

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2004年6月25日（8:59～11:19）

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	石井 啓一	財務副大臣
内閣府	大守 隆	大臣官房審議官（経済財政運営担当）

（執行部からの報告者）

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
企画室調査役	内田眞一
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局参事役	門間一夫
国際局長	堀井昭成

（事務局）

政策委員会室長	秋山勝貞
政策委員会室審議役	武井敏一
政策委員会室調査役	村上憲司
企画室調査役	山岡浩巳
企画室調査役	正木一博

I. 開会

福井議長

それでは時間前だがお揃いなので政策決定会合を開催する。

(午前 8 時 59 分開会)

今日は一日の会合である。金融経済動向についての執行部の説明、それから金融経済情勢と当面の金融政策運営に関する討議といったような順番で進めたいと思う。今日は 2004 年 7 月から 12 月の金融政策決定会合開催予定日の承認ということも議題の中にも含めさせて頂いている。政府の方から、財務省石井副大臣にお越し頂いた。有り難うございます。宜しくお願ひする。内閣府から大守審議官にお越し頂いた。宜しくお願ひする。会合の中での発言は全て記録をさせて頂く。そのことを踏まえてご発言頂ければと思う。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

最初に金融経済情勢についての執行部の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、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からお願ひする。

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

それではいつものようにお手許の追加資料 1、2 に沿って、最初図表 1-1 で日本銀行の当座預金残高の推移をご覧頂く。前回決定会合 6 月 15 日だが、この日に年金の定時払いという非常に大きな余剰要因があったことから、34 兆円台と高い水準になった。その後徐々に減少していて、足許では 32 ないし 33 兆円で推移している。無担オーバーナイトレートの方

は 1,000 分の 1 ないし 1,000 分の 2 で安定的に推移している。図表 1-2 であるが、当座預金の保有状況である。都長銀、それから外銀が大きな主体である。この点には変わりない。地銀が若干足許増えているのは、交付金が昨日入っていることによるものである。都長銀の中には、一部の都銀なのだがレピュテーション・リスクに配慮して心持ち手許を厚くしているようである。それから外銀については、足許の円転コストのマイナス幅が拡大しているので、これを捉えて多小当座預金を積み上げている様子がある。次に図表 1-3、足許の資金需給をご覧頂く。6 月、月初の税揚げを越えた後は基本的に余剰地合いが続いている。そうした中での最近のオペの結果なのだが、図表 1-4 をご覧頂く。まず手形オペについてなのだが、手形の全店買入、それから本店買入を大体週一回のペース、これは税揚げの局面に比べると約半分位の頻度になるが、頻度を落として実施している。本店買入については、6 月 14 日オファー分から 9 月末期越え資金の供給を開始している。オペレートの方なのだが、落札決定レートで例えばご覧頂くと、直近の全店買入、それから本店買入とも 1,000 分の 8 位まで上昇してきている。オペレートが上昇してきている背景については、供給オペが減少に向うのではないかというふうにオペ先が予測していることをまず指摘できる訳であるけれども、もう一つ短国レートが上昇していることもあるようだ。最近の手形オペの応札倍率をご覧頂くと、大体 3 倍を超えるようになってきていて、札割れのリスクはひとまず遠のいたというふうに見ている。それから短国買入なのだが、ここには金利上昇の影響が出てきている感じがする。すなわち、6 月 10 日オファー分以降なのだが、買入レートは 1bp を超えてきている。ただ、一時業者の手許に積み上がっていた在庫もほぼ捌けてきているようであって、オペレートがこの先どんどん上昇してくるといった感じでもない。国債買入オペなのだが、淡々と週一回のペースで実施してきている。やや意外だったのが 23 日、一番直近のところなのだが、この日は債券相場全体が軟調に推移していたので、広範な応札があるのではないかというふうに読んでいたのだが、結果はそこにお示しするように応札倍率が 1.18 倍と札割れ寸前ということであった。

この背景と意味合いについては、後で長期金利の説明の中で合わせて説明させて頂きたいと思う。吸収オペであるが、残高は一旦ゼロに落としていたが、年金定時払いの14日からオファーを再開している。ただし資金余剰感の強さを反映してレートの方は1,000分の1に貼り付いた状況である。それからABC Pの買入、図表1-5であるけれども、こちらについては21日に、今月は二度目になる買い入れを実施している。応札額は1,734億円と今まででは一番高い金額であった。続いて金融・為替市場の動向である。図表2-1の(2)、ターム物のレートの推移であるが、短国レートのところをご覧頂きたいのだが、月初からジリ高傾向を辿っていたが、足許では1,000分の14から16位で横這いになっている。先週に掛けて短国入札ラッシュがあったのだが、これは基本的に終わって、需給的には落ち着きを取り戻してきている。1bpを利回りが超える辺りでは投資家の需要も相応にあるような感じがしている。ただ、長期金利がさらに上昇したり、あるいは大手行がFBなどの運用スタンスをやや消極化したりなどすると上昇圧力が掛かり易い状態は続いているのではないかというふうにみている。図表2-2の円転コストだが、これは去年も見られたのだが6月の四半期末越えのドル資金需要が逼迫する、そういった見方から足許では1W物の円転コストのマイナス幅が拡大をしている。それから金先レートだが、これは6月の第2週の半ば位から、やや仕掛け的な動きもあって上昇していたが、その後巻戻しが入っていて、黒い太線で示している今の足許のカーブは、前回決定会合時の破線から全般に幾分低下している。それから図表2-3、長期金利の動きなのだが、前回決定会合前後からの動きを今一度振り返ってみると、まず5月の下旬位から、中期ゾーンより先の長めのゾーンが日本の景況感の改善であるとか株価の上昇を受けて上昇を始めた。これに続いて、6月9日頃からだったのだが、量的緩和解除が意外に早いかもしれないという主として外国人勢の思惑であるとか、多少仕掛け的な動きもあって、金先であるとか短いところのスワップのショート・ポジションが積み上がる形で短いゾーンの金利が上昇した訳である。そしてその後、前回決定会合の後なのだが、今申し上げたうちの短いゾーンについ

ては、15日の総裁会見、これを契機にした思惑の解消であるとか、あるいはポジションの巻戻しからレートは低下をしてきている。ただ長いゾーンについては、景況感の改善からどうしても上昇圧力が掛かり易い状態であって、例えば10年債で申し上げると、足許は2000年の9月以来になるのだが、1.9%台に乗せた状態が続いている。さらに、一昨日辺りからは短観の強気の見通しが広がってきたこと、それから株高などが金利上昇の支援材料となっているようである。図表2-4でこの辺の動きをイールド・カーブの形状変化という点からご覧頂くと、(2)のグラフである。まず一番左側のFBとかTB、この辺は前回決定会合以降ほとんど動いていない。それからそのちょっと先の短期から中期ゾーンに掛けては思惑の解消、それから値頃感があって買い戻しが入っていて、レートが低下している。ただ中期ゾーンから先の長いゾーンなのだが、やはり景況感の改善から上昇圧力が掛かり易くなっているが、一番長いところである、20~30年辺りでは、超長期ゾーンでは生保などの機関投資家の押目買いもあって上昇幅が相対的に低く抑えられているとこういう状況である。図表2-5に参る。ここで、この前も使ったが今次金利上昇局面と昨年夏場との比較を再度改めてしてみると、(2)にお示しするように、今次局面でもスワップ・スプレッドというのが徐々に拡大してきていることが分かる。ただしこれまでのところ、去年の8~9月のような、銀行が狼狽的なヘッジに走るという状態には今のところまだ至っていないというふうに判断をしている。(3)のインプライド・ボラティリティも、最近上昇してきている。これは、日本の景気が実際のところどの位強いのかと、あるいは息切れしないですら維持するのだろうか、そういったもとでの景気の先行きの不透明感がやや強まっていることを背景にしているものというふうに見ている。図表2-6に参る。まず期間別のスプレッドをご覧頂くと、最近拡大しているようにも見えるのだが、ただ、やや長いタイムスパンでご覧頂くと、去年の半ばに掛けて金利が急低下した時に期間別のスプレッドもかなり急ピッチで収縮をしていたが、今はいわば以前の水準、去年半ば以前の水準に戻りつつあるのだというふうに見ることもできると思う。それ

から下側のグラフなのだが、長期金利の動きを読む手掛りの一つがSCレポレートだというふうに思っている。下のグラフの黒い太線は、10年債の新発債のSCレポレートなのだが、足許大きくマイナスに振れている。これは何が起きているかと言うと、証券会社が最終投資家から結構な額の国債の買い注文を受けていて、注文に証券会社が応じるためにかかなり高い品貸料、それがSCレポレートなのだが、これを払って現物債の手当を進めているのだというふうに考えられる。ここでは、10年債の新発債を示しているけれども、5年債の新発債も同じような状態にあるというふうに聞いていて、これは投資家の実需が相応にあることを示唆している、そういうふうに解釈することもできるのではないかと思っている。先程直近の国債買いオペが札割れ直前と申し上げたけれども、これも恐らく同じ文脈で考えられるのではないかと思っている。つまり、現物債に対する最終投資家の需要が割と底固くあるので、証券会社が日銀の国債オペに応じる玉を手許に持っていなかったと、そういったことが低い応札率の背景にあったのではないかと思っている。換言すれば、今の金利レベルでも買っても良いというふうに考える最終投資家の実需がそこそこあるということであって、一方的な売りに対して買い手がいなくなっている、そのような状況ではないということはこのSCレポレートであるとか、あるいは先程申し上げたオペ結果が示していると解釈できるのではないかと思っている。続いて図表 2-7、社債のスプレッドなのだが、こちらはあまり大きな変化はない。図表 2-8 である。銀行債のスプレッドで、(2)の劣後債スプレッドをご覧頂くと、UFJがやや高止まっているのが最近の特徴である。それから(3)のCDSのプレミアムなのだが、これは一昨日、格付け会社S&Pが格上げした邦銀大手行 8 行の中にUFJが含まれていなかったことから、UFJのプレミアムが若干上昇していて、他のメガバンクとの格差が少し開いているという感じがする。図表 2-9、株式市場であるが、基本的には景況感の回復を背景に底固めをしながら徐々にジリジリと上昇してきている。昨日の日経平均は、終値としては4月末以来となる11,700円台を回復している。(2)の表で主体別の売買動向をご覧頂

くと、個人とか信託というのはこれは恐らく利益確定だと思いが売り越しになっているが、海外投資家は2週連続で買い越しをしている。この先の見方についてなのだが、持ち合い解消であるとか、代行返上の換金売りといったものが一巡しつつある。その一方で海外投資家が、一頃程ではないだろうが、引き続き日本株投資を継続するというふうに見ているので、方向としては需給は改善していくとみている。図表2-10で銀行株についてちょっと見ておく。S&Pによる格付けが引き上げられた先が、株価にとっては基本的には支援材料になる。事実昨日は上がっているのだが、格上げの材料を見ると、2003年度の業績好調ということが材料になっているようであって、この点は株価には既に織り込み済みになっているので、市場の反応は格上げということについては比較的限定的なものにとどまるのではないかというふうに見ている。為替相場、図表2-11に参る。(1)のグラフでお示しする黒い太線のドル/円なのだが、一頃は109円とか110円のレンジに収まっていた感があったのだが、足許ややドル安円高が進んでいる。これは基本的にはアメリカの急速な利上げ観測というのは後退していた中で、またまたアメリカの構造問題に目が向けられていたところ、昨週末なのだがアメリカの第1四半期の経常赤字が既往最大になったということがまず材料になった訳である。さらに昨日の海外時間になると、イラク、トルコの連続爆弾事件、つまり地政学的なリスクの高まりであるとか、あるいは米国の5月の耐久財受注が予想比下振れたと、かなり下振れたということもあって、一旦107円の低いところまで円高が進んでいる。先行きについても、目先は日本の景気が良いのではないか、あるいは株価が上昇しているということが材料になって、105円位までを視野に入れた円の先高感というのが徐々に強まっているようである。例えば図表2-12のリスクリバーサルなのだが、これは23日時点で-0.89%というドル・プット・オーバー幅なのだが、-0.89%が今朝方-1.07%位までマイナス幅が拡大をしてきている。だから多少ドル先安感が強まっているのだが、ポジション的には来週FOMCという大きなイベントが控えているので、あまり大きなポジションというのは積み上げにくい状況になっているよ

うである。IMMポジションなどをご覧頂いても、ネットではどちら方向にもあまりポジションが積み上がっていない状況である。以上、若干サマライズすると、我が国の景況感の改善、それからこれに伴い株価が徐々に切り上がっている中で、長期金利、特に長めのゾーンについては上昇圧力が掛かり易い状況が続いているというふうに思っている。ただ、これまでの株価の上昇ピッチが割と緩やか、それから先程申し上げたように投資家の債券の買いの実需も相応に見られるために、一方的に債券が売り込まれるといったことには現状ではなっていないとみている。私からは以上である。

福井議長

ご質問があればどうぞ。

須田委員

先程の説明では、長国の買入オペにおいて応札倍率が低かったということであったが、結果的にどういう年限が入ったのか。

中曾金融市場局長

実は利回り較差的には全年限でアクロス・ザ・ボードに弱かったのだが、一番入ってきたのはやはり5年債のところである。特に中期ゾーンが弱かったのでそこが一番入ってはきているようである。

須田委員

また、先程の説明でちょっとよく理解できなかった点がある。まずは、インプライド・ボラティリティの高まりの理由を教えて欲しい。それから、結構ヒストリカル・ボラティリティは落ち着いていて、両者の格差がかなり拡大しているというのが見えていたのだが、その点についてももう少し説明して欲しい。

中曾金融市場局長

インプライドの方は多分、金利見通しがやや付きにくくなってきた部分があって、それは先程申し上げたように、まず足許でどの位景気が強いのかというのが、色々な指標がこれから出てくるので、それに対する思惑が色々あり、見方が広がっている。強さについての見方が色々ある。それからさらに言えば、その延長線上なのだが、その先どうなのだろうか。足許良くても年度後半減速するのではないかというような見方も一部にあるし、少し先を見た場合に持続的に景気が拡大していくのか、あるいは一旦踊り場ないし調整局面があるのかどうか、その辺に関する見方がインプライド・ボラティリティに出てきているのではないかというふうに思っている。

須田委員

実際の取引による需給要因でというよりはヘッジのニーズみたいなものが入るということか。

中曾金融市場局長

そうなのではないかと。

福井議長

宜しいか。では海外の経済情勢、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

それでは決定会合資料3の参考計表、この分厚い図表一覧をご覧下さい。前回会合から10日間で出た経済指標は少なく、また、これまでの判断の変更を促すものはない。図表1-1でアメリカの経済指標を見る。5. 小売売上は5月の前月比が+1.2%となって、第2四半期の欄で4~5月平均の前期比を見ても+1.7%と堅調な増加が続いている。8. 住宅着工は5

月も依然、年率2百万戸近い高い水準となった。これまでの申し込み分が溜まっているうえに、一部には金利がもっと高まる前に駆け込みという動きもあるとみられる。9. 非国防資本財受注は昨晚出ている。表ではまだアップデートされていないが、第2四半期の0.9%というこの数字のところが1.2%に上方修正となっている。12. 鉱工業生産だが5月は前月比+1.1%、4~5月平均の前期比も+1.6%と高い伸びを続けている。この間、物価だが16. PPI、それから17. CPIともにエネルギー価格の上昇から5月はかなりの上昇となったが、コアではインフレ加速の様子が見られない。なお、表には載せていないがPPIの原材料、それからガソリンの小売価格といったものは、足許では若干下落している。図表2-1はユーロエリアの経済指標である。4月の計数が幾つか追加的に公表されているが、前回報告分を含めて景気回復を示唆するものが少くない。ただ、前回会合でも申し上げたのだが、4月については季節調整の歪みの可能性があるので、5月のデータを見て判断したいと思っている。アジアについては前回会合から計数があまり出ていない。一言で言って、多くの国で内外需に支えられて景気拡大が続いている。韓国とインドネシアについて気掛かりな点もあるが、後でエマージング市場との関連で申し上げたい。図表4-1でアメリカの金融市場について見ると、来週火曜日、水曜日のFOMCにおいて25bpの利上げが決定されることがほぼ確実視されている。市場の関心はむしろ政策発表時の発表文の表現、具体的にはメジャー・ペースがどうなるかに集まっている。(2)の長期金利のグラフを見ると6月15日発表のCPIが物価安定を示すものとなり、同日、グリーンズパン議長が議会で「インフレ圧力は当面、深刻な懸念になりそうにない」とおっしゃったことから長期金利は低下した。その後は横這いで推移している。次に図表4-2の(1)FFのフューチャーズだが年末まで125bpの利上げが織り込まれている。さらに図表4-3で株価を見ると、ほぼ横這いで推移している。この間、リスク関連指標は後ろに幾つか付いているが低位である。また、図表5-1(2)で欧州の長期金利を見ると、アメリカと同様に振れている。ただし振れ幅はアメリカより小さい訳だが、15日

に低下した後、横這いで推移している。さて、(1)のグラフに政策金利を描いているが、6月10日にBOEが2か月連続して25bpの利上げを行った。金利水準は4.5%に達している。また、スイス国民銀行も6月17日に政策金利をそれまでの0.25%から0.5%に引き上げた。ジャン・ピエール・ロット総裁は記者会見で利上げの背景について、「内外で景気拡大がしっかりすると同時に広がりが出ている」と説明すると同時に、「この政策は引き締め政策への転換ではなく、異常な状況が長く続いた後、より中立的な金融環境に向う適切なステップと捉えるべきである」とこのように発言しておられる。図表5-3(1)で株価を見ると、アメリカ同様に最近横這いで推移している。さて、エマージングの方もほぼ平穩に推移している。個別国で2か国について付言したいと思う。図表6-1(2)のインドネシアの通貨をご覧頂きたいのだが、5月に急落した後、最近横這いとなっている。前回会合でも申し上げたのだが、インドネシアについては原油の純輸入国になったということに加え、大統領選挙に向けた政治の不透明感が嫌気されている。インドネシアの中銀は為替介入でルピアを支えている模様である。図表6-5(2)でインドネシアの最近の株価を見ると、この細い線だが、やはり弱い動きとなっている。(1)のグラフを含めてアジアの株価はアメリカの利上げ観測の高まりと中国の過熱抑制策を受けて、ここ数か月調整してきたが、最近に至り一段落している。ただ、韓国に関してそもそも家計の債務累増、それから政権の不安定さといった材料に加え、最近では韓国経済の原油高への脆弱性といったものが意識されており、株価も頭重い展開が続いている。韓国銀行では、こうした景気拡大力の弱さを意識はしつつも、原油高がインフレに繋がるリスクもあって、政策を据え置くと見られている。一方、政府部内では財政面からの刺激策の検討が開始されている。私からは以上である。

福井議長

ご質問あればどうぞ。宜しいか。では、国内経済情勢について山本理事と早川調査統計局長、お願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それではご説明する。最初にお配りした資料は何分にも前回会合からほとんど期間がなかったのでペラペラなので、今日は恐縮だが今朝程お配りした追加図表のその1、及びただ今お配りした追加図表その2に基づいてご説明したい。最初に追加図表のその1、図表1をご覧頂きたい。一昨日、貿易統計が出ている。この数字を見ると、実質輸出・輸入とも5月は若干減少した。この結果、4~5月の1~3月対比だが、実質輸出は1.9%の増加。他方、実質輸入は1.3%の減少という姿になっている。図表2でグラフのイメージをご覧頂くと、特に輸出サイドだが去年の後半からかなりの勢いで増加した後、足許はこれで見ると少し伸び率が鈍化しているようなイメージに見える。次に図表3は輸出の内訳だが、第2四半期のところを地域別にご覧頂くと、まずアメリカは自動車が増えている。これは米国の現地の自動車販売が好調である、あるいは、とりわけ日本車は好調であるといったことの反映である。一方、EUは若干減少しているが、元々1~3月ができ過ぎなのでこれ自体は驚くに値しない。最後に東アジアのところが1~3月の高い伸びからほぼ横這いになっている。伸び率の低下という意味では、この東アジアが主因ということになる。このうち、例えばASEAN辺りは1~3月に船舶の大物が出たので、その反動という側面が大きいと思っているが、注目点はやはり中国ではないかと思う。中国はご覧のとおり第1四半期、非常に高い伸びの後、足許横這いである。これは多分二つの要因が影響していると思う。一つは元々、最近の傾向なのだが、中国は1月に関税引き下げを行うために、1~3月の数字が非常に高くなる。従って、その後は当然、前期比で見ると低くなるというある種の統計の綾みみたいなものである。と同時にもう一つはやはり、中国の景気過熱抑制策の影響が一部出始めたのではないかという感じである。例えば、財別でこのところ随分な勢いで伸びていた中間財が減少している。この辺には恐らく、中国の景気過熱抑制策の影響が少し出ているのではないかと思う。

あるいはN I E s 辺りの伸び率の低下にも間接的にそういった影響が若干あるかもしれない。正確なところは分からないがそのような印象を持っている。この点、財別で見て頂くとこのようなイメージである。中間財、自動車については先程申し上げたようなアメリカ要因、あるいは中国要因。それ以外はしかし、基本的にあまり変化は出ていない。情報関連、資本財・部品は引き続き順調に伸びているし、それから消費財もデジタル家電中心に着実に伸びているという感じである。次に図表4、今度は輸入サイドである。輸入の減少というのはちょっとなかなかよく理解できない側面がある。いつものように輸入については財別に見ておきたい訳だが、分かり易いのは情報関連。ここは引き続き順調に増えていて特に変化は見られていない。弱い方でも食料品辺りは相変わらずまだB S Eとか鳥インフルエンザの影響が残っているので、これも仕方がないかなという感じなのだが、ちょっと分かりにくいのは資本財・部品である。ここは後程申し上げるように、設備投資が相当強そうな感じなので、それにしても弱いなという感じ。それから素原料、中間財に関しても確かに、素原料については一部、石油精製で工場の火災などがあったのでそれが影響しているという声はあるのだが、それにしても一般的には生産の伸び率がかなり高いものが期待されている時にこの辺が低いというのは、ちょっと分かりにくいという印象を持っている。そこで図表1に戻って頂きたい。やや疑っているのは、最近、のべつこの話をして恐縮なのだが、やはり、季節調整がいたずらしている可能性があると思っている。どうしてもやはり1~3月に閏年が入っている分だけ、1~3月、4~6月の坂を読みにくいということである。ご承知のように私共の実質輸出入というのは、貿易統計の金額をデフレートして作っている訳だが、同時に財務省が発表している輸出入数量という計数があることを皆さんご承知だと思う。因みに、この輸出入数量の前期比というのをそれぞれ読み上げてみたいと思う。輸出サイド、これは10~12月から6.4%、4.1%、1.9%に対応する数量の数字が6.8%、2.2%、5.1%である。輸入サイドのこの1.6%、2.6%、-1.3%に対応する数字が2.8%、0.4%、+1.6%という数字になっている。ということは、要するに生産

指数との関係で見ると数量の方が分かり易いという感じである。これはGDP統計は必ずしもそうなるかどうかは分からないが、やはりそれぞれの単にデフレーションの方法だけではなくて、季節調整の方が違うためにこのようなことが起こっている感じがする。ということは、先程ご覧頂いたように、輸出についても確かに中国の過熱抑制策の影響は若干現われてきているが、世界経済が大まかに言うところから減速していくと想像される訳だが、その数字が既に4~6月に現われているかどうかということについては、ちょっと注意して見た方が良いということ、及び輸入が減少しているというのは、ちょっとそれはそうではないかもしれない位に取り敢えず見ておいた方が良いのかなと思っている。

今度は図表5である。極く最近になって、立て続けに設備投資関係でかなり強い数字が出てきている。一つはここにある、先週木曜日だったろうか発表された中小公庫の設備投資アンケートである。これは以前から時々ご紹介しているように、中小製造業に関する設備投資調査としては標本数、回答企業数等々から見て、あるいは過去のトラック・レコードから見て相当信頼度の高い統計であると思っている訳である。(2)のグラフでご覧頂いた方が良いかもしれないが、2003年度の実績が+16.2%ということで、僅かではあるが2000年度を超えた。従って、伸び率ということ言えばバブル期以来の伸びになったということである。そのうえに2004年度の当初時点の調査、これは4月時点の調査だが+3.1%である。(2)のグラフの過去のをご覧頂くとお分かりのとおり、当初時点から+3.1%というのは相当強い数字である。従って、3月短観の中小製造業-10.7%だったが、同じ数字になるかどうか分からないが、ある程度の上方修正が出てくる可能性は高いということかと思っている。続いて図表6である。昨日、法人企業景気予測調査というものが出た。これは実は第1回調査である。経緯を申し上げますと、これは過去に内閣府の法人企業動向調査と財務省の景気予測調査というのがあってそれが合併したものであり、名前も合併市町村のような名前になっているということである。トラック・レコードがないものだから信頼度については本当は分からないが、ある種の

予測、推測をすると、特にこういう計数面に関して残念ながら内閣府の法人動向調査というのはあまり当てになるものではなく、私共はほとんど使っていなかったが、今回は恐らく実働部隊は財務省の地方財務局が動いているものと想像している。ということは、法人季報を作っている人達が多分これを作っているということになる。ということなので、恐らくは標本数も元々多いし、標本は相当程度、法人季報の標本とダブっている。ある程度人数を使ってやっているということであれば、そこそこ信頼できるのではないかというのが、少なくとも私の現時点での勘である。ということ踏まえて数字をご覧頂きたいのだが、ご覧のとおりまず、売上高、経常利益については特段の驚きはない。売上高についてはやはり製造業を中心に伸びているが、全体に低い伸びである。経常利益は製造業、非製造業ともそこそこの伸びになっている。この辺はいずれも短観の数字と、イメージは同じということかと思っている。むしろここでのサプライズは設備投資であり、ご覧のとおり製造業が19.8%増加、非製造業は0.3%なのだが全体で6.4%の増加に現時点でなっているということである。これはいわゆる短観式に言うところの全規模、すなわち中小企業も含めた全規模ということなので、短観と同じ様な癖を持っているとすれば——これも分からないが、先験的には持っているのではないかと私は思うので、持っているとしたら——、調査毎に上方修正されていくような性質があるはずの統計である。その中で製造業がここで2割増、特に上下をご覧頂くと上期が33.3%、下期が8.4%と、この数字を見ても如何にも短観と同じように将来上方修正されていく可能性がある数字なのだが、ということは、これは相当な数字が出ている。非製造業は確かに低いですが、これはいつもの短観同様、なにがしかの上方修正が起こっていくとすれば、それ程驚く数字ではないので先程の中小公庫のアンケート調査と合わせて考えると、あるいは先だっけの4月の機械受注などを思い起こして頂いても結構なのだが、足許のところはとりわけ、製造業の設備投資については相当強い。来週短観でどのような数字が出るか分からないが、それなりの影響が出てくるのではないかとと思われる。

続いて図表7、今の話をしてしまうと大したことはないのだが、第3次産業活動指数、あるいは全産業活動指数が出て、これは4月、いずれも2%台の伸びになった。結果、4月の1~3月対比でも2%台の伸び。これもどちらかと言うと、生産指数と同じように1~3月少し低かった後、4~6月に伸び率が高まっているというような計数になっている。

最後に先程お配りした追加図表のその2というものをご覧頂き、物価面について申し上げたいと思う。まず最初に、昨日CSP Iが出ている。CSP Iについてはここにご覧頂くように、全体ではまた一段と前年比のマイナス幅が縮んだ感じだが、これはどちらかと言うと海外要因が中心であり、国内需給要因で見ると前月と同じで目立った変化はない。ただ、細かく見ていくと先月もちょっと申し上げたが、幾分全体に、これは元々CSP Iが現時点ではCGPIとかCPIに比べ一番弱いけれども、これでもややどちらかと言うとマイナスが縮むような方向になっているような数字が細かく見るとあったが、今日の本題はCPIであり、図表2をご覧頂きたい。何分にも今朝出たばかりの数字で私共もまだほとんど数字はこのようなのが出たとしか言えないのだが、一応申し上げますと、ご覧のとおり全国の5月の数字は前年比-0.3%ということで、4月の-0.2%から若干ではあるがマイナス幅が拡大している。中身を見ると、公共料金は基本的に変化がない。農水畜産物以外の財については、石油製品がマイナス幅が縮小していることもあって-1.2%から-1.0%と僅かながらマイナス幅は縮小している。そうした中において全体を押し下げているのは、一つは農水畜産物。これはやはり米の上昇率が着実に下がってきているので、これが少し影響しているということと、それから一般サービスが+0.2%から+0.1%になっているが、これは実は家賃であった。ということなので正直言ってあまり下がったという印象はない。さらに細かく見るとこれはほとんど四捨五入のような気がする。細かく足し上げていくとあまり前月と変わっていないのだが、よくある、四捨五入の関係で-0.1%拡大したという感じかなと思っている。次に東京の方だが、東京はご覧のとおり5月~6月に掛けて、このところずっと-0.1%で推移しているというこ

とである。東京に関してはここにあるように石油製品が前月比で4.1%上がって、前年比でもマイナスからはっきりとプラスに転じている。ただ、ここでちょっとご覧頂きたいのだが、実は東京というのは石油製品のウエイトが凄く小さい。東京は1万分の94、全国は1万分の315なので、これは全然ウエイトが違う。要するに東京の人は車をあまり持っていない。持っていたてもあまり乗らない。灯油もほとんど使わないということで、これだけウエイトが違う。従って、東京は元々石油製品が上がっても影響しないということなので、言ってみれば変化はなかった。加えて、一般サービスがここでも伸び率が下がっているが、これも家賃であったということであり、一見、ちょっと弱めの印象ではあるがそれ程でもないということかと思っている。ただ、例えば、この前月比の4%位の石油製品の上昇を全国に当てはめると前年比の寄与度で0.15%位押し上げる。ウエイトが違うので全然押し上げ力が違って0.15%位押し上げることになるので、やはり、普通に考えると6月以降は少し前年比のマイナスは縮小する可能性がある。ただ、我々、仮に5月が、4月-0.2%の後、-0.3%ではなくて-0.1%だとすると、これは結構非常に近い時点でプラスがあり得るという感じだったが、こういう感じであればそんなに直ぐにプラスが出てそれが続くという感じではないのかな位、あまり自信はないが、そのような感じである。さらにもう一つ申し上げることができるのは、ただ今申し上げたように景気に関しては、とりわけ設備投資を中心にかなり強い数字が出ている。要するに去年の第4四半期、今年第1四半期と相当高い成長をした後、足許もまだかなり強そうである割には、消費者物価についてはあまり反応がないという感じ。あるいは、逆に言えば消費者物価が少し位マイナスでも景気は結構走るといいう言い方もできるかもしれないが、そのようなことが今、足許起こっているということかと思っている。以上である。

福井議長

どうぞご質問があれば。

岩田副総裁

一点だけあるのだが、これは大守審議官に聞いた方が良いかもしれないが、設備投資が非常に強いのに、資本ストックが前年同月比マイナスになってしまったのは、除却率が非常に高くて、その結果、資本ストックが若返っていると考えて良いのか。設備投資はグロスであろう、資本ストックにディプリシエーションは入っている訳か。

早川調査統計局長

ディプリシエーションというのは、民間資本ストック統計の考え方は、法人季報のものと違って、要するに会計上の減価償却は別に減らさない。本当に物理的に除却した時に落とすという概念である。いずれにしても起こっているのは物理的除却が増えているということで、基本的には岩田副総裁のご理解のように資本ストックが若返っていると考えて良いと思う。理由は幾つかあって、業種別に調べてみるとやはり起こっているのは電気機械とか素材が多くて、電気機械はご承知のように製品サイクルが短期化していることに加えてある程度、製品が成熟化すると直ぐ海外生産に移してしまうものだから、その結果として国内の資本はいつも若い、いつも除却しているという感じになっている。それから素材産業はご承知のように、古い設備をずっと抱えていた企業が合併・再編等を機に思い切って設備廃棄をやっているというようなことが実は結構影響していて、除却率が時々ピクンと大きく振れているのだが、あれはどうも素材産業辺りの大物設備を除却するとああいうことが起こるといふことのようなのである。あとはその他にも、ここは本当に除却と言って良いのか難しいところなのだが、ご承知のように既存設備を売り払ってしまうということが結構流行っている。中国辺りに既存設備を売り払って新しいのを買うという動きがあると、これは一方で除却が立って、一方で新設設備投資が立つということなので、そのようなことも多分影響しているのではないかと思う。

須田委員

消費者物価における米の価格についてであるが、もう小売店では価格がどんどん下がっているということで、秋を待つまでもなく、早くその調整が進んでくるというふうに思うがその点については、どのように見ているのか。

早川調査統計局長

そこは正確には分からないが、ご覧頂ければお分かりのように米についても確かに前年比の上昇率は着実に下がってきているので、我々は比較的どちらかと言うと秋のところで段差が付くと申し上げているが、そこも段差が付くよりももうちょっと滑らかにいく可能性はある。そこはあまり米の値段について2か月、3か月先は…。ちょっと無理である。我々もただ機械的に計算上はこう段差を作って計算をしているが、実際にはこのような動きをしているからもうちょっと滑らかにいって、段差があまりなくスルーっといく可能性がある。もしそうだとすると、要するにこの間から申し上げている夏場に掛けての石油製品の上昇による一時的プラスみたいなものであれば、あまり起こらずにスーっといってしまう可能性もあるということである。

福井議長

宜しいか。それでは金融環境について白川理事と山口企画室審議役、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

お手許に資料5、(参考計表・その2) というものがあるかと思う。それでご説明する。前回会合以降、ほとんど数字らしい数字は出ておらず、6月中の途中ラップの数字である資本市場調達関係、それからマネタリーベース、この二つについて簡単にご説明したいと思う。図表1だが、まず、

資本市場調達である。(1)はCP・社債の発行環境ということで、例によって信用スプレッドを載せているが、ザッと見て頂いてお分かりのとおり、非常に低い水準で安定している。流通スプレッドの方は載せていないが状況は同じである。それから(2)に社債の発行額を載せている。6月は18日までの数字だが、2,000億円ちょっとであり、4~5月のペースに比べてみるとブレーキが掛かったという感じである。これについては株主総会を控えての社債発行の抑制といったことがメインの背景のようであり、特に長期金利上昇を見て、当面発行を様子見しようという動きが広がっているという感じではない。それからエクイティについては(3)だが、転換社債も引き続き順調に発行されているし、増資については、5月は株価が低迷したということで一旦引っ込んだ訳だが、6月はまた元に戻ってきているという状況である。従って、長期金利の上昇の影響ということでいくと、CP・社債の発行環境を巡る感じとしては今申し上げたように発行段階の信用スプレッドは落ち着いているし、流通段階での信用スプレッドも落ち着いているという状況である。発行額については少しブレーキが掛かった感じがあってやや気にはなるが、アネクドタルな情報を集める限りは、長期金利の上昇の影響が出ているという状況ではないように見られる。次に図表2はマネタリーベースである。6月23日までの数字だが、前年比+4.5%である。概ね予想した範囲での推移ということだと思っている。銀行券については伸び率は鈍化して、これまでのところ前年比+1.1%、当座預金については1割ちょっとというような伸びに鈍化してきているということである。銀行券については(2)をご覧頂ければと思う。近いところ、6月17日から23日までの7日間の移動平均前年比は+1.3%であり、1.1%に比べると戻った感じになっている。6月中の最終的な着地はボーナスの払い等もあるのでなかなか見えにくいところはあるが、多分1%辺りのところで着地するのではないかとこのように見ている。簡単だが私からは以上である。

福井議長

ご質問があればどうぞ。宜しいか。今日はどこで区切るか若干迷うが、後は区切りにくいので、ここでちょっとブレイクをしたいと思う。10時5分に再開する。

(午前9時53分中断、午前10時05分再開)

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

それでは会議を再開する。次は金融経済情勢と当面の金融政策運営方針に関する討議に移りたいと思う。合わせて1ラウンドで、いつものとおりお一人大体5分位ということでご発言をお願いしたいと思う。今日は春委員、武藤副総裁、岩田副総裁、福間委員、中原委員、須田委員、田谷委員、植田委員の順でお願いしたいと思っている。それでは春委員からお願いする。

春委員

申し上げる。前回会合以降期間も短く、公表された指標もそう多くはなかった。懸念していた原油価格、長期金利についても、これまでのところ一定の幅の中の動きにとどまっているように思う。景気の判断としては、前回の判断を継続することが宜しいのではないかと思う。

一方、今後、次回会合までの、これも比較的短い間だが、多くのイベントが予定されている。一つは、FOMCにおける利上げ及びその長期金利等への影響、二つ目は、中国における投資過熱抑制策、中でも金利政策の動向、三つ目は、昨日も同時多発テロらしき動きがあったが、イラクへの主権移譲を含む中東情勢の推移やその影響を受けての原油価格の動向、四つ目としては、国内では6月短観、あるいは参院選の結果及びその中の長期金利の動向、また五つ目として、本日公表のCPIは比較的小さな動きであったように思うが、マーケットでどのような受止め方をされるか、

さらには、原油価格上昇の影響を受けての6月以降のCPIコアの動向などについて十分な注意が必要ではないかと思う。

二点コメントさせて頂きたいと思うが、まず第一点は、設備投資である。先程ご説明があったとおりであるが、中小公庫の調査で、2003年度実績が前年比+16.2%に続いて、2004年度の当初計画は前年比+3.1%、当初計画としては4年振りのプラスとなった。2003年度の当初計画が、前年比-7.4%であったことと比較して、強気の計画と言えると思う。また、設備資金調達に占める借入金の割合も、2003年度の58.9%から2004年度は61.4%と増加して、借入金額でも前年比+7.6%と増額させている。また、これもご説明があったが、昨日の第1回法人企業景気予測調査による2004年度投資計画も、先程サプライズというご説明があったが、製造業が前年比+約2割増、非製造業は横這いだが、全産業前年比で+6.4%という計画となっている。いずれも、設備投資の堅調さ、中でも製造業中小企業の経営姿勢の積極化を示しているものと思う。

もう一点、先週発表された全国証券取引所からの株式分布状況調査について一言申し上げたい。2003年度は全国ベースでの時価総額が236兆円から369兆円と、+56%の大幅増加となっている。金額ベースの部門別保有比率を見ると、外国人が+4.1%の21.8%、金融機関が-4.7%の34.5%ということで、金融機関の減少分をほぼ外国人の増加分で吸収した形となっている。個人は、昨年と比べて、売買高におけるシェアは、これは東証の例だが、証券自己分を含めた総取引のシェアで、2002年の14.8%から2003年は18.7%と拡大させているが、株主数としては3,400万人で、0.7%の増、保有比率でも-0.1%の20.5%と、ほぼ横這いに止まっている。一方で、企業のサイドでは、株式持ち合いの状況は変わり、外国人の保有が増加したということも原因の一つかと思うが、このところ選択と集中による業績や資産効率の改善を進めるとともに、減損会計の採用を含む情報開示の充実、さらには配当性向を重視した配当政策の見直しなど、株主重視の経営に一層力を注ぐようになっている。また、証券税制が大幅に改正されたことに加えて、先の国会では今年12月からの金融機関におけ

る株式等の証券仲介業務の解禁を定める証取法の改正が行われた。また、これも先週だったか、政府税調の金融小委員会は、金融所得課税の一体化についての基本的な考え方を公表している。こうした動きが株式投資の裾野の拡大、特に長期保有を志向する個人株主の拡大に繋がることを期待したいと思っている。

次に、当面の政策運営スタンスだが、次回会合まで当座預金残高目標は、現状の30ないし35兆円を継続し、レンジを有効に活用しながら市場の状況に応じて潤沢かつ機動的な資金供給を続けるとともに、必要に応じてなお書きを活用することが適当と考える。

なお、前回会合以降、それまで上昇していた長期金利は一定の幅の中の動きを示しているし、短期金融市場における長めの金利も、5月末と比べれば若干上昇しているが安定しているように見える。こうした動きから、楽観はできないと思うが、少なくともこれまでのところ、市場は本行からの量的緩和政策堅持についてのメッセージを受入れて、同時に景気回復に応じた価格形成が行われる局面に入ったことも受けつつあると見ることができると思う。と申しても、次回会合まで多くの不透明要素がある中で、市場における不安定な動きには十分な注意が必要である。その時の状況に応じて現在のコミットメントに基づき、量的緩和政策を堅持する本行の姿勢や考え方について、引き続き繰り返し発信をしていくことが必要と思う。私からは以上である。

福井議長

では、武藤副総裁からお願いします。

武藤副総裁

前回会合以降明らかになった経済指標はあまり多くはないが、まず海外経済、とりわけ米国については5月の小売売上高や鉱工業生産が大幅な増加となったほか、住宅着工も引き続き高水準で推移するなど、着実な景気回復が続いている。国内経済についても、4～5月の実質輸出が、大幅増

となった1~3月対比でさらに1.9%の増加となっている。設備投資については、中小公庫のアンケート結果によれば、中小製造業の2003年度実績が前年比16.2%の大幅増で着地した後、2004年度も当初計画ベースで+3.1%の好調なスタートとなっている。雇用・所得関連では、大企業の夏の賞与が出揃いつつあるが、製造業で概ね昨年の冬を上回る伸び率となっているほか、非製造業でも下げ止まり感が出てきており、これまでの景気判断、すなわち我が国の景気は回復を続けており、生産活動や企業収益からの好影響が雇用面にも及んでいるといった判断を裏付けるものになっていると考える。物価面では、今朝公表された5月のコアの消費者物価指数の前年比が、4月の-0.2%に続き-0.3%となった。企業物価指数の上昇率との対比で見ても、原材料価格の上昇が、ユニット・レーバークストの低下などによって、企業段階で吸収されるという姿に基本的な変化はないと思う。勿論、これから夏場に掛けては、原油高の影響などが消費者物価に波及する可能性もあるので、この物価を巡る情勢には引き続き注意は怠れないと思う。金融・資本市場の動きに関しては、前回会合以降、特に大きな変化はない。長期金利も1.8~1.9%台のレンジでの推移となっている。もっとも、今月末の米国のFOMC、あるいは7月初の短観、米国の雇用統計など、注目すべきイベントや経済指標等の公表が予定されていて、市場がナーバスな動きを示す可能性も小さくないと思う。それだけに、我々の情報発信にも注意が必要であると考え。このところ長期金利の動向に注目が集まっているけれども、言うまでもなく金利の形成は市場に委ねることが基本であって、日々の金利の動きについて我々が色々とコメントすることは、市場の安定という観点から見て適当とは考えられない。対外的には、長期金利はやや長い目で見ると、経済や物価情勢を反映して変動するものであるけれども、短期的には様々な思惑によって動く面も有しているというこれまでの言い振りを基本に据えつつ、情報発信を行うことが重要であると思う。日本銀行の政策スタンスに対する市場の理解は、既に十分浸透していると思うが、現行の約束に従って量的緩和を堅持する姿勢を、必要に応じてしっかりと説明していくことが同時に大切であ

ろうと思う。当面の金融調節方針については、現状維持で良いと思う。以上である。

福井議長

岩田副総裁、お願いします。

岩田副総裁

日本経済についてのコメントと、それから長期金利の動きについてのコメント、二つしたいと思う。まず日本経済であるが、輸出が好調を継続している。中国以外のアジア向けの輸出も好調だということであるし、さらに設備投資について言うと、中小企業金融公庫の調査であるとか、法人企業の予測調査を見ると、製造業設備投資の伸びは驚異的に高い。猛暑になる可能性もあるのだが、暑くなれば、これは個人消費、それから農業生産にも恐らくプラスであろうと思われる。ある推計では、0.7兆円から2兆円位押し上げ効果があるのではないかという調査もある。短観は恐らくポジティブ・サプライズになるのではないかと思う。日本の経済は、前回申し上げたが、アメリカと同じ4~4.5%位の実質成長率で動いているのではないかと思う。このことは、為替レートで言うとやや円高要因、ファンダメンタルズの強さがより見直されるという方向に働くのではないかと思う。消費者物価の動きについては、私は10月からコアのCPIはほとんどノーフレーションだというふうに考えているが、今後の先行きについては、労働生産性の伸びと、それから雇用賃金の方の改善の度合いというようなものが重要であろうと思う。テクニカルにはフィリップスカーブの傾きにどの位沿って動くのかというところかというふうに思っている。もう一点の長期金利の方であるが、長期金利の上昇について、私は諸説があると思う。一番目の理由は、期待成長率が高まっている。これは生産の伸び、あるいは消費、あるいは名目GDPの伸びが思ったよりも強いという、期待成長率に対してマーケットが反応している。二番目は、デフレだったのが今度インフレに変わっていくのではないかということに対するヘッ

ジが起こっているという考え方、つまりインフレ期待が醸成されているという考え方が二番目である。三番目は、それと関連もあるが、量的緩和政策の解除とか、あるいは金利引き上げが行われるのではないか、あるいはもう2005年の春にも行われるのではないかという予想が強まっているということ、つまり将来の政策の変更を先取りしているという要因があると思う。四番目は、財政のリスク・プレミアム要因という、改めて財政赤字の大きさが注目を浴びるといような四つの要因があるというふうに考えられるが、現在の長期金利の上昇は、期待成長率の高まりが一つ、それからそれに加えてやや投機的な、これは海外投資家を中心にして思惑的な投資、投機が、スワップ・マーケット等を通じて行われている。これは5年物と2年物のスプレッドの方に表われていると思う。それから私は、時間軸効果の弱まりというのも無視できない要因だというふうに考えている。これはどういうことかと言うと、先程のご説明では、1年物で見たインプライド先物レート、あまり変わっていないというご報告があったのだが、実は6か月物で見ると、1年、2年、3年先の金利は2003年の夏と同じような水準まで高くなってきている。それからマーケットの一つの見方であるが、長短のスプレッドが1.6%を超え始めたということが——1.6%というのは実は、量的緩和とかゼロ金利などの転換点で注目されているレートであるが——、そこを超え始めたということは、実はこの先政策の変更があり得るということをマーケットが明らかに読み始めて、それを超え始めたのだというふうに考えている。この四つの要因があるのだが、私は期待成長率の高まりプラス思惑、それに加えて時間軸効果の弱まりという点を無視できないというふうに考えている。仮に、時間軸効果の弱まりによってさらに金利が高まる、特に中短期物を中心にかなり高まっていくということがあるとするならば、その場合、私は、現在10月の三つの条件のうちの、三番目は十分条件だと皆さん受取っているようだが、三番目の十分条件を明確化するか、あるいはより好ましくは、CPI上昇率の予測についてゼロを上回るという二番目の条件というのを、デフレに戻らないためというその言葉を明確化するということで、枠組みを崩すという

ことではないのだが、1%台になるまで緩和を継続するというふうに改めるということも一つの方法であると思う。こういうふうにやると、あまりにビハインド・ザ・カーブになるのではないかというご議論はあるが、私はそれはないと思っている。CPI上昇率の予測で対応する、一年先にどうなるかということ予測して対応するからである。それから、アメリカのFRBは、物価上昇率1%のところから超緩和政策に移っているのであって、1%と下限を定めることで金利がオーバーシューティングするというようなことにはならないというふうに思う。逆に一番目の条件をいじるというのは私は誤りだと思っている。足許、仮に例えばプラスになったけれども、一年先にマイナスになるということが予測された時に、一番目の条件をいじるというのは誠におかしい。政策の効果の現われるまでのラグであるとか、あるいは政策運営のフレキシビリティというようなものを考えると、やはり私は二番目の条件を明確化するべきだというふうに考えている。それから、逆に今度はインフレ期待が高まっているということであれば、それはむしろ上限をはっきりさせる、望ましい物価上昇率、私共は2%が上限だというふうにアナウンスするということが、いわばベア・スティーピングに対する対応になるというふうに考えている。最後に、財政リスクのプレミアムで長期金利が上がるというのであれば、私は直ちに増税というのは反対なのだが、これは歳出の合理化であるとか削減を進めて本源的赤字ゼロという目標を厳格に達成するということを求める。あるいは、これは前から申し上げているのだが、物価連動債を増やす、あるいは変動利付債へ転換するオプションを付けてやるということに対応すれば良いのではないかというふうに思っている。以上である。

福井議長

次は、福間委員お願いします。

福間委員

実体経済面については、世界経済、日本経済ともに特段の大きな変化は

なく、前回会合での景気の基調判断に変更を加える必要はないと考えている。ただ、中国経済と為替相場の動向には、進展・変化が見られる。すなわち、中国経済については、中国政府の本格的な景気過熱抑制策の効果がより広い範囲で浸透してきており、景気過熱の加速感は弱まりつつある。例えば、今回の引き締め策の主要なターゲットの一つであった鉄鋼業界では、鉄鉱石等原料価格の上昇と建設用鋼材を中心とする製品価格の下落、つまり、コストアップを転嫁できないということに加えて、製鉄メーカーに対する新規貸出停止の措置も講じられたため、一部の大手を除いては、中国の鉄鋼メーカーのほとんどが赤字に陥っており、一部には倒産する先も出始めている。この他、従来人件費が比較的安く、電力も豊富であった華北地方の繊維業界では、工員の賃金上昇や電力不足の深刻化から、操業を停止する工場が見られ始めているとか、日本企業の中国への大型直接投資に関わる許認可が先延ばしされているといった話が数多く聞かれるようになってきている。ただし、鉄鋼原料のうち、春先から先行して暴落していたスクラップ価格については、今朝の新聞にも出ていたけれども、このところ底打ち感が出始めている。一方、為替相場については、先程執行部の説明にもあったが、今月末のイラクへの主権移譲に伴う地政学的リスクの増大や、米国の大統領選挙を巡る不透明感、史上最大の経常赤字、インフレ懸念と同国の金融政策の先行きに対する不安感等、ドルのセンチメントをやや悪化させる材料が目立ち始めている。米国の金融政策に関しては、今月のFOMCにおける0.25%の利上げが市場に織り込み済みであり、実際に利上げが行われれば、材料出尽くしでドルが売られる可能性を指摘する声も聞かれる。当面の金融政策運営方針については、冒頭で述べたように実体経済面では基調的な変化が窺われない中で、現行の当預残高目標値を維持することが適当であると考えている。なお、本日は金融政策の透明性に関して若干申し上げたいと思う。その理由は、先程も岩田副総裁がおっしゃったけれども、量的緩和政策の解除を巡って、超金融緩和からの脱却に際し、市場の安定化を図るために金融政策の透明性を向上させる必要があるとの議論が根強いと感じられる。この金融政策の透明性向上

については、昨年10月10日に展望レポートの中間評価の公表開始、月報の即日公表化、総裁記者会見の即日実施化を決定、公表した。これは昨年6月から9月に掛けて、当時まだデフレ懸念が根強かったにもかかわらず長期金利が急騰したことは、本行における出口政策に関する議論が少なからず影響したためとの反省に立ち、本行からの情報発信のあり方を改善したものと理解している。しかし今回の長期金利の上昇は、昨年と異なり、その背景に実体経済の大幅な改善があり、その意味では本行として景気・物価情勢に関する総合判断に対し、市場の理解を深めていくことが重要な課題となる。そのためには、本行サイドからの一方通行での情報発信ではなく、本行が国債のイールド・カーブや、金先のフォワード・レート・カーブ等マーケット指標を通じて、景気・物価情勢あるいは金融政策に対する市場の見方を理解し、そのうえで必要に応じてグリーンズパン議長の言う建設的な曖昧さと言うか、コンストラクティブ・アンビグイティをもって市場との対話を行うことが不可欠なのではないか。それがひいては、金融政策の透明性向上に繋がると考えている。翻って、現実のマーケット指標を見ると、国債のイールド・カーブは、長期金利は史上最低水準を付けた昨年6月時点と比べれば、大幅にスティープ化している。これに伴い、金先のフォワード・レート・カーブもスティープ化した状態が続いている。具体的には、来年6月時点で現状比0.25%、来年9月時点で0.4%の短期金利の上昇を織り込んだ形となっている。前回会合で景気の現状判断について、「緩やかな」という表現を取ったように、我が国の景気回復に一段と力強さが増し、それを反映して昨年半ばまでのデフレ・スパイラル懸念さえあった状況からは、現在ではデフレ脱却も取り沙汰される状況へと様変わりする中で、株価の上昇も手伝い、市場参加者の金利観が大きく変わったということを反映したものだと思っている。もとより、現実には未だデフレからの脱却はしておらず、金融システムも盤石とは言えないなど、欧米とは金融経済情勢のフェーズが異なる中では、昨年10月の三条件に沿って量的金融緩和政策を粛々と実施していく姿勢にいささかも変更を加える必要はないと思う。ただ、市場の期待形成が変化し、長期金利が上

昇している微妙な時期において、欧米のインフレ懸念や金利上昇の影響も受け易くなるため、インフレという言葉そのものも慎重に使う必要があると思っている。本行としてはこのような点を念頭に置きながら、市場のインフレ期待を煽ることがないよう細心の注意を払って情報発信を行うとともに、経済物価情勢に関する本行の総合判断に対して市場の理解を深めていくことが求められる。大変な忍耐と根気を要するが、そうすることで初めて金融政策の透明性向上と、それを通じての市場及び市場の期待の安定化を図ることができるものと考えている。以上である。

福井議長

次は、中原委員にお願いします。

中原委員

足許の実体経済は今月の基本的見解に沿った動きであるし、現状及び先行きの判断を変える材料はないと思う。米国経済の成長率見通し、これは本年を通じて5%近くということになってきているが、この間、CPIはコアでやや市場予想を下回り、インフレ期待を若干鎮静化させる方向に働いている。政治要因、地政学的要因はまだあるが、実体経済面の大きなリスク要因は当面見当たらないと感じている。政策金利の引き上げも、市場で大勢として年内100bpで織り込み済みである。もっとも、自動車、住宅関連など、金利感応度の高い分野には多少前倒しの動きも出ているかと思われるので、現実の金利上昇がどのような影響を具体的に与えるかには引き続き注目したいと思う。我が国の実体経済については、前回会合以降発表指標が少ない訳だが、中小企業金融公庫の調査、それから通信社テレレート短観、昨日発表の法人企業景気予測調査、この辺がなかなか興味深い結果を出している。総じて、企業景況感の改善が製造業大企業から非製造業中小企業にまで広がり、先行きもなお強含みであるということが確認されたと思う。また、併せて、製造業の設備投資の強さというものも確認された。毎勤統計の確報で見ると、雇用の改善は次第に明確になっている

感じがする。雇用者所得も下げ止まりが確認できた。3月短観の雇用判断は過剰が大勢であったが、昨日の法人企業景気予測調査で見ると、従業員数判断は製造業大企業を除き不足気味超となっており、対照的だという印象を受けている。来週発表の6月短観、注目されるが、業況感のさらなる改善、広がり方を再確認するという見方が大勢だ。市場ではもう織り込み済みと認識している。ポイントとしては、3月短観で弱かった非製造業、中小企業の設備投資計画、これがどの程度改善するのか、設備や雇用の過剰感が不足に転ずるのかどうか、それから米国・中国経済の減速懸念、原油価格の上昇による交易条件の悪化、一部伝えられる電子部品・デジタル家電の供給過剰感など、これらが先行きの経営者の業況感、収益計画にどのような影響を及ぼすのか、この辺に注目していきたいと思う。中期的観点から関心を持ったのは、先日発表された2003年度の資金循環統計である。家計部門が統計開始以来初めて年度で資金不足に陥っている訳である。昨日も少し議論があったが、人口構成の変化、年金などの移転所得や資産性の所得を含めた可処分所得の動き、こうしたものが消費性向にどのような影響を与えるか。さらに、2003年度の家計の金融資産は43兆円増えている。これは全て投資信託と株式の値上がりによるものであろう。この資産効果や現実に上がったキャピタル・ゲインは、消費にどのような影響を与えていくのか、分析する価値があるのではないかと思う。物価に関連して一言申し上げたい。素原材料の価格が上昇一巡である。しかし、原油価格の上昇は昨日発表の企業向けサービス価格指数にも影響が見られていて、今後も石油化学製品や最終財への転嫁がさらに進むと思う。最終需要の強さや為替動向如何で企業収益に影響が出る可能性もあり、よく見ておく必要があると思う。本日発表の消費者物価は、ほぼ想定していたシナリオに沿った動きと感じている。金融資本市場関連については、株価が戻り始めた。海外から見た日本株の割安感がまだ残っているようである。实体经济の回復と円高予想から、日本株のオーバーウエイトの動きは底流として続きそうだが、これが円高に結び付く場合は今後注意を要すると思う。長期金利については、これまでのところは实体经济の動きを背景にしたものと思うが、

このところボラティリティに若干の拡大の気配がある。なお不安定な動きが今後も続く可能性はあると思う。米国金利上昇の影響は、既に我が国の市場に織り込まれたと見ているが、実体経済の動きや株価動向によっては、さらに上昇圧力が掛かる可能性がある。今後不安定な状況がさらに強まるのであれば、フォワード・ルッキングな立場で望ましい物価上昇率の下限を示すというような方法、あるいは、先程岩田副総裁がおっしゃったが、10月の第二条件の明確化というような選択もあり得るのではないかと考えている。当面の金融調節方針については、現状維持で宜しいかと思う。以上である。

福井議長

それでは、須田委員、お願いします。

須田委員

前回の金融政策決定会合から僅か10日しか経っておらず、金融経済情勢に大きな変化がないので、次回の金融政策決定会合までの金融政策運営方針については現状維持で良いと思う。オペについてもこれまでどおりの方針で実施して頂きたいと思う。今回のような会合で時間を掛けると出口論を活発に議論したのではないかといった様々な憶測を呼ぶ可能性がある。私からは今回は特に発言をすることはなく、とだけ申し上げて終わりたいところだが、気になる点が一点あるので、その点だけに絞って申し上げたいと思う。

それは皆さんからご指摘があった、今後の金利の動向とそれへの対応である。市場の一部には昨年の金利急騰と足許の金利状況をダブルらせて「日本銀行が何かしてくれる」、「行動しないまでも口先介入で金利上昇を抑えてくれる」という期待がある。「どのレベルまで金利の上昇を容認するのだろうか」といった目で日本銀行の一挙一動を注視しているようである。ある意味では市場に我々が試されているとも言えよう。今後、内外の雇用統計、短観やFOMCでの声明文を含めた政策決定内容などによって、内

外景気の強さや回復を確認する作業が続けられると思うが、これらは金利を上振れさせる可能性がある。従って、今後、益々金利についての発信を日本銀行に求める声が大きくなるのでは、と懸念している。我々の情報発信は長期金利の水準や変化のスピードについて、どの程度が望ましいかについてではなく、これら新しく出てきた指標を正確に分析し、日本銀行の景気判断の確実性を高め、それを市場が適正に消化できるように丁寧に説明していくことだと思う。そのもとで長期金利の決定は口先介入しないでマーケットに任せることが、長期金利の長い目を見た安定のためにも大事だと思う。

こうした中で量的緩和政策からの解除を遅くするように、という声が高まっているように思う。その真意が「景気判断を間違っただけで早く解除してしまわないように」、ということであれば、「日本銀行としてはそのようなことがないようにするので任せて下さい、信頼して下さい」という気持ちを一杯込めて、「我々が昨年10月に明確化した条件に照らせば、今直ぐ量的緩和政策を解除するような状況ではない」、「要件が揃うまで現行の政策を継続することは揺るぎない」、ということを繰り返し粘り強く発信していくしかないと考えている。先程、岩田副総裁と中原委員からも透明性の強化のため、我々が10月に出した基準の二番目の基準を明確化しようという議論があったが、それは10月の時に議論した結果——その時にもお二人からそういった話があったということを知っているが——として今のようなゼロ%よりも上という形で決めたと思っている。従って、私に言わせればそれは明確化ではなくて、変更であると思っている。

他方、当面の金利の低位安定といった、日銀の目的とは別の観点から、このような主張がなされているようにも見受けられる。しかし、景気が回復しているにもかかわらず時間軸をより強固にして、無理に短期金利を潰すことは、却って将来の金利上昇スピードを高めてしまう。急激な短期金利変動自体、国債市場等におけるリスク・プレミアムを不必要に高める可能性がある。また、そのような急激な金利調整がいつ起こるか分からないということも、リスク・プレミアムを上昇させる要因である。このような

急激な金利変更は、経済社会全体に対する調整の負担が大きくなるので、中央銀行の金融政策の失敗と受取られ、信認低下に繋がる可能性もある。従って、量的緩和政策からの解除を、既に公表している条件を満たした時よりも遅らせることが、金利の低位安定に繋がるとは思われない。ファンダメンタルズに見合った金利上昇を受入れることが長期的に見た金利の安定だけではなく、国債の安定的な消化のためにも必要だと考えている。以上である。

福井議長

次は、田谷委員お願いする。

田谷委員

実体経済関連では、内外とも強めの指標の発表が続き、欧米の金融当局は引き締めモードに入ってきた。先進諸国の長期金利は、少々長い目で見れば強含み傾向の中にあるし、株価も概ね堅調を維持している。エマージング・マーケットにおける株価、通貨、ソブリン債の対米国債スプレッドは、それぞれ一部に個別要因で振れはあるものの、全体としては小動きを続けている。国際商品市況もピークアウトの兆しがあり、落ち着きを取り戻しつつある。

まず、米国の状況だが、前回決定会合以降に発表された5月の各種経済指標も強めのものが多かった印象がある。エネルギー価格などを除いたコアCPIの上昇率は足許、落ち着いているが、超低金利による景気支援は必要なくなったということで、近々FFレートの引き上げが始まると見られている。その他の先進諸国に目を転じると、既に利上げを開始しているオーストラリア、イギリスに続いて、先週はほぼゼロ金利を続けていたスイスが金利を若干引き上げた。米国がそれらに続くということになると、多くの先進諸国が引き締めモードに入ることになる。ただ、こうしたもともども、これまでのところマーケットは全体として落ち着いた動きをしていると言えると思う。

国内経済面では、今朝発表になった消費者物価以外はあまり目に付く指標は発表されていない。5月の通関統計、中小公庫調査による中小製造業の今年度設備投資計画、内閣府・財務省による法人企業景気予測調査位のところである。4～5月の実質輸出は、1～3月比で低い伸びにとどまったが、前2四半期の高い伸びの後だけに、想定内の動きではないかと思う。この点はほとんどの方がお触れになられたが、中小公庫調査による中小製造業の今年度設備投資計画は、土地購入代金を含むものではあるが、前年度比+3.1%と最初の打ち出しとしては比較的高い数字ではないかと思う。法人企業景気予測調査は、第1回目のものであるということもあって、解釈が難しいところがあるが、今年度の設備投資の伸び率が高いものになっている。この数字がソフトウェア投資や土地購入代金を含まないということからすると、かなり強い数字ではないかと思う。近々出る短観で確認したいと思う。

国内金融市場では、長期金利の動きや円高傾向となっている為替相場が気になるが、その他の動きはそこそこ落ち着いたものではないかと思う。ターム物金利は低位で安定している。仔細に見れば、短国レートの水準が微妙に高くなっているが、レートの動きは落ち着いたものである。金融システムの健全性、安定性に関連した動きとしては、システムック・リスクが想定されない場合でも、公的資金投入を可能にする新法が成立したし、主要行の信用格付けが引き上げられた。最近の銀行株価も強いとは言えないし、一部行では下がっているが、全体としては特段問題視する程ではないように思う。最後に当面の政策対応としては、現状を維持することにしたいと思う。以上である。

福井議長

最後になったが、植田委員から願います。

植田委員

当面のリスク要因である米国と中国であるが、アメリカは先日発表され

たコアCPIが取り敢えず今回の数字は落ち着いた動きであったということで、ここまでのところは一段の攪乱要因にはなっていない。これに対して中国は引き続き様々なモラル・スエーション的な政策の発動ないしその可能性、あるいは場合によっては米国の金利が上がった後の金利引き上げの可能性等が囁かれていて引き続き注意が必要かと思う。そういう中で、今後、海外経済がソフトランディングしていくというのがメインのシナリオだとしても、その中でその両側、つまり再び若干のデスインフレ傾向が頭をもたげるとか、他方では若干インフレが加速してしまうというような方向でのデータあるいは状況があちこちで飛び出し、市場が荒れるというようなことが起きる中でメインシナリオが実現していくのだと思う。一筋縄ではいかないと思う。国内に目を転じると、皆さんがおっしゃったように、設備投資を中心に内需のモメンタムはやや強まっているということだと思う。また、雇用の下げ止まりから若干増加の気配が見られることは心強いと思う。過去一年程度の生産性上昇率を見てみると、私が簡単に計算した感じではとんでもなく高い7~8%位である。ということから考えると、雇用の増加がもう少し継続するという可能性が高いと思うが、場合によっては暫く前の米国のようなジョブレスリカバリーとかジョブロスリカバリーのようなものに近い状態が続く可能性もあり、これは今後見ていきたいと思う。ということで若干強弱要因が混ざりつつも、今年度前半はそこそこの動きとなると思う。その後は世界経済がどの程度のスローダウン傾向を見せるか、これに対してある程度のモメンタムが出てきた内需がどの程度ロバストに推移するのかというせめぎ合いであって、その結果が判明するにはまだ暫く時間が掛かるというふうに思う。こうした中で消費者物価指数を見ると、前回申し上げたが、ここまでの恐らく発生したであろうGDPギャップのかなりの縮小の影響があまりはつきりとは出ていない。それから今後、一時的押し上げ要因がまだ剥落していくであろうということ、さらに原油価格上昇以外については、川上方面からの物価上昇圧力は弱まっていくと考えられること、等があるので、はつきりと持続的にプラスの上昇率が見込まれるようになるには、まだまだかなりの時間

が掛かるような気がする。それを越えてプラスへの動きが加速するためには、先程申し上げたが、労働市場が一段と暖まってくるということが必要な感じがする。政策であるが、ここのところのマーケットの動きを見ると、岩田副総裁が指摘されたような時間軸効果の若干の弱まりということは確かに観察される。ただこれは本来、景況感あるいは物価の見方が改善する場合には当然起こる現象である。ただそのうえで私もやや先走り過ぎかなと、極く僅かにであるが、という気がしないでもない。というのは、先程直前に申し上げたCPIはまだまだ持続的プラスに転じるには時間が掛かるという見方に照らして、ということであるが、だからと言って妙な動きをしているというようなことを言うのは恐らく得策ではないと思う。また、出口以降の政策のあり方の議論を無理に煽ることも得策ではないような気がする。物価がまだまだ重たいということを使う程度かな、というふうに思う。そのうえでであるが、岩田副総裁がおっしゃったようなことも、例えば出口の条件をもう少し明確化して、岩田副総裁がおっしゃるのは1%まで待つということだと思ったのだが、今日はそうではなくて予想が1%を超えるまでというふうにおっしゃったので、それはそれであり得る線かなとは思っているのだが、ただそういう決め打ちはしたくないなというのが私の感じであって、現在は第一条件、第二条件は現実及び予想物価上昇率がプラスに転じるということ、そのうえに第三条件が付いている訳であるが、確かに現実がプラスになり、予想がプラス0.2%とか0.3%になってすぐ解除できるかと聞かれると、それだけでは難しいなという反応を私も持つ。ただ、もう少し考えてみると、去年10月に要件を発表した文書の中にきちんと含まれていることだと思う。すなわち、予見し得る将来において再びマイナスのひどいデフレに戻らないということがかなりはっきりと言えそうになった時、ということだと思う。それを取り敢えず数値で言うと、予想物価上昇率がプラスという表現をしてある訳であるが、この辺りを上手く使って、あるいはそういうところに目を配って本来の出口のところは考えていくのだとは思いますが、しかし現在はまだまだかなり手前の局面であって、こういう話をするのもまだまだ早過ぎるし、注意が必要と思

う。逆に少し早いタイミングではっきりと持続的に物価がプラスになるという兆候が出てくるのだとすれば、それはそれである意味で対応は簡単なような気がする。取り敢えずそういう訳で实体经济は良い方向へ向かっているということ、それから債券市場について申し上げれば、前回私も含めて多くの方が指摘されたが、債券市場の価格発見機能が機能しているかどうかということ言えば、基本的には働いているということだと思う。従って現状維持で宜しいかと思う。

福井議長

一通りご意見を頂戴した。私が承ったところでは、皆さんのご意見は内外ともに経済情勢判断については、従前の我々の基調的判断を変える必要がないというふうなことではなかったかと思う。海外の方、米国、中国は、ソフトランディングの方向性が確かになりつつあるのかどうか、そういった方向の動きが少し出ているが、今後さらに確認していく必要があるという感じのようであるし、国内の方については、前回明確に示した「回復しつつある」という評価をさらに明確に裏付けるような指標が少し出た。設備投資関連それから消費の方はそんなに沢山はないのだが、夏の大手企業のボーナスが少し良くなりそうだというふうなことは、幾ばくかの好材料になっていると思う。そして物価の判断については、今日出た5月の消費者物価指数が我々の物価判断を明確に裏付けているという感じではないかと思う。市場の方は、不安定感が全くない訳ではない。良い方向であれ客観情勢が変われば、当然市場は様々な不安定感を生み出しながら次の均衡値を求める訳であるから、幾ばくか不安定感がない訳ではないが、総じて見るとやはり情勢の変化を刻々と消化し続けているというふうに理解して良いのではないかと思う。従って皆さんのご意見は次回政策決定会合までの金融政策運営方針についてはノーチェンジ、現状据え置きということであったかと思う。私も同様に考えている。なお、市場が本当に時間軸効果を緩めるような感じで見ているかどうか、なかなか難しいところではあるが、やはり我々の情勢判断を今後とも正確に持つ。それを正確に市場

に伝える。逆に市場のサインを我々は正確に受止めながら円滑にコミュニケーションする。こうすることで市場の理解と我々の理解との間のギャップから時間軸が緩むということを極力防ぐ、ということが当面一番大事な努力ではないか。こういったことが多数意見であったかなと思う。先々についてはまた色々なことを考えなくてはならないと思うが、取り敢えず一番重要なことはそういうことかと思う。当面短観がどう出るか、あるいは来月以降のCPIがどう出るか、そしてアメリカの政策については、市場織り込み済みとは言っても、事実が出ると、その後に市場は異なった反応をするというリスクも常にある訳なので、読み切れないが、基本はやはりその都度我々の情勢判断を正確に伝えるということが当面一番大事なことであるというふうなご意見であったかと思う。なお十分纏め切れないので、議論して頂ければと思う。

岩田副総裁

須田委員と植田委員から若干コメントがあったので、それに一応お応えしたいと思う。私は足許で1%まで引っ張るべきだと明確に申し上げたことは一回もないつもりである。10月の時点では、二番目の条件を、ゼロを上回るとすることに関して異論を唱えたのであって、足許のところを1%にしろと言った覚えはない。ただ同時に、私が申し上げていることは、中央銀行が望ましいと思われる上昇率というのをマーケットと共有しているということは常に大事だと思っていて、1~2%というのをいわばコモンナレッジとして共有しているということが基本的に大事だということである。これはもう中央銀行の、何と云うか、基本的な任務に関わることであるとそもそも認識していて、それをそもそも出さないというのはどこか任務放棄しているに等しいとすら思っている。その目標を出すことによって、私はマーケットの期待が安定するし、しかも正常な均衡に早く行けると、これはJEMのモデルでも皆そうだが、マーケットも中央銀行も同じ最終着地点を知っているということがあるから望ましいところに早く行けるのであって、ないまま放っておいたらどうなのか。これは私は

不確実性を増す基本的な要因になるというふうに思っている。二番目は、構造変化をどう捉えるかという点。これは植田委員と私がどこが違うかと言えば、時間距離だと思う。最終的には、CPIが持続的プラスになるまで、時間的な距離がどの位あるかということに尽きていると思う。その時に考えるべき要因というのは、一つはグローバルな構造変化をどのように考えるか。つまりこれまでのディスインフレ、25年以上、四分の一世紀以上続いていたディスインフレが、リフレーションに変わりつつある、2004年からグローバルな変化が起こっていると私は思う。それに対して色々な対応が採られているということの一つ認識として持っている。もう一つは国内の経済変化であって、これも前回か前々回に申し上げたが、もしかすると労働生産性が構造的にシフトアップしていくかもしれない。これは90年代後半から2000年の初め位は、1.5%位の伸びだと私は思っている。それが同時に潜在成長率だというふうに認識しているのだが、それがここへきて成長率が6~7%というようなことになっていて、そうすると、ちょうどアメリカでもそういう議論が行われたようだが、潜在成長率が2~2.5%に上がっているかもしれない。こういう構造変化のところの見極め、つまり、グローバルなディスインフレからリフレへの転換の要因と後者の国内の経済変化の要因のバランスでどの程度に時間距離があるものかということが決まってくると思う。私はどちらかと言えば時間距離が早い、短いと思うので、色々な対応を用意しておく必要があるというふうに思っている。今のままで、三条件だけで乗り切れるというふうには考えていない。

植田委員

一言だけ申し上げる。

福井議長

どうぞ。

植田委員

時間距離について、あるいは見方について、そんなに違いはないと思う。私がもう少し考えたり、重視しているのは、この時間距離のディストリビューションみたいなものを考えた時に、岩田副総裁がおっしゃるような割と早めに到達するという可能性はあるけれど、やはり長く掛かってしまうというリスクもかなり残っていて、その方に行った時にどういうことが起こるかという点に対する配慮もしておきたいということの違いだと思う。

田谷委員

私も全く一言だけ。岩田副総裁の今までおっしゃっていたことは私ですら、私ですらというのは私はあまりそういうことを言えるかどうか知らないが、やはり実際の物価変化率が1%を超えるまで、というふうに理解していた。だから相当数の人はやはり誤解しているのだと思う。

岩田副総裁

もしそうであれば、申し訳ない。私の表現が不十分で。

須田委員

ちゃんとそういうふうにおっしゃっていたのだが。

中原委員

その点は、私も前回色々申し上げようと思って用意していたのだが。そもそも、望ましいインフレ率を示す、あるいはインフレ目標、インフレ参照値、何でも良いのだが、基本的にはフォワード・ルッキングな政策である訳で、足許でのインフレ率については本来その政策そのものにインプライされていないのだろうと思う。その辺をマーケットはかなり誤解した解釈で、時間軸強化、しかも足許の条件の強化という意味に取っている分があって、これはどういう形で修正するのか若干悩んでいた。もう一つは、

岩田副総裁がおっしゃったのだが、デフレに逆戻りするリスクと、CPIの上方バイアスと、これを考えた時にどの程度のCPIが出てくれば、あるいは予想されれば、出られるのかという点がある。恐らく、暗黙のうちにある程度のレベルはあると思うのだが、先程植田委員がおっしゃたように+0.2%や+0.3%で出られるとは誰も思っていないとすれば、結局、結果としての水準はあまり変わらないのではないかと。+1%前後というような——あるいは前かもしれないが——ものと変わらないのではないかと。しかも需給ギャップがあまり急速に縮まらないという前提でいけば、足許の部分と先行きのCPIの上昇率というのはあまり大きな違いはないのではないかと。現実には、足許でやはり+0.7とか+0.8%位にならないと、出られないような状況になるのではないかとということを私は考えている。私は長期金利がもし今後このまま、実体経済の動きを反映しながらボラティリティが高まらないで上がっていく分には、これはこのとおりで結構だと思ふ。しかし、非常に不安定な状況が出てくる、オーバーシュートするような状況が出てきたらどうするのか。長期のオペを打つ、あるいは対話を強化するという事だけで乗り切れるかどうかについて、私は特に出口がある程度近づくという状況が実体経済で裏付けされてきた時には自信がないというのが本音だ。

福井議長

私の個人的な率直な感じとしては、物価情勢がある段階にきた時に、インフレが加速する心配があるのか逆にデフレに逆戻りする心配があるのかというのは、その時のCPIの上昇率の水準だけではほとんど判断できないのではないかと。やはりその他の経済の勢いとか、人々の心理状況とか、海外からショックがくる可能性とか、あるいはショックでなくて海外からブースターがくるかもしれない。それらを全部総合しないと、CPIの水準だけでは判断できないのではないかと。そのところはやはり今後、物凄く正確に判断していかななくてはならない点かなと思っているが、今後さらにその点については皆さんと厳密に議論したいと思っている。それから、

岩田副総裁のご意見は、私は今まで望ましい物価上昇率ということのを仮に考えるとすれば、1%とか2%とかいうふうにもおっしゃっていたように理解している。

福間委員

私もそう思う。

福井議長

それから、去年の10月に我々が決めた三つの条件と絡んでどうかという点については、二番目の条件に絡んでおっしゃっていたような気がするのだが。

岩田副総裁

二つ、二つ目の条件と言っている。

福井議長

そういう理解で良いのか。

岩田副総裁

然り。正常な状態であれば、足許も先行き見通しも1%以上になっているということだと思う。だが、今デフレから出るという時には、足許よりも先行き見通しの方が少し高めになる。だから今の三つの条件というのは、実は一番目と二番目はほとんど同じ条件なのである、景気が上向きの局面では。それでは意味がないので、二番目をもう少しきちんと望ましいところに設定する方がよいのではないかというのが、私の基本的なロジックである。もし誤解を与えていたとしたら誠に申し訳ない。

福井議長

今私が申し上げたようなことで概ね良い訳か。

岩田副総裁

然り。

植田委員

そこは皆さん、あまり変わらないのだと思う。総裁がおっしゃったように足許が例えば+0.2%とかになった時に、それだけでと言われるとあれだ。一番大事なのは、そこでのモメンタムだと思う。モメンタムを計る一つの要素として1年後のCPIの予想値というのがあるのだと思うのだが、これだけでは計れないと思う。だからそこはあまりに数値化してしまうのは、そういうオプションもあると思うが、ややリスクが高いなという、今のところの私の感じである。

福間委員

そうだな。

須田委員

そのように思う。

福井議長

ともあれ、当面は正しく我々の判断を持ち、伝え、コミュニケーションすることで、その綻びから時間軸効果が揺らぐということを極力防ぐということかと思う。それでは、政府のご意見を頂戴したいと思う。

石井財務副大臣

我が国経済の現状を見ると、デフレは緩やかながらも依然として継続しており、引き続き金融政策の役割は重要であると考えている。

日本銀行は、量的金融緩和政策継続のコミットメントを明確にし、それを堅持することとされているが、市場では、金利が上昇するなどの動きも見られており、日本銀行におかれては、引き続き経済・市場動向を十分注

視し、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、市場において無用な混乱が生じることを未然に防止するために、緩和的な金融環境が当面維持されるという予想が揺らぐことのないよう、どのような新たな工夫が講じられるのか検討を進めて頂きたいと考えている。以上である。

福井議長

大守内閣府大臣官房審議官、願います。

大守内閣府大臣官房審議官

景気の基調判断については、景気は、企業部門の改善が進み、着実な回復を続けている。一方、原油価格や長期金利の動向等が内外経済に与える影響には留意する必要があると考えている。物価については、景気の着実な回復により、需給ギャップが縮小する一方、銀行貸出の低迷等からマネーサプライの伸びが低い中で素材価格の上昇により国内企業物価は僅かな上昇を示しているが、物価動向を総合的に勘案すれば、デフレ克服は道半ばの状況にある。従って、日本経済の重要な課題は、デフレを早期に克服することと民需主導の持続的な成長を図ることである。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 2004」を早期に具体化することとしている。本方針では、16年度には構造改革の取組みを加速・拡大し、さらに集中調整期間後の17年度及び18年度の2年間を重点強化期間と位置付け、日本銀行と一体となった政策努力により、デフレからの脱却を確実なものとしつつ、新たな成長に向けた基盤の重点強化を図ることとしている。このような取組みの結果、平成18年度以降は名目成長率で概ね2%程度あるいはそれ以上の成長経路を辿ると見込んでいる。日本銀行におかれては、量的緩和政策を引き続き堅持する姿勢を示しているが、今後とも政府との意思疎通を密にしつつ、効果的な資金供給に繋がるような措置を含め、さらに実効性ある金融政策運営を行って頂きたいと考えている。また、最近の長期金利の動向が注目を集めていることにも鑑み、金

融・資本市場の期待の安定化にも配慮しつつ、デフレ克服までの道筋を含め、金融政策運営に関する透明性の一段の向上に努めて頂きたいと考えている。以上である。

福井議長

政府のご意見に対して委員方から特にコメントがあったらお願いします。宜しいか。では、次に金融市場調節方針の議案の取り纏めに移りたいと思う。皆さん現状維持という意見であったし、私もそう思っているので、議長としては金融市場調節方針は現状維持ということで議案を提出させて頂きたいと思っている。念のため、他に議案提出の意向はないか。では、議長案を用意して頂く。

[事務局より議案配付]

福井議長

では、読み上げて頂きたい。

内田企画室調査役

では、議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。続いて別添、公表文である。「2004年6月25日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成多数）。日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化する

おそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。】。

福井議長

それでは採決に移る。大変恐縮だが、政府からの出席者は退席願いたい。

[政府からの出席者退室]

それでは採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決頂いた。今の方針に沿って、白川理事、中曽金融市場局長、金融市場の調節を宜しく願います。では政府の方を。

[政府からの出席者入室]

恐縮である。原案どおり可決した。

IV. 議事要旨（5/19～20日開催分）の承認

福井議長

次に議事要旨の承認に移りたいと思う。5月19日、20日の会合分である。既にご確認頂いているかと思うが、如何か。宜しいか。ではこれも採決したいと思う。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で承認した。

V. 2004年7月～12月の金融政策決定会合開催予定日等の承認

福井議長

次は、金融政策決定会合開催予定日等の承認である。7月から12月の間であるが、お手許に既に日程を配付させて頂いている。会合の開催日と金融経済月報の公表日、それから議事要旨の公表日の一覧表であるが、宜しいか。特にご異議がなければ、これも採決したいと思う。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で承認した。なお、先程議決を頂戴した 5 月 19 日、20 日の議事要旨は、6 月 30 日水曜日 14 時に对外公表を予定させて頂いている。それから、ただ今採決頂いた金融政策決定会合開催予定日等の件は、本日の会合終了後速やかに公表させて頂く。

VI. 閉会

福井議長

以上で本日予定していた議案は終了である。少し時間が早いのだが、大変円滑に議事が進行できた。次回は 7 月 12 日、13 日の両日である。宜しくお願い申し上げます。なお、いつも申し上げているが、決定会合における議論の内容はご自身の発言も含めて厳に出席者限りということである。議事要旨、議事録と一定のルールに沿って開示する取扱いとなっているので、皆様方におかれては、厳正な機密管理をくれぐれもお願い申し上げたいと思う。では本日は閉会する。

(午前 11 時 19 分閉会)

以 上