

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2003年9月11日（14:00～16:11）

9月12日（9:01～13:25）

開催場所：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（ ” ）

植田和男（審議委員）

田谷禎三（ ” ）

須田美矢子（ ” ）

中原 眞（ ” ）

春 英彦（ ” ）

福間年勝（ ” ）

政府からの出席者：

財務省 津田廣喜 大臣官房総括審議官（11日）

谷口隆義 財務副大臣（12日）

内閣府 中城吉郎 政策統括官（経済財政一運営担当）

（執行部からの報告者）

理事	平野英治（12日）
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画室審議役	前原康宏
企画室審議役	山口廣秀
企画室参事役	櫛田誠希
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局参事役	門間一夫
国際局長	堀井昭成

（事務局）

政策委員会室長	秋山勝貞
政策委員会室審議役	武井敏一
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室企画第2課長	吉岡伸泰（12日9:01～9:33）
企画室調査役	内田眞一
企画室調査役	加藤 毅
金融市場局金融市場課長	栗原達司（12日9:01～9:33）

I. 開会

福井議長

それでは、定刻なので政策決定会合を開催する。

(午後2時開会)

本日と明日と二日間に亘るセッションだが、本日は金融経済情勢に関する執行部説明を伺いたいと思う。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等に関する討議等を中心に議題を組みたいと思っている。政府から、本日は財務省津田総括審議官にお越し頂いている。内閣府からは中城政策統括官にお越し頂いた。有り難うございます。いつも申し上げているが、会合の中での発言は全て記録することが前提である。委員及び政府から出席を頂いた方々は、そのことをよく踏まえて発言頂ければと思っている。宜しく願います。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

それでは早速、金融経済情勢に関する執行部説明に入りたいと思う。各説明毎に質疑応答の時間を若干設けたいと思っている。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に、願います。

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、手許の追加資料に沿って説明をしたいと思う。では、図表1-1、金融調節の実績の推移で金融調節関係の方から説明する。まず、日銀当座預金残高だが、前回決定会合以降28兆ないし大体29兆円台で推移している。これを受けて指標レートの無担オーバーナイトレートだが0.001~0.002%で安定的に推移している。この間、真ん中辺りに補完貸付

というのがあるが、これについては8月20日以降、断続的に貸付を実行している。これら大半のケースは期末——9月末——を睨んで事務ミス回避するために予行演習的に行ったものである。次に図表1-2、当座預金残高と無担オーバーナイトレートである。下側の表、日銀当座預金の保有状況を見ると、足許では都長銀が15.2兆円と拡大してきているのが目立つ。これはまた後程触れるが、一部の都銀が日銀オペに積極的に応札して資金調達を行い、これを当座預金に滞留させているということが背景である。外銀についてはこのところ円転コストのマイナス幅が縮小していることもあって、足許では5.2兆円という状況である。6月末には外銀の当預残高が6.7兆円あったので、その頃から比べるとかなり縮小してきている。それから郵政公社だが、8月中を振り返ると、8月15日に年金払いの受入れがあり、一旦5.4兆円まで拡大していたのだが、その後は減少傾向を辿っており、9月10日、足許は2.3兆円で9月下旬には当座預金残高の目標とされている2兆円程度まで抑制されていく方向とみている。この先だが、9月末日——9月30日——だが、実は財政資金の要因から大幅に資金余剰になる見込みである。目下のところ交付税とか預託金の利払いなどを受けて、合計3.8兆円位の余剰を見込んでいる。9月末日には通常、市場では自己資本比率規制が意識されて、資金の出し手の放出が極端に細る。従って、この余剰資金には売り手で吸収すると徒らに資金のタイト感を強めてしまう可能性がある。このため、期末日スタートの資金吸収は、私共としてはなるべく回避したいと思っており、この場合は、なお書きを活用しながら一時的に当座預金残高が30兆円を超えざるを得ない状況もあると考えている。次に、図表1-3、最近のオペ結果の推移(1)を見ていく。実は、前回決定会合の8月上旬頃までは、資金余剰感の強まりから札割れが懸念される局面が続いていた。実際、前回会合で報告したとおり8月初めに掛けてはCPオペで札割れが2回程発生した。その後、8月15日に年金払いもあって、資金需給の余剰傾向が続いていたが、下旬に至って長期金利が上昇。これがFBレートなど長めの短期金利にも及んできた訳である。市場では7月の決定会合の議事要旨について、いわゆる出口政策が議

論されたのだという報道も受けて、量的緩和は予想よりも早く終了するのではないかと、そういった憶測も広がったところである。このように、金融市場はやや不安定な状況になってきたので、私共としては各種オペを通じて資金供給をかなり積極的に行った。同時に余剰資金を売り手で吸収するという、いわゆる両建ての調節を行ったところである。オペの実施に当たっては、各種オペ手段の特性を活用しながら行うように工夫したところである。例えば手形買入、全店買入なのだが、こちらについては量的な拡大だけではなく、期間も長期化した。すなわち、27日、28日の両日に従来最長だったオペ期間、これは7、8か月程度だったのが、これを超える約9か月というこれまで最も長い期間で、ここにあるように合計で2兆円の資金供給を行ったところである。このオペは、この期間は夏休み中であつたため、日本銀行のコミットメントを上手く市場に伝える従来の会見であるとか、そういった機会がなかったものだから、時間軸に対する市場参加者の期待の安定化を図るということも一応意識をした。それから、一部の都銀が、特に中短期債を大きく抱え込んでおり、金利が上昇する中で損切りを迫られていたということも念頭に置いた。これらの銀行にとっては、日本銀行からの長めの資金調達、抱えていた金利リスクを完全にではないがヘッジする手段を提供した形になった。このオペの後、中短期債の利回りであるとか、ユーロ円の金先レートは一旦低下をした。一方で、今回の長めのオペというのは、9月、12月それから来年の3月と山を三つ越えていく資金である。そのうえに、今述べたように一部都銀において、かなり金利リスクのヘッジニーズという点で強い需要があつたので、オペレートの方だが、そこに示してあるように0.04%台まで上昇した。オペレートについては、その後も全般に高止まり傾向が続いている。市場においては、長めのオペを必要とする、今述べたようにそれは都銀だが、そういった主体もいれば、長い資金を必ずしも必要としない主体もある。長めのオペを打ち過ぎるとそうした短いオペを必要とする主体については、かえって資金が取りにくいといった状態になる場合がある。従って、この辺りはニーズをよく見極めながらオペ面で肌理細かく対応していく必要があると考

えている。国債の買現先オペについては、今述べたような観点もあって、どちらかと言うと9か月までは長い資金を必要としない、そういった主体を念頭に置きながら3か月程度のタームでオペを実行してきたところである。それから短国買入であるが、実は短国市場ではやや荷もたれ感があって、需給バランスが悪化しているというようになっていた訳である。こういったことも念頭に置いて8月の下旬だが、21日、22日、それから28日、29日とそれぞれ2週連続して各週それぞれ2回の短国買入オペを実施したところである。それから吸収サイドだが、強い資金余剰感があり、レートの方は0.001%に張り付いたまま、小波も立たない状態といったところである。平均落札レートの方だが、5月28日以来、9月9日オファー分まで連続で35回、0.001%を付けたことになる。次に図表1-4でABC Pの買入である。これについては、8月11日に続いて9月5日に第2回目の買入オファーを行ったところである。銘柄の方だが、前回と同様、みずほ銀行、それからみずほコーポ銀行の組成した売掛債権を裏付け資産とする2銘柄である。ただ、応札の方については、今回9月5日は850億円と前回よりも若干増えている。このうちの500億円弱を落札したところである。一方、ABSだが、そこにあるように買入実績はない。この点に加えて次の図表1-5、資産担保証券の買入適格審査状況、これは適格ABSの審査状況だが、審査が完了した案件もまだない。ただ、目下審査中の案件が一つある。この規模は200億円程度と若干小さいのだが、リース料債権を裏付け資産とするものであり、審査が順調に終われば来週中位には、買入第一号となる可能性があると見ている。ただ、これ以外に期末に向けて買入適格となりそうなABSが組成される動きは、私共が知る限りでは見られない。これは基本的には株価が上昇して、銀行の資本制約が相当緩和されたため、銀行からして見ると今年の3月とは若干様変わりに、無理してでもCLOとか、あるいはシンセティック型のCDOを組成してバランスシートから外すといったニーズがなくなったことが大きく影響していると思う。自分達としては市場育成という観点から、焦らずゆっくり取り組んでいきたいと考えている。それからABSに関連しても

う一つある。今年の6月に住宅金融公庫法改正によって、住宅金融公庫の証券化支援業務に関する法令面の手当てが行われたところである。これによって今年の10月以降だが、民間住宅ローンの買取りが開始され、その後、公庫MBSとして証券化、発行が行われる予定である。また、来年度後半からは保証型MBSの発行も開始される見込みである。この点を付け加えておく。次に、金融・為替市場の状況である。図表2-1、(2)の表で、短期金利、タム物のレートについて若干見ておきたいと思う。長期金利の上昇から、一番右端のユーロ円金先レートを見ると、8月26日には0.265%まで上昇している。その後、先程の日本銀行の大量の資金供給であるとか、あるいは総裁講演などを受けて、一旦沈静化しているが、9月9日には長期金利の上昇圧力が再び高まったことなどもあり、やや不安定な地合いが続いている。短国のレートについても、やや高水準の発行が続いているということもあって、足許、需給がやや緩みがちであり、レートもこれに伴って高止まっている状況である。一方、超短期の方だが、無担オーバーナイトレートは先程述べたように安定しているし、レポレート、スポットネクストもこれを見ると足許では0.003%に張り付いて、動いていない。従って、こうした状況を見る限り、かつての銀行株が下落した時のような意味での流動性不安が生じているという状況ではないというふうに判断している。次に図表2-3、金利先物から見たフォワード・レート・カーブ、金先のフォワード・レート・カーブからどういうことが言えるかということだが、上段のグラフ(1)を見ると一番上の線が9月2日、これは今次局面のピークだが、そこまで上昇していたが、その後落ち着きを取り戻しつつある。太い実線のところまで今、低下をしているが、量的緩和政策導入以降では、なお最も高い水準で推移している。次に図表2-4、長期金利の推移であるが、若干これまでの動きを辿って見ると、長期金利は6月半ばから7月の初めに一旦上昇して、それが一服した後、8月の半ば以降また上昇している。10年債については9月2日に1.665%に達している。その後は総裁発言なども受けて一旦は落ち着きを取り戻しているが、9月5日に5年債入札が不調だったこと、それから株価が1万1千円を狙

う展開になったことから、再び足許では不安定な地合いが続いている。図表 2-5、イールド・カーブの変化等の上段のグラフ、(1) で前回決定会合以降のイールド・カーブの変化の状況について見ると、銀行を中心とする損切りなどからイールド・カーブは幅広いゾーンで上昇をしているが、10 年超の超長期ゾーンでは利回りがここまで流石にいくと絶対水準としても魅力的であるので、生保、年金、系統といったところが再び買いを入れているので、上昇幅は小幅に止まっている。次に図表 2-6、ボラティリティの動向である。ボラティリティに関する各種指標を見てみると、特に (2) 債券オプションのインプライド・ボラティリティは、前回の 6 月半ばから 7 月上旬に掛けての金利上昇局面よりも今回むしろ高くなっている。ボラティリティがこれだけ高くなってくると、どうしても投資家は新規投資に慎重になると考えられるし、実際、銀行の方は依然としてポジション調整、損切りを進めている。図表 2-7、これは市場参加者による長期金利の見通し等で、こうした中で債券の投資家がどういうファクターに注目しているかのアンケート調査であるが、これを見てみると、(2) 注目する債券価格変動要因で示すように、投資家は、格子マークの株価であるとか、一番下の灰色に塗り潰してある部分で景気動向、こういった要因を債券価格を変動させる要因として、引き続き注目していることが分かる。それから (3) 注目する変動要因の影響のグラフで示すように、今後債券価格を押し下げる要因として、債券の需給の他、株価上昇であるとか景気回復が意識される度合いが次第に高まっている様子が見て取れるところである。続いて図表 2-9、社債スプレッド等の動向、長期金利のクレジット市場回りへの影響についてである。結論的に述べると、クレジット回りに大きな長期金利の上昇の影響は生じていないように見える。すなわち、

(1) 社債流通利回りの対国債スプレッドのグラフを見ると、地銀などの一部の投資家が中間期末を控えて、利益の確定であるとかポジション調整を行ったことから、若干スプレッドが開いている。ただ、このスプレッドの開きはいわば需給要因であり、民間発行主体の信用状況の悪化を示すものではない。実際のところ、下の (2) 民間企業のクレジット・デフォル

ト・スワップ・プレミアムの図で今度はCDSのプレミアムを見ると、産業再生機構の再生支援開始とか株価の上昇を受け、むしろ緩やかにプレミアムは低下してきている状況である。図表2-10、銀行債スプレッド等の動向では、同じようなことが銀行債についても言える。つまり銀行セクターの対国債スプレッドを見ると、一部の流動性の高い銘柄が売られる局面があったことから、スプレッドは若干開いた。ただ、(2)銀行セクターのCDSプレミアムの方を見てみると、最近の銀行株の堅調な地合いを映じて大きく縮小している。つまり、銀行不安はここを見てもかなり遠のいた姿となっているのが実態ではないかと思う。それからクレジット市場に関連してシ・ローンの組成状況について若干触れたいと思う。図表2-11、シンジケート・ローンの組成状況について見ると、組成額の棒グラフだが、ばらつきが勿論あるが傾向としては着実に増加している。このグラフは本邦法人による円建て契約分を集計したものだが、計数的な側面を述べると2002年、1Q~4Qまで通期では11兆円が組成されている。(2)は組成件数を見たものである。棒グラフの組成件数は季節的な振れは伴いながらも、総じて見れば増加傾向を続けている。折れ線が1件当たりの組成額だが、最近では組成額が100億円~200億円と小型化してきている。これは恐らく、中堅中小企業向けの組成が増えていることが背景とみている。この他、市場関係者等によると最近では主として短期運転資金の貸出枠の供与を行うコミットメントライン型に加えて、中長期の貸出を当初から行うタームローン型が増えているようである。そういった質的な変化が進んでいるのも最近の特徴と考えている。次に株価だが、図表2-12、株式相場の推移。株価の方は基本的に堅調である。9月9日には年初来ピークの10,922円に達しており、11,000円を探る展開となっている。主要国の株価と比べても(3)主要国株価の動向のグラフにあるように、日本の日経平均の場合、上昇力に勢いがあり、特に8月以降の伸び率が際立っている状況である。図表2-13、主体別売買動向等を見ると、海外投資家が引き続き大幅な買越主体となっている。他方、年金基金の代金返上換金売りであるとか、銀行持ち合いの解消によって信託、銀行の売り越しが確かに続いてはいる

が、市場の方では、そろそろそうした売却のピークも過ぎつつあるとの見方が広がっている。代行返上された後の資金が年金運用基金によって再投資され始めるのは来年度以降だが、いずれにしても換金の一巡というのは、株式市場の需給にさらに支援材料となる見通しである。因みに(2)業種別の株価動向の表で、前回決定会合以降の業種別騰落率を見ると、全業種で上昇している。中でも銀行株は28.4%と上昇率が非常に高くなっている。その銀行株だが、図表2-14、銀行株価の推移に示しているように、軒並み大手銀行グループの株は上昇している。これは四半期業績が好感されたこともあると考えられる。問題は長期金利の上昇の影響をどう見ているかということなのだが、市場の方では株式の関連益の方が債券関連損を大きく上回っていたと見ていることから、銀行経営を脅かすものとして長期金利を特段問題視している様子は窺えない。図表2-15、主要為替相場の推移であるが、海外投資家による日本株式の投資が引き続き円買い圧力となっている。ただ、円/ドル相場について見ると、非常に介入警戒感が根強く、当局の介入姿勢を試す動きもあったのではあるが、取り敢えず116円辺りで下値が形成されている状況である。ただ、輸出業者のドル売りやロング筋などの利食いで上値も抑えられていて、この結果、一番上の実線グラフで示すように、ドルは比較的狭いレンジでの取引が続いている。一方ユーロだが、ユーロエリアでの景況面での出遅れということから弱くなっている。このため、対ドルでも6月以降、8月の下旬まではユーロが弱く下落基調を辿っている。ただ、その後、米国の雇用統計が予想よりも良くなかったということとか、あるいは9.11、2周年を控えていて、ドル買いしにくくなっているということもあり、足許では若干ユーロが買い戻されている状況である。相場の先行きを展望すると、日本の景気回復期待、これを映じた日本への株式投資による円高圧力、それと介入警戒感、それから米景気回復の自信の強まりによるドル買いとが拮抗する形で引き続き狭いレンジでの一進一退が続くのではないかという見方が市場では多いようである。最後に図表2-16、わが国および米国を巡る資金フローの状況でクロスボーダー面での資金フローを若干チェックしておきたい。対

外証券投資の公社債の欄を見ると、8月中はマイナスが続いている。これは恐らく日本の銀行筋の米国債売却ということであろうと思う。足許これはプラスに転じているが、これはもう少しよく見てみる必要はあるが、機関投資家の購入が表われているのではないかと推測をしているところである。それから対内証券投資の方だが、先程述べたとおり株式については日本への投資が活発に行われている。公社債が売り越しになっているのは、恐らくなのだがヘッジファンドなどが積み上げていたいわゆるアセット・スワップのポジションがこのところスワップレートが上昇しているので、あまり旨味がなくなってきたといったことから、アセット・スワップのポジションを解消して現物債を売却しているといったことが一つの背景ではないかと考えている。以上である。

福井議長

質問等があればどうぞ。

春委員

先程、シンジケート・ローンの増加や仕組みの状況とか内容の変化の説明があった。これについて担保との関係がどうなっているか教えて欲しい。

白川理事

シンジケート・ローンについては、先程、中曾金融市場局長の説明にあったとおり当座貸越とタームローンの両方の形態がある。タームローンは具体的には証書貸付債権という形式で実行されており、証書貸付債権そのものは日本銀行の適格担保の対象になり得る。信用度とかその証書貸付債権に求めている条件を満たすならば、これは担保として適格ということである。ただ、実際にはシ・ローンにかかる証書貸付債権はマーケットでは担保に使われていないということである。これは今、本行が潤沢に資金供給しているから、敢えてこのシ・ローンを担保にして資金調達するというニーズがまずないという、実態的なニーズの問題に加えて、若干法律、実

務的な問題がある。証書貸付債権は現在、印紙税を節約するために証貸債権一本で出されている。実際、アレンジャーが組成した後、多くの投資家、金融機関が持つ訳であるが、一枚しか証書が存在しないということである。この証貸債権の質権の設定ということについて、民法上これは要物性、物が必要だということを求めているので、そこを実務上どうクリアするのかというのが、マーケットにおいて実は問題であり、そういうこともあって現時点ではこれは市中では担保に使われていなくて、日本銀行にも担保に差入れられていないということである。従って、結論的には、証貸債権としては適格であるが、現在のところ、マーケットでは若干実務上の問題があり、担保としては使われていないというのが現状である。

福井議長

ちょっと技術的な問題も含まれてくるので、担保の受入れについて実務的な問題点と今後の取扱い、取組みの方向性につき、明日またもう少し説明して欲しい。他にあるか。

須田委員

先程、ロンバート貸出の大半は実需でないと言われたが、実需の部分はどの程度か。要するに、市場の混乱の度合いと関わってくるので、まずそのことを教えて欲しい。

中曾金融市場局長

図表 1-1、金融調節の実績の推移で、いわゆる練習ではないものと私共が認識しているのは、9月8日の4千万円というもの。これはと聞いているが、これは金繰りの関係から実需であったと聞いている。

植田委員

先程の中期債のヘッジを一部短期の借入れとか金先とかで行っているということだが、完全にヘッジ——ヘッジというのも変だが——するには

売ってしまえば良い訳である。それをしないというのは、損を確定したくないということなのか、それともある種イールド・カーブのプレーをしていくと言うか、インプライド・フォワード・レートとヘッジをしていない部分との自分の予想、将来の利子率の差のスペキュレーションをしているというような見方のどちらなのか。

中曾金融市場局長

恐らく、一番直截に言えば前者、つまり中間期末が近いので、これ以上損を拡大したくないという配慮から、売却するよりはヘッジを取り敢えずしておきたいということで、各種ヘッジ手段を使ってヘッジをしたのだと思う。それがスワップであったり、先物であったり、一部は日本銀行からの借入れであったのである。ところが結局、ヘッジをしても先程申し上げたようにヘッジファンドなどのオペレーションを通じて現物が売られているので、最終的には現物債へまた跳ね返っているという点はあるのである。そういう現象も留意しておく必要がある。

須田委員

今回の混乱において、今見てきたように中間期末を控えているからか、あるいは業務改善命令を避けるため、どうしても収益を上げなくてはならないということか、そういったファクターというのはどの程度ウエイトがあると考えているのか。

中曾金融市場局長

ある程度はあると言われている側面もある。そうした要因が指摘されているのは間違いない。やはり3割ルールなどを意識して取り敢えずあまりロスを実現させたくはないという点がある。

白川理事

業務改善命令が一つの要因となっているとマーケットで言われてはい

る。けれど詰めて考えていくと何となくやや腑に落ちないところがある。金融機関の保有する国債の大半は「その他有価証券」に区分されるが、含み損の方は取り敢えずこれは計上されない。期末を意識した場合3割ルールがあり、これは業務純益若しくは当期利益が対象である。しかしインカムでまず引かかる部分というのは国債で言うと、減損処理をしないといけない部分であるが、それだけ大きな損が出ると考えると、そこまではまだ考えていないのだろうなという気がする。一方、株式については、これは今、益が立っている訳である。最終的に「その他有価証券」として国債と株式に合算するので、そこで本当に3割ルールにヒットするようなことになるかなという、どうもそこはちょっとやや考えにくいかという気もする。もう一つ噂で言われているのは、これは勿論事実かどうかは分からないが、リスク管理上、ポジションテイクに対して慎重にやるようにという指導があるとか、ないとか、そういうルーマーは勿論ある。これはルーマーだから確認のしようがないが、そういう意味で、より直截なものが、もしルーマーが事実であればそれは勿論若干は影響しているのだろうと思う。それは売りの方とそれから押し目が入りにくいということで、もしルーマーが真実であればなにがしかそれは影響しているのだと、ただちょっとなかなかこの辺が確かめようがない。

中曾金融市場局長

少なくとも後付け的なところもあって、例えば前回の会合の頃に市場で言われていたのは、業純を積み上げていくにはディーリング益しかないの、むしろ債券相場はそれで後押しされるのではないかというような見方もあった訳であり、割と市場の地合いでクラクラ後付けの見方も変わってくるという面があるのではないだろうか。

福間委員

先程の植田委員の質問に関連するが、スワップのペイとか、債先のショートとか、あるいは金先のショートとかは、量的緩和が続けば時間の

経過とともにキャリー・ロスが発生するはずである。要するに、市場においてまだ時間軸効果に対する疑念が起きているからショート・キャリーしている訳である。また、ショートすることによってコストはかかるが、期末だから取り敢えず見せかけのポジション圧縮を行うために、一番コストの安いところでヘッジしたりもする。そうすると金先が荒れたり、債先が荒れたり、あるいは中期金利も上げたりするのだろうと思う。要するに、マーケットは、時間軸効果に半信半疑になっていることと、たまたま中間期末でリスクテイク能力がないこと——上から恐らくポジションを広げるなど言われているはず——、この二つがダブルで効いている。そういう意味では、明日の議論にあるいは出るかもしれないが、時間軸効果というものに対して、相当我々の決意がテストされている部分もあると思う。その辺りについては、どう考えているか。

白川理事

今、福間委員が整理されたことは、そういうところは大きいにあると思う。まず、金先のヘッジもこれは先程委員が言われたが、これは本当のところ別に本当のヘッジではない訳である。取り敢えず見かけ上ということだと思う。

福間委員

然り。

白川理事

いずれにせよ、私自身がまだ完全にパズルがよく解けないと思っているのは、大方のエコノミストが持っている経済観、物価観からしてレートが少し上がった時に本来であれば押し目がここへ入ってくる訳であるが、それがなぜ入ってこないのだろうかという点である。結局これは多少ファンダメンタルズの要因から説明するアプローチとマーケットの中のなにがしか理屈を説明する両方の可能性があると思うのだが、マーケットを見る

立場としては、常に二つの可能性を意識する必要がある。ファンダメンタルズだけで説明するのも適当ではないし、マーケットの動きだけで説明するのも適当でない。取り敢えず今の段階ではまだ完全には解けていないのではないかという気がする。今、福間委員が言われた、そういう意味で、ヘッジの話は私はそういうふうに思っているが。

中原委員

リスク量が目一杯になっている、期末に掛けて動きが取れない、というのは、それは恐らくバリュエーション・アット・リスクをネットで見た結果であろう。

福間委員

表面的には取ったけれど。

白川理事

ただ、そうなのだが、もしレートが変なレートであれば必ず押し目が入ってくる訳であり、その押し目が入ってこない。多分今、中原委員が言われた要因が勝っているのだろうとは思いますが、ただそのうえでなぜ押し目が入ってこないとかということも考えてみたい。

福間委員

先程言ったように、ボラティリティが高いということだろう。だから、どこでヘッジ、押し目を入れて良いのか。押し目だと思ったら損をってしまったとか。

白川理事

然り。そのとおりだと思う。

中原委員

それと金融市場局長の説明であった、ヘッジファンドのアセット・スワップのポジション解消に伴う現物債の売却であるが、スワップは具体的にどういう形のものなのか。

中曽金融市場局長

これは極めて単純に外国金融機関が国債のイールドとスワップレートが逆転していることを逆手に取ったものである。

中原委員

アセット・スワップでペイしているのか。

中曽金融市場局長

10年債等はスワップ・スプレッドがマイナスになっているので、それを逆手に取っていた。

福間委員

大分こうなったな。ほとんど。

中曽金融市場局長

然り。

白川理事

正常化した。

中原委員

グラフが入っていないが。

白川理事

詳しい方の資料には確かあると思う。

中曾金融市場局長

10年債のスワップレートはマイナスだったものが大分縮んできて、あるいは若干、日によってはプラスになってきている。そうするともうこれは旨味がなくなるので、外国金融機関がポジションを解消しようと。そうすると現物債を売ることになる。

福間委員

元に戻ってしまった。

白川理事

元に戻った。

中原委員

では、ボンド売りの株買いというポジション造成というのとは、これはまた別だな。

中曾金融市場局長

然り。マクロ系のファンドがやっていると言われている債券売り、株買いというのは主として先物の世界だと思う。であるから、アセット・スワップの主体とは異なるというふうに理解している。

福井議長

先程の長めの資金は手形買入で、短い方は国債の現先オペで供給しているという話について、その使い分けの理由如何。国債の現先オペについて期間の長いものはできない制約があるのか。

中曾金融市場局長

国債の買現の方については、現在、最長期のところは6か月ということで基本要領に定められている。手形の方については今年の10月の金融政策決定会合において、長めの資金ニーズにマッチできるように、それを通じて金融調節の円滑化を図る観点から、手形買入基本要領を改正して、その時に6か月から1年以内に延長された経緯があるが、国債買現先オペについては、そのまま6か月以内ということになっている状況である。

福井議長

この点についても、国債現先オペの現状、問題点について明日もう一度詳しく説明して欲しい。他になければ次に移る。それでは、海外経済情勢について堀井国際局長お願いします。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

本日配付した手許資料3（参考計表）（追加分）を参照願いたい。図表1、米国の主要経済指標はいつものとおりシャドーがかかっている欄が、前回決定会合以降明らかとなったアメリカの経済に関する経済指標である。この1か月の間に出た経済指標は、アメリカ経済に関して回復力が強まっていることを示すものが多い。まず、実質GDP。少し古い話になるが第2四半期の実質GDP成長率は上方改定されて3.1%と、比較的しっかりと成長となった。個人消費が堅調を続ける中で、防衛関連の財政支出が拡大したのが目立つところである。企業の設備投資についてもIT関連に動意が見られるし、またエネルギー関連の生産設備も増加した。その後の第3四半期の主な需要項目に関してその下で見ると、まず、2. 実質可処分所得は、今回の減税の影響から7月1.3%増加した。これを受けて実質個人消費も0.6%増加した。さらに8月に入ってから6. 自動車販売はかなり増加している。それからここには載せていないが、チェーンストアの販売も堅調を持続している。また、8. 住宅着工だが、7月さらに増加

し、既往ピークを再び更新している。これには長期金利の反転上昇に伴う駆け込みも含まれているとみられる。次に企業投資に関して9. 非国防資本財受注だが、5月、6月と2か月連続して増加した。その後7月も横這いとなった。IT関連が回復をリードしている。供給サイドの数字である、11. ISMの製造業8月は54.7と2か月連続で50を上回っている。中身を見ても雇用態度は弱いのだが、受注や生産といった個別指標はかなり高い水準になっている。それから非製造業、そもそも過去6年のデータしかないが、その中で最も高い水準を2か月連続で記録している。12. 鉱工業生産を見ても7月は0.5%増加した。次に14. 失業率、8月は6.1%と幾分低下したが、15. 非農業部門雇用者数は8月-9万人、民間部門だけでは-7万人とかなりのペースの減少が続いている。つまり、総需要の増加は18. 非農業部門労働生産性にあるように労働生産性の高い伸びによって賄われており、この流れは第3四半期も続いていると考えられる。最後に物価面だが、7月まではあまり大きな変化はない。17. CPIは全体が前年比2.1%、コアで1.5%である。ただし、8月に入ってガソリンの値段がかなり上がっている。パイプラインの事故、それから8月14日の例の北東部の大停電等からガソリン価格が上がっている。さて、次に図表2、米国の生産・在庫・在庫率で、(1) 製造業の生産・在庫ストックを見てみると、生産が細い線であるが、最近、右端のところか幾分持ち上がる中で在庫が依然減少していることが分かる。(2) で在庫率を見ても製造業、それから卸売ともに低下している。つまり、需要の拡大に対して企業は、まずは在庫を取り崩して対応しているという姿が見て取れる訳である。この点を踏まえると、今後、減税の影響などから需要がよりはっきりと拡大した暁には、企業は前向きの在庫復元に向かうと考えられ、生産のテンポは上がってくる可能性が高い。その時点でも、企業が雇用拡大に踏み切るかどうかについては不透明感が残るが、目先の景気展開という観点からは、在庫復元で生産がいつ加速するかが注目される場所である。また、生産復元というのは、当然のことではあるが、アメリカの輸入にも作用する。つまり、日本などからの輸入も加速する可能性がある。そうした最近の実

体経済の動きを踏まえて図表 3、米国の金融指標を見ると、長期金利は 6 月中旬から 8 月中旬までにかなり上昇したが、それ以後は 10 年物長期国債利回りで見ると 4.5% 前後——最近のところは 4.5% 弱だが——で振れている。これに対して株価は、6 月中旬から 8 月中旬に掛けては、むしろ横這いで動いていたが、その後、長期金利が横這う中で上昇してきた訳である。この間、図表には載せていないが社債の国債スプレッドは縮小を続けており、信用リスクに対する市場の許容度が高まっていることを示している。ただし、ここ 2 日に限っては、テロの再燃懸念が高まっており、フライト・トゥ・クオリティの動きから国債が買われ、株と投機的格付けの社債は売られるといった、それまでの逆の動きが出ている。今述べた点を総合して見ると、長期債は 6 月半ば以降、それまでの行き過ぎた金融緩和予想が後退するに連れて、モーゲージ債絡みのヘッジ売りを巻き込んで急速に売られて、一時、行き過ぎの様相も呈した訳だが、その後、マクロ、ミクロの両面からの強めの経済指標が明らかになるに連れて長期金利の水準を確認すると言うか、それまでの水準からの戻り低下を牽制する動きとなった。こうした長期金利の上昇に伴って、先程述べたように、住宅投資には駆け込みの動きが見られている一方で、住宅ローンの借り換えの申し込みは既にかなり減少している。なお、(3) F F 先物金利にある F F のフューチャーズから金融政策に関する市場の予想を窺うと、流石に目先の利上げ観測は全くないが、来年春については F e d 幹部の度重なる金融緩和の長期継続を匂わすような発言にもかかわらず、利上げの可能性が幾分織り込まれている。図表 4、ユーロエリアの主要経済指標を見ると、1. 実質 GDP は、第 2 四半期年率 -0.3% となった。地域別には、ドイツ、フランス、イタリア、ベネルクスが軒並みマイナスであり、とりわけドイツは 3 四半期連続のマイナスとなった。主要項目別には、ここには載せていないが、外需と固定資本形成が引き続きマイナスとなる中で、個人消費の伸びが低下したのが効いた訳である。その下に連なる計数でも明るい指標は少ない訳だが、ここに載せていない個別国の計数で、例えば、ドイツに関する I F O の景況判断は幾分上昇している。この間、物価面はあまり

変化がない。それから図表5、欧州株価・金利、ヨーロッパの金融指標である。株価、長期金利とも、ほぼアメリカと同じ動きをしている。(3) ユーロ先物金利、先物には7月頃までであった金融の一段緩和といったような観測は消えている。最後に図表6-1、6-2、東アジア諸国・地域の主要経済指標でアジアに関して見てみると、第2四半期はSARS感染国では直接的な影響からマイナス成長となった。韓国はSARSではなくて内需の自律的減退である。その後については、輸出のところでは台湾などでIT関連中心に回復をしているし、(3)生産では外需リードの国のみならず、中国、それからタイといったところでは内需も加わって回復しつつある様子が見て取れる。この間、図表にはないがエマージング市場では、ここ数か月、投資家のリスク・アペタイトの回復に連れて株価も回復してきた。ただ、一昨日シンガポールで判明したSARSの再発によってシンガポール、台湾、香港などの株価が2日連続で下落している。先程述べたテロの再発懸念といったものと、SARSの再燃懸念という経済外的なリスクがこの2日間幾らか高まっている点が気掛かりではあるが、これらが一時的に止まる限り、アメリカ経済を軸とする世界の景気回復といったシナリオの蓋然性は一頃に比べかなり高まっているとみられる。以上である。

福井議長

質問等があればどうぞ。

須田委員

在庫の動きなのだが、今、「よりはっきりと回復すると前向きの在庫が」という話があった。日本についても同様に思うが、今のような状況で経済が良くなったらどの程度在庫が積み増されるのか、そのスピードというのは、これまでと同じように考えて良いのだろうかということに関してはどう考えているか。

堀井国際局長

それは、需要の伸びに対する確信に恐らく関するものだとは思いますが、結果的に見ると在庫循環というのは色々な局面固有だと言われながら、やはり景気が立ち上がってくる時は後押しをしてきた経緯があるので、今回が短期的な回復を後押しする力が他と違うという根拠も乏しいのかなと思う。金利水準自体もアメリカでも低い訳であるし、一応、標準的な力で考えて良いのかなというのが私共の見方である。

須田委員

あともう一点だが、別にアメリカだけではなくて、アジアで内需が強いということだが、他のラテンアメリカとか、あるいは中東欧とかあの辺の内需が少し良いのではないかと聞いている。その辺りはどうか。

堀井国際局長

ラ米も同様に経済調整が経済危機の後、それなりに進んできている。ブラジルは典型的ではあるが、金利を下げられるような状況になってきたものだから、それに応じて内需も少し戻ってきているということかと思う。アジアもある意味では金利をずっと下げてきて、それが個人消費、とりわけ家計の借金を後押しするという形で内需拡大に繋がってきたという大きなメカニズムは同じかと思う。

福井議長

宜しいか。では、国内経済情勢についてお願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

資料4とその追加図表、厚い方と薄い方を出して頂いて、恐縮だが行ったり来たりするが、両方使いながらご説明していきたいと思う。まず最初に薄い方の追加図表、図表1で皆さんご承知のとおり、昨日第2四半期の

GDP統計の二次速報が出た。その結果、前期比は一時速報の0.6%から1.0%、年率3.9%へと上方修正されている。内容的には色々変わっているが、やはり一番大きく変わっているのは設備投資のところ、これは法人季報において第2四半期の設備投資が強かったことが反映されている。ただ、実は今回第2四半期が変わっただけではなくて、季節調整替えもあって、前の方までずっと変わっている。上の方の絵をご覧頂くとお分かりのとおり、これまでは去年の真ん中辺り、第2四半期辺りが非常に高かった後、かなり減速してその後2四半期ちょっとピックアップするという姿だったのだが、実はこの新しい統計によると、去年の第2四半期辺りから1年強に亘って、年率平均3%強位の成長が続いているという姿になってしまった。この結果、仮に7~9月以降、横這いで推移したとしても、今年度の成長率は1.9%ということで、ボードメンバーの4月の展望レポートの数字が1%、当時あれは民間予想より相当高かったのだが、それよりも相当高い数字に今なっているということである。事実関係で図表1-1、デフレーターの方について触れておくと、GDPデフレーター、第1四半期-3.5%という非常に大きなマイナスになった後、今回は-2.5%となりがしかマイナス幅は縮んでいる。その主要な原因は上の方にあるように、白いところ、すなわち外需デフレーターのマイナスが縮んだ。これは例えば原油価格の下落等によるものである、他にも理由はあるが、そういうことである。一方で、内需デフレーターについては、私共もう少しマイナス幅が縮むと思っていたのだが、結果的にはご覧のとおり、確かに-2.8%から-2.3%には縮んでいるが、思った程には縮まなかった。中身をご覧頂くと、前回申し上げた公務員の期末手当の関係による政府消費支出のマイナス、確かにこれはきれいに消えたが、設備投資デフレーターのマイナスはむしろマイナス幅を大きくしている。ここで二点程申し上げたいことがあって、この数字そのまま素直に見てしまうとやけに強い話になるが、一つは、この4~6月期の勢い、すなわち前期比1%についてどうかということだが、これについて幾つかの一時的特殊要因が重なっていて、少し実勢より強く出ていると思う。逆に言うと、生産指数は4~6月期マイナス

だった。恐らく後程申し上げるように、7~9月、生産はプラスになると思うが、逆にGDPの世界ではむしろ7~9月減速の可能性が高いと思っている。理由は幾つかあるが、まず第一に個人消費である。個人消費については皆さんご記憶のとおり、4~6月の販売統計は総じて弱かった訳である。そうした中であって、個人消費がプラスになっているのは6月のところの家計調査が非常に強かったということがかなり影響している。そうすると、7~9月に関しては元々冷夏のマイナスの影響があることに加えて、7月の家計調査が6月対比で実はかなり大きくマイナスになっているということもあって、恐らく常識的に考えれば減速するだろうということである。それから二番目は設備投資で、基本的には増加基調にあること自体文句ないと思うが、クォーター・バイ・クォーターの振れについては、若干法人季報の振れによって動いているという感じがある。法人季報は1~3月マイナスの後、4~6月プラスとなったということで、分からないが、例えば7~9月は恐らくそんなに高い伸びにならないだろうと想像される訳であって、基調としてはプラスではあるが恐らく前期比この4~6月の4.7%が続くということはある得ないと思う。さらに申し上げますと、輸入のところ、皆さんご承知のように、この4~6月の輸入の減少というのは、これはSARS等に伴う海外旅行の減少なので、これは7~9月に掛けてはむしろ増える方向に、従ってまたGDPを押し下げる方向になるので、そもそも4~6月の勢いみたいなものについて若干過大評価になっているということをまず申し上げたいと思う。二点目は、これは4~6月の勢いというより先程ちょっと申し上げたここ1年強で年率3%位で成長しているということだが、この点については、以前皆様にもメモをお回ししているし、例の経済点描という形でデフレーターの話を書かせて頂いた。ちょっと技術的なことを詳しくご説明する時間はないが、IT財みたいなものが入っている時には、特にIT財のウエイトが高いところについてはラスパイレス型のCGPIとかCPIが上方バイアスを持つ一方で、パーシェ型のGDPデフレーターは下方バイアスを持つ。特に基準値からの距離が離れていけば離れている程、その影響は大きいということである。実は私共が

一番疑っているのは設備投資デフレーターで、4～6月の前年比は何と-7%近い数字になっていた。これについてラフに試算してみたところ、恐らく実勢の下落は半分位であろう。実勢というのは、これは一応幾何平均を実勢と考えた時に半分位はバイアスではないかということである。これだけでGDPデフレーターを0.5～0.6%押し下げる。逆に言えば、実質GDPを0.5～0.6%押し上げる。消費等についても恐らくは程度は設備投資ほどではないが、同じようなことが起こっているので、これは4～6月だけの問題ということではなくて、ここまでの勢いの問題として実質GDPが過大に出ている感じではないかと思っている。この点、図表1-2をご覧頂くと良いかと思う。ここは実質GDPと例の全産業活動指数というのを比べて絵に描いているが、この乖離がこのところかなり大きいということである。特に、これはやや細かい話になるが、従来から乖離はしているが、従来の乖離はどちらかということと景気の下降局面で起こっている。景気の下降局面で起こるのは、一つはGDPには持家の帰属家賃というのが入っていてこれは落ちない。それから全産業活動指数が医療関係等をあまりしっかりと把握できていない。これも景気が落ちても減らない項目なので、そこで乖離が起こるのは良いのだが、例えば従来は上昇局面ではそんなに乖離が起こっていない。ところが、ご覧頂ければ明らかなおおり、今回の上昇局面は、GDPで見ると例えば96年とか2000年とほぼ同じ勢いで成長している。それに対して全産業活動指数で見ると、確かに良くなっていることは間違いのない訳だが、そんな勢いではないということがあって、この辺も先程申し上げているようなデフレーターのバイアスが影響しているという可能性を示唆していると思う。因みに、これは実は物価指数の問題もあって、元々95年から、GDP統計は95年基準なので8年経っているという問題と、それから2000年のところから私共CGPIの導入によってコンピュータの価格の作り方をまた変えたので、そこからコンピュータの価格の下落の勢いが増しているので、2000年からの3年分の乖離も上乘せする形でこういうバイアスを作り出していることである。ちょっと技術的な説明だが、このGDPによってあまりにも実勢を強く見

てしまうといけないと思って少し詳しくご説明させて頂いた。

厚い方に戻って、最初に図表6をご覧頂きたいと思う。まず輸出の動きだが、7月は前月比2.1%の増加、これが4~6月対比で見ると0.9%の増加である。増加ではあるが第1四半期、第2四半期のマイナスを踏まえると横這い圏内をまだ出していないということかと思っている。国別、財別に見ていくと、まず国別では、アメリカ向けがまだ少し弱いという感じである。これは下の方で見て頂くと、自動車関連のマイナスが影響している。米国は実は自動車の現地販売は良い。日本車の販売は特に良いと申し上げて良い位なのだが、これは現地の工場の立ち上がりは実は起こっている。そのことと、一部メーカーなのだが、現地在庫を溜め込んでいるメーカーがあって、ここは輸出抑制をかけていて、ちょっと現地販売とは雰囲気違って足許はまだマイナスになっているということである。他方で国別に見ると、東アジアのところは4~6月マイナスの後プラスに出てきた。中国は相変わらず強いし、4~6月マイナスになったNIEsについても7月はプラスになっている。この辺についてはSARSの終わった影響も勿論あるし、内容的に見ると下の方の情報関連、あるいは資本財・部品のアジア向けの輸出が好調であるということである。輸出の先行きについては、ただ今申し上げたように7月の数字がまだはっきりとプラスになったという感じではない。ただ、これは考えてみると当たり前で、SARSが終わったのが実は6月である。それからアメリカの個人消費が本格的に動き出したのは7月なので、7月時点の統計にまだ表われていないということ自体は驚くべきことではない。逆に言うと、現在の輸出環境、例えばSARSが終わって対中国での商談が活発化していること、アメリカの個人消費が非常に強いことを考えると、遠からず日本の輸出も増え始めるという蓋然性は高くなっていると思っている。それに加えて図表9、情報関連をご覧頂くと、このところ中段の世界半導体出荷も一頃と逆に見通しに対して若干上振れるような話になっているし、下の方にあるパソコンの販売とか米国の情報関連受注も強いといったことを考えると、遠からず輸出は増加するだろうと思っている。ただ、若干タイミングについては今一つ

はっきりしないところがあって、先程NIEsのIT輸出が増え始めたという話があったが、過去の経験だとして承知のとおりNIEsの輸出が増え始めて日本の輸出がちょっと遅れる。例えばアメリカの消費が良いという話をしているのだが、アメリカの消費財について車を除くと日本から直接供給しているのはそう多くない。日本メーカーが供給しているのは結構あるが、日本から直接供給しているのはそう多くはない。従って、日本の輸出というのは、恐らくアメリカの消費が増えた時には、例えば若干遅れてNIEsとかASEAN向けの部品の輸出が増加するとか、あるいはまた中国へ向けての素材の輸出が増加するという感じになるので、少しタイミングが遅れ、あるいはまた行き先がアジア向けという形で出てくるといったことがあり得ようかと思っている。一方輸入サイドだが、図表12、7月は-1.3%になったのだが、それでも4~6月対比でまだ+0.6%ということである。ずっと横這いと言っている割にはなかなか増え続けているのだが、前から申し上げているとおり、下の方でご覧頂くと、素原料は漸くマイナスになり始めた。これは原発の再稼働等によって漸く原油等の輸入が減り始めた訳だが、今月は実は食料品が増えている。これは8月から例の肉のセーフガードが発動されるので、その駆け込み輸入が起こっているということで、なかなか思ったよりも輸入は強めに走っている訳だが、ベースラインの輸入としては大体横這い圏内であり、いずれ輸出、生産が増え始めればこちらも増えていくという感じで見れば良いのではないかと思っている。

それから設備投資の方である。図表13、中段に法人季報の設備投資がある。先程ちょっと申し上げたように、これは毎クォーター・毎クォーター、ぎくしゃくぎくしゃく、マイナスプラスマイナスプラス、基調として均してみればプラスだが、クォーター・バイ・クォーターではそこそこ振れているということである。今期について申し上げると、図表14の絵をご覧頂きたいが、分かり易いのは一番左上の製造業・大企業。これは下げ止まりから少しずつ増加に転じつつある。短観の投資計画等と比べるとまだちょっと足が遅いなという感じはするが、方向感のはっきりしていると思

う。右隣の製造業の中堅中小企業、これも四半期の振れが相当激しいのだが、均してみれば増加に転じているのではないかと考えている。それから右下の非製造業の中堅中小企業。こちらは下げ止まりからはっきり上向いたか分からないが、横這いないし若干上向きという感じではないかなと思っている。ちょっとイタズラをしているのが左下の非製造業の大企業で、非製造業の大企業、短観とかご記憶だと思う。そんなに今年伸びるという計画にはなっていない。そうした中であって、この第2四半期に限って言うと、非常に高い伸びになっていて、これは元々振れの大きい対事業所サービスのところが大きく増加しているので、先程もちょっと申し上げたように、次に7~9月辺りはこの辺がそこそこ大きなマイナスになる可能性があると思っている訳である。それから、恐縮だがちょっと薄い方に移って頂いて図表13に機械受注の数字が出ている。機械受注は実は前回の8月の会合が早かったから、あれはまだ6月の数字が出ていなかった段階だったのでそれからの話を申し上げますと、ご承知のとおり、これ図表13の上の方、6月が増加し4~6月、これは当初の業界見通しは-10%というところでもない数字だったのが、これが+3.4%で着地した後、7月単月は-3.1%だったが、これで一応4~6月対比+0.5%と横這い圏内である。ということなので、機械受注は緩やかかつ着実に増加しているということだと思っている。図表16で絵をご覧頂くと、今、設備投資は正直言って基本的に設備投資が回復しているのは間違いないが、その回復の勢いがどの統計を見るかによって、相当違う。先程申し上げたように、GDP辺りはちょっとデフレータのバイアスが強く出過ぎているので、ある意味でノミナルの機械受注を見ていくのが一つの自然な形である。そういう意味でこれをご覧頂くとお分かりのとおり、はっきりと増加基調にある訳だが、元々機械受注というのは増える時には相当な勢いで増えるものだから、例えばこれで見ると96年とか99年、2000年の時と比べると、勢いは少し緩やかめである。こんなのが恐らく今の設備投資の実勢に近いのではないかと考えている。また厚い方に移って頂いて図表17をご覧下さい。法人季報で企業収益が出ているが、中段ちょっと下の方だが、ご覧のとおり売上高経常利

益率で見て緩やかな改善が続いているという感じである。見かけで言うと何となく去年の10~12月まで上がって横這いという感じもなくはないが、ここでも実は非製造業の大企業というのはかなりイタズラをしていて、去年の10~12月のところは凄く高くて、その後トントンと随分落ちている。見てみると、運輸・通信のところが随分落ちていて、これはひよっとするとイラク戦争とSARSの関係で空運辺りが相当大きく落ちているのではないかと思っている。そういった特殊要因であることを考えると全体として緩やかな改善という評価で良いのではないかと思っている。現にと言っては何だが、一番下にある上場企業の収益見通しに関しては、この時点では大和総研の数字しか出ていないが、昨日野村証券の数字も出て、元々2003年、2004年増益なのだが、2003年について言うと、製造業を中心に幾分ではあるが上方修正という動きになっている。

それから図表20、今度は個人消費である。正直言って個人消費は弱い動きになっている。確かに車のところは7月、8月と出たところで4~6月対比若干のプラスにはなっているが、元々4~6月が例のグリーン税制の反動で大きいマイナスだったので、それと比べると決して強い立ち上がりはないということである。それ以外はほぼ軒並みマイナスで、例えば家電については、実はパソコンとかは少し良くなっている。にもかかわらず、エアコンが前年比半減みたいなことになったので、かなり大きなマイナスになっている。それから百貨店、スーパー、コンビニエンスストア、これはいずれもマイナスである。比較的ファッション性の高い百貨店のマイナスは小さめだが、やはりスーパーであるとか、あるいは衣料品というよりはどちらかというアイスクリームとかそういう類が多いのだが、コンビニ辺りの落ち込みが結構大きいということになっている。さらにそれに加えて、一番上の消費水準指数をご覧頂くと、月次のところで見ると、6月が前月比5.1%増加になった後、7月が-5.5%ということ、これは一応7月の4~6月対比-2.9%ということである。この辺が先程ちょっと申し上げた消費の波を作りそうなファクターである。以上申し上げたように、やはり冷夏の影響があって販売統計を見る限り個人消費は弱いという感

じだが、では従来の基調が大きく変わったのかというと、必ずしもそうではないと思っている。恐縮だが図表 24、消費者コンフィデンスをご覧頂くと総じて改善の方向である。特に一番下にある月次の消費動向調査の数字をご覧頂くと、足許のところはかなり顕著な改善になっている。この他、ここにはお示ししていないが、例の景気のウォッチャー調査をご覧頂いても、7月、8月冷夏にもかかわらず家計関連のところまで改善しているということなので、確かに冷夏の影響がこれは勿論あると思うが、これによって消費の基調が大きく変わっているということではないのではないかとと思っている。図表 25、住宅のところ一言。先月確か6月の住宅が住宅ローン減税の関係、およびシックハウス対策の関係で一時的に増えたと申し上げたが、7月は予想どおり反動減になって、115万戸台ということである。一方で、例の新聞報道で住宅公庫の第二回の申込みはかなり良かったという数字があった。ご覧のとおり第二回は久し振りに、個人住宅ベースで1万戸台ということで、かなり増えた。それなりの駆け込みが出ているということだと思う。ただ、図表 26 の中段をご覧頂きたいが、実はもう住宅公庫の、要するに住宅市場、マーケットに占めるウエイトというのがかつてと比べると相当小さくなってしまっている。従って、このレベルで増えても、全体に与える影響はそれ程大きくない。民間の方は、どちらかという短期連動と言うか、比較的短期間固定のものを中心に行っているため、その辺のレートはあまり上がっていない。従って、若干の影響はあるかと思うが、住宅投資の駆け込み需要によって大きく増えるということはないと思っている。

今度は生産関係、図表 27 である。生産はご覧のとおり、7月0.5%増加した訳だが、実は7月単月はあまり良い形ではなかった。ご覧のとおり生産は確かに増えているが、出荷が減っている。在庫も増えているという感じで、実はここにも冷夏の影響が落ちている。エアコンとかも販売が悪くてその在庫が溜まったりして、他にもあるが、そのような影響もあって、実は生産は増えているが決して7月の数字がそう良い形だった訳ではない。ただ、ではそれで在庫が積み上がって調整かと言うと、そこまで心配する

ことはなくて、元々在庫水準は相当低い状態にあるし、先程申し上げたように遠からず輸出が増え始めれば、恐らくこれ位の在庫は吸収して生産も増加に転じていくだろうと思っている。ただ、生産の増加の勢いについてだが、今のところ予測指数で計算するとここにあるように、7~9月2.5%の増加ということだが、現時点では我々はそのまではいかないだろうと思っている。図表28の一番下にあるように、まだ生産の実現率が下方修正される傾向は続いている。企業にヒアリングしてみた感じは、7~9月の生産の増加というのは1%いくかいかないか位ではないかと言っている。因みに10~12月は全く腰だめだが微増程度というのが今のところの企業の言い振りである。正直なところ現在の海外環境を考えると、企業の言い振りはかなり慎重だなという印象を私共は持っているが、理由は幾つかあって、一つは先程ちょっと申し上げたように、いわゆる輸出が増えるタイミングというのはもうちょっと先かもしれないというのが一つある。それからもう一つが、ちょうどたまたま先程国際局長からアメリカの在庫の紹介があった。やはり確かに足許の販売は良いのだが、企業行動が非常に慎重である。やはりリードタイムを極端に短くしている感じがある。その結果、販売が良い割には、例えばクリスマス商戦に向けてのオーダーがどれだけ入っているかと企業に聞いてみると、まだ実はそんなに入っていないという答えになっている。恐らく期待としては、良くなるのだろうなという期待はあるが、これは企業の生産計画の担当のところは、日本サイドもまた慎重なので、実際にオーダーが入ってこないと生産計画に載せないという感じがある。ちょっと雰囲気として良くなっているのだろうなという雰囲気と、こういった企業が今幾ら生産する計画をしているかというのは少し乖離している、そんなことが起こっているのではないかと現時点では推測している。

それからさらに進んで図表31、雇用関係である。まず労働需給関係については、基本的には大きな変化がないと申し上げておけば良いと思う。有効求人倍率は横這いしないし極く緩やかな改善である。新規求人も、まあ一頃は頭打ちと言っていたが、また少し増えてきたので基調としては緩や

かな増加だろう。失業率については横這いということである。そうした中
にあって最近、少し特徴的だと思っているのは雇用者数のところで、中段
の労働力調査の雇用者数をご覧頂くと、このところ前年比で若干振れては
いるがプラスになっている。前期比、前月比のところをご覧頂いても大体
プラスになっている。そういう意味では、要するに非正規雇用を幅広く含
んでいる労働力調査で見た雇用者数に関しては下げ止まっていると申し
上げて良いのではないかとと思っている。その一方で、直ぐ下にある毎月勤
労統計の常用労働者数で見ると、前年比でずっと-0.6%が続いている。
そういう意味ではコアの雇用については引き続き企業は慎重であるとい
う状態が続いているということかと思っている。あと、賃金だが、ご覧の
とおりこのところ所定内給与がゼロないし微減位でずっと推移している
ということで、そうした中において、夏のボーナスが単月では相当振れて
いて6月が+5.9%の後、7月-6.2%と相当暴れている。ただ、これを均
してみると、図表 35 にある6、7月合計で1%のプラスである。これでは
ほぼ9割いっているのだから、まだ残り1割弱が8月に残っているのだから、まだ場
合によってはこれはプラスになるかマイナスになるか確定していないが、
下げ止まりという位は申し上げて良いのではないかとと思っている。この結
果、1つ前の図表に戻って、図表 34、雇用者所得を例えば中段の前年比の
絵で見て頂くと、これは普通の1~3、4~6ではなくて、ボーナスが割れ
ないように変則四半期で表現しているのだが、それで見ると、一頃かなり
大きなマイナスであった雇用者所得が大体最近ほぼ下げ止まりに近付い
ていると申し上げて良いかと思う。

最後に物価関係である。薄い方の図表 38 をご覧頂きたいと思う。昨日
CGPI が出ている。まず輸入物価について申し上げますと、中段の3か月
前比で見ると、7月までマイナスの後8月はプラスになった。これは非常
に分かり易い話で、このところギクシャクギクシャクしているが、これは
基本的には原油価格の動きである。春まで原油価格が上がって、その後反
落し、また足許少し上がっているのだから、それに合わせて上がったたり下
がったり上がったたり下がったりしているだけである。次の図表 40、国内企業

物価だが、8月のところで3か月前比でゼロになっている。ここも確かにご覧のように最近下の絵でご覧頂ければ分かるのだが、その暴れの大きな部分が原油価格、この絵でご覧頂けるように、点々の為替・海外市況連動型と書いてある部分であることはお分かりのとおり、春先までこれが上がってその後これが落ちて、足許またこのマイナスが消えているということなのだが、実はそれ以外にも少し強めな感じが幾つかのところに出てくる。一つは、素材関係の中で特に鉄鋼・建材関連のところ、これはスクラップ中心ではあるが、春まで上がった後、ほとんど崩れずにいってまた少し最近上がっているという感じである。それから、もう一つは、白いところはたばこなので特殊要因だが、最近の特徴は、このグレーの機械類の下落幅が小さくなっているということである。これは、恐らく幾つかのファクターが効いていると思う。一つは、何と言っても生産の時に時々ご紹介していた、最近の一部の部品がないために、例えばデジカメができない、そういう状態なので、当然だがもう値段は下がりにくいということが起こっているだろうと思っている。それから、先程GDPデフレーターの話をしたのであまり下方バイアスの話だけをするのは良くないので、逆に上方バイアスの話をしておくと、例えば電気機械について申し上げますと、確か今の統計で前年比-6%位なのだが、これは連鎖で見ると-8%位になっているので、若干上方バイアスが発生しているということがここにあると思う。最後にこの辺は判断の難しいところだが、それに加えてやはり特にこれは電機なのだが、前は例えばITブームの時もそうなのだが、需要が拡大しても値段がガンガン下がるという傾向が非常にあったのだが、やはりここ2年位、日本の電機メーカーはある種コモデティ化した商品についてはもう自分ではやらない、カスタム品だけやるというような、ある種自分の価格支配力の持てる商品だけやるという感じが出ているので、そういう意味で少し下がりにくいのかなという印象も持っている。何分、このCGPIという統計は、言ってみれば原油価格と為替が横這いだと、どちらかと言うと下がり易い傾向があるのだが、それは基本的に機械が下がっている訳である。足許、こういうふうに機械があまり下がらない状態になってくると、当面

原油価格も下がっている訳ではないので横這い圏内で推移する可能性が高いのではないかと考えている。最後に、厚い方に戻って図表 43、消費者物価である。もう皆さんご承知のとおりで、4月から消費者物価が-0.4%できた後、7月は-0.2%と0.2%ポイントマイナス幅が縮んだということである。さしたる要因がある訳ではない。細かい要因が積み重なった。例えば、たばこ、それから電力が今年は1~3月の燃料費の値上がりに伴う値上げ、去年逆に電力料金に引き下げがあってその裏が出ている。こういった要因が重なった形でこういう、あと航空料金とかでこういう姿になっている訳である。目先、あまり大きな特殊要因は見込まれていないので、当面この限界で推移するのではないかと考えているが、前からちょっと申し上げているように、冷夏の関係で場合によっては米の値段が上がる可能性がある。そうすると、現状既に-0.2%なので、米の値上がりの程度等によっては、-0.1%とか場合によってはゼロ位の数字がこの秋位に出てくる可能性がないとは言い切れない。計数の説明は以上である。

最後に一言だけ総括しておく、過去2か月位に亘って展望レポートどおりと言うか、景気回復シナリオが実現する蓋然性が高まってきたと申し上げた。先月は、蓋然性は高まったが、それをはっきりと示すハードエビデンスがないと申し上げた訳である。ご記憶だろうか、確か総裁が、どういうハードエビデンスが欲しいのか、と言われた時まず申し上げたのは、アメリカについて回復すると皆言っているが、減税されて本当に皆使っているかどうかが見たい、と申し上げた。これはもう既にお分かりのとおり答えはイエスである。そういう意味では、そこは間違いはない。もう一つ確か私は、その結果として日本の輸出、生産が本当に動き出すかどうか確認したいと申し上げた。現在の統計を見る限り、これはまだ、ノット イエツトだと思う。合わせて確か、ただ生産統計とか貿易統計だと若干遅れるので、企業ヒアリング等でカバーしたいと申し上げたと思う。ここもちょっとまだ先程申し上げたように今一つという感じである。そういう意味では、何となく相当近いという感じはしているが、断定的にこれで上向きが確認できたというのは、まだちょっと早いと考えている。合わせて内需につい

て申し上げますと、機械受注をはじめ設備投資関係がこれは思ったよりもしっかりしているということは確認されたと思っている。他方で、一時的ファクターとはいえ、消費関連は冷夏でちょっと悪影響を受けているということだろうと思っている。そういう意味では、なかなか恐らく、我々は7月の統計しか見ていないが故に、その変化が確認できていないという部分がなにがしかあるのではないかとと思っている。そういう意味では、ある意味で、勿論今後の8月の生産・貿易統計も大事だし、企業ヒアリングも大事だと思っているが、当面やはり短観かなと思っている。短観の非常に良いのは、ある種リアルタイム統計に近くて、9月中旬時点の情報が10月の頭に分かるので、これを見ることによってある種こういう転換点の時に2か月遅れの統計だとちょっとまどろっこしいのだが、そういうことが確認できれば良いなと思っている。私の報告は以上である。

福井議長

何かあればどうぞ。

田谷委員

今おっしゃったことと第2四半期のGDP統計をどういうふうに関連付けるか。確かにデフレータの問題で、全体的に輸出の数字が相当過大評価されているとしても、つまりパターンと言うか、それを少しずつ下げたところでそれなりの成長をしているという、これをどういうふうに見るのか。

早川調査統計局長

それは、まず第一に、先程ちょっと申し上げたように、二つあってと申し上げたのは、デフレータ云々というのは、やはり基本的に4~6月の話ではなくて、ここ1年間、例えば3%成長しているというのは割り引いて見た方が良さだろうということである。物凄くラブに言うと、例えばデフレータの場合はトータルで幾つ位あるか分からない。1%弱位あるかなと

例えば思っている。設備投資だけで0.5%、0.6%位あるから。仮に物凄くラフに言って、1%にしてしまおう。そうすると、今4~6月の前年比というのが名目のGDPが+0.5%である。これは今の状態はどうなっているかというと、リアルが3%のプラスのデフレーターが-2.5%で+0.5%という形なのだが、仮に1%バイアスがあるとすると、リアルが2%でデフレーターが-1.5%で0.5%。後者位の方が何となくもっともらしいかなということである。一方、4~6月の話について言うと、やはり先程ちょっと申し上げたように、消費についても設備にしても輸入にしても、それぞれかなり特殊要因が重なっていて押し上げられていると思っている。逆に言えば、先程来申し上げているように、7~9月はひょっとするとGDPの世界では結構弱い数字が出る可能性があると思っている。

岩田副総裁

弱い数字というのはマイナスにもなり得るのか。

早川調査統計局長

そこは微妙なところで、個人消費の、まだ家計調査が7月しか出ていないので、何とも言えないが、7月みたいな調子の数字だとするとそれはないとは言い切れない。先程ご覧頂いたように-2.5%という数字が出ているし、それから先程紹介しなかったが、実は消費はまだ7月の数字しかないから分からないが、図表23の下に消費財総供給という数字がある。もの凄くラフに言うと、今のGDPの作り方というのは、この消費財総供給と例の家計調査を半々にカウントしたものと考えればよいと思う。そういう意味では、私達が普段見ている販売統計は弱かったのだが、実は4~6月のところは、消費財総供給はまあまあだった。それと6月の家計調査が重なる形でプラスに出たということがある。これをご覧頂くと、7月は消費財総供給もかなり落ちた。これは勿論冷夏の影響もあってだが、それプラス先程のような家計調査なので、ある種、まだ分からない、これは7月だけなので、8月、9月、ガンガンと戻れば勿論全く話は別になる訳だが、

普通に考えると、7~9月の個人消費はあまり良い数字は期待できない。先程申し上げたように、法人季報も波を打つことを考えると、マイナスになるというところは断言する根性はないが、むしろある種GDPで見ると我々の景況感、景気を感じ、例えば4~6月の頃はそんなに強いと皆思っていたのではないかと思う。今になると強かったような気がするかもしれないが、皆さん遡って、決して強かったとは思っていなかったと思う。そういうのと、いやGDPの数字はちょっとクォーター・バイ・クォーターではやや違和感の出る形になるのではないかなと今思っているということである。

須田委員

今のGDPの話で、今日フィナンシャル・タイムズのトップに「日本の成長率がアメリカを超えた」、というような記事があった。消費者物価の方もゼロに近付き、かつこうやってGDPの数字が踊ってしまうと、時間軸への影響もあるので、実感と数字との関係について、外に対して説明が非常に難しいと思っている。早川調査統計局長の場合だったら、こういう状況をどういうふうに説明されるかなと。

早川調査統計局長

正直言ってこれは非常に難しいと思う。要するに、ある種変なことが起こっている。ある種GDPの世界は先程申し上げた、いや決して弱い訳ではない、先程も申し上げたように、私のイメージは例えば+0.5%、ノミナルがそんなにおかしくないと思うから、1%位歪めたって、2%プラスと-1.5%のデフレーターだから、まあまあだと思う。ただ、いずれにしても3%というのはあまりではないかという感じがある。他方で、物価が確かにマイナス幅は縮んでいるが、これは勿論、需給面が悪化していないが故に落ちてこないという面があるのは、それはそうだと思うが、マイナス幅の縮小に関して言えば、それはやはり医療費だったりたばこだったり電力料金だったり、今後下手をすると米だったりする可能性があって、ある種GD

PはGDPで決して悪くはないが、通常やや過大評価して表わしている。CPIはCPIでこれは確かにデフレがどんどんひどくなっている訳ではないというのも間違いない事実なのだが、他方で幾つかの特殊要因があつて少し上がってくる。見掛けからすると何かもつともらしい、両方信じてしまうと、ほらデフレ脱却だという感じになっていて、ここはやはりちょっとテクニカルな面とかあるいはその特殊要因とかも含めて、やはり丁寧に説明していく以外にないと思う。すみません、あまり一言でこう言うとうまくいってしまうというのではなくて、丁寧に説明していく以外にないと思っている。

岩田副総裁

最後の点だが、今のアウトプット・ギャップはどの位あると見ているか。GDPが変わってしまったのでまたちょっと変わっていると思うが。

早川調査統計局長

直近の数字はまだ計算していないが、すみません、またテクニカルな話になってしまふが、こういうふうに関、GDPデフレーターについてこういうことが起こっていることを考えると、例えば、デフレギャップを計算する時に潜在GDPというのを普段考えている訳だが、逆にこれも考え直さないといけない。要するに潜在GDPもあくまで95年基準の潜在GDPというものであつて、足許デフレーターのバイアスが拡大するのであれば、その分だけ少なくとも見掛けの潜在成長率が上がっていると考へて、それとの対比でGDPを見なければいけないということ、例えばやらないといけない。他にまだ一杯ある。ストック循環だの何だの、全部色々な調整が必要になってくるが、この辺はまた非常に技術的になるので、また時間を頂いて説明をしたいと思うが、例えば今の感じであると、潜在GDPは、1%半ばよりもうちょっと高い位の潜在GDPを念頭に置いて物を見ていかないといけなくなってくるということだと思ふ。

岩田副総裁

この新しい数値が出る前でGDPのギャップというのは幾ら位だと考えられたか。

早川調査統計局長

これも色々な定義によるが、比較的小さかったと思っている。

岩田副総裁

どの位か。1%ちょっと位か。

早川調査統計局長

それは1%、2%でいうオーダーだと思うが、私共一杯一杯ギャップを持っているので、どれが一番良いかという…。

岩田副総裁

私は1%強位かなと思っていたのだが、今度数字が変わったので、どう変わったのかは分からない。

早川調査統計局長

計算し直さなければならない。今の計算の仕方だとかこういう形でGDPが上がると、それはTFPが伸びた、潜在GDPが伸びたみたいな形に計算し直すことになると思っている。そういう意味では恐縮である。今日は、技術的な話が多くなってしまったが、今申し上げたようなことを頭の中でカウントしたうえで、例えばGDPとかもご理解頂ければと思っている。

岩田副総裁

GDPのギャップの水準だけ見ていると凄く不確実性が多い。レベルで見ると問題が多い。だから、実質GDPのいわば変化分である実質成長率と、自然産出量の変化分とも言える潜在成長率との差し引きがどの位ある

かというのが、やはり一つのメルクマールではないかなと思う。GDPの数字自体、問題が沢山あり、しょうがないと思うが、仮に過去1年が年率で3%増えている、自然産出量の方は1から1.5%位の間の伸びだとすると、やはり1.5%位は縮んでいる。ギャップが、方向としては、縮小しているということなのではないかと思う。前回紹介したNAILOで見ると、むしろ自然産出量より現実の方が水準としても高いというような計算結果は必ずしもおかしくない。

早川調査統計局長

繰り返しになるが、逆算の面もあるので、足許のところで物価は下がっていないのでそういう変化をしているという面もある。ただ、いずれにしてもこういう数字なので、仮にこういう動き方として潜在成長率をもっと高く見なければいけないとしても、それは例えば幾ら何でも3%ではなくて1%台後半とかいうことになっていったとしても、なにがしかのギャップの縮小が起こっている可能性は十分ある。

植田委員

少し下がったところから半分を切っている。

早川調査統計局長

勿論そうである。その辺は副総裁が言われたように、元々ギャップの考え方にはまずレベルだというのは普通だが、変化分の情報にも意味があるという議論は当然ある。

福井議長

これから輸出、生産が底入れして少し立ち上がってくる。つまり実態が今よりもさらに良くなってくれば、GDPで表わされるものと実態とのギャップもさらに広がっていく訳か。その違い、つまり海外から、あるいはマーケットから日本経済を見ている人は、どうしたってGDPが一番有

力な指標として見ていく。私達はその違いがどんどん広がっているという説明をずっとしていくことになるのか。

早川調査統計局長

正直言って非常に苦しいところである。なかなかデフレータのパーシェバイアスみたいな話というのは、皆さんにはできれば理解して頂きたいと思うが、世間に向けてその話をやっていくというのはなかなか容易ではないと思う。

福井議長

でも、マネタリーポリシーのスタンスを正しく理解してもらうためには、この数字の違いを説明していかざるを得ない。それを我々が毎回丁寧に説明するというのも、おかしい話だ。

早川調査統計局長

そうですね。本当は、要するにGDPを来年のデフレータを幾何平均にすることができれば、そういう問題は相当解消する訳だが、何か伝え聞くところによると、2000年基準への改定の時には、そういう方向も検討されているという話もちらっと伺ったが。

田谷委員

今総裁がおっしゃったことは、私もちよつと問題だなと思っていて、3%成長をずっとしてきたのに何で横這いなのだということになると思う。

福井議長

今後ギャップが更に拡大していくとすれば、私達のちよつとした物の言い方でスタンスが誤解されるというようなレベルの問題ではなくなっていくのではないか。

中城内閣府政策統括官

それをも含めて検討している。

早川調査統計局長

できれば是非とも 2005 年には。

岩田副総裁

すみません。もう一点だけ。設備投資なのだが、今回 GDP の上方修正の主因はあくまで設備投資で、法人季報がやはりもの凄く強くて、名目の前期比年率で見ると、これは 30 何%になってしまう。実質 GDP ベースでも年率にすると 20%位の増加率になる。名目でも実は前年比でプラスになっているというのはやはりかなり大きい変化だと思うが、ただ、同時に資本財の出荷を見ていると、とてもそんなに増えているというような動きは、どこからも見れない。機械受注になるとその中間位という感じなのだが、何かそこが出荷の数字と乖離が相当あって、そのため機械受注がちょうどいいという感じなのかもしれないが。

早川調査統計局長

そのとおりである。実を言うと、あまり普段申し上げていなかったのだが、最近設備投資関係の数字が凄く乖離している。要するに、GDP は凄く強いし、法人季報も振れは大きいのだが、均して見るとそこそこ強い。一方資本財出荷というのは極端に弱い。ということがちょっとあって、実は必ずしも実勢がこれ一本という形で見えにくいので、先程ちょっと敢えて機械受注についてご覧頂いて、はっきり増えてはいるが、勢いは例えば 96 年とか 2000 年とかよりも少しゆっくりめである、多分この辺ではないかと申し上げたのは、あまり根拠がある訳ではなくて、幾つかの数字を重ねて見て、あるいは短観等にある設備投資計画との整合性等を考えると、機械受注辺りが一番もっともらしいかなということを上掲した訳である。実は本当は、ちょっとその乖離をきちっと解明しなければいけない。

まだ今のところチェックできていない。資本財出荷を見ると本当にべたっとしていて、とても設備投資が回復しているという感じはあまりない。

須田委員

もう一点宜しいか。海外に投資するよりも少し内向きになってきたという話が、前回の短観であった訳だが、内外どちらに投資するかという部分に関しては今までどおりというふうを考えているのか。

早川調査統計局長

基本的には、前回はたまたま製造業・大企業のところだけだったので、海外投資も増えているが、国内投資が二桁増なので比率がちょっと国内に乗ってきたということで、大きな流れとして投資が国内回帰しているという訳では基本的にはないと思っている。例えば、車などは相変わらず着実に海外への投資をやっている。たまたま今年に限っていうと、電機関係が新製品の立上げをそこそこやっていて、その新製品の工場に関しては割と国内が多いので、ちょっと瞬間風速的にやや国内が強めに見えるが、大きな流れが逆転しているということではないと思っている。

春委員

名目GDPの方も上方修正されたのだが、それについてどう考えたら良いのか。

早川調査統計局長

名目GDPの上方修正は単純に法人季報の設備投資が名目でも大きかったなので、それを反映させたということだと思う。だから、繰り返しになるが、何と云うか、根こそぎGDPが全部おかしくて、本当は景気は物凄く強くないということを申し上げたい訳ではなくて、ただ、何分にも4～6月の四半期については色々な振れ易いファクターが全部同じ方向にプラスに揃ってしまったので強めに出ているだけで、7～9月はひよっとす

ると不幸なことに意外に低い数字がでるかもしれないということが一つ。それから後、ベースラインのところでデフレータの歪みで少しずつ歪んでいるということを申し上げたかった。

春委員

デフレータによる歪みというのはここには出ていないと考えてよいか。

早川調査統計局長

ありません。

春委員

名目GDPの上方修正には一時的要因が入っているかどうか。

早川調査統計局長

そうである。むしろ。

福井議長

凄く単純に言うと、暫くの間、リアルGDPの数字は見ない。名目の数字を見て、リアルは他の指標で補っていくという方が正しい把握の仕方になるか。

早川調査統計局長

普段からリアルというのはGDPだけ見ているのではなくて色々なものを見ている。ただ、厄介なのは、リアルというのは他の数字が沢山だから、それをある種のものに集約するということを考えると、やはりGDPというのは無視できるものではないと思う。同時に、やはり我々普段、これを言うといつもお前等、GDPの、経済全体の1/3しかないセクターを見るのかと言われるが、やはり生産統計というのは速報性もあり、かつカバレッジもしっかりしているので、やはりあれも常に念頭に置いて見ておく

ということかなと思っている。もう一つ言えば、そもそも私達が今考えている景気回復のシナリオというのは、やはり設備投資もあるが、やはり輸出が牽引する、輸出が増えてその後に生産が増えて、それが設備投資に繋がっていく形の景気回復だと思う。そうすると、何か4~6月GDPで皆が少しおかしくなっている。実は4~6月の生産はマイナスだった。そうすると、ある意味でもし4~6月が凄く強かったとすると、内需の自力でガンガン走っているということになるが、そんなことはなかったのではないか。やはり本当に起ころうとしているのは、これから生産がもう一度立ち上がって、輸出が増えて生産が立ち上がって、設備投資は勿論去年の増加に伴う一種の勢いがそこは繋がっていく形で、その輸出と設備投資が両輪が動くことによって回復らしい回復になってくると考えるべきではないかと思っている。どうも、先程の3.9%というので、どうしても4~6月が強かったように思うが、そんなことはなかったのではないかと思っている。

福間委員

計画が立た

ないから。ちょっと困ったなと思っている。

早川調査統計局長

そうである。やはり取り敢えず今現在は、

という感じになっている。もの凄く生産統計に対して目立った寄与度を立てる程ではないと思っているが、やはり影響が出ないとは言い切れないようなことになっていると思う。細かいことを言うと色々なことがあるみたいだが。

福間委員

あるみたいだが。ただ、商談ストップだからね。ちょっとそれが困っているなど。

早川調査統計局長

正直言って、今回の事件で世の中の注目が集まったが、実は今年に入っ
て多い。事故。これは何も鉄は一つだけではなくて、今年に入って相当事
故があるし、あまり話題にならないが化学とか石油精製とか、かなり事故
が多い。あちこちで実はこっそりと生産統計とかにも影響している。

福間委員

もう一つ、この機械受注の中で、これは今までは当たり前と了解してい
たのだが、今一つ分からなくなったので教えてもらいたいのだが、船舶は
どうして除くのか。エラティックだからか。

早川調査統計局長

そういうことである。

福間委員

しかし今は、ほとんどエラティックではない。現在は2007年分の受注
競争をしている。空いているヤードがなく、ずうっと満杯で走っている。

早川調査統計局長

ただ、恐らく船舶を入れても基本的には外需に立ってしまうので、例の
内需のところにはあまり影響はないと思っているが。確かに、あの辺は昔
決めてしまったことをずっとやっているのは、船舶、電力除く民需、それ
は単純に大物なのでひと月ひと月の数字を見る時には、暴れるのでちょっ
と落としているということだと思う。結構ある。前に資本財出荷から輸送
機械を除くというのも、これは普段乗用車が入ってくるので、今みたいに

トラックで動く時はあまり抜いてはいけないとか、そういうことがあるので、本当は機械的にいつも使っている統計だけという訳にはいかないが。

福井議長

エラティックだから抜いているのか。そうではなくて船舶というのは、船腹過剰とか、非常に波が大きいので短期の景気の稼働とは別に動くからではないのか。

早川調査統計局長

恐らくそれは内閣府さんの方が詳しいと思うが、私共はやはり毎月の振れが大きいから、電力なんかもそのように理解しているが。

福井議長

電力はそうか。

早川調査統計局長

はい。一個の単位が大きいので、ある月は一個入ったとか、ある月はなかったとか、そういうことによって物凄く数字が荒れてしまうのでということが大きいと思っている。

武藤副総裁

受注統計ですけどね。

早川調査統計局長

ある月はたまたま大きな船が二個入ったと。翌月はゼロだったというのと、それだけで工作機械なんて実は金額が小さいのでそんなの一発でぶっ飛んでしまって、何を見ているか分からなくなるということではないかと思う。

福間委員

船舶の場合は、2006年まではもう満杯だから、そんなにぶれる訳はない。

福井議長

ちょっと余計分かりにくくなったような気がするが、それでは次に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

手許に資料5（参考計表・その2）があると思うが、それに即して説明する。まず、図表1、民間銀行貸出である。いつものクレジット関連の指標のうちの銀行貸出だけ出したものである。まず、8月は-1.9%である。7月に比べれば、少しまたマイナス幅が縮まるということだし、このところずっとそういうことを述べてきているが、そうしたトレンドが継続しているということである。(2)借入主体別の動向では、3月対比では全体で+0.4%ポイント上振れている。内訳を見るとまず住宅関連で+0.3%ポイント、それから企業向けで+0.1%ポイントであり、住宅ローンで銀行はかなりウエイトをかけて貸出を増やすということをやっている訳だが、これが計数に出ているというのが一つである。それからもう一つが企業向けについても信用度の高いところが中心だが、多少とも量を増やすというような動きが出ている。それらの結果として民間銀行貸出全体としてはマイナス幅が圧縮される動きになっている。次に図表2、民間部門資金調達である。民間部門全体の資金調達がどのような感じかということだが、これについては8月は-2.9%であり、このところ-3.0%前後でずっと推移してきているが、そうした状況に変化はない。銀行関連の貸出のマイナス幅が圧縮される一方で、住宅公庫などの政府系の貸出がマイナス幅を広げるといような動きもあるし、非常に微細な動きではあるが、社債市場調達辺りもちょっと減り気味という、このような辺りが銀行貸出のマイナス

幅圧縮を結局相殺して全体としては大きな動きはないという状況になっている。そういう中で(2)企業の資金過不足額、すなわち企業の資金需要がどのような感じかということだが、棒グラフは資金過不足額を描いたもの、細い実線が設備投資、太い実線がキャッシュ・フローということである。4~6月の分の計数が出たが、このように設備投資額は4~6月少し上向きという感じを出ているが、それであってもなおキャッシュ・フローに比べると、かなり抑え込まれた水準での設備投資に止まっているということであり、結果として企業の資金需要はこの棒グラフにあるように多少の振れはあるが、引き続きかなりの余剰を維持した形で推移している状況である。一方で、図表3、資金調達環境はどうかということである。まず、発行段階における信用スプレッドだが、CPについては8月、A1+~A2格まであまり大きな動きはない。それから社債についても実は長期金利は上がっているが、発行段階の信用スプレッドとしては大きな変化がない状態である。これはいつも述べていることだが、エンロン以前の2001年の第3四半期、一番左側の計数だが、かなり緩和された状態という時期であった訳だが、それとの比較で見ても一応、発行段階の信用スプレッドはそれと同等ないし、ほぼ同等といったレベルに止まっており、これを見る限りでは緩和された状況に大きな変化はない、ということである。一方で、(2)社債の流通利回りにおける信用スプレッドだが、これは社債についての流通利回りをグラフ化したものである。このように信用度の低いものについての信用スプレッドの拡大幅が少し大きめに出ているし、信用度が相対的に高いところについても信用スプレッド自体は上向き方向にきている。期末を睨んで多少利益確定的な売りが出ているとか、ポジション調整的な売却があるといったことが流通段階での信用スプレッドを拡大する形で表われてきているようである。いずれにしても、目下のところ流通段階における信用スプレッドが、社債については発行段階の信用スプレッドの拡大という形で跳ねてきているということはない状況である。次に図表4だが、実際の社債の発行量はどのような感じで推移しているかというものを表わしたのが(3)旬別の社債発行額と長期金利の動向のグラフで

ある。長期金利との関係を見てみようということだが、このとおり、6月半ばからの長期金利の上昇局面では当然と言えば当然なのだが、社債の発行額について相当ブレーキがかかった。7月の下旬から8月上旬に掛けて長期金利が反落するような状況においては、発行がまた復元した訳だが、8月半ば以降の長期金利の上昇過程では、社債発行の様子見ないし発行の減額といった動きが出てきている。その間、多少CPで繋ぐとか、そういった動きは見られたが、社債の発行状況ということでは今、述べたようなことである。従って、発行段階のスプレッドが動いていないのは、発行量が減っているから、結果的にそれを反映してスプレッドも動いていないという状況なので、先々への展開という意味では、流通段階でのスプレッドの拡大が、なにがしか発行段階でのスプレッドに拡がる可能性もなしとしないと、そのような目で見しておく必要があるかということである。それから（参考）貸出金利の推移を載せている。これはまた当然だが、長期プライムレート、住宅金融公庫の基準金利等の貸出金利はここにきて上向きになっている。図表5、マネー関連指標だが、8月のマネタリーベースは前年比+20.5%である。ここ数か月同じような伸びが続いている。内訳としては銀行券が5%ちょっとの伸びを続け、当座預金の方は9割を超えるような伸びを継続中である。マネーサプライの方は、8月は+2.0%である。7月対比では多少伸び率を高めるということになっている。4~6月の比較でも、4~6月1.6%に対して2.0%である。背景としては企業年金の代行返上に伴う資産処分、その分が法人預金に滞留しているというようなテクニカルと言うか、一時的と言うかそういった要因によるものと見ている。広義流動性のうち、簡保福祉事業団の要因を調整後の数字は、8月は3.3%であり、これも伸び率を高めているが、主因は代行返上によるものと見ている。このようなことなので、景気の動きが少しずつ明るい兆しを強めてきている訳だが、そうした動きがマネーサプライに反映している、あるいは先々の景気の動きを多少とも既に示唆しているというような動きかということ、今述べたようなことであり、そういったようなものとは目下のところ見られない。図表6、マネーサプライでその辺のところを見たい。(1)

M2 + CD前年比の要因分解だが、一番上にその他要因というのがある。これが2002年は大きな動きを示した訳だが、このところは大した動きはない。一番右端にかけてその他要因が若干ながら膨らんでいるが、これは先程述べた代行返上によるものである。7月単月については基本的にその動きによって説明できるが、もう少し長い目で、今年に入ってからという意味では、この4月がM2 + CDの伸び率が最も低くなった時期なので、それと今との対比をしてみようということで資料化したのが、(2) 伸び率のボトムと直近の比較である。4月M2 + CDは前年比+1.3%だったが、8月は+2%であり、+0.6%ポイント上振れてきている。中身を見てみると、ここにあるように、民間資金調達要因で+0.2%ポイント、その他要因で+0.4%ポイントであり、その他要因は主として代行返上要因、民間資金調達要因については冒頭述べた銀行貸出のマイナス幅の圧縮というのがこの面に効いてきている。次に図表7、広義流動性である。簡保福祉事業団がマネーサプライ統計の対象外になることによって表面上見にくくなってしまっているが、ここではそれを調整したベースを細い実線でグラフにしている。このように調整後ベースで見ると、前年比はかなり大きく駆け上がってきている姿になっている。これはまた何かということになる訳だが、(2) 広義流動性前年比と主要項目の寄与度の表で、項目別の寄与度を見てみようということである。一番左側が3月、それから中程に8月、このB - Aをとったのが右から二つ目の欄だが、簡保福祉事業団要因調整後という三角カッコの中で見ると、全体としては+1.3%ポイント上振れているということである。大きな要因としては、M2 + CDが+0.1%ポイント上振れているが、ここについてはなにがしか先程述べたような代行返上要因が効いている訳だが、その他については、債券現先・現金担保付債券貸借、それから外債、この辺りの寄与度が高いということである。債券現先絡みについては、外国証券の動きが少し出ているようである。それから外債については為替要因というようなことであり、結局のところ広義流動性のこの春先からの伸び率のアップについては、今述べたようなテクニカルな要因というのがかなり大きく寄与しているということである。従って、ここでもまた何か実

体的な動きを反映したというようなものとは取り敢えず今のところ見えないということである。最後に図表8、貸出態度・資金繰りDIだが、企業金融絡みということである。(1)企業から見た金融機関の貸出態度判断では、中小公庫の調査が新しく出ている。8月は13.9%ポイントであり、7月、8月の坂は大したことはないが、4~6月までの流れと比べてみると貸出態度は引き続き緩和方向での展開。それから厳しいと見ている割合を見ても4~6月は23.2%ポイントに対して8月は20.7%ポイントなので、引き続き緩和の方向への変化が続いているということである。(2)資金繰り判断だが、中小公庫の調査と商中の調査、二つ出ており、単月で見るとそれぞれややギクシャクした感じがあるが、4~6月までの動きとの対比で見ると中小公庫についても窮屈感が後退するということだし、商中についても資金繰りは良い方向での動きになっている状況である。以上計数を説明した。今回、大きな変化ということでいくと、これは前月も報告したところだが、やはり長期金利が上がる中で、社債について少し発行を抑制する動きが出ている。発行体も様子見だし、投資家の方も様子見というようなことがあり、この辺りが大きな変化である。それからもう一つは、当然のことながら、長期金利全体に上げプレッシャーが働いてきているということも起きている。今後への注目点だが、ことさら何か新しいことがあるということではないが、一つは既に出ている社債の発行ペースというものが今後どうなっていくのか。長期金利については多少落ち着くような感じが出てきている訳だが、そういう中で企業の発行意欲、発行姿勢というのが復元してくるのかどうか、この辺りが一つである。さらにそうした中で、スプレッドがどういうふうに展開するのか、その辺りのところを見ていく必要がある。それからもう一つは、全体の貸出金利が上がってくる中で、企業の借入れ需要、この辺りがどうなってくるのか。その一方で、これは前回も説明したことだが、業務改善命令を受けた銀行が今後貸出の供給姿勢をどうするのか、そういった辺りも当面の注目点かと思っている。以上である。

福井議長

如何か。

須田委員

技術的なことだが、先程の広義流動性で外国証券の動きとして債券現先とかあの辺りのことを言われたが、具体的に何なのか。

山口企画室審議役

それが正直に言ってよく分からないのである。元々、一つはあまり当てにならない数字で話をしているといった感じになってしまうので、具合がよくないのだが、この辺りはかなり推計が入っている分野である。それを多少ヒアリング等でカバーしており、実際外証が現先絡みで少し動きを強めているというような情報は取れているのだが、そのバックグラウンド如何ということになると、明確な材料はないというのが目下のところである。

白川理事

過去からそうであるが、広義流動性で、速報と確報の差が最も大きいのがこの部分なのである。であるから大きな動きは勿論これは正しく反映しているのだが、各月の振れ、ズレのところについては少し推定も入っている。

福井議長

他に如何か。宜しいか。

では本日の議事を終了する。明日は午前9時に再開する。毎回申し上げているが、決定会合への信認確保の観点から出席の皆さん、厳正な機密管理をくれぐれも宜しく願います。以上である。有り難うございました。

(午後4時11分中断、12日午前9時01分再開)

福井議長

それでは定刻なので、本日の会議を開催する。

今日は昨日の議論の持ち越しとなっているシンジケート・ローンの本行適格担保の取扱いに関して執行部から追加説明を受ける。それから国債現先オペの運営等に関して執行部からの説明を受ける。その後、通例どおりと言うか、金融経済情勢に関する討議、当面の政策運営等に関する討議等々と進めたいと思う。本日は政府の方から財務省、谷口財務副大臣にお越し頂いた。有り難うございます。それから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。宜しくお願い申し上げます。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する。そういう前提で発言頂きたいと思う。それでは最初にシンジケート・ローンの日銀適格担保の扱いに関して執行部から説明をお願いします。

Ⅲ. シンジケート・ローン債権の担保受入れ等についての報告

前原企画室審議役

それではシンジケート・ローン債権の担保受入れについて手許に配付してある資料に沿って説明する。シンジケート・ローンによる貸出のうち、証書貸付形態で行われているシンジケート・ローン債権については、現在の適格担保取扱基本要領上も適格担保として取り扱うことができる。従って、現行の信用度などの要件を満たせば、担保として受けることが可能であるということが第一点である。しかしながら、実際には以下のような市場取引における実務的な制約が存在するため、シンジケート・ローン債権にかかる証書貸付債権の担保差入れは行われていないというのが現状である。この点、実務上の制約のポイントというのがその下に書いてあるが、まず、シンジケート・ローン債権の実務では、債務者が印紙税負担を軽減するために、債権者の数にかかわらず貸付証書は一枚だけ作成されるということであり、シンジケート・ローンのメンバー、この中で選任されたエージェント行がその一枚の貸付証書を保管する扱いということになっている。一方、民法 363 条によると、貸付証書が存在する債権の差入れについ

では証書の交付を要件とするという定めとなっており、カッコ内にあるように、債権質に関する要物性の要件ということが求められている訳である。従って、現在の実務を前提にすると、日本銀行へ貸付証書の交付を行うということができない場合には、本行に対する担保権が有効に成立していないという解釈がされる恐れがあるということが実務上の制約のポイントである。ただ、この（注）にあるように、民法363条については、本年7月25日に成立した「担保物件及び民事執行制度の改善のための民法等の一部を改正する法律」というものによって改正され、「一部の例外を除いて、債権の質入れに際して証書の交付を要しない」ということにされている。この改正法は8月1日に公布されており、1年以内に施行されるということになっている。施行されれば、先程述べた要物性の要件ということは、特に必要がなくなるということが現状である。次に、以上のような実務上の制約ということに対する対応策について報告する。

取り敢えず市場関係者等とも、今後色々調整しなければならない訳だが、シ・ローン債権を担保として受入れるための方法としては、①と②という方法が考えられると思う。①については、現在の取扱を変えないということで、解釈と言うかそういう合意によって担保として受入れることが可能になるという取扱いであり、②については、担保の保管形態を変えるということである。なぜこのように二つの方法があるかということ、①は先程述べた貸付証書を保管しているエージェント行以外のシンジケート・ローン参加行からの担保受入れを可能にするというものであり、②はエージェント行も含めた全員に担保の受入れを可能にするというスキームである。①によれば、証書にかかるエージェント行とその他のメンバー行との間の権利関係を明確化するということである。すなわちエージェント行は、当初、貸付証書を債権者のために占有しているということになっている訳だが、日本銀行に担保として差入れると、それ以降は質権者である日本銀行のためにその貸付証書を占有するという形に変更する、ということになる。これは、エージェント行以外のメンバー行から担保を受入れる場合にはそういう解釈によって、関係者に通知することによって担保差入れが有効に成

立するということである。②については、エージェント行も含めてということであり、この場合は物理的に貸付証書を第三者に保管させるということを行って、それによってエージェント行も含めた全てのメンバー行からの日本銀行の担保受入れが可能になるという対応案である。今後については、市場関係者などとも調整しつつ、シ・ローン債権を担保として受入れるための実務的な検討を進めていくこととしたいという具合に考えている。

以上がシンジケート・ローン債権の担保受入れについての実務的な取扱い、制約に対する対応案ということである。あともう一点付言すると、昨日の会合において、金融市場局長から報告があったように、住宅金融公庫では本年の10月から民間住宅ローンの買取りを開始することになっており、12月以降、買取ったローンと住宅金融公庫が直接貸付けたローンを合わせて証券化し、住宅金融公庫MBSとして発行する予定になっている。現在、住宅金融公庫が公表している発行スキームであれば、現在の適格担保取扱基本要領における財投機関等債券としての適格要件を満たすことがほぼ確実と見られている。今後、住宅金融公庫MBSが発行された後、取引先金融機関等から担保差入れの要望があれば、現在の適格担保取扱基本要領に従って、鋭意審査手続きを進めていきたいと考えているので、その点を付言したいと思う。以上で報告は終わる。

福井議長

今のシ・ローンについての説明明確化のために一つだけ伺うが、改正法が施行されれば、今言われた対応策の①とか②が関係なくそのままできてしまうという意味か。

前原企画室審議役

然り。改正法の施行後は要物性の要件ということは必要でなくなるので、物理的に貸付証書を動かさなくても担保として受入れることは可能になるということである。

福井議長

それで、施行されなくても①ないしは②をやるという説明か。

前原企画室審議役

エーエージェント行以外のメンバー行からの担保の受入れということであれば、現在でも①の方式により可能である。仮に、エーエージェント行の担保差入れの要望が非常に強いということであれば、エーエージェント行を含めた全員が担保の差入れが可能になるように、②の第三者に貸付証書を保管させるという形態を採れば、これは全ての参加行、エーエージェント行も含めて担保差入れが可能になる。段階的に述べると、先程の民法の改正法が施行されるまでの間は、恐らく②であれば、皆さんが平等に担保を差入れるための条件が整う。改正法が施行された後は、場合によっては②の方が良いという場合もあるかもしれないが、①の状態であってもエーエージェント行も差別を受けることなく担保として差入れることができるということである。

福井議長

質問その他があればお願いしたい。

特にないようであればこの件に関しては、執行部において実務的な準備を進めるように願います。なお、この件については、決定会合の席上で報告したことを含めて、執行部から今日適宜対外的にそういう方向で準備を進めるという説明をしたいと考えている。

それでは、国債現先オペの運営等に関する説明をお願いします。

中曾金融市場局長

それでは手許の資料、「国債現先オペについて」に即して説明する。後ろの方に別紙が付いており、別紙1以下に沿ってまず説明しておきたいと思う。

別紙1は、各種供給オペ手段の概要を示している。二段目に国債買現先

オペがあるが、これは昨年の11月、それまでの国債借入れオペ、いわゆるレポ・オペ、それから短期国債現先オペ、これらを統合する形で開始した。取引形式は条件付き売買であり、要すれば取引1件毎に国債と資金が紐付きになっている。因みに手形買入の方は、国債だとか民間債務だとかそういった債権をプールした共通担保を利用した資金供給オペになっている。現先オペの期間だが、そこに示してあるように、現在最長6か月である。ただ、通常は3か月、長くても4か月程度の資金の供給を行う手段として、運用としては行っている。一方、手形の方については買入期間はここに示してあるように、現在最長が1年である。この1年については、昨年の10月30日の金融政策決定会合において、それまでの6か月から延長された経緯がある。手形については、昨日説明したように、特に全店については、先般9か月というこれまでで一番長い手形オペを打っている。いずれにしても手形オペと国債現先オペを私共はターム物の資金を供給する手段として活用しているところである。

次に、国債現先オペを行う現先レポ市場がこういった市場なのかということ、別紙2、現先・レポ市場の動向で説明したいと思う。現先レポ市場は、基本的には銀行の資金調達手段という側面もあるが、証券会社の在庫ファンディングなどを行うためにも活用されている。(2) 残高の推移、棒グラフで示すように、足許、市場規模は60兆円強である。期間別、ターム別取引を見ると、取引の全体の6~7割をいわゆるスポットネクスト取引が占めている。それから金利については、(1)金利の推移のグラフを見ると概ね落ち着いた状況が続いているが、中心となるレポ、スポットネクストのレートについては昨日説明したように、最近では0.003%と極めて落ち着いた状態で推移している。

次に別紙3、国債買現先オペと手形買入オペの対象先と落札実績で、現先オペと手形オペの対象がどうなっているか、それからオペの落札実績シェアがどうなっているか、これを簡単に見ていくと、(1)オペ対象先数にあるように、現先オペについては当然ながら証券会社が多く含まれているところである。(2) オペ落札実績シェアの方を見ると、実績については

大手都長銀が 42%を占めている。そういう意味で銀行が主体という点では右に示してある手形とあまり変わらないのだが、証券会社などの落札シェアも 28%である。そういう意味では相対的に証券会社などのシェアも多いというのが実状である。恐縮だが本文の方に戻って、今のような実態などを踏まえて国債現先オペの実務面での特徴点というのを四点ばかり指摘したいと思う。まず第一だが、決済面においては、国債現先オペは資金、国債の決済がいずれもRTGS化されている。つまり、即時処理が行われている。一方、手形の買入オペの資金決済については同時処理が行われている。第二に、国債現先オペについては、オファーから決済までいわゆるSTP化、ストレイト・スルー・プロセッシング、つまり一貫処理という対応が実現済みである。そうすると、決済までの処理が迅速であり、特に即日スタートのオペの場合、最も遅い時刻までオペを実施できるというメリットがある。因みに今年の3月20日だが、米国などによる対イラク武力行使開始時には、午後1時40分に国債現先オペを実施している。別紙4に時系列的な推移を示しているが、この日は12時15分にブッシュが開戦宣言をしている。それから総裁の談話が公表されたのが13時35分である。この日、13時35分の時点では即日スタートの手形オペをオファーすることは実務上、困難であった。こうしたことから国債現先オペに切り替えて資金供給を行った経緯がある。本文の方だが第三の実務的な特徴点としては、現先オペについては値洗いを日々行っている。従ってその分掛け目を大きく設定している。であるからオペ先にとってはその分日銀に差入れる国債が少なくて済むというメリットがある。因みに手形買入の担保における共通担保では値洗いは週1回、頻度が低い訳であり、このため担保掛け目は小さめに設定されている。具体的にどういうことかということ、参考で示してあるが、例えば1千億円の資金供給のために10年国債を受け入れる場合、国債現先で受け入れる必要のある額は1,021億円、一方、手形買入で受け入れる必要がある額は1,042億円という計算になる。つまり、同じ1千億円の資金取引をするにしても現先の方が担保として用いる国債が少なくて済むという仕組みになっている訳である。それから第四とし

て、国債現先については、国債の銘柄差替えに実務上の制約があるといった問題がある。現先オペについては昨年11月から国債銘柄の差替え、つまり担保の期中交換、これはサブスティテューションというふうに呼んでいるが、こういったものが可能にはなっている。これによって債券の売り手、資金調達者、つまりオペ先は差入れていた国債を急に売却したくなったような場合に、その国債を他の銘柄と期中でも差替えることができる。であるから、サブスティテューションができると、ターム物取引も行い易くなるというメリットがあると言われている。ただし、実務的な制約というのは何かというと、このサブスティテューションにかかる作業、現在は金融調節課の方で手作業でやっている。手作業でやるという制約があるので、運用として1先1日当たり1銘柄に限定をしている。手形の方には銘柄差替えにそういう大きな制約はない。

最後に、以上のような議論を踏まえてオペ期間の延長に関する三つの論点を整理した。第一であるが、国債現先オペは先程述べたように遅い時刻までオペを実施できる。であるから、急遽即日スタートで長い資金を供給しなければならないという必要が生じた場合、特に手形の買入実施ができないような場合には、典型的には先程のイラク開戦の日のような日だが、そういった日にも機動的な対応、金融調節が可能になるといった面がある。それから第二に、現在のように期間の長いオペに対する需要が強くて、特定の先が手形買入を集中的に落札する傾向が実はある。これは昨日説明したように、長い手形オペを打った時に実は落札したのが少数の都銀であり、それ以外の先は実態的にはクラウド・アウトされるような現象も生じた訳である。従って、オペ先に対して追加的な資金調達の選択肢として長めの国債現先オペをオファーし得るような体制にしておくこと自体は相応の意味があるのではないかと思っている。それから先程対象先のところで若干触れたが、この現先オペによって手形買入オペ先でない先、つまり証券会社のような先に対する長めの資金供給が可能になる、こういった面もあると考えている。最後に第三だが、オペ期間を延長する場合には、事務対応が可能な範囲で銘柄差替えをもう少し弾力化する必要があるのかと

思っている。勿論、実務上の制約はあるのだが、期間を長めにすると、どうしても差入れ国債が固定化される期間が長くなってしまふ。オペ先からすると、そういった固定化を嫌がって応札にどうしても消極的になってくる先も出てくる可能性があるので、そういうような状況を回避するためには銘柄差替えの弾力化が必要であると考えている。以上である。

福井議長

一つだけ。毎日、値洗いをすると掛け目は小さくて良いのではないか。

中曾金融市場局長

掛け目は小さくてと言うか、要するに担保効率が良いということ。

白川理事

正にそういう意味で。

福井議長

これはそういう意味なのか。

白川理事

然り。小さい、大きいというのはちょっと誤解を招き易いので、参考に数値で書いたもので、意味は総裁が言われたとおりである。

福井議長

掛け目が大きいと書いてあるが、掛け目は小さいという意味なのだな。

白川理事

計数を念頭においたものである。

須田委員

総裁の方の定義がおかしいか。

福井議長

私がおかしいか。

白川理事

ヘアカット率で言えば、ヘアカット率を小さくするという意味である。

福井議長

そういう意味だな。分かった。いや、すまない。というふうに今の説明に対して、まず技術的な質問をして欲しい。国債現先オペをどのように活用するかはあとの金融調節の議論の時にしてもらいたいと思う。どうぞ。

田谷委員

銘柄差替えの弾力化ということだが、手作業でやる訳で、当然限界がある訳だな。それはやはり証券だとか銀行にどの程度のそういう必要性があるか、ヒアリングはこれからして、こちらの対応を決めるということか。

中曾金融市場局長

サブステイテューションは、今既にできるような仕組みになっている訳なのだが、どの位の今、頻度で行われているかということ、ない日もある。ただ、多い日には3件位入ってくる場合がある。ではこれがどの位大変かということだが、調節課の方の作業状況を見ると、イメージだが1件銘柄差替えをするのに、3人人手をとって約2時間かかる訳である。であるから、頻度がそれ程高なくて、かつ1日にそんなに集中しなければ、手作業で対応できるのかと。あるいはまた、調節課の応援体制を少し整備するなどすれば、ある程度対応はできるかと思う。ただどうだろうか、逆に宣伝が行き過ぎてしまった場合に、我も我もときた場合には、人海作戦を採

るにしてもやや苦しいかという感じはある。

白川理事

サブスティテューションが過去どういう頻度で行われているかという
と、例えば6月以降金利が上がってくる局面では、若干サブスティテュー
ションが増えている。買現先オペも主力は銀行である。銀行にとってみる
とメインの資金調達手段はやはり手形オペである。手形オペはこの共通担
保として現に国債が入っていて、こちらの方はもう十分に担保はあり、出
し入れ自由であるので、銀行はメインの調達手段としてこれを使っていく
のだと思う。そういう意味でこれは我々自身がどういうふう基準を緩和
するか、運用をどうするかということになるが、中心はやはり手形オペに
なるのだろうと思っている。

福間委員

そうするとガイドライン的なものがないと対応できない。差替えは
こういう具合にやってくれと。そうでないと先程言われたように実務の調
整をしておかないといけない。

白川理事

今はそういう意味で金融市場局長が1日1銘柄というようにしてやって
いる。これは将来的には勿論、システム化ということで、別途関係局にお
願いはしているが、今直ぐできる訳ではない。

福間委員

オペ手段が多様化するということは一番良いし、あるいは先程局長から
説明があったように、手形オペを実施したら1行が独占して落札するよう
なことがある。これもまあ市場だから仕方がないのだが、長めのオペに国
債買現先オペを入れると資金供給先に広がりが出るというメリットはあ
る。

中原委員

すまない。その1行で独占するメカニズムをちょっと教えて欲しい。入札をやる訳であろう、いずれにしても。それで1行が独占してしまうならば、手形オペの追加をすれば良いのではないか。

中曾金融市場局長

例えば昨日の説明の中でも述べたが8月の後半の中短期債の市況の下落局面では、一部の都銀が大変、中短期債をポジション多く抱えたまま市況の下落という側面に直面してしまったので、現物債は何とか売却しないで、ヘッジをしたいという強いニーズがあった。

中原委員

それは分かる。良いプライスを入れていくということか。

中曾金融市場局長

従って入札で物凄く良いプライスを入れていく。

中原委員

ものによっては、アウト・オブ・マーケットと考えられるようなプライスで一挙に独占してしまうということもあるのか。

中曾金融市場局長

然り。必札で入れてくる。

中原委員

だが、国債の現先オペを長期化してやっても同じ状況が起きるのではないか。

白川理事

勿論そうである。それは起こり得る訳だが、ただ先程福間委員が言われたように、オペ先選定は、例えば国債現先であれば、国債現先市場でのプレゼンスということで、手形は別の基準である。そうするとメンバーは完全に同じではない訳である。そうすると、一方のオペには入って、他方のオペには入っていないという先が必ず出てくるから、そういう意味で複数の機会があることによってポテンシャルにメリットがあるということである。それから、オペの銀行別の落札を見ていると、それぞれの銀行の戦略が出ているという感じがする。資金自体は日本銀行が量的に潤沢に供給しているから、それをマーケットで調達するか、オペで調達するかという選択になる。そうすると、例えばある銀行は不足穴を空けて日本銀行のオペでやっていこうと思う。それはそういう選択のところもあるし、それから自分のポジションを変えていって調整しようとする先もあるし、色々な戦略があって、非常に各行による戦略の差が出ているという気がする。

植田委員

これは、長距離と言うか6か月以上で両方使えるというふうになった場合に、どういうふうに調節の担当としては使い分けるのか。勿論、遅い時間というのは一つ分かったのだが。

中曽金融市場局長

基本的には両方とも、長い資金の供給なのだが、使い勝手からすると、手形の方が使い勝手が良い。であるから、そちらをあくまでも主力に使っていくことになると思う。それで限界的に難しい色々な問題が生じた場合、例えば遅い時間にオファーをしなくてはならないとか、あるいは手形のオペ先でないようなところに問題があるような実態が認識できた場合には、現先オペを活用するという、恐らくこういう姿になるのではないかと思う。

白川理事

結論的に言うと仮にこういうことをやろうという場合、6か月超の現先オペを常時使っていくということではない。まず長期の資金供給オペをやる必要があるという時には、まずは原則はこれまでと同じように手形オペである。しかし、手形オペだと対応しにくいとか、あるいは手形オペだけでは十分にその目的を達成しにくいという時には6か月超の現先オペもやる、そういう意味でいわばオプションを開いておいた方が良いでしょうとそういうふうな感じである。

田谷委員

もう一つ。今までの説明は買現先だけだが、売現先についても当然同様の扱いにするとということか。もしこうするということであれば。

白川理事

仮にこれからの売現先でも同様なことがあるのであれば、そうである。

中原委員

レポ市場60兆円、70兆円という大きさだが、この中の国債現先の数字なのだが、その他の対象レポにおける、対象証券というのはどこまで広がっているか。例えば、ETFなどもレポをやっているようだが、こういうものはここに入っているのか。

中曽金融市場局長

この中は、基本的に我々が認識しているのは短国、それから利付国債、これが大半だろうと思っている。

中原委員

ここに出ているのはほとんどが国債と考えて良いのか。

中曾金融市場局長

然り。短国も含む国債ということで、恐らくそれが大半ではないかと思う。

白川理事

追加的に分かればまた報告する。

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

それでは、金融経済情勢についての討議に移りたいと思う。今日は意見表明を頂くが、順序は福間委員、中原委員、須田委員、田谷委員、植田委員、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁の順でお願いしたい。金融経済情勢について、では福間委員お願いする。

福間委員

前回会合以降、日米欧の金融緩和政策と財政支出拡大の効果や、SARSの制圧の影響等により、現実に経済のファンダメンタルズが改善していることを示す経済指標が相次ぎ、また、それを先取りする形でグローバルに株高が進行したことから、企業や家計のマインドは好転している。私は6月下旬の会合で、センチメントは改善してきていると、7月の半ばの会合では、株式・債券相場の流れは変わったと述べたが、正直言って、ここまで急ピッチに相場が展開し、ムードが変わるとは予想できず、現実の動きにはやや驚いている。この流れがどの程度続くかは、6月の短観のようなポジティブサプライズが今後どれだけ出てくるかにかかっており、そうした意味で、9月短観は注目される。

次に海外の金融経済情勢だが、今回はアジア経済と我が国の経済及び金融資本市場の動向に時間を割きたいので、基本的に執行部とほぼ同じ見方をしている米国経済と欧州経済の説明は省略する。アジア経済については、

SARS制圧後のペントアップ需要の顕在化や、増勢が一服していたIT関連財輸出の増加、さらには低金利を背景としたアジア各国の個人消費の拡大から、全体として内外需とも好調で、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取り戻してきていると思っている。この間、アジアでは中国を中心に、直接投資とインフラ投資が活況を呈しており、また、世界との貿易拡大に伴い船舶・海運需要も急増している。こうした動きを反映して、セメントや鋼材等、素材の需要価格も堅調でかつ量的にも拡大しており、アジア域内では調達しきれないため、日本企業からのアジア向け輸出も引き続き増加している状態である。

我が国経済は、輸出の拡大が生産の増加に繋がり、さらにそれが一部設備投資を促すという形で、景気は一時の踊り場局面から脱し、再び外需主導で緩やかに回復している。すなわち、輸出は7月のアジア向けが過去二番目の水準であることや、米国向けのIT関連財輸出の増加等から堅調な動きを示しており、今後特殊要因から、一部商品の輸出がスローダウンすることは予想されるが、基調としては現在の流れが続くのではないかとと思っている。この間、設備投資は引き続き持ち直し傾向を続けている。こうした中で生産は冷夏による影響はあったものの、全体としては7月以降、暫時拡大していくのではないかとと思っている。因みに冷夏の影響だが、ある大手スーパーに話を聞くと、食料品は前年比2割、衣料品は5割減少という状況で、非常に在庫管理には定評のあるスーパーの会長だったが、同社も過去に例を見ない在庫の積み上がりに直面しているということであった。我が国経済は、昨年第1四半期以降、今年第2四半期まで6四半期連続でプラス成長を記録しており、足許も回復傾向を続けている。今後の景気回復の持続性については、後程述べる理由から慎重に見ているが、仮に成長が続く場合でも、企業が財務内容の維持・改善等のため新規の設備投資にやや上向きではあるが、全般的には慎重であること、あるいは海外生産比率の上昇により、国内経済への波及効果がかつて程は大きくないこと等から緩やかな経済成長に止まる可能性が高いのではないかとと思っている。今回の景気回復の持続性についてだが、我が国の経済を巡っては、

次に述べるような幾つかの越えるべきハードルがある。第一に、コアCPI、CGPI、デフレーターの下落、すなわち物価下落が続いていること。第二に、2004年度に主要行の不良債権比率を半分程度にすること。ただし、不良債権処理に大きく影響する繰延税金資産の取扱いは現在検討中であること。第三に、2005年4月にペイオフ全面解禁が予想されており、それまでに金融システムの健全化を図る必要があること。第四に、銀行を含む企業サイドでは2005年度決算から減損会計の強制適用、本年度から先行スタートが認められているため、前倒しで実施する企業も増加しており、この増大傾向が予想される。次に、超低金利を反映して割引率の低下に伴う退職給付負担の増加に加え、このところ4~5期に亘り、当該期税引後利益を上回る配当が続いた結果、資本勘定が大幅に減少した先も見られるなど、バランスシートの再構築を要する先が未だ多いこと。特に業績不振企業の過剰債務問題は未だ深刻である。そういう意味では企業の二極化が引き続き大きく残っている。第五に、政府サイドでも財政赤字の他、中央と地方の経済の二極化問題が残っている。フローの経済は回復しているが、企業、家計、政府のストック面には、経済成長を阻害しかねない構造問題が残されており、現実的に景気回復の波及が過去見られたような広がりを見せていない。こうした中で、現下の景気回復については、一時に比べ明るさに見えるものの、自律的な景気回復過程に入ったと評価するのは時期尚早と考えている。この間、企業業績については、全体としてはリストラ効果に加え、先程述べた輸出の好調、素材産業の業績回復や、さらには新三種の神器、それに関連する電子部品の需要拡大等を背景に引き続き増益見通しが維持されている。ただし、対ユーロに続き、対ドルでも徐々に円高傾向を示していることから、円高の企業業績への影響が懸念される。これまで為替介入については、欧州と必ずしも一枚岩となっていた訳ではなく、欧州ASEMの発言に見られるように、アジアの通貨政策に対して批判的であると伝えられており、次回9月20日のドバイのG7における欧州勢の発言は市場では大きく注目されている。一方、金融資本市場では、欧米の債券相場下落が一服する中で、我が国の債券相場は、

債券から株式へのリバランスに加え、ヘッジファンドによる株式先物買い、債券先物売りや金融機関による現物や金利スワップ等の手仕舞い売りやヘッジ売り等、市場の内部要因もあり、大きく価格が下落した。債券先物オプションのインプライド・ボラティリティの急上昇とその後の高止まりが示すように、債券市場は当面不安定な相場展開を予想している。経済指標の改善に伴い、債券から株式へのリバランスが発生している中で、基本的には本行の量的緩和政策の維持と政府の税制規律の堅持を前提に債券価格と株価がバランスする水準が市場メカニズムを通じて発見されることが望ましいと思っている。しかし、長期金利の過度の上昇は实体经济に影響を及ぼすだけでなく、銀行や業績不振企業の経営転換力を減殺するほか、銀行の資本や収益の減少を通じ、不良債権処理の進捗や業務改善命令を受けて提出された銀行の収益計画にも影響を及ぼす可能性があり、このため、債券相場については、市場メカニズムの動きとともに、期待の安定を通じてできる限り相場が安定することが望まれる。この間、短期金融市場では、中長期金利の急騰に加えて、本行の量的緩和政策の継続に対し、市場が懐疑的になったことから、金先レートが2001年3月、量的緩和政策導入前の水準にまで上昇したほか、資金供給オペの落札金利も強含みの展開となっている。量的緩和政策の継続に対して市場が思惑的に動いた背景は、市場筋は一番に、株価の大幅な上昇や、9月中間期末を前に債券・金利スワップ等のオーバー・ポジション調整が行われ、中長期金利が急騰したこと、二番目は、昨日の執行部の説明にあったように、7月の議事要旨により、本行が出口政策を模索し始めたとの思惑が強まったこと、三番目に、8月入り後の資金供給オペの回数が7月に比べ減ったこと等が影響していると思われる。現在も金先レートは高止まりし、ボラティリティも高いほか短国の応札金利も期間毎に金利水準にデコボコが見られるなど、引き続き、量的緩和政策の継続に懐疑的な見方が窺われる。このような状況で、本行として採るべき対応としては、後半のパートで詳しく述べたいと思う。いずれにしても大量の資金供給を行いながら、市場に時間軸効果を再認識させていくことは喫緊の課題ではないかと思う。そうした対応が

直接的ではないが、債券相場の安定にも資するものと考えている。以上である。

福井議長

では、中原委員お願いします。

中原委員

今回の景気判断は、横這い圏内というこれまで続いてきた表現をどうすべきかというのが一番のポイントだと思う。4～6月のGDP改定値の強さ、これを個別指標からはなかなか説明しがたいという昨日の調査統計局の認識については、全く同感である。環境面での明るさを物語る指標は非常に増えてきて、回復期待が高まったのは事実である。その意味で先行きのダウンサイド・リスク顕現の蓋然性、これは弱まったと言って良いと思うが、市場の動きを实体经济が必ずしも裏付けるものとなっていない。一方で、足許の实体经济指標を見ていると、踊り場といわれた状態から、上離れしたとは未だ言えない。ミクロでの企業マインドは非常に慎重だし、中小企業の景況感、これは引き続き厳しい。消費はここへきてむしろ弱さがちょっと目立ってきたというようなことがある。輸出は横這いということだろうし、内需はこのところ4～6月のGDP統計発表から、あるいは法人季報の結果等から設備投資が予想を上回るものということで材料視されている訳だが、経済全体として見るとやはり横這いという判断で宜しいのではないかと思う。設備投資については、企業収益あるいはキャッシュ・フローの改善を見ると、環境はある程度整ってきたと言えらると思う。ただ、これもよく考えてみると、環境の改善、あるいは企業の収益、キャッシュ・フローの改善というのは、リストラによるところが非常に大きい訳であり、今後設備投資が力強い伸びを示していくためには、やはり消費・輸出というような最終需要の今後の動きが企業経営にとって売上げの成長率を高めていくという期待が生まれてこない、設備投資が本物にはなっていないのではないかという気がする。先程述べたとおり、企業のマ

インドはかなり慎重と私は感じており、従って消費の方では冷夏の影響、これはまだ一時的なものだろうとは思いますが、8月の指標も見てみる必要がある。大手GMS経営者の方の話を聞くと、むしろこの夏場にきて競争激化がさらに進んでいる、大型量販店との競争が物凄く厳しい、消費は冷え込んできている感じがするというので、傾向的には厳しさが増しているという発言もある。雇用・所得環境の悪化は一応歯止めがかかったと思うが、雇用のミスマッチ、これは縮小していない。それから企業の財務内容を見ても、損益分岐点、製造業はかなり改善されたが、中小企業、非製造業ではまだ十分に下がり切っていない。今後、雇用調整、人件費に関わる調整のペースは多少緩やかになるにせよ、企業収益の改善が進んで賃金の上昇に結びついて行くというようなことが起きるにはまだ相当の時間がかかるのではないかと思う。また、来年に掛けて年金や消費税論議が高まるという中で、消費の意欲というのはむしろ抑制される傾向が出てくるのではないか。その点からいけば、CPIが安定的にポジティブになるというような状況には、まだ時間がかかるのではないか。企業のマインドは必ずしもマクロの動きと整合的ではないような気がするが、結局裏側にあるのは大きな経済構造の変化が進んでいる、そして現実にある種の二極化、これは福間委員も言われたが、二極化が進んでおり、優勝劣敗という資本の論理が貫徹されていく過程にあるということを経営者が肌で感じているということであろう。展望レポートで挙げられた先行きのリスクは、これが顕現化する、現実化する可能性は相対的に小さくなったと判断しているが、なお引き続き見ていく必要がある。最大のリスクは海外要因であろうと思う。欧州は底を打ったと見るが、多くの問題をまだ抱えているし、ガバナンスの面から金融財政政策がどうしてもビハインド・カーブになるというリスクが付きまとう。アジアは結局中国次第ということだと思うが、やはり気になるのはイベント・リスクに近いものだが、SARSの問題である。最大のポイントの米国経済だが、これについては様々な不透明要因の解消につれて、実体面での回復の再加速を示す指標が増えてきたということはあると思う。第3四半期、第4四半期についてのGDP成長率の

予想の大幅修正の動きが出ているが、やや私は市場の見方が楽観的に過ぎないかと感じている。最近のフロー指標の改善は、一方で企業、家計のレバレッジの高さ、設備稼働率の低さなどと必ずしも整合的ではないと思うし、国際的な不透明要因の解消からくるマインドの改善とか、加速度償却、配当二重課税の廃止、個人減税等々、こういうものの効果によるペントアップ的な内需拡大という部分も大きいのではないかという気がする。企業収益の改善と生産性の向上が雇用の犠牲のもとで行われているということも加わって、回復の持続性、そのペースについての懸念、こういうものが今後、ある種の揺り戻しという形で出てくるのではないかと見ている。また、マクロの不均衡拡大のリスクは来年の色々な米国における政治的日程を考えると、現政権の外交政策、対外経済政策や為替政策の変化もあり得ることであるし、日本経済への影響も十分に考えておかなければいけないと思う。現在の回復パターンは90年初頭のジョブレス・リカバリーと似ていると言われるが、雇用関連指標を見ると、非農業部門雇用者数などはまだ減少が続いていて、90年当時と比べるとやや回復のペースが遅いように思う。一方で、労働参加率の低下によって失業率の上昇はやや当時よりはマイルドなものになっているが、いずれにしても現在の内需の拡大がペントアップ的なもので終わった場合には、十分に調整しきれていない雇用調整が再加速する懸念も残るのではないかと考えている。金融資本市場における、特に長期金利の問題は、政策のところで纏めて話したいと思う。以上である。

福井議長

では、須田委員お願いする。

須田委員

金融経済情勢については、昨日議論があったようにGDP統計とその他統計とのギャップ、つまり、直近では強いGDP統計と弱いその他統計という問題があって、それをどう上手く説明するかを考えると、頭が痛いので

だが、我が国の景気は輸出環境などに改善の兆しが見られるものの、その結果、輸出・生産が上向いていると言い切れるまでには至っていないので、「全体としてはなお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っている。足許、米国の回復がはっきりしてきたので、4月に示した展望レポートの標準シナリオの実現可能性が高まりつつあると思っている。ただし、米国の回復については、中原委員も言われたが、そのスピードと持続性については、私はなお慎重に見ておく必要があると考えている。以下、ここでは米国経済のみを取り上げて話したいと思う。

足許の米国経済を見ると、減税に伴う家計支出の好調さが緩やかな回復基調の要因となり、IT関連財を中心に製造業の受注や設備投資にも明るい動きが見られ始めている。一般に減税等による政策効果から2004年上期までは消費主導の景気回復のパスは確度の高いものであるとも言われている。こうした状況下、足許だけでなく先行き米国経済が世界を牽引するためには、米国の輸入が増加していく必要がある。このためには内需の好調に持続性があるのかということと、さらなる経常収支の悪化を許容することができるのかといったことが問題になると思う。ここでリスク要因として考えられるのが、マインドに悪影響を与えるテロの懸念やイラク情勢の泥沼化など、経済外的リスクに加えて、これまでも指摘してきた雇用環境の悪化と長期金利の上昇とボラティリティの高止まりの影響である。雇用環境の悪化については、8月の雇用統計が良い例である。非農業部門雇用者数は9.3万人の減少となり、2万人程度の増加を見込んでいた市場にとって予想外の結果であった。製造業については、37か月も連続して雇用者数が減少している。6月、7月分の非農業部門雇用者数が合計で1.6万人も下方修正されたことも見逃せない。また、消費が堅調であるにもかかわらず小売・飲食で雇用が減少し、増加傾向が続いていた企業向けサービス分野でも8月は減少に転じた。過去の景気後退期と比較してサービス業でも雇用の回復の遅れが目立っている。失業率については、6.1%と7月比小幅に改善しているが、これは労働参加率の低下も一因と考えられる。市場の求める人材が高度化、細分化しており、若年層が大学等に戻る傾向

が見られるとのことである。こうした人材が卒業後に職に就くことができるかどうかは、現時点では見極めがつかないが、大学等が一時的な余剰雇用の受け皿になっているという過去に韓国で見られたような側面があることも否定できないのかもしれない。こうした雇用環境の厳しさが消費者コンフィデンスの低下などを通じて個人消費等に悪影響を及ぼす可能性もあると思う。一方、長期金利については雇用統計の悪化から足許若干落ち着いているとはいえ、なお高止まりしている。高金利はモーゲージのリファイナンスの減少や、コスト上昇を通じた個人消費や住宅投資の減退を招く恐れがある。大統領選挙まで米国政府は景気を持ち上げる努力をする可能性も指摘されているが、一時的な効果はあっても後々無理な財政負担による財政収支の悪化や、対外不均衡の拡大が顕現化し、ファイナンスの困難化から長期金利がより上昇するリスクがある点も含め置く必要があると思う。いずれにせよ大統領選挙結果如何に関わらず、2005年以降の米国経済は緊縮財政政策をとる可能性があり、一気に景気が冷えることも排除できないと考えている。

その他、IT関連財の需要増加の力強さの程度、設備稼働率の低さや空室率の高さ、また高い有利子負債比率など企業はまだ過剰設備、過剰負債問題を解決し終わった訳ではなく、それが設備投資に与える影響、またコーポレートガバナンス強化策が設備投資に与える影響などを考えると、政府支出や消費からのバトンタッチを期待されている設備投資の今後の動きについてもまだ不確実な部分が多いように思われる。第2四半期の企業収益がドル安の影響や税制変更に伴う下支え効果がかなりあったことも、その後ドル高気味であるということもあるので気になる。

また、さらなる財政赤字拡大と経常収支赤字拡大が許容されるかどうかは、非居住者がどれだけ米国の国債を保有し続けるかにかかっており、現在の経常収支赤字は持続可能だと思わないので、いつか調整圧力がかかるリスクがある。このように米国経済の回復になお無視し得ない下方リスクが存在しているが、我が国経済を含め世界経済の回復は米国経済の回復にかなり左右される状況だけに、先行きについてはなお慎重な見方をすべき

だと考えている。以上である。

福井議長

では、田谷委員お願いします。

田谷委員

まず、経済情勢についての判断をお話し、その後で最近のマーケット周りの動きについてどう解釈するかお話ししたいと思います。景気の現状認識については結論として今中原委員、須田委員がおっしゃったのと同じで、横這い圏内の動きを続けているということで良いのではないかと思う。先行き輸出・生産の回復を起点とした前向きの循環が強まりそうだし、設備投資も緩やかな回復過程に入っていると思われる。また、第2四半期のGDP成長率は多少割り引いて考えてもかなり高いものだった。株価もかなり上昇した。こうした点からすれば、例えば横這い圏内の動きながら、先行き明るさが見られるとした方が良いのかもしれない。ただ、基本的に景気の回復は輸出・生産の回復に依存することが大きい訳であるし、その輸出・生産が7月までの統計で見える限り横這い圏内の動きである。また、7~9月以降の企業活動が明確かつ持続的に回復していくという確証がまだ得られていないと思う。よって、一部に改善の兆しがみられるものの横這い圏内の動きを続けている、でも今回は良いのではないかと思う。今後の輸出・生産の動き、次回の短観の結果などを見て、必要とあらば判断を修正すれば良いと思う。輸出環境を考える際、最も重要な米国経済についてであるが、より楽観的な見方が強まってきている。年後半及び来年の経済成長率予想が上方修正されてきている。懸念材料としては、今須田委員が触れられた雇用改善の遅れ、これに関連して最近ジョブロス・リカバリーといったことが言われているが、それと長期金利上昇の影響がある。長期金利の上昇は特に住宅投資、消費に悪影響があるだろうが、これまでのところ上昇は限られたものだし、この1か月上昇している訳ではない。影響は

限定的なものに止まるのではないかと思う。東アジアについては、米国景気や世界的なIT需要の回復の兆しもあり、全般的に明るくなりつつある。韓国経済は下振れリスクが顕在化しているが、中国経済は成長軌道に戻ったものと思われる。次にマーケット周りの話に移る。前回会合以降のマーケットの動きはかなり急激なものであった。米国株に先導された世界的株高の下での株価上昇であるが、その中でも、この間の日本株の上昇は相対的に大きなものであった。株式需給の改善観測もあるが、景況感が改善したことが基本的背景であろう。その上、今回の株価上昇は、株価支持政策や一時的財政出動などによるものでなく、企業収益体質の改善を評価した側面があると思う。その分、景況感の改善以上に株価の上昇があったのではないかと思う。株価の上昇はビジネスセンチメントを改善するし、少なくとも短期的には金融システムの安定化にも貢献すると思う。一方、中長期金利も上昇したが、かなりの部分、景況感、株価の上昇を反映したものだと思う。これまでのところ、長期金利上昇のマイナス効果は株価上昇のプラス効果を相殺する程ではないと考えられるが、経済実態の改善期待を反映する以上に債券相場が動くことがないかどうかは十分注視する必要があると考えている。最後にもう一点付け加えると、景況感の回復、あるいは株価の上昇にとって円相場の安定は非常に大事なように思う。以上である。

福井議長

次に植田委員、お願いします。

植田委員

全体判断として、横這い圏内の中で先行きに関するダウンサイド・リスクが低下しつつあるということ。ただ、そういうことが輸出や生産、そしてさらにその他の項目への波及という形ではまだ確認できていないということで宜しいかと思う。他方、現在、実質GDPあるいはその中の設備投資、あるいは労働市場の一部等に若干の改善傾向が見える訳だが、これ

は一時的なデータの問題の他に、昨年の輸出や生産、あと消費の若干の強さ等へのラグを伴った反応というふうに言う为宜しいのではないかと思う。先行きに関するダウンサイド・リスク低下の要因の中に、米国の状況だけではなくて、中国のSARS等からの復活傾向も入れるべきかと思う。そのうえで今後を見る際の視点だが、輸出や生産が順調に回復していけば段々良くなるだろうという点は重要かと思うが、それだけではある意味で埋まらないという感じがする。と言うのも、これは何人かの方が既に触れた点だが、例えばインフレ率が安定的にゼロを上回り、場合によってはその上を目指していくというようなことが起こっていくためには、例えば景気が上昇局面に乗って1年程度続くというのでは不十分な可能性があるように思われる。つまりもう少し持続的な上昇波が必要である。例としては99年、2000年のようなケースが思い起こされるし、あるいは極めて単純にインフレ率と、あるようなないような概念だが、GDPギャップとの関係を算数的にチェックしてもなかなか力強い回復、あるいは長い回復がないと、今言ったようなハードルをクリアしないということを出すことも可能である。では、どういう時にやや長期の、中長期の上昇波に乗るかということだが、勿論、循環的な要因が強ければ良いということが一つだが、もう一つは複数の方が言われた点だが、循環的な上昇波がもう少し構造的な上昇波というのも変な表現だが、それと一緒に起こるということではないか。つまり、90年代初め以降続いていると見るか、あるいは98年以降続いていると見るか、いずれにせよ5年から10年続いた日本経済の調整が終わって上昇に転じるという部分と、もう少し短期の上昇波が合わさると強い動きになる。逆に言えばこれまでは、逆方向に動いていたため短期の上昇波は短いアップサイクルで終わってしまったということかと思う。現在がどうかということだが、答えは勿論分からない訳だが、さらに福間委員と中原委員はやや悲観的な方の話を言われたと思うが、バランスとしてはそちらが正しいと思うが、明るい面もあるということを示しておきたいと思う。これも別に新しい点ではなくて、例えば企業サイドの調整、過剰債務、過剰設備、過剰雇用等の調整であるが、基本的には特に中小企

業を中心にまだまだというのが正しいかと思う。ただ同時に、一部の大企業ではかなりはつきりと終わりつつあるというのも確かかと思うし、またそういうところに次世代をリードするような技術の芽、あるいは既に商品化されているものが育ってきているということもあるかと思う。また、金融の問題にしても不良債権問題、バランスシート問題、その貸出への影響等が懸念されてきた訳である。不良債権問題はまだまだだが、アネクドタルに見ると、最近よく言われるように若干貸出競争のような傾向が窺える。これも業務改善命令の影響もあるようだが、それだけではなくて調べてみると、相対的にバランスシートの良い銀行がそのことと若干景況感が良くなったということで、貸出に前のめりになり、それが他の銀行をも刺激しつつあるということもあるようである。こうした構造面での若干明るい動きというのはまだまだ平面で言えば面というよりは点があちこちに散らばっているような話であり、シクリカルな景気の動きがどれ位強いかという話と相互に関係する話なので、今後どうなるかということは従来にも増して目を配っていきたいということだが、いずれにせよ結論としては持続的な景気の上昇波に至るにはまだまだハードルが高いなということかと思う。以上である。

福井議長

春委員、お願いします。

春委員

これまで7月の指標がほぼ揃い、一部8月の指標も出ているが、昨日の説明にあったように輸出・生産は引き続き横這い圏内の動きかと思うが、その中で明るい材料として四点述べたいと思う。まず設備投資については4~6月から増加に転じ、法人季報でも4~6月全産業設備投資で7期振りの増加、それから7月の機械受注も前月比はマイナスだったが4~6月対比ではプラス増加を続けている。二つ目に景気全体については、この程発表された4~6月のGDPの二次速報で、これは一時的な要因とかデフ

レータのバイアスを割り引いて考えることが必要としても、実質成長率が年率 3.9%、また名目でも年率+1.2%と上方修正されているし、また 7 月の景気動向指数も先行、一致ともに 3 か月連続で 50%超となっている。三つ目に、企業収益についてだが、法人季報でも 4~6 月の経常利益は前年同期比 13.6%というような伸びになっている。最近の日経新聞や野村証券の調査でも期初の予想より増益率はさらに拡大しており、株価もこのことを反映して堅調な展開となっている。四つ目に米国の経済についてだが、7 月は消費が堅調で 4~6 月の GDP も上方修正され、年後半の景気回復を期待させる材料が多く見られていると思う。コンセンサスの予想も上方修正をされている。こういったことから先行き回復の可能性は強まっていると言えるのではないか。一方では、懸念材料として三点程述べたいと思う。国内の消費については、雇用とか所得環境が下げ止まりしている中でも 7 月の消費は冷夏の影響もあったかと思うが弱めとなっているということ。二つ目に、金融為替市場ではこのところの長期金利の上昇が金融システムや消費、投資に与える影響、あるいは介入懸念にもかかわらず円高基調が続いていくことの輸出や企業収益に対する影響。三つ目には、米国経済が、一方では非常に好調にも見える訳だが、金利上昇のほか厳しい雇用情勢、9 月 6 日の週の失業保険申請者数も再び増えている様だが、さらには双子の赤字の拡大といったような懸念材料もあるかと思う。以上、総括して足許の日本経済は、いわゆるハードエビデンスから見て横這い圏内の動きを続けているということかと思うが、外部環境が明るさを増すなど、トータルとしては先行きの不透明感は減少しており、4 月の展望レポートに沿った緩やかな回復を期待できるものと判断したいと思う。当面の景気認識としては、敢えて慎重に 8 月の見解を維持するという事も考えられるが、慎重さの中にも外部環境の明るさを反映して、全体として横這い圏内の動きという表現は残したうえで、若干上方修正を行うことが宜しいかと思う。ただし、4~6 月の実質 GDP 年率+3.9%という伸びが発表された中で、横這いという表現を使うことについてやや分かりにくい点があるかと思うので、その理由を分かり易く説明するということが必要なので

はないかと思われる。以下、若干申し上げさせて頂く。生産についてだが、横這い圏内ではあるが7月の鉱工業生産速報は8~9月の予測を含めて見ると、4~6月対比で前期比2.5%という大幅な増加が見込まれている。実現率の下振れという可能性はある訳だが、在庫もこれまでかなり絞られてきているので、輸出の増加にあわせて生産も緩やかな回復を続けるものと期待できるのではないかと思う。電力について若干申し上げますと、7月の産業用大口販売電力量は記録的な冷夏の影響を受けて前年比-4.3%と13ヵ月ぶりに前年水準を下回った。業種別には鉄鋼業を除いては全業種がマイナス、地域別には九州を除いた全地域でマイナスということである。東京の場合も7月が-5.3%、8月が-4.0%と大幅なマイナスになった。ただ、産業用の中にも半導体工場などの空調だとか、鉄道部門における空調などがあり、気温感応度等の分析を行って、東京電力では前年比の増加幅は減少しているとしてもプラスの基調を維持しているのではないかという見方をしているようだ。いずれにしても9月の結果を見てみないと、ということである。また、東京電力の夏の需給であるが、当初が猛暑時で6,450万キロワット程度、通常の暑さであれば6,100万キロワット程度と最大電力を予想していたが、実績は冷夏に加えて節電の効果もあり、昨日の5,736万キロワットというのが、9月中旬になって最大電力が出たということである。9月の初めに社長がお客様のご協力にお礼を申し上げる、いわば幕引きの記者会見をしている。なお、現在まで17基の原子力のうち7基が運転を再開している。もう一点、物価について申し上げたい。7月の全国の消費者物価はたばこ税の引上げなど一時的な要因もあって、前年比-0.2%とマイナス幅を縮小している。先々は北東北地方を中心に不作となった米価の上昇の影響が注目されるかと思う。8月に行われた15年産自主流通米の入札では、九州とか千葉の早場米が前年比2~3割値上がりした状況である。食品スーパーに聞いてみると、この秋以降15年産米は2割程度の上昇は十分あり得るという見方であった。一年前からの総合消費者物価指数を見ると、昨年の7~9月は98.3、10~12月は98.2、1~3月は97.5から97.8という水準になっていて、やや乱暴な仮定である

が、今年7月の98.1がそのまま継続すると前年同月比のマイナス幅は急速に縮小して1~3月はプラスになるということになる。こういうような主として一時的な特殊要因でマイナス幅が減少したり、プラスに転化したり、ということが考えられる訳だが、量的緩和政策堅持の強い姿勢にマーケットの疑念が生じないように、メッセージの発信には十分な注意が必要なのではないかと思う。金融市場については後程申し上げさせて頂く。

福井議長

武藤副総裁、お願いします。

武藤副総裁

まず、景気情勢についてであるが、全体感としては横這い圏内の動きということで、今迄ずっと各委員の方から意見を述べられてきたが、私もそうだろうというふうに思う。ただその中で、やや明るい兆しが出てきているとみられる。この1ヵ月の内外の経済指標を見ると、我々の標準シナリオを補強するものが多かったと思う。米国中心に世界経済の成長率が高まって、そのもとで我が国でも輸出・生産を起点に好循環が生まれるという蓋然性は高まっていると思う。ただ勿論、現実には輸出や生産が増加してきている訳ではない。そういう訳ではないが、今申し上げた好循環の明るい兆しについては、一応我々の見方として触れても良いのではないかと思う。米国経済についてであるが、第2四半期のGDPは個人消費などを中心に年率2.4%から3.1%に上方改定された。その後の各種の統計を見ても、個人消費は堅調であり、大型減税の効果が表われつつあるように思う。また、IT関連を中心に生産や設備投資についても同様に見られるということだと思う。次にアジア経済であるが、中国、台湾、シンガポールなどでは、個人消費が回復しているなど、SARSの影響は解消しつつある。また、NIEs諸国の輸出・生産は、世界的なIT需要の持ち直しの中で増加している。ユーロエリアについては、第2四半期は若干のマイナス成長で、生産も低調である。ただ、米国経済の回復、あるいはユーロ高の修

正など外需環境が好転している点もあるので、この点はプラス材料ということかと思う。こうしたことで、地域的には米国、財としてはITというものを、牽引役として世界経済の成長率が上昇するという蓋然性がある訳だが、この米国とITに依存しているだけに、その動向によっては思った程には成長が加速しないリスクもあると思う。特に米国については、労働コストの抑制が続いており、雇用環境は引き続き厳しい。また、長期金利の上昇もあり、個人消費に悪影響を与えないかということが気になるところである。

次に国内面であるが、輸出・生産が増加していくということになれば、好循環に繋げていく条件が整うことになる。設備投資は法人季報、あるいは機械受注などを見ても緩やかな増加を確認できる。企業の設備投資は98年以降5年以上に亘って、キャッシュ・フローを下回る水準にずっと抑制されてきている。特に輸出・生産の主役である大企業製造業でその傾向が強かった訳である。今後は、こうした企業を中心に設備投資の回復傾向が明確になっていく可能性はあるのではないかと思う。ただこうした企業部門の回復が家計部門まで広がるかどうか、これはなお予断を許さないと思う。賃金の下げ止まりなどの良い材料はあるが、家計の雇用所得環境は依然として厳しい。個人消費関連の指標、特に販売統計は4~6月に続いて7月も全般に弱かったということである。天候不順の影響があったことは確かであるが、果してそれだけなのかどうか、秋以降の今後の状況を注目していく必要があると思う。次に金融面であるが、再び株価と長期金利の上昇が見られた。金融資本市場の動向が実体経済に及ぼす影響には様々なルートがあるが、我が国の現状では、やはり金融機関のバランスシートを通じた影響が一番気にかかるところである。この点で見ると、株価が3月末から約3割上昇している訳であるが、従って大手行だけで含み益が数兆円改善しているはずである。これだけを対外的に言うと誤解をされかねないが、一応事実認識として今回の株価と長期金利の上昇が金融システムにどういう影響を与えたかということを経済を総括すれば、全体としてはプラスの影響の方が大きかったと言えるのではないかと思う。長期金利上昇のその

他の影響としては、社債発行が様子見となっていることがある。企業はこれまで設備投資を抑制してきた結果、キャッシュに余裕があるので、長期金利が大きく変動すれば落ち着くまで一時起債を見合わせるということかと思う。現時点でこれが企業活動の制約になっているかと言えば、そこまでの事態ではないと思う。長期金利は今後もある程度変動する可能性があるので、そうした状況下で社債発行市場や貸出の動きがどうなるか、これは注目しなければならないと思う。以上である。

福井議長

次、岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

それではまずアメリカの経済であるが、先程須田委員からはやや慎重な、ダウンサイド・リスクの点について触れられたが、私はむしろやや上振れする——これはリスクというのか歓迎すべきことというのか分からないが——可能性が高いのではないかと思う。マクロ・エコノミック・アドバイザーというのは、ラリー・マイヤーさんがやっているのだが、そのチームが予測のための年後半のデータを入れたらコンピュータが煙を吐き出したと表現している。その意味は第3四半期は5.6%というやや高い数字が出てくるという予測がある。私はそこまではいかないと思うが、後半4%台というのは大いにあり得ると思う。第3四半期は恐らく4~5%、第4四半期は3~4%程度の伸びが期待できる。それは個人消費、設備投資、財政支出と、これは勿論減税の効果も加わってということだが、牽引力がアップしているからではないかと思う。それから、労働生産性があまりに驚異的、と言うと少しオーバーかもしれないが第2四半期6.8%、前期比年率で伸びており、戦後直後のアメリカの景気の回復の時点と比較できるような生産性の伸びではないかと思う。ただ、そのコインの裏側はジョブロス・リカバリーで、90年代のジョブレス・リカバリーよりも改善のテンポが遅いということになっている。ということで政策運営の方

やはり雇用の改善がきちっと見られるまでは緩和基調を維持するというスタンスで良いのではないかと考えている。アジア、EU等については、既に皆さんの意見があったので、特に異論はない。日本の成長率であるが、これまでもGDPと鉱工業生産の乖離の問題があって、これは毎月の判断で、私自身も内閣府で毎月悩んでいた問題である。毎月利用可能なのは鉱工業生産の数字で、主には生産面を、生産・出荷・在庫を見て判断することにならざるを得ない。だが、しばしばGDPとは乖離があって、その時私がやったことは、常にGDPがいくらになるかということ、足許、今はもう9月半ばなのだが、7~9月のGDPが幾らになりそうなのかということ、これを常に予想しながら、鉱工業生産の動きと合わせて判断する。勿論予想が違ってしまうことはしばしばあるのだが、同時にやっていくという作業が必要なのではないかと考えている。今回の第2四半期の数字は私の予想をはるかに上回っていて、外需の分だけプラスだというふうに、これは輸入の減少でプラスだというふうに思っていたのだが、それを上回っていた訳である。勿論一時的な要因はあるが、私が注目しているのは、名目のGDPが前年比でも、これは春委員からも指摘があったが、前年比で見ても0.5%増。これは2000年の初めにもこういうことが起こった。先程植田委員からお話があったが、名目の特に設備投資で見ても前年比で6.1%増えて、これだけで名目GDPを0.8%押し上げてしまった。つまりこれは、一時的な統計の振れの問題はあるが、同時に法人企業統計季報で、売上げも名目で前年比プラスになっているというのは、明るいサインだと受け取っている。私は第2四半期は生産・輸出が弱含みになると何度も申し上げて、むしろダウンサイド・リスクがあるということ、3月、4月、5月の段階で強く申し上げた覚えがあるのだが、結果的には設備投資の内需の腰が思ったよりも強かったとあって良いのではないかと考えている。展望レポートでは、年率1%と予想した訳であるが、今後前期比でゼロが続いても1.9%になってしまうので、これまでの6四半期連続のGDPの伸びは前期比で0.7%程度あるので年率では3%近い訳である。前期比0.7%が今後も続くか分からないが、仮に過去の6四半期より低い

前期比 0.5% だとして、これを平らにのばしたとしても年率 3% に近いものになるということではないかと思う。これは機械的な計算であるがこうなっている。それから 1 年はまだ回復と言うか、上向きの動きが残っていると思うので、見通しについて言うとむしろ強めに、足許調整するだけで実は強めになってしまうという問題があるのではないかと思う。もう一点は、物価の問題であって、これは植田委員からもご指摘があった点であるが、そういう GDP の動きを考えていった場合に消費者物価の動きをどう考えるかという点。足許ではコア CPI が -0.2% であるが、特殊要因が恐らくあるので現実には -0.5% あるいは -0.6% であろうと私も判断しているが、ただ特殊要因だけで過去 -0.9% とか -1% に近いところから上がってきたのかと言われると、それだけではないと思う。それは、非常に難しい点でまさに相当突っ込んで検討をして頂きたいと前から申し上げているが、私はこの間平均して年率 0.7% 前期比で GDP が増えてきたということが、GDP ギャップを小さくしていると思う。それが物価の下支えプラスもう少し押し上げるデフレ減速要因に明らかになっているのではないかと考えている。この先 1 年同様の状況が続いた時に、今は -0.2% だが、多少特殊要因とか危険なことも色々あると考えるとゼロになることは十分あるということかと思う。このことのインプリケーション、経済政策運営上の論点については後程述べたいと考えている。全体として言うと、日本経済は在庫調整の局面でいうと 95~96 年に似ている。物価の方の動きで見ると、植田委員からご指摘があったように、99~2000 年に掛ける状況に似てきているのではないかと考えている。一方で下方リスクとしては冷夏があって消費を押し下げる、それから社会保険料も引き上げがある、長期金利が思わざる程上がってしまう、円高リスクというのもシカゴの先物市場では円買いが 4 年分溜まっているという話もあって相当潜在的には円高の圧力はある、さらに北朝鮮とかテロリズムのリスクというのも存在している、と考えている。以上である。

福井議長

一とおりご意見を拝聴して、多少樂觀悲觀、あるいは強氣弱氣のニュアンスの差があったと思うが、大方の感じ、私の感じも入れて申し上げれば、ずっとほぼ横這い圏内できた経済が横這い圏内を脱出しつつあるか微妙なところが残っているという状況である。ただ、少しずつ先行きの展望を明るくするようなサインが窺われるようになってきた、という点は共通している。そういう意味ではこの春以来、我々が想定してきた景気回復へのシナリオの実現可能性が高まっている、あるいはシナリオを若干上回る回復の可能性もほの見えてきているということではないかと思う。7月までの経済指標で見る限り、輸出・生産はまだ横這いということであるが、輸出などを見ても世界のIT需要回復を反映して情報関連が堅調に増加している。連れて資本財部品もここにきて輸出の伸びを強めているというように、今後の良い方向を窺わせるような変化が出てきているということではないか。内需の方も設備投資が法人季報あるいは機械受注などに幾分強めの数字が出てきているし、実際、企業家の行動も堅調な収益を背景にそういう方向に振れてきている、設備投資自体は既に緩やかな回復過程に入っていると判断できそうなところにきていると思われる。一方、個人消費については、冷夏の影響がかなり強かったのではないか。各種販売統計など弱い指標があるし、エアコンの売行きとかビールの売行きとか、色々個別に聞いてみてもさっぱり駄目だったと皆さん言っておられるので、それは確かではないかと思うが、全般的な消費者マインドと言うか、消費者心理はそれに比例して悪くなっている訳ではなさそうだ。経済分析的にいくと、雇用とか所得環境の面で雇用者数あるいは賃金の下落に歯止めがかかりつつある、雇用者所得が下げ止まりつつあるというような、将来に繋がる材料も出てきているということではないか。従って、先行きについて少しずつ明るい展望を描くことが可能になってきている。輸出環境について言えば、米国経済は、下期以降どれ位の成長率の上昇が見込まれるか、まだ明確ではないと思うが、いずれにせよ、かなり控え目に見ても、日本経済にとってある程度プラスになる程度にまで、米国経済の成長率が上が

る可能性はかなり強まってきているのではないか。米国経済の回復の持続性とか、強まり方についてまだ明確に判断できないと思うが、確かにいつまでも生産性向上一本槍でいくのか、ジョブロスないしは、ジョブレス・リカバリーの局面から雇用も緩やかに拡大する方向に転換していくのかどうか、一つの見極め所は確かに存在していると思う。東アジアの方の経済はSARSの終息、シンガポールで何かあったということで、先行きまた心配だが、一応SARSが終息している。それから、アメリカ経済が好転しつつあるということで、全般に経済活動が持ち直してきている。韓国がちょっと遅れているようだが、韓国はIT関連の経済にかなりシフトしているので、きっとIT関連が立ち上がっていけば、キャッチアップしていく可能性は強いと思われるし、中国はやはり既に投資活動を中心に力強さを取り戻しているという状況ではないかと思う。そう考えると、この先、日本経済との繋がりで見れば、日本経済において輸出・生産の立ち直りを現実化させていく環境は整ってきているのではないか。日本経済の中で内需の面での牽引力である設備投資が、製造業大企業を中心に少し回転速度が良くなってくることを展望できるのではないか。金融の面では、短期金利が、多少は長期金利上昇の余波を受けているということがあって、要注目事項が残っているが、全般的には、短期金利は落ち着いた地合いを続けている。景況感の改善を反映して、株価と長期金利は予想以上に上伸しているということではないかと思う。長期金利については、かなりの部分先行きの景況感の変化を反映しているという皆さん方の見解のとおりだと思うが、やはりこうした今後の経済の望ましいパスをきちんと掴んでいく、そして、でき得れば、持続的な回復のパスにきちんと乗せていくということを展望すると、その長い途上において、やはり長期金利を巡る市場の期待の安定化ということを如何に上手くキープしていくか、我々にとって重大な課題としてここに既に提示されていると考えざるを得ないと思う。そういうことをかなり強く意識しながら、後半の議論に繋げていきたい。10時55分再開としてコーヒー・ブレイクにしたい。

(午前 10 時 43 分中断、10 時 55 分再開)

福井議長

それでは会議を再開する。次回決定会合までの金融政策の運営方針について意見表明をお願いする。前回と同じ順番、福間委員からお願いする。

2. 当面の金融政策運営方針の決定

福間委員

前半のパートで申し上げたように、債券市場は債先オプションのインプライド・ボラティリティの高止まりが示すように、引き続き不安定な相場展開を予想しており、また短期金融市場でも期末要因、ヘッジ要因から金先レートの高止まりや短国応札金利の期間毎の凹凸が示すように、本行の量的緩和政策の継続に懐疑的な見方が根強い。一方、経済情勢は、物価下落は継続し、前半のパートで申し上げたように、成長を阻害しかねない構造問題も幾つか残されており、持続的な経済成長のためには、現在は景気回復の底固めを万全に行うことが必要な段階にあると思う。また金融機関は、長期に亘る超低金利の継続の結果、そのALMにおいてかなりの金利リスクが潜在していることが考えられる。一方で、中間期末を控えたこの時期に、このところの相場のボラティリティ上昇も手伝って、そのリスク許容量は大幅に低下している。加えて、株価もこれまでの上昇が急ピッチであったことや、期末を控えてのテクニカルな調整が入りやすいことから、目先金融機関が株安、債券安に直面することもあり得る訳で、こうした環境下で量的緩和政策継続に対して本行の意思が市場からテストされているという具合に考えている。本行は2001年3月の量的緩和政策導入の際、物価が継続的に下落することを防止し、持続的な経済成長のための基盤を整備することに対して、断固たる、ロバストな決意をもって量的緩和政策を行うことをコミットしている。このため本行としては、量的緩和政策の継続に具体的なアクションを改めて起こすことで、市場に対し時間軸効果

をより明確にしていく必要があるのではないかと考えている。そうした対応が、直接的ではないが、債券相場の安定化にも繋がり、ひいては持続的な経済成長のための基盤整備に資するのではないかと考えている。具体的なアクションとしては、私は、現行の金融調節方針は維持したうえで、なお書きを発動したり、金融政策決定会合後に記者にブリーフィングを行うといった対応も考えたが、次に述べる理由から日本銀行の当預残高目標値を現行の 27 兆円から 30 兆円のレンジを、30 兆円から 35 兆円に引き上げ、なお書きは維持することが適当と判断し、その旨提案する。第一は、現在はなお書きにあるような「金融市場が不安定化するおそれがある場合」という段階を既に過ぎ、既に金融市場は期末要因を含んでいるとはいえ、極めて不安定化しており、今後もさらにボラティリティから見て不安定化するおそれがあること、こうした現実に対して速やかに対応する必要があり、また今後一段と金融市場が不安定化するおそれに対しては、プリエンティブに対応しておくことが必要だと思っている。第二は、マーケットへのアナウンスメント効果を十二分に考える必要があると思う。先程申し上げたように、量的緩和政策の継続に対する本行のスタンスが問われている中で、仮に現行の金融調節方針を据え置けば、デフレが解消せず、持続的な経済成長の基盤も整備されておらず、かつ金融市場が不安定化しているにもかかわらず、日銀は量的緩和政策の継続に対して、本腰を入れていないと、マーケットは受け取る危険性があり、そうなれば本行の量的緩和のレジームに対してのクレディビリティが問われるのではないかと思う。第三は、現行の当預残高の上限である 30 兆円がやや窮屈になっていると思われる。現実に当預残高は 30 兆円に近い水準で推移しているが、この水準を出発点として本行の量的緩和継続に対する断固たる姿勢を示すためオペを積極化する場合に、上限を上げてアローアンスを確保しておくのが適当ではないかと思う。例えばこれまで、資金供給オペを実施する一方で、当預残高目標値との関係で同時に吸収オペをオファーしてきた。しかし金融市場の安定化を図るためには、時として供給オペを先行させた方が適当な場合もあり、このような柔軟かつ機動的なオペのためには、現行の 30 兆円と

いう上限はやや窮屈ではないかと思っている。このように当預残高を引き上げたうえで、そのもとで行う金融調節の方法は、具体的には資金供給オペの方法については、オペを通じて市場との対話を深め、時間軸効果をより明確にしていくため、次に述べるような工夫も必要ではないかと思う。

第一、オペの頻度を上げること。これはいつも申し上げていることだが、8月上中旬の資金供給オペは長期金利が上がっている中でやや回数が減ったということがマーケットをナーバスにさせていることも一因と言われているが、また先行き10月のような資金需給的に余剰となる月に、本行の供給オペが再び縛られることを心配していると予想される。市場の金利観自体が大きく揺らいでいる時は、本行としても日々の資金需給に囚われず、機動的に実施する攻めの姿勢が必要であり、オペの頻度を増やすことはこれまでも繰り返し申し上げたが、現実には市場の金利感に混乱が生じてしまった現在、特にこの点を強調しておきたいと思う。

第二に、オペの期間を適宜1年まで拡大するとともに、例えば3か月、6か月、9か月という異なる期間のオペを同時に実施することである。量的緩和政策の時間軸効果が疑問視されている現在、オペの期間をできるだけ長めにとることは重要であるが、それとともに異なる期間のオペを同時に実施することで、市場の金利感も肌理細かくフォローしていくことができ、先程述べたターム物金利の凹凸を是正していく試みも必要ではないかと思う。

第三は、先程執行部の方から国債現先オペがあったので、特に付け加えることはないが、先程の説明を実施するべく、具体的に検討してもらいたいということである。以上、当座預金残高目標値の引き上げと、金融調節運営方法の工夫に加え、前回は申し上げたように、対外的な情報発信に当たっては、市場にリスク・プレミアムを高めないような配慮が必要ではないかと思う。

なお、現下の株高、長期金利上昇の中で、今後銀行の流動性預金から株式、債券等への金融商品に資金がシフトし、それに伴い一時的に銀行の当預需要が増加することも予想され、この様な資金の流れの変化を的確に捉えていくため、執行部においては例えば吸収オペの応札倍率や応札レートの動き、銀行の手元流動性の動向、市場全体における資金の流れを注意深くモ

ニターして頂きたいと思う。以上、色々申し上げたが、いつも言っているように、オペのタイミングや方法は執行部に一任するが、現下の不安定、かつ心理的にも不安定な市場に対しては戦略的なオペを通じ、市場との対話を特にお願いしたいと思う。以上である。

福井議長

次は中原委員お願いする。

中原委員

現状の極めて潤沢な資金供給のスタンスを維持するという趣旨で、現状維持で宜しいかと思う。足許について見てみると、短期のところでは極めて流動性の余剰感が強く、中間期末を控えて金利上の不安感も生じていないと思うし、金融システムにも表面上の動揺はない。ただ長めのものについては、ヘッジのための取り意欲が非常に強いということで、金融機関はまだ中間期末のポジション固めを完了しているとは思われない。動きは拡大する可能性もあると思うので、暫くの間、中期ゾーンについては買い手不在というような状況が続くのではないかと思う。必要があれば今後さらに長期のオペの発動も躊躇すべきではないと思う。先々週だったか、長期オペを打った時のマーケットの反応は、日銀の堅固な意思表示という意味においては、やや中途半端ではなかったかというような批判的な意見も聞かれる訳である。期末に掛けて、なお書きを援用して 30 兆円を上回る資金供給も積極的に行うべきだと思う。長期金利については、今回 2 つの波があった。この 2 つの波に亘る中長期金利の上昇をどう見るかについては、色々な見方があるが、6 月末から 7 月に掛けての第一波は、どちらかと言えばやはりポジションの一方的な積み上がりによる自律反転、これは長期ゾーンを中心に生じたものといえると思うが、一方、8 月半ばからの第二波の上昇は、中期ゾーンが中心で、回復期待の高まりの中で日銀の意図を市場が誤解した、ある意味では日銀の市場との対話の失敗により生じた部分もあるという感じは否定はできないと思う。直接のきっかけは異なると

しても、第二波の上昇も結局は第一波の上昇のコンソリデーションの過程の中で生じている訳で、このようなマーケットの不安感の影響、ボラティリティの上昇の過程における中央銀行としてのスタンスをマーケットにどのように示していくか、我々として反省する部分もあるのではないかと思う。実体経済回復の過程で先行きの円高のリスクを抱えている訳だし、不良債権問題、金融システムの問題も現実には先延ばしているという状況のもとで、言うまでもなく、漸く出てきた景気回復の流れに水を差すべきではない。そのためには長期金利はこれ以上上昇することはやはり避けるべきだと思うし、そのためには今の段階では時間軸を強調するしかないし、出口政策を議論する訳にはいかないとは思いますが、一方、市場ではむしろ出口政策が曖昧である、時間軸の曖昧さが相場の行き過ぎをもたらしボラティリティを高めているという見方もある。今後の透明性の議論の中で、十分この点も考えていくべきであろうと思う。いずれにせよ、未だボラティリティは高い状態が続いているし、新しい水準にコンソリデートするにはまだ時間がかかる。これから年度後半に掛けては、色々なイベント的なリスクも考えられる訳で、金利上昇へのプレッシャーはむしろかかり易いと思う。株価もそのうち一旦調整に入る可能性もある。金利の先高感が出ている中での株価調整、これは銀行のリスクテイク能力の低下を予想させ、株安と債券安ということが同時に調整として起きるリスクも考えられると思うので、十分その点を注視していく必要があるだろうと思う。我々としては、実体経済にも影響の出易い中期ゾーンの金利とボラティリティの上昇が金融システム等に悪影響を与えないのか、重大な関心を持って見ていること、現実に長期金利の上昇が実体経済や金融システムに悪影響を与える率が高まる場合には、量的緩和を以って対応する意思を明確に示すこと、それから足許の実体経済の認識については、どちらかと言えば慎重な見方を維持するということ、こういうようなスタンスを種々の機会を通じて強調していくという必要があるのではないかと思う。さらに、市場との対話のあり方、透明性の向上については、次回の展望レポート作成にあわせて検討すべきだと思うが、同時に議事要旨や決定会合の声明文のあり方

という辺りも十分我々として改善を検討すべきだと思う。

福井議長

次、須田委員お願いする。

須田委員

展望レポートの標準シナリオの蓋然性が高まっている状況下にあるということなので、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、昨日の中曽局長の説明によると、月末30日は地方交付税交付金の払い等で3.8兆円の資金余剰となるが、自己資本規制が意識されているので末日の資金吸収を避けたく、なお書きで対応したいということだった。そういうことであれば、無理に資金吸収することなくなお書きで対応して頂きたいと思う。なお、景況感が改善し、かつ金融システムに対する不安が後退しているもとにあって——金融システム不安が起こればなお書きを勿論発動して欲しいのだが、私は今のような状況は今までに比べて金融システムに対する不安が少し後退していると判断している——なお書きを発動すると、その意味がまた変化したのではないかという議論を引き起こしかねないので、私は今のような状況であれば、月末までは原則として両建てのオペを活用しつつ、27から30兆円の枠を保って頂きたいと思っている。

さて長期金利の動きについてだが、今週に入ってマーケット関係者からは、ひとまずオーバーシュートは解消したというコメントや「決算期に伴う損益確定売りや政局に対する警戒感が一巡すれば、運用難から債券に資金が集り、金利水準は徐々に落ち着いてくると思う」というような意見が散見されるようになり、先週までのちょっとヒステリックな悲観論からは少し落ち着いてきたというふうに感じている。従って、今のところまだ必ずしも安定ということではないが、金利は一頃のような不安定さが減り、少しずつではあるがそして時間もかかると思うが、落ち着きを取り戻す方向にあると考えている。今回の金利急騰の局面を通じて、時間軸効果を巡

る日銀批判を見聞きしながら、市場とのコミュニケーションのあり方について考えたことをまず述べておきたいと思う。この間、市場が時間軸に対する信頼感を持てなくなったということを市場関係者から何度も聞かされた。その中には、責任転嫁とも取れる場合もあったが、時間軸効果が揺らぐのは望ましくないと思う。時間軸に対する信認を高めるには、コミットメントの強さと景気認識のマーケットと日銀の共有の、二つの要因が大事だと思うが、この両面で日銀とマーケット関係者の間では認識ギャップが一時的に広がっていたように思う。前者については、私は現在の量的緩和政策についてのコミットメントは、決して破ってはならない、もし破ったら二度と日銀は信頼されなくなると感じてきたが、当然のことを外に伝える必要性を感じていなかった。今回の7月の議事要旨批判などを見ると、コミットメントを守ることを同じ言葉で何度も繰り返すことが必要だと改めて感じているところである。とりわけ、量的緩和政策からの解除など、これまで頭の中から除外していた人々が、その可能性をいつかは分からないが、リスク要因としてでも考慮に入れるようになりだしたとすると、そのコミットメントを繰り返し述べていくことが大事になるのだと思う。

もう一つの要因である景気認識の共有については、この間、日銀の標準シナリオ、あるいは景況感というのは変わっていないが、マーケットは行き過ぎた悲観論を修正するだけでなく、楽観論へ大きく舵を切ったように思う。つまり、6月から7月に掛けての長期金利急上昇の局面は、マーケットが持っていたそれまでの行き過ぎた景気・物価悲観論の修正場面であったが、前回の決定会合以降の金利上昇局面では、6月の機械受注や4~6月期のGDP第一次速報値など、経済指標に市場予想を上回るものが増え、それに加えて株価の上昇もあって急に景気楽観論が増えてきたように思う。このような景気の見方の修正が、ポジション調整やリスク回避のための売買をもたらし、金利の大幅な変動をもたらした一因だと思う。それにリスク管理の観点からのロスカットや、中間期末を控えての収益確定売りなどの要因も金利の変化を加速した。多くの人が同じリスク管理手法を用いていることも、金利の調整を一方向に変化させた要因である。この間の

金利の変動については、確かに速過ぎたと言える。短期的にはオーバーシュートしている面もある。しかし、期待が変化したらそれに直ぐ反応するのがマーケットである。日銀が市場の需給に直接働き掛けても、特にこれからも大量の国債が発行されることを考えると、この動きをコントロールすることはできないと思う。従って、大きく期待が修正され、それに伴い金利が変動するような状況をなるべく作り出さないようにすることが何よりも大事だと思う。そのためにはまず、日銀の景況感を市場に的確に伝えることが必要である。日銀の考え方を良く知ってもらうことである。その一つの方法が展望レポートの標準シナリオを用いることであって、それを基準にしてそれから上振れているか、下振れているかで議論することだと思う。そうすれば、方向感の議論だけでなくレベル感も含めて景況感を共有できているかどうかの判断がしやすくなると思う。

なお、このような信頼関係ができたからと言って時間軸効果が効く期間の短期金利がほとんどゼロになるという訳にもいかない。それはリスク・プレミアムがあるからである。時間軸は経済状況によって変化するから、何かルールで機械的に決める訳にはいかない。従って、その効果が強力なのは、そう遠くない将来時点までだと言える。リスク・プレミアムを押しつづす程の強いコミットメントの仕方も問題を引き起こしかねない。またアナウンスの方法も工夫する必要がある。発言者は同じ気持ちでありながら言い回しを変えた場合、市場は前回と今回の言い回しの違いに政策変更を読み取ろうとする。市場に無用な憶測を呼ばないためにも、表現を短く、そして来る日も来る日もその表現を単純に繰り返すことが時間軸を揺るぎ無いものにするために却って有効ではないかと私自身は感じている。

最後に国債現先オペについての意見を述べさせて頂く。手形買入の場合は、共通担保でオンラインで国債銘柄の差し替えの回数に制限がなく可能であるのに対し、国債買現先オペの場合、国債銘柄差し替えが手作業のため、事務コストがかかり、かつ銘柄の差し替え回数が制限されている。レポ市場はスポネが6~7割で長くて1か月程度のものであって、新たにメリットを受ける可能性のある証券会社は短期のファイナンスが一般的で

あることを考えると、私は今それを延長することに積極的な意義を見出し得てはいない。今延長することでこれを市場安定化策として出したと捉えられてしまうことを懸念している。とは言え、オペの対象先が違っていること、即日スタートオペの場合、手形オペより遅い時間でもオペが打てる機動性に資するという事などメリットもあるので、手形買入と期限を合わせる事自体に反対する理由もない。市場のプロにはこのオペ延長の意義の程度は直ぐに分かることなので、市場に対して誠実であるためにも、また日本銀行が市場安定化に乗り出したと誤解されないためにも、是非これをプレイアップさせないで欲しいと思う。淡々とやって欲しいということである。

私としては、法律改正の施行を待つのではなく、それこそ知恵を出してタームローン型のシンジケート・ローンを担保にとるという決定の方が、地銀にとってリスク分散が図れ、大手行にとっては手数料収入の増大に繋がり、流通市場ができれば貸出金利の適正化にも資するなどのメリットがシンジケート・ローンにはあるので、担保として利用される可能性が少ないとは思いますが、意義深いものであると思っている。以上である。

福井議長

次、田谷委員をお願いします。

田谷委員

今回は現状維持を基本にしたいと思う。景気が回復方向に向かうための環境に改善の兆しがある。マネーマーケットでは、中長期金利の上昇を受けて、ターム物レートが上昇した。しかし、上昇の程度は限定的と言えるものであるし、レートの動きも落ち着きを取り戻しつつある。この点、福間委員はもっと詳しく観察されてデコボコがある、あるいはレートも上がったとおっしゃっている。確かに若干レートは上がったが、その程度は私にとってはまだまだ限定的だと解釈する。この間、市場を安定化するために手形オペで年度末を越える長めの資金を供給することもあった。今朝、

金融市場局長が説明されたように、必要に応じて長めの資金を供給できる手段を拡充しておくことは望ましいと思う。レポ・オペの期間をとりあえず1年に延ばすことを検討することは賛成である。当面の政策運営としては、必要に応じて供給オペの期間、手段を選択しつつ、これまでもやってきたとおり、足許資金の吸収オペも継続することで良いと思う。だからこの点も少し福間委員と認識が違うかも知れないが、先程も須田委員がおっしゃったように、暫くツイストオペで対応することが適当のような気がする。昨日、この点も今、須田委員が触れたばかりだが、今月末は財政の払いが大幅になる一方、中間期末で吸収がしにくいので、なお書きでの対応が必要になりそうだ、という説明があったが、そうした対応は適当だと思う。こうした状況は、市場の一部では理解されていると思われるので、事前にそうした対応が考えられるということを説明しておいたら如何だろうか。昨日、今日とタームローン型のシ・ローン担保としてとることについての説明があったが、実務上の問題がクリアされ次第、そうすることが望ましいと思う。昨日の説明では、小型のローンが増えているので、中堅・中小企業向けのローンが増えているのではないかとのことだった。そうであれば、なおさらのこと、シ・ローン市場育成の観点から担保として取れるようにしておくことは望ましいものになると思う。最後に一言、この点は春委員あるいは須田委員など皆さんが触れた点だが、物価について、消費者物価の下落率は、仮に冷夏の影響など一時的な要因によってさらに縮小することがあっても、持続的なものでない限り、緩和政策を変更する要因にはならないし、そのことを対外的に粘り強く説明していくことが重要であると私も強調しておきたいと思う。以上である。

福井議長

次、植田委員お願いします。

植田委員

皆さんとほぼ同じであるが、实体经济の方にはやや明るい動きも出てき

ているということだが、金融資本市場、特に債券市場にその影響もあって、短期金融市場に若干の波乱が見られる。ある程度の金利の変動は健全かつ必要なものかと思うが、例えば景気に関する下方リスクの緩和を債券市場等が過度に織り込むような動きはマイナスになっていく可能性があるということだと思う。そのマイナスの例としては、既に福間委員、武藤副総裁がお触れになったことかと思う。中長期金利上昇の要因についても、皆さんの分析と私は同じ意見である。すなわち、基調として若干の景況感の改善がある。その中で時間軸効果等を含めた日本銀行の政策、場合によっては出口政策等については若干の不安感の高まりが見られた。さらにこういうことをマーケットの内部要因からくるある種のリスクテイク能力の低下が拡大してしまったということかと思う。最後の点は、金融機関であれば株も一緒に上昇しているので変ではないかという気がする訳であるが、これは皆さんがお触れになったように、期末要因とか、あるいはやりジットにすぎる金融機関のリスク・マネジメントのあり方とか、それと相互作用するが、業務改善命令あるいはその中でディファード・タックス・アセットの扱いがどうなるか、ということが相互作用して、例えば株の上昇と金利の上昇を完全に頭の中でオフセットしているという訳でもない、あるいは会計上そうでもない、というようなことも効いているように思う。こういうことがさらにマネーマーケットに波及してきているというのも、朝から、あるいは昨日から分析があった点かと思う。対応としては、やはり皆さんと同じであるが、我々のスタンスはぶれないということの説明していくとともに、そういう感じをオペ等を通じてきちんと伝えていくということかと思う。口頭で伝えていくという中では、これも複数の方がおっしゃったとおりであるが、まず景況感については嘘をつく必要はないが、必要以上に明るい面を強調しない。出口政策についても、中長期的にはゼロを超えたあと1%を目指すのか3%を目指すのか、という論点は重要かと思うが、今向こう数か月という単位でそれを外にアナウンスするということは極めてマイナスの作用をマーケットに及ぼすと思う。むしろ、透明性という観点からは、直前に田谷委員あるいは他の方がおっ

しゃったように、ゼロを安定的に上回るまで、というところをもう少し丁寧に説明していくということが有効なように思う。それから長期金利の経済・金融への悪影響についても、これをひたすら強調する必要はないと思うが、ある程度注視しているということは滲み出させていくということは必要かと思う。オペについては、そうしたアナウンスメント効果を補強すること、及び、実際やや傷ついている時間軸に対する直接の効果も狙うということで議論されてきたような長めのオペを上手く使って頂くということでよいのかと思う。そのうえで、それがさらにスムーズに行えるように、福間委員がおっしゃったような当預目標を上昇させるという選択もあり得ないと思うが、その本当の問題が全体の量でなくて、違うところにあるということもあるので、皆さんと議論させて頂いてまた決めたいと思う。以上である。

福井議長

次、春委員お願いする。

春委員

前回会合以降、10年物の国債金利、第一波、第二波とあったという話であったが、9月2日に1.67%まで再び上昇した。短期の金融市場でも無担のオーバーナイトのコールレートは0.001~0.002%とあって動きがない訳であるが、金先やT.Bのレートが上昇した。8月末に実施した各1兆円の3月越えの資金供給オペを始め、機動的な資金供給や、総裁を始めとするメッセージの発信で一応落ち着いたようにも見えたが、その後も基本的には不安定な状況が続いているのではないかと思う。10年物の国債金利だが、0.440%から第一波の上昇の局面では一方的な金利先安観が修正されて、蓄積されていた大幅な金利上昇圧力が若干緩和されたという認識をしたが、今後さらに金利急上昇が発生するようなことになると、金融システムや消費、投資への影響が懸念されると思う。本日皆さんもおっしゃっておられるし、先日の参与会でも何人かの方々からご発言があったが、日本

銀行の量的緩和政策の継続に対する市場参加者の疑念が生じないように、金融調節を通じ、また今回会合後の発表を含めたメッセージの発信を通じて強い姿勢を示していくことが必要かと思う。金融調節方針としては、先程の福間委員のご提案に若干迷いが出ている面もあるのだが、一応用意していたのは、現在の当座預金残高を維持しながら、従来同様市場の状況に応じ、先見のかつ機動的に、潤沢かつ実効性がある資金供給を続け、中間期末に掛けて必要があれば弾力的になお書きを適用していくことが必要であるというように思う。また国債の現先オペ、シンジケートローン、本日のご提案の指針のもとにそのとおりでと思うので、是非実現の方向でご検討頂きたいと思っている。先程の福間委員のご提案についてだが、どうも私のマーケットの認識が甘かったのか、あるいは福間委員の認識がやや突出しているのかという辺りは分からない点はあるが、私なりのポイントは二つある。仮に、なお書き適用とした場合に、次回の会合までの間になお書き適用せざるを得ない状態というのは、昨日の説明等から私はせいぜい数日のことで、いわば一時的ななお書き適用という理解をしていたが、福間委員のご理解だとかなり長期に亘ってそういう状態が続いて、なお書き適用するにはやや長すぎるのではないかと、というご認識のように見え、その辺が一つポイントである。もう一つは、仮にその目標を上げた場合に、10月以降、あるいはかなり長期に亘ってということかと思うが、それを仮に33兆円とか34兆円で維持していくことが可能かつ妥当なのか、1.2兆円という長期国債の買切りについては、直ぐ増額を伴うものになるのかどうか、私自身判断に余る問題であるので、福間委員はじめできたら執行部の方のご意見を質疑の時間でお聞かせ頂ければと思う。

福井議長

次、武藤副総裁、お願いします。

武藤副総裁

まず、先程申し上げたような経済金融情勢判断を前提に考えると、金融

政策運営については現在の調節方針を続けるということで良いと思う。その上で、時間軸との関係で、もう皆さんが触れたが、そのコミットメントについて触れておきたいと思う。ご承知のとおり、日本銀行はいわゆるコアのCPIの前年比上昇率が安定的に0%以上となるまで量的緩和政策を続けるということを公表している訳で、これは極めて明確かつ具体的な約束だと言えると思う。そのもとで市場参加者の経済、物価に対する見方が変化をすれば、時間軸は当然伸縮するということかと思う。ただ、少なくとも私どもの物価の見通しあるいは民間の各種の見通しを見ても、先行き当面、年の単位で展望しても、従来の物価に関する見方がここで大きく変わっているということではないだろうと思っている。中短期債の需給悪化の中で今回の一連のマーケットの動きというのは、やや市場参加者が過度に神経質になった面があるのではないかと思う。そういう状況のもとで、私としては次の三点を特に申し上げておきたいと思う。まず第一点は、今後の物価動向について、先程もお触れになった方もあったが、今年度の後半、例えばお米の値段等によってはCPIのマイナス幅がさらに縮小する可能性がある。そうした一時的かつ特殊な要因による物価の上昇について、我々が安定的に0%以上になるというコミットメントとの関係でどのように考えているのかということ、市場が正しく理解できるように丁寧に説明していく必要があるということが第一点である。それから第二点目は、これも既にお触れになっているが、10月末の展望レポートで、来年度までの経済物価見通しを明らかにすることになる訳だが、長期金利の動向との関連でもそうした機会などを捉えてこのコミットメントを含めた金融政策運営の考え方、その前提となる経済物価の見通しについて、これも従来以上にということだと思うが、整理して説明する工夫というのがあった方がいいのではないかと思う。それから第三点目は、先程報告があった国債現先オペについてであるが、手形オペと平仄をとるかたちで期間を延長するというのは、大変良いのではないかと思う。現在金融市場は総じて安定的に推移しているが、今後景況感が変化していく中で、変動しやすくなる可能性もある訳であって、そうした時に備えて機動的なオペができるよ

うにしておくというのは必要なことではないかと思う。なお、9月末中間期越えの対応について、なお書き対応ということについて、執行部から説明があったが、この点についても適切な対応であると考えている。以上である。

福井議長

次、岩田副総裁をお願いします。

岩田副総裁

金融政策の運営であるが、まず実態面の方で先程申し上げたように、景気局面から言うと、在庫調整で言うと95～96年、アウトプットギャップの方で見ると99～00年、この時に私は類似していると思う。2000年の時にアウトプットギャップがかなり縮小したのにどうしてデフレが直らなかったかということが私の最も知りたい点であって、私なりの整理では2000年の夏以降アメリカが予期せざる急激な景気後退、これはITバブルの崩壊——これは十分にそのインパクトを見極めることができなかった、今逆のことが起こってアメリカの景気の方が思ったより強いかもしれないということが起こっていると思うが——と、それからやはり金融政策の運営が明らかに誤っていたと思う。つまりゼロ金利解除政策をその時期に、まさにアメリカ経済が失速した時にとってしまったということであって、どうしてそうした政策になってしまったかといえば、デフレ脱却のコミットメントが弱かったからだと思う。政策運営の方から考えると十分にデフレを本当に脱却する観点から政策運営を考えていたのであれば、とてもあの時期ゼロ金利は解除できなかったと思う。今回も同じ過ちを繰り返してはならないと考えている。そういう事態のもとで、今現実には長期金利が上がってきた。このことはある意味では金利の適正化のプロセスであり、投資家のリスク回避度が低下したことでもあり、あるいは一部にはデフレ率が減速するという期待もある。財政赤字幅が拡大、現実には40兆あるいは41兆に増えるというようなことも背後では影響していると思うし、さらに多くの方がご指摘されたように、銀行部門で一方向的なリスク管理

方法を採用している、これはスワップの損失処理のようなことがこの振れを大きくしていて、これに加えてヘッジファンドの売りがある、というようなことでイールド・カーブ全体に上昇圧力が加わったと思う。それが短期中期の金利にも波及している訳である。この短期中期の金利の波及について一部の報道では議事要旨が影響したのではないか、という報道があって、私も改めて議事要旨を7月の分を読み返した。どこにマーケットが反応したのか、もしかすると私が変なことを言ってマーケットが反応してしまったのかと思ったので。ある記事によると反応した文章は、意外に思われるかと思うが、——先程須田委員がお触れになった、あるいは武藤副総裁がお触れになった点であるが——時間軸効果の伸び縮みが弾力的なことが特徴である、景況感の変化で伸縮するのは当然である、という言葉に反応した。つまり、マーケットはそのこと自体には、発言した当人にとっては全くニュートラルな、当然の客観的事実を言っただけのことでもそれに反応する。言ってみると、こういうふうに金利が乱高下すると、誰か犯人が欲しくなる訳である。誰が悪かったのかと。そうすると日銀が悪かったのではないかと。短中期金利が特に動いたのは日銀が悪いのではないかと。そういう憶測が出てくる。こういうことはやはり避けなければいけないと思う。ただ、しかし、それはある意味で不可避のところを、こちらが幾ら努力しても、ある意味ではマーケットは勝手に解釈するという問題は残っていると思う。これはFedも全く同じような問題に直面していると私は理解している。政策対応だが、こういった事態のもとで政策対応をどうすればいいかということだが、これは総裁がどこかでおっしゃられたと思うが、「市況安定のために我々は無限の知恵を持っている」ということをおっしゃって、私もそれは正しいアナウンスメントだと思っている。私は最悪の手法は「我々は有効な政策手段を持っていない」ということをアナウンスし続けることで、最悪なコミュニケーションのやり方だと思っている。その意味では「無限の知恵」ということは、やはり言うべきだと思っている。同時にそれも言葉だけでは駄目で、それは現実にも色々なやり方があるということ、マーケットに示すことだと思っている。その対

応について私は、やはりもっと柔軟かつ多様化した手段で臨むべきだと思うし、今これから微妙な舵取りが必要になってくるという時期に差し掛かってきていると思う。そこで政策の対応についても多様化を図るべきだし、今回もその期間をこういうふう延ばす、国債の現先について期間を延長するとか、それはもう one of them であって、もっと色々な知恵をまさに結集すべきではないか。我々はそのためにこういう会議を開いているのではないかと思う。まず、当面の政策について福間委員の方からむしろはっきりとスタンスを示すためには、量的緩和をさらに進めたらどうかというご提案があって、私も4月の初旬と同じように気持ちのうえではシンパシーを感じる場所がある。つまりマーケットに対してどういうことで伝えるのか、何を考えているのかということ伝える手段としてどういうものがあるかといった時に、それは一つの方法だと思う。ただ、今回の政策決定会合で、要するに量的緩和継続の意思をより強く伝えるところにエッセンスがあると私は考えているが、それは色々なやり方があると考えている。量的に、確かに天井が窮屈になっている面については、30兆円、なお書きで柔軟に対応するということが今回は宜しいのではないかと考えている。それから二番目に、時間軸効果をやはり強化するということが必要で、今後これから1年見た場合に、コアCPIがゼロにタッチする場面というのは出てくる。その時にマーケットの一部が、あるいはもしかすると、もう少しその比率が高まるかもしれないが、実質的にコアCPIはゼロを超えているのではないかと、今一部にはもう超えているという意見が出てきて、そういう人達、そういうマーケットは多様だから色々なことを考える。そういう人達に対してより納得できる時間軸を提供するというのが、私は必要だと思っている。だから、現在のステートメントは「物価上昇率がゼロ以上で安定的に推移するまで」、とっている訳だが、例えば「デフレ脱却が確実になるまで」とか、そうするとこれはゼロと言っているよりは、つまり、より強いステートメントなのではないかと考えている。もう少し言えば、デフレにまた陥ってしまう、ゼロだけどまたマイナスになってしまうということを防ぐ糊代の問題とか、あるいは消費者物

価の持っている上方バイアスを考えれば、私は1%から2%が最終目標で望ましいと考えているが、今の量的緩和を続けると、というのも一つの方法だと思う。この時間軸効果を強化するステートメントを仮に出した場合に、マーケットがどう反応するか。私は短中期に対しては安定化効果を持つと考えている。長期金利はもしかすると、これまで0%インフレだと思っていたのが、1%まで上がるので、少し上がるかもしれない。だが、私は日本銀行としては、短期と中期に基本的には責任を持っていると考えている。だからそういった数字を出すことも一つの方法だと思う。それから三番目の方法としては、長期国債の買入れは毎月リジットに1.2兆円きちっと買えとなっているが、これは短期のオペレーションと比べると、あまりに柔軟性を欠いているのではないか。例えば、1兆円から1.4兆円、中心値は1.2兆円と、幅を与えてマーケットの実務で機動的に対応できるような枠を与えてやるというのも一つだと思う。その時に勿論そうしたことをやった時に、皆それは1.4兆円になってしまうのではないかと、こういう話も勿論あり得ると思う。そういう時は上限として、例えば1年間に6千億は増額すると。これは言ってみると、月々に割るともの凄くちょっとなのでほとんど何のインパクトもないが、総額として例えば増やすということも選択肢としてあり得るというふうに考えている。最後の四番目は、今日も金利が揺れているが、このスワップレート、短期の3か月物、0.5%というのは私はやはり高すぎるのではないかと思う。日本銀行は伝統的には先物市場には介入できないということになっているが、私は将来の検討課題としては先物金利、スワップ取引を活用して、これは日銀の財務面についても私はそう思っているが、国債を単に持っているというだけではなくて、金利リスクの回避手段としても活用する余地があると考えている。こういう幾つか検討課題があると思うが、結果的には今回こういった点も私は今後の検討課題として考えて頂きたい。今日これは具体的に提案するという訳ではないが、検討課題として念頭に置いて頂きたいと思う。それから、コミュニケーションの問題について、私はやはり議事要旨の反応でマーケットが過剰な反応があったと思うが、コミュニケーションについて

常日頃思っていることは、内部のコミュニケーションも同時にもっと必要だと実は思っていて、この会合での議論というのはできるだけ深く突っ込んだ議論をやるべきだと思っている。ただ、その公表の仕方については、マーケットに与えるインパクトということは十分考えなければいけないと思っている。以上である。

福井議長

一当たり拝聴した。皆様のご意見で極めて強く共通していることは、現在の量的緩和の枠組みを堅持する、そして時間軸効果と言うか、外に対するコミットメントを補強していく、このことではないかと思う。そして、当面の、つまり、次回会合までの調節方針という点については、福間委員から流動性供給の目標枠を増額してはどうか、というご提案があった。その他の方々からはその点については現状維持で良いのではないか。なお書き、期末のなお書き適用については、福間委員の案を採用した場合には、別の話になるが、その他の委員の方々については、ご同意、ご賛同があった、こういうことだと思う。それから、時間軸を補強していく場合に、きちんとコミットメントしていくことと同時に、マーケットの中でのアクションが非常に大事だと思う。特に長めのオペレーション、あるいは期間を多様化したオペレーションを有効に活用していく、その点についても多分意見は一致していると思う。道具立てを揃えるという意味で、国債現先オペの期間、最高期間を1年まで延ばすということについては、須田委員からあまりプレーアップしないようにとのご忠告があったが、概ねご賛同を得られたかなと思う。従って、この現先オペの期間については、さらに実務的な観点を含めた検討もいるかと思うので、執行部にさらにそのところは検討するように指示をしたいと思う。だが、残る重要な点は、福間委員から、それと岩田副総裁から時間軸補強の方策について様々なご提案があった。これは、今日ここで議題としてさらに詰めるということではなくて、提案として頂戴して、良く勉強したい、これから皆で良く議論を深めたいと思う。今日ここでさらに議論をしなければいけないのは、福間委

員の提案である。流動性枠をさらに増やすかどうか。提案のご趣旨は、従来の目標額の引き上げと、また違った、新しいフローが少し入っているのかなと私は思った。つまり、そういう意味では、時間軸を補強してコミットメントを強化していくというところによりウエイトを置いておられるし、さらにこのマーケットの実情判断如何ということに根差したお考えのように受け取らせて頂いた。つまり、枠が窮屈といったような場合に、つまり長めのオペ、しかも多様化したオペを打っていく一方で、ほとんどそれをオフセットするような短期の吸収オペを行っていくと、そこに限界があるのではないかという、多分そういうニュアンスを含めたお考えだったと思うが、そうした物の考え方も含めて、やはりもう一度ここで一当たり議論をして頂きたい。その前に、事務局の方から補完的な説明を頂きたいと思う。金先市場の天井とか、枠のそういう意味での窮屈感とか、コメントがあれば頂きたい。

白川理事

最初にマーケットの状況をどういうふうに見るかということについて、中曽局長の方から説明して、あとはそのオペレーション上、我々が直面してきている悩みと言うか、そういう点について若干私の方から説明したいと思う。

中曽金融市場局長

それでは先程も若干福間委員の方から話があった8月の状況だが、前半は、前回の決定会合でお話したとおおり、むしろ余剰感が非常に強かった。札割れが懸念されるような局面であった訳である。中旬には、確かにそれもお指摘があったように、オペの頻度は実は多少落としている。この背景は、8月15日に年金の払いを主因に資金需給が余剰となったということがあった。つまり資金需給は全般に緩くなったので、敢えて供給オペを打たなくてもターゲットの中に十分収まるというような状況が生じていたということである。こういう状況になると、何が市場で起き

るかということだが、当然市場は余剰であるというのが分かる訳である。そうすると、供給オペがないということを経済参加者が読むので、むしろタイト感が出てくるというような、奇妙な現象が生じる。だから、逆に資金が不足しているような時はマーケットがむしろ供給オペがあるのだろうと予測するので、今度は緩和感が出てくる。実はこういう現象は今回に限った現象ではなくて、従来から見られている現象であって、我々日々こうして接していると、どうも、短期金融市場は日銀オペへの依存を非常に大きくしているの、やや機能を失ってきている面があるのではないのかなと実は気がしている。それから、オペを打つ時には、どこにニーズがあるのかということを見ながらやっていく訳なのだが、長めのものを打てばそれなりに需要があるというのは確かである。ただ、多少不安に思うのは、これは需要をある意味では先取りをしていくということであるので、そういった需要を全部満たしてしまった場合に、長いオペでも資金需要が落ちてくるのではないかという感じが実はなくもない。資金需要の背景というのは、一つはこれは銀行セクターの状況なのだが、その状況が今株が上がっていることもあって、若干不安感が後退しているため資金需要が後退してきているということはある。多少今回金利が上昇した時に実は最近では珍しいことなのだが、コール市場でターム物が成立した。これは久方振りなのだが、これはある意味で金利が上がってくると市場金利が働くし、とりわけ銀行危機の問題というのが後退した局面ではそういった取引も市場で成立するというを示している。いずれにしても、我々が見ている限りにおいては、超短期のところは昨日も説明したように極めてレートが安定しているので、ここは余剰感が極めて強い、流動性危機はそういう意味では生じていないと見ている。あと、8月27、28日辺りのオペについても、マーケット毎に、我々としては前提としてよくモニタリングしているつもりである。27、28日の1年近い9か月物のオペは、極く一部のヘッジニーズが強かったから、これに満たすためにやった訳である。ただその29日以降はそういったところが一応満たされたのかなという感じがあったので、量的な部分についてはいつもより多めに供給をしたが、期間につ

いてはこれを元に戻した。つまりそういった銀行以外に一部の系統機関にはそこまで長いものは欲しくないという感じもあったので、量的には少し多めに出しながら期間的にはそういった人達のニーズも満たすような形でオペレーションをやってきた次第である。市場の状況とそれに対する私共の対応をちょっとかいつまんで申し上げるとそういうことになるかと思う。

白川理事

先程長期金利の上昇をどういうふうに解釈するかということで、大きく分類すると三つある。一つは景況感、二つはコミュニケーション、三つは市場機能である。そういう分類で、そのウエイトをどういうふうにかけるかということで若干のニュアンスの違いはあるが、いずれにせよこの三つが関係している点については認識は同じだと思っている。市場機能の問題については、昨日ここで申し上げたとおり、その可能性もあり得るなということで、非常に注意深く見ているところである。なぜ、こういう問題が起こるかということ、通常の金利が有意についているマーケットでは、短期で資金を供給すればその中でマーケットだけでこなされるはずである。従って実は、量そのものと言うか、量のアロケーションがどうも上手くいかない局面が時としてあるということだと思う。そういうことで今我々はオペの面で色々と工夫をしている。それからその全体の量については今 27 兆円から 30 兆円ということをやっている訳だが、先程福田委員からも指摘があったとおり、例えば 30 兆円となっていると、確かに量を機動的にやっていく時に多少制約要因になるというのはある訳である。我々自身が今膠着するジレンマというのは、これまでもそうだったが、ターゲットを上げてターゲットでもレンジがあって、それを目一杯使って、いつも変動しているということであればいい訳だが、結果的に上げても 30 兆円にはりつくと同じ問題がある。ある意味ではこれは全部根雪と言うか、ややきつい言い方をするとツンドラみたいな凍土みたいな感じになってくる。従って、実はジレンマがある。そういう意味では、これは上限があるから、

どうこうということではなくて、当座預金残高がもう少し振れて、そうすると振れ自体にマーケットがスクルーティナイズしてくる訳である。そういう時になにがしか運営の考え方と言うか、抽象的には勿論市場機能ということではあるが。それからもう一つ、今度はそういうふうやって、マーケット自体の機能が多少低下していくということがあって、今日本銀行のオペレーションというのは特殊な状況だから、色々な工夫をしているが、元々日本銀行は実は色々なマーケットにいわば登場しているということである。それからその登場の頻度という点でも、日本銀行は今世界に冠たる中央銀行であり、期間別にも肌理細かく短期から中期とやっていて、いわば色々なところに登場している。それ自体は非常にマーケットの機能を維持するうえで限界的にはプラスなのだが、しかし我々が努力すると振り返ってみると結局マーケットの機能が低下する。これが実はジレンマである。当面は安定を最優先せざるを得なくて、その辺のウエイトのかけ方ということだと思う。先程中曽局長が申し上げたのはそういうことで、毎日彼は現場で苦勞をしている。それからもう一つ慣れという面で、アナウンスメントなのだが、普段やらないことをやるとアナウンスメント効果がある。しかし、ベタッと長いオペになると、別にそれ自体ニュースではなくなる。そういう意味でアナウンスメント効果のあるオペの使い方もなかなか難しいなという感じがして、その辺を見ながら判断をしている。いずれにせよ、これはいつも福間委員も強調されているが、オペというのはいわば情報の宝庫であり、私自身がいつも見ているのは、全体の市場レートもさることながら、うち自身のオペに対して相手がどういうふうに進んでくるか、これが私にとっては一番面白い。ここを踏まえたうえで中曽局長は毎回報告をしている。

植田委員

ちょっと二つ宜しいか。全体の感じとしては我々皆感じてきたことだが、量的緩和を進め過ぎたというのも妙な表現だが、その中でマーケットの機能低下があって、低下があるとまた量に対する需要が妙に出てきて悪循環

があった。そのうえで、上手くやる一つの方法は売手を沢山打つことだが、それに制約があるのかどうかということ。二番目に今白川理事がおっしゃった中にちらっと出てたように聞こえたが、リザーブのターゲット、あまりピンポイントに守り過ぎようとするとは何か問題を起こしているのかどうか。あるいは $X \pm 2$ とかそういう幅があった方が若干機能の回復に資するようなことがあるのかなとも聞こえたが、その内容はちょっと良く分からなかったのだ。

白川理事

分かった。売手の制約については中曽局長の方から説明するが、先程私が述べたことは、まず毎日ピンポイントで幾らというふうになると、我々自身がそもそも資金需給上も最大限正確に予測はしているが、勿論当然なのだが、振れはある。にもかかわらず、無理にそこにいかねばならないという技術的な意味で難しさもあるので、そういう意味では幅があった方が勿論やり易いということはある。従来もそういう気持ちも込めて多少幅を設けた時期もあり、幅も若干変わってはいる。ただ、幅を設けた中で、しかしこの辺であるという感じがあるとやはりそこを強く意識しなければいけない。であるから、形のうえで幅があることのメリット、デメリットと、実際の運用として、ではその幅を設けてやるのか、あるいはある特定の金額を意識するのかという、我々はどちらでいくのかということ、これはおおよそのガイダンスがないと現場としてなかなかやりにくいというのが実態だと思う。

須田委員

だから前回真ん中にして欲しいと言ったのだが…。

植田委員

特にどちらだから市場機能がより低下するとか、そういう話ではない。

白川理事

それは程度問題だと思う。日本銀行が本当に色々なところに神出鬼没に出ていて、マイクロマネージメントをやっていって、ぴったり収めていくというやり方をするのか、あるいは多少振れをつけてやっていくのか。一般的に言えば、なにがしか振れがあった方が良い。ただ、全体感として、今金融機関が十分リスクをとれないという大条件があり、加えて金利がゼロという状況の中で市場機能が低下している。その中で、いわばマージナルな変化として先程中曽局長が言った、例えばコールのターム物が少し出てくるというのは、これはマージナルな変化ではある。ただ、これが全体のピクチャーを変えるものでは勿論ない。

中曽金融市場局長

売手の制約については、特に大きな制約はないと思う。つまり、連続して毎日毎日吸収するような場合、一体何をやっているのだろうというインプレッションを与えてしまうような面もあるが、それから後、期末のような時にはなかなか打ちにくい、つまりタイト感が出てしまう恐れがあって、そういった問題があるが、それ以外に特段の大きな制約はない。

中原委員

今のピンポイントの議論は、私は 15 兆円とか、ピンポイントで運営していた時代も、別にディレクティブとしては 15 兆円びた一文増えても減っても困るということではなくて、当然ながら予想資金繰りの中で、それに合わせて一定の想定のもとにしている訳で、27 兆円～30 兆円という 3 兆円幅と 30 兆円ピンポイントでした場合と、そんなに大きく実態としては変わらないと思う。それはそれとして、福間委員のご提案に関連してであるが、私も要するに無理して吸収オペをやって、30 兆円ぴったりに収めるというオペを期末ぎりぎりまで続ける必要は全くないと考えている。今の状況がなお書きを発動する状況にあるかどうかという趣旨でいけば、私は発動してもおかしくない状況にあると思う。マーケットに誤解を与え

るという発言もあったように思うが、今市場は不安定かといえば、これはやはり不安定だと言わざるを得ない。なお書きの発動条件は整っていると考えている。そういう意味で、これから中間期末という一つの節目に向かって、潤沢な供給を行う、必要に応じてなお書きも援用し、30兆円を超えて供給すべきだという点においては、福間委員と全く同意見である。ただ、現在の状況は、市場は不安定であるが、やはり相場のコンソリデーションの過程だと私は見えていて、いわゆるソルベンシーに絡む問題は出ていないという点からは、当預の目標引き上げまで踏み込むかどうかということになると、私は今回はなお書きで対応すべきではないかという気がする。

福井議長

他に宜しいか。

春委員

ちょっと初歩的な質問を二つ宜しいか。なお書きでやった場合、30兆円を超える日数というのはどの位、一時的なのか。次回までの半分とか1/3位までなのか。もう一つは上げた場合に、34兆円とか35兆円とかは、長期国債の買取りを変えないでも維持できるのか。その二点である。もしできればで宜しいのだが…。

中曾金融市場局長

前段のご質問は9月末の…。

春委員

あるいは10月に入ってからでも…。

中曾金融市場局長

9月末は昨日申し上げたように、現在の見通しでは余剰が3.8兆円位な

ので、それを前提にすると、期明けに売手を打つ、それから10月2日が税上げなので、そこと組み合わせると、自然体で多分10月2日にはターゲットレンジに戻るかなと。ただ、攪乱要因が一つあって、為替の介入が相当この間行われていると、その部分が上積みされる。そういう攪乱要因はあるが、4、5兆円であれば今のようなオペレーションで現状に復帰するということである。

春委員

数日というイメージか。

中曾金融市場局長

数日以内である。

岩田副総裁

地方交付税の要因はいつ出ているのか。地方交付税の分もあるよね。関連した財政要因。

中曾金融市場局長

その日である。同じ日、期末日である。

福井議長

もう一つお尋ねがある。福間委員の提案のように、ここで上限を大幅に変えた場合に調節手段その他の問題はないか。

白川理事

仮に当座預金ターゲットを上げた場合に、供給手段が今不足して困るといふことがあるかといえ、それは現状では全くないと思う。

福井議長

分かりました。

武藤副総裁

福間委員の提案以外の話はしてもいいか。

福井議長

勿論、どうぞ。

武藤副総裁

ちょっと話題が外れるが、このマーケットとの対話ということの関係で、この政策委員会での議論がマーケットにどんな影響を与えるかという点について、岩田副総裁からちょうどいいお話があったので私なりの意見を申し述べておきたいと思う。といってもあまり知恵らしい結論がある訳ではないが、前回の議事要旨がマーケットに何らかの影響を与えたという話については、岩田副総裁は具体的なことをおっしゃっていたが、これは私もこの文章がどういう影響を与えたかというのは寡聞にして聞いたことがない。ただ、要するに色々聞いてみると、出口の議論が行われているということが、色々な文脈の中で、出口政策について日銀が積極的になっているのではないかというような話ではないか、というのが大雑把な意見のようである。それで、これは岩田副総裁もおっしゃっていたが、議論は大いにしなければいけないし、全員が色々な議論をするということはいいいいことは基本に置かなければいけない。そのうえで、議事要旨がマーケットにどのような影響を与えるか、これは実は想定不能な、思いもしない深読みをしたり、誤解もあり得るので、なかなか手はないと思う。従って、やはり最終的にはその議論がどういうことであるのかということを引きちとするという、そういう何と云うか、毎回その趣旨がどうであったかということが誤解のないようにしておくということであると思う。色々な意見が、それぞれ述べたうえで本当は大勢としてどうであったのかとい

うことだけははっきりしておく、そういう努力をするということが一番いい、それ以外に手はないのではないのかなと私自身は思っている訳である。何か他に良い知恵があれば別である。あとは、それぞれ自由なご発言の中で、それがマーケットにどういう影響を与えるかということは勿論ご発言する方々が考えながら言われる。そういう思いで語って、そのうえで、それがどういう影響を与えるかということについても最終的には常に念頭に置きながら対応していくという以外に、どうも明確な方法がないのではないかなと思っている訳である。だから、マーケットには色々な言い方があるかもしれないが、それを100%こなしていくことは多分困難なことだろうと思うが、この意見交換が常にそういうふうに向かってはマーケットは見ている、そういう対象であるという認識を持ってそれぞれ大いに議論をするということかなと思う。あまり何を言いたいのかということがよく分からないかもしれないが。

福井議長

よく分かったような気がする。

武藤副総裁

それ以外にないということになってしまうのだが、ただ、そこは非常に重要なところだと思い、かつ、たまたま岩田副総裁がそういうお話をされたので、敢えて申し上げた次第である。

福井議長

それでは政府の方からご意見を頂戴したいと思う。

谷口財務副大臣

それでは申し上げる。我が国経済の現状を見ると、設備投資の増加や企業収益の改善など、企業部門を中心に前向きな動きが見られている。しかしながら、物価は依然として下落しており、デフレ克服に向けて、引き続き金融政策の役割は重要であると考えている。

最近、景気回復期待の高まり等を背景に、金利の動向には一部不安定な動きが見受けられる。市場関係者の一部からは、量的金融緩和政策が予想外に早期に解除されるとの懸念が一部に生じたことも影響しているのではないかと、その声も聞かれている。金利が実体経済の動きを先取りして過度に上昇する場合には、景気回復に悪影響を与える恐れもある。

日銀におかれては、経済・市場動向について十分注視し、市場に対して、量的金融緩和政策を堅持するとの日銀の金融緩和姿勢を改めて明確に示す必要がある。さらに、今後とも、そうした強い政策態度を市場に浸透させるべく、一層機動的な金融政策運営を実施して頂きたいと考えている。

加えて、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。

それに付け加えて二点程申し上げたいと思う。まず一点は、経済と金融がグローバルな連関を強めているということから、デフレを考えることに際してもグローバルな視点が不可欠な状態となっている。海外の物価動向を見ると、中国やロシア、東欧諸国などの旧社会主義国の市場主義経済への移行や、アジアの新興工業国の供給力の増加といった、冷戦終了後の一連の世界経済の構造変化等により、世界的にインフレ率が低下しているグローバル・デイスインフレという状況にあるとの声が聞かれる訳である。こうした状況のもとで、各国中央銀行は、物価下落リスクを重視した金融政策運営を実施している。我が国は主要国の中で、唯一デイスインフレーションを越えてデフレ状況が継続していることに鑑みても、金融政策の役割は他国に増して重要であり、日銀におかれては、デフレ克服に向けて実効性のある金融緩和政策の実施を引き続きお願いしたいと考えている。またもう一点あって、消費者物価指数、昨日の説明にもあったように、消費者物価指数は、制度的要因等によってマイナス幅が縮小しており、今後は冷夏の影響など、追加的な特殊要因の現われ方次第では前年比0%前後の動きになる可能性がある。日銀がこのような消費者物価の一時的な動きに基づいて、政策判断を行うとは思わないが、当面の間、量的金融緩和政策を堅持するとの日銀の金融

緩和姿勢に対する市場の信頼を損なわないように、市場との対話には十分工夫を凝らし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。それでは中城内閣府政策統括官、お願いします。

中城内閣府政策統括官

平成 15 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前期比+1.0%、年率+3.9%と 10 日の 2 次速報において改定された。

景気の基調判断は、本日の月例経済報告等関係閣僚会議において報告されるが、設備投資の増加や企業収益などの改善が見られることから、持ち直しに向けた動きが見られる。その一方、依然デフレ傾向は継続している。

また、実体経済の改善に比して、長期金利の上昇のピッチが速いおそれがあるなど、今後の金融・資本市場の動向には留意する必要があると考えている。

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、構造改革を進めている。産業金融の機能強化にも取り組んでいる。

「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。この取組みを通じて、『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。

依然デフレ傾向が継続する中、日本銀行におかれては、2005 年度のデフレ克服を目指す観点から、実効性ある金融政策運営を行うことを期待する。最近、日によっては 1 兆円規模の買入れなど、強力な調節を行っているところであるが、長期金利の動向を含めた金融・資本市場の安定の観点から、市場の安定に、より効果のある調節手段の実施も含め、適切かつ機動的な金融調節を行って頂きたいと考えている。

現行の金融緩和措置については、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的に 0%以上となるまで継続することを実施期間の目

途としている。今後、仮に一時的に消費者物価指数が前年比プラスになるような状況が生じたとしても、安定的に0%以上となったことが確認されるまでは、緩和措置を堅持することと思うが、対外的にも再度、この方針を明らかにされることを期待する。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が。

田谷委員

その前に一つだけ宜しいか。須田委員に怒られるかもしれないが、レポ・オペについてこういう検討をすると、そういうことについては総裁が来週頭に記者会見でお話になる…。

福井議長

それは今申し上げようと思っていたのだが。

田谷委員

ああ、そうですか。

福井議長

金融市場調節方針についての議案をまず作成しなければならない。その点については、恐らく福間委員は、議案の提出をなさると思う。それと別途議長提案という形になると思うが、それ以外にもこの点に関して議案の提出、ご希望の方はいらっしゃらないか。それではこの点については議案を用意して頂きたいと思う。加えて、今田谷委員からお話があった現先オペの期間長期化について執行部に今日検討を指示したことについて、どういう形で公表するのだが、ロング・ウィークエンドが入って、記者会見まで間延びするということもあるので、今日非常に簡単な文章でそれを明らかにし、更に必要があれば事務局の方からコメントしておきたい。それを含めて来週の記者会見の時には、シンジケート・ローンの話にも触れたい。

シンジケート・ローンの話も今日何らかの形で公表すべきと思うが、合わせて来週の記者会見の中に含めて私からコメントしたいと思っている。須田委員の忠告は十分認識している。従って、オペの方の検討、指示に関わる対外公表文も、議案の後に検討できるよう用意して頂きたいと思う。では議案の読み上げをお願いします。

[議案配付]

櫛田企画室参事役

議案は二件である。最初に福間委員案、続いて議長案を読み上げる。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 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。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」。続いて議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。日本銀行当座預金残高が 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。」。別添である。「2003年9月12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。」である。

福井議長

それでは議決に移るので、大変恐縮だが政府の出席者は席を外して頂きたい。

[政府からの出席者退室]

福間委員

提案理由は必要ないのか。先程言うことは言ったのだが。

福井議長

再度おっしゃって頂いて結構だが。まず、福間委員のご提案について審議をし、従って提案理由を再度明確におっしゃって頂ければハッピーである。

福間委員

私は相場の波は第一波で終わると実は思っていた。前回もこの会合でそういうことを申し上げて、日柄整理が終われば相場も落ち着いてくると思った訳だが、意外に、これは市場要因が多いと思うが、ほとんどポジションが整理されていない。むしろこの会議をやっている時、0.8%辺りに長期金利が落ちた時にもう一回ポジションを広げてしまったと、こういう深刻な問題が一つあった訳である。それで執行部の方も1兆円を出しながらマーケットに対してナーバスタウンしないようにという警告をオペを通じてやった訳だし、総裁も名古屋で発言された訳だが、私が敢えて当預残高目標レンジ引上げの提案を出すということは、総裁があそこまで言われて、マーケットが信用していない。これが私にとっては非常に深刻な訳である。だから、植田委員とか須田委員とかおっしゃることとほとんど同じなのだが、問題はアクションが要るかどうかということだけである。議事要旨も相場変動の一因と申し上げたが、これに関連して述べれば、3月の

決定会合の場で出口論が出た時に、私は新入社員のくせに生意気に、これは議事要旨から外した方がいいと、というのは、当面の金融政策に関係ないではないか、ということが発言したことがある。そういう非常に生意気なことを言ったことがあるが、先程から色々な方がおっしゃるように、市場は議事要旨を非常に深読みする訳である。それは損はしたくない、少しでも儲けたいとマーケットが思っているからであり、それがいけないという訳にはいかない。だからこの議事要旨についても工夫する必要があるのだろうと思う。そのうえでもう一度先程との関係で申し上げるが、なお書き対応でいいのではないかとということも私も随分考えた。それではなぜなお書きで不十分かということをお願いすれば、先程一つ申し上げたように、金融市場が不安定化する場合にはなお書きを利用することとしている。しかし、もう不安定化している、これは明らかに。というよりは本行のクレディビリティをテストしてきている。だからこれに対してトークオンリー、リップサービスでマーケットをカームダウンできるのかというところを深刻につかれていると私は認識している。それが一点である。第二番目は、なお書きでやった場合に、やはり我々の量的緩和姿勢の継続に対して、再び深刻な疑問が投げ掛けられる。というのは、なお書きというのは極めてテクニカルと見られる危険性がある。いわんや今月末は、先程からあったように、期末独特の動きに対してなお書きを使わなくてはいけない。だから、何でもかんでもなお書きでやるということでは、日銀はその程度にしか今の市場を見ていないのかということになる。私は、向こう側、マーケットの側にいた経験からするとまずそう考えると思う。量的緩和姿勢、あるいは時間軸効果の継続を示すためには、やはりアクションを起こさないと、再び疑問符が投げ掛けられるということである。三番目は、先程局長や理事からもあったように、要するにピンポイント方式については、こういう金利感が揺れた時には、あまり金融調節を厳密にやると却って市場に圧迫感を与える。だから私は4月の最初に25兆円から30兆円への引上げを提案し、結果は1対8で否決されたというケースがあったが、あの時も5兆円の幅を設けることが適当と考えた。実際問題としてはオペレー

ションにあまり幅をもたすのは良くないことは分かるが、今のように金利感がばらついて、しかもターム物金利に期間毎に凹凸が見られ、タイムバリューが存在するのか分からない金利の並びになっているというイレギュラーな状態にあることは認識しておく必要があるのではないかと考えている。先程局長の方からコール市場で珍しくターム物資金の取引が成立したとの話があったが、これは非常に良いことで、まさにこのターム物資金の取引が成立するかしないかに今回の問題の本質がある。金融システムが安定すればコール市場がワークし、その結果我々がこれだけの量的緩和をやる必要もなくなり色々な余裕が出てくるのだと思うが、今はとにかくターム物資金の調達については、このオペを頼りに、皆熱い眼差しを送っている。こうした中ではアローアンスを持ちながら、先程は適切であったかどうか分からないが、「攻めのオペ」を行っていく必要がある。当預の需給をオーバーナイトで調整するだけでは不十分である。といっても私は1年を飛び出る必要は一つもないと思う。しかし、我々もマーケットも日銀がコントロールする市場だと感じている短期金融市場で、やはりはっきりと姿勢を示すことが必要なのではないかなと考えている。私はそんなに差があるとは思わないが、要するにやるかやらないかと、あるいは期末を控えた今の市場の不安定さをどう感ずるかという問題である。期末ということで、一つは決算への影響という観点と、二番目は、期末を乗り切ればテクニカル要因で落ち着くという考え方もある。しかし、スワップ・ショートとか、金利ショートをやっている人は多く、我々の量的緩和に対して市場が疑いを持たなかったらショートを解くはずなのだが、現実にはそのような動きになっていない。これは量的緩和に対して、先程から色々指摘があったように、CPIの動きもちょっと怪しいかなということも含め、あるいは議事要旨もちょっとおかしいかなということも含め、皆疑っている。そうした現段階では、本行としてははっきりとアクションを示した方がいい。また、アローアンスを持つのがだから量的緩和の上限を狙う必要は一つもないし、マーケットに応じながら臨機応変に上限に達することもあっていいし、逆に落としてもいい。というのは資金供給がターム

物中心になるとそういう対応になるのはやむを得ないと思うし、その方が機動的だと思っているので、提案した訳である。現状認識にそう違いはないと思う。

福井議長

特に討論される方、いらっしゃるか。

中原委員

私は引き上げは必要ないだろうという判断で申し上げたのだが、なお書きを援用する状況であるかどうかという判断はここで示しておかないといけないのではないか。私は、30兆円を抑えるために足許の吸収オペをかなり無理してやっているのではないか、それから今福間委員がおっしゃるように、タームストラクチャーが崩壊しており、短期市場金利がデコボコがあるような状況であれば私は30兆円を超えて、そこは執行部に授權してある訳だからなお書き援用をやるべきであると思う。もし、ここでこのまま変更なしということだと、もうなお書き援用はしないということしていくのか、それともそもそもよく見ろよというスタンスで市場局に任すのかについては、意見を統一しておかないと市場局の方も困るのではないか。私は必要があれば明日から33兆円でも35兆円でも出して構わないと思う。今、福間委員がおっしゃったような市場の不安定化というのはどの程度かという点については、私はコンソリデートの過程と捉えているが、そこはマーケットをご覧になっている市場局できちんとした判断のうえ、必要によってはなお書き援用が期末までの間あり得る、期末当日だけではなくてあり得るということを我々認識しておくことは大事なことではないかなと思っている。

福井議長

今議論しているのは次の政策決定会合までの金融調節のあり方である。従って、中原委員の問題意識は、期末日を挟んで極めてテクニカルになお

書き適用でそれを乗り越えるという話以上に、次回の決定会合までの間、かなりの長さでなお書きを適用しなければいけないような事態が生じていると判断するか否かということであったと思うが、そうした理解でよいか。

中原委員

そうである。

福井議長

そのところは、事務局の実際の市場調節との関係で、次回の決定会合までの間、無理しないと、30兆円に収め切れないのかという点を再確認すべきということか。

中原委員

と言うか、今のタームストラクチャーがデコボコしているという福間委員のご認識を、我々共有するのかどうかという点である。確かに言われて見ればそのとおりであって、そこまで足許のところも不安感がもしマーケットにあるのであれば、当然なお書き適用の条件は整っているということになると思う。

福井議長

だからその場合に、ずっとなお書きでいくのか、それならば、そのような共通認識を確認しておくべきとのご指摘であると理解した。

中原委員

そういう状況がなくなれば、不安も10月1日になくなるかもしれない。それはもうマーケット次第である。

福井議長

だからそのような不安定な状況が期末を越える僅かな期間に限られる

のか、次の政策決定会合までの間のより広い範囲でそういう可能性があるのかという判断をまず行わなければならないということではないか。

植田委員

これはえらい難しいと思う。つまり今の短期金利の上昇の…。

中原委員

だからそれは決まらないが、そこまでの授権をするかどうかという問題である。

植田委員

それは勿論ここである程度決めなければいけないと、やるのであれば。

中原委員

先程から市場局のお話は、30兆円を守るために資金吸収オペを相当無理してやるということであった。タームストラクチャーがデコボコしているというところの認識は、いやこれは全く問題ないと認識しているがために30兆円をやはり守ろうとしているのか、その辺についての議論はどうか。

福井議長

だから今無理してとおっしゃったが、市場局が本当に無理しているかどうかという部分ですね。

植田委員

デコボコになっているかもしれないし、全体的に底上げになっているように。

福間委員

そういう部分も。

福井議長

事務局からもう一度そこを説明して下さい。

白川理事

私の方から説明するが、今のマーケットの金利形成と言うか、今日の状況をどういうふうに判断するか、これは別に唯一絶対の正解が勿論ある訳ではないとは思いますが、この場でも色々な意見が出た訳である。先程申し上げた景況感とコミュニケーションと市場機能が関係している。そこにどのように力点を置くかであるが、議論を聞いていると、福間委員は市場機能の問題について、他の委員よりも大きなウエイトを置いている。いずれにせよ、その要因を一切否定している委員もまたいらっしやらなかったと思う。私自身がどういうふうに考えているかという、勿論市場機能の要因も存在し、私自身も水準としては平時に比べると勿論少し市場機能が低下していると思うが、中原委員の言葉を借りると、コンソリデーションの過程かなという感じもする。しかしそれをどの程度重視するか、それはこの場で今の状況をどう判断をするのかという認識の話だと思う。私個人の意見は、そういう意味では繰り返しになるが、市場機能の低下要因があるかないかと言うと、それはあるが、その度合いは一番悪い時と比べると、小さくなってきている。その度合いは薄まってきていると、そういうふうに判断している。それから 30 兆円の問題であるが、私と中曽局長の説明が若干誤解を与えたかもしれないが、30 兆円を意識するために無理なオペレーションをやっているということは基本的にはない。売手は売手で、また一方で我々量を吸収するためのがむしやりにやっている訳ではなくて、金融機関サイドに運用したいというニーズもまたある訳だから、そういう意味で 30 兆円を意識する無理なオペレーションをやって、結果として市場機能の低下を放置しようということでは勿論ない。

福井議長

それでは、なお書きでいく場合は、その意味を、こういう局面だから、市場の実態によりよく即応した調節、オペレーションを行っていくように、なお書きをより重く政策委員会から委託されたという形で運用するという理解を共有しておかないといけない。

植田委員

期末日前後だけ。

福井議長

期末日前後に限定せず、である。

植田委員

だけでなく存分に広くやる場合は。

福井議長

テクニカルに必ずしも限定しないという理解。

植田委員

ただ、それは何を指してやっていくのかというのが、デスクとしても分からないと思う。

白川理事

従来から、なお書きはそういう意味で非常に重く受け止めている。多分繰り返しになるが、現状先程の三つの要因の中で市場機能低下という要因をどの程度重く受け止めるかという、これは実体判断の問題だと思う。ただ、それを議論してもそれは勿論各人各様の見方があるから、実際上は、マーケットの状況を見て、これまでもそうであるように、安定を認識しな

がらなお書きを発動していくということである。

福井議長

何を見てやっていくのか分からないという植田委員の質問はもっともだと思う。だけど、典型的なケースは長いオペを必要と判断して沢山打っていった時に、ショーター・エンドの方に逆に問題が起こってくるということではないか。

植田委員

起こっていないと思う、そこは。

福井議長

いや、起こってきたような場合にね。

植田委員

起こってきたらいいと思う。

福井議長

起こってきたような場合、次回決定会合の前に、それはなお書きに含まれると。ティピカルにはそういうケースだと頭に置いておくことでいかがか。

植田委員

ただ、なお書きでも福間委員のでも、効くとしたケースは、量を出すから効くのではなくて、アナウンスメント効果で効くと思う。だから微妙である。従来のなお書きの趣旨とは違うと思う。

中原委員

量を出せばそれがアナウンスになるのではないか。

植田委員

量を出すということがアナウンスメント効果なのだが。

岩田副総裁

実際の額が超えれば、超えたということが分かれば。

植田委員

足りないから金利が上がっているということではないと思う、量の絶対量…。

中曾金融市場局長

8月の最終週なのだが、25日の週というのは5.6兆円供給している。これは今年の局面の中でも相当量的には大きい。ただ、金利を全般に引き下げる効果があったかどうかというのは、なかなかあったとしても一時的だったかなという感じが現場ではしている。それから月末までの資金需給、非常にテクニカルな話ではあるが、30兆の問題がこう出るのは、今の感じからすると期末日要因である。30日、1日の問題であるかなと思っているが、ただ、これは先程申し上げたように、介入とか予想不能の部分があるので何とも言えないが、今の感じだと、普通のオペレーションで期末日までいって、期末日に大きく余剰幅が跳ね上がる、こんなイメージで考えている。この間売手は当然打っていくが、勿論吸収という意味もあるが、売手エンドに不足日を充てているので、半分は供給の意味もある。そういうので埋めていっている。技術的にはそういうニュアンスである。

田谷委員

今までのそういうマーケットの不安定性というのを判断すると、随分今と違う。

福井議長

これまでは、信用不安とか、そういう下地をなお書きに込めていた。

田谷委員

例えば長期金利が跳ね上がった局面から初めて、最近では初めてだと思う。長期から、例えば1年まで、あるいは1年以下の金利を見ても、かなり落ち着いてきたなというのが私の判断で、確かにべた凧の状態ではないが、現状特にリアクションを起こす程の状態ではない。そこは判断のセンシビィティが低いと言われればそうかもしれないが。

福井議長

だから従来の意味での信用不安が起こりかねないという意味でのなお書きではない。

田谷委員

だからその面では、それは良いか悪いか分からないが、株価の上昇というのは一時的にしる金融システムの安定化になってきていると思う。だから、そういう大きな局面の中で、マネーマーケットの0.05%以下位の金利の振れに対してリアクションを起こしていくのかというと、そこまでする必要はないのではないか。しかも、5月末から吸収オペの方は全くべた凧の状態が続いている訳だし、もし頻度を上げる必要があるのだったら、やはりツイストオペ的に、出して引っ込めてというのを繰り返していけばいいのではないかなという判断なのだが。いや先程福間委員がおっしゃった口だけではなくてアクションはどうしたとおっしゃられるポイントはポイントだと思う。

福井議長

だから現行のディレクティブに、ツイストオペの時に必ず同時に短期を全部吸収しなければいけないというリジディティがあるとすれば、それが

障害になる時には今までの意味のようななお書きの適用ではなく、新たな意味でのなお書きの適用が問題になる。

田谷委員

そういうことである。

福井議長

それがオーバーリーに行くかどうかというのはやってみないと分からない。オーバーリーに行くようであれば、次の政策決定会合で、それはやはり前回の判断にはちょっと無理があったということに多分なるのではないか。

植田委員

このところは全部上手くできている。

田谷委員

それも含めて先程ちょっと申し上げたのだが、財政の払いが月末、特に見通せるので、一時的になお書き適用というのは一応想定している。どういう表現になるか分からないが、そういうことを何かおっしゃった方がいいのかなという。

福井議長

一長一短でしょうね。だから、それは市場の状況とか記者会見の場でのやり取り如何なので、一概に言った方がいいのか悪いのか分からない。

田谷委員

そういう場面で。

中原委員

あまりテクニカルな要因だけに限定しない方が良いのではないか。

福井議長

といっても無限定という訳にもいかない。

中原委員

そこは結局、執行部に対する授権という中で、善管注意義務でやって頂くしかない。ただ、30兆円を守ること、ディレクティブに忠実にあることとなお書きの援用とのバランスについて、前者の方にややウエイトがかかるような説明を受ける機会が多いように思う。今日の状態、あるいは昨日の状態がなお書きを発動すべきであったかどうかについて、私もかなり疑問だとは思っている。しかし、これから期末まで何が起こるか分からない時に、改めてここで期末日のテクニカル要因だけを強調し、期末に払いが4兆円ある、それは吸収しないでなお書きの援用でやるということだけだと、それまでの間の動きを、むしろ意識的に牽制することにならないのかというのが気になる点である。

福井議長

それでは二つの提案のうち、福間委員のご提案の中にはそれは全部含まれているが、議長提案の中にはなお書きで読まざるを得ない。なお書きについては、そういう市場地合いの円滑な形成、期待形成に最もフィットするような調節でやるために、必要な場合にはなお書きを適用する。どういうふうな経過を辿ったかは次回の決定会合の時によくレビューして考えるということで宜しいか。

須田委員

もう一度確認である。このままでいいんですね。

福井議長

文章はそのままである。どう説明するかはお任せ頂きたいと思う。今からこういう文言で言え、なんて言われても質問によってそういう答えでは却っておかしくなるので。

武藤副総裁

なお書きの解釈が変わったということではない訳ですよ。

福井議長

ありません。

武藤副総裁

もし変わるのならなお書きの表現に何らかの影響が出てくる可能性がある訳で、そういう訳ではない。そこは従来どおりであるということですね。

植田委員

今のは、何か短期のところでヒッチが起こったらそれに対応するオペをなるべく考えて頂いて、そのうえで30兆円を超えそうであれば、取り敢えず売手を考えるのだけれども、そこも打たない方が良いというような状況と判断されたら打たない。それは後で説明して頂くということですね。

福井議長

そういうことである。適宜の判断はある程度事後的にやって、次回の政策決定会合に繋げるということで宜しいか。そういう前提で二つの案の区分けをさせて頂いて。

福間委員

30兆ですよ。問題ない。

福井議長

まず、福間委員のご提案の方から採決に入りたいと思う。

[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

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

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決結果を申し上げる。賛成 1、反対 8。反対多数である。賛成は福間委員である。

福井議長

お聞き及びのとおり、福間委員の案、本日は否決ということである。続いて議長案の採決に移る。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

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

反対：福間審議委員

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決結果を申し上げる。賛成 8、反対 1。賛成多数である。なお反対は福間委員である。

福井議長

それでは賛成多数で議長案をもって可決をさせて頂いた。白川理事と金融市場局長におかれてはこの方針に沿って調節に努めて頂きたいと思う。なお、なお書きの趣旨については、今ここでの議論の趣旨をよく踏まえて運用して頂きたいと思う。それでは政府の方をお呼び下さい。

[政府からの出席者入室]

お待たせした。福間委員案について再度提案のご趣旨を確認しており、ちょっと時間がかかった。採決の結果は議長提案で可決した。

それでは対外公表文というか現先オペの案ができていたらお願いする。

山口企画室審議役

読み上げても良いか。「2003年9月12日。日本銀行。国債現先オペの期間延長の検討について。現在、日本銀行の金融調節においては、手形買入れオペや短期国債買入れは最長期間が1年であるのに対し、国債現先オペ（国債及び短期国債の条件付売買）は最長期間が6か月となっている。本日の政策委員会・金融政策決定会合では、量的緩和政策のもとで金融市場の安定確保のため金融調節を機動的に行う観点から、国債現先オペの期間を延長することが適当ではないかとの意見が出された。これを受けて議長は、国債現先オペの期間延長について検討し、次回決定会合で報告するよう、執行部に指示した。」以上である。

福井議長

如何か。それではこれを採決したいと思う。

[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

全員一致で可決した。それでは、金融経済月報の基本的見解を決めたいと思う。

V. 金融経済月報の検討

門間調査統計局参事役

それではまず、実体経済の方から説明したいと思う。実体経済部分という方からである。宜しいか。それではまず、冒頭の総論だが、「わが国の景気は、輸出環境などに改善の兆しがみられるものの、全体としてなお横這い圏内の動きを続けている」ということであり、本日のご議論、強弱はあったが総括すればこういうところかな、と思う。各論であるが設備投資については、「緩やかに回復している」ということでこれは前回に比べて上方修正である。ただし、個人消費から鉱工業生産までは一切変更はない。企業収益については法人季報で緩やかな増加基調が確認されたので、そのことを書いているということである。雇用・所得環境については、大きな変更はないが、例えば「雇用者数は下げ止まっている」、これは前月は「下げ止まりつつある」であった。それからその雇用者所得についても、前月は「減少傾向から脱しきれておらず」と書いていたが、今月は「徐々に下げ止まりつつある」ということで、それぞれ少し進めている。しかし、大きな変更はない。むしろ今回変えたのは、これから申し上げる先行きの部分である。先行きをご覧頂くと第1パラグラフ「まず海外経済については、米国を中心に成長率が高まるとの見方が、徐々に現実味を増していると考えられる」ということであり、ここは前月と見比べて頂くとかなりはっきりとした書き方になっている。それとの関連で「したがって、輸出や鉱工業生産は、これは前月は、目先は「横這い」というふうに書いていたが、

その部分を削除して「次第に緩やかな増加に転じていく可能性が高い」というふうに標準シナリオをストレートに書いている。それとの関連だが、実は前回この部分に海外経済のなお弱い部分であるとか、不確かな部分を沢山書き込んであったのだが、それを取った関係でそこに大きなスペースができています。ただし、一部の委員からも強調されていたように、そういう不確実要因がなくなった訳ではないので、その部分は纏めて後段の方の第3パラグラフのいつもリスクを書いてあるところに纏めて入れてある。そこまではあまり大きな変更はないので、そこまでいくと、「また、輸出環境の先行きについては、米国の雇用面に引き続き弱さがみられるほか、東アジアでも韓国など一部諸国の回復が鈍く、全体としてなお不透明感が残っている」ということで、ここに纏めて不確かな部分は書いている。それから、国内の方もリスクは少し減じているように思うが、本日まで議論がかなりあった長期金利については、「長期金利の不安定な動きなどに、引き続き注意が必要である」と書いてある。それから物価であるが、まず最初のパラグラフ、輸入物価、企業物価については、いずれも前月は「下落している」であったが、今月は輸入物価の方は「このところ下げ止まっている」、国内企業物価は「横這い圏内の動きとなっている」ということで事実を則して変更している。それから消費者物価も事実の記述であるが、「消費者物価も下落が続いているが、4月の医療費自己負担引き上げや7月のたばこ税引き上げなど特殊要因の影響を受けて、その前年比下落幅は0.2%にまで縮小している」と、少し特殊要因ということを強調して事実を書いているということである。最後のパラグラフ、物価を取り巻く環境、物価の先行きであるが、輸入物価は為替次第ということである。それから国内企業物価であるが、「緩やかな下落基調で推移する可能性が高い」と書いてあるが、昨日早川調査統計局長から説明した点を踏まえると、一昨日の指標を見て、中身を見て、若干の企業ヒアリングを踏まえると、ここは国内企業物価は恐縮だが「当面横這い圏内で推移する可能性が高い」というふうに変更をお願いしたいと思う。それから、消費者物価であるが、「基調的には、前年比で現状程度の小幅下落が続くと予想される。もっとも、前

年比のマイナス幅が既にかなり小さくなっているだけに、今後、冷夏による米価の上昇など追加的な特殊要因の現われ方次第では、一時的に前年比ゼロ%前後の動きとなる可能性も排除できないと考えられる」と書いてあるが、本日の議論を伺っていて、見通しを出すことは勿論必要であるが、一方でマーケットに対しなるべく誤解を少なくする必要がある、ということからすると、あくまでも消費者物価については、基調的には下落であるということが一番のポイントであるので、むしろこの文章全体を1文目と2文目をひっくり返して、特に2文目が少し長いものなので、2文目を少し圧縮したうえで、2文目と逆にする、そして最後は下落で終わらせるという方が良いと思ったので、そういうことで代替案を申し上げさせて頂く。「また、消費者物価については、今後の特殊要因次第で、前年比下落幅がさらに縮小する可能性も考えられるが、基調的には現状程度の小幅下落が続くと予想される」というのが代替案で、この方が良いのではないかと思うが、後程議論頂きたいと思う。实体经济は以上である。

櫛田企画室参事役

続いて、金融部分である。口頭で2箇所ほど技術的に修正させて頂きたいと思う点を含め、今回はいつもの金融市場動向の変化を背景とする修正ということである。最初にターム物金利のところであるが、ターム物金利については、今般ユーロ円金利先物レートに大分動きがあったので、今回は「ターム物金利も概ね落ち着いた地合いが続いているが、ユーロ円金利先物レートは8月下旬以降上昇が目立った後、最近は低下傾向にある」、とこういう案を出させて頂いたが、傾向という程下がってきていないので、ここは口頭で「最近は何分低下している」と。これは一旦拡大した後、幾分低下したのだが、それは傾向という程続いているという状況ではないので、ここは「最近は何分低下している」という表現に口頭で変更させて頂きたいと思う。続いて、長期国債流通利回りである。ここは「先行きのわが国経済に対する見方が改善するなかで、急上昇し、最近では1.4%台で推移している」と、こういうふうに記述しているが、今日も1.5%なので、

「1.4～1.5%台で推移している」ということで幅を持たせたいと思う。これも口頭で恐縮であるが、今申し上げたように変更させて頂きたいと思う。あと、株価についてはこの間大幅上昇した事実関係について記述している。為替相場についても同様である。今回は金融部分の説明のところで、多少変化点ということで「長期金利の上昇を眺めて社債発行市場で様子見姿勢が窺われる」といったようなことを申し上げさせて頂いた。その点に関連して、中段のところで「発行スプレッドは安定的に推移しており、」という記述を加えている。これは様子見姿勢のもとで、流通市場のスプレッドの拡大がまだ発行市場のスプレッドの拡大という格好では確認されていない状況であるから、事実関係としては、「発行スプレッドは安定的に推移しており、」という文言を入れている。締めのところだが「高格付け企業を中心に総じて良好な状況に大きな変化はみられていない」。基本的には良好だと見ているが、様子見姿勢が続いていること、もし発行が嵩むと発行スプレッドもどういふ変化を遂げるか、今の段階ではなお不明であるということで、「総じて良好な状況に大きな変化はみられていない」と現状を表す表現にさせて頂いたということである。あと、追加部分として、法人季報でキャッシュ・フローの状況がわかったので、資金需要面のところで「キャッシュ・フローが設備投資を上回る状況が続いていることなどから、」という表現で、「民間の資金需要は引き続き減少傾向をたどっている」要因の一つとして、キャッシュ・フローの要因を加えさせて頂いた。金融部分の変更点は主として以上である。

福井議長

では、今の二局室から説明のあった修正案を前提に議論頂こう。元のほうが良いのであれば、元の方が良いと言って頂きたい。一応修正案を前提に議論頂く。

田谷委員

一点少し気になるところがあるのだが、海外経済のところを大きく縮小

されたが、これで東アジアについては後段で韓国のこと書いているが、中国については成長軌道に戻ったのではないかと3人4人がおっしゃっていたのだが、少しウエイトからして重要だと思うので、何かここに入れられないか。中国を中心としてなのか、どういうものなのか。

門間調査統計局参事役

プラスの方向で、ということですか。

田谷委員

ええ。

門間調査統計局参事役

そうであれば、場所としては1文目、先行きの1文目、「今後の経済情勢を考えると、まず海外経済については、米国や中国を中心に」と、それが一番論理的には素直なのだが、二つあって「中心に」というのはおかしいか。

福井議長

中国は強いのだが、成長率を厳密な数字で言うとギクシャクしてややこしくなるのではないか。

門間調査統計局参事役

第2四半期は、中国は確かに減速していたので。

福井議長

それと比べるのか。中国は、レベル感から言うと第1四半期の9.9%は高すぎた。その後、SARSで落ちたが、結局ならしてみると、もとの強さに戻ってきたという位の感じではないか。高まるといった表現は馴染まないのではないか。

門間調査統計局参事役

そこはおっしゃるとおり、少し長い目でみればそういうこと。

植田委員

前期比で見ればそういうのでいい。

福井議長

アメリカとは感じが違うのではないか。

門間調査統計局参事役

はい。

福井議長

だから、場所としてはここではなく、後ろの方が良いのではないか。

田谷委員

例えば「現実味を増していると考えられる。」の次に、中国など、中国だけで良いですかね。

福間委員

タイもあるけど、中国だね、大きさからいって。

田谷委員

中国も、要するに、元の成長軌道に復帰しているというような類のことがいいのではないかなと思うのだが。

岩田副総裁

あるいは、先行きではなくて、文章の細かい、下の解説のところ、

出環境の先行きについては」というところがある。そこは「不透明感が残っている」という、ちょっとダウンサイドの方は書いてあるが、一方でアジア向けなどは既に回復している、中国向けなどを中心に回復に向かっているとか、何かそういう趣旨を入れてみるのも一案。先行きに上手く入らないのなら。

福井議長

その方が良いね。

岩田副総裁

輸出環境のところは韓国など、ちょっとダウンサイドの方だけ書いているような気がする。

福井議長

韓国もダウンサイドだけ書いているのはおかしくないか。

早川調査統計局長

例えば、先程やはり海外経済のところに戻るのだが、「まず海外経済については、米国の成長率が高まり、東アジア経済も成長軌道に復していくという見方が、徐々に現実味を増している。」。

田谷委員

申し上げたい点である。

植田委員

物価のところだが、最後の。くどいようだが、基本的に先程の案が良いと思うが、「今後の特殊要因次第で、前年比下落幅が」というところ、「さらに縮小する可能性も」というところ、「下落幅が一時的にさらに縮小する可能性も」と入れると響くか。

門間調査統計局参事役

「一時的」という言葉をやはり入れた方が良いということですね。その方が良いかもしれない。

植田委員

勿論「一時的」でなければ後で取れば良いので。

門間調査統計局参事役

勿論その基調的という言葉とダブる、対応しているので、「一時的」と入れた方がより明確になると思う。そこは「一時的にさらに」というのはちょっと言葉として重なるが、そういうことを気にするよりもやはり「一時的」というのがあったほうが安心であるということの方がウエイトが大きければそこは入れた方が良いかもしれない。それで宜しいか。「今後の特殊要因次第で前年比下落幅が一時的にさらに縮小する可能性も考えられる。」。

福井議長

それ以外の点については如何か。宜しいか。それでは採決に移るので、今の修正を再確認してもらいたい。

門間調査統計局参事役

先程の修文のところを申し上げる。「今後の経済情勢を考えると、まず海外経済については、米国の成長率が高まり、東アジア経済も成長軌道に復していくとの見方が、徐々に現実味を増していると考えられる。」ということである。

中原委員

それは、韓国は入ってしまって良いのか。

門間調査統計局参事役

韓国か。リスク要因のところの韓国ですね。

中原委員

いや、「東アジア」という範囲は当然韓国も含めて読むよね、そこは。

門間調査統計局参事役

東アジアも全体としてはそうであると。

中原委員

全体としては。

門間調査統計局参事役

ただし、若干一部気になる国もあるというのも後ろの方で書いてある。

岩田副総裁

後ろの方で若干トーンがね。

中原委員

「韓国など一部諸国の回復が鈍く、」と違和感ないか。

門間調査統計局参事役

ここは一部諸国ということなので、一応上の方が東アジア全体と、主に中国を念頭に置いているという概念整理だが。

早川調査統計局長

一応ここでは、最初のパラグラフではアメリカも成長率は高まる。東アジアも勿論全体としてだが、成長していくと言っておいて、後ろの方でア

アメリカについて気になるのは実は雇用だよと。

武藤副総裁

気になることという意識はどのように書くのか。

早川調査統計局長

それから東アジアで気になるのは韓国だよというのを後ろに書く位で良いのかと思う。

武藤副総裁

「中国を中心とする東アジア経済」というのは駄目か。

福井議長

どうしても気になるのなら「東アジア全体としては」。

門間調査統計局参事役

そうですね。「米国の成長率が高まり、東アジア経済も全体として成長軌道に復していくとの見方が」とするか。

福井議長

いや、それは中原委員、どちらが宜しいか。

中原委員

私も強く主張する訳ではないから。

福井議長

でもやはり気持ち悪い部分は残さない方がいい。

中原委員

少し違和感のある表現になるなという感じがしたが、よく読めば良いのかもしれない。

福井議長

「全体としては」と入れるか。

中原委員

「全体としては」と入れた方が分かり易い。

門間調査統計局参事役

宜しいか。ではもう一度読ませて頂く。「米国の成長率が高まり、東アジア経済も全体として成長軌道に復していくとの見方が」

福井議長

「全体としては」だ。

門間調査統計局参事役

「東アジア経済も全体としては成長軌道に復していくとの見方が」ということである。

それから、物価のところ、先程私が申し上げたところも含めて念の為に読ませて頂く。国内企業物価からだが、「こうした中で、国内企業物価は、当面、横這い圏内で推移する可能性が高い。また、消費者物価については、今後の特殊要因次第で、前年比下落幅が一時的にさらに縮小する可能性も考えられるが、基調的には現状程度の小幅下落が続くと予想される。」ということである。

武藤副総裁

東アジア経済については、「徐々に現実味を増している」というのは変

わらないということですね。

門間調査統計局参事役

はい、そうである。

櫛田企画室参事役

金融の方は二箇所、ユーロ円金利先物の末尾だが、「最近は幾分低化している。」、それと長期金利「1.4～1.5%台」、ここを口頭で修正させて頂いた。

福井議長

それでは採決する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決結果を申し上げる。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文させて頂くが、そのうえで 16 日火曜日 14 時に対外公表を行う予定である。

VI. 議事要旨（8/7～8 日開催分）の承認

福井議長

次に議事要旨、8 月 7、8 日分の承認を頂きたいと思う。既にお配りしているが、如何か。異議ないか。では、これも採決をして下さい。

[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

採決結果を申し上げる。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させて頂いた。議事要旨である。これは 18 日木曜日 14 時に対外公表する。

VII. 2003 年 10 月～2004 年 3 月の金融政策決定会合開催予定日等の承認

福井議長

もう一つある。2003 年 10 月～2004 年 3 月の金融政策決定会合開催予定日の承認である。日程をお手許に配付済みということでご確認頂けたか。それではこれも採決して下さい。

[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

採決結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

会議の開催予定日は、この会議終了後速やかに公表をさせて頂く。

Ⅷ. 閉会

福井議長

今日は大変時間を取ったが、以上で閉会にしたいと思う。次回は 10 月 9、10 日、2 日に亘って開催する。宜しく願います。なお、毎回申し上げているが、機密保持関係の確認であるが、決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め厳に出席者限りということで、議事要旨、それから議事録という一連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、是非皆様方におかれては厳正な機密管理の程お願い申し上げます。大変有り難うございました。以上で閉会する。

(午後 1 時 25 分閉会)

以 上