばから7月上旬にかけて日米金利が同時的に上昇した背景だが、日本の投資家、特に銀行だが、これが下グラフに示すように外債を売っている。これと同時に日本の国債も売却している。日本の国債も外債も同時に売却したということが一つの要因になっているのではないかと思う。その後、日本の長期金利がやや落ち着きを取り戻す一方で、アメリカの金利については独自の要因で上昇を続けているので、相関関係がこのところ低下していると考えられる。米国の独自の要因というのはどういったことかと言うと、第一には、米国の景気回復に対する期待が高まっているということ、それから第二には、ややテクニカルだが無視できない要因としてMBS、モーゲージ証券の投資家が価格下落のリスクに対するヘッジを行うといったことによって長期金利の上昇を加速しているといった点もあるのではないかということがマーケットでは指摘されている。図表 2-6、ボラティリティの動向だが、今回の長期金利の動きのもう一つの特徴はボラティリティの高まりかというふうに見ている。これはヒストリカル・ボラティリティ、それからインプライド・ボラティリティを見ても同じだが、7月上旬にかけて急速に上昇した後、足許では徐々に落ち着きを取り戻してきているが、時系列的に見るとまだ高い水準ということである。債券先物の日中値幅の動向のグラフでは、日中値幅の変動幅、変動状況を辿ってみた。これも一種のボラティリティということもできるのだが、今次局面においては過去と比べてもかなり変動幅が大きいのが特徴である。ただ、これも最近では徐々に低下してきており、投資家の間で次第に新しい相場感が収斂しつつあるといったことが窺えるのではないかと思っている。図表 2-7、市場参加者による長期金利の見通し等は先行き見通しの関係を示している。市場参加者による相場観の先行きを見通すうえで、彼らがどういう要因に着目しているかというのを(2) 注目する債券価格変動要因のグラフで見ると、一番右側だが、その要因として最近では一番上の格子柄、これは株価動向である、それから一番下の景気の動向、こういったものがウエイトとしては一段と増してきているというふうに窺われる。特に(3) 注目する変動要因の影

響のグラフで×印の折れ線が示しているように株高が長期金利の上昇要因として次第に強く意識されるようになってきていることが窺えると思う。この他、極く最近では大手銀行に対する金融庁の業務改善命令の影響を指摘する声もマーケットでは聞かれてきている。つまり、短期的に収益改善を期待できる分野というのは当面、債券ディーリングしかないので、業務改善命令が債券相場の押し上げ要因になる、つまり収益を多く上げなくてはならないというニーズから債券相場の押し上げ要因になるという見方もマーケットの中では聞かれるようになってきている。図表 2-8、社債スプレッド等の動向は、長期金利の変動にもかかわらず総じて落ち着いた動きになっている。若干の動きがあったとすれば、図表 2-9、銀行債スプレッド等の動向の銀行スプレッドである。これを見ると銀行債のスプレッドだが、(1) 銀行セクター債の対国債スプレッドのグラフに示すように、ここへきて若干拡大しているように見える。ただこれは銀行の信用力が落ちていたことを必ずしも表わすものではなくて、りそなのペイルアウト以後やや行き過ぎたスプレッドの縮小を修正したという面がある。それから東京三菱、三井住友、それからUFJといった先がそれぞれ内外市場で新発債を発行した、こういった需給面からの悪化懸念を反映していると思われる。図表 2-10、株式相場の推移等を見て欲しい。(1) 国内株価の推移のグラフで示すように日本の株価は、これまでやや上昇ピッチが早かったことに対する警戒感が出てきている。それから海外株価の方がこのところやや軟調に推移しているので、日経平均ベースで言うと9千円台半ばで揉み合う展開と暫くなっている。8月に入って若干出来高の方は減少しているが、各主体の投資行動に大きな変化は見られない。すなわち主体別の動きを図表 2-11、(1) 国内株式市場の主体別売買動向の表で一番直近のところを見ると、相変わらず海外の投資家が一頃程巨額ではないが、買い越しの主体となっている。それから信託の方は相変わらず年金基金の代行返上換金売りが継続している。銀行については持ち合いの解消が継続しているようである。個人については、売り買いが拮抗しているような状態が暫く続いているということだと思う。銀行株価を図表 2-12 に示して

いるが、全体の株が揉み合う状況の中で総じて見れば横這いの動きをしていると認識している。以上が株であり、図表 2-13、主要為替相場の推移を見ていきたいと思う。(1) ドル/円の動きだが、比較的狭いレンジの動きが続いている。売り買い両要因があるが、まずドル買い要因としては、7月15日、16日のグリーンSPAN議長の議会証言を受けた米国景気回復テンポに対する期待があり、ドルは120円台前後まで上昇してきている。一方、ドル売り要因としては先程若干述べた海外投資家による活発な本邦株式への投資を指摘できると思う。ただ、117円前後が日本の当局の介入ラインとして明確に意識されており、これがドルの下値圏を形成している。最後に図表 2-14、わが国および米国を巡る資金フローの状況だが、資金フローの面から為替相場へのインプリケーションを若干探っておきたいと思う。(1) わが国を巡る資金フローの表を見ると、足許だが外人による対内証券投資、対内株式投資は活発に継続している。一方、対外証券投資のうち、銀行と本邦投資家の公社債投資の状況を見ると7月中はかなりの勢いで売却をされている。いずれにしても本邦投資家が新たな外債投資に積極的に向かう動きというのは今のところ見られない。因みに8月5日に3年債、米国債の入札があったが、これにはあまり非米国人、海外勢が入っていないため、不調だったというふうに言われているようである。このためドルが売られる局面が見られた訳である。以上から見るように短期的にはアメリカの景気回復期待というものからドルが買われることはあっても、折に触れ、局面、局面では(2) 米国を巡る資金フローに示すようなアメリカの経常赤字であるとか、あるいは(3) 米国財政収支の推移の図で示している財政赤字、こういった中期的あるいは構造的な問題がドル安材料として注目を集めるといったこと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

質問があればどうぞ。

田谷委員

二つ宜しいか。今の図表 2-14 と図表 2-11 の要するに外人の対内株式投資だが、財務省ベースの数字の方が少し大きい。要するにこれは証券取引所の数字というのは東京にある証券会社を經由して買ったものか。

中曽金融市場局長

然り。東証ベースでの取引なので若干その分、ちょっと小さくなる分、数字が小さいということである。

田谷委員

そういうことだな。もう一つだが、売手で吸収する時の応札倍率が 5 倍を超えているような状況が続いている訳だが、金融機関としてはどうしようとかどう考えているかとか、何か聞こえてこないか。例えば、吸収されないで残念だというだけの話なのか、何か足許余っている流動性を何かしようとする動きがあるのか、そこら辺は何か最近のことなのでまだ動きがあまり出てないのかもしれないが。

中曽金融市場局長

売手は非常に足の短いものを使っているので、彼らも割と肌理細かい流動性管理というかそういったニーズを売手で満たしているということが一般的には言えると思うが、彼らも資金が全然欲しくないという訳ではない。満期によって市場がかなりセグメント化されているなという感じがある。つまり、取り手の銀行サイドから見るとやはり長いものはそれなりに欲しいのである。9 月を越えていくもの、あるいは、3 月を越えていくもの。ここに対するニーズはまだあるというふうに思う。それからあと、短国あるいは国債のような金利がある程度プラスの取引がある。つまり売買によってキャピタルゲインが稼げるようなものについては、それなりに運用ニーズがある。従って、資金があり余ってしょうがないという訳では必ずしもなくて、運用によってはそれなりのニーズがあるということだと

思う。

福井議長

何かちょっとそれは満たされていないような。

田谷委員

いや、結構である。

中原委員

長い吸収であればどういう判断になってくるのか。もう少し長い吸収であれば。

白川理事

長い吸収であれば。

中原委員

2週間まで。

白川理事

短国レートが、上がったたり下がったりしているが今回もまた債券が下がってきている。投資家から見ると安全確実な商品として短期国債、それから売手というものがあって、もし同じ期間であれば同じようにやはり買いは出てくるのだろうと思う。彼らからすると勿論ゼロの当座預金よりはなにがしか金利が付くものが良いとは思ふ。それから先程の田谷委員の質問で、多分全体に余剰感が強まってきていて、今後どういうふうになっていくのかという、そういう質問だと思うが。

田谷委員

だとすると、結局1週間物、2週間物、ほとんど金利の付いていないよ

うな状態で、吸収してもらいたいのだが吸収してもらえなかった分はしょうがないので放っておくということだろうとは思うのだが。

白川理事

行き場がないので、最後はそうなる。この後、余剰感がどんどん強まっていくと札割れがC P オペだけではなくもっと他のものに広がっていくことになる。

田谷委員

それで前に言われたように、よく金融界ではキャッシュ潰しとかの報道が一部あった。何でも金利の付いているところにどんどん行くと。そういうような動きは全くまだ聞こえてこないということか。

中曾金融市場局長

一種のキャッシュ潰しが表われているのがこの短国のレートだというふうにも言えると思う。そういう意味でのキャッシュ潰しは起きつつあるという認識で良いと思う。

田谷委員

分かった。

白川理事

体力のある金融機関であれば、例えばクレジット物、ABSもそうだしABC Pもそうだし、あるいは一部の不動産の証券絡みであるとか、そういうものを買っていく先は勿論あるが、それはキャッシュ潰しというか本格的な運用になってくるのだろうが、それだけの体力のない先で取り敢えずキャッシュ潰しをしようと思うと、結局商品としては当座預金以外は短国であったり売手であったりと、後はなくなってしまおうということ。

中曾金融市場局長

中原委員の長い売手を打ったらどうなるかというのは、これも市場の感覚からすると、やはり長いところに対する資金需要はあるので、その裏側としてなかなか長い物を吸収するという意味ではまだちょっと躊躇する。

中原委員

実際やるというのではなくて、どういう反応を金融機関は持つのかなという好奇心なのだが。

福井議長

他に如何か。

須田委員

一つ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

須田委員

先程、短国レートが高くて週に2回されるということなのだが、その意味だが、金利が上がったから、だからやるということだと私は困ると思うが、供給をするのにそこがし易かったからという理由は…。

中曾金融市場局長

言葉足らずな点があったと思う。まず、なぜ短国レートが上がったかなのだが多少細かい点を述べると、長期金利の影響というのがあると思う。それから介入資金にかかるファイナンスで為券の残高が相当この時期は膨らんでいたのも、需給がそもそも多少緩んでいたという点、それから三点目は私共の例の短国の買入オペなのだが7月の実施分から多少ルール

を変えている。つまり、本行が長い物を買過ぎた面があるので、一部銘柄をオペ対象から外した、そういう特に三番目の要因について日銀の真意がどうなのだろうなという感じがあったと思う。ひょっとして日銀が短国の買入額自体まで減らしてしまうのではないかなという憶測があって、実はそうではないのだというメッセージを伝えるためにも連続して何回か打ったということである。結果としてレートは下がった。

福間委員

米国の金利上昇については、先程指摘のように、フレディマック、フアニーメイ、そのコンベキシティ・ヘッジがこれから出てくるのではないか。要するにチェイン・イフェクトがどう効いてくるか。これは金融システムにも少し関係あるので補足するのだが、401kとか投資信託とかこれは債券と株が恐らく入っているだろうし、クレジット・デリバティブにも入っているだろうし、組み合わせによっては小型のLTCMあるいはそれ以上に大きいかもしれない。要するにそういう物、これは恐らく guess work でそんなに正確に意見を求めている訳ではないのだが、感触としてマーケットにそういう心音というか振動が聞こえてくるかということを知りたい。何となくデレバレッジのところが気になる。たまたまクォーターリーファンディングにぶつかっているということでさらに市場が不安定化しているのだと思うのだが、今日のところは感触以上のことは分からないと思うのだが、どういう具合に考えておられるか。

中曾金融市場局長

まず、このコンベキシティ・ヘッジの効果はアメリカのFRBだけではなくて、中央銀行の仲間内では問題として明確に認識をされている。ただ、そのマグニチュードについては、アメリカなどの言い方では割と短期間、ある程度は限定的な効果なのではないかということを行っている人もいるようだが、定量的に把握するのは非常に難しい。というのは、このコンベキシティ・ヘッジは現物債で売ることでもできるスワップとかスワッ

プシオンを使っても同じような効果が持てるので、現物債券市場や長期金利に直接どの位影響があるかというのはなかなか定量的には把握しにくいものがあるのだが、潜在的にはかなり大きい可能性があると言われていようである。例えば 0.1% の金利の変動について、全部 10 年の現物債でこれをヘッジしようとする、300 億ドルの売却位、即ち一日のターンオーバーの 1 割位はそれに当てなくてはならないというような試算もできる。

福間委員

特にクォーターリーファンディングの時と違って、相当荒れるな。

中曾金融市場局長

然り。今述べたように全部がキャッシュということではないのだが、潜在的にはかなり大きな問題であり得る。ただ、現実はこのシステミックな面が、言われたように、浸透しているかと言われれば、明確にそこまでは聞こえてこない。このような感じではないかと思う。

福間委員

と言うのは、問題はデリバティブで、この T-bond というのはベンチマークに使われるだろう。このようなデリバティブ商品というのは言ってみれば分からない位ある、色々な形で。コーポレートサイドであってもスワップをやる時は T-bond をベースにする。お互いにスプレッドを決める時は。そういう面では、4.5% に達する位、あるいはそれ以下で落ち着けば、私はそんなに大きな影響が出ないのだろうと思うのだが、これがさらに上にいったりすると、相当ややこしい問題が出るかなということちょっと聞いてみた訳である。バフェットであったか、デリバティブをやっている会社の株は一切買わないとか言って宣言していた。あんな危ない物を触るような会社の株は買わないとか言って。要するにデリバティブというのははっきり言ってよく分からない。勿論、商品そのものは分かる

のだが、チェーン・イフェクトがどうなるかというのは、二重三重にデリバティブができているため、なかなか分からない。LTCMと目的が違うだけに影響はひよっとするとワースかもしれない。金融システムに与える影響がちょっと大きい危険性があると考え、もし何か分かれば今日ではなくて良いので教えて欲しい。

中曾金融市場局長

承知した。

福井議長

では次は、海外経済について願います。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

高橋国際局参事役

それでは本日配付した手許資料、資料3（追加分）の参考計表を見て欲しい。まず、図表1、米国の主要経済指標だが、前回の会合以降発表された経済指標を総じて見ると、雇用関係を除いて緩やかな景気回復を確認するものが多いと考えている。GDPは後程紹介するとして、堅調を継続している家計支出は、この分野は金利の上昇も懸念される訳だが、例えば7月の6. 自動車販売は、これは業界統計であるが、日本車等を中心に好調を継続している。それから企業関係は11. ISM、これが製造業、非製造業とも改善している。12. 鉱工業生産は漸く安定した程度と考えている。また、9. 資本財受注なども若干上向いている。良くないのは14. 15. の雇用関係であり、14. 失業率は改善しているが、これは労働市場への参加が低下したということで評価はできないと考えている。それから雇用者数だが、このところ失業保険の申請件数が40万人を切ったという明るいニュースもあった訳だが、これについても自動車関係のブレであるという指摘もある。15. 民間部門の非農業部門雇用者数、これが6月の方が前回マイナス3万人だったのがマイナス7万人に4万人程下方改訂されたよう

に、今月もプラスの予想が マイナス 3 万 4 千人ということで、市場予想を大幅に下回るマイナスになった。内容を見ると一時雇用が増加しているということで、これをリーディングインディケーター、明るい指標と見る向きもあるが、製造業を中心に全般に雇用の圧縮が続いているという姿である。次に図表 2、米国の GDP 及び IT 財の受注・出荷の (1)、これは 7 月末に公表された第 2 四半期の GDP である。極く簡単に特徴点を述べると、表面の成長率は前期比 +2.4% 年率と、市場予想の 1.5% を上回っている。これを国内民間最終需要という形で見ると、第 1 四半期の +2.4% に続いて、第 2 四半期 2.3% という姿であり、緩やかな景気回復という姿が見られる。内容的には設備投資がプラスになったということであり、家計、企業両輪が前向きに動きかけているという点では景気回復への加速の兆しという評価もある訳であり、私共もそのように評価できるとは思っている。ただ、設備投資の内容だが、これについては幾つか留意が必要であると考えている。まず、構造物投資、これは第 2 四半期はプラスになった訳だが、これは鉱工業用、マイニングのプラントが寄与したということで、その振れによるものであるという説明がなされており、オフィスビル等は不振を脱しきれていない。機械投資については IT が増加した一方、非 IT はマイナスを継続している。IT の部分が上向いてきたということは米国のみならず、世界経済にも明るいニュースであるが、現時点でその状況を見たのが、(2) 情報関連最終財受注・出荷の図表である。これを見ると分かるように、出荷、受注とも現在漸く回復してきたところということであり、今後の展開の力強さということについては強弱いずれも見通しがたいという感じがある。また、設備投資の先行きだが、所得減税の方が強調されるが、減税プランには投資減税もあり、投資減税の強化というサポート材料もある訳ではある。ただ、第 2 四半期の決算発表時の企業の声拾うと、インテル、IBM 等は先行きをやや慎重に見ているというところが気がかりであり、若干まだ様子を見たいと考える。また、(1) GDP に戻って、第 2 四半期の押し上げ要因は政府支出、これが今期大幅増加したということが寄与している訳である。内容を見ると地方政府が緊縮に転じる一

方で、連邦の国防支出が大幅に増加している。今後、所得減税を中心とした減税もあり、拡張的な連邦政府、緊縮的な地方政府、これはカリフォルニアが典型だが、そういう構図が継続していくのではないかと思われる。このように米国経済については前回会合時の見方に概ね沿う形で景気回復をサポートする材料が見られてきた訳だが、今後これがどの程度力強いものになるかについては若干引き続き慎重な見極めが必要ではないかと考えている。図表 3-1、米国の金融指標である。先程も議論があったが

(2) 長期金利、これは 4.4%ポイント位まで上昇している。長期金利は 6 月半ばの 3.1%から約 130bp 近く上昇している訳だが、この背景としてはまず、一点目として 6 月の FOMC やグリーンズパン議長の発言、二点目として予想比強めの指標による行き過ぎたデフレ懸念の後退、それから三点目として先程議論があった MBS 関係のヘッジ売り、四点目として財政バランス悪化による国債の需給懸念、こういうことが指摘されている訳である。こうしたことを背景に (1) 株価であるが、株価の方は、このところの急テンポな金利上昇を受けて 6 月半ば以降横這い圏内で推移している。業種別には素材、IT が上昇しており、一方配当性向の比較的高い通信サービス、公益等は長期金利の上昇で配当の旨味が消えたということやや冴えない動きである。(3) FF 先物金利で市場の金利感を見ると年内の利上げはなしという形になっている。図表 3-2、米国の金融指標で資本市場の状況を見たい。(1) 社債の対国債スプレッドである。長期金利上昇のもとで取り敢えず社債スプレッドには大きな変化は見られていない。資本市場の発行環境も先程議論があったが、これまでのところ悪化しているというのは聞いていないが、(2) 米国債先物オプションのインプライド・ボラティリティにあるように、長期金利のボラティリティが急激に上昇しているというのが懸念材料であり、今後注意深く見ていきたいと考えている。それから先程議論があったフレディマック絡みのエージェンシー債のスプレッドの拡大もあるが、ここ 1~2 日多少スプレッド幅が縮小してきているということである。図表 4-1、ユーロエリアの主要経済指標である。ユーロエリアの経済指標を見ると足許の景気は厳しいということが言

えると思う。6. 輸出だが、これはユーロ高のもとで減速が鮮明になったほか、昨日発表された5. ドイツの国内投資財受注だが、これも減少している。ただ、7. 同じく昨日発表になったドイツ海外受注は5月減少の後、反動増している。個別国の計数をもうちょっと丁寧に見るために図表4-2、ユーロエリアの主要経済指標である。小売関係については6月には多少底入れしているというようなニュースもある。実際に6月、ドイツだが、この小売数量がプラスになっている。ただ、ドイツは営業時間を延長したというような特殊要因もあって、やや読みにくい状況である。また、一方では(2)失業率は、昨日発表されたドイツの失業率、7月分だが、これも依然高水準横這いという姿である。こうした中で先行きの明るい材料とされて話題となっているのが、(3)企業コンフィデンスや消費マインドの改善である。ここでは企業マインドを紹介しているが、一番下のフランスの指数に若干の持ち直しが見られているほか、ベルギーとかイタリアでも同じような状況が見られているということである。こうした中で、ドイツのI f oが改善しているということだが、この内容を見ると改善しているのは灰色の先行指数であり、細線の現状指数、こちらの方は現状厳しく見ているということである。現地に確認をしてみると企業マインドは昨前半も好転したということもあり、現地の報道は明るい動きではあるということだが、それがどれ程のものであるかはちょっとまだ慎重に見る必要があるという報道が主流であるということであり、私共も取り敢えずそのように考えておきたいと考えている。図表5、欧州株価・金利である。欧州の金融市場は、(2)長期金利だが、これについては6月央以来米国の長期金利の上昇につれて上昇しているが、米国の上昇幅が先程述べたように130bpに達して、欧州の方は70bpということである。この差だが、これは米国のようなヘッジ要因が欧州においては小さいということと、それから景気の温度差ということであると考えて良いかと思う。(1)株価だが、ドイツのDAXが上昇しているが、これは同指数のハイテクの割合が高いということや、保険会社、これが株価についてプロシクリカルに動いていくことがあるということの説明が付くのかなと考えている。図表6-1、

エマージング諸国・地域の主要経済指標で東アジアについては極く簡単に述べるとSARSの後に成長軌道に復してきたというふうに見えるかと思う。中国向けを中心に域内貿易が活発なうえにITも多少上向いてきたということで図表6-2(3)生産だが、台湾やシンガポールの生産が若干上向いてきたというのはこのITの関係であるというふうにする。また、韓国だが年末に向けて回復の期待というのは強い訳だが、最近の労働争議ということが韓国経済の構造的な問題というふうになってきているうえにノムヒョン政権の政治統治能力にもかかわるという見方も出てきていることから、やや楽観ができない情勢ではないかと考えている。最後に図表7、エマージング諸国・地域の通貨である。エマージングについてはこれまでの改善がやや一服しているということであり、こうした中で(1)アジアでは、フィリピンペソが軍事的な問題があつてやや値を下げているということと、インドネシアについてはまず、外資の引き上げの噂から下げているうえに一昨日のジャカルタのホテルの爆発という問題があるということである。(2)南米だが、ブラジルでは年金改革の進捗を巡る不透明感が高まっており、このところレアルが下落しているというのが気がかりなところである。以上で報告を終わる。

福井議長

質問があればどうぞ。宜しいか。では次に国内経済情勢について願います。

3. 国内経済情勢に関する報告(資料-4)

早川調査統計局長

それではいつものように、資料4の参考計表、これに基づいて説明をしたいと思う。まず最初に、これまたいつものように輸出入から説明したいと思うので、図表5を見て欲しい。6月の貿易統計が出て、6月の実質輸出は-3.3%、この結果、第2四半期は全体で括ってみると、-0.2%ということではほぼ横這いの動きであった。国別、財別にも基本的にはこれまで

申し上げていることとあまり大きな違いはないが、一応確認のため申し上げておくと、まず米国については、このとおり、第1四半期は大幅に減少した後、第2四半期は若干の回復である。下の財別を見ても分かるとおおり、米国は自動車関連が引き続き減っている。これは現地在庫の調整がまだ続いているということで減っている訳だが、その他のものがリバウンドしたということで増加している。一方、アジア向けについてはこのとおり、第1四半期、まだ非常に高い伸びになった後、第2四半期-2.6%ということで、このうち中国について申し上げますと、第1四半期2割増の後横這いなので、基本的には強いしSARSの影響もあまり見られなかったということかと思っている。これに対してNIEs向けがこのとおり、第2四半期-5.3%とかなり大きな減少になった。これについては、一つは韓国辺りについては韓国自身の内需の減速の表われであるし、それに加えて恐らくは第2四半期全体にアジア経済が減速したうえに、なにがしかのSARSの影響もあって、アジア向けがこの第2四半期に関しては減ったということだと思っている。一方、下の方の財別については、先程自動車がマイナスだと述べたが、それ以外に一つ、情報関連のところで、第1四半期マイナスになってしまったが、第2四半期はこの情報関連が少し増えたということである。この点、恐縮だが、図表8を見て欲しい。実は情報関連の動き自身は一番上の段にあるように、別に第2四半期それ程大きく増えたという訳でもない。ただ、周りの環境を見てみると、先程国際局からの報告にもあったが、例えば中段のWSTSの世界半導体出荷を見ると、細かくて恐縮だが、大体このところいつも見通しよりも下振れて着地することが多かった訳だが、このとおり、この第2四半期に関しては実は見通しを上回る形で着地している。最終需要についても、極端に良くなっているという程ではないが、例えば、パソコンの売上げ等に関して少し改善という話があって、この辺が今後の動きとしては注目される動きだろうと思っている。他方、輸入サイドだが、図表11である。輸入サイドはこのとおり6月が1.8%増加で、その結果として第2四半期全体は1.9%の増加ということで、やや思っていたよりも高めの着地になってしまった。ただ、私共

はこの動きについても基本的には横這い圏内だと理解している。と言うのは、まず第一に、下の財別のところを見て欲しいが、資本財・部品が、除く航空機では5%増なのに、飛行機を込みにすると12%増になっているということは実は飛行機の輸入が相当増えているということで、これの寄与度だけでも1%弱の寄与度がある。加えて、一番財別の上の素原料だが、第2四半期は確かにマイナスではあるが、このとおり去年の第3四半期から6%、4%、4%と増えた後、ほぼ横這いである。生産がこのところ横這い圏内でいっていることを考えると、素原料の伸びは非常に高い訳で、実は第1四半期まではイラク戦争の陰で原油の在庫の備蓄をやっていたということがあった。当然従って第2四半期辺りこれが落ちると思っていたのだが、今度は別の例の原発の要因で原子力発電が再開しない場合には油を焚かなくては行けないということで、この在庫を積んだということで、これも意外に落ちなかったということがあった。こんなことが重なっているんで、数字面は少し高めではあるが、それを除いてみると、ベースラインは横這い圏内。私達のイメージでは第3四半期位少しマイナスになるのではないか位の感じで今見ている。

続いて設備投資関連に移りたいと思う、図表13である。設備投資の一致指標のうち資本財出荷、除く輸送機械については、上の方のグラフにあるように4月にかなり大きく落ち込んだのでちょっと心配したが、細かい実線で見ると、6月はかなり戻ってきた。それでも4~6月を計算すると、4月のマイナスがあるので、どうしても1~3月対比-3.0%ということになってしまう。ただ、この点に関しては先月も述べたかと思うが、普段私共資本財出荷を見る時に輸送機械を除いてみる。除いてみる理由というのは、普通乗用車、3ナンバーの乗用車が資本財扱いにされるので、ちょっとこれを普通は加えない方が良いと行って除いている訳なのだが、現状は10月から排ガス規制が強化される関係で、トラックの買い替え需要がかなり増えている。これは設備投資なのであまり除いてしまわない方が良い訳で、仮に資本財に輸送機械も加えた全体のグラフを見ると、これはグレーの絵で、これだと4~6月で+0.7%という感じである。従って、そういったト

トラックまで含めて考えると、一致指標も緩やかな持ち直しということだろうと思っている。次に図表 14、先行指標関係、機械受注はまだ新しい数字が出ていない。下の建築着工も横這い圏内である。図表 15、中小企業の設備投資の動きについて、中小公庫のアンケート調査で設備投資実施企業割合というデータがあるが、これを見てみると、このとおりに足許のところ製造業、非製造業、ともになりにかなり上に上がっているということになる。製造業に関しては、大体こんな感じかなというイメージがあるが、非製造業はちょっと我々のイメージとしてはそんなに増えるはずがないのにといい感じなのになりにかなり上がっている。ただ、このとおりに、過去の実績を見ると、この動きと法人季報の動きは必ずしも乖離していないので、あまり馬鹿にできない統計なので、ちょっとパズリングだなと思っているが、一応現在我々は先程も申し上げたトラックの影響が出ているのではないかとちょっと考えているところである。排ガス規制の関係でトラックを買わなければならない。そうすると、金額は小さいがそれぞれの企業が卸売にしても小売にしてもそういうところがちょっとずつやると、実施企業割合だと意外にいつてしまうということが起こっているのではないかと、証拠はないが、想像している。

次に個人消費関係に移りたいと思う。図表 18 である。個人消費については皆さんご承知のとおり 4~6 月は総じて弱い動きだったと思う。確かに家電販売はデジタル家電中心に好調であるし、それから一番上の方にある消費水準指数、恐縮だが、これは全世帯の数字も出た。全世帯の数字でいくと、4~6 月の三角カッコ前期比が+0.9%ということなので、これは来週出る GDP にはこれが影響してくる訳だが、この消費水準指数と家電販売を除くと軒並み三角カッコ内の前期比がマイナスということで、やはり 4~6 月はちょっと弱かったなという印象を持っている。7 月の走り出しについてもこのとおりに、車は確かに前期比ではプラスになっている。しかしながら、グリーン税制の影響があったにせよ、4~6 月比較的大きめの減少になったことを考慮すると、必ずしも強いリバウンドという感じではない。さらに、それ以外の百貨店、スーパー等についてはまだ数字は出てい

ないが、ご承知のような長雨、長梅雨の状況なので、ちょっとそんなに数字は期待できないのではないかと考えていて、ややこのところ個人消費は弱めかなという感じがしている。勿論、図表 21、販売統計合成指数、あるいはまた消費財総供給を見ると、販売統計合成指数は先程のものの反映なので少し弱い訳だが、逆に消費財総供給というのは緩やかな増加が続いている。こうしたことを考えると、現在の時点で個人消費の基調が大きく変化したとは考えていないが、やや弱めかなという感じである。なお、図表 23 消費者コンフィデンスに関しては、一頃ずっと悪化が目立っていた訳だが、このところさすがに少し改善してきた。後程申し上げるように、個人消費を巡る環境については、一方において後程述べるように、所得の減少が少しずつ小さくなってきているということはある。それからコンフィデンスも少し良くなっているという方向ではあるが、他方で、社会保障負担の増加、ボーナス時の社会保障負担の増加があったり、あるいはまた去年が少しでき過ぎだったのではないかとということもあるので、当面、私共では目立って改善することもない一方、大きく崩れることもないのではないかと一応思っているが、なかなか読みにくい動きではあるので注意して見ていきたいと考えているところである。続いて、普段いつも無視していることの多い住宅だが、今月は、いつも無視しているのは実は大体 110 万戸台半ばで変わらないなということで無視していたのだが、6 月はこのとおりの 127 万戸近い数字で、ちょっと大きめに増加した。これが金利の大底感から住宅が出はじめたということであれば大きな変化だとは思いますが、私共はやはりそうではないと考えていて、基本的には若干の制度要因、まず第一にご承知のとおり住宅ローン減税について、現在延長の議論が行われてはいるが、現行の制度ではこの 12 月で打切りである。12 月までに入居しなければいけないので、それを考えると、そろそろ着工しないと間に合わないというファクターがある。この辺が持家辺りに少し出ているかなという感じである。それからもう一つは、7 月から建築基準法が改正されていて、これはシックハウス対策が行われている。ちょっと筋の悪い話だが、コストが上がるので早めに建ててしまえみたいなことが行われたのではないかと言

われていて、この辺がひよっとするとこの貸家辺りに出ているのではないかなと言われていたので、一応我々としてはこの数字は一過性のものと思っているが、何分にも久しぶりにちょっと動いたので一応報告しておく。

次に図表 26、生産の動きである。生産については、これまた皆様ご承知のとおりだが、6月が -1.2% ということで4~6月は -0.6% で着地した。私が言ったように、ちょっとマイナスが大きめだったかなという印象は持っているが、このとおり、出荷が $+0.3\%$ 、それから在庫が -0.8% という中での生産の減少ということなので、一応生産横這い圏内という判断と整合的ではないかと思っている。因みにこういった出荷は少し増えているが、在庫が減ってというのは、例えばよく言われているデジタル家電なんかの部品不足みたいな話とも一応整合的ということである。他方で、生産の予測指数の方を見てみると、7月が $+0.7\%$ 、8月が $+2.7\%$ ということで、仮に9月横這いにすると7~9月は 2.7% ということでかなり高い伸びになる。今度は逆にこれが近々その輸出が増えて生産が増えてくることの表われかということなのだが、今のところ私共はそこまでは見ていない。と言うのも、まずもう既にご承知のとおり、図表 27 の下の方にあるように、最近まで予測指数の実現率の下振れといった現象が続いている。例えば、電気機械について申し上げますと、前々から申し上げている話だが、例えばデジタルカメラを作るメーカーは、一応部品がくることを前提に生産計画を立てている。確かに、部品の供給は段々出ていくはずではあるが、ヒアリングによると7~9月中はまだ部品供給が完全にならないということで、やはり下振れがまだ出てくるということだと思っている。それから、全体としては在庫は減っているが、ちょっと細かいことをいうと、素材産業の一部で若干のミニ在庫調整的な動きがある。典型は化学だが、化学はご承知のとおり1~3月まで商品市況は上がっていた。そのプロセスで恐らくは流通、ユーザー辺りに若干在庫が増えていたのだと思う。そこへもってきて、たまたま4、5月位にSARSの問題があって輸出が出なくなって市況が崩れたということもあるので、ちょっと在庫が溜まってしまった感じがある。足許アジア市況が回復しているところを見ると、そんなに心配をする必要は

ないかと思うが、こういうことが起こっている時にはやはり実現率の下振れが起り易いこともあるので、そんなことを考えるとやはりこの2.7%という数字については下振れてきて、目先横這い圏内かなと思っている。因みに、企業ヒアリングをしてみても、企業は何となく輸出が増えるのではないかという期待は出てきているが、まだいつかということについては必ずしも自信がなさそうで、その結果として一応7~9月、10~12月ともに横這い微増位の生産計画を言ってきているので、一応そういうふう考えている。ただ、私共、前は生産当面横這い、今回は目先横這いという表現を使っている。一応そういう感じで、いや、どこかで増えそうな感じがするのだが、いつかというところとちょっと分からない。目先はまだ2.7%でなくて横這いではないかなと今思っている。

それから暫く飛んで雇用面である。図表31、労働需給に関しては、大体これまで述べてきているとおりである。失業率は5.3%と若干低下したが、基本的には5%台前半で横這いであるし、それから有効求人倍率も横這いということである。細かいことを言うと下の段にあるように、所定外労働時間・新規求人ともに頭打ち傾向。ただ、頭打ち傾向と言いながら完全に頭を打ち切らないという感じもある。逆に右側の方の失業者のうち、一頃非自発的離職者が減っていると申し上げたが、最近、必ずしも減っていないという感じで、なかなかそれぞれあまり方向感のない中での横這いが続いている。むしろちょっと悩ましいのが、図表32、雇用者数の動きである。上段の右の方を見ると、毎月勤労統計の常用労働者数は引き続き0.6%~0.8%のマイナスで変化はない。それに対して労働力調査の雇用者数は、このところ前年比がプラスになってきている。正直言って、プラスになったというところまでまだ強く言うつもりは今のところない。と言うのは、たまたま去年のこの5~6月位が前年比のマイナスが非常に大きかった時期なので、その裏がちょっと出ているという感じがある。特に左側の就業者数という数字を見ると、直近のところは、なぜか雇用者数だけではなくて、自営家族の減少幅も減ってきている。特に6月単月は自営家族もプラスになっていて、就業者数全体がプラスという感じで、ちょっとこの辺

はデータの揺れではないかと思っていて、これは全面的に雇用者数がプラスになっていて、就業者数もプラスになりつつあるというのはちょっと言い過ぎではないかと思っている訳だが、とは言いつつ、季節調整後で見ても労働力調査のところは若干前期比がプラスになってきているので、こういう広い範囲での雇用者数を含んだ部分では、雇用は下げ止まり位にはなっているのだろうなと思っている。さらに、賃金に関しては、ご承知のとおり、今回6月の特別給与が出ているので図表34を見て欲しい。6月のボーナスというと、夏のボーナスの中でウエイトが半分位ある。出てきた数字は皆さんお気づきのとおり+4.1%という数字であった。これは日経新聞の予測、ないしは経団連の予測と比べると変な数字ではないが、私共は、日経新聞とか経団連は、製造業、大企業のウエイトが高過ぎるのでこんなふうにはいかないだろうと申し上げたので、意外に高い数字が出てしまったなという印象なのだが、この点はやはり業種別のところを見て、製造業の+2.6%というのはまあそんなに変な感じはしないのだが、非製造業の+4.4%がちょっと高い。特にこのとおりに卸・小売が6月単月で+33.7%と、ちょっとクレイジーな数字が出ている。これは多分6月だけとった結果こんなことが起こってしまったということだと思っているが、依然として私共はこのように4%も伸びることはない、むしろ伸び率は下がってくるのではないかと思っているが、ちょっとこの半分のウエイトで4%くると、マイナスはなかなかないな、という印象に今なっているということである。図表30、表のところだが、以上全体のところで下の雇用者所得みたいなところを見ると、名目賃金は5月プラスになったので、これは所定内給与が多分日数要因でプラスになったのだと、現に6月は僅かではあるがマイナスになった。ただ、先程述べたようなボーナスの動きで今月も名目賃金はプラスということで、この結果4~6月全体を見ても雇用者所得で+0.1%という感じである。6月単月のボーナスはさすがにでき過ぎだと考えているので、まだ雇用者所得が下げ止まったと言い切るのはちょっと早いと思っている。ただ、マイナス幅がかなり小さくなっているということだけは間違いないと理解している。

最後に物価だが、物価はまだC G P Iが出ていないので、商品市況について若干紹介する。図表 36 である。一番上の私共の国際商品指数を見ると、この春先まで大幅に上昇した後、大きく下落して、また最近は上がっているという感じである。背景はご承知のとおりだが、中段にあるように、原油価格がイラク戦の開戦後、一旦かなり大きく下がったのだが、このところ足許は上がってきている。それに加えて非鉄、ここには銅が書いてあるが、非鉄なんかの相場もどちらかというところ上がってきている。やはりなにがしかの世界的な景気回復期待みたいなものが多分商品市況に表われているということだと思っている。従って、私共の輸入物価は、これまでのところは原油価格の下落によって下落してきた訳だが、この感じでいくと相場は下げ止まるだろうということである。国内の商品市況はどうかということだが、これも上段の日経の 42 種の商品指数を見ると、3 月までずっと上がって、その後ちょっと下がったのだが、足許またちょっと上がり気味の動きである。これは先程申し上げた非鉄の相場の上昇等を反映したものである。加えて一番下にあるように、半導体市況もこのところちょっと上がっているということである。従って、C G P I は、3 か月前比で見ると 5 月のところは実はかなり大きめのマイナスだったのだが、こういった動きを考えると恐らくマイナス幅は縮んでいく方向だと思う。ただ、商品市況の上がり方が春までのような勢いではないので、機械類の継続的な下落を完全に潰し切るところまではいかない。従って、恐らくマイナス幅は縮むが、ちょっとしたマイナスが残るのではないかと理解している。最後に消費者物価については全く変化はない。ほとんど見る必要もない位で、図表 42 にある消費者物価はこのところ -0.4%。一旦縮んだ後、毎月同じデータで推移している。

計数の説明は以上だが、全体について若干コメントをしておくと、確か先月 S A R S の終息等もあって、いわゆる足許の景気は横這いであるが、多分 4 月の展望レポートのシナリオというのは、タイミングはちょっと後ずれするかもしれないが、何か実現しそうな方向である、そのような雰囲気であるということを確認前月申し上げたかと思う。今月も基本的には同

じである。例えば先月に比べて一段と蓋然性が高くなったかどうかということになると、ちょっと微妙なところであって、と言うのは、多分一種サイド・エビデンスみたいなものにウエイトを置いて考えるのであれば、例えばアメリカ景気についても少しずつ良さそうな指標が出ているとか、あるいはまた先程IT絡みについてこのところ良いニュースがあるとかいった、いわばサイド・エビデンスみたいなものを少し評価して考えるのであれば、先月よりも少し明るい材料が出ていると行って良いと思う。しかし、ハード・エビデンスがあるかということになると、これは今一つである。正直言って、アメリカについても雇用とか生産とかいうハードな数字は必ずしも良くない。日本についても計数面を見ると確かに雇用周りでちょっと良い方向の変化は見られるが、生産にしても輸出にしても6月単月の前月比で見るとマイナスであった訳で、ハード・エビデンスということを見ると、明確に改善する証拠はある訳ではない。企業も先程申し上げたように、何となく良くなりそうな雰囲気は漂わせているが、ではいつからということになると、まだちょっと自信がないという感じなので、ちょっとどちらにウエイトを置くかによって変わるが、事実はそんな感じである。私の説明は以上である。

福井議長

どうぞ質問があればお願いします。

岩田副総裁

特別給与が6月もしかすると少し良くでき過ぎているかもしれないという話があったが、社会保険料が総報酬制度の導入により年金の負担が意外と大きく、少し位特別給与が増えても、要はそちらの課税分でかなり吸収されてしまっているのではないかと、という記事を読んだことがあるのだが、それは本当か。次に、物価についての質問なのだが、消費者物価、私、3か月前比というのが好きで見ているのだが、3か月前比で見ると、4月、5月、6月とほとんど0%というか、4~6月をとっても+0.1%となってい

るが、これは持続性があるのかどうかということ。

早川調査統計局長

承知した。第一点目は、すみません。それは消費のところでは良かった。言い忘れてしまったのだが、おっしゃるとおりで、やはり仮にボーナスが少し位増えても、社会保険料がボーナスに対してもかかるように、今まで普通の月次の給料だけだったのだが、ボーナスに対してかかるようになったので、その結果として多分、手取りベースはかなり増えないと減ってしまうという感じである。実際、今ここにデータを持っていないが、家計調査を見ると、家計調査の6月の数字は典型的にそういう形になっていた。実収入は悪くないのだが、非消費支出の社会保障負担が増えている結果として可処分所得が減っているという形が家計調査で起こっていて、恐らくマクロでもそういう姿になっているのではないかと考えている。そういう意味では、夏場の消費が良くないというのは、勿論天候要因もある訳だが、そういったファクターも影響している可能性があると考えている。

それから二番目の消費者物価の3か月前比、これは私共も一応季節調整後も見ている。消費者物価の季節調整というのは、本当に上手くいっているかどうか、やや自信がないところがあって、というのは過去にも予想外の動きでピョコピョコと動くことがあるので、必ずしもあれは真横になっているからといって、直ちに消費者物価のマイナス幅がこのまま順調に縮んでゼロになるというよりは、私共としては大体今位の水準でいくのではないかと考えている。勿論、細かいことを言うと、例えば、この夏7月もそうだし、10月もそうである。去年は電力料金が累次に亘って下がっているんで、その裏が出てくるとかいうファクターがあるので、ひょっとするとマイナス幅が少し縮むことがあるかもしれないが、今のところこの-0.4%というところから目立って縮んでいくということはないのではないかと考えている。すみません。難しいことを言うと、そもそも物価の季節調整というのは多分理屈から考えるとかなり難しい問題があるので、あまり私共は季節調整後の物価にはウエイトを置いていない。

福井議長

他に如何か。

須田委員

ちょっとどう読んで良いか分からないのだが、今日財務省の貿易統計で7月の上中旬が出て、伸び率は、輸出が5.5%、輸入が1.4%であるが、これをどういうふうに読めば良いか。

早川調査統計局長

私も実は画面を見ただけで全く調べていない。が、そもそも名目の前年比かつ上中旬ということなので、この数字で直ちに7月少し増えるというところまではまだ見ていない。と言うのも、元々最後の下旬のウエイトが相当高いものなので、従来も最後でごろっと変わってしまうことが結構多い。これは車の販売のラップで、20日まで良かったのだが最後でひっくり返ってしまうというのがあるのと同じで、あまりウエイトを置いていないし、それから私共、これを実質化する作業は月次が纏まった時しかやらないので、現時点ではちょっとあれをどう見れば良いか分からない。申し訳ないが。

山本理事

ちょっとウォッチしてきた感じで言うと、上旬は確か輸出はゼロ近傍だった。それが上中旬になって5.5%になっているので、少し中旬は上向いている。ただ、今早川調査統計局長が言ったように下旬になるとどうなるか分からない。そういった見方である。

福井議長

早川調査統計局長が期待して待っているハード・エビデンスとはどんなものか。

早川調査統計局長

ハード・エビデンスというのは例えば、最初からアメリカの話をしてしまうのはあれだが、やはり例の減税のチェックが配られて、それが実際にどれだけの支出に繋がったかというデータをやはり見たい。これは理屈から言えばあれだけのチェックが配られている訳だから、それは恐らく、しかもアメリカ人のことなので、相当程度使うのではないかという気はしているが、これはあくまでそれはそういう気がしているだけで、それは実際にこれ位使われたというデータを見るとやはり少しは安心するし、恐らくそういうデータが出てくれば、生産のところだってもうちょっと反応してくるはずなので、何と言ってもそこを見たいということだし、それからこれは結局裏表の関係になるが、確かに日本国内でハード・エビデンスというと、それが生産指数に表われるなり、貿易統計に表われるなりということになる。従って、統計という観点から見ると、ちょっと遅れると思う。例えば本当に8月、9月位から生産が、貿易が増えたとしても、データとして表われてくるのは10月とか11月とかということになりちょっと遅れるが、その辺はデータを見るのと企業サイドから話を聞くのを組み合わせることによって、何とか動き出したタイミングというのを掴みたいなど思っている。この辺が中心である、ハード・エビデンスとしては。

福井議長

アメリカ人の中には、実際にチェックを受けとってみて、金額が自分の予想したより大きいと言っている人もいるようだ。

早川調査統計局長

そうですか。

福井議長

だから何に使うという話が直ちにある訳ではないが。

早川調査統計局長

報道とか見ているとサプライサイドも色々工夫してやっているみたいなので、効果はあるのではないかという気はするが、何分にも、逆に言うと、アメリカは、かなりの言ってみれば、金融緩和をずっと打ち続け、かなりの財政政策を打ち続けているので、ここで逆に効果が出ないということになると、これまた非常に厳しい状況にもなるので、ある種この減税がどういうことになるかというのは、やはりアメリカだけではなく世界景気全体を考えるうえでかなり重要なポイントになるし、そういったものを見たいということである。

福井議長

他にあるか。

福間委員

天候要因は。

早川調査統計局長

天候要因は正直言ってアンラッキーである。やはり前から百貨店などは天候要因のことを言う。あまり天候要因を言うのは元々調子が良くない証拠ではあるが…。

福間委員

そうそうそうそう。

早川調査統計局長

ではあるが、でもやはり7月などは幾らなんでも7月一杯梅雨明けしないというのはちょっと不幸な形ではあったと思う。難しいのは、ある種、多分7月の数字もあまり良くないと思う、個人消費に限って言えば。ただ、

そこのところがどこに何に起因するものか。先程岩田副総裁が言われたような、社会保障負担のせいなのか、今言われたような天気のせいなのか。はたまた逆に言うと所得面は少し改善しはじめても、元々去年が所得が減った割には消費が伸びていたもので、その反動みたいなものなのか、ちょっとひと月、ふた月ではなかなか判断しきれないので、一方、しかし、先程ちょっと述べたように、消費マインドは少し改善しつつあるので、消費についてはあまり良い方向へいくとも悪い方向へいくとも予断を持たずに見ていく以外にないと、こんなことかと思っている。

中原委員

消費税の内税化というのは、業界によってはえらく大騒ぎしているようだが、あれはまだ影響は分からないか。

早川調査統計局長

それはちょっとまだ分からない。

山本理事

まだ分からない。

中原委員

相当システム需要が出るのではないかと思うが。

早川調査統計局長

そういうシステム需要というのは、例の改刷の経済効果と同じで、本当にそれはプラスなのかどうかという疑問の余地の大きいところがある訳である。一応計算上は需要がこれだけ出るという話になるが。

福井議長

それでは金融環境についてお願いします。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

山口企画室審議役

手許の資料 5 参考計表その 2 という資料で説明する。実は、今回はメジャーな計数がまだ出ていなくて、一つは貸出の関係、その結果として民間総資金調達の数字、それからマネーサプライの数字、広義流動性の数字、そういったものがまだ出ていないので、資料としては色々なデータがあるという中で話すということにはならない点、了解願いたいと思う。

まず図表 1 である。社債・CP 市場調達だが、社債の発行額は 7 月 5 千億円ということである。5 月、6 月、1 兆円を超えるというところだったが、そこからするとやはり発行額は金利が上がる中でかなり減ったという状況である。ただ、直近の 7 月末にかけてはかなり駆け込みというか、発行が増えてきて、これは払い込みが 8 月になるのでこの計表には入っていないが、そこそこの発行額にはなっているようである。それからその結果として発行残高だが、6 月若干水面上に浮上した訳だが、結果的にはまた前年比マイナスという世界に落ちたということである。この間、CP の発行状況だが、これはあくまでもヒアリング情報ということだが、一応 7 月については発行状況としては順調であると聞いている。それから下の方、発行金利における対国債スプレッドだが、このとおり 7 月も特に CP の A 2 格、社債のシングル A といった辺りについてはスプレッドが縮まるというような状況である。従ってこれまでの動きが続いている。発行額は社債については先程申し上げたようなことだし、CP は順調ということだが、そういう中であってスプレッド自体は引き続き非常に良好な状態ということである。それから次に図表 2 だが、マネタリーベースは 7 月前年比 20.4% ということである。6 月と変わらないということである。銀行券の伸び率も 5% ちょっとということだし、日銀当預については 6 月、7 月と 9 割を超える伸びになっているということである。その結果、全体として 2 割ちょっとの伸びになっている。それから図表 3 で、企業金融絡みということだが、まず当月出ているのは、中小公庫、商中が出ているが、中小公庫

の方7月を見れば、資金繰り判断としては引き続き水面下であるが、良い方向での動きということである。それから、市場局が行っているローンサーベイの結果が下だが、企業の資金需要は引き続き弱い。そういう中で企業向けについては、4~6月は少しマイナス幅が圧縮されるような動きとなっている。大企業、中小企業に分けると、大企業が同じような動きである一方で、中小企業は資金需要がむしろなくなるというような動きになっている。それから図表4で、ローンサーベイの結果であるが、銀行の貸出スタンスがどうかということである。大企業、中小企業と分けているが、4~6月、大企業については運営スタンスが前傾化する、その一方で、中小企業の方は少し運営スタンスが後退するという格好で、これまで述べてきたように信用力の高いところについては前向き、信用力の相対的に低いところについてはやや慎重という貸出スタンスだということである。信用力と企業規模をそのまま結び付けることはできないにしても、方向としては今まで述べてきたような線で動いているということである。信用枠、利鞘設定といった与信条件というところを見ると、信用枠については大企業は甘めの方向、中小企業については若干ではあるが厳しめ、先行きまで見通せば中小企業についても少しまた甘めの方向に枠を広げようという見通しを金融機関は持っているという状況である。それから利鞘の方だが、4~6月、大企業、中小企業ともに利鞘を拡大する方向ということである。

取り敢えず冒頭述べたように、出ている数字というのは以上で、あまり全体感を語りきれないようなところはある訳だが、長期金利が6月半ば以降上がってくる中で、社債の発行額はやはり減ってきている。ただし、さはさりながら、多少長期金利が落ち着きどころをつかまえつつある中で、社債の発行額も7月末にかけて増えてくるというような状況にはなってきているということである。従って、取り敢えず社債の発行にフォーカスして見ると、長期金利の上昇の影響は一過性のものであると見ておいて良いのではないかという気がしている。それから、企業金融周りについては、先程申し上げたが、基本的にこれまで申し上げてきたような金融機関のスタンスに変化がないということだし、中小企業の資金繰りについては、引

き続き良い方向での動きが続いているという状況である。そういう中で、当面、注目点ということであるが、一つは今述べたような長期金利のインパクトが、今後色々と計数が出てくる中で実際どんな感じになってくるのか、企業金融周り、それから住宅ローンを含めてその辺をウォッチしていく必要があるかということである。もう一つは、国内の長期金利が上がる中で、欧米の長期金利も市場局長の説明等にあったように動いてきたが、特に米国の長期金利の上げ幅というのは相対的に大きかった訳である。そういう中で、銀行と機関投資家の外債投資態度がどういうふうになっていくのか。現実には既に減ってきている訳だが、この辺りがリスク選好との関係で今後どういうふうになっていくのか、一つの注目点だと思っている。それからもう一点は、これまた金融市場局長が説明されていたところだが、この間出た業務改善命令のインパクトをどう考えておくかということだろうと思う。元々、繰延税金資産の問題があったので、今年度の利益については金融機関自身相当しっかりしたものを確保していかないといけないというような気持ちが強かった訳で、そういう中で業務改善命令が出たということなので、その持つ影響というのはそう大きくはないかと思うが、さはさりながら、やはりしっかりと収益は確保していかなければというようなことには勿論なっている訳である。そういう中で何をベースに、何をツールとして収益を確保していこうとするのか、この辺りのところだが、一つは勿論、貸出運営スタンスをどのようにしていくのかということである。元々貸出運営スタンスについては、量へのシフトというか、量を増やすという方向で少しその動きが強まるのではないかということを示し上げてきたが、この辺りが今後どうなるのか。それからもう一つは、ご承知のとおり、銀行部門の収益というのは、かなり市場部門依存型、債券売買益依存型というような形で推移してきたが、その辺がどうなっていくのか。それは国内債ばかりではなくて、外債も含めてどういう形の展開になっていくのか、この辺が業務純益との関係で特に注目点だというふうに思っている。それからさらに言えば、不良債権処理を具体的にどのように進めていくのか。利益との関係で不良債権処理を少し遅らせるという

ようなことが出てくるのか出てこないのか。それから株の売却というのも利益との絡みでどのように進めていくのか。このような辺りが注意して見ていかなければならない点としてあるかなと思っている。私からは以上である。

福井議長

どうぞ質問があれば。

須田委員

今の業務改善命令のことで、それが出たのは株式による損は改善命令を出さない救済ケースに入らない扱いをされたから。従って株をどんどん売っていきこうという、つまりその命令が株の売り圧力になるという、そういう説明を見たこともあるのだが、その辺は如何か。

山口企画室審議役

まだその辺のところはちょっと掴みがたいところがあるが、元々先程申し上げたとおり、繰延税金資産絡みで収益をきちっと確保していかなければいけないというかたちで金融機関にプレッシャーがかかっていた訳で、そういうことからすると、金融機関としては業務純益をどうやって確保していくのか、そこが大きな問題だろうと思う。株についてどういうスタンスで、あるいはどういう動きが出てくるのか、そこはなかなか見通しがたい面があるが、やはり先程述べたこととの関係でいくと、貸出とそれから市場部門、その辺りをどうやっていくか、それがやはり基本にならざるを得ないかなと思っている。

福井議長

宜しいか。それでは以上で本日の議題は終了した。明日は午前9時に再開する。宜しくお願いする。なお、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、出席の方々、あるいはこの場にいらっしゃる全ての

方々に、情報の厳正な機密管理をくれぐれもお願い申し上げる。以上である。散会する。

(午後 3 時 34 分中断、8 日午前 9 時再開)

それでは金融政策決定会合第 2 日目を開催する。本日の議事だが、金融経済情勢に関する討議、そのあと当面の政策運営に関する討議、政府の代表の方々から意見を頂く。そして議案の取り纏め、採決、その後金融経済月報の検討と、最後に 6 月 25 日分と 7 月 14、15 日分の議事要旨の承認、概ねそういった手順で行いたい。本日は政府の方から財務省谷口副大臣、内閣府から中城政策統括官にお越し頂いた。有り難うございます。宜しく願います。いつも申し上げているがこの会合での発言は全て記録することが前提となっている。皆さん方におかれてはそのことを踏まえて発言願いたいと思う。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

それでは、金融経済情勢および当面の金融政策運営方針に関する討議を開始する。討議は二つに分け、金融経済情勢の部分それから第 2 ラウンドとして金融政策運営についてと分けて行いたいと思う。各ラウンドとも一人概ね 5 分ずつ位という見当で発言願えれば幸いである。勿論、そのあと自由討議を行う。最初に金融経済情勢について本日は委員の意見表明は、岩田副総裁、福間委員、中原委員、須田委員、田谷委員、植田委員、春委員、そして武藤副総裁の順にお願いしたいと思う。では岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

それではまず、経済金融情勢ということで述べる。最初にアメリカ経済だが、4~6 月の GDP が発表になり、私自身は 1.5% 程度ではないかとい

うふうに予想していたのだが、現実には軍事支出の高い伸びと設備投資の回復、これも一部軍需が影響しているかと思うが、この二つの項目が思ったよりも伸びが高かったというふうに考えている。個人消費、住宅投資の方はほぼ事前の予想通りだったのではないかと思う。在庫投資は減少しているが、減税の実施が7月から既に始まっていることを考えると、年後半の拡大のための準備がより明瞭な形で表われているのではないかと思う。生産面では、労働生産性の伸びが私が予想していた2%程度をはるかに上回り、5.7%ということで驚異的に伸びていると思う。この生産性の伸びのいわばコインの裏側として、雇用回復の遅れが見られる。雇用回復の遅れが消費者の信頼感指数等を押下げているというマイナス面もあるのだが、少し長い目で考えると生産性の伸びというのは収益と賃金の源泉だということが言える訳であり、この意味では息の長い拡大にとってはプラスだろうというふうに考えている。もう一つ、長期金利がこのところアメリカは反騰しているが、マーケットの方が景気回復をやや早読みしているのではないかというふうに考えている。この金利の反転については、市場の金融政策に対する誤った期待形成あるいは、連邦準備の説明の不十分さというような両方の要因が作用していたのではないかと思う。基本的な今回の金利の反騰は、昨年11月のバーナンキ理事のいわゆるバーナンキ・プットという、国債価格を高めるようなショックがあり、その後5月のFOMCの事前のコミットメントを用いたコミュニケーションの方式というのが一定の成果を収めたが故に5~6月期にある意味では行き過ぎた国債の買いが伏線になっている。しかし、実際には主要国でリフレ政策が採られた。デフレ懸念が後退したということで国債の行き過ぎた買いの部分が剥落しているということに金利反騰の主要な原因があるのではないかと思う。加えてアメリカの場合客観的には、インフレ率を加速させない失業率が5%ないし5.4%と言われているが、現実の失業率は6.2%とギャップがまだかなり大きい。このため、3%程度の成長では価格に下押し圧力がかかるといようなこと、あるいはギャップに対して物価上昇率がどの程度反応するかということについての理解が、あるいは議論の整理が十分

に行われていないということも影響しているのではないかと思う。リフレ政策が成功して景気が本格的に回復するという可能性と再びデフレの懸念が強まるという可能性を両方合わせて考えると、自然利子率が今3%だと考える。一方、市場では長期金利が4.5%に一時いったが、これが少し下がってきている。自然利子率を仮にテーラー・ルールで使っていると思われる3%だとして、足許のインフレ率が1%だとすると長期金利は4%位がむしろ正常で、それを上回るのは少し高めではないかと思う。これが一つの長期金利についての決定の要因についての考え方。もう一つは金利低下に伴って期限前償還、特にこれはモーゲージである訳だがネガティブ・コンベキシティーに対するヘッジがあって、これの反転に伴う金利の振れというのがより大きなものになっている。さらに財政赤字の拡大というのも、一部金利押し上げ要因となっている可能性があると思う。こういうことでアメリカ経済については、長期金利の上昇がフレディマック等の問題の関連で住宅投資に、あるいは消費に対する悪影響がどの程度あるのかということを見届ける必要があるというふうに考えている。日本の経済の方を見ると、4~6月期の輸出——GDPはこれから発表になる訳だが——、輸出が弱含んでいるにもかかわらず、輸入の方が旅行収支等を中心に減少と考えられるので、恐らく外需の分が微増するのではないか、その微増の部分位がGDP全体としてちょっとゼロを上回るのではないかと思う。内需で見ると、恐らく設備投資は最近の海外設備投資の頭打ち傾向により、特に主要な製造業でも最近は伸びが頭打ちになっている。一方、非金融の民間部門の債務返済が去年31兆円行われて、相当バランスシート調整が製造業大企業、中堅企業を中心に進展しているということは設備投資にとって明るい材料ではないかと思う。労働生産性の伸びが下げ止まっていることに加えて、最近、雇用・就業者が下げ止まっているということ、さらに賃金が微増しているというようなことも明るい兆しではないかと思う。ただ、社会保険料の総報酬制度の導入で公的負担が増加すること、あるいは冷夏の悪影響というような要因もあるということが言えようかと思う。ただ、全体としては4~6月期の鉱工業生産、輸出は共にやや弱

含んだ訳だが、展望レポートで描いた範囲の動きであって、しかも最近時点では明るい兆しが幾つか見られる。最後にデフレの圧力について、アメリカの場合にはインフレあるいはデフレを加速、減速させないような失業率が現実の失業率をかなり下回っているということだが、日本の場合にはこれは調査統計局の試算であるNAILOとインフレやデフレを加速、減速させない失業率（NAIRU）で見ると、現実の失業率をNAILOの方が上回っているということで、むしろデフレ減速要因になっているということは注目される。一方で、資産価格のデフレについては、これは土地の価格だが、先日皆さんにも配ったが、少子化、高齢化でまだ下押し圧力が暫く続くのではないかと考えられ、不良債権の処理においては留意すべき点ではないかと考えている。以上である。

福井議長

では、福間委員をお願いします。

福間委員

前回会合では、過剰なデフレ懸念の後退により株式、債券相場の流れが変わり、株高債券安となり景気回復期待を裏付ける経済指標を確認しながら当面の適正水準を模索する過程に入ったと述べたが、その後、昨日の執行部の説明のように景気回復を裏付ける経済指標が徐々に見られ始めている。こうした中、米国の長期金利が直近ザラ場ボトム 3.07%から一時は 4.40%を付けるなど急騰しているが、この背景は財政赤字の拡大、地方財政の悪化、フレディマックやファニーメイによるコンベキシティ・ヘッジの解消等の影響もあるものと思われる。米国の長期金利急騰については、米国経済への影響、具体的には住宅投資、自動車販売等、個人消費への影響と並んで対米依存度の高い国、就中、我が国や中国、アジア諸国の経済への影響が懸念される。また、米国の長期金利急騰により債券運用並びに金利スワップ等、クレジット・デリバティブ取引の収益依存度の高い金融機関や 401k 年金の株式債券運用あるいはヘッジファンドを中心

とする機関投資家の運用等グローバルな波及も含め広い範囲にその影響が及ぶ可能性もあり、この点は十分な注意が必要ではないかと思っている。このような神経質な展開の中で長期金利の動向次第では来週12日のFOMCの物価並びに景気に対するステートメントの結果が改めて注目される。足許、日米の銀行株は軟調に推移しているが、こうした動きが直近の株価上昇の調整の動きなのか、あるいは米国長期金利急騰が銀行収益に与える影響や、我が国の銀行については、収益改善と不良債権処理を両立させる業務改善計画を巡る思惑等が織り込まれ始めているのかを見定めていく必要があるのではないかと思う。次に海外の金融経済情勢だが、米国経済については昨日の執行部の説明にもあったように第2四半期成長率が2.4%となり、足許も減税も手伝って、昨日のウォルマートをはじめとする小売店の売上げが大幅に予想を上回っている等、個人消費を牽引役として引き続き緩やかな回復傾向を辿っていることが注目されている。この間、企業業績についても増益基調を維持している。今後の米国経済を巡るリスク要因としては冒頭述べた長期金利の急騰のほか、昨日の執行部説明にあったとおり雇用が引き続き厳しい環境にある点で、今後の個人消費への動向に大きな影響を与えるのではないかと注意をしておく必要があると思う。この点については、ブッシュ大統領は1日の記者会見で雇用拡大を最優先する考え方を強調している。なお、8月5日のインドネシアの高級ホテルでの爆弾テロが発生したが、アルカイダとの繋がりが指摘されているだけにテロ再発懸念は企業や家計のセンチメントに与える影響も留意しておく必要があるのだろうと思う。一方、欧州経済についてはドイツのIfo景況感指数が改善したこと、さらには今日の日経にも載っていたが一部を除いて大手ドイツ商業銀行の不良債権処理が進み、V字型の収益回復になっていること等明るい材料も見られるが、基調としてはドイツを中心に景気減速感の強い展開である。なお、ドイツ、フランス両国は聖域となっている年金医療保険制度改革を本格化させつつあるのは、それだけグローバル化する中で競争力維持に危機感を持って当たっていることの表われともいえ、福祉重視の長年の政策の転換に繋がる——転換ではなく

変化かもしれない——だけに注目される。アジア経済については6月下旬の中国のSARS制圧後、宝山鋼鉄の新日鉄との合併事業計画、同じく宝山鋼鉄と日新製鋼との合併ステンレス工場における世界最大の生産能力を狙った能力増強投資等多数のプロジェクトが合意ならびに動き始めた。現在、中国行きの国際線や中国の国内線はビジネスマンで溢れ、活況を呈していると伝えられている。ペントアップ需要の顕現化から化学、燃料、繊維、鉄鋼等素材価格も軒並み上昇を続けており、直近安値からは3割以上上昇している製品も見られる。中国経済に関しては、中国の人民元切上げ問題や同国のマネーサプライの急増といった通貨金融面の問題に加えて上海市の工業用電力需要が予想を大幅に上回り、電力不足という懸念材料があるが、アジア全体としてはSARS問題発生前の域内を中心とした自律的な成長メカニズムを徐々に取り戻しつつあると見られる。因みに外国為替市場では人民元切上げの思惑から中国居住者のリーズ・アンド・ラグズの動きが急増している。我が国の経済の現状については、執行部が取り纏めた基本的見解に然程違和感はない。SARSの影響に関しては4~6月上旬にかけて商談が中断した影響から6月のアジア向け輸出の減少、それに伴う生産の減少はある程度予想されたことで、6月下旬から7月はじめにかけて商談が再開されたことから、以後アジア向け輸出と生産は元の増加に戻りつつある。日本産業機械工業会が集計している産業機械受注を見ると、海外のガス関連の大型プラントの受注増加等から本年1~6月の累計で2.9兆円と前年比50%近い大幅増の成約となっており、こうした成約は今後の一般機械の輸出増加として表われてくる。我が国経済の前回会合時と異なる点は、冒頭述べた長期金利の急騰が米国経済に影響を与えないかという懸念が出てきている点と、もう一つは4~6月、四半期決算が今発表されている真っ只中だが、幾分慎重か、予想程ではないのかなという面があった。中身を見ると海運などに見られるように4~6月期決算をベースに既に期初の史上最高利益をさらに上方修正する先がある一方、年度の見通しは変えていないものの4~6月の決算を見る限り見通し達成がしんどいなというような業界も見られ、まだら模様となっている部分

感じられる。この間、短期金融市場では本行が長めの資金を供給する一方、短めの資金を吸収し、また早い時期から中間、期末、年末越え資金の供給オペを、市場ニーズにマッチした金融調節を行ってきたこと、りそな銀行への公的資金投入を背景に金融システム不安が後退していることから、極めて落ち着いた展開となっており、市場参加者からは先行きを懸念する声がほとんど聞かれなくなっている。もっとも、客観情勢としては冒頭述べたように米国の長期金利の急騰が金融機関の内外国債運用にかかわる市場性利益に与える影響が懸念されるほか、国内的にも8月末に公的資本注入行が提出する業務改善計画について思惑が発生していること、それとの関連で繰延税金資産の取り扱いについて、引き続き緊張感を持って見守る必要があると思う。こういう状況を踏まえると、足許の短期金融市場の和らいだムードはやや気になるところである。こうした中、本行としては短期金融市場が落ち着いていることや株価が持ち直していることに油断することなく、現行の量的金融緩和政策のレジームを堅持し、そのもとで市場のニーズにマッチした金融調節を行いながら市場との対話を進めることが必要だろうと思っている。以上である。

福井議長

中原委員、お願いします。

中原委員

前回会合以降の内外の実体経済面で見ると、基本的に大きな変化はないと考えている。ただ、全体として先行きの回復期待が強まってきたというのは事実である。理由は当然ながらイラク、SARSの不透明要因がなくなったことに加えて各国の金融緩和とリフレ政策、それから共通して言える家計消費の強さというのが言えるのではないかと思う。また、株式市場の回復、それからIT関連の荷動きの活発化の兆し——これは長続きするかは別として——、さらに投資家のリスク回避志向が弱まって資本の国際間の流れの活発化の兆しも出ている。こういうような諸点が、期待が高

まってきた背景だろうと思うが、一番大きいのはやはり Fed のこの
ファームな緩和姿勢、それから大統領選挙を控えたブッシュ政権の政治生
命をかけた経済対策、こういうものに対する期待感が非常に強いのではな
いかというふうに思う。ただ、こういう期待は実体経済の指標でまだ裏打
ちされている訳ではない。またこの期待が主として外需を起点としている
訳だが順調な内需の回復に繋げていけることができるかどうか、これはま
だ不確定要因が非常に強いところである。肝心の米国景気、これは好悪材
料入り混じっていると思うが、家計関連消費はなお底固い動きが続いてい
る。基調として緩やかな伸びというのは維持しているが、雇用削減の動き
は製造業を中心に未だに衰えていないし、また一昨日発表の非製造業の I
S M の指数を見ても全体としては大幅に改善しているが、内容は雇用関連
がほとんど改善していない。雇用調整圧力の強さを物語るのではないかと
思う。金融緩和の方も既に 30 か月近くなってきたという訳だが、相変わらず
企業を起点とする回復に力強さが見られないというのはやはり構造的
問題が相当根深いということではないかと考えている。株価の方は企業収
益改善を先取るという形だと思うが、この 1 か月はほぼ横這い。実体経済
や企業収益の改善の裏付けを待つという姿勢ではないかと思う。金利の
イールド・カーブは歴史的に見て非常にスティーブになっている訳だが、
これも実体経済の回復を織り込み始めたというものではなくて、リスク・
プレミアムの急拡大ということだと思う。テクニカルな理由はかなり強い、
MBS 投資家のヘッジ売り、これは一段落したと思うが、財政収支悪化に
伴う、これは地方財政も含めた財政収支悪化に伴う需給懸念は根強い。今
のところはこの拡大したリスク・プレミアムの落ち着きどころを探る動き
が強いというふうに考える。このところ第 3 四半期以降の成長率見通しを
上方修正する動きがかなり出てきているが、私は若干楽観的過ぎるように
思う。長期金利の上昇の住宅や消費への影響、製造業の設備投資スタンス
の動向、IT 回復の動きが本物かどうか、雇用調整圧力の今後の動き、州
財政の逼迫の中での連邦政府の減税効果の帰趨、こういうところをもう少
しよく見て判断していく必要があるかと思う。我が国景気についてもこの

ところ急速に楽観論が出てきたが、最大の要因はやはり株価の上昇だろうと思う。株価は海外投資家の日本株のアンダーウエイトの是正の動きから始まった受身的なものとして理解しているが、むしろ後講釈として企業業績の回復、りそなの公的資金注入、金融システムの安定化というよりは実態先延ばしと思うが、こういうものが説明材料に使われているように思う。ただ、現実の指標を見ると一部の先行指標やコンフィデンスの指標を除くと景気の上方へのモメンタムの強まりを示す実体経済の指標は未だ確認されていない。景気は横這いの動きを脱し切れていないという意味において、後程議論する今月の基本的見解の原局室案については異論はない。結局、今後の回復は輸出次第、海外経済、特に米国の回復シナリオ、これに賭ける構図には変化ない。株式市場も回復はしたが、1万円の壁は非常に厚い。未だに底は上がったということは事実だと思うが上値を狙うには実体面でのポジティブな材料が要と思う。2003年度企業収益は引き続き二桁増益の期待感が強い訳だが、短観に見られるようなさらなるリストラによる増益を続けることは可能なかどうか、短観の企業売上げ、収益見通し、これは下期にウエイトがかかっているように見られるが、今年度輸出は2002年度のような伸びは期待できないと思うし、やや楽観的過ぎるのではないかというふうに考える。市場環境については長期金利がやや落ち着いてきたが、これから年度末にかけてどうしても金利は上方プレッシャーを受け易くなると思う。金融システムもまだ基本的に脆弱さを残している。最近出された業務改善命令、これは法的論理性に問題、疑いは全くないのだが、金融システムの安定化とデフレ解消という現実的要請から言えば、その戦略性に疑問を感じざるを得ないと思っている。本年度末が近づくとつれ、システムが不安定化するリスクの要因の一つとして無視できない。いずれにせよ本年度後半にかけての緩やかな回復シナリオ、これを変えるつもりはないが、回復のペースは非常に緩慢、輸出の牽引力次第では需給ギャップの解消が進まず、デフレのさらなる長期化の懸念を注意していく必要があると思っている。以上である。

福井議長

須田委員、お願いします。

須田委員

金融経済情勢については、「我が国の景気は、横這い圏内の動きを続けている」という総括判断で良いと思う。また、先行きについては4月に示した展望レポートの標準シナリオから大きく下振れるリスクが小さくなってきたという意味でその実現可能性が高まっていると思う。ただし、先行きについてはなお慎重な見方、言い振りが必要であると思う。

慎重な見方、言い振りが必要だと考える理由は二つある。地政学的リスクやSARSといった非常に大きな不確実性は解消に向っているが、依然として下振れリスクがあるというのが一つである。下振れリスク要因としては海外経済と金融資本市場の動向に注目しているが、金融資本市場の動向については後で取り上げることにして、以下米国経済についてのみ取り上げたいと思う。米国経済の動向だが、EPS成長率、GDP統計における設備投資、ISM非製造業指数と良い指標が散見されているが、これまで米国の景気回復を牽引してきた個人消費にとって気がかりなのが雇用環境の悪化と長期金利の上昇である。雇用関連では非農業部門雇用者数が低下し、週平均労働時間も減少している。企業のレイオフ数も再び大きく増えている。雇用環境の悪化が消費者コンフィデンス指数の悪化に繋がっている。このような状況下で時間当たり賃金の前年比は緩やかな低下傾向を示しているが、他方、医療年金給付を中心とする福利厚生費の高まりが時間当たり労働報酬の伸びを高止まりさせている。コスト管理によって企業収益を増大させてきた企業は、このようにコストのかかる労働者の採用に当面積極的になるとは考えられず、雇用増は景気が確実に上向いてからになる可能性が高いと思っている。長期金利は10年物国債が6月に3.112%とボトムを付けて、足許は4.5%まで急騰している。個人消費の堅調は住宅価格の上昇に根差した住宅担保金融に支えられてきた面が大きいと言えるが、長期金利の上昇はこれに悪影響を与えられとされる。最近の長

期金利の上昇の背景には6月のFOMCや7月のグリーンSPAN議長の議会証言を受けて、非伝統的な金融緩和期待やデフレに対する懸念が後退したほか、米国景気に対する見方が楽観的だと受け止められたこと、強めの指標が続いたことなどがあるが、それを加速化させた要因としてモーゲージ債投資のヘッジ取引や国債需給悪化懸念が挙げられる。こうした中、モーゲージ金利が6月の5.2%台から7月の終わりの週には6.14%まで上昇し、MBAのリファイナンス申請指数は既にピークの半分以上にまで低下し、2002年の終わりの頃の状況に戻っている。リファイナンスに占めるキャッシュアウトの割合は85年の調査以来最低の水準にまで落ちており、住宅担保金融に支えられた消費や住宅投資への影響が懸念される。今後、減税の効果が個人消費を持ち上げている間に設備投資が増えていくというシナリオが描ければ良いのだが、設備投資がそう簡単に盛り上がるとは言いきれないと思う。例えば全米企業エコノミスト協会によるサーベイでは設備投資に影響を与える要因は、「設備更新の必要性」が強く、次いで「金利の低下」であることや、フィラデルフィア連銀による特別調査では設備投資を増加させる時期は来年第3四半期以降という回答が半数に上っていることなどを考えれば、設備投資は更新投資が主であり、それも必要に迫られるまで先送りする傾向が見てとれ、新規投資が直ぐに積極化するとは考えがたいと思う。企業収益は増大しているが、資金の使い道は新規の設備投資よりもM&Aや配当、有利子負債の返済が優先されているように思う。私が米国経済の先行きに楽観的になれない理由には、7月に出されたFRBの経済見通しが2月の時点よりも金融環境が超緩和状況で、かつ財政出動もその時に想定されていた以上であると思われるにもかかわらず、今年の実質成長率の見通しをかなり下げざるを得なくなったということもある。今後、金融緩和状況が悪化する可能性もある。米国長期金利については、内外長期金利の関わりや為替レートへの影響も気になる。日本の長期金利は落ち着きを取り戻しているが、米国の長期債のインプライド・ボラティリティは7月中旬以降急上昇していることもあって、長期金利の先行きが心配である。日本から米国への債券投資はまだ様子見の状

況で、かつ積極的な介入が今後控えられるとすると、経常収支赤字と財政赤字の拡大という状況のもとで、上手く米国国債が市場で消化できるのが懸念材料となり、入札がイベントリスクとなって米国長期金利水準だけでなく、ボラティリティも高止まる可能性がある。それが株価にも影響を与え、為替レートや日本の長期金利にも跳ね返るリスクがある。

慎重な言い振りが必要であると考えるもう一つの理由は、我々の見方が元々民間よりも楽観的であったからである。4月の展望レポートでは今年度の実質成長率の見通しは1%程度だったが、この1%という数字は6月時点の民間の見通し0.4%に比べてかなり高めであるということをお我々の議論の前提として頭の片隅に常に置いておく必要があると思う。景気の方角については民間と共有したとして、民間は実質成長率見通しを上振れさせるが、我々の方は想定どおりという可能性も大いにある。慎重な言い振りをするのは、景気の方角の共有が標準シナリオの上振れを意味するというような誤解を生まないようにする必要があるのである。我々は景気見通しについて具体的な数値、それも高めの数値を公表しており、最終的にはその見通しと現実の差についての説明責任を負っていることを念頭に置いておく必要がある。そうした意味でも今の局面ではなお慎重な言い振りをしておく必要があると思っている。以上である。

福井議長

田谷委員、お願いします。

田谷委員

今まで聞いていて、昨日調査統計局長が日米経済についての見方を二分して言われた、サイド・エビデンスを強調する見方か、あるいはハード・エビデンスを強調する見方か、かなり割れる局面に今きている。私はどちらかと言うと、サイド・エビデンスの方を強調する見方をこれから話すかもしれない。金融経済情勢は、先行き改善へ向かうことが期待できると思う。米国景気は、年後半拡大ペースを早めそうだし、国内経済も足許横這い圏

内の動きを続けているが、先行きは緩やかながら前向きな展開が期待できそうである。内外株価が最近冴えない展開となっているが、今のところそう心配することはないと思う。注意点としては長期金利の動向ではないかと考えている。まず、米国経済だが、第2四半期のGDPの事前推計値が公表され、前期比年率実質成長率は事前の予想より高い2.4%だった。設備投資を含め国内最終需要項目のほとんどが強いものであった。7月以降の各種統計も経済活動の活発化を示唆するものが多いように思う。ISM指数は製造業、非製造業とも上向いている。ただ、これもほとんどの方が触れられたが、雇用情勢の改善は遅れている。非農業部門雇用者数は、7月を含め小幅ながら6か月連続で減少している。コンファランスボードの消費者信頼期待指数が急上昇後の反動とはいえ、7月に悪化したのが、雇用情勢の悪化を追認しているようである。もっとも新規失業保険申請件数が7月後半辺りから3週連続して40万人を切ってきている。統計が振れ易い時期なのでもう少し情勢を見守る必要があるが、雇用情勢は除々に改善の方向に向かうのではないかと期待される。また週間チェーンストア統計によると、減税実施もあって7月末から今月はじめにかけてどこも堅調なようである。一方、米国株価はここ1~2か月上値の重い展開となっている。主要企業の4~6月期決算は比較的好調だったが、株価はこれを織り込んで既に上がっていたことと、年後半の収益も引き続き改善が見込まれるが上方修正が限定的なものに止まっているためだと思う。株式市場の動きは、今後、米国景気の拡大ペースが早まるという見方と必ずしも矛盾するものではないように思う。長期金利が上昇したのも一部テクニカルな要因もあるが、景況感の改善、金融緩和期待の後退によるもので、先行していた株高に鞘寄せしたものと思われる。その結果、ドルが足許若干堅調になっている。ただ、今後、経常収支の赤字拡大など何らか別の要因でドル安の展開になり、長期金利が上昇するような場合、住宅投資その他にマイナスインパクトとなると考えられる。長期金利の動向が注目点かと思う。国内経済については、生産、輸出が足許ほぼ横這い圏内の動きとなっているが、企業収益は改善してきている。設備投資は、大企業、製造業を中心として

緩やかながら回復しつつあるようである。また、雇用・賃金も極く緩やかながら改善の動きが出てきている。今後の焦点は、依然として輸出、生産がいつ頃からどれ位増加してくるかであろう。輸出環境については、今後改善方向となることが期待できると思う。米国経済の年後半の拡大ペースは早まりそうだし、東アジア経済も最近までは減速が目立っていたが、回復の兆しも見え始めている。また、世界のIT関連財需要に回復の動きも出てきた。国内株価がここ一月程弱めの動きを続けているが、米国の株価の上値が重くなり、外人買いが鈍化してきたもとで年金の代行返上売りや持合解消などの国内投資家の売りで需給が悪化し易かったためであろう。一月前までの上昇が大幅でテンポも速かったため、利益確定売りが出易かったこともあるだろう。特に市場が企業収益の先行きに悲観的になったためではないだろう。一方、株価の上昇一服もあって、長期金利は10年物国債の利回りが1%を下回るところで安定化してきている。株価、長期金利の動きは今後とも注視が必要かと思う。以上である。

福井議長

では、植田委員をお願いします。

植田委員

皆さん言われたように世界的にデータ上あまりはつきりしないものの景況感が改善ないし改善していくという期待が存在しているということだと思う。これをかなり素直に反映しているのが資産市場では株式市場かと思う。かなり前から上がっていた時期はIT関連、素材などのセクターを中心に上昇した。しかしデータ上のハード・エビデンスがもう一つということにより良い材料待ちモードの調整に現在入っているということだろうし、ややファンダメンタルズが他に比べて弱い方については遅れて上昇のフェーズに入り、しかしこれも今調整局面にあるということだと思う。それに対して債券市場の方はやや違った動きをした訳だが、これも皆さん言われたように一時のやや行き過ぎたディスインフレ懸念、それからF e

dの市場との対話のある種のぎこちなさと、そしてそれを増幅した技術的な要因等でボラティリティが上昇したということだと思う。実体経済の方だが、世界的にIT関連の荷動きがやや上向きという気配がある訳であるし、その関連の設備投資も特に米国等で、アジアもそうかもしれないが、一部出はじめているということだと思う。私の感じでは、この分野はそこそこいくだらうと思う。90年代後半のようなことはないかもしれないが、ただ問題はそれで経済全体が力強い回復基調に戻るかということだと思う。つまり、設備投資は、アメリカを見ると、IT関連は少し前からそこそこ立ち上がってきている。しかし、これ以外が駄目、あるいは雇用調整が大きいというようなことがあり、ITセクターの過剰設備の調整以外のところ、あるいは、それから波及したそれ以外の調整が長期化して、まだ経済、企業セクターの支出行動の足を、あるいは雇用の足を引っ張っているということだと思う。つまり、景気循環でも在庫循環よりもやや長い循環あるいは構造問題、こういうものが各国の景気に強い影響を与えていると思う。そういう中で皆さん言われたように長期金利上昇の影響、特にこれまで強かったアメリカの家計セクターの支出行動への悪影響は一応懸念される場所であるし、福間委員が強調されたように金融的な部分でのディスラプションがないか、起こらないかどうかを注意深く見守る必要があるかと思う。アジアについては第2四半期にかけての低迷が一時的だというサイド・エビデンスが幾つか入ってきているのだと思う。これも福間委員が言われたように飛行機が満員に近く戻っているとか、私も調べて見たらアジアでのクレジットカード使用金額の伸びが復活しているというようなことがあるようである。ただ、こういうマイナス要因が一服した後で、特に中国の広い意味での建設投資、それとの関連でオーバーラップするが世界の製造業基地化というような構造的なプラス要因がどれ位復活するかということだと思う。日本経済は海外要因に左右される面が強かった訳だが、国内では労働市場の景気に対して同時ないし遅行指標的な部分、雇用者所得であるが、その改善がやや思ったよりもペースが速いかなということ、あるいは大企業製造業を中心に過剰債務の調整が一段落しつつあ

るようなアネクドタルなエビデンスも聞かれるということなど、長い期間の調整を経て構造的な問題の部分的な改善が若干見られているという好材料があるように思うが、一方、金融を含めた非製造業、中小企業等まだまだのセクター分野が非常に多い訳で、こちらがどうなっていくかという点が焦点かと思う。これを反映してかどうか分からないが、日本の債券の方は他の国に比べて利子率で言えば戻りが早いという感じになっている。構造問題では皆さん言われたように、特に年度後半にかけての金融システムを巡る政策的な動きとそれに対する金融機関、マーケットの反応を注視していきたいと思う。全体としてデータその他、良いものもあるし、はっきりしない面も多いし、マーケットにはもう一つコンプレクシオンのようなものがないという状態である。こういう時はしばしば景気その他の転換点であるということが見られるが、そうでないことも多いので、色々なデータを注意深く見守りたいと思う。以上である。

福井議長

春委員、お願いします。

春委員

7月が終わって6月の指標が概ね出揃った時点で総括的な認識として三点申し上げたいと思う。まず、前回会合の時点では、ブッシュ大統領の戦争終結宣言があった5月1日頃を境にして、SARSの感染拡大も終息し、国内の株価も反転上昇するなど流れが変わって、その結果が6月の指標に表われてくるのではないかと期待していた。また、3月期の決算発表時の業績予測とか6月の短観もその流れに沿うようなものだったと思う。結果として現時点で6月の指標を見てみると、これは皆さん言われたとおりだが、国内の設備投資関連指標や米国の4~6月GDPなど明るい指標も数多く見られており、基本的に期待に沿った動きと考えて良いのではないかと思うが、これも皆さん言われるように輸出、生産、消費など昨日の説明にあったいわゆるハード・エビデンス的なものがもう一つ

ということであり、やはりもう暫く見極めのための時間が必要ということではないかと思う。二点目として大きなリスク要因は引き続き米国経済と国内株価だと思うが、前回会合以降注目を要する新たな懸念材料が幾つか出ているように思う。これも皆さん言われたことばかりだが、一つは7月の低気温、長梅雨等が消費とか農業に与える影響である。二つ目は8月1日の業務改善命令が、これは私もどういう影響を持つのかよく分からないが、金融システムにどういう影響が出てくるのか。三つ目は国内株価の問題だが、ここ1か月程やや弱めの動きをしている。最後に米国の長期金利の急上昇というのが依然として続いているがこれがどうなるか。以上結論として足許の日本経済は横這い圏内の動きを続けており、先行きについては明暗双方の材料が示されているが、トータルとして不透明要因は減少しており、4月の展望レポートの標準シナリオに沿った回復を期待できるのではないかと思う。また、当面の基本的な認識としては全体として横這い圏内の動きを続けているという見解を維持するという事で宜しいのではないかと思う。以下、若干コメントをすると4~6月の実質輸出は横這い圏ながら二期連続のマイナスということ。米国やEC向けはほぼ横這い、東アジア向けが減少している。これはSARSの影響ではないかと思うが、皆さんも色々なデータを言われたが、東アジア向け輸出については、情報関連の輸出が持ち直している。これに加えて、JETROがアジアの景気DI調査というアジア進出企業向けにSARSの沈静化に関するアンケートをしているが、ここでも過半数の企業で事業環境が改善して出張制限を解除したり、商談の再開をしたというようなことを答えていた。年後半の米国景気回復と合わせて輸出の先行きは期待できるのではないかと思う。次に生産に関していつも電力のことで申し訳ないが、6月の産業用大口電力量は前年比+1.2%ということで12か月連続でプラスだがプラス幅は減少を続けており、季調済みの前月比は-2.2%ということになっている。なお、7月の総発電電力量について申し上げたいのだが、電力は生産即消費であるのでほぼ消費量と考えて良い訳だが、全国で前年同月比は-12.7%、東京では-16.9%というこれは極めて大幅なマイナス

になった。これはデータを当たってくれば良かったのだが、恐らく何十年振り位のことでないかと思う。東電によれば、この減少の理由はほぼ気温要因で説明が付くということだが、産業用の伸び率の減少が続いている可能性もあるというように言っている。なお、気温について申し上げると、東京の区域内の加重平均気温だが、7月が22.3度であり6月の22.5度よりも低かった。平年ならば6月と7月は3.6度位の温度差がある訳だが、むしろ6月より7月の方が若干低かった。これは7月としては平年よりも2.5度、猛暑だった昨年よりも4.8度低いと、これもデータに当たってこなかったが相当珍しい現象ではないかと思う。東京電力の原子力については7月25日に4基目の運転を再開した。お客様の協力も頂きこの夏の需給は何とかバランスする見通しとなった。ただ、設備トラブル等に対する予備力確保のためにさらに数基の運転再開に向けて努力中ということである。雇用者所得について、これもいつも申し上げるようなことだが、毎勤統計ベースの雇用者所得が常用労働者数がマイナスを続けているにもかかわらず4~6月期前年プラスに転じたということであり、今後もプラスが続けられるかどうかは不透明だとは思いますが今後の動きを注目したいと思う。リスク要因としては先程述べたように海外経済と日本の株価動向を簡単に述べたいと思う。米国の方は第2四半期の実質GDPが市場予想を大きく超える成長であったことから4~6月期の企業業績も米国の調査機関の集計では5四半期連続の高い伸びである。さらに6月の住宅着工件数の好調、ISM指数、製造部門、非製造部門とも好調である。雇用については確かに厳しい状況だが、先程も出たように新規失業者保険の申請数も3週間連続して40万人割れを示したとか、このところのチェーンストアの週間売上げ高も好調であるし、4~6月の労働生産性も大幅に上昇した。冒頭述べたように、長期金利の上昇もあってまだ安心できないとしても不透明さはかなり薄らぎつつあって、追加の減税策等の効果も含めて年後半にかけての回復は期待が持てるのではないかと思う。また、国内の株価だが冒頭も述べたが、このところ弱含みで9千円台前半で推移している。出来高も8月4日を除いては10億株以上で継続している。ただ、個人投資家の取

引量が多いようだが、なかなか買い越しという状況にはなっていない。代
行返上売りが9月にかけて増加する可能性もあるということで、5月以降
の株価上昇が外国人の買い越しで支えられてきただけに、これからの夏休
みの時期、要注意ではないかと思う。以上である。

福井議長

それでは武藤副総裁、お願いします。

武藤副総裁

皆さん大体同じような判断だと思うが、景気情勢については前回以降基
調判断に影響するような大きな変化はなかったので、我が国の景気は横這
い圏内の動きを続けているという判断を据え置くことで結論的には宜し
いのではないかというふうに思う。

最近の指標を見ると、輸出、生産について一部気になる動きはあるが、
いずれも全体としては横這い圏内の動きであるというふうに眺められる。
まず、輸出については米国向けは自動車関連が現地在庫の調整から引き続
き減少しているが、IT需要の持ち直しを受けて情報関連が下げ止まった、
あるいは、デジタル家電や資本財は増加しているという状況である。また、
東アジア向けはNIEs向けを中心に減少したが、総じて見れば懸念され
ていたSARSの影響は比較的小幅に止まったと評価することができる
と思う。生産については鉱工業生産が6四半期振りのマイナスということ
で4~6月-0.6%ということではあるが、微減ということで在庫が引き続
き減少する中で需要の増加に応じて生産が増加するということが起こり
易い状況が続いていると思う。7~8月の予測指数が大幅なプラスという
ことになっており、これについての見方は色々と執行部からの説明があっ
たが、全体として見て横這い圏内の動きが続いているという判断かと思う。

金融資本市場の動きについては、長期金利については6月半ば以降大幅
に上昇したが、この1か月程は0.9%とか1%程度で推移している。もっ
ともこのボラティリティが一頃に比べて低下しているということではあ

るが、これも執行部の説明にあったような日中の値幅変化というものが高水準で推移しているということであるので、依然として落ち着きどころを模索している状況にあるということかと思う。いずれにせよ、景気、物価の先行き見通しがこの金利上昇の前後で大きく変わったということではないということかと思う。株価については皆さん触れられたが7月上旬に日経平均で一旦1万円近くまで上昇をした後、やや弱含みということで今日のところも足許で9,300円前後ということである。今後の金融資本市場の動きについては、金融機関経営、企業金融さらには住宅投資への影響も含めて注意深く見ていく必要があると思う。

次に経済の先行きについてだが、輸出や生産を起点に次第に前向きな循環が働きはじめるというこれまでの標準シナリオは維持されているということかと思うが、やはり構造調整の圧力、例えばよく言われている企業の過剰債務、あるいは人件費の削減といった圧力、それから金融システム面の弱さ、さらには各種社会保障制度改革に関連して家計負担が増加する、あるいはしつとあるというようなこの構造調整圧力が根強く働いているという状況なので、自律的な回復力というのは引き続き弱いと見ておくべきなのではないかと思う。

こういう状況であるだけに、海外経済とりわけ米国経済の動向が先行きを占ううえで大きなポイントになっているというふうに判断される。米国経済は個人消費に支えられて引き続き緩やかな回復基調にあるということかと思う。また、一部のIT関連財の受注や出荷などに明るい動きが見られており、第2四半期の実質成長率が+2.4%と前期の+1.4%を大きく上回る伸びとなった。指標面でも明るい材料が見られる訳である。こうした中で米国の企業のコンフィデンスというものが改善しつつあって、Fedも含めて先行きについて楽観的な見方というのがどちらかと言うと強くなっているように思う。ただし、設備投資や生産を全体として見れば力強さに欠けるという状況が続いているほか、雇用環境も悪化傾向を辿っており、先行きの見通しについて不確実性が残っているということは否めない。景気回復を先取りする形で長期金利が大幅に上昇している訳だが、最

近のこの長期金利の上昇は足許ではやや一服している訳だが、これが住宅投資や個人消費に与える影響も懸念されると思う。いずれにしても米国経済の動向については引き続き注意深く見ていきたいと思う。

ここで米国についてはブッシュ減税に対する期待というかそういう面がある訳だが、これとの対比で我が国の財政政策との関連についても若干コメントをしておきたいと思う。先般、政府におかれては来年度予算の全体像及び概算要求基準の考え方ということを示された。来年度の一般歳出は今年度と同様、実質的に前年度以下の水準に抑制するという方針が確認された訳である。特に公共投資関連については本年度同様、前年比-3.0%以下に抑制するという事になった。勿論、この歳出の重点化あるいは質の改善という中身の充実によって、民間需要を引き出す形での工夫が行われると期待されるが、仮に今回の概算要求基準の考え方に沿って来年度予算編成が行われる、まだこれは先の話であるので、仮の話としてそういうことになれば、このところ政府支出がGDP成長に対してずっとマイナス寄与ということが続いているが、今後も引き続き政府支出は同程度のマイナス寄与となる可能性が高いのではないかというふうに見込まれる。来年度の財政政策がこのように構造改革を進めるということを中心に運営されると考えると、結局我が国の経済は輸出、生産の持ち直しというものが国内民需の自律的な回復に繋がっていくかどうかということが最も重要なポイントになるのではないかと考える。以上である。

福井議長

一とおりの意見を頂いた訳だが伺っていて少なくとも、当面の経済の動きが基調として横這い圏内の動きであること、先行きの不透明感が一頃に比べて少し緩和していること、そういう点での判断には不一致はない。また前回以降、特に判断を変える必要はないという感じを受けた。ただ、これから先の経済についてかなり明確に言われた方と、必ずしも明確にまだ描写してもらえなかった方とがおられるが、先行きについては各人が持っている心象風景がかなり違っているのかなと感じた。私自身も、かなり前から

この8月後半から9月初めにかけての情勢判断が非常に重要な時期を迎えるなど思っていたが、本当にそのようになってきていると感じている。アメリカ経済についても、——本当にこれはサイド・エビデンスかどうかは分からないが——今ある情報から感じられるところは今年の後半以降、米国経済の成長率がある程度高まっていくと想定される。自然な想定だと思うが、本当にそうなるか。つれてFOMCのプレスリリース・ステートメントが成長率の方向とインフレ率の方向とで、ウエイトの置き方によって読みが違ってくるといふ分裂現象が、もっと自然に統一されるような方向に揃っていくかどうかと言い直しても良いのかかもしれないが、そこが一つのポイントではないか。それから世界全体の経済の大きな下敷きになる、あるいは今後の基調的な牽引力になるIT需要について、ここもと持ち直してきているというのは非常に心強い材料だと思うが、その力強さ、広がり、そして全体への波及の力、これは本当の見極め所ではないかと思う。日本経済を見るうえでのポイントは、私は企業収益の回復傾向の持続性だと思っているが、輸出等を通じて企業収益の回復力の基盤が一層強固になるかどうかということが見極め所ではないか。そして四つ目には、皆さん指摘された長期金利だが、早川調査統計局長が言われるようなハード・エビデンスが揃う前に、長期金利が本当にセルフキリングな動きをするのか。私はちょっと疑問に思っているが、そこはやはり注目点と考えている。皮肉な言い方をすれば、不透明感が消えれば消える程、かえって読めないという状況になってきている訳で、逆に言えば非常に重要な時期だと思うので今後とも我々の洞察力を磨いていかなければいけない。私自身は植田委員の言葉、「転換点ではないかもしれない」という表現の部分については、より少ないウエイトを置きながら考えている一人である。皆さん方にもう少し、議論願いたいと思う。

岩田副総裁の言われた、日本のNAIRUと失業率との関係について、数字を用いてもう少し説明願えないか。

岩田副総裁

これは早川調査統計局長にお願いして前からワーキングペーパーで既に発表されているものなのだが、普通はNAIRUというものでインフレを加速させない失業率は幾らかと計測し、アメリカであれば今5.0%~5.4%というふうに言われる。実際の足許の失業率は6.2%であるから、その差はむしろデフレ圧力ということになっている。日本の場合にはNAILOと言っていて、アウトプットの水準、インフレやデフレを加速あるいは減速させない自然産出量の水準は幾らかという計算をやっており、2002年の半ばからこれが物価を高める方向、つまりデフレを減速させる方向にある。足許は1%分位、言ってみると現実のGDPとそれからデフレを加速させない産出量の差が1%分位物価をむしろ高めるというか、あるいはデフレを減速させるような方向に働いているのだと思う。この点は、アメリカでもバーナンキ氏とグリーンズパン氏、あるいはマーケットの間で先行きについてデフレ懸念がどの位あるのかということについて、判断の違いがあり、長期金利のややおかしい動きに繋がっている面がある。これは連邦準備の内部の議論でも恐らく十分には整理されていないのではないかという印象を私は持っている。日本の場合もそうしたことが、今消費者物価-0.4%位になっているが、これからやはりどういうふうになっていくのか、展開次第なのだが、回復力の強さとその時の物価がどの位反応してくるのかという、回復に伴ってかなり技術的なのだが重要な問題ではないかと思っている。

福井議長

他に如何か。もし意見ないようであればこの辺りでコーヒーブレイクを取りたいと思う。また中途半端な時間だが10時25分まで休憩とする。

(午前10時12分中断、10時25分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

それでは約束の時間なので、後半を開始する。先程と同じ順番で次回の決定会合までの金融政策運営方針について、意見を表明願いたいと思う。岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

金融政策の運営ということだが、金融市場の方から申し上げると、まず株価の方は代行返上の影響、あるいは海外投資家の資金流入というのがやや夏休みで細くなっているというようなことを反映して、このところ9千円前半の水準で推移しているということかと思う。9月期の決算を控えて、銀行等の収益がどの程度回復するのかということについて、注目が次第に集まってくるのではないかと思う。ただ、この9月決算が9千円台で乗り切れるというようなことがあるとすれば、かなり明るいニュースではないかと、例年これまで決算期には大幅に株価が下がるということがあったので、それがそれ程下がらないで抜けられたとすれば、不良債権の問題についても、マーケットがこれまで底が見えなかった、濁った水でしかも川底がどこまであるのか分からないというのが、次第に底がどの位あるのか見えるようになってきたというサインではないかとも考えている。それから長期金利の方は、海外投資家が、日本においてもあるいはグローバルにも債券から株へシフトするという動きは依然として続くと思うが、日本銀行の量的緩和政策、あるいはゼロ金利維持というようなこと、あるいは現実に国債を中央政府の赤字36兆円のうちの4割に当たるような額の国債の買い入れを行っているということが、いわば時間軸効果の働きというのは、アメリカよりも強いものだと考えられる。さらに銀行だとか機関投資家の国債に対する潜在的な需要の強さということを見ると、日本の長期金利は1%程度で推移する可能性があるのではないかと思う。また、ちょっと観点を変えてみると、日本の場合には自然利子率が恐らく1.5%程度であって、デフレの率が0.5%ということだとすれば、差し引きして1%程

度というのはそんなにおかしな水準でもない。仮にデフレ懸念がより強くなるということであれば、これを下回っていくという関係にあるのではないかと思う。それから三番目に、やはり根本的にはデフレ克服についてどういうフレームワークで考えたら良いのかということ、考えるべきだと思う。現実の短期金融市場を見ると、一部札割れが出るというようなことで、資金過剰感というのが出ている訳である。マネタリーベースは2割程度伸びているということで、私はこれまでも何度か述べたが、マネタリーベースの伸びは経済が中期的に成長していく名目所得というか、名目GDPの伸びを十分アコモデートするような伸びを足許だけでなく、先行きについてもそういった伸びを続けるということが望ましいと考えている。この望ましい名目GDPの伸びというのは、実質の成長率、潜在的な成長率が1.5%程度であれば、恐らく望ましい物価上昇率というのは、1%か2%のどこか間ではないかと私は考えている。そうした物価安定の数値の目標と、それから望ましい名目所得の伸びを考えたらうえて、マネタリーベースの伸びを考えていくということが望ましいのではないかと考えている。その意味では、現在は足許は私にとっては極めて快適な状況が続いていると思っている。ただ、もう一つは財政面で、景気が少し上向いてきたので引き締めてしまうというようなことがあると、これはちょっと具合が悪い訳で、財政の方も改革と展望で示されているような中長期的にいわば国債残高と名目GDPの比率を安定化させるという政策、すなわち差し当たりは本源的な赤字を少しずつ減らしていくというものが良い。その政策は、経済学の方ではノン・リカーディアンの政策と呼ばれているもので、この政策のスタンスを維持するということと金融政策をそうしたフレームワークのもとで運営していくということで、私は十分にデフレを脱却できる可能性があると考えている。ただ、財政面では過日シーリングが決定されて、歳出規模の方は実質昨年と同じとなり、社会保障関連、特に年金の関連で幾つか物価のスライドとかあるいは国庫負担の問題を1/3から1/2にするというようなことで、結果的に余り急に財政の方からやや引き締めの的になってしまうというようなことがないように望みたい。金融政

策の当面の運営としては現状維持ということで宜しいのではないかと思う。以上である。

福井議長

福間委員願います。

福間委員

前半のパートで申し上げたように、短期金融市場は極めて落ち着いた展開となっているが、本行としてはそうした短期金融市場の落ち着きや株価の持ち直しにほっとすることなく、現行の量的緩和レジーム、すなわち金融市場調節の主たる操作目標を当預残高 27～30 兆円程度とする、二番目はコアの全国消費者物価指数の前年比上昇率がプラスになるまで量的緩和を継続するという、このフレームを堅持し、そのもとで市場のニーズにマッチした金融調節を行いながらオペを通じて市場との対話を深めていくことが重要ではないかと思っている。具体的には、現行の当預残高目標値は据え置いて、そのもとで手形オペを中心にオペ期間を適宜 1 年まで拡大しながら長めの資金供給を増やすとともに、当預残高目標値との関連で必要があれば短期の売手オペを組み合わせ、いわゆるツイスト方式を対応することが適当ではないかと思っている。さらに長めの資金供給については、中間期末越え資金の調達には達成感が出始めていることから、今後はオペ期間を延ばして年末越え資金の供給を一段と増やし、必要があれば年度末越えオペも実施するなど、市場に時間軸効果を再認識させることが適当と考える。なお、当預需要が銀行株の下落ないし郵政公社の突発的な預け金の増額等で変動する場合には、なお書きで運用するということが必要かと思う。因みに前年は年度末越えオペは 10 月から実施している。これを少し早めても良いのではないかということである。勿論市場の状況を見ながらということである。最近のアメリカの長期金利の動向を見ると、先程からの議論にもあったように、5 月上旬の F O M C 以降、F e d 高官が非伝統的金融政策の発動をほのめかしながらデフレリスクに関する発言を

重ねたことが過剰なデフレ懸念を招き、その揺り戻しとして現下の長期金利の急上昇が生じたとも言える。さらにデフレリスクに関する発言の一方で、来年の実質GDPを本年より高い3.75%から4.75%としたことも金利を一段と上昇させる要因となった。ここから得られる教訓だが、当局サイドとしては市場の価格形成、ないし期待形成は極力市場メカニズムを通じて行うことが重要であることを認識させるものである。当局サイドとしては、慎重なる情報発信に意を払いつつ、時には忍耐を持って市場を見守るといふことの重要性をインディケートしているのではないかと思う。将来、本行の直面する出口政策にとって、最近のFedの一連の対応、発言は、こんなことを言ったら大きいかもしれないが、他山の石になるのではないかと思う。以上である。

福井議長

中原委員、お願いします。

中原委員

現在の政策方針継続で宜しいと思う。これだと以上で終わってしまうので、ちょっと一、二点申し上げたいと思う。現在の政策運営の中で、どうもやはり自分自身としてじっくり考えが纏まらないというか、わだかまりというか、どう考えるべきかということについて結論を得ていない問題が幾つかあって、三つばかり申し上げたいと思う。第一は調節の極めてテクニカルな観点であるが、現在27~30兆円ということで操作しているが、常々私はやはり基本的には量の目標はピンポイントであるべきかと思っている点。それからこの目標を決めた時に、できるだけ高いところを狙うという、基本的な了解があったように思うが、現実の調節が29兆円前後、あるいは28兆円というところで行われている訳で、この点をどう考えるべきか、ディレクティブとの関係でどうこれを理解するのかということについて、私は非常にまだ依然として何かわだかまりが残る訳である。それから、調節に関するもう一つのポイントは、郵貯の残高だが、これはもう

3兆円から6兆円位大きく動いているが、そもそも2兆円という前提で全体の枠を考えているところに、3兆円から6兆円と非常に大きくこれを上回る数字で推移している。郵貯の残高については、これをニュートラルにするというのが基本であったかというふうに理解するが、現実には6兆円になろうと3兆円になろうと28、29兆円という水準で調節が行われている訳で、本来6兆円になれば、そのところは現実の残高はその分増えるべきではないかという考え方もあり得ると思うが、この辺がどうも私自身もう一つ納得はできにくい点である。それから第二点は、これは長期的な問題だが、間もなくリスク展望の時期がやってくるが、毎回消費者物価指数について1%近いマイナスの予測を出すことになっているが、これを以ってデフレの継続を金融政策として如何ともしがたいという前提でこれを出しているのか、あるいは他の財政なり何なりについてこうすべきであるということを提言するのか、あるいは金融政策の内側で手許で何かやれることがまだ残っているのか、この辺についての議論がきちんと結論が出ないまま、毎回デフレの継続を予測することに対して非常に心理的な抵抗を感じてしまう訳である。それから第三点は、今年3月、4月にかけて、透明性の議論を深める、あるいは量的緩和の総括を行うということを決定会合として決めている訳だが、この議論は確かに前回の展望とリスクの中にある程度織り込まれたとは思いますが、あれで十分であるかどうか、次の展望とリスクを議論する段階が近付いてくる訳で、この辺も含めて今後私自身も考えていく必要があるだろうと思っている。以上である。

福井議長

須田委員、願います。

須田委員

金融資本市場の動向については、今後、幾つか留意すべき点があると考えている。国内要因に限って主な点を三つ挙げておくと、一つ目は金融機関の9月中間期末決算を控え、業務改善命令や繰延税金資産の計上方法を

巡る動きなどを材料に、株価等が神経質な動きをする可能性があること。二つ目は、来年度予算編成を受け、国債発行の増額による需給環境の悪化イメージ等から、長期金利が上昇する可能性があること。三つ目は、政局が流動化し、ファンダメンタルズ以外の要因で市場が振り回される可能性があることである。以上のようなリスク要因と先程述べた足許ないし先行きの金融経済情勢を踏まえると、次回会合までの金融政策運営については現在の調節方針を継続することが適当であると考えている。

なお、5月の政策変更で不確実性や不透明感の高まりで当座預金残高を引き上げたのだとすれば、不確実性や不透明感が後退したら残高目標を元に戻すべきなのでは、という意見もある。そのような意見が出る背景には、現在資金余剰感が非常に強くなっていることがあると思う。実際、当座預金は郵政公社分の6兆円を除いても23~24兆円程度となっており、年初比+5兆円、昨年比+10兆円の水準となっており、当座預金残高がかなり増えている。他方、需要が減っている面、つまり株価上昇やりそへの公的資金導入で、金融システム不安が後退して資金の予備的需要が減少し、また金融機関が内外債券を売却したため、当面資金が手許に潤沢にあることなどがあると思われる。このような状況下で執行部がオペの打ち方を工夫していることにより札割れの回数そのものは減少しているが、昨日の説明にもあったように、TB買現先が連続して札割れしたり、全店ベースの手形買入や国債買現先で応札倍率が1倍台に落ちたり、吸収オペの落札レートが20回連続して0.001%となり、しかも最近の吸収オペ応札倍率は5倍を超えているというようなことが起こっており、かなり資金余剰感が漂っている。こうした中、ここ1か月間の当座預金残高を見ると、28.2兆円から29.9兆円、平均すれば29兆円となっている。5月以降ターゲットレンジが5兆円から3兆円に縮小した状況下で、かつ郵政公社要因があるもとの、このレンジに落とし込むための執行部の技はさすがだと思うが、マーケットの言うとおりに、ジャブジャブ感が強まっているのであれば、私は先程の中原委員とは少し違うのだが、27~30兆円というレンジをフルに利用しても良いのではないかと思う。例えば、資金余剰感が強い日は27

兆円台の日があっても良いのではないかと思う。これを実施する場合でも市場に 27~30 兆円のレンジの中により細かなターゲットがあるように受け止められることは避けなければならないということは言うまでもない。要するに資金余剰感が強いもとで、金融システムが完全回復とは言わないまでも、一時的であれ、金融システム不安が遠ざかっていると思われる間、という条件付きだが、ゼロ金利プラス量のターゲットではなく、2001 年の 3 月の時点で想定した本来の量的緩和、つまり金利機能を活かした形での量のターゲットという意味での量的緩和へ、僅かでも近付くという意味で少し短期金利の変動を許容し、かつ量も 3 兆円の範囲内で振れることを許容しても良いのではないかと思う。そうすることで、ほんの少しでもマーケット機能を活かすことができるのではないかと思う。とは言え、これはほんの微々たるということではしか考えていないので、あまりこのところは強く主張するつもりはない。

最後に今回の長期金利の変動の件から、時間軸効果が一時的な金利の振れを収めるのに有効であることが確認されたと思う。米国もこのようなコミットメントを強めれば、長期金利の上値の見通しがつき易く、米国への投資も出易くなり長期金利のオーバーシュートの回避やボラティリティの低下に貢献する可能性があると思う。日本においても、先程皆様の議論にあったように、多分標準シナリオの範囲内にあるということに関しては皆様合意があるのだと思うが、先行きについて、より具体的になるとかなり乖離が見られ、先行きを見極めるのが難しい状況になりつつある。この場合には、皆様が外に対して色々なことを言うとFRBのように時間軸効果自体が弱体化する可能性があると思う。私は債券需給に直接介入するのではなく、時間軸効果の強化によって長期金利の乱高下を回避するには時間軸の長さをできるだけ市場と共有することが必要だと思う。その早道は、結局は我々が金融経済情勢をきちんと分析し、共有し、マーケットの信認を勝ち取るのではないかと思っている。以上である。

福井議長

田谷委員、お願いします。

田谷委員

経済情勢は足許横這いの動きを続けているが、先行き緩やかながら前向きの動きが出てくることが期待される。また、短期金融市場は、この点はほとんどの方が触れられたが、資金余剰感が強い状況が続いており、金融政策運営としては現在の当座預金残高目標レンジを維持することで良いと思う。短期金融市場は、日銀による潤沢な流動性供給が続いている中であって、予備的流動性需要が低下しているようである。これは、金融システムに対する不安感が株価の上昇や長期金利の安定化などから一頃に比べて落ち着いてきていることによるものと思われる。大手銀行に対するクレジット・デフォルト・スワップ・プレミアムも比較的低位で落ち着いている。特に、短期の資金に対する需要は低下し、一部オペで札割れが発生した。こうした状況下、先月末に郵政公社の預け金が増加した際には、なお書きを適用せず混乱もなく、当預目標レンジ内で調節することができた。ただ、長めのコール取引などは成立しておらず、長めの資金取り入れニーズは日銀の供給に依存する状況に変わりはない。金融市場の安定を維持するため、当面長めの資金の供給と短期資金の吸収というオペレーションを続けることで良いと思う。また、社債流通利回りの国債イールドに対するスプレッドは落ち着いており、何らかの対応の必要性も見て取れない。この面からも政策は現状維持が適当と思う。以上である。

福井議長

植田委員、お願いします。

植田委員

私も皆さんとほぼ同じ理由で調節方針については現状維持で宜しいかと思う。一言だけ申し上げれば、ゼロ金利や量的緩和の総括とか透明性の

議論等は難しい重要な話を含んでいるので、当面は慎重に皆さんそれぞれ考えるということで宜しいのかなと思う。勿論、中長期的にデフレ脱却が非常に重要だが、例えば、差し障りのある言い方かもしれないが、色々な経緯である意味やむを得ず採用している当預目標というような量的な目標も、将来どれ位長い期間に亘って使い道があるかというような問題を考えると、非常に難しい問題に突き当たる訳だし、あるいは当面も須田委員がちょっと言われたような金利の振れ幅よりは当預目標の振れ幅を小さくする方に少し舵を切るというのも、金利が短期金利を意味するのであれば私はあまり賛成できない、まだ時機尚早だなというふうに思う。こうした調節の話、あるいはもうちょっと中長期の話について、やや本格的かその一步手前の議論をヒートさせることは、ある種この昨今の实体经济情勢との関連では引き締めバイアスを持つ、意図せざるかどうか別だが、引き締めバイアスを作り出してしまうリスクもあり、当面は静かにしているのが宜しいかと思う。以上である。

福井議長

春委員、願います。

春委員

現状、債券市場は、警戒感を持ちながらも堅調に推移していると思う。短期の金融市場も、極めて落ち着いた状況にあるかと思う。日本の景気は踊り場的な重要な状況であるし、金融面での安定が不可欠な状況にある。従って、当面現在の当座預金残高目標 27～30 兆円を維持しながら、従来同様市場の状況に応じて、先見の明かつ機動的に、潤沢かつ実効性のある資金供給を続けていくということが重要かと思う。なお、短期の金融市場が平穏に推移しており、むしろこの間潤沢に資金供給を続けた結果、このところ期越えの資金も含めて金融機関の資金調達意欲が後退しつつあり、一部に札割れのオペも出ているという報告もあった。先程須田委員も言われたが、これまで 29 兆円±1 兆円というような状況で当座預金残

高を運用してきているが、私もこれはレンジのとおり 27 兆円まで広げて弾力的な運用を図るということも、これが市場にどういう影響を及ぼすかということは慎重に考えなければいけないと思うが、検討してもらって宜しいのではないかと思う。以上である。

福井議長

武藤副総裁、お願いします。

武藤副総裁

先程述べたように、経済情勢横這い圏内の動きという判断なので、金融資本市場も落ち着いているということなので、金融政策運営については現状の積極的な量的緩和政策と時間軸の政策を維持する、堅持するということが良いと思う。特に付け加えることはない。

福井議長

伺っていて、先程議論された当面の経済情勢判断と非常に落ちついている金融資本市場の動向ということを見ると、少なくとも次の政策決定会合までは、現在の金融調節方針、つまり 27 兆円～30 兆円程度の幅でターゲットを持ちながら流動性を厚めに供給していくという方針で良いという点では意見が一致していると思った。少し時間的に余裕があるので、幾つか提案された、特にこの 27 兆円～30 兆円という幅を具体的にどのように運営するか、この点についてさらに必要があれば議論をしておいてもらいたい。今、詰めて何か結論を出すという必要はないと思うが、基本的には植田委員が言われたとおり、引き締めバイアスをもたらすような操作は当然好ましくないと思うが、市場の地合いを巧く演出するために、これは現場のオペレータのプロフェッショナルな腕前に信を置いて、ある程度幅を持たせるという話になるのかなとも思う。それにしても政策委員会のマンドートとの関係で、ある種のコンセンサスがやはりあった方が良い訳で、従来から幅はあるがニュアンスとしてどちらかと言うとより高めの方

でと、だけどもあまり機械的に、郵貯の問題も含めて余りに機械的にやるということが本当に市場の地合いを巧みに演出するうえでどうかというニュアンスも十分政策委員会として理解するということになっていると思っているが、明確に定義することは不能であり、文章にできないような話なので、こういったことは繰り返し確認しておいた方が良いのかなという気がする。もう一つは中原委員から話のあったように、次の展望レポートの中でどういう表現を取り、我々がこの先組み立てていく金融政策のフレームワークとの関係で展望レポートの表現を如何にコンシステントなものにしていくか、従前のものに比べてよりコンシステントなものにしていくかということも、非常に基本的に重要な問題だと思っているし、私自身も個人的にはその問題意識を非常に強く持っている。そのためにはやはり近付いてから勉強というよりは、前広に勉強していかなければいけないという感じを持っている。これらの点について、さらにもし意見があれば出しておいてもらえればと思う。

福間委員

直接的ではないが、先程から札割れの問題がよく出る訳だが、去年はこれ以上に回数はあった訳である。それで、私は、魚のいるところにオペをやらなければ食いつきはしないと。そのような議論を経て、手形買入オペの期間を1年に延ばしたという経緯がある。今回もCPオペで札割れが起きている。これはCPそのものがあの程度のマーケットで、しかも銀行は、金利感がマーケットと一致しないとマーケットに出さないから。そうではなくて、手形買入オペで長めの資金を供給することにより2001年のフレームであった時間軸効果をより明示的にするということが私は必要なのだと思う。だからあまり札割れに神経質になることはないし、長めの供給をやった結果、手前で余れば、それはまさに今やっているように、オペレーション・ツイスト的な方式でもって手前の資金を吸収するというでやっていくのが私は良いと思っている。そのことによって、マーケットの中でどこが飽和感があって、どこが不足感があるかというのが

判る。これがマーケットと対話するということであると思う。昨日も報告があったように、手前の手形売りオペで応札倍率が5倍あったということだが、これは結構なことで、そういうことをやらないと供給サイドにどの位のポテンシャル・サプライがあるかどうかというのは判らない訳である。ちょっと話が長くなるが、私はかつて、チリの中央銀行の総裁に会ったことがあるが、チリ中銀というのはシカゴ学派が作ったような中央銀行で、彼に民間銀行との対話はどうしているのだということを知ったら、要するにミーティングをやっているのか、あるいは時には交換会をやっているのか、フィジカルな、インターフェイスの対話を行っているのかと知ったら、彼らがやっているのはオペを通じてのマーケットとの会話だけだと言っていたのが印象的であった。オペを通じて銀行のニーズをテストイングとかディテクトするということは私は必要なのではないかと思う。最後に量的緩和をどうするかという出口の問題だが、これは非常に難しい問題で、やはり、ただただマネーだけの状況から判断するのもできない。総合的にやらなければいけない部分が出てくると思う。ここまで量的な緩和をやってきている一番の背景は、コール市場で金融機関の相互間の資金取引が、タームを含めてスムーズに行われなかったことである。それが97、98年の騒動にまた繋がっていく可能性があることである。そうした問題の根底には不良債権問題がある。従って金融システムが安定しないうちに、出口問題を議論すると却って誤解されるという部分を私は常に持っている訳である。量的緩和の効果絶えずレビューするのは重要だが、その場合、色々な観点から、就中金融システムの健全化がどこまでロードマップ的にできあがってきているのか、という点を踏まえる必要がある。金融政策だからとにかく技術的にマーケットの調節をやっておけば良いのだということだけでは済まない部分がある。それだけである。極めて常識的な話である。

福井議長

その二つの点は非常に重要な点である。やはり一つは魚のいるところに

ちゃんとオペをしようと、これはマーケットリサーチが伴っていないとな。

福間委員

そうそうそう。

岩田副総裁

今の点で質問を宜しいか。魚のいるところというのは、例えば少し長い2年物、3年物、そういうものを買ってもということか。

福間委員

私は、それは1年以内だと思っている。

岩田副総裁

1年以内。1年以内の魚の中に色々いるとお考えなのですね。

福間委員

1年以上になると、財政に大分よってくるし、あるいは長期市場による。その部分は時間軸効果によりサイコロジーに訴えることを通じてマーケットに働き掛ける方が良い。

福井議長

チリの話は、チリは魚の発見方法が上手いという話か。

福間委員

銀行と対話しなければ分からないだろうと言ったら、市場とやっている。それは抽象的な市場かと聞いたら、オペだと。あっ、そうかと…。

福井議長

なるほど。

中原委員

私も札割れの心配があるからといって目標に幅を持たせるという考え方はあり得ないだろうと思っている。福間委員が言われるとおり、マーケットを把握する一番良い方法は、やはり札割れが出る、あるいは応札倍率が非常に高まるという現象を見て判断することであって、従って、札割れを恐れる必要はないと思うが、ただ、議論としては札割れが続発すると、それで目標ターゲットが達成できない。その時に長期国債買い切りで補うべきだという今のレジームに忠実な考え方でいけばそうなる訳で、そういうプレッシャーが高まることは全体的に見て今の地合いで必ずしも好ましいことではないというのは、私はそのとおりだと思う。基本は短期のオペでやれるだけピンポイントの目標を達成し、足りないところは長期で補うというのが、長期国債の買い切りで補うというのが今のレジームであって、そういう考え方が現実問題の色々な制約から踏み切れなくなってきているなという意味において、今は量的緩和のレジームにもそろそろ綻びが出はじめるのだろうという感じがしている。目標レンジ、私は27~30に反対という訳ではないが、そもそもずっと15兆まではピンポイントでやってきて、15~20兆円という幅を持たした時が最初の幅だったと思うが、その時17兆円位でやろうと決めたがその後22兆円に何となく持ち上げてしまった。これは緩和かどうかというような議論が出たが、私はマーケットから相当その辺の説明責任を手厳しく求められるのではないかと思ったのだが、幸いなことにマーケットからあまりその声が出なかった。今の27~30兆円というのは現実的なものとしては、私は違和感はないが、基本はやはりではなぜ29兆円にしておくのかという点については、なおもう一つはっきりしない部分があるように思う。30兆円というディレクティブが30兆円必ずやれというものかどうか。30兆円程度というような考え方で、30兆5千億円になろうと29兆5千億円になろうと良い訳で、幅を持たせてはいけないというディレクティブはないはず。次に上げる時は例えば29~32兆円という上げ方があり得るのかどうか、そういう

点も含めて幅を持たせるということに対しては、もう一つ納得しない部分
が私はあるということである。

須田委員

私はその幅を少し有効活用した方が良いと思っているのは、別に札割れ
が云々ということではなくて先程総裁が言われた市場の地合いを活かす
という場合と、それから郵貯の問題があって、郵貯の資金がかなり振れる
訳で、そういう時に無理してコントロールしていくということではなく、
その結果として、たまには 27 兆になってもそれは良いではないかと、な
るべく枠の半分よりは上にしなくてはいけないと思っている必要はない
のではないかと、非常に単純な考えで、今資金余剰感が非常にあると
いうところなので、それでも良いのではないかと思うということである。

中原委員

もう一つすまない。郵貯の件は申し上げたのだが、そもそも 2 兆円の予
定でスタートしているところに 6~7 兆円とっている。本来郵貯の部分
は私の理解ではニュートラルにするというのが原則だというふうに理解
していたのだが、現実には 2 兆円の予定のところは 7 兆円になれば、5 兆円
分は、どうするのか。外銀の当座預金だってあれだけ動くのに、そんなも
のいちいちニュートラルにしていられるかとか、外銀のリバランス効果と
いうのはないのだろうか、色々な議論があり得ると思うが、当初の考え
方からいけば 2 兆円が前提だったところに、現実には 7 兆という数字を聞く
と、その影響を考えざるを得ない。もっとも昨日の数字を平残的に見ると、
積み期の平残で見ると、着実に 4 月以降郵貯を除く部分が増えていて、確
か 4 月と 7 月を計算すると、7 兆円から 8 兆円近く、郵貯を除いても増加
しているから、その意味で本来の緩和の狙ったところが郵貯の残高によっ
て思い通りの緩和の水準のレベルにいかなかったということはないとは
思っているが。今後郵貯がコール運用などをはじめるときに、どう考えてい
くのか、その辺の議論もあろうと思うので、今日のこの場ということでは

ないが、郵貯の変動を本当にどう考えるのかということは議論しておくべきではないかと思う。

福井議長

言われる問題意識は非常によく分かる。ただ、出発点の2兆円というのは、恐らく郵政公社がベスト・エフォートをした時に想定される残高ということだったろうと思う。実際にどれ位になるか分からないまま恐らくスタートして、実際出てきた数字で、市場局において望ましい市場の地合いを作るのにそれが邪魔になっているのだったら飛び出せという、こういう話だろうと思う。そのところはこれまでの経験を踏まえて分析的なデータを出してもらい、きちんと勉強すれば良い。何となくそう思っている人と、中原委員のようにきちんと考えておられる人との間にギャップを残しているのは良くないと思うので、データでまた勉強しないといけないと思う。

田谷委員

私もちょっと宜しいか。総裁が言われた、今話題になっている当預目標の点だが、第一に、先程須田委員が言われたように、短期金利を安定させる際、実際の当預残27~30兆円で良いではないかということについて私、植田委員が先程言われたように、それはちょっと、今取り得ないのではないかと思う。なぜかと言うと、我々の主たる操作目標は、当座預金残高なので、金利ではない訳である。金利も当然横目で睨んでいる訳だが、主たる目標はあくまでも当預残として我々はそのフレームワークを維持している訳だから、それをやはり大事にしなくてはいけないということが第一点。第二点は、実際の当預残の推移が28兆円、29兆円台で推移しているから、それを27兆に落とした場合、不測の思惑を生む可能性がある、そういうことは必ずしも必要はないのではないかと思う。第三点に、中原委員が言われたように、公社の当初の想定された預け金の残高2兆に対して多いのではないかということだが、確かにそうなのだが、本当にどの辺り

で安定化するか、仮に当預残目標を引き上げた後、いや実は2兆円位に落ちてしまった、それではまた下げるのかという話もあるし、マーケットの地合いが最近のように余剰感の強いところで、そのレンジ内で調整できたのだったらまあ良いではないかと、いい加減に私は考えている方で、そういうことで…。

中原委員

2兆円になってきたら当初の想定通りだから27兆円、30兆円という当初の意図がこのまま実現される訳ですよ。2兆円になったら減らすということではないですよ。

田谷委員

だから、今3兆円以上になってしまっているから、これを増やした場合。だからそうすると、その度に調整しないといけないから。そもそも30兆円という枠が非常に高いものだから、その中でかなり操作の自由度があるのではないかと。そういう自由度を使っても良いのではないかとというのが私の意見である。だから結論的に言えば、28、29兆円台で推移させているオペレーションというのは、それで良いのではないかとというのが一点。もう一つ、総裁が言われた二番目の問題だが、これは確かに大変難しい問題だが、財政について先程武藤副総裁も言われたし、また岩田副総裁もノン・リカーディアンということを言われたし、仮にどういう表現を展望レポートに入れるか、これから議論しなければいけないが、仮にそういう議論をした後でも、予想としてその物価変化率が若干マイナスが残るという想定をすることは、やはり致し方ないのではないかとというのが今の私の持っている意見である。

福井議長

それでは一応討議は締めて宜しいか。政府の代表の方から意見を頂きたいと思う。谷口財務副大臣お願いします。

谷口財務副大臣

政府は、6月に閣議決定された「基本方針2003」等を踏まえ、昨年度同様の歳出改革路線を堅持するとの基本的考え方に沿って、先般8月1日に、平成16年度予算概算要求基準を閣議了解したところである。これに基づき、歳出全般にわたる徹底した見直しを行い、歳出の抑制と所管を越えた予算配分の重点化・効率化を実施していくこととしている。

我が国経済の現状を見ると、株価や米国経済の動向等、我が国の景気を巡る環境に変化の兆しが見られる。しかしながら、実体経済の明確な回復は未だ確認されておらず、依然として物価の下落は継続している。引き続き金融政策の役割は重要であると考えている。

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

それに付け加えて、一言付言させて頂きたいが、昨日の総裁談話のところだが、日本銀行の行内で、このCP残高について1年間訂正をされなかったというようなことで、昨日処分の発表があった訳である。いずれにしても統計データの信頼性を確保するという事は極めて重要である。昨日も言及されているようだが、もう一度全てにわたって再点検をして頂き、信頼確保に努めて頂きたいと考えている。以上である。

福井議長

有り難うございました。今言われたCPの件については、お言葉も拳拳服膺しながらしっかり再点検していきたいと思っている。それでは内閣府の中城政策統括官、お願いします。

中城内閣府政策統括官

まず景気の基調判断については、5日の月例経済報告等関係閣僚会議において基調判断を上方修正し、「景気は、おおむね横ばいとなっている。株価やアメリカ経済の動向など、我が国の景気を巡る環境に変化の兆しが見られる。」とした。

先行きについては、アメリカ経済等の回復が持続すれば、景気は持ち直

しに向かうことが期待される一方、今後の株価・長期金利や海外経済の動向には留意する必要がある。

日本経済の重要な課題は、デフレを早期に克服すること、及び内需主導の自律的回復を実現することである。このため政府は、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2003」に基づき、引き続き金融、税制、歳出、及び規制の四本柱の構造改革を一体的かつ整合的に実行することとしている。

また、先日、閣議了解した「平成 16 年度概算要求基準」では、政府全体の予算について、歳出、歳入両面、及び質、量両面に亘る改革をさらに加速することとしており、例えば歳出面では、「政策群」や「モデル事業」の新たな取組みを進めている。

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

日本銀行におかれては、本年 3 月から今後の金融政策運営の基本的枠組みについて検討を進められており、先般、金融緩和の波及メカニズム強化のために、資産担保証券の買い入れを開始されるなど、新たな取組みを行っているところだが、引き続きデフレ克服に実効性ある金融政策運営を行うことを期待する。

その際、2005 年度のデフレ克服を目指すという観点から、まず、物価変化率が上昇に向かうよう図って頂きたい。そのうえで、物価や金利の経路を展望し、その段階に応じた適切な金融調節手段の選択を検討して頂きたいと考える。以上である。

福井議長

有り難うございました。それでは議案の取り纏めに移りたいと思う。今日の議論を踏まえて、議長としては金融市場の調節方針は現状維持ということで、それに関する議案の提出をしたいと思う。金融市場の調節方針に関して他に議案提出をお考えの方がおられたら、知らせて欲しいが如何か。おられないか。それでは執行部の方に議案の読み上げをお願いしたい。

[事務局より議案配付]

櫛田企画室参事役

それでは議長案を読み上げる。「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 27～30 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。続いて別添である。「2003年8月8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 27～30 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。

福井議長

それでは採決に移る。大変恐縮だが、政府からの出席者は退席願いたい。

[政府からの出席者退室]

それでは金融市場調節方針に関する議案を採決する。事務局は正式な議案を持ち回って、委員からの決裁を得た後にその結果を報告して欲しい。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁
岩田副総裁
植田審議委員
田谷審議委員
須田審議委員
中原審議委員
春審議委員
福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成9、全員一致である。

福井議長

それでは全員一致で可決をした。調節方針だが、白川理事と金融市場局長に申し上げるが、ただ今定められたような方針に則って調節に努めて欲しい。宜しく願います。それでは政府からの出席の方を呼んで欲しい。

[政府からの出席者入室]

大変恐縮だった。ただ今の件は満場一致で可決した。

IV. 金融経済月報の検討

福井議長

それでは金融経済月報の基本的見解に移る。執行部からポイントを説明して欲しい。

門間調査統計局参事役

それでははじめに、今配っている方ではなくて、元から配ってある実体経済部分の方から説明する。まず冒頭の総論だが、「わが国景気は、横這い圏内の動きを続けている。」ということで前月と同文である。各論についても支出項目、設備投資から純輸出まで全く変更なし。それから在庫・鉱工業生産についても変更はない。次の雇用・所得環境については多少変更がある。まず、「臨時雇用等を広く含む雇用者数は下げ止まりつつある」ということで、前月は「下げ止まり傾向にある」と微妙な変化ではあるが、下げ止まってきているという感じを少し強く出しているつもりである。それから「賃金の下落にも歯止めがかかってきている。」ということで、前月は、「賃金が緩やかながらも低下基調にある」ということだったので、ここは少し判断を変えてきているということである。「しかし、所定外労働時間や新規求人の増加に一服感がみられるほか、常用労働者数は引き続き減少している。このため、雇用者所得は、均してみれば緩やかな減少傾向から脱しきれておらず、」ということで、前月は「雇用者所得はなお減少を続けており」と書いていて、前月程明確に減少というふうには言っていないが、なお脱しきれていないということで、「家計の雇用・所得環境は、全体としてなお厳しい状況にある。」ということである。前月までは「引き続き厳しい」と言っていたので、これも微妙に、その厳しさの程度は若干緩まっているというニュアンスが出ていなくもないが、依然として厳しいと言っているので大きな見方は変えていない。

それから先行きだが、ここは微妙な環境変化を踏まえて、ところどころ変えている。まず、海外経済については「米国を中心に本年後半の成長率が高まる方向にあるとみるのが一応可能である。」、ここは実は前月までは「高まるとの見方が一般的である。」というふうにとちょっと他人の見方を借用した格好になっていたが、今日は少し我々としてこういうふうに見ているという感じを出してみた。それからその次の「しかし、米国経済については、このところ経済指標の一部に明るさがみられつつある」ということで、ここは新しく入れたポジティブな方向での動きである。しかし、

「とはいえ、設備投資や雇用の増加にどの程度結びつくかについては、引き続き慎重な見きわめが必要である。」ということで、全体として判断のバランスを取っているつもりである。東アジアも同じような構文になっていて、「持ち直しの兆しが窺われる」ということで一旦明るめのことを言っているが、「経済活動の勢いはひと頃に比べて、なお鈍い状態にある。」ということで、そのようなバランスの判断をしているということである。なお、ちょっとこちらから一点だけ修辭的な修正のお願いだが、このアメリカのところとアジアのところ、それぞれ「とはいえ」という表現で繋がっているが、この「とはいえ」の言葉が、米国の方は漢字で「とは言え」と、東アジアは平仮名で「とはいえ」ということなのだが、これはいずれも平仮名の「とはいえ」にすることで表記の統一をさせて欲しい。

福井議長

意味が違うのかと思った。

門間調査統計局参事役

そのような誤解を避けるためにも表記の統一をさせて欲しい。こうした状況のもとで、環境に少し変化が出てきているので、輸出とか生産が増えていく蓋然性は幾分高まっている感じはするが、なお慎重にみておいた方が良いでしょうということで、「横這い圏内で推移すると考えられる。」ということで基本的な見方は変えていないが、前月まではその期間が「当面」といつていたのを、今月は「目先」ということで、少し横這いの期間を限定しているというニュアンスを出しているつもりである。次の国内需要のパラグラフは、若干アンダーラインが引っ張ってある所があるが、いずれも詳しい説明を要するような表現の変更ではない。それから三つ目のパラグラフ「以上を総合すると、」というところについても、大きな変化はないが、「海外経済の成長率が本年後半に高まっていくとの想定のもとで、」ということで、ここも前月までは「高まることを前提とすれば、」という、非常に強いヘッジのかかった表現だったが、既に我々、もう本年後半の2

か月目に入っているし、それから、こういうシナリオが実現できる蓋然性が幾分高まっているということで、「前提」という表現はさすがにそろそろ取って、「高まっていくとの想定のもとで、」というふうにしている。それから3行目はこれも「当面」、「目先」の変更である。それから4行目の右の方、「また」以下からリスク要因を書いているが、「また、輸出環境の先行きについては、米国経済の回復力などを巡る不透明感が引き続き残存している。」というのが今月の表現である。前月は「不透明感の強い状態が続いている。」ということだったので、今月は「強い」という部分を落としたということになっている。それから国内面については足許株価、長期金利等総じて落ち着いてはいるが、「金融システムの脆弱性を考えると、株価や長期金利などの動きについては、引き続き注意が必要である。」ということ位は言うておいても宜しいかと考えて、このように入れている。

それから最後の物価のパラグラフについては、前月以降、実は輸入物価、国内企業物価、それぞれ指標が出ていないので、ほとんど変わっていないということになる。一番最後のところに、1行だけアンダーラインがあるが、前月は、「素材の商品市況も頭打ちになっている」という表現が入っていたが、その後少し上がっているので、その部分を落とした関係で若干文章をいじっているというテクニカルな修文である。实体经济は以上である。

櫛田企画室参事役

続いて金融部分だが、金融部分については、今再度手書きで修正したものを見て欲しい。資料提出以降の相場の変更を踏まえて若干微修正したいという趣旨である。当月の金融部分の変更点だが、金融資本市場の動きを中心とした微修正ということで、企業金融面等にかかわるところについては変更点はほとんどない。最初に長期金利のところだが、「長期国債流通利回りは、中長期債に対する押し目買いなどを背景に徐々に低下し、最近では0.9%程度で推移している。」、このようにしたいということである。あと、スプレッドだが、「銀行債において幾分拡大しているが、総じてみ

ると引き続きスプレッドは低水準で推移している。」と。銀行債においてみられる変化、若干記述しているが、全体感としては大きく変わっている訳ではないということである。続いて株価である。株価については、前月の段階では「9千円台後半まで」の動きであった。当月の動きの記述だが、「株価は、先行きのわが国経済に対する見方が一部で改善しつつあるものの、ピッチの早い株価上昇に対する警戒感が強まったことなどから、ここは現在9,200円から300円台、この辺りの動きなので、素直に「このところ弱含んでおり、最近では日経平均株価は9千円台前半で推移している。」とこのようにさせてもらえればということである。あと、為替相場だが、為替相場については、「海外投資家による対内株式投資の継続などから7月中央にかけて上昇したが、その後は、米国景気の回復期待を背景にしたドル買いなどから反落し、最近では119~120円台で推移している。」ということである。なお、若干本日出た統計との関係で付言すると、下の方に民間銀行貸出がある。「前年比2%台前半の減少が続いている。」、本日出た五業態の計数は-2.1%、この表記に沿った統計であった。またマネーサプライは本日出たが、マネーサプライ、ここでは「マネーサプライは、前年比2%弱の伸びで推移している」という記述である。本日朝出た統計も先月と同様1.8%という表現に沿った計数である。あと一点だけ、その前の民間貸出の後、「社債の発行残高は、前年を若干下回る水準となっている。」ということである。これは社債発行については7月は、若干長期金利の上昇を受けた様子見の部分があって、社債単独で見ると、若干残高は前年を下回る、こういうことなので、こういう表現にしている。私からは以上である。

福井議長

どうぞ意見を出して欲しい。

田谷委員

金融のところ、スプレッドは、銀行債において幾分拡大している

が、」というところだが、何も言わなくて良いのか。例えば、「起債の動きを反映して」とか。

櫛田企画室参事役

昨日の説明では、従来行き過ぎ感が若干あったということと、それで金利が戻る過程で、流動性の高い銀行債が若干売買に使われているという問題と、それと今言われた三つの要因位で説明した訳だが…。

田谷委員

一言ではちょっとなかなか言えないね。

櫛田企画室参事役

だから、ここは「銀行債において幾分拡大しているが、総じてみると」ということで、全体としてのこのスプレッド環境が大きく変わっている訳ではないが、だから「銀行債において幾分拡大しているが、」というのを書くか書かないかという、これはあるかも分からない。というのは、全体としての判断としてそのスプレッドがここにきて拡大しているということではなく、やや仔細にみるとこういう動きがあるので、これは事実関係としてここを書いているということなので、その銀行債についてさらに理由を詳しく書いて記述する程大きく取り上げるかどうかということからすると、私自身はそうではないのではないかと、一応そういうつもりで書いてある。

田谷委員

分かった。

櫛田企画室参事役

宜しいか。

福井議長

残すことで宜しいか。

田谷委員

結構である。

福井議長

それでは採決に移りたいと思う。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

福井議長

それでは全員一致でただ今の件は可決した。金融経済月報は、背景説明を必要に応じて執行部で修正をしたうえ、11日月曜日14時に对外公表を予定している。

V. 議事要旨（6/25、7/14～15日開催分）の承認

福井議長

それでは議事要旨、6月25日分、それから7月14、15日開催分の承認を賜りたいと思うが、如何か。読まれたか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、異議がないというふうに確認をする。本件についても採決をお願いします。

[事務局より決裁文書（6/25日開催分）を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

[事務局より決裁文書（7/14～15日開催分）を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を報告する。6月25日分の議事要旨、賛成9、全員一致である。それから7月14、15日の議事要旨、これも賛成9、全員一致である。

福井議長

二つの議事要旨、ともに全員一致で可決をした。この議事要旨は13日、来週の水曜日14時に对外公表する。

VI. 閉会

福井議長

本日の議題は全て終了した。次回の政策決定会合は9月11日、12日の

2日間である。宜しくお願いする。いつも申し上げているが、機密保持関係の確認をしたいと思う。決定会合における議論の内容は自身の発言も含めて厳に出席者限りということである。議事要旨、それから議事録という一定のルールに従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、出席の方々、あるいはこの場におられる皆さんにおかれては、厳正な機密管理を是非お願いしたいと思う。以上である。本日は閉会する。有り難うございました。

(午前 11 時 39 分閉会)

以 上