

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2004年7月12日（14:00～15:43）

7月13日（8:59～12:17）

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 | 石井道遠 | 大臣官房総括審議官（12日） |
| | 石井啓一 | 財務副大臣（13日） |
| 内閣府 | 浜野 潤 | 政策統括官（経済財政運営担当） |

（執行部からの報告者）

| | |
|----------|------|
| 理事 | 平野英治 |
| 理事 | 白川方明 |
| 理事 | 山本 晃 |
| 企画局長 | 山口廣秀 |
| 企画局審議役 | 前原康宏 |
| 企画局企画役 | 内田眞一 |
| 企画局企画役 | 山岡浩巳 |
| 金融市場局長 | 中曾 宏 |
| 調査統計局長 | 早川英男 |
| 調査統計局参事役 | 門間一夫 |
| 国際局審議役 | 高橋 亘 |

（事務局）

| | |
|-----------|------|
| 政策委員会室長 | 秋山勝貞 |
| 政策委員会室審議役 | 武井敏一 |
| 政策委員会室企画役 | 村上憲司 |
| 企画局企画役 | 清水誠一 |
| 企画局企画役 | 齋藤克仁 |

I. 開会

福井議長

それでは、お揃いなのでただ今から政策委員会・金融政策決定会合を開催する。

(午後 2 時開会)

今回は、今日と明日の二日間の会合である。今日は一日目の会合だが、政府、財務省の方から石井総括審議官にお越し頂いた。内閣府の方からは浜野政策統括官にお越し頂いた。宜しく願います。今日は、金融経済情勢に関する執行部の説明を行うことになっている。適宜、質疑応答を行いたいと思っている。明日は、金融経済情勢に関する討議、それから当面の金融政策運営に関する討議が中心である。会合での発言は、いつも申し上げているが全て記録させて頂くことが前提である。委員及び政府の出席者の方々、その点はよく踏まえてご発言頂ければと思っている。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部説明に移りたいと思う。各説明毎に質疑応答の時間を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から願います。

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

それではお手許の資料、追加資料 1、2 に沿っていつものとおりご説明していきたいと思う。早速だが、図表 1-1。日本銀行の当座預金残高の推移だが、ちょうど前回決定会合の時は 32 兆円台であった。ただ、先週は財政融資資金の償還があったため、足許では 34 兆円台に拡大をしている。その間、無担オーバーナイト・コールレートの推移だが、概ね 1/1,000%

ないし2/1,000%で推移をしていたが、7月6日と7日、連続してマイナスになっている。これは一部の外銀が6月末越えの円転コストのマイナス幅がやや拡大したところを捉えて、円転資金を当座預金に積み上げていたが、積み上がり過ぎた部分をマイナスの金利を付けてコール市場に放出したことが背景である。次に図表1-2、当座預金の保有状況を主体別にご覧頂くと、足許では都銀が15兆円まで積み上がっている。これは、一部の都銀が引き続きレピュテーション・リスクに配慮しているほか、今月から段階的なシステム統合を控えている大手銀行が、念のために手許をやや厚めにしている、そういう要因もあると見ている。それから外銀は今、申し上げたように円転が増えていることから、残高がやや拡大しているところである。郵政公社だが、預託金の償還によって足許では一時的だが4兆円になっている。月末には2兆円台に戻ると見ている。次に図表1-3で資金需給の動向をご覧頂く。6月には前回の会合で申し上げたが、税揚げがあった。ただ、それが過ぎてからはずっと余剰地合いが続いていた。7月入り後なのだが、足許までは余剰なのだが、今後は再び不足地合いとなってくる。現時点では月間、月中を通じて約8.7兆円の不足と見通している。その先も9月初の税揚げに向けて不足地合いが続く見通しになっている。そうした中で、図表1-4で最近のオペ結果をご覧頂く。まず、手形オペだが、全店オペ、それから本店オペを組み合わせながら週1~2回のペースで実施をしている。オペレートをご覧頂くとお分かりになるように、ややレートの低下がこのところ思いのほかなのだが急ピッチである。6月半ばには10/1,000%位あった平均落札レートなのだが、直近の7月8日オフィ어의本店手形オペをご覧頂くと、平均レートが2/1,000%、それから足切りが1/1,000%という下限まで到達、低下をしている。これは資金需給が不足地合いとなってきたため、市場参加者が今後とも日本銀行による頻繁な供給オペがあるであろうと予想して、調達安心感が広がっていること。それと短国レートが最近、低下してきていることが背景と見ている。一方、吸収サイドだが、資金余剰感の強さを反映して売手オペのレートは1/1,000%にずっと張り付いたままである。今後、調節面では9月の

初めに掛けて不足幅の深いところを目掛けて供給オペの頻度を積み上げていくことになる訳だが、現在の地合いを前提とすると、この先オペの入り具合が低下する局面も予想されるところである。次に、図表 1-5 で A B C P の買い入れの状況についてご覧頂く。前回決定会合以降、7月6日だが 19 回目になる買い入れを行った。この結果、累積買い入れ額は 1 兆円を超えたところである。しかし、残高的には償還もあるので 2,000 億円を切る水準になっている。この間、図表 1-7 になるが、ここでお示しするように買入適格 A B C P の適格プログラム数なのだが、1 件増えて 11 件となっている。続いて、金融・為替市場の動向である。図表 2-1 (2) の表でターム物の金利の推移をご覧頂く。短国レートをご覧頂きたいのだが、F B の 3 M、これは 6 月末に 14/1,000% あったものが、その後かなり早いペースで低下をしてきており、直近では 8/1,000% になっている。これは、一つは需給の改善といったことがあると思う。つまり、6 月の中旬位には F B、それから T B、C M B と、入札ラッシュがあって、それが一応終わったということである。つまり、供給が減る一方、投資家の需要は引き続き根強いものがあるので需給は改善したということである。それからもう一つは、全般的に金利水準が低下したことも背景であろうと考えている。図表 2-2 である。円転コストのグラフだが、これは昨年にも見られたのだが、6 月、四半期末越えのドル資金需要がややタイト化したことからマイナス幅が拡大をしている。それから金先レートだが、前回決定会合時の破線から足許の黒太線まで、期近から期先物まで全般に低下をしている。この間の金利の低下と整合的な動きとなっていると見ている。それから図表 2-3 の長期金利だが、こちらは前回決定会合直前には 10 年債が 1.9% 台に乗せていたのだが、充満した上昇圧力が一旦抜かれたような形で、昨週末には 1.8% まで低下をしている。金利が落ち着くきっかけとなったのは、一つは 5 月のコア C P I が予想比下振れたこと。もう一つは、米国の雇用統計がやはり予想比下振れをして、米国株が安くなり、これにつれて日本の株も安くなった。これに伴って債券が買い戻されたということである。ただ、本日は参院選の結果を受けて、後程説明するように株価が

かなり上昇してきているので、長期金利がやや強含んでいる。それからボラティリティなのだが、金利上昇が一服していることから、このところ低下傾向にある。図表 2-4 で、イールド・カーブのどのゾーンが低下したかということを見ると (2) のグラフをご覧頂くとお分かりのように、全般的に低下をしているのだが、特に中期ゾーンの低下幅が大きくなっている。中期ゾーンの金利は上昇幅が大きかった分、買い戻しも大きくなったと見ている。図表 2-5、(2) のグラフは銀行のヘッジ行動を示す一つの指標と見られるスワップ・スプレッドなのだが、これを見ると前回決定会合以降、特段の変化は見られておらず、比較的落ち着いた状態が続いていると考えている。次に図表 2-6 で期間別のスプレッドについてこれを見ると、グレーの太線で示している 5 年-2 年のスプレッドなのだが、今回の金利上昇局面で一旦、まず大きく拡大した後、一転して急収縮している。これは先程述べたように、中期ゾーンのレートが相対的に大きく上昇した後、足許に掛けて今度は急低下したこと、そういった動きと整合的になっていると見ている。次に図表 2-7 である。社債の対国債スプレッドについてなのだが、総じて見れば大きな変化はない。結局、6 月初め位からの長期金利の上昇局面の中でも、社債スプレッドには大きな影響は生じなかったと見る事ができるように思う。ただ、銀行債の対国債スプレッドについて図表 2-8 でご覧頂くと、これは特に (2) の劣後債、それから (3) の CDS のプレミアムにかなりはっきり現われているのだが、UFJ が高止まっている一方、他の主要行については縮小傾向となっていることである。これについてはアメリカの格付け機関が UFJ を除く主要行については格付けを引き上げた、そういったことに現われているように、信用力の面で UFJ がやや置いてけぼりをくっているといったことが背景であろうかと思っている。図表 2-9 は株式相場なのだが、(1) のグラフをご覧頂くと、前回決定会合に掛けては、短観に対する期待が高まっていたこともあって上昇基調にあった。ただ、短観については実際に確かに強かったのだが、海外の投資家の反応は意外に冷淡であった。このため、株価は (3) のグラフが示すように、むしろ前回決定会合以降は値を下げている。本邦

の株価が、この間、軟調地合いを辿った背景を整理すると、おおよそ以下のようなことになるかと思う。第一は、短観に対する海外投資家の見方である。彼等は足許の景気は確かに強いが、持続性については確信を持てなかったようである。それから短観では、大企業製造業が突出して強いところを見て、むしろ非製造業中小企業への裾野の広がりが確認できない、そういうふうな外国人の投資家は考えたようである。第二は、アメリカの雇用統計が予想比下振れしたことから、アメリカの株価が下落して、これに本邦の株価も連れ安となったことである。そして第三には、特に先週の前半に掛けてなのだが、参院選で与党劣勢が伝えられる中で、構造改革路線が後退するのではないか、そういった思惑も不安材料になったようである。ただ、この点については、自民党の後退は結果的には小幅にとどまったということで、本日は買い安心感が広がっており、かなり広範に株の買い戻しの動きが出ている。主体別の動きを図表 2-10 でご覧頂く。5 月には個人、それから信託、この辺が買い越しになっていたが、6 月は利益確定売りにこういった主体が出たため売り越しになっている。それから外人なのだが、6 月中は買い越しとなっているが 7 月に入ってから先程申し上げたように様子見気運がかなり高まっていたため、外国人投資家の動きはこの間ほとんど止まっていたと見ている。実際、ここには記載していないのだが、東証一部の出来高は 10 億株を下回る日が 7 月に入ってから度々見られているところである。それから業種別の動きなのだが、アメリカで第 2 四半期の企業の決算発表がそろそろ開始されている。景気動向との関係では特に IT、ハイテクセクターの業績に注目が集まっていて、我が国の株価も当面、これに左右され易くなっていると思っている。それから我が国については銀行株も重たい状態が続いており、図表 2-11 をご覧頂くと、銀行株は元々追加的な押し上げ材料があまりなかったところに 7 月の初めに邦銀の収益性を、経費率が高いとして慎重に見るアナリストのレポートが公表された、そのようなことなどをきっかけに全般に低下をしている。特に業務改善命令を受けている先は、下落幅が足許では相対的に大きくなっているのが一つの特徴となっている。為替の動きである。図表 2-12

の(1)のグラフは、ドル/円相場なのだが、前回決定会合以降、短観、それから米国雇用統計など新しいドル安材料が出た。しかし、短観については、先程申し上げたように、海外投資家にはむしろ先行きを慎重に見る材料として受止められた訳である。それから、参院選の帰趨も見極めたい、そういった思惑もあって、暫くドル/円については108円台で揉み合っており、一時は109円台位まで円がむしろ売り込まれる局面もあった。一方、(2)のユーロ/ドルについては、円と異なり、参院選といったいわばノイズがなかった分、アメリカの雇用統計の下振れを素直に反映してユーロ高が進行している。図表2-13、先をどう見るかということなのだが、かなり読みづらい面はあるのだが、結局、参院選の結果が予想の範囲内で政局不透明感が後退したということから、足許、円買い安心感が広がっている。しかし、図表2-13のグラフにあるように、IMMのロングポジションというのは、然程大きくない。それからリスクリバーサルのカット・オーバー幅も、マイナス幅はむしろ足許は縮小傾向にある。従って、方向はドル安を向いているのだろうが、一方では急速なドル安も進みにくい地合いではないかと見ている。具体的には年金などのいわゆる海外のリアルマネー筋の対日株式投資なのだが、恐らくこれは継続はするであろうけれども、去年程巨額ではない、そういった見方であるとか、日本の景気回復の持続性については、海外筋にはなお確信を持ち切れないうる向きもあること、そういったことからすると一挙にドル安が進むのも考えにくいかと見ている。いずれにしても、当面はアメリカのCPIなどの景気指標であるとか、今週辺りから本格化する企業の第2四半期の決算発表に注目が集まっているが、例えば日本の株価の大幅な上昇などの新しい材料が現われない限り、なかなか相場のはっきりしたトレンドというのは出てきにくいのではないかと考えている。以上のように、前回決定会合以降、アメリカのFOMC、雇用統計、短観などの大きなイベントを経る中で、昨週末までは米国株につれて日本の株が下落をした。さらに参院選の結果も見極めたいということで、対日の株式投資が今月に入ってから手控えられていたため、我が国金融市場では株安、長期金利の低下、そし

て円高一服となっていた。本日、参院選の結果を受けて、昨週末の動きがいわば巻き戻しをされていて、株価、金利が今日は上昇している。この先はそういう意味でファンダメンタルズに市場の目がまた向い易くなると考えているが、現在の景気回復期待を前提とすれば、当面は基本的には、基本シナリオとしては、株の緩やかな上昇が続く。その分、中期ゾーン以上の金利に上昇圧力が掛かり易い、そういった地合いが続くのではないかと見ている。以上である。

福井議長

質問等があればどうぞ。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。図表 2-4 なのだが、国債流通利回りのインプライド・フォワード・レートというのがある。これが太い線で、最近の色々な局面の比較になっているのだが、5 年先が前回の——これは一点鎖線だが——去年の 9 月 2 日の金利が高い時よりも実はちょっと高くなっている。それで、名目期待成長率がどの位あるのか私はよく分からないが、2%はいかないのではないかと、マーケットが思っているのなら——私は 2%に達するのではと幾らか期待しているところがあるが——、この水準というのは、勿論、それ以前のゼロ金利政策時とか解除時とか、そういうものよりはちょっと低いのだが、それでも何かちょっと高過ぎるのではないかという気がするのだが、これはどういう要因でこういうふうになっているか教えて頂ければと思う。

中曽金融市場局長

詳しい要因というのは、よく分析をしてみないとはっきりとは分からないのだが、5 年位の辺りはやはり、現物債でもそうなのだが、先程中短期のスプレッドが大きく拡大して縮小したと申し上げたが、基本的に銀行のポートフォリオで一番抱え込んでいるような年限の部分なので、どうして

もボラティリティがあると言うか脆弱性を抱えたイールド・カーブの部分なのではないか。そういった要因が現われているのではないかという気もするが、いずれにしてもよく背景を調べてみたいと思う。

福井議長

宜しいか。それでは海外経済情勢を平野理事と高橋国際局審議役に願います。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

高橋国際局審議役

本日お配りしたお手許の資料 3、（追加分）をご覧頂きたいと思う。図表 1、いつものとおりシャドーが掛かっているのが前回会合以降判明した計数である。まず米国だが、前回以降大勢に変化はないが、幾つかコメントが必要な数字が出てきている。まず、2. 以下の家計支出だが、3. 5月の個人消費、これは堅調さを維持している。6月についても、7. コンフィデンスだが、これも2002年の6月以来の高水準である。これには雇用情勢の改善傾向、それからガソリン価格の高騰一服といったものが背景として考えられる。一方、6. 自動車販売だが、これは業界の速報ベースだが1,500万台半ばまで減少している。これには前月1,800万台ということで大幅増になった反動に加えて、降雨、雨だが、その悪天候が響いたということが言われている。また、既往のガソリン価格の上昇も幾分影響しているのではないかというようなコメントもある。その他、ここにはないが、チェーンストアの売上げだが、天候不順ということで夏物商品の売上げ低調から6月は月末に掛けて多少減少している。しかし、7月入り後の数字は再び増加しているようである。このように個人消費だが、6月はやや弱めの数字にはなりそうだが、これも振れがあったと見ることもでき、全体的にはまだ着実な増加基調にあるという判断である。企業活動だが、9. 資本財受注、これも2か月連続減少である。ただし、第1四半期対比では増加基調を維持している。これもテクニカルだが、振れや改訂の大きい数

字ということであり、また、季節調整の問題もあると言われており、今後の数字を待って判断をしていきたいと思っている。11. ISMだが、製造業、非製造業とも高水準を維持している。こうした中で 15. 雇用者数だが、こちらの方は拡大テンポを鈍化させている。業種別に見ても全般的に伸びが鈍化したという結果であった。しかしながら、先程の ISMの内訳にある雇用指数は、製造業、非製造業とも高水準を維持している。また、14. 失業率統計、こちらの方も前月と同じ 5.6%である。こうしたことを総合すると、企業活動は拡大基調を維持していると考えられるのではないかと思っている。図表 2 はユーロエリアである。こちらの方も企業部門に明るさが見られるが、家計支出は不振という姿に変化はない。家計支出だが、4. 新車登録、5. コンフィデンス、これは横這いとなったが、3. 5月の小売売上数量は低下している。小売については、ドイツが不振、フランスがそれに比べれば好調という構図は従来どおりである。一方、企業部門だが、ドイツについては 6. 国内投資財受注、これが冴えない訳だが、8. 海外受注、こちらが投資財を中心に増加したということであり、11. 製造業 PMI も第 1 四半期比では改善を維持しているという姿である。この間、14. 消費者物価指数だが、6 月も 2.4% と高めの数字になっている。7 月 1 日の定例理事会後の記者会見でトリシェ総裁は「CPI の前年比 2% 超えの状態について、従来は年内一杯と見ていたが、原油の高止まり等を考えるとそれ以上続く可能性は高い」と言及し、物価見通しを若干上方修正している。次にアジアである。図表 3-1 の中国経済だが、2. 生産は 6 月に若干低下している。6 月は実は前年の 6 月が 5 月に比べて上昇率を高めたという、前年の裏の要因がある。ただ、5 月、6 月と均して見ても生産は多少鈍化していると考えられる。また、こちらにはないが、中国ではこのところ新規貸出額が大幅に減少している。先行きについては微妙だが、貸出の抑制などについては行き過ぎとの批判も出てきているようであり、既に多少、微調整は図っているという声も聞かれている。政策当局だがオーバーキルを避けたいとの意向が非常に強く、当面は少なくともこれ以上の抑制策は採らないのではないかという観測も出始めている状態であ

る。図表 3-2 の (2-1)、輸出である。ほとんどの国、地域で I T 関連財を中心に増加傾向が続いている。しかしながら、台湾、香港にご注目頂きたいのだが、こちらの方では減少ないし増勢の鈍化が見られており、これらの辺りに中国の減速の多少の影響が出ていると見ることができる。ただ、影響が出ているとしてもこの程度であり、それ以外の国にはほとんど影響が出ていない。図表 3-3 の (6)、消費者物価である。アジアの消費者物価だが、エネルギーや食料品などの価格上昇から、前年比上昇率が高まっている。このため、タイなどは今月の金融政策委員会で、政策の緩和姿勢を幾分修正するのではないかというような観測が流れている。フィリピンだが、6月に前年比 5.1%とターゲットレンジである、年平均 4%~5%のレンジを超えているが、こちらの方は達成レンジは年平均であり、1~6月平均ではまだ前年比 4.1%であり、中央銀行では特別の措置は講じることはないとの声明を出している。図表 4 でアメリカの金融指標である。

(5) の F F の金利先物は、F O M C、雇用統計以降、これまでの予想がやや下方に修正されて、前回の 25bp の利上げの後、8月に 25bp、年内累計で 100bp の利上げが見込まれているということで予想が収束されている。この間、(1) の長期金利だが、この間に大体 20bp 程度低下している。また、(2) の株価だが、このところの下落だが、雇用統計などの経済指標の他に I T セクターの業績見通しの下方修正などが材料となっている。この間、(4) のボラティリティだが、これは低下しており、これを受けてエマージングのリスク指標も総じて低下している。図表 5、欧州である。欧州の金融指標だが、ドイツの長期金利だが、これは (1) のドイツの長期金利、これは先程、米国に合わせてこちらの方は 10bp 低下している。(2) の株価は米国同様の動き、(5) で E C B の金融政策スタンスの予想を見ても、米国の影響で利上げは遠のいたと見られている。先程申し上げた物価見通しの若干の上方修正は材料とされていない。最後にエマージングだが、図表はないが、フィリピンとかインドネシアは落ち着いた動きである。この間、ロシアだがユーコスの追加徴税問題、これがあって原油価格の 40 ドル台乗せの一因となったということである。また、ロシアの

銀行だが、銀行制度が未整備ということであり、そうした中で中堅銀行の預金払い戻し停止などの信用不安の問題も生じている。今のところ、多少、通貨が落ちているということがあるが、ロシア全体への信用不安という事態にはなっていないが、今後若干注意が必要な情勢ではないかと考えている。以上である。

福井議長

お尋ねがあればどうぞ。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。アメリカの物価なのだが、コアのCPIが5月は前年比+1.7%となっている。6月も間もなく出るのだと思うが、コアのPCEというのを連銀は気にしていると人によっては言うが、これは同じような落ち着きと言うか、大体コアCPIと同じような動きか、それともやや強めか。私の記憶が間違っていなければ若干強めだったのではないかと思うのだが。

平野理事

PCEコアだが、前月比で数字だけ申し上げると、3月は+0.1%、4月は+0.2%、5月は+0.2%。

岩田副総裁

前月比か。

平野理事

然り。前月比である。今は0.2%であるから、年率にすると2%はかなり超えたところにある。そのレベルから比べると、このコアのCPIよりも若干速いところで走っているということになる。

福井議長

IT関連の当面の業績について、そんなに下方修正されているのか。

高橋国際局審議役

解釈的に言うと、1～3月位から非常に高く見ていたのが、若干それを低く見るという感じの修正である。実態的な動きというのはソフトが少し悪いというはあるが、あと、消費関連で多少パソコンの売れ行きが今、7月、8月の学生向けのセールなのだが、それが思ったより良くないということはあるが、従前の強気の予想の下方修正ではないかと考えている。

福間委員

ロシアの銀行の問題は突然出てきたのか、それともユーコスが間接的に影響をしているのか。ロシアには預金保険制度はないな。

高橋国際局審議役

然り。

福間委員

結局、解約に応じるという格好で動揺を収める以外にないな。

高橋国際局審議役

ことの始まりは5月のマネー・ロンダリングのところに対する査察ということになっていて、そこで銀行を幾つか潰したということにはなるが、その他にルーマーとしては幾つかそれに該当するリストみたいなものが出回っており、それで今度のグダバンクというところがやられた。グダバンクの方は今、国営の銀行に吸収されるということで救済策は採られることになっているし、第四位のアルファバンクというところにも預金の取り付けが起きているが、こちらの方も今、手許流動性は十分あるという声明を出している。このほか、中央銀行の方でも預金準備率を下げたりという措

置はしているが、コメントなどを見ると1,200位銀行があって、そのうち300~400が預金業務をしているということで、その中でもハンドフルと言うか、幾つかのそんなに数の多くない銀行の問題であるのではないかというようなコメントが出ているので、今のところそんなに大きな問題にならないのではないかということであるが、ちょっとその辺はよく分からない。注意しなくてはいけないということだと思う。

須田委員

米国経済の強さについてだが、色々ちょっと弱めの指標が目につく。今日の説明だと、まあまあ大したことなく、振れの範囲だったというような話であるが、ブルーチップの見通しを見てみると成長率が落ち、かつ今年の収益率も落ち、消費者物価は上昇し、というふうに、全体の見方としては少し下がっているかなという気はするのだが、そうでもないのか。

高橋国際局審議役

須田委員が言われるように、ブルーチップは今年の見通しを+4.7%から+4.5%に下げているが、これは一つはテクニカルに第1四半期が下げたということが多いのだろうと思っている。どちらかと言うと、年後半は多少、巡航速度に鈍化していくだろうということは元々予想していた訳だが、その6月の数字はそれにしてもちょっと早いかなという感じがあり、例えば、5月の消費のデータを見ても名目の所得の伸びを物価の上昇で食われている、実質可処分所得はそんなに増加しないということがある。それから原油がまたちょっと今、上がっているが、それで続くようだったりすると少し思ったよりも下にいくかもしれないが、ただ、雇用の伸びとか、総じて見れば順調な拡大なので、物価の統計と今週また生産の統計も出るけれども、その辺の勢いを見ていくということではないかと考えている。

平野理事

ちょっと心配な要素がある。今、高橋国際局審議役からご説明したが、足許の弱さはかなり油と言うか原油で説明できる部分があると考えている。統計で見ても実質可処分所得が減っているし、リアルで見て実質購買力が削がれた分だけ消費の弱さが出ているということだと思う。先はどうかと考えた場合、油の値段がそうこれから上がらないとするならば、その分の要素は落ちてくるだろう。一方で、消費を支える要素として雇用状況が想定どおりある程度しっかり推移するのであれば、その分、消費は堅調に推移する、あるいは若干盛り返すかもしれないという予想が立てられる。そのうえで企業の投資サイドはどうかというのが一つ着目点だが、今のところ取り敢えず堅調と見て良いのではないかと思う。しかし、先程ご質問があったように、情報関連財の株価の弱さだとか、企業収益が若干弱いなという心配な要素がない訳ではないので、その辺は今後をよく見ていく必要があるかなと思っている。

中原委員

中国なのだが、この数字で見るとあまり減速したという感じは受けない。やや政策当局の宣伝も入っているのではないかと思う位だが、新聞報道等では、減速あるいはソフトランディングなど楽観シナリオを言う人がやや増えている印象を受ける。先程おっしゃった東南アジアの減速などというのは、本当に中国への輸出、中国経済の影響なのか。また、貸出抑制でオーバーキルを非常に心配しているという。それ程我々の目にも報道が触れないが、貸出抑制の具体的な手段というのは、実際どのように行われているのか。感じはやはり色々なアネクドータルな話の積み上げのもとで結局判断しているということなのか。

高橋国際局審議役

数字で申し上げると、人民銀行でまだ全体の数字が出てきている訳では

ないが、6月の人民元貸出が去年が確か5,800位だったのが、今年は2,800位まで落としているということである。私が行った浙江省なども5~6月はもう去年の新規貸出の1/3、いや半分、それから江蘇省が1/3位まで落としているという形であり、引き締めと言うよりは首締めに近い。私がヒアリングした時には、かなり強いインパクトでやっているということが窺われた。

中原委員

それは個別指導なのか。何かオーディナンスを出して、いわば行政命令でやっているのではなくて、あるいは明示的なものではなくて、個別の投資案件毎にかなり細かな指導をしているということか。

高橋国際局審議役

これは業種別に細かいアイテムを作っていて、それに対しては貸出を一切してはいけない、もしくは回収する、もしくは一時停止するというリストがある。それで個別指導で抑えているということが一つある。もう一つはマクロの総量について、一応のガイダンスを出している。そのガイダンスのもとで、これは個別の銀行に割り当てるということではないが、その銀行の経営状況、自己資本の状況とかリスクの状況に合わせて銀监会、及び人民銀行が——銀监会が中心なのだが——指導しているという形で引き締めの運営をしている。

平野理事

分からないのだが、中国の引き締めの対象が一応、鉄鋼とかアルミとかセメントとか、あるいは不動産関連といった、いわば限られた業種を中心に行われているとすると、そのことが例えば台湾とか香港の輸出にどの位響くのかというのは必ずしも明らかではない。ただ、数字だけ見ていると若干影響が出てきていると見られなくもないという感じである。逆に言えば、それ以外のところにあまり明らかな影響は出ていないという感じもす

る。

中原委員

電力不足で操業が凄く落ちているということはないのか。

高橋国際局審議役

中国か。鉄などはこれはもう…。

中原委員

貸出は東南アジアの輸出には、そう直ぐには響かないという今のお話もあるし、むしろ計画配電、あるいは電力消費について相当強力な指導をやっているようだから、その操業度をかなり落とされているということではないのか。

高橋国際局審議役

一般的には自家発電でかなり凌いでいるので、私が知っている限りでは例えば加工区にある輸出企業、日系の電機とか、こういうところは実際に操業を、工場のオペレーションを止めるという事態にはなっていない。それから、地場の有力な電機関係、IT関係も中国企業だが、こちらの方ももう去年辺りから自家発電の措置を採っているので、そういうところでも48時間配電、24時間停止という感じなのだが、それでもオペレーションは続けているということである。ただ、これ以上、鉄などが増えてくるとエネルギー不足が酷くなってしまう。それから自家発電を買おうとしても自家発電機は非常に値段が上がっているという状況である。

平野理事

アネクドタルな話としては、かなりセンセーショナルに伝えられているのだが、工業生産の生産統計を信じる限りにおいては、あまり顕著なスローダウンは窺われないということである。しかし、去年がSARSの影響

響で低いにもかかわらず同じ数字が出ているということは、その分だけスローダウンしているのだろう。マクロ統計上はそういうことだが、電力問題そのものがマクロで大きく生産の足を引っ張っている、という感じにはなっていないのではないか。

須田委員

ただ、上海で夜のライトアップを止めたとか、北京でもきちっと電力を保つために周辺部で家計の電力制限を行っている。やはりエアコンの普及等もあって家計がかなり電力を使うようになった影響もあり、この夏に向けてやはり相当厳しいのではないかという話も聞かれるが、どうか。

高橋国際局審議役

実際、街灯なども暗くしていて、その中で人が沢山歩いて消費を楽しんでいるという感じには…。私が実際に行ってみて、ちょっと奇妙な感じがしたのだが、実際に店は開いているしレストランはやっているの、その辺はまだ大丈夫で、ホテルの温度もどうやって決めているのか知らないが1度ないし2度上げているということであった。ただ、そのところで全般的に家庭の停電が起きているという感じにはまだなっていないということである。

平野理事

再来週、中国へ行ってくるので、その時にしっかり見てくる。

田谷委員

高橋国際局審議役が行かれてレポートを出しておられた。ああいうレポートを丹念に読んでいかないといけない状況だと思うので、宜しく。例えば、銀行貸出の全中国における減少幅の半分は浙江省だと書いてなかったか。

高橋国際局審議役

然り。

田谷委員

そういうポイントになるところへ行ってそういうことをやって頂くと、まあこのようなことかなと想像できる。

高橋国際局審議役

今回は浙江と江蘇と上海が一番の焦点であろうと言われていて、その辺できちっと政策が浸透しているかどうかというのが一応のメルクマールになるのではないかというふうに言われている。それでその辺はかなり本格的にやっているということではないか、と私は感じた。

福間委員

電気の供給量も増えてはいるが、需要が伸び過ぎている。

高橋国際局審議役

今、相当な勢いで増やすということはしているのだが、ただ、追い付かないということで…。

福間委員

需給は逼迫している。

高橋国際局審議役

2年後とか、3年後とかいうことで言うしかないと言っていた。

福井議長

宜しいか。それでは国内経済情勢、山本理事と早川調査統計局長、お願いする。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それではお手許にある資料 4 の参考計表及び本日お配りしている追加図表を出して頂き、これに基づいてご説明したいと思う。まず最初に図表 1、短観の業況判断である。これについてはもう皆さんよくご存知のとおりなのであまり詳しいご説明は必要ないかと思うが、ご覧のとおり製造業を中心にかなりの改善になっているということである。製造業に関しては、大企業、中小企業ともにバブル崩壊後の 90 年代以降のピーク 2 回を上回って、大体 1985 年、バブルの一個前の景気拡大のピークに近い水準になっているということである。先程、外人投資家の評価として、非製造業中小企業の方に波及していないという声があったが、確かに (2) にある非製造業中小企業で見ると、レベルは 2000 年のピークは超えているけれども、96、7 年には及んでいないということで、今回確かに製造業の改善が突出したので格差は開いているということである。ただし、先だってもお話ししたように、そこは中小建設業の影響が相当大きい。社数が非常に多いうえに中小建設業はまだ悪化を続けていて、マイナス幅が足許で 30 ポイント台、先行き 40 ポイント台ということなので、これが足を引っ張っている。それを考慮するとなかなか数字は上がってこないということで、それも勿論経済の実態ではあるから、それを含めて考えれば確かに弱いですが、それはある程度いたしかたないと考えれば、実は中小企業にもそれなりの波及をしていると、このように我々は見ている。

恐縮だが図表 6 までお進み頂きたい。貿易統計については、前回会合でご説明したので極く簡単に計数だけおさらいしたいと思う。ご覧のとおり 4、5 月の数字は第 1 四半期対比で 1.9% ということで、引き続き増加しているけれども、勢いは若干緩やかになってきているということである。

(1) 地域別に見ると、まず一番上の米国向けが、(2) の財別でご覧頂くと自動車関連のところが増えていて、米国向けの自動車輸出の増加ということで引き続き増えている。一方、その下の EU はマイナスになっているが、

これは何分にも1~3月ができ過ぎなのでその反動ということかと思っ
ている。特徴的なのはやはり東アジアで、これまで好調に伸びてきた後、足
許は少し伸び率が鈍化しているということである。このうち、下の方のA
S E A Nについては、1~3月、確か1月だったと思うが、船舶の輸出が
出ていて、その反動減というのが大きいと思っている。加えて、中国が第
1四半期二桁の増加の後、足許は横這いということである。これには二つ
恐らく要因があって、一つは、元々1月に関税の引き下げを行ったので、
第1四半期非常に高い伸びになる反動として第2四半期横這いということ
に加えて、(2)の財のところを見て頂くと、中間財がここで減っている。
これはやはり中国向けの中間財の輸出減少ということで、これには恐らく
中国における過熱抑制策の影響が出ているのではないかというふうに
思っている。しかし、(2)の財別をご覧頂くと、情報関連、資本財・部品、
あるいは消費財辺りは順調に増えているので、基本的には輸出はまだ増加
基調を辿っているということかと思っっている。次に図表12にお進み頂き、
輸入サイドを見ておく。輸入は4、5月で1~3月対比-1.2%と若干では
あるが減少となっている。このうち、(2)財別で見て頂くと、例えば素原
料辺りには石油精製プラントでの火災の影響があり、まず原油の輸入が
その分減っているということ。あるいは、食料品関係については依然とし
てB S Eとか鳥インフルエンザの影響が残っているとあったことがある
訳だが、例えば資本財・部品とか中間財辺りの弱さはちょっとなかなか理
解しにくい。足許の生産動向、あるいは内需の動向から考えると、ここで
輸入がそんなに弱いのかという感じはしているので、基本的には若干、一時
的な要因ではないかと思っっている。加えて、これも前回ご説明したが、恐
らく季節調整の問題が何かしら影響している可能性が高い。何回もご説明
申し上げているのだが、一応またおさらいしておくと、この1~3月は、2
月がご承知のように閏年であった。3月は、日数は普通なのだが、実は異
例に平日の多い、休日の少ない月であったということ。逆にこの5月が、
とても休日が多かった。ゴールデン・ウィークの日並びも良く休みがやた
ら多かったということなので、どうも日数要因が相当あちこちに、消費と

か生産とか違う形で影響していて、季節調整が上手くいっていない可能性がある。通関の輸入数量で見ると、実は増加しているというのは前回ご紹介したとおりである。

次に図表 14 で企業収益を見てみたいと思う。短観の企業収益はご覧のとおり、全ての部門で着実に増加しているということである。上段の製造業に関しては、大企業、中小企業ともに二桁の増益、それから下の方の非製造業に関しても、いずれも二桁に近い増益を計画しているということである。さらに、図表 20、今度は同じく短観の設備投資計画である。設備投資に関しては、前回会合の時点で、中小公庫の設備投資アンケート及び政府の法人企業景気予測調査の数字をご紹介して、恐らく短観でも製造業を中心にかなり強い数字が出てくるのではないかと申し上げたが、そのとおり強い数字が出てきたということである。まず (1) 製造業大企業に関しては、確かに 2003 年度の実績が若干下振れた、その結果、投資計画が 2004 年度に持ち越されてきたということの影響もかなり大きいとは思いますが、それにしても現時点で 20% の増加と、大変強い数字になっているということである。(3) 非製造業大企業についてはゼロ近傍ということで、先程ご覧頂いた収益等との対比で見てやや慎重な投資になっている。これはやはり電力とか、固定電話といった非常にウエイトの大きい分野が継続的に投資抑制をしているために、なかなか企業収益が出てきても簡単には投資の数字に出てこないということかと思っている。一方、(2) 製造業中小企業だが、これは現時点でほぼゼロということである。昨年の実績が二桁増であったこと、今回の上方修正幅が 15% 近いものであったこと等を考えると、見掛けはゼロだが実勢はひよっとすると大企業製造業よりもむしろ強い位かもしれないという印象を持っている。さらに、(4) 非製造業中小企業についても、確かに見掛けの数字は -18% ということで、非常に大きなマイナスになっている訳だが、昨年の着地が二桁の増加であったこと、及び今回の修正幅が 8.5% であっただろうか、かなり大きな上方修正になっていたことを考えると、ここも決して弱い数字ではないとこのように見ている。そこで恐縮だが、本日お配りした方をちょっとご覧頂き、図

表 19、先行指標が出ている。まず (1) 機械受注であるが、5 月は大幅に増加した 4 月対比で見ると若干低下はしたが、4、5 月合わせて 1~3 月対比 9% 増という非常に高い伸びになっている。予測段階では、1~3 月減少の後 4~6 月も減少予想と、ちょっとやや不可解だと申し上げた訳だが、4、5 月の感じからするとマイナスになるという感じではなさそうだなというふうに思っている。(2) 建築着工も、1~3 月かなり大きく増加したため、1~3 月対比で見ると若干の減少にはなっている。しかしながら、増えたのと比べると落ち方はそんなに大きくないという感じであって、やはり製造業、あるいは流通関連、あるいは運輸、これは物流センター、配送センターということだが、この辺りを中心に底固い動きを続けていると、このように理解している。

図表 22 をご覧頂きたい。労働需給は引き続き改善傾向にある。完全失業率は 0.1% 低下して 4.6% になったし、有効求人倍率もなぜか 5 か月連続 0.77 倍の後、5 月は 0.80 倍というふうに改善した。ちょっと数字が読みにくいのは、(2) をご覧頂くと、新規求人が少し減っているように見える。あるいはまた、(3) を見て頂いても新規求人の伸び率が下がっているのだが、これは実は日数要因が影響している。5 月は平日が去年に比べて 3 日少なかった。これは職安統計であるので、要するにハローワークが開いていないと、求人も求職も受け付けないということであるので、休みが増えたとその分だけ求人も求職も減ってしまう。実は (2) をご覧頂ければお分かりのとおり、有効求人倍率は、求人も求職も減った中で上昇したということである。次に図表 23、今度は短観の雇用判断であるが、短観の雇用判断も着実に過剰感が縮小しているということである。ここもちょっとイレギュラーな動きをしているのは、中小企業の雇用判断が、足許ちょっと上がって先行きちょっと下がるという感じになっている。しかしこれは、実は過去にもあった話で、特に (2) 非製造業の中小企業をご覧頂くとお分かりのとおり、あまり滑らかに動かないで時々ピクピク動くのだが、このピクピク上に上がっているところというのは大体最近の調査では 6 月調査、以前の調査だと 5 月調査で、一種

の季節性である。中小企業の場合は、全体として雇用過剰であっても、必ず人手不足に直面している企業があって、そういった企業は新卒を採用する。採用すると取り敢えず5月調査、6月調査は、お腹が膨れて一旦不足がなくなったというために一回上がるということが起こっているということなので、何か雇用情勢に変化が起こっているということではないというふうに理解している。因みに昨年も6月調査で同じことが起こっていた。次に図表24、注目の雇用者数であるが、ご覧のとおり労働力調査の雇用者数、あるいはまた、(2)にある毎月勤労統計の常用労働者数ともに着実に、労働力調査で言えばプラス幅が拡大、あるいは毎勤でいくとマイナスからプラスに転じたとこのような姿になっている。労調については元々振れが大きいものだから、果してどのようなものかと思ったが、4、5月と比較的高い伸びが続いたということである。ただ、次の図表25、賃金を含めた所得という観点で見ると、ご覧のとおり(1)の季節調整後で見れば大体下げ止まりという感じはするけれども、(2)の前年比のところを見るとまだ、この3~5月という変則四半期で見て若干のマイナスになっている。この点、図表21の一番下にある毎月勤労統計の賃金のところをご覧頂きたい。確かに3~5月マイナスなのだが、マイナスに効いているのが二つあって、一つは3月の特別給与の減少。これは公務員の期末手当の圧縮によるものである。それからもう一つが、今度5月のところをご覧頂くと、所定内給与のマイナス幅がかなり大きくなっている。ただ、これも先程申し上げた、5月は実は出勤日数が少なかったということが影響していて、派遣労働者とか建設業等を中心に、やはり日給、時給で換算されている人達がいるので、休みが多いと所定内給与は減るといったこと。そう考えてみると、そのような要因を除いてみると、所得の方も大体下げ止まりにはきているということかと思う。

次に、図表26、個人消費であるが、個人消費についてまず申し上げなければならぬのは、家計調査の消費水準指数が、例えば全世帯で見ると、4、5月の前期比が何と+4.0%と異常に高い伸びになっているということである。これはもうよく指摘されているように、このサンプルで見ると所

得がかなり増えているので、恐らく実勢をやや過大評価していることは間違いないと思っている。他方で、小売販売統計については、この4、5月はどちらかと言うと弱めの動きが目立ったと思っている。例えば、小売業販売額もマイナスであるし、下の個別をご覧頂いても、確かに家電販売が増えているとか、それからコンビニエンス・ストアは堅調であると思うが、乗用車販売はかなり落ち込んだ。これに関しては、1~3月増加の反動ということに加え、一つは、元々4~6月はあまり新車の投入がなかったということ、さらには三菱自動車の販売不振といったものがかなり影響していると、こういうことである。さらに、百貨店、スーパー等に関しても、5月は天候要因にも恵まれず、どちらかと言うと弱い数字であったということである。ただ、逆に言うと、では家計調査が何か実勢と離れていて、販売統計は実勢なのかと、そうではないのかもしれないという面もある。例えば、一番下にある旅行取扱額は、その後5月の数字が出て、数字だけ読み上げておくと、4、5月の三角カッコ、今6.9と書いてあるところが+11.2という数字であった。また、ここに出ていないけれども、外食などもまあまあの数字が出ている。短観も思い出して頂くと、6月足許のところ小売業は足許悪化していたけれども、個人サービス業及び飲食・宿泊はかなりの改善になってきたということなので、恐らく足許はなにがしかサービス関係の方が少し良いということではないかと思っている。そういう意味では若干、幾ら何でも家計調査はでき過ぎだけれども、小売販売だけが消費の実勢ではないというふうに思っているので、全体として見れば依然としてやや強めの動きをしているということかと思っている。因みに、図表29(3)の消費包括指数について申し上げておくと、1~3月+0.8%の後、4、5月は+0.9%という伸びになっている。図表30、消費者コンフィデンスをご覧頂いても、引き続き改善傾向にあるということである。一番新しいデータの日経消費予測指数はちょっと下がっているのだが、これは物価が、中段にあるように上がるという見方になっていて、これは相変わらず物価を差し引くように作っているせいなので、それを除いてみれば改善しているということである。

次に、図表 33、生産である。生産は、5月に0.5%増えて、6月までの予測指数を繋いでみると2.8%の増加ということである。従って、1~3月の0.5%ほぼ横這いというのと比べると、はっきりと加速してきているということである。とは言え、以前の予測指数時点だと4%台の伸びであったから、それと比べると少し下振れているということである。これについては、一つは、元々今現在、予測指数系列というのはやや強い標本ばかり集めていることがあって、どうしても実績はそれよりも弱いという傾向が強いということと、それに加えて、元々私共の企業ヒアリングでは、2%台と申し上げてきているので、この2.8%という数字自体はそれ程驚くべき数字ではないというふうに思っている。とは言え、企業ヒアリングで聞いても、一部やはり実勢としての下振れがあるようだ。具体的には、電気機械関係で携帯電話とかデジカメ等々で若干弱い動きがあったというふうに聞いている。この点、図表 36 で在庫循環をご覧頂いておきたいと思う。まず、在庫循環全体であるが、(1)の鉱工業全体では確か前月時点では一旦第一象限に顔を出していたのだが、元に戻ってしまって、何かまるで循環が止まったような、時間が止まったような感じの動きになっている。先月からの動きに関しては、(3)資本財、(4)耐久消費財のところでご記憶だろうか、先月はかなり上の方に白丸が出ていたが、これが元に戻ったということである。先月ご説明したかと思うが、これは自動車の船待ち在庫であったためにこれが剥げ落ちたということである。一方、もう少し基調的な動きとして続いているのは、一つは(6)のその他生産財及び(2)の建設財というところだが、これはどちらかと言うと非常に不思議な、右下へ動いていくような動きになっている。これは素材関係であるが、素材関係については基本的に需要が強い中であって、原材料価格が上がっているために、値上げの浸透ということで生産を抑制している。従って在庫が減っていくということがここで起こっているということである。一方、これと全く違う動きなのが、(5)の電気機械類生産財、要するに電子部品のところであって、ここは既に以前から第一象限にはっきり入ってきていて、むしろこのところ45度線に近いところまでいってしまっているというこ

とである。これも前月ご説明したかと思うが、基本的には前向きの在庫積み増しという動きだと理解しているが、部分的には実は逆に積み上がりみたいなものも混じってきている。先程もお話したように、携帯電話辺りではやや後向きの動きがあるし、それからデジタルカメラ辺りも、やはり生産体制が整ってくるにつれて、メーカー毎に勝ち組、負け組の動きがはっきり出ているので、部品も負け組に付いているとやはりやや後向きということになる。あと、例えば薄型テレビ関連などは、現時点では皆基本的には前向きで積み上げている訳だが、もしオリンピック需要とかが思った程伸びないということになれば、これもまた一部後向きに転化する可能性があり得るということで、この辺当面注意深く見ていく必要があるというふうに思っている。

最後に物価関係である。追加図表 38 からご覧頂きたいと思う。まず、前提になる国際商品市況であるが、国際商品市況はこの春まで大幅に上昇した後足許高止まりという感じである。原油価格は、WT I で仮に言うと、一旦 40 ドル台をつけた後、サウジの増産等で、OPEC 増産決定等で一回緩んでいたのだが、足許また上がってしまって今現在WT I で 40 ドルに近いところ、北海ブレントで言うと 36、7 ドルといったところに推移している。それから、一頃かなり下がっていた非鉄なども、足許、ここに銅が書いてあるがちょっと上がっているのがあるということである。図表 39 には輸入物価の動きが書いてある。輸入物価、3 か月前比で見ると、(2)にあるように 4% の上昇ということで、5 月の 7% 上昇と比べると少し上昇幅は小さくなっているということである。一番下のグラフでご覧頂くと分かり易いと思うのだが、足許グレーのところ、すなわち石油・石炭・天然ガスのところに関してはむしろまだ上昇幅が拡大している。しかしながら、斜め線の金属・同製品、これは主に非鉄とかそういうものだが、この辺は 3 か月前比の上昇幅ということで見れば、以前と比べれば段々小さくなってきている。加えて、5 月時点では白いところ、これは 5 月時点では 3 か月前に比べてかなり円安だったものだから、それが輸入物価を押し上げたのだが、その後若干為替が円高方向に戻ってきて、今現在は為替はほ

ぼチャラということで、それが剥げ落ちているために上昇幅が低下しているということである。図表 41、国内商品市況だが、国内商品市況も海外と同じように足許まで上がったところで横這い、高止まりという状況である。ご覧のとおり、実は石油関連は①にあるようにちょっと下がった。さすがに、先程申し上げたように一頃原油価格が下がったこともあって、それから国内の精製プラントの定修があけたということもあって、一頃随分上昇していたガソリンのスポット相場などが少し下がっている。しかしながら、②にあるように非鉄の相場辺りはまたちょっと上がっているし、鉄が以前から、スクラップが下がっているのに鋼材が高いとずっと申し上げていたら、そのうちついにスクラップが下げ止まってむしろ反発してしまったために、結局根こそぎ強いということになっている。図表 42、C G P I であるが、まず最初に (1) の前年比をご覧頂きたい。前年比は 6 月 +1.4% になった。5 月が実は 0.1% 下方修正されて、前 +1% だったのが +0.9% になったので、何かやけに坂がついた感じがするが、別にそんなに驚くことではなくて、5 月が下方修正の後 6 月は結構高い数字になったということである。しかしながら、去年がこの時期下がっているということであって、3 か月前比で見るとどんどん上昇幅が拡大している訳ではない。下の方のグラフをご覧頂ければお分かりのとおり、5 月の下方修正があってちょっとギクシャクしているが、流れとして見ると 4 月位が上昇のピークであって、それと比べると上昇テンポは少しずつ鈍化してきているということではないかと思っている。具体的に申し上げますと、この点々で打ってあるところ、為替・海外市況連動型というところは、原油価格、石油価格関連の上昇によって、むしろ上昇幅が拡大しているが、例えば縦線の鉄鋼・建材関連、鉄鋼はまだ上がっているのだが、さすがに 3 か月前比の上昇テンポということで見れば、これは随分おとなしくなってきているということがある。従って、基調としては少しずつ上昇テンポは鈍化してきているということかと思っている。ただし、今月は白いところがプラスに出てしまった。これは肉類と卵の上昇であって、細かい話で恐縮だが、B S E 関係で豚肉へ需要シフトが起こっているとか、それから鳥インフル

エンザで鳥の生産調整をしたものだから、鶏肉とか卵が上がっているといったことが起こっているということのようである。実は6月の前年比を我々は1.3%かなと思っていたのだが、1.4%になってしまったのは先程の肉と卵にやられたという感じである。図表43、いつもの需要段階別であるが、まず第一に、①素原材料のところは5、6月段階までは下落している。これは前申し上げたようにスクラップの下落がここに影響している。②中間財のところは、上昇はしているけれども上昇テンポは鈍化している。これは先程申し上げた4月位が風速としてのピークで、そこと比べると鈍化しているというのがまさにこの中間財の動きである。そうした中であって、ちょっと特徴的なのは、足許は最終財の下落幅が小さくなっているということである。確かにこのグラフを見ると、3か月位前に一回縮んだところがあったのだが、あの時はあまり細かいことをご説明しなかったが、どちらかと言うと機械類中心の一時的な動きだと私から申し上げたと思う。現にその後4、5月とマイナス幅が拡大したのだが、今回は必ずしもそうではなくて、まず第一に、これはガソリンである。ガソリンは最終財であるのでやはりここは影響してこざるを得ないということである。それとあと、実は先程の肉と卵がなにがしか影響しているということである。そういうことであるので、恐らくこの最終財のところは、なにがしかマイナス幅が縮んでくること自体は避けがたいということである。肉とか卵も、ひよっとすると、今のところ大したことないという話だが、猛暑ということになると値上がりする。暑いと豚が太らないのである。鶏も卵を産まない。必ずそうなるものだから、それはひよっとするとC G P IだけではなくてC P Iにもちょっと影響する可能性があるので一応申し上げておく。笑い話はともかくとして、最後に消費者物価について一言。図表45、全国のC P I、5月は前年比-0.3%ということで、4月対比マイナス幅を0.1%ではあるが拡大した。中身はご覧のとおり、(2)の農水畜産物以外の財のマイナス幅が僅かではあるが縮んでいる訳である。にもかかわらず下落幅が拡大したのは、一つは(1)の縦線の農水畜産物、これは米の値段が少し上昇幅が低下しているということと、(3)のサービスのところで上昇幅が

小さくなっている。(3)のサービスのところ、これはほとんど専ら家賃であった。家賃はご承知のとおり、ほとんどランダムに動く性質があるものだから、たまたまこういう数字になったということなので、特に5月にマイナス幅が拡大したというよりは、そういった要因で-0.3%になったという位に理解して頂ければと思う。6月以降はガソリン価格が上昇し、多分前年比で見て0.15、0.16、これ位プラスの方向に寄与してくるので、恐らくはマイナスは少し縮小するとは思いますが、これでいけば直ぐにプラスとかいうことはないのではないかというふうに思っている。

ということで、特に纏めてもこれまでも申しあげていることとあまり大きくは変わっていない。景気に関してはかなり強い動きが続いているということで、現時点でまだGDP統計が幾つということは、数字はない訳だが、考えてみれば設備投資関係、個人消費関係の動きをちょっと考えてみるだけでも、そんなに弱い数字が出るはずはないということであって、景気という観点で見れば、4月に展望レポートを出した時点では、日銀は景気についてはえらい強気で、一方で物価についてはやけに慎重だというふうに言われたが、景気は恐らくは、当時皆さんが出された数字よりもまた上のところを走っている可能性が高い。その一方で、物価に関しては少なくとも消費者物価で見ると大体当時想定したような動きになっているということかと思っている。ややそういう意味では、景気と物価がチグハグなのだが、基本的にはかなり高い成長の裏側で、生産性がかなり伸びているということが起こっていて、その結果ユニット・レーバ・コストが下がり、物価上昇圧力が緩和されているということかと思っている。そういう意味では、ちょうど6か月、ないし9か月前にアメリカで議論されていたようなことがまさに日本で今起こっているということかと思っている。逆に言えば、アメリカはその後何か月かして雇用がこうフツと出てきた訳だが、我が方はどうか。言ってみれば、その辺が特に物価がどう動いていくかということを考えるうえでは、勿論足許のCPIの動きも大事ではあるが、こういった恐らくは生産性上昇というのもそんなに高い生産性上昇がいつまでも続くはずはないと思うので、そういったことがどこかの

時点で雇用とかに出てくるかどうか、この辺を見極める、ある意味で高い生産性上昇のうち、どれだけが循環的な一時的要因によるものであり、どれだけがいわば持続的な変化によるものであるかを見極める、難しい作業をこれからやっていくということになるかと思っている。私の説明は以上である。

福井議長

質問があればどうぞ。

岩田副総裁

では一点宜しいか。CPIの公共料金なのだが、図表45を見ると、ふた月程マイナスに寄与している。白抜きは公共料金だな。

早川調査統計局長

然り。

岩田副総裁

これがふた月程マイナスなのだが、今後もこういう傾向が続くのか。ほとんど電気・ガス代か、公共料金というのは。

門間調査統計局参事役

これは診療代である。

早川調査統計局長

医療費である。

岩田副総裁

診療代の方か。電気・ガス料金は。

早川調査統計局長

診療代はプラスから取れた訳であろう。

門間調査統計局参事役

その通りだと思う。

岩田副総裁

取れた効果だけか。電気・ガスも何かCGPIを見ると確か、幾らだったか、マイナスで動いているように思うのだが。

早川調査統計局長

両方…。

岩田副総裁

いや、規制緩和の効果と…。

早川調査統計局長

元々上に出ていたのは例の医療費が上に出ていて、それが剥げ落ちたところでマイナスに転じた。それまでは何か他にマイナスのものがあったのだということだと思う。

門間調査統計局参事役

あと若干自動車保険が弱いというのが。

早川調査統計局長

そうだ。

門間調査統計局参事役

これは純粹に競争が激しいので下げているところが多い。

早川調査統計局長

然り。保険である。

岩田副総裁

それからもう一点宜しいか。雇用なのだが、労働力調査の就業者で見ると、4月、5月合わせたものをそのまま読むと60万人増えている。

早川調査統計局長

然り。

岩田副総裁

それから毎勤の常用雇用だとこれはどの位なのか。%なのでよく分からないのだが。同じ位か。20万~30万位増えているという感じか。アメリカで20万とか15万だとかそういうことをよく言う訳だが、それとの対比で見ると日本はどの位良いのかと思って。

早川調査統計局長

実は、日本もアメリカ式に言うと本当は結構、増えたり減ったりしている。やはり逆に言うと、アメリカ式に何十万人というのは、やや本当はミスリーディングな数字の読み方だとは思う。例えば日本の場合、雇用者数というのは大体6,000万人位いるので、1%動けば先程ご指摘のように前年差で60万人などという数字になる訳である。季節調整後の前月差を実は計算してみると、結構20万、30万単位で増えたり減ったり、実は日本の統計もしている。ましてアメリカは多分、就業人口の分母が日本の倍、多分1億以上いるはずなので、そうすると20万、30万というのは本当はスタティスティカル・エラーの範囲内なのである。

岩田副総裁

プラスでもマイナスでも変わらない。

早川調査統計局長

然り。我々、あまり労働力調査を季節調整後の前月差などという言い方で説明しないで、むしろかなりラフに前年比 0.何%という見方をしているのは、ちょっとこれは季節調整を掛けて月差みたいなことを言うとマージン・オブ・エラーは相当大きい。アメリカは日本よりも分母が倍以上あるので、実はそうなのである。であるから、先程、いや 20 万人増えたのか、10 万人になって弱かったというのは、統計学的に言うとあまり意味をなさないステートメントだという。そんなことを言うと、CPIの 0.幾つなどということにもあまり意味がないということにもなりかねないが。

須田委員

同じ雇用の話であるが、先程、5月の新規求人数の話をされたが、実は、4月も落ちている。つまり、雇用者数の増え方というのは、やはり少し鈍化しているのではないかと思う。

早川調査統計局長

多分、増え方はなにがしか鈍化していると思うし、元々これも月次で見ると相当振れる統計なので、もう一月見てみないとよく分からない。もし6月、例えば6月は比較的ハローワークの営業日数の多い月なので、そこでポコンと増えるという可能性もあると思う。これは職安統計は月次では相当大きく前月比 5%、6%平気で増えたり減ったりする統計なので、少なくとも3か月は均してみないと危ない数字だと思う。

須田委員

雇用されている人を年齢別に見ると20代など結構、若い人達が増えていのように見て取れるのだが、5月という月は若い人の就職が増える月なのか。

早川調査統計局長

すまない。まだ実は足許のひと月、ふた月の数字については年齢別に見ていないものだから分からないのだが、これも本当に家計調査などもそうだし、労働統計もそうだが、数か月均してみないと、特にディスアグリゲートした時は数か月均してみないとよく分からないような気がする。最近の特徴としては、やはりいつも申し上げているサービス業の雇用、求人もそうだし、雇用も増えているということだと思う。これは前にも申し上げたかと思うが、派遣業とかそういうものが全部サービス業にカウントされるものだから、本当に働いているのは工場かもしれないのだが、統計上は求人票もサービス業であるし、例えば毎勤統計で見てもサービス業とか、そういうことになる可能性が高い。従って、ちょっと業種別に見ても本当にどこで働いているのか、というのは1対1で対応しなくなっているということである。

岩田副総裁

最後にもう一点だけ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

4～6月全体として見ると、6月はまだ指標が全部出ていないので、消費は分からないのだが、家計調査がばかに強くて供給が横這いで、そうする

と結果的には1~3月と同じ位の伸びになる可能性もあって、設備投資の方も出荷で見ると限りあまり変わらない。それからネットのエクスポートも輸出は鈍化しているが輸入はマイナスだったりしているので、寄与度は多分変わらないか、ちょっと増えてしまうかもしれない。そうすると、どうも第1四半期が強過ぎたので、第2四半期は落ち込む、少し減速するという見方もあるのだが。

早川調査統計局長

在庫の分位は減速すると思うが。

岩田副総裁

全体として見ると、1~3月と4~6月では、最終需要はあまり変わっていない。これは猛暑も私は関係していると思うが。6月辺りの数字はまだ出ていないから分からないが。

早川調査統計局長

まだ数字がないけれども、頭の中で計算すると、在庫の分位は減速するという気がするが、個人消費はあまり変わらないかもしれない。設備投資はどちらかと言うと1~3月よりはもうちょっと高いかもしれないという位の感じなので、結構な数字が出そうな気がする。現時点では、であるから、7%、6%の後、例えば5%であってもそう変ではない。対アメリカ三連勝という可能性もかなりあるということだと思う。

福井議長

猛暑で物が売れているという話はあまり聞かれないか。

早川調査統計局長

いや。

山本理事

若干入ってきている。

早川調査統計局長

7月に入ってやはりそういう話が出ている。

福井議長

そうか。

早川調査統計局長

エアコン関係、それからビール。

福井議長

ビールか。

早川調査統計局長

ビールはやはり調子が良いらしい。

福間委員

衣料もそうだ。

早川調査統計局長

衣料品も夏物は結構売れている。

山本理事

夏物は良い。

早川調査統計局長

7月に入ると一斉にセールに入る訳で、7月のセールは良いというふう

に聞いている。何か他にも日傘がどうこうとか、色々なことを言っている。

山本理事

雨傘が売れていないとか。

福井議長

それでは、金融環境に関する報告を白川理事と山口企画局長からお願いする。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

山口企画局長

お手許にお配りしている資料5（参考計表・その2）でご説明する。まず、図表1の(1)、銀行貸出である。6月は前年比-1.3%ということになった。5月が-1.4%なので非常に小さな動きだがマイナス幅を縮小するという動きが続いている。4~6月を均してみても-1.5%ということであり、1~3月-1.8%の後、マイナス幅が圧縮されているという姿である。従って、銀行貸出については基調としてもマイナス幅の縮小がはっきりと続いている。供給サイドの金融機関の方は全体として貸出姿勢を緩和するという状況を継続しているし、一方で、企業の方は引き続き、借入を圧縮するというスタンスを堅持している。ただ、企業活動が徐々に上向きになってきている中で、資金需要の減少テンポは幾分緩やかになってきている。この辺りが需給両面からマイナス幅の圧縮に繋がっているという状況である。それから(2)民間部門の総資金調達だが、6月は前年比-2.1%である。5月対比は横這いだが、4~6月で見ると-2.2%であり、1~3月に比べマイナス幅が縮小している。まず6月の直接市場調達であるが、5月対比横這いで、社債の寄与度が若干低下している。4~6月均した感じとしては、銀行、信金、外銀計の貸出のマイナス幅が縮小するという流れと、直接市場調達が非常に小さな動きであるが寄与度を少し高める、特に社債の寄与度が高まるという流れがともに見られている。次に、図表2(1)

のグラフ、CPと社債の発行段階における信用スプレッドである。まずCPの方だが、動きは小さい。相対的に信用度の低いA2格もスプレッドが縮まるなど全体として極めて低い水準に落ち着いてきている。4~6月で見ても状況は同じであり、信用度の高いところから相対的に低いところまで、全般に亘ってスプレッドが縮まるという状況である。一方で社債だが、6月は多少不規則な動きがあって、A格についてスプレッドが高まっている。ただ、全体としては概ね低い水準が続いている。この辺りについては、4~6月均して見ても同じである。それから(2)のグラフ、流通段階における信用スプレッドだが、相対的に信用度の低いBaa格を見ると、低い水準で横這いが続いている。その他も同様であり、長期金利が上昇する中で、流通スプレッドについて上げプレッシャーが掛かっているという感じはこれまでのところ見えていない。次に図表3は社債の月中の発行額である。公募社債の発行額は2,000億円ちょっとであり、さすがに少なめになっている。株主総会前後ということも発行を抑制する要因になったようである。この間、BBB格についてはそこそこの発行が行われており、長期金利が上昇している中で、前回の会合でも申し上げたが、社債の発行を抑えるといった動きは見られていない。それから、転換社債については5月1,800億円程度の後、6月は2,500億円ということで、4~6月均してもそこそこの発行になっているということである。評価としては堅調な発行地合いが続いているということで良いと思っている。それらをストックベースに置き換えたのが(4)のグラフである。黒いシャドーが掛かっているのがCPであり、薄めのシャドーは社債だが、6月については、CPはほぼ前年並である。社債について、1%そこそこの前年比プラスということである。CPについては、5月は納税資金あるいはボーナス資金をCPで調達する動きがあるということをご報告したが、その分が6月は剥げ落ちたということで、前年並みにとどまっている。それから(5)の表は増資である。6月は1,500億円程度。5月は株価が低迷する中でブレーキが掛かった訳だが、6月はそれが戻ってきている。第2四半期を通して見ても1,300億円程度と第1四半期並の発行が続いている。図表4は、企業

金融周りということである。まず(1)の資金繰り判断だが、細い線が大企業で太目の線が中小企業である。大企業については6月は18%ポイントのところまでいき、3月が15%ポイントであったので、さらに資金繰りは楽な方に振れている。中小企業についてもまだ水面下ではあるが、-8%ポイントであり、前回の調査が-11%ポイントであったから、それよりもマイナス幅が縮まっている。全体としては大企業、中小企業、ともに改善傾向がより明確化してきているという流れである。それから(2)、新しく中小公庫の調査と商中の調査の結果が出ている。細い線が商中で、太めが中小公庫である。中小公庫については5月-4.3%ポイントの後、非常に小さな動きではあるが-4.1%ポイントとなっており、引き続き資金繰りが緩和される方向での地合いが継続している。商中については少し逆に振れているが、トレンドとしては、余裕含みの方向での展開が継続している。次に図表5だが、企業から見ての金融機関の貸出態度はどうかということである。(1)のグラフは短観である。太い実線が中小企業だが、6月短観ではいよいよ水面上に顔を出し、+2%ポイントと緩い超に転化した。これまでマイナスが続いていたことからすれば、中小企業から見ての金融機関の貸出態度もここまで緩和してきたということである。それから大企業の方だが、状況は同じであり、6月についても一段と緩和感が広がっている。企業から見ての貸出態度は、中小企業の見方に典型的に現われているように、全体としても改善の動きがより明確化してきている。冒頭申し上げたように、金融機関の貸出スタンス自体前傾化しているし、一方で、景気が良くなる中で、企業の財務内容も改善している。銀行の企業に対するリスク評価も良い方向に振れている。こういった辺りが銀行の貸出態度の一層の前向き化に繋がっているということだろう。それから(2)中小公庫、(3)国民公庫だが状況は同じであり、引き続き緩和方向での動きが続いている。次に図表6、まず(1)の表はマネタリーベースである。6月は4.4%である。予想どおりだが、5月7%ちょっとの後4%までプラス幅が縮小している。4~6月均して見ても1~3月に14%程度であったのが、4~6月は6%位まで落ちてきているということである。この間、銀行券に

についても、前年比1%強から、いよいよ6月は1.0%というところに着地した。それから日銀当預も、6月については1割ちょっとの前年比である。なお、銀行券に関しては、(2)のグラフを見て頂きたい。シャドーが掛かったところが月次の平残の前年比、折れ線グラフが7日間の移動平均の前年比である。一高一低はあるがジリジリと低下してきている。直近の7月5日から11日までの一週間の伸びも1%というところであり、7月の最終的な着地は見通しが難しいが、1%をちょっと上回るかどうか、この程度のところかと見ている。(3)マネーサプライだが、6月のM2+CDは1.8%である。5月2.0%、4月1.9%であるので、行ったりきたりの感はあるが、6月についてはプラス幅が縮まっている。6月の要因としては、財政のプラス寄与の縮小がある。法人税収の揚げが、企業収益が好調だということで増加しており、この部分が当然のことながら財政赤字の圧縮に繋がっている。さらには地方交付税交付金も三位一体改革の関係で縮小している。これも財政のプラス寄与を縮小させる方向に働いている。それから前年の裏要因がある。思い出して頂ければ、昨年今頃は企業年金の代行返上が盛んに行われていた訳であり、その返上資金がM2+CDベースに流入し、前年比はプラス方向に振れていた。その裏が今年を出ている。その分がマイナス方向に寄与している。それらが合わさって伸び率が低下しているということである。ただ、四半期で見ると、じわじわとマネーサプライの伸びもプラス幅を拡大しているという状況である。それから、広義流動性だが、6月は+3.7%であり、月々の動きは振れが大きいのであまりコメントしてもどうかというところがあるが、5月対比ではプラス幅が縮まっている。4~6月は+3.9%であり、流れとしては景気の回復に合わせて伸びがじわじわと高まるという状況かと思っている。なお、7~9月のM2+CDだが、一応2%前後の前年比を見込んでいる。最後に図表7だが、企業倒産について、少し長い目で見てもどのような状況なのかチェックしておこうということである。特段新しい情報がある訳ではないが、(1)のグラフは企業の倒産率である。倒産率は、倒産件数を企業数で割ったものだが、それと中小企業の資金繰り判断をプロットしたものである。太い実線が倒

産率であり、細いものが中小企業の資金繰り判断である。縦にシャドーが掛かっている部分は景気後退期である。ざっとご覧頂ければ、倒産率は概ね景気拡大期に低下して、景気後退期には上昇する、こういう関係がある。さらに倒産率と中小企業の資金繰り判断を見てみると、かなり密接に関係しており、資金繰りが改善していくと倒産が減るという状況である。勿論、倒産率と企業のキャッシュ・フロー、あるいは金融機関の貸出態度との関連も当然あると思うが、大きく捉えれば、中小企業の資金繰り判断とかなり密な関係があるということが見て取れようかと思う。また、特に最近では、公的な保証制度の充実というのも結構影響している。1998年の終わり頃に縦に一本線を引いてある。特別保証制度を導入した時期である。特別保証制度は、金融システム不安の影響を緩和するため98年の10月に導入された施策であるが、そうした制度が導入されると、倒産率がガクッと落ちる姿が見て取れようかと思う。その後倒産は再び増えたが、最近ではセーフティネット保証、借り換え保証といった形で一般保証の充実が図られる中で、倒産率は低下してきている。その間、企業規模別の動きはどうかということだが、(2)も倒産率をプロットしたものである。太めの薄いグレーが大企業及び中堅企業の倒産率であるが、これが1990年代後半から2002年辺りに掛けて急上昇している。足許は大企業、中堅企業、それから中小・零細企業、個人企業、いずれも倒産率が下がるという形で推移してきている。最近の倒産の落ち着きは全ての規模について、そうした動きが見られるということである。計数的なご説明は以上である。今回は特にこれまで申し上げてきたことに付け加えることはないが、敢えて言えば、二つである。一つは、企業から見ての銀行の貸出態度が中小企業レベルでもいよいよ水面上に顔を出すところまで来た、そこまで緩和感が広がってきたというのが一つである。それから、貸出残高についても、マイナス幅の縮小というトレンドがしっかりと継続している、それが改めて確認されたということが二つめである。以上である。

福井議長

何かあればどうぞ。宜しいか。それでは本日の議事は終了する。明日は午前9時から再開させて頂く。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、厳正な機密管理をくれぐれもよろしくお願い申し上げます。以上である。

(午後3時43分中断、13日午前8時59分再開)

福井議長

1分前だがお揃いなので決定会合二日目を開催する。今日は金融経済情勢に関する討議、それから当面の金融政策運営に関する討議が中心だが、金融経済情勢に関する討議の中で、経済と物価の展望についての中間評価も討議する予定であるので宜しく願います。その他に月報の検討、議事要旨の承認がある。政府の方から、財務省の石井副大臣にお越し頂いた。内閣府の方は浜野政策統括官にお越し頂いた。宜しく願います。会合の中での発言は全て記録させて頂く。それを前提にご発言頂ければと思う。それでは、金融経済情勢、当面の金融政策運営に関する討議に移るが、議論の前提として事前にお配りしている金融経済月報案について、執行部から簡単に説明して欲しいと思う。その際、中間評価案についても合わせて説明を頂きたい。

Ⅲ. 金融経済月報に関する執行部説明

門間調査統計局参事役

それでは、いつものA3の紙を出して頂きたいと思う。まず、景気の現状評価、冒頭表現だが、「わが国の景気は、生産活動や企業収益から雇用面への好影響を伴いつつ、回復を続けている。」ということである。前月から基本的な判断の変更はないが、前月の「好影響が雇用面にも及んでいる。」というのが、如何にも過渡的な状況を表わした表現であったの

で、何か月も続けたくないということで、表現を変えたということである。それから、その説明の部分だが、輸出、設備投資、鉱工業生産、いずれも増加ということで前月から変更はない。今月は短観が出ているので、「企業収益や企業の業況感も、幅広い分野で改善が続いている。」という一文を挿入している。「こうしたもて、雇用面にも改善の動きがみられており」ということがあって、前月は「雇用面も改善の方向にあり」ということだったが、若干表現は変更している。一歩か半歩か分からないが、若干判断を前に進めたというつもりである。その後、雇用者所得、個人消費、住宅投資、公共投資、いずれも前月から変更はない。基本的に現状の判断に変更はない訳だが、良い状態が前月から続いているし、そういったことが今回短観等でも改めて確認されたということで、足許のところで前向きの循環がある程度は明確になり始めているというふうに見るのが自然かと思う。従って、「先行きについては、景気は回復の動きを続け、前向きの循環もより明確化していくとみられる。」ということで、今月は「より」というのを入れさせて頂いた。その説明の部分は基本的に変更ないが、念のため読ませて頂くと「すなわち、海外経済が高めの成長を続けるとみられるもて、輸出、設備投資を中心に最終需要の回復が続き、生産も引き続き増加していく可能性が高い。企業の過剰債務など構造的な要因が企業活動に及ぼす影響も和らいできている。また、企業の人件費抑制姿勢は維持されているが、そうした中でも、生産活動や企業収益から雇用者所得への好影響は次第に明確化していくと考えられる。」ということで、前月、「好影響の波及」ということで書いていたが、多少、意味がだぶる面もあるかと思い、今月は「好影響」だけにすっきりとさせたつもりである。それから後、物価だが、ご覧のように一箇所も変更点がない。国内企業物価については上昇、消費者物価は小幅のマイナス。先行きも同様に、国内企業物価は「上昇を続ける」、消費者物価の方は「基調的には小幅のマイナスで推移すると予想される」ということである。实体经济は以上である。

山岡企画局企画役

次に金融の部分である。執行部の原案について、6月の月報からの変更点を順に申し上げる。いずれも下線の部分である。まず、金融機関の貸出態度の部分だが、この部分を「改善の動きが一段と明確になっている」とさせて頂いている。先月の同じ部分の表現は「改善が続いている」であった。これはご承知のとおり短観の貸出態度DIが中小企業向けも97年以來のプラスになるといった、各種アンケート調査などから見た銀行の融資姿勢が一段と前向きになっているという最近の動きを月報の表現上も盛り込みたいという趣旨である。なお、このような銀行の融資姿勢の最近の動向については、昨日の報告でも説明のあったとおりである。次に民間銀行貸出だが、この部分を「減少幅の縮小が基調として続いている」とさせて頂いている。同じ部分の表現は、先月は「減少幅がわずかながら縮小傾向にある」であった。これについては、最近の銀行貸出が特殊要因調整ベースで4月の-1.8%から5月は-1.4%まで縮んだ、6月も-1.3%ということであり、このような貸出の動きを見ると、「わずかながら」といった留保まで付けるにはややすぐわれない動きになっているのではないかと、そういう趣旨である。一方、この手の数字に予想される振れも踏まえると、この段階で「減少幅の縮小が基調として続いている」といった表現とするのが適当であろうという趣旨である。次にマネタリーベースだが、6月4.4%という足許の数字に合わせて、「前年比4%台となっている」とこのようにしている。次のマネーサプライだが、ここでの原案では、実は、「前年比2%の伸び」としているが、その後公表された6月のM2+CDの前年比が+1.8%と、この結果4~6月のM2+CDは前年比+1.9%ということで、これを踏まえて、ここは「前年比2%程度」ということで「程度」という言葉を挟ませて頂きたいと考えている。これは口頭での修正で恐縮である。最後に市況だが、6月の月報の公表以降、長期金利や株価は意外と小動きであり、因みに6月15日の長期金利は1.8%ちょうどであった。現在も1.7%後半ということであり、あまり動いていないということ。それから

株価も6月15日の段階で実は11,388円ということで現在もあまり動いていないということであるので、こちらはこういう表現で宜しいかと思う。それから円ドルレートについては、6月15日は110円台であった。現在、若干円高方向になっているので、こうした市況の変化を踏まえて、「円の対ドル相場は前月と比べ上昇しているが、長期金利、株価は前月と概ね同じ水準となっている」という記述としている。なお、この会合の席上でもし市況が動いたらまた後程相談させて頂きたいと考えている。以上である。

山口企画局長

それから中間評価の部分であるが、A3の紙をご覧頂ければお分かりのとおり、この基本的見解の最終部分のところへ付け加えている。1月に中間評価を行った際にも同じような形で対応させて頂いている。中身については、A3では読みにくいので、一枚紙を別途用意した。ご覧頂ければと思う。内容的には景気に関する部分、企業物価に関する部分、それから消費者物価に関する部分、三本立てということである。そしてそれぞれについて展望レポートの2004年度見通しとの対比で選択肢を付けた形になっている。以上が内容に関する説明であるが、敢えて私共の考え方を申し上げておくと、まず景気については①ということで「2004年度見通し」に「比べて上振れて推移すると予想される。」、それから国内企業物価については①で「原油価格など内外商品市況の上昇や需給環境の改善を反映して、4月の「2004年度見通し」に比べて上振れて推移すると予想される。」、それを受けて消費者物価については②の方で、「こうした国内企業物価の上昇の影響は、川下段階にいくにしたがって、企業部門における生産性の上昇等によってかなりの程度吸収されると見込まれることから、消費者物価は、4月の「2004年度見通し」に沿って、小幅な下落基調が続くと予想される。」、以上である。

福井議長

表現、内容については後でまた議論をしたいと思うが、取り敢えず今の

説明そのものに対して何か質問があれば。宜しいか。

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

それではまず金融経済情勢についての討議をしたいと思う。委員の方々から意見を表明して頂きたいと思うが、当面の金融調節については第2ラウンドにさせて頂いて、この第1ラウンド目では最近の金融経済情勢についての判断と今の展望レポートの中間評価について、発言頂きたいと思う。合わせて一人大体5分ずつ位ということでお願いできればと思っている。今日は武藤副総裁、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、そして春委員の順でお願いしたい。最初に武藤副総裁からお願いする。

武藤副総裁

前回会合以降の指標を見ると、6月短観において幅広い分野で業況感や収益の改善が見られたほか、設備投資の強さが確認されたこと、雇用面での改善の動きがさらにはっきりしてきたということ、この二つが特徴点と言える。このところ見られてきた企業部門の回復の強さ、広がり、あるいは家計部門への波及といった前向きの流れを確認できるものであったと思う。まず、企業部門についてであるが、6月短観の結果を見ると今年度の設備投資計画は、大企業製造業で前年比2割増と大幅に増加する計画となっている。また中小企業でも昨年度に大きく増加したことを勘案すれば底固い計画となっており、全体として予想以上に強いものとなっていると思われる。設備投資は今後もしっかりした増加を続けると見て良いのではないかと思う。生産も1~3月に前期比+0.5%と一旦減速した後、予想指数を用いて算出した4~6月は+2.8%と再び伸びを高めた。5月の伸び自体は予測指数や市場予想と比べて低いものとなっているが、元々予測が実勢よりも高めに出過ぎていた面が強いと見られる。先行きも内外需要の回復を背景に増勢を辿るも

のと思われる。企業部門での前向きの動きが雇用面にも波及している点は先月指摘したが、最近の指標はこうした動きがさらに明確になっていることを示している。まず、雇用・所得環境を見ると、5月の有効求人倍率が0.8倍まで上昇した。雇用者数の増加傾向が明確化している。賃金については5月の所定内給与は営業日数が少なかったことからマイナス幅がやや拡大したが、基調としては徐々に縮小しているように見受けられる。今後、生産活動や企業収益が強まる中で雇用者所得の下げ止まりはより明確化していくと思う。こうした中で、個人消費は4~5月の家計調査の消費水準指数を見ると1~3月比+4.0%、これは販売統計などと比べてやや強く出過ぎているという執行部からの説明もあったが、大幅に増加している。今後、雇用者所得の改善が明確になる中で、個人消費は緩やかに回復していくと見て良いのではないかと思う。

次に物価面についてであるが、国内企業物価は内外市況高や需給全体の改善を反映して上昇が続いている。6月の国内企業物価の前年比は+1.4%と前月に比べて伸びが高まった。一方コアの消費者物価については、5月は帰属家賃の下落の影響もあって前年比-0.3%とマイナス幅が若干拡大した。このように景気回復が強まるもとでも消費者物価に大きな変化が見られないということが最近の特徴である。この点をどう理解するかは当面の物価情勢を展望するという観点だけではなくて、我々の政策運営との関係でも極めて重要なポイントであると考え。景気と物価の乖離を説明する鍵となるのは生産性の動向である。最近では生産性が上昇するもとで労働コストが抑制されていることから、ユニット・レーバ・コストが低下している。この結果、景気に対する物価の反応が鈍くなっていると考えられる。生産性が上昇している背景としては、第一に、景気回復期に特徴的な動きであるが、経済に余剰資源が大きいために設備や労働の稼働率の上昇によって一時的に生産性が高まっていること、第二に、ここ数年の企業の構造改革の成果が現われつつあること、第三に、ITなどの技術革新によってより長い目で見て全要素生産性が趨勢的に高まっていることなど、幾つかの可能性が考えられる。恐らく全ての要素が何らかの形で影響し

合っていると考えるのが適当だと思う。現時点でどの要因が大きいかは見極めがたい訳だが、景気と物価の乖離がいつまで続くかを考えるうえで極めて重要な論点であるので、今後とも物価動向や関連指標をしっかりと注視しつつ分析を深めていく必要があると考える。

以上のような経済物価動向を踏まえると、中間評価に関しては、第一に景気は見通し対比上振れ、第二に国内企業物価も上振れ、第三に消費者物価については4月の見通しに沿って小幅の下落基調が続くという評価で宜しいかと思う。ただし、景気は上振れ、消費者物価は見通しどおりという判断は世の中の一般の方から見るとやや分かりにくい面があるかもしれない。特に我々が消費者物価を基準に量的緩和の継続を約束していることも考え合わせると、人々の誤解を招くことのないように今申し上げた背景について我々の判断を対外的にしっかりと説明していくことが重要であると思う。この点は特に強調しておきたいと思う。またリスク評価としては、引き続き海外経済の動向、国内金融・為替市場の動向、国内民間需要の動向、不良債権処理や金融システムの動向が挙げられるが、4月以降の新たなリスク要因として原油価格の動向が指摘できるのではないかと思う。

最後に、金融市場の動向について一言だけコメントしたい。前回の会合以降の最大のイベントはFOMCの利上げだったと思うが、Fedの政策運営の考え方は市場の中で広く浸透しており、市場の反応は総じて落ち着いたものとなった。もっとも、金融市場は経済物価情勢の変化や世界的な低金利環境の変化に伴い、依然として振れ易い状況となっている。今後も金融市場の動きについては慎重に見ていきたいと思う。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

それでは四点程申し上げたいと思う。一つは、日米の現在の景気の回復

力、GDPの成長率ということで、二つ目は日本の個人消費の動向をどう考えるか、三番目は消費者物価の動向をどう考えるか、四番目は中間評価についてということで述べさせて頂きたいと思う。

第2四半期の世界経済は恐らく第1四半期と比べるとやや成長率が全体として鈍化していると思う。主な要因は原油価格の高騰、それから中国の減速ということではないかと思う。アメリカの成長率について言うと、第2四半期は、ある人の評では、ライオンの如く来たり羊の如く去ると、竜頭蛇尾という表現かもしれないが、成長率自体もやや減速していて恐らく前期比1%にも届かないのではないか。私は1%、年率だと4%はいくのではないかとこれまで申し上げていたが、やや前期比1%を少し割るのではないかと思う。ただ2004年全体で見ると依然として成長率は4~4.5%という基調を維持するものと思う。コアのPCEでは2~2.5%で——恐らく2.5%というのは連銀の許容範囲の上限ではないかと思うが——推移しているということかと思う。第2四半期にやや減速した基本的な理由は、ガソリン価格の上昇、それから低温というようなことがあって小売関係がやや弱かった。同時に休日とか祝日の関係で雇用の伸びが鈍化していることかと思う。

アメリカについては以上であるが、日本の成長率はどう考えるかということであるが、私は従来、第2四半期は前期比0.5~1%位、前年比で見ると4~4.5%で動いているのではないかというふうに申し上げた覚えがあるのだが、猛暑効果もあるということで恐らく第2四半期はアメリカと逆で、羊のように来たりライオンのように去る、つまり前期比1%を超える可能性があるというふうに考えている。日本の場合には中国の減速とかあるいは石油価格高騰の影響は今のところ現われていないように思われる。中でも注目されるのが個人消費なのだが、小売統計と家計調査で大きな乖離があるということなのだが、その内容は恐らくサービス支出、これは小売統計には全く出てこない。それから乗用車。乗用車は明らかに家計調査が上振れかというふうに思うが、もう一つの問題として家計調査の可処分所得と賃金統計のギャップがあると思われる。これも長く申し上げている

が、家計の可処分所得が実際どのような状況にあるのかということが非常に今分りにくくなっているのではないかと考えていて、特にフリーター、420万人いる若者層あるいは主婦が、その夫が失職したり離職した時に、むしろそれを補っているというところがあるのではないかと前から疑っている。ということで賃金統計とのギャップをなるべく精査して頂ければと思う。消費は大企業就業者を中心に30歳、40歳台に加えてさらに20歳台の消費に回復傾向が現われていて、恐らく今、申し述べたような労働市場の構造変化が個人消費にも影響していると考えている。さらに労働参加率でもその点は確認できて、50歳台の男性の離職あるいは退職というようなもの、あるいは非労働力化するというのを、50歳台の女性の労働参加率の上昇で補っているという姿が現われている。特に医療、福祉、教育分野で出ており、女性の参加率自体は1991年の51%をピークとして今48%であるので全体としてはまだ下がったままであるが、一部の年齢層ではそれが回復傾向にあるということで注目している。日本の場合に、女子の労働参加率と出生率が反比例関係にあってアメリカとはちょうど反対なのだが、これは今後の少子化高齢化を考えると大きな問題だというふうに思っている。

三番目にコアの消費者物価であるが、企業物価とかあるいは実質成長率の見通しに関して私はどちらかと言うとアウトライヤーに属していたのだが、このところ実体経済の方が私の見通しに追い付いてきたかなと思っている。ただコアのCPIの方はまだであって、ただESPによるとマーケットの予測上位38社のうち8社が、2004年度の実質成長率4%位をみている方が多い訳だが、そういう人達のコアCPIの予測は年度では微増ということで年度後半安定的にプラスになっていくと、そういう見方をしている。こうした予測は私が従来申し上げていたこととかなり整合的かなというふうに思っている。最後に中間評価ということなのだが、以上のことを纏めてみると、実体経済については明らかに日本の場合上振れをしているということかと思う。企業物価についても同様だ。ただコア消費者物価については、これは現実の数字が私が思っていたよりも弱い数字が先月

出て、これは私の観点からすれば上昇圧力と言うか上昇のエネルギーがいれば蓄積されている段階ではないか。どうして過小評価が起こっているかということだが、幾つか要因を考えてみると三つ位ある。一つはデフレが長く続いたのでデフレ期待がビルトインされている。これは金研の国際コンファレンスでもオブストフェルド教授が期待の役割について、期待を変化させるにはむしろはっきりプラスの何%を目指すか掲げた方が良く、目標を掲げた方が良くと発言があったが、私もデフレ期待を払拭するには調整速度を速めるうえで望ましい物価上昇率というのは掲げる価値があるというふうに思っている。他に生産性という点では、生産性が上昇しているのは私は主に耐久消費財だと思う。サービスその他の分野では人件費の抑制ということがむしろ多く作用しているのではないか。人件費の中で私が注目しているのは、団塊世代の就業者が次第に退職しているという、これは日本の賃金のプロファイルが50歳台の前半がピークであるので、こういう年代がより高齢化していくあるいは退職していくということになると、それだけで実は5%位賃金総額を下げるといような試算もある。これも賃金を抑制する要因ということで、ある意味ではマクロの需給に対して、コアCPIが過小反応するように作用しているのではないかというふうに思っている。そういうことで中間評価について、景気判断に関しては全く異論ないのだが、コアCPIのところについては私は個人的に上振れリスクがあるというふうに考えている。以上である。

福井議長

次は福間委員からお願いします。

福間委員

我が国の景気情勢については世界経済の拡大を背景に輸出の増勢に衰えが見られず、また内需も設備投資が大企業製造業を中心に一段と積極化しているほか、個人消費が猛暑効果も手伝い強めの動きを続けるなど、内外需に亘って力強さが増している。ただ6月短観では、鉄鋼、自動車、一

般機械等重厚長大産業の大企業において業況感が大幅に改善している一方、非製造業、中小企業が期待した程には伸びなかったということで、景気が全般的に回復しているとは言ってもその回復のペースは業種、企業規模、地域によって差があることを再確認させてくれた。景気の先行きについては、企業が強気の中にも慎重な経営スタンスを崩していないこと、及び6月短観で大企業の海外での製商品需給判断DIが1997年3月の調査開始以来初めてプラスになるなど外需が非常に好調であることを踏まえると、現下の景気回復にある程度の持続性が内包されていると考えられ、我が国の景気は当面4月の展望レポートで示した今年度の経済見通しに比べて上振れて推移する可能性が高いと予想している。企業の慎重な経営スタンスは設備投資をROIの高い案件に限定したうえで、キャッシュ・フローの範囲内で行い、余裕資金がなおある場合には有利子負債の返済や自社株の買増し等によりある程度財務内容の改善を図っていること、あるいは企業が業況感の改善にもかかわらず引き続き賃金抑制と生産性向上に取り組んでいること等に表われている。こうした努力が売上げ数量効果と相俟って、交易条件悪化のもとでの企業収益のさらなる拡大を可能とし、結果的に景気回復を長続きさせる原動力の一つとなっている。もっとも、4月の展望レポートで挙げた先行きの上振れ下振れの要因のうち、海外経済の動向、就中、中国及び米国の動向については引き続き注意が必要であると思う。中国では春先からの本格的な景気過熱抑制策により下落を続けてきた鉄鉱石、鉄スクラップ、建設用鋼材、銅、ニッケル等の非鉄金属の価格あるいは海上輸送の運賃が6月後半には早くも反発に転じている。海上運賃などは6月下旬に直近ボトムを付けた後、僅か3週間で50%も急騰している状況である。これは基本的には中国をはじめ東アジアの実需の強さを反映したものと言えるが、最近中国では赤字に陥った鉄鋼メーカーが連携して政府の金融引き締め政策の緩和を陳情したとの話も聞かれており、あるいはそうした動きを受けて一部手綱が緩められたことも相場反転にいささか影響しているのかなとも思われる。実際、昨日の執行部の説明にあったように、中国の6月工業生産は前年比16.2%、5月固定資産投

資 34.8%といずれも鈍化しながらもなお極めて高い伸びを維持している。景気の過熱が再度加速する可能性は低いと思うが、中央に政策あれば地方に対策ありと言われるとおり地方を中心に引き続き過熱感が残存しており、状況次第ではミクロを対象とした行政指導の一段の強化に加えて政策金利の引き上げ等マクロ政策を含めた引き締め策が講じられることもあり得るということを頭に入れる必要があるかと思う。このほか、中国では電力不足の悪化から、鉄鋼業では、以前この会議で申し上げたように、日本への輸出がかなりあったのだが、最近、中国国内の需給に逼迫感が出始め、日本向け輸出が減る一方で、逆に日本から輸入が増加しているという状況である。このように中国経済は業種や地域、企業の種別等により景気過熱抑制策の影響度合いも区々であり、いわば過熱と抑制の両方が併存し、情勢が目まぐるしく変わるだけに今後ともその動向を慎重に見守る必要があると思う。一方、米国経済については、減税効果の剥落や貿易赤字の拡大、すなわち海外余剰のマイナス幅拡大、地政学的リスクの高まり、大統領選挙を巡る不透明感等の幾つかの不安定要因がある。これに加えて最近では賃金上昇を背景にユニット・レーバー・コストが下げ止まりの兆しを見せており、原材料や中間財価格の上昇が消費者物価に対しさらにどの程度波及するかについて注意が必要だと思う。特にガソリン価格の上昇は個人消費の伸びを抑制するだけに注目される場所である。また、米株式市場もテロに対する懸念の強まりやハイテク企業を中心とした企業業績の先行き不透明感等から不安定な動きを続けている。もっとも、米国経済の先行きについては、今のところFRBは金利引き上げ後も金融緩和基調を維持しつつ経済・物価情勢に応じて必要な策を講ずるという慎重な政策スタンスを示しているため、仮に減速しても一時的な踊り場局面にとどまるのではないかと思っている。物価面については、国際・国内商品市況はともに高値圏で推移しているうえ、海運市況や原油価格も反発に転じていることから、国内企業物価は4月の展望レポートの見通しに比べて今後とも上振れて推移する可能性が高いと思う。もっともコア消費者物価については、我が国の場合、企業のユニット・レーバー・コストの低下に加え、売

上げの数量効果による収益拡大が国内企業物価の上昇の影響を吸収すると見込まれ、4月の展望レポートのとおり小幅の下落基調が続くと予想している。ただし、足許の原油や鋼材、非鉄金属製品の予想外の相場反転は、先程述べたように東アジアの実需の強さを背景としているため、鉄鋼メーカーなどは価格決定権に自信を深めており、それだけに今後とも物価動向には注意が必要と思う。金融面では長期金利は債券先物オプションのインプライド・ボラティリティの低下が示すように、現在の経済・物価情勢のもとで当面ボックス圏での動きが続くと予想される。この間、企業サイドの長期金利に関する受止め方を経済同友会が景気定点観測 6月調査で結果を発表しているが、調達金利の上昇幅が3%未満であれば経営に深刻な影響はない、という企業が6割以上を占め、将来の金利上昇の備えについては借入金を減らしたとする企業が4割、特に何もしていないが2割と、かつての金利の上昇期に一般的に見られた借り急ぎの動きはあまり見られず、これまでのところ企業がその潤沢なキャッシュ・フローを背景に長期金利の上昇を極めて冷静に受止めている姿が窺われる。一方、為替相場については、ドル円相場は小幅な動きになっているが、米国の経常収支の赤字が本年第1四半期に市場最大の額となりその後も悪化を続けていることや、米金利上昇についても先程申し上げたようにFRBが慎重に行うという姿勢を示しているため、当面然程のドル・サポート材料にはならないこと等から、ドルは資源国通貨を中心に主要通貨に対して下落基調を続けている状況である。以上である。

福井議長

次は、中原委員お願いします。

中原委員

実体経済は4月の展望レポートと比較して、想定していたパスを上回って推移していると思う。米国経済を中心とする海外経済に関わる下振れ要因も後退している。一方で、原油価格上昇あるいは世界的な金融政策のバ

イアスの方向変化という先行きの新しい不透明要因も出てきているように思う。まず米国経済であるが、単月の振れはあるが雇用が急ピッチで改善を見せ始めたこと、及び時間当たり賃金、実質可処分所得が緩やかながら上昇傾向を続けている。また、テンポは若干鈍りつつあるが、住宅価格がなお上昇しているということ、こういうことから本年後半の減税効果の剥落による失速懸念というものは大分後退しているように思う。本年後半に向けて、实体经济はテンポを緩やかにしながらもバランスのとれた安定的な成長軌道が続けるということだと思うが、先行きやや気になる点として以下申し上げたいと思う。まず金利の上昇であるが、年内100bp織り込み済みということであるが、これはあくまでメジャー・ペースということを前提にしている訳であって、過去の引き締めパターンと違うはずであるという理解に立っているように思う。足許の数字では、雇用も物価もやや落ち着きが出てきたようである。またFedの高官の発言も、期待インフレ率が上振れせぬよう慎重な対話を続けているように思う。ただ、グリーンズパン議長の発言では先行きの政策選択について含みをかなり残しているように思うし、例えば6月の非製造業ISM指数、雇用指数を見るとかなり高い水準ということで、今後の雇用拡大を予想できるものになっている。ユニット・レーバー・コストも底入れしたということから、Fedは物価に対する警戒感は内心かなり強いものを持っているのではないかというふうに思っている。今後の金利上昇のピッチ如何では、住宅あるいは消費に影響が出る可能性は否定できないように思う。住宅投資はなお好調であるが、金利上昇を見越した駆け込み的な需要も出ていてはないかと思われるし、今後の金利上昇に従ってそのピッチ如何では来年辺りになって影響が出るという見方も残っているということに注意したいと思う。川上部門の方では、シリコンサイクル、これがピークに近付いたという見方があるし、一部の情報関連財の出荷、売れ行きに若干翳りが出ているとか、あるいはIT関連企業の業績に対する警戒感が出始めたということでNASDAQはやや停滞感を強めている。今回の回復がこれらの部門に先導されてきただけに今後の動向に注意がいくと思う。中国経済

についてはここへきてソフトランディング・シナリオが優勢になっているが、これはちょっと経済的な問題とは違うのだが、市場経済原理が必ずしも貫徹していない巨大なこの経済を上手く本当にコントロールしながら軟着陸させることができるのか、やや注意して見ていきたいと思っている。中央政府が強権的であるだけに末端の反応が強く出るオーバーキルの懸念もあるし、計画経済のもとでのストップ・アンド・ゴーの弊害が出かねないという懸念も多少持っているところである。我が国の経済については、輸出にやや減速の気配が窺われるが、内需の強さは想定していたところを上回っていると思う。消費については、販売統計と家計調査など、供給サイド統計と需要サイド統計の整合性がなお欠けている感じがするが、雇用の改善と賃金の下げ止まり、あるいは人口動態的な変化を考えると先行き消費が強く崩れる懸念はないと思う。川上部門の景況感も短観で見るとおり一段の改善が見られている。設備投資は短観もそうであったし、先週の経済産業省の設備投資調査、これで見ても製造業では予想以上に強いという感じがしている。ITや情報関連から素材産業に広がりが出ているように思われる。今回の回復というのが、船積みと同時にキャッシュの入る輸出取引に先導されている景気回復であるとか、財務リストラが徹底的に進んでいる、あるいはコスト削減によりプロフィット・マージンが拡大しているようなことからキャッシュ・フローは極めて潤沢であるし、リストラの一段落から新しいビジネスモデルのもとでの企業戦略がここへきて進み始めたというようなこと、さらには世界的な情報関連財の出荷が伸びており、またオリンピック前の出荷前倒しの動きからくる一部電子部品の品薄感、品不足感等、こういうものが設備投資意欲を高めているように思う。以上足許は予想以上に実体経済は強いという感触だが、短観の業況判断、先行きがやや伸び悩んでいる、あるいは非製造業の業況感や投資計画は相対的に弱めであるなど経営者は先行きについてやはりまだ慎重ということだと思う。物価については最終財、消費財への波及効果は限定的という判断は変わらないと思う。その理由は、生産性の向上もあるが、やはりこれもかなり限界にきていると思われるので、最終財、消費財の分野での価

格支配力がまだ取り戻せないことであろう。また、サービス部門での賃金上昇がなかなか見られないというようなことも影響しているように思う。金融資本市場は全体に落ち着きが出てきた。ドルは方向感を失っているようだ。今後、日米景況感格差、あるいはF e dの政策スタンスに応じて今後の流れが出てくると思うが、地政学的リスクとか米国の政治日程など不透明要因もかなりあるし、相場がここへきて一方に大きく傾くリスクは当面ないのではないかと考えている。長期金利は潜在的に上昇圧力を残しながら小康状態。今後はイベントリスクに注意が必要だと思うし、まだ我々の市場対話は微妙な対応が要求されることになる。最後に展望レポートの評価であるが、2004年度の成長率上振れ、企業物価上振れ、消費者物価については基本的に4月の見通しに沿った動きという執行部の提案が基本的に宜しいかと思う。やや些末な点であるが、武藤副総裁も指摘されたが、消費者物価について景気が上振れてその分需給ギャップがさらに縮小している現実の前で、4月の時と全く同じ判断だとする根拠について生産性の上昇等として説明しているが、やや説明不足の憾みが残る。市場では今回の評価の文言を大変関心を持って見ている状況だけに細心の注意が必要だと思う。それからもう一点は、4月の展望レポートで挙げた上振れ・下振れ要因について現状判断を全くコメントしなくて良いのかどうか、前回の中間評価と比較するとこの点どうするか皆さんのご意見を伺いたいと思う。以上である。

福井議長

次、須田委員。

須田委員

前回の金融政策決定会合以降発表された短観、雇用統計等の指標を踏まえると、業況判断については製造業を中心にかなり改善していること、中小企業非製造業についても中小建設業を除きそれなりに改善していること、労働需給や雇用判断についても改善が見られることなどから「緩やか

な」のつかない景気の回復であることが確認できた。従って、現状については前月と同じ判断で良いと思う。ただ、先行きについて「前向きの循環もより明確化していくとみられる。」とあるが、これには多少違和感がある。私の中では「前向きの循環が明確化」というのは、所得から消費そして非製造業の設備投資への広がりが増えるものになるということを含意しているが、足許までに公表された景気指標等でそこまで確認できたとは言いがたいと思っている。例えば賃金、雇用者所得は前年比まだ若干のマイナスであるし、新規求人数の季節調整済前月比が2か月連続で大幅にマイナスとなっていることも気になる。先に公表された短観では、個人消費関連では、小売や対個人サービス、飲食店・宿泊といったところの業況感のレベルは、飲食店・宿泊については大きく改善しているものの全般的になお低い状態が続いている。また設備投資についても、非製造業・中小企業は前年の伸びを考えると底固い数字とは言えるが、製造業と比べると相対的な弱さが見られる。在庫投資についても、今のところ好調を維持しているデジタル関連だが、電気機械類生産財の在庫循環を見ると、在庫調整局面入りぎりぎりまで上昇している。現在は基本的には前向きの在庫積み上げと理解しているが、そうは言っても気になるところである。

また、海外経済のうち、米国経済について巡航速度へ向けての景気減速の前倒しに市場の注目が集まりつつある。例えば米国では足許、公表された雇用統計、自動車販売、資本財受注、チェーンストア売上といった景気指標や調整色の出ている株価、再び上昇している原油価格等を眺め、景気拡大の減速を指摘する声が多くなっている。勿論、天候要因などの特殊要因やデータの振れであったりするため、これらの指標だけで景気が減速し始めたと判断することは難しいと思うが、これまで影響は軽微と言われていたITサイクルについての言及が増えている等、市場が強気一辺倒でなくなってきたことは指摘できる。実際、ブルーチップ見通しによると今年の米国の実質経済成長率、企業収益の増益率についてこのところ下方修正されている。

こうしたことを勘案すれば、先月の「前向きの循環も明確化していくと

みられる。」とした先行きの判断を少なくとも現時点で強める方向に変更する必要はないと考えている。ここでなぜ「より」が付けられたかが気になる。「より明確化」の意味が足許の景気の強さが確認された結果として前向きな循環が今後明確化する蓋然性が高まったという意味であれば問題ないが、この言葉を付け加えることで先行きの前向きの循環について先月想定していたよりも広がりないしは強さにおいて判断を強めたということであれば、そのような判断は現時点の私の先行きの判断とは異なっている。

次にこうした点を踏まえて展望レポートの中間評価について私の意見を申し上げる。まず結論だけを簡単に申し上げれば、景気と国内企業物価は上振れで消費者物価は想定どおりということで良いと思う。ただ今回、今年度入り後も民間需要の回復力自体を前回に比べ強めに見ているということもあるが、数字上の上振れの主たる原因は4月の展望レポートを出す時点では明らかではなかった1~3月期の景気が予想外に強かったことにある。つまりゲタの部分の上振れが景気の数字上の上振れの主たる理由である。景気の上振れ理由については、ここで書かれている文章では、どこが主たる上振れ理由なのか定かではない。理由をもう少し分かり易く説明する必要があるのではないだろうか。その場合簡単に、「設備投資と個人消費の予想外の強さを反映して」とするのも一案だと思う。このような簡単な説明で良いのでは、と思う理由は以下のとおりである。つまり4月の時点で「前向きの循環が次第に強まるもとで、景気は回復を続けると予想される。」と既に想定しているので、上振れ理由の主たる要因として「前向きの循環がより明確化していくとみられる」点にあると捉えれば、現時点では4月の時に想定した前向きの循環よりも強いものを想定していることになり、そう捉えれば消費者物価については見直しを変えないことを合理的に説明するのは非常に難しいと私は思うからである。場合によっては、量的緩和政策を続けるために恣意的に導き出されたのではないかと言われかねない。このような広がりや、製造業が主である景気回復に比べて、生産性の上昇という面は生じがたい一方、個人消費は堅調ということであ

るため、物価には影響を与えると考えるのが素直であると思う。国内企業物価の上昇率が高まっており、なにがしかその波及効果があると考えるのであれば尚更である。生産性の上昇については循環的な生産性の向上と構造的な上昇の区別がリアルタイムではできない。私は構造的な上昇の部分がかかなりあると思っているがこれを証明することはなかなか困難である。従って、その持続性についても分からないというのが正直なところである。消費者物価の上昇率が現時点では想定の範囲内だということには異論ないが、その背景として景気回復の上振れが、前向きの循環がより明確化していることによりもたらされているというよりは、未だ景気回復は製造業中心であり、従って、生産性の上昇で原材料価格の上昇等が吸収可能であるため、消費者物価への波及効果はほとんどないという説明の方が納得性が高いのではないかと考えている。以上である。

福井議長

次は、田谷委員をお願いします。

田谷委員

前回会合以降、内外で様々な動きがあったが、国内景気の持続的な拡大は、よりはっきりしたものになってきているように思う。米国では金融政策の変更があったが、米国内外の金融資本市場の反応は非常に落ち着いたものであった。中国では投資抑制策の効果が確認されてきていると思う。我が国では短観が発表され、景気回復の広がり、堅調さが確認できた。また一昨日の参議院選では政権の継続が決まり、マーケットは好意的に受取ったようだ。

最近、米国では景気拡大ペースの鈍化が注目されているようだ。まず、今年第1四半期における前期比年率の実質経済成長率が4.4%から3.9%に下方修正された。また5月から6月に掛けての雇用統計、個人消費支出、自動車販売、非国防資本財受注などが予想比下振れた。これらを受けて、昨日も話題になったが、今須田委員が触れられたが今月初め時点でのブ

ルーチップによるコンセンサス・フォーキャストも今年の成長率が4.7%から4.5%に修正されている。先月末から株価は軟調であるし、中長期金利も若干低下した。問題となっている景気鈍化の程度はこれまでのところかなり限定的なものであるし、今後の雇用統計の出方一つで見方も変わり得るものであろうが、要注目点であると思う。また、今週始まった第2四半期の主要企業の決算発表に注目している。

中国経済については、前回会合以降新しいマクロ統計はほとんど発表されていないが、様々なアネクドタルな情報でも問題の四分野における投資の抑制策の効果が確認されてきている。一方、その他の分野の経済活動は順調に拡大しているようだ。東アジア諸国の輸出・生産は引き続き順調なようだ。

国内経済については、短観で景気回復の広がり、堅調さが確認されたように思う。業況感の改善には広がりが見られるし、企業収益は好調である。設備投資計画は大企業製造業が突出しているが、その他の業態でも通常ペースでの上方修正が見られる。また、企業金融環境は中小企業を含め、全般的に改善方向にあることが確認された。以上が短観の結果であるが、設備投資の堅調さは、5月の機械受注統計でも確認されたように思う。また、職安統計、労調、毎勤統計でも生産・収益の拡大が雇用面の改善に繋がってきていることがよりはっきりしてきているように見える。5月の家計調査では、個人消費がやや強めに出ているようだ。

最後に展望レポートの見通しについてだが、皆さんと同じように景気は若干の上振れ、CGPIについても上振れて推移していると思う。ただ、消費者物価については、現時点での修正は必要ないと思う。最近の高い実質成長率にもかかわらず、これまでのところ、消費者物価は小幅なマイナスで推移してきている。企業の実感によるGDPギャップを示すと考えられる短観による設備判断DIと雇用人員判断DIの加重平均が緩やかにしか縮小してこなかったのも、この間の生産性の伸びが高かったためではないかと思われる。つまり、高い実質成長率と高まらない物価上昇圧力は、高い生産性の伸びがあったからで、この状況は2001年末から昨年末辺り

に掛けての米国の状況と似たところがある。この点は調査統計局長も昨日指摘されていたし、何人かの方が指摘されたとおりでと思う。景気見通しの上振れ、CGPIの上振れにもかかわらず、当面これまでの消費者物価の見方は維持したいと思う。この関連で先程岩田副総裁がそれと同時にやはり人件費抑制というのが大きなポイントではないかとおっしゃったのは私もそれはそのとおりでと思う。それと先程中原委員が触れた、ただ単に生産性上昇だけでこれを説明して良いのかというポイントは、後でもう少し先程須田委員が議論されていた点を含めて皆でちょっと議論してみたいと思う。以上である。

福井議長

次、植田委員。

植田委員

実体経済については、今年の第1四半期、そして第2四半期のGDPのデータとも4月時点の見方比で上振れるであろうと予想される。そしてそれに伴って年度見通しもやはり上振れるということで宜しいかと思う。その背景としてはやはりここまでは外需が強かったということ、それに伴う国内の設備投資の上振れの動きがあった。さらに消費性向のやや説明しにくい上振れもあったということだと思う。その辺は須田委員の意見に近いのだが、ただそうは言っても労働市場も含めて構造問題がゆっくりと改善を続ける中で、前向きな循環も少しずつ強まりつつあるという見方もそうかなと思う。ただそのうえで申し上げれば、今後外需等がマイナス方向に大きめに振れた時に、それでも自律的回復を続けていくことができるかどうか、と言われるとまだ自信がないなという感じである。物価については、皆さんと同じようにCGPI上振れ、CPIは4月の見通しどおりということで宜しいかと思う。リスクの話であるが、海外経済はこれも皆さんに近いが、米国はデータの的には一進一退というふうに見ている。別の表現をすれば、ちょっと前までの、やや一気にオーバーヒーティング的なところ

にいくというリスクは少し薄れたかなと思う。逆に中国はスローダウンの傾向がやや早めに現われた訳であるが、それが急速に広まるという感じでもないなというふうに見ている。それから昨日もあったが、世界的にハイテク関連、株価動向の弱さ、株価予想収益動向の弱さ、それから国内の若干の在庫の積み上がり、ヒアリングベースでの売り上げの若干の下方修正、やや過熱気味の設備投資には今後注意が必要かなと思う。もう一つのリスクとしてはやはりここまで強い実体経済の最終財、サービス価格への影響が非常に小さくしか現われていないという点をどう評価するかということかと思う。これは皆さんも触れられたが、一部は供給サイドの問題かと思う。すなわち労働生産性が高い率で上昇している訳であるが、それがどれ位持続するか、それとの相対で雇用の上昇にどれ位響いてくるかということかと思う。ただ、労働生産性の上昇が高い率で続いているという点は主に製造業の特徴である。非製造業ではこれまでは労働生産性の伸びは低く、賃金抑制によって収益を出してきたという姿である。ただここは足許及び今後を睨んだ場合に、労働生産性の上昇あるいはより効率的な企業行動の余地はむしろ沢山ある分野というふうに中長期的には考えられなくもない訳である。例としては、労働市場で賃金が伸び悩んでいる訳であるが、これもある種の規制緩和の影響であると見るができると思う。こういうこともあって、総需要が今後も強いという場合に勿論それがどこかではっきりとした物価上昇圧力に繋がるというリスクも一方にある訳であるが、総需要の強さが非製造業に及んでもなかなか中期的に物価が上昇しないという反対側のリスクもあるかもしれないと思っている。この間マーケットは基本的に落ち着いている。ただ、福間委員がおっしゃった点と関連するが、例えば株価は今年のピーク比、大して下がっていないところに現在あるが、中身を見るとハイテクはかなり下がっている。色々見てみたが、銀行株も下がっている。消費関連も弱い。何が上がっているのだと見てみると、昨日の金融市場局の資料にあったが、海運、ゴム、紙パルプというような辺りであって、これは福間委員がおっしゃったように、それに加えて他の市況を見ると海運市況がかなり戻している。非鉄も若干

戻している。中国や東アジア関連の動きと関連しているような動きが株価にも現われている、ということである。解釈としてはこうした部分が再び若干暖まりつつあるということかもしれない。ただそうだとすると中国で一段の過熱抑制策がくるリスクもある訳である。あるいはむしろ、株価の上昇ないし戻しの質が悪いという言い方になるかもしれない。いずれにせよ、我々もマーケットも基本的には新たな材料待ちという局面かなと思う。以上である。

福井議長

最後になったが、春委員から願います。

春委員

これまでの指標から見ると、輸出、生産、企業収益、設備投資に続いて雇用も回復している。製造業と非製造業や、大企業と中小企業の格差は続いているが、企業部門全体としての回復が着実に続いていることが確認されたと思う。一方、家計に関しては、雇用者所得が下げ止まってきている中で販売サイドの指標は明暗分かれている。家計調査における消費水準指数は堅調な動きとなっている。また最近の猛暑も明るい材料と思う。総じて、景気・物価の判断としては、現状、先行きとも6月の判断を継続することで良いのではないかと思う。

次に4月の「経済・物価情勢の2004年度見通し」の中間評価としては、基本的に4月の想定を若干上回る動きとなっていると考える。まず2003年度から2004年度へのゲタが+2.1%となったこと、次に中国経済拡大の影響を受けた商品市況の上昇やこのところの原油価格の高騰、さらには設備投資や個人消費の堅調などから実質GDPと国内企業物価は大勢見通しを若干上回る可能性が大きいと思う。一方、消費者物価については、ガソリン価格の上昇はあるが、素原材料や中間財価格の上昇が企業段階において数量効果や生産性上昇により吸収されて、川下への波及が限定的であることから、ほぼ大勢見通しの範囲内となる可能性が大きいと思う。

また、見通しにおける「上振れ・下振れ要因」については、総じて下振れリスクが小さくなっているように思う。

最初の海外経済については、米国の利上げや中国の過熱抑制策がこれまでのところ円滑に実施されて、全体として下振れリスクは小さくなっていると思うが、依然として最重要のリスク要因と思う。さらに中東情勢等の地政学的リスクやそれに伴う原油価格の動きは下振れリスクとして継続している。

二番目の国内金融為替市場の動向としては、これまで特に実体経済から乖離した動きは見られていないと思うが、今後、金融政策変更への思惑等で長期金利の自然な動きを超える上昇といった下振れリスクには注意が必要と思う。

三番目の国内民間需要については、設備投資は想定比上振れの可能性が高く、個人消費については雇用者所得の回復まではまだ確認出来ていないが、現状底固い動きを続けていることからトータルとして下振れリスクが小さくなっていると思う。

不良債権処理や金融システムの動向については、これまでの進展に加えていわゆる公的資金新法も成立し、制度面からのサポート体制も充実したことから下振れリスクは小さくなっていると思う。

以下手短かに何点かコメントさせて頂きたいと思う。まず6月短観については、各セクターの業況判断や売上高経常利益率などの指標でバブル期以来2回の回復を上回って最高の水準に達したものが目立った。特に製造業大企業の業況判断の改善が大きく、非製造業や中小企業もそれなりに改善してはいるが格差は縮小していない。その中で2003年度の中小企業設備投資の前年比増加率が前回調査から大幅に上方修正され、土地を除くベースで大企業の+0.7%を上回る+6.3%となったことは、中小企業の積極的な経営姿勢を示す指標として期待を上回るものであったと思う。中小企業設備投資の2004年度計画は、これも上方修正されて-2.4%だが、経常利益で見ても中小企業は2003年度の+9.8%に続いて2004年度も+11.5%を見込んでいるだけに今後の動きに期待したいと思う。

次に6月の生活意識アンケート調査であるが、1年前と比べた景況感DIが3期連続の改善となり、1996年3月の統計開始以来最高となった。その中で前回から開始した物価に関して数値を求める設問に対して、1年前との比較の平均値が3月の-0.3%から+0.2%とプラスになった。また1年後及び今後5年間の予測の平均値もそれぞれ+1.6%、+1.9%と1%台後半のレベルに上昇していることは、いわゆる生活者の物価観を示すものの一つとして興味深く思った。今後の調査結果に注目したいと思う。

もう一点。原油価格については、6月30日、サウジアラビアのヌアイミ石油大臣が、色々な報道のされ方をしているが、「現在の価格水準は適正だ。生産量を見直す必要はない」という発言をしたと報道されて、これまでの、原油高が一服していた状況から反発して、イラクでの主権移譲後も続くテロや、ロシアのユーコス社の問題などもあって、WTIは再び一時40ドルを超える水準まで上昇した。米国エネルギー省の短期予測でも6月時点では2005年に掛けて33ドル台への低下を予測していたが、7月7日に公表された7月時点の予測では2005年末まで37ドルの高値継続という修正をしている。これはOPECバスケット価格に引き直すと、32~33ドル程度の水準であり、当面、7月21日のOPEC総会が注目されるが、25ドル±3ドルというこれまでの水準に戻る可能性はさらに低くなったと考えざるを得ないと思う。以上である。

福井議長

一通りご意見を頂戴した。拝聴していて少なくとも皆さんの意見が一致しているところは現状、足許までの経済の動きとしてはまず、海外経済が比較的順調に拡大を続けている。国内も企業部門、家計部門ともに動きとしては4月時点の想定よりやや強めの動きとなってきている。このようなところは意見の相違がなかったのではないかなという気がする。米国については、雇用の改善傾向が伴ってきたということで、バランスの取れた景気拡大が続いている、この辺までは認識の不一致はないだろうと思うが、先行きを見た時に、例えばシリコンサイクルの出方というものが、これが

ら微妙に影響を及ぼしてくるのではないか。既にハイテク企業も業況見通し等に観測が分かれ始めているのではないか、この辺をどう見極めていくかというのは、これからの課題だという感じの指摘が幾つかあったと思う。その他にも幾つか米国経済について、幾らバランスが取れていると言っても、先行きについてはより仔細に見ていく必要があるだろうということだと思し、中国経済についてはバランスの取れた景気拡大というよりは少し投資過剰気味に推移してきているが、これに対して中国政府の抑制策が予想より少し早めに効果が出始めた感じはある。ただ、マクロの政策手段でやっている訳ではないので、抑えればどこかで漏れが出る。漏れが出ると抑え過ぎるといふふうな、様々な歪みが出たり、結果として全体がどういう格好になるか、分かりにくいところがある。中国人民銀行では過熱の心配というよりは調整不足の心配の方がより大きいのではないかという感じもあるが、その辺のところはこれからやはり少し仔細に見ていかなければならない。マクロの政策と違って経済の歪みを伴いながら調整が進むかもしれないという点は要注意ではないかと思う。国内の方は少なくとも現在までの動き、短観、その他で確認されるところは企業収益や企業の業況感は幅広い分野で改善が続いている。そして特に製造業を中心にかなり強気の設備投資計画が出されているということであるし、生産も4月以降、再び加速気味に推移しているということで、企業部門は全体として好調に推移しているということだと思ふ。家計部門についても人件費の抑制姿勢は強いけれども、雇用そのものには改善傾向がかなり明確に出てきたということだと思ふが、前向きな循環が強まりつつあるかどうか、ここについて須田委員を中心に議論の提起があった。これは非常に重要な点であるので意見を少し戦わせてみて頂ければと思っている。私自身は全体としての構造変化の中で、今回の景気回復というものを理解していく必要がある。特に企業部門について言うと、従来と違ったパターンの投資、ビジネスモデルを変えながらROI、あるいはROEの高い投資に絞って、つまり生産性が上がる形で投資が進められている。あるいは、そうでないところでも従来と違ってコスト削減姿勢というのを非常に強めながらビジネスを

進めているということであり、このこと自身が前向きの循環を強める、時の経過とともに強める要素であり、またコスト吸収能力を強め、物価上昇圧力を絶えず吸収しながら前進するという姿を伴っているだろうと思うが、そのことが本当にエビデンスで確認できるかというご指摘であったような気もするし、少し議論してみたいと思う。こういった経済の前向きの循環というのはダイナミックスであるので、そのこと自身は前進する時は前進する、後退する時は予想外に後退する、あまりじっと止まっているというものではないのではないかという気がしないでもないのだが、一回議論してみたい。以上である。

福間委員

色々ご意見が出ると思う。企業の立場から言うと、今回の景気回復、収益拡大については「自己満足しない」ということがキーワードになっている。昔であったらここで「こんなに儲かるようになったのだからもう良いではないか」となり、「労働分配率も上げようではないか」というようなところがあった。しかし、バブルが破裂してグローバル化時代になって、「我々が甘過ぎるのは、自己満足していたことである。」とハッと気が付いた。それが一つあったのと、もう一つはコーポレート・ガバナンスが非常に厳しくなっていることである。今、どの経営者に会っても「業績が良い。ホッとしている。」と言うような人はまずいない。「まだまだやる、まだ足りない、生産性を上げなければいけない。」と言っている。こういう産業は沢山あり、例えば調査統計局がいつだったかマイクロ情報先として訪問されたインクスという会社がある。この金型の会社は、大田区の金型の会社が中国へどんどん移動していくのを見て、「これを何とか止めなければ日本の製造業の基礎が弱くなる」と考え、彼などに言わせると今まで大体45日位掛かっていた金型をITを使って45時間で作るようにした。客はノキアとかトヨタとかキヤノンとかで、これらの企業が作る携帯電話や自動車は、ご存知のように最近は非常にモデルチェンジが速いが、それを支えているのがインクスのような会社。金型を変えるという形で、つまり、

45 日間で作っていたものを 45 時間で作るという形で支えている。このインクスの例が示すように、そういうプロセス・テクノロジーが非常に変わってきている。私はこれが非常に大きいのだと思っている。生産性を上げる。これは要するにテクノロジーの問題。最後にもう一つは、企業が——今、製造業について言ったが——事務部門の生産性を上げるのに必死な訳である。BPR でシェアード・サービス・センターを外に出していくというやり方、これも生産性が上がる一つの方法で、結局冒頭申し上げたが、「自己満足しない」というところが起点になっている。これがいつまで続くか、限界はあると思うのだが、「まだまだ可能性はある」という感覚が、今の儲かっている企業、典型的にはトヨタとかキヤノンにはある。あの人等は、「これだけ儲けているからもう大丈夫」という気持ちはなく、「いやいや、まだまだこうやれる」というように考えている。あれがバブル崩壊後の経営者の意識、あるいは従業員含めて会社全体として変わった大きな点ではないかと思っている。ちょっと抽象的ではあるが、そのような感じである、企業の立場から見ると。

福井議長

田谷委員、先程議論をしたいとおっしゃった内容を、少し整理して言ってみて頂けるか。

田谷委員

確かに須田委員がおっしゃるように、前向きの循環と言った場合には、雇用だけではなくて賃金、要するにその掛け算である雇用者所得が伸びて、それを背景に消費が伸びる。そして非製造業の業況が改善するということまで含めないと循環しないのではないかとおっしゃるのだが、賃金は確かにまだハード・エビデンスはない訳だが、雇用者所得は下げ止まってきていることは確実に言える。しかも、先程の植田委員ではないが、なぜだか知らないけれども消費が強いということも事実としてあるし、しかも今度の短観でその非製造業の業況感の改善というのは別途見られた。しかも非

製造業の大企業の業況感の水準がマイナスであるのは先行きに関する限り建設だけになってしまった。確かに中小企業まで含めると、建設だとか卸・小売、そして飲食・宿泊というところは水準は低いが、これは相当時間が掛かる問題だと思う。何が言いたいかというと、それぞれのところで改善の動きが見られるというところまでは良いのではないか。だから私も少し気になっているのは、ハード・エビデンスで夏のボーナスが早く上がらないかということなのだが、全体を見てみると前向きの循環という局面に入ってきたのだらうなという印象は持っているのだが。

須田委員

私が気にしているのは言葉の使い方である。モデルなどによって数字で示していれば皆が共有できるのだが、それを言葉でやる訳であるため、それぞれの人の意味合いが違ってくる。私は、消費が強くなって、やはりウエイトが高い非製造業がとて大きくなっていくという、需要が高まっていくということが前向きに循環していくために必要だと思っている。また、需要と供給と考えた時に、やはり需要が出てこないと物価は上がらないではないかという部分がある。先行きそういう状態という記述を逆に捉えて、そういうふうに消費者物価が上がるような状況を前向きに循環が強くなっているなというふうに言葉で合わせた方が外側には説明し易いというので、私自身はそこで頭をロックさせてしまっている。勿論そういう状況に少しずつなってきたというのはそれはそうなのだが、では将来消費者物価が上がるといった時にはどういう言い振りになるのであろうか。それを判断する時にどういう形でより強まっていったというように表現するのか。元々経済が連続的にじわじわと動いていくことに対して言葉でどうやって説明するかということが私にとっては結構難しい問題である。だから敢えて前から「緩やかを取るのは嫌だ」とか色々なことを言っている。その辺を考えると、では今、前向きの循環がより強く出ていると言えるのかどうか。

植田委員

しかし、前向きな循環が続いているということとCPIが上がり出すということは必ずしも同じではない。

須田委員

それは同じではない。先程述べたように生産性が上がった場合もある。

植田委員

生産性が上がって、というのは、実体経済が良くて物価が上がらないというのは十分あり得るのだが。

武藤副総裁

私もその点が今回の一番のポイントだと思う訳だが、確かにCPIは予想どおりだということから、逆に実体経済の方についての表現を考えてしまうと、それは分かり易いのだが、一方でまず消費者物価の下落ありきから発想しているのではないかと考えられる可能性がある。そういう問題意識も現実にはある訳である。だからやはり前向きな循環がかなり出てきているということは事実だとすると、確かに違和感はあると思うが、だがこの違和感をどこまで説得力をもって説明できるかというのが今回のポイントである。説明できないということになると、どちらかが適当でないということになるのかもしれないが、生産性の向上あるいは雇用市場における様々な規制緩和や派遣労働者の大幅な増加などがレベルはそう高くはないが説明材料として考えられる。そういう状況を幾つか詳しく挙げることによって説明するというのが今のちょうど微妙な段階において一番必要なのではないかと思う。それを一歩間違えると政策がおかしくなってしまう危険性を持った状況であると認識している訳である。

須田委員

それは、そのモデルが云々とか、調査統計局の見方がどうこうという訳

ではない。一つは、まだ私がこの問題について定かではないのは、まだ短観が出ていないところでこのパスを想定したため、短観の強さを見てここで表現を強めたということであろうが、それが物価にどういう影響を与えたかということに関しては、エクササイズしていないことにある。そのうえで今やろうとしているということも私は少し気になっている部分ではある。色々想定して、結果として物価がまだ上がらないというふうに、私はもう確信しているのだが、それは政策のためにわざとやっているということではない。ただそれをどう説明したら一番良いかを悩んでいる。その意味では説明する時には結果がありきということになってしまふかもしれないが、元々考え方はそういうことではない。ただ説明の仕方ということだけが問題である。

福井議長

製造業だけで考えると自己完結的に説明は非常にクリアである。投資は明確に収益性の高いところに絞られて投入され、生産性が上がり、従って賃金、雇用への波及が遅れる。しかしそれはむしろ景気を長引かせる要因であるし、それ自身がダイナミクスを高めている。それにしてもいずれ物価が上がるかもしれない、というこのメカニズムは明確に説明できる。しかし、非製造業の場合は少し分かりにくい。日本の場合、建設業とそれ以外のところでは随分違うかもしれない。それ以外のところは一層ビジブルでないので、人件費抑制一本やりでやっているのかも見えない。とは言え、人件費抑制一本ではいずれ限界がくる。そんな馬鹿なことはないだろう。ハード・エビデンスがない、という部分は確かにある。もう少し目に見える形で我々が材料を持っていればより確信が持てるのかなと思う。でも、私は、建設業以外の非製造業の人達の話随分聞いているが、やはり相当工夫して経営していて、製造業のように目に見える形でここだという感じの投資にはなっていないが、やはりある種の前進はあるような気がする。だが、これはモデル化できるとか何とかいうことではないような気がするし、調査統計局長はこの議論を少し補えるか。

早川調査統計局長

沢山の論点が絡んでいると思うので、どういうところから物を考えていって良いか分からないが、一つは皆さんの議論の出発点にあるのは、言ってみれば景気、もっとずばり言えば成長率は想定したよりも高い様子であるが、少なくとも物価に関しては消費者物価サイドに着目する限り概ね想定どおりだということである。皆さん議論があったとおり、そこは生産性の上昇というのが相当大きな影響をしている。あるいはもっと明確に言うとユニット・レーバ・コストと言ってしまった方がもっと分かり易い。要するに生産性の上昇といわば賃金・所得の対比というのが一番分かり易いということだと思う。そこに関連しているのは、一つはまさに定性的に議論している景気の、何と言うか、形と言うかフェーズと言うか、とかなり密接に関係していると思う。というのはある意味で、今の景気というのは輸出に始まった景気であるから、初期時点においてはまず輸出が出て、それから製造業の設備投資が出て、これが次第に時間を経て個人消費とか非製造業の設備投資へ繋がっていくというのがいわば大きなシナリオな訳で、これまでもその動きに即して、先程議論があったように文章で定性的に議論してきた訳である。その場合、容易に想像できるのは、確かに総裁からお話があったように、非製造業においても色々な意味での生産性上昇の試みは行われていると思うが、やはり生産性の上昇と言うと、どうしても製造業の方が出易いということはある訳である。だから逆に言うと、景気の今回のフェーズの若い段階においては、やはり輸出と製造業設備投資中心の成長であったから、これは生産性が相当上がるということがある。逆に言うと、景気がいわば成熟していくと言うのか、非製造業の設備投資とか個人消費中心の方に移っていくと、成長率はむしろ若干鈍化する一方で、雇用の増加とかはもう少しはっきりしてきて、生産性の上昇率は下がってきて、物価はその頃になるとゆっくりと追い掛けてくるというのが大まかなシナリオだと思う。皆さんご議論があったように、一番難しいのは今我々は景気の成熟局面にもう向っているのか、意外にまだ若い局

面にいるのか、その辺の見極めによって目先の成長率の見方、あるいは物価の見方というのが割れていくということかと思っている。先般もちょっとお話したが、供給サイドに着目すると、景気と物価は同じ方向に動かないので、要するにまだ比較的若いと見ると成長率は結構高い、しかし物価はそう上がってこないということになるし、そろそろ成熟しつつあるぞということであれば、成長率は鈍化するかもしれないが物価はそこそこ上がってくるかもしれないということかと思う。直近、ここ僅かな期間、例えばここひと月とかいう期間で見た場合は、私の全く個人的な印象を申し上げますと、意外に若いかもしれないというのがむしろ印象である。と言うのは、例えば典型的に言うと、短観もそうだったが、例の中小公庫等の色々な調査を見て、製造業の設備投資が思った以上に強いという感じを考えると、意外にむしろ景気は若い局面にいて、だからこそ比較的高い成長、高い生産性が出ていて、その割に物価が比較的反応はゆっくりだということだとすると、必ずしも賃金・雇用の反応が鈍いことイコール前向きな循環が弱いことということでもないかもしれないというふうに若干思う。というのが、ある意味でこの供給サイドに着目すると、景気と物価というのはいつも同じ方向に動かないということと、それからある種景気のフェーズの話、輸出、製造業から個人消費、非製造業へ移っていくことがいわば裏表の関係で生産性と結び付いている。我々は今どの辺に立っているのか。大きく見ると、輸出、製造業から非製造業、個人消費に移っていく過程のどこかにいるはずなのだが、それはどの辺であろうかと。意外にまだ若いところにいるのか、その辺によって成長率の見方にしても物価の見方にしても変わってくるということかと思うし、大体そのようなことである。私が申し上げられるのは。

福井議長

やはりどんどん新陳代謝が進んで、経営者の層も急速に入れ替わりつつある。非常に伝統型の経営者に会うと「ここまで来て良かった」ということを異口同音におっしゃるけれども、ちょっと新しい世代の経営者が現わ

れると「よし、これからだ」と。この違いが非常に大きくて、そこはやはり今、複層構造で経済が動いていると思う。

岩田副総裁

持続性について一言だけ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

私も今、早川調査統計局長がおっしゃったように、景気の強さと言うのか、全体としての前向きの方というのは過去 2 回よりは遥かに強い力を持っていると思う。設備投資についても、例えば前回もちょっと話が出たが、設備の除却率を調べたら、実は製造業で 20%位、非製造業が 10%ある。だから製造業の設備のビンテージが物凄く若返りしている。これは、これまでアメリカよりかなり高かった。今相当キャッチアップしているところではないかと思う。つまり、これまでも陳腐化していたけれども仕方がない、景気もあまり良くないし、という我慢をしていたのが、今、設備の若返りを一生懸命やっていて、これは競争力も付ける訳で、それは利潤をさらに改善するという事で、何かそこは好循環が一つ働いているところがある。それからアメリカの経済について第 2 四半期ちょっと減速したのだが全体としては見解を変えないと申し上げたのは、やはり資本分配率が相当改善していることがある。つまり利潤が高いということ、収益が要するに十分上がっているということである。勿論後になって、ユニット・レーバ・コストとか何かというのは後から追い付いてくる。恐らく 2005 年の末位になればユニット・レーバ・コストも 2.5%位になって、コアの PCE もやはりその位になるというのが、私の大まかなアメリカ経済についての考え方である。それとの並びで見て、日本もやはり収益は非常に良い。勿論その裏側には生産性の上昇が、アメリカにも日本にも私はある

と思うのだが、日本の場合にはまだ本当に景気循環上の生産性の向上なのか、アメリカみたいに本当に少し一段上がったのかどうかというのは、やはり十分実証は持ち切れていなくて、だけれどもそれが持続的なものであるとすれば、これはやはり景気の前向きな力をさらに強めるのではないかというふうに思う。

福井議長

今、除却率とおっしゃったのは、日本か。アメリカ。

岩田副総裁

日本とアメリカ、その意味では似ていると思うのだが。

福井議長

今、20%とか10%とかおっしゃったのはどちらか。

岩田副総裁

日本である。

福井議長

日本の話か。

岩田副総裁

日本が若返っていると。

福井議長

調査統計局長の手許に設備のビンテージを示す数字はあるか。ないか。

早川調査統計局長

今、手許には持っていない。

植田委員

早川調査統計局長がおっしゃったのは標準的な見方だと思うのだが、私はそのうえでさらに非製造業に重点が移っていても、本格的にリストラや規制緩和で生産性が上がってきて、物価が今一つという良いケース、あるいはリスクシナリオもあり得るということを上申したつもりである。

福井議長

了解した。もう一つ、岩田副総裁が最初におっしゃったご発言の中で最終段階の物価について、つまり中間評価の三つの項目の最後について、岩田副総裁は②でなく①だとおっしゃったように思えた。必ずしもそうではないのか。

岩田副総裁

①だというふうに申し上げた、よく読んだうえで。

福井議長

①だという意味か。

岩田副総裁

少なくとも上振れリスクの方があるというふうに判断した。

福井議長

分かった。

武藤副総裁

念のためにちょっと一言宜しいか。須田委員のおっしゃっているのは、前向きの循環の明確化は当然良いとして、わざわざ「より」という言葉を付けるということについての問題提起か。

福井議長

表現の問題はまた後にして頂いて、内容的な議論は一応宜しいか。中間評価については大方の委員は①、①、②という感じ。最後の点について岩田副総裁は若干のリザーベーションを置いている。取り敢えず議論としてはこういうことにしておこう。コーヒープレイクにするか。

田谷委員

あと一つだけ気になる点は、昨日総裁もちよっとお触れになられて、先程植田委員がお触れになられたハイテク分野の問題なのだが、過去例えば二、三年の株価を見ていて、例えばNASDAQの株価を見て、現在の水準、あるいはこのひと月近くの下落が何か突出しているかと言うと全然そのようなことはない訳だ。将来を見通すのは難しいのだが、私は先程アメリカについて、今週から来週、再来週にピークを迎える第2四半期の企業業績の出方に注目していると申し上げた。企業業績については、プレアナウンスメントというのがある。そのプレアナウンスメントの出方を見てみると、ネガティブ・サプライズとポジティブ・サプライズの比率というのをアナリストは注目しているのだが、確かにハイテク分野の最近の比率が、去年の後半に比べてかなり上がってきている。ネガティブ・サプライズが多くなってきている。だから、多分6月末から現在に至るまで比率をずっと追っていると、徐々に上がってきている。そこは確かに非常に気になるのだが、暫定的な結論は、2002年、2003年、今年に掛けてのこの動きを見てみると、まだレンジ内の動きなので、特別何かネガティブな結論を出すにはちょっと材料不足かなという印象で、それ以上何も申し上げられないのだが、ちょっと気になる点ではある。

福井議長

シリコンサイクルについて今まできちっと当てた人はいない。色々な時系列分析を含め、物凄く色々やっているが、それでもやはり当たらない。

今回、田谷委員に当てて頂けると有り難い。

田谷委員

毎日見ているのだがどうもよく分からない。

福井議長

非常に大きな要因として頭に置いておかなければならないと私自身は思っている。それではコーヒブレイクを取らせて頂く。

(午前 10 時 40 分中断、午前 10 時 50 分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

では宜しいか。議論を続けたいと思う。それでは、これから次の政策決定会合までの金融政策の運営方針を、改めて1ラウンドご意見を頂戴したいと思う。まず武藤副総裁からお願いします。

武藤副総裁

先程申し上げた経済金融情勢についての判断を踏まえると、金融政策運営は、現在の調節方針を続けることで良いと思う。ここで最近の Fed の政策運営や情報発信について若干触れさせて頂きたいと思う。Fed の政策運営についての考え方は、先程もちょっと申し上げたけれども、市場に広く浸透していたために、今回の利上げについて金融市場では総じて落ち着いた受止め方をしている。この意味では、Fed のコミュニケーション・ポリシーはこれまでのところ成功していると評価して良いのではないかと思う。しかしながら、事前の段階では FOMC のステートメントの変更や雇用統計の公表などの際には、相応の金利の変動が見られていて、Fed 内部でも恐らく金利、特に長期金利の動きについてはそれなりに神経質になっていたのではないかと想像される。いずれにしても、事前か事後

かは別として、大きな政策変更の際には、市場が反応するという事は不可避であって、問題は如何にして過剰な反応を抑えていくか、ということであると思う。F e dはそのために、実際の利上げより相当前の段階からF O M Cステートメントや講演などを通して、丹念に情報発信をしてきたということは、大変な教訓であると思う。

翻って、我が国の状況について見ると、今回の中間評価で、これは最終的にはこれからの結論による訳だが、私が先程申し上げたように、消費者物価については小幅の下落基調が続くと見通した場合には、現在最も重要なことは、消費者物価に基づく約束に沿って量的緩和を継続していくということである。そういう意味では、量的緩和からの脱却というのは、まだまだ先の話になる訳であるが、今回の利上げに際してのF e dの教訓、すなわち丹念な情報発信が重要であるということは、頭に入れておくべきことだと思う。さらに付け加えるとすれば、あらゆる情報発信の前提には正確な情勢判断がなければならないということだと思う。我々としても、今後の金融政策運営に当たっては、物価情勢を含めた全体の経済情勢について正確な情勢判断を行い、それに基づいて、タイミングも十分考慮したうえで適切な情報発信を心掛けていかなければならないと改めて感じたところである。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

金融政策運営については、現状維持ということで宜しいかと思う。ただ、リスク要因としては、私、一つは金利、それからもう一つは原油、それから中国の減速、最後に為替レート、このところあまり為替レートは注目を浴びていないが、潜在的にはやはりリスクがあるというふうに思っている。

金利については、連邦準備は恐らく8月に0.25%引き上げるのではないかと。雇用の数字などは少し弱かったのだが、そうするのではないかと

うふうに考えている。それはなぜかと言うと、アメリカの基調としての物価上昇率と言うか、これがアメリカではどうも3か月前比の年率で見るというのがあって、どうもコアのPCEだと2.5%で、かなり良いところに実はあって、コアでなく単にPCEと言うと、これは原油などの影響があるので、1月から5月に掛けての平均は実は4%ということなので、コアのPCEではなくてPCEだけを見ている方はビハインドカーブになってしまったのではないかという、こういう議論もマーケットに出てくるのもそういうことが一因かと思うが、私は全体としてはコアのPCEベースで見れば、上手くマネージできるような態勢で今着々と進んでいると思う。だけれども、全体としての物価の上昇圧力と言うか、上昇基調というのは、これは広範囲に亘っていて、どこかだけが上がっているというのではなくて、相当しっかりしたものだというふうにも認識している。そういうことも考えると、恐らく金利は0.25%ずつメジャー・ペースで上がっていくのかなというふうに思う。ただその場合に、リスクがどこに現われるかということだが、私はグローバルに見ると主なりリスクはヘッジファンドにあると思う。8,000近いファンドと8,500億ドルの規模があって、レバレッジを効かせることを考えると、これの何倍かの資金が動く。しかも投資不適格債であるとか、ややリスクの高いボンドとのスプレッドが恐らく現状はやや小さ過ぎるのではないかというふうに思う。金利が上がっていく時に、そのリスクを誰がとるのかという問題は残っているように思う。

それから二番目の原油価格についてであるが、これはOPEC石油大臣のステートメント、先程春委員の方からご紹介もあったが、7月21日に恐らく50万バレル増産するというふうには思うが、価格水準についてはむしろ、30~35ドル辺りをむしろ目指すというような流れが出てくる可能性が強い。ロシアのユーコス社の問題というのもあるし、ナイジェリアの供給不安、これは暴動ストであるが、あるいはイラクのパイプラインへのテロリスクというようなこういうことが複合的に合わさっているので、しかも地合いは需要の方が強いということの中でそういうことが起こっているので、原油は思ったよりもやはりやや高い水準で推移する可能

性が強いというふうに思っている。これは中間評価との関係で言うと、4月の段階ではこれ程原油が上がると必ずしも思っていなかったと、30ドルというふうに恐らく考えていたのではないかと思うが、それが今はもうちょっと高い37ドル位とか、そういうことを考えなくてはいけない。これは勿論、私共のコアCPIには影響のある話だというふうに思っている。

それから中国の減速については、基本的にはやはり電力不足だというふうに私は思っていて、硬直的な統制価格でもって、要するに電力の供給が非常にエラチックに動いてしまうというところに根本原因があるので、ここはやはりマーケット・エコノミーに従って電力供給をしていくということが基本的な対応策なのではないかというふうに思っている。

最後に、円レートであるが、円レートの動きは、これはアメリカのやはり経常赤字というのが意識されると、どうしてもドル安になる。マーケットの方では18%~30%位下がらないと経常赤字の持続可能性がないのではないかという意見が繰り返し出ている点である。この点は、金利の引き上げにより利回りが上昇するので、それでアメリカのボンドを持っても良いというふうに考える人が出てくる部分と、その綱引きと言うか、関係で推移するのではないかというふうに思っている。最後に、日本の長期金利であるが、私、国債の2~5年物のスプレッドの動きであるとか、あるいはボラティリティを見ると、ゼロ金利解除前と、非常に似ている状況にあると思う。それから、5年から10年物のスプレッドは、外人を中心とする長期の先物売りであるとか、投機的な売却があって、拡大している。全体として見ると、ややスティープ化している。主な要因は、6月以降のベア・スティープ化というのは期待成長率が上方修正されている、それと裏腹で、時間軸の短期化ということで進んだと思う。ところが、一つの大きなニュースは、コアCPIがマーケットの予想よりも下振れていたということで、時間軸の効果は復元されつつあると言うか、されているというふうに考えている。以上である。

福井議長

福間委員。

福間委員

短期金融市場では、前回会合以降長期金利の上昇に歯止めが掛かり、ボックス圏の動きに移行したことや、本行が総裁記者会見等を通じて現行の量的金融緩和政策の堅持を改めて強調したことから、金融政策の早期変更に対する思惑も後退し、キャッシュ、先物、いずれの短期金利も低下している。金先のフォワード・レート・カーブは、一時、大幅な短期金利の上昇を織り込む形になったけれども、最近では長期金利の落ち着き等に従って、来年6月時点で0.20%、9月時点で0.30%という金利上昇となっている。このように、経済物価情勢の変化に応じて、市場が引き続き新たな落ち着きどころを模索している状況では、当面の金融政策運営方針としては、現行の当預残高を維持し、量的緩和政策を堅持する姿勢を示すことが適当であると思う。同時に、国債利回りのイールド・カーブや金先のフォワード・レート・カーブ等の形状を通じて、市場の景況感や金利観を丹念にフォローし、必要に応じて市場との対話を行っていくことが必要である。なお、コアCPIがゼロ近傍で推移しているうえ、景気の拡大について、先程もあったけれども、さらに前向きな見方が増えている中で、市場そのものは落ち着いた動きながら、ポスト量的緩和の金融政策を巡って色々と市場では議論が行われ始めるなどの変化が見られる。そうした市場の議論に耳を傾けてみると、量的緩和解除後の中期的な課題としては、短期金融市場の機能回復のほか、物価の安定と持続的な経済成長を図るためには、財政規律と金融緩和を如何に両立させるかが重要なポイントであり、長期金利の安定の鍵であるということが市場関係者の共通の問題意識となっている。このように市場では、先程の金先のフォワード・レート・カーブの形状に見られるように、遠近感を持ちつつも金融政策の変更を徐々に織り込もうとしており、本行としてはこのような状況のもとでは、情報発信や

市場との対話に際してその点を念頭に置いて考え方を述べる必要があると思う。以上である。

福井議長

中原委員、お願いします。

中原委員

現在の方針で引き続き潤沢な流動性供給を続けることが妥当と思う。先日の生活意識アンケート調査であったか、これはまだ2回目だけれども、明らかに期待インフレ率が上昇していると言って良いのかもしれない。実質金利が下がっているという考えが妥当かどうか私はよく分からないが、ギャップの縮小が続く中で現調節方針維持ということは、相対的にさらなるある種の駄目押し緩和効果をもたらすものと期待しているところである。先行きデフレ脱却時期の具体的展望がない状況で、量的緩和を着実に維持していくことは必要と思う。足許、長期金利は落ち着いているが、若干先行きのことになるけれども、市場ではきたるべき10月の展望レポート時期に政策転換のタイミングを日銀の発言から探ろうとする感触が強いように思う。現実には足許、先行きともCPIが安定的にプラス、この安定的の意味はプラス幅についての合意はない訳だが、このような状況になるにはまだかなりの時間を要するものとは思われるが、10月が近づくにつれて、ポジションワイズな動きが再び広がって、市場が不安定となるリスクが残るように思う。先程、武藤副総裁もちょっとおっしゃったが、Fedが今回の利上げを極めて巧妙に市場の期待に織り込ませたとされているが、我々として事前にこのような、どのような仕掛けをしておくのか、10月というのは一つのポイントになるような気がする。また、現在の長国買い切り議論についても、今後どう市場と対応していくのか重要な問題である。年度末にかけての来年度の発行計画等の時期に、需給懸念から市場が不安定化する惧れもあるように思う。勿論、量的緩和からの出口に際しての市場不安定化を防ぐ最も重要なアンカー、福間委員もおっ

しゃったが、将来の財政バランスについての信認を得ること、如何にして2010年代初頭におけるプライマリー・バランスの均衡を達成するのか、その筋道が明らかにされ、それについて市場の信認を得ることが重要であることは論を待たないということである。

福井議長

須田委員、願います。

須田委員

前回の金融政策決定会合から、金融経済情勢に大きな変化はないので、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。ただ一点、調節方針について確認しておきたいことがある。6月10日に行われた国債買現先オペが未達であったほか、足許の手形売オペの応札倍率が高まっていることに加え、今月入り後は全店手形買入オペ、本店手形買入オペ、国債買入オペ等で落札レートの低下が顕著であり、市場の資金余剰感が強まっている感じがする。その背景には、資金不足地合いのもとで供給オペ頻度が高まるとの見方があることから、資金を取り急ぐ必要がないこと、また、金融機関側にいつまでもオペに依存した資金調達をし続ける訳にはいかないという意識も出始めているらしいことなどがある。また、時間軸が短くなって、1年以内でも金利の先行きが不透明になると金利リスクが恐いので、資金はFBのような短期的な資産に向い、FB金利の低下をもたらす可能性がある。この場合には、オペで資金を調達し、FBで運用して鞘を抜いて利益を得ることが難しくなる。つまり、資金供給オペに対するニーズが減退することになる。

金融機関側がこれまでのように無利子の当座預金に資金を寝かせておくということを見直し始めると、資金供給オペにおける意図せざる札割れが発生する可能性がある。今後、直ちにこうした事態が起こると思っていないが、様々な予想外の事態が重なることは排除できないと思っている。政策委員会が決定している30～35兆円というターゲットは、執行部が調

節方法を工夫するなどして守って欲しいとは思いますが、一時的に当座預金残高が 30 兆円を下回ることを回避できない場合もあり得るのではないかと思います。もっとも、我々のディレクティブは「当座預金残高が 30~35 兆円程度となるように金融調節を行う」ということで、「程度」という言葉が付いているので、仮に一時的に 30 兆円を割り込むようなことがあってもディレクティブ違反ではないということは今のうちに確認しておきたいと思う。

言いたいことは以上だが、残りの時間を使って Fed の利上げまでのプロセスを観察しつつ、感じた点を幾つか述べておきたいと思う。Fed は 6 月 30 日の FOMC で 25bp の利上げを行ったが、それまでの市場との対話で、この利上げは織り込まれており、利上げ当日の市場の反応は限界的なものにとどまった。長期金利については、声明文において「慎重なペース」という表現が維持されたため、むしろ小幅低下した。株価も金利動向に対する不確実性が低下したことを受けて小幅上昇した。また、私も心配していたエマージング市場への影響もほとんどなく、米国の利上げに端を発したような混乱は起こっていない。これから言えることは、利上げ実施前に如何に市場にそれを織り込ませるかがイグジットをスムーズにするために必要であること、また、マーケットは先読みするので、その後の引き締めスピードについても何らかの情報発信をすることが重要だということだと思う。日本についてその具体的な方法はこれから考えていくことだが、政策決定の環境面の違いから FOMC の場合程には、上手いかわからないかもしれないと考える点が幾つかある。一つは、会合と会合の間隔の違いである。日本の場合には会合間の期間が短いので、マーケットが様々な情報を全て織り込んだうえで、次の決定会合を迎えるという FOMC のようなことは難しいのではないかと思います。他方、Fed のようなアナウンスから実際の決定までの間に、何回か決定会合を挟むとすると、日本においては会合毎に政策変更をやるか、やらないかを巡ってマーケットが混乱する可能性があるのではないかと思います。

もう一つの懸念材料が政府との関係である。Fed が利上げを示唆して

から政策決定をするまでに、政府がそれに反対するという事はなかった。これも重要な点である。日本の場合、金利引き上げは財政赤字問題を悪化させるという認識があるから、政府が日銀の量的緩和解除を見守るということにならない可能性、黙って見守るということにはならない可能性がある。実際、現在でも一部に財政赤字の問題があるため、量的緩和政策を解除できないという見方を採っている人がいると思う。もっとも、財政赤字の問題は我々の掲げた解除条件とは直接関係ない。仮に財政赤字の問題のために量的緩和策の解除を遅らせることになれば、中期と長期のスプレッドはさらに拡大するほか、長期金利には財政リスクのプレミアムが上乘せされ、むしろ長期金利を必要以上に上昇させてしまう懸念がある。マーケットに解除の時期を織り込ませることも難しくなる。政府は財政節度を守るということとともに、日銀への信認を高めておく必要があると思う。

最後に、Fedの場合、ボードメンバーが同じ言葉で語ることで、Fedの利上げの条件が市場にとって明らかになっていったが、日銀の場合、現在のところ解除条件について個々のメンバーから異なる意見が出されたこともあって、マーケットの見方も様々である。解除が近付いてきたら解除の考え方について個別の意見ではなく、政策委員会の意見のみを発信することでマーケットと解除についての考え方を共有することが必要なのではないかと思う。以上である。

福井議長

次は田谷委員、お願いします。

田谷委員

政策運営は現状を維持することが適当であると思う。金融市場は全体として落ち着いている。特に短期金融市場の金利は低位で安定している。FRBレートも低下したし、金先レートも若干低下した。日銀の資金供給オペでも、足許、市場の資金余剰感を反映して、手形オペの落札レートが最低

水準に低下した。この観点で、今、須田委員がおっしゃったことには私は必ずしも賛成ではなくて、やはり 30~35 兆円の範囲で市場局長が適当と判断する手段において、その中程を目指してオペをして頂くということが適当と思う。時期が時期だけに、それが仮にそういったレンジを外したということが余分の混乱を生じさせかねないのではないかと思う。この点は後程、もし必要であったら議論したいと思う。

企業金融環境は短観でも確認されたように改善してきている。資金需要は相変わらず潤沢なキャッシュ・フローや債務圧縮の動きを受けて、強くはないが企業活動の活発化を反映して資金需要の減少ペースが緩やかになってきた。その一方で、金融機関の貸出姿勢はより積極化している。資本市場の資金調達環境も良好である。金融面からの景気支援体制はより強化されてきていると思う。こうした環境を維持するためにも、潤沢な資金供給を続けることが適当と思う。当然、先程、武藤副総裁がおっしゃったことは、私も全くそのとおりだと思う。以上である。

福井議長

ちゃんと説明をすべきというご指摘か。

田谷委員

F e d のコミュニケーション政策ということについてである。

福井議長

次は植田委員、お願いします。

植田委員

私も現状維持で宜しいかと思う。ただ、景気情勢の方は上振れ、消費者物価指数は重たいという点について、武藤副総裁がおっしゃったように若干のコミュニケーションが必要であると思う。ただ、残念ながらあまりクリアカットな説明ができないのが問題ではあるが、それでもということか

と思う。物価の動きの将来についてのリスクないし、どういうふうに振れそうかという点について一言だけ付け加えると、岩田副総裁がおっしゃったように、景気実勢が好調であるという状況が続いた場合に、あるところからCPIも含めて物価上昇が加速するというシナリオ、ないしリスクは十分あり得るのだと思う。これは念頭に置いておく必要があると思う。ある意味では我々にとっては最も都合の良いシナリオである。その場合、出口論へ向けて色々難しい問題があるが、ある意味、技術的な話かと思っている。他方、例えば、やや早めに景気が一旦ピークを打つとか、あるいは打たなくても先程議論になったように、製造業から非製造業に生産性上昇が波及して、いずれにせよCPIの上昇率は重たいままで本格的なCPI上昇率のプラスレンジ入りを確認するには、1~2年どころではなくて相当長い期間が掛かるというリスクもまだ捨て去ることはできないと思う。現在はどちらの蓋然性が高いかを見極めている状況、しかもこの段階も長く続くというリスクも感じている。当面、両方のリスクを念頭に置いて今後の動き方を考えていく必要があると思う。以上である。

福井議長

春委員、お願いします。

春委員

経済指標も引き続き好調なものが多く、金融市場も概ね平静に推移しているので、当座預金残高目標については、現在の30~35兆円を継続し、レンジを有効に活用しつつ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、なお書きを活かした資金供給を行って、金融市場の安定確保に万全を期すことが重要と思う。

何人かの方がお触れになったが、先日の米国の利上げについては、ほぼ市場予想どおりとして、極めて平静に受止められたと理解している。これは大統領選挙が本格化しつつある中で、かつ、インフレ懸念が必ずしも明確でない中で4年間続いた超金融緩和政策から、言葉は正確でないかもし

れないが、中立政策への切り替えであったということを考えると、皆さんもおっしゃっておられたが、中央銀行と市場との対話の成果として相当の評価が可能ではないかと感じている。

なお、国内の長期金利は6月に若干上昇した後、このところ落ち着いた動きとなっている。ある市場参加者の話を聞いたが、基本的には景気回復に伴う金利先高観を持ちながらも、貸出減少の中で市場部門の収益確保のためにリスク限定の工夫を凝らしながら国債への投資を行っていて、金融政策への思惑などで金利が急上昇することのないよう、日銀の配慮を期待しているというようなことであった。これまでのところ、マーケット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ながら、同時に景気回復に応じた価格形成も行われつつあると見ることができると思うが、これも何人かの方がおっしゃったように、今回の中間評価の公表、なかなか難しいこととは思いますが、そういったことも含めて、今後もその時々状況に応じて、本行の姿勢や考え方を繰り返し発信していくことが重要ではないかと思う。以上である。

福井議長

当面の金融政策の運営に関して、皆さんの意見を頂戴した。結論的なところは、現在の調節方針を次回の決定会合まで維持する。この点で意見の不一致はなかったように思う。今後の展望については、皆さんそれぞれおっしゃって頂いて、植田委員が纏めておっしゃって頂いたところをそのままお借りすると三つの可能性がある。一つは、ある時期から予想以上に早く物価上昇圧力が高まってくる場合。もう一つは、CPIの動きがずっと重たいままかなり長引くケース。これには二つの場合があって、景気が一本調子に回復するというのではなく、多少お湿りがくるというケースと、そうではなくて日本の場合に生産性向上の余地が意外に大きくて、それが着実に実現されていき、結果として良い意味で物価の上昇圧力がなかなか高まらないケース。その他にもバラエティがあると思うが、恐らくそういう過程がこれから現実にどのように起こってくるかということを持

静に見極めながらでないといわねえと我々の金融政策をきちんと遂行できないということだと、私自身もそう思う。本当に冷静にここは対処したい。従って、武藤副総裁はじめ、おっしゃって頂いたとおり、これからの市場とのコミュニケーションというのは非常に大切である。私自身記者会見等を担当する立場にあるので、十分そこはわきまえてやらせて頂くつもりだが、委員の方々もそれぞれの機会に、もう発言は自由にして頂いて、多少の不規則性というのは吸収して頂かなければ仕方がないのだが、日本銀行全体としての発信に大きな不規則性がどこかにあるのではないかという疑惑はやはり呼ばないようにしなければならないので宜しくお願いしたい。あと若干須田委員のご発言の中で、現状維持ということではあるけれども、実際の市場局の調節の過程で、上限、下限、特に下限ということを意識せざるを得ないような状況にあるのかどうかということであったが、これはもしあるとしても、技術論と理解して良いのかどうか。少なくとも外から政策論まがいこれを誤解されるということは絶対ないようにしなければならないので、仮にここで議論するとしても、何か政策論の下心があって議論しているということになっては、これは非常に困るというふうに思う。そこは明確に意識したいと思う。もし、市場局長からコメントがあれば後でして頂きたい。それから政府との関係のことにも触れられたが、当然私は、政府は日本銀行の中立性に信を置いて頂けると思っている。政策委員会の中から何か政府がおっしゃることについて、あまり強く気にしているという雰囲気が出ることも自身も、またこれはマーケットとの関係では著しく大きな逆効果を生むリスクもある。この点についてもやはり十分注意しておかなければならない。勿論、政府と意見が違ふということは将来的にも多々あり得る。重要な問題で意見の対立もあり得るとは思うが、そういう時は正々堂々と議論するしかない訳であって、気にするということはあまり良くないのではないかと思う。少しそういった点で色々議論してみたい。中曾金融市場局長、追加的に何かコメントがあればお願いしたい。

中曾金融市場局長

それでは先程の論点についてなのだが、昨日ちょっと申し上げたように、当面の需給との関係でもう一回整理をさせて頂きたい。元々この夏場の時期というのは、9月に向けて供給オペを積み上げていくので割れ易い時期ではある。ただ、スタート時点のオペレートというのが昨日申し上げたように結構低いと思う。平均レートで2/1,000%、足切りで1/1,000%ということも起きている。背景は我々なりに考えてみると、色々な要因があると思うのだけれども、まず基本的には金融セクターの不安が後退しているというのが大きい要因として挙げられると思う。格付けが引き上げられている、それから新法が成立して、資本注入のできるような仕組み、セーフティネットがより拡充されているという点があると思う。それから、昨日申し上げたように、当面はやはり市場参加者がオペの頻度が上がってくる、従って調達がより容易になるであろうというふうに予想している点がある。この点は実は去年は為替の大量介入があったので、結構お金が流れ込んでいたので、オペの頻度はその分落とすことができた。そういう特殊要因が去年はあった。それからもう一つは、これも昨日申し上げたとおりなのだが、F Bの金利が相当下がってきているので、裁定機会というのがやや窮屈になっている。これも去年は、実は夏場に金利が上がってF Bの金利も上がったので、その分はやり易かったという部分がある。従って、そういう要因を勘案すると、恐らくどこかの局面で札は割れるであろうと思う。やや、やりにくくなる局面があり得ると思う。ただ、それでは30兆円を割るようなことになるかという、恐らくなのだが、当面は大丈夫というふうに思っている。基本的な背景としては、金融不安が後退していると言っても、なお一部の大手銀行には流動性を厚めにしたいというニーズが残存している。それから外銀にとっては、例えば円転コストのマイナスを利用したような裁定機会というのはなお残存している。だから、誰かが持つというインセンティブはいずれにしても働き易い地合いというのはあると思う。それから、F B金利が下がってきて裁定機会はその部分につ

いては窮屈になっているが、ただ、一方でTBであるとか、あともう少し長めのもの、そことの裁定機会を恐らく市場参加者というのは探すようになると思うので、そういったところに訴え掛けていくようなオペを考えていけば良い。ないしはタームを少し長くするような工夫を施すことによって、恐らくディレクティブの維持は当面は私は可能ではないかと考えている。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。植田委員の方から先行きについての話があって、私も全体としては結構だと思うのだが、つまり、シナリオとして二つか三つか分からないが、やはりあり得て、これは最後何が結果として出てくるかこれは神のみぞ知るものなので、誰も絶対これが正しいということはなく、ある確率的な判断でしかものは言えないのだと思う。私がどちらかと言うと少し強めなことをこれまでずっと申し上げているのだが、特に4月の中間評価との関係で言うと、4月の展望レポートを出した時と、その間で幾つかデータがあって、一つは原油価格が、4月の数字を考える時点では必ずしも原油が上がるというふうには十分考えていなかった。それから第1四半期のGDPの数字もあの時点では利用可能ではなかった。今、第2四半期の数字は勿論ないのだが、実勢を見てみるとどうも少し強そうだと、思ったよりも強そうだと、需要がやはり現実に少し強いのだというふうに私は思う、というのが二つ目で、三つ目は短観が出て、企業のいわばセンチメントと言うのか、価格の判断であるとか業況であるとか、そういうことについてのやはりインフォメーションがもう一つあったのだと思う。それから最後に、CGPIとかCPIとかがそれぞれ新しい数字が利用可能になって、CGPIの方が思ったより強くて、CPIの方は思ったよりちょっと弱かったという、四つ程出来事があって、この全体の中からどういう情報を読み取るかということなのだと思う。弱い方の見方からすると、例えばアメリカの例、これは田谷委員が既にお触れになったが、1年位前にやはりコアPPI、最終財だが、それが底打ちしてからコアのCPIの

財の方が底打ちするのに1年位ラグがあった。アメリカでもその時「どうしてなかなかPPIの上昇がCPIに繋がらないのだ」という議論があったというふうに伺っているが、私も——日本でその位ラグがあるのかどうか分からないが——幾らかラグがあり得る、いわば遅れというようなことはあり得ると思う。それからもう一つ、アメリカと日本で違うのは、アメリカの場合には既に足許で単位労働費用がプラス、僅かだが微増になっていて、日本はまだマイナスである。ただ、日本の場合は大体、上昇局面では生産性の伸びが大きいものだから、大体常にマイナスなのだ。だから今回がマイナスだからどうしても駄目だということではないのだが、その違いはあるのではないかというふうに思う。それから短観の中身を見ると、私が注目しているのはやはり販売価格であって、これは1974年来の平均、これは福間委員がお触れになったと思うけれども、それを既に上回っているということである。それから先行きについても、価格転嫁というのを販売価格と仕入価格の現状と先行きの差で見ると、幾つかの業種でもう転嫁して行くのだということが随分、数にするとかなり増えてきているというような点が注意すべきなのではないかと思っている。それから最後に、やはり一番分からないところは中小企業と言うか、非製造業の部門での生産性、あるいは労働分配率だと思っているのだが、大企業について言うと既に労働分配率で見るともう良いところまで下がってきて、1990年代の初め位までもう下がっている。ところが、中小企業の方はまだ高止まりしている。これがどういうふうに今後なっていくか、一つは賃金を、人件費をどんどん抑制するというやり方があるし、生産性を上げながら賃金も上げながらというこういうやり方もあるということで、実はそのところが——これは植田委員もご指摘になったところだが——一番見えにくいところで、実は消費者物価はかなりその部分の動向如何で、生産性が上がらないで何となく人件費が上がっていくという可能性もあるし、逆もあるというようなことで、そこが一番見えにくい部分かなというふうに思っている。ただ、私は全体としては、通して見ると少し上振れのプロバビリティが高いのではないかというふうに考えている。

福井議長

須田委員、どうぞ。

須田委員

先程私が言ったのは、ターゲットを守るのは当たり前であるが、万が一という時、例えば、技術的な理由で資金供給が下振れてしまい、ターゲットを達成できなかった時はディレクティブが守れなかったと言うのかどうかという点である。我々のマンドートについて、それは技術的な理由で与えられたものにもかかわらず、これはディレクティブを守れなかったと言わなくてはいけないのか。「程度」という言葉が付いているから、ほんの一時的に本当に何かイベントがあったりしてそれを達成できなかった時にはそれは許容するというのがディレクティブなのかというのをちょっと確認したかっただけなのだが。

田谷委員

なるほど。

福井議長

敢えて確認という程のことがなくても、そういうものではないかと思う。

田谷委員

大丈夫だということだと。

須田委員

当然きちっとやってもらうというのが前提であり、それは絶対に守って欲しいとは思いますが、本当に何かイベントがあった場合にどうかと思った訳である。

福井議長

そここのところをあまり確認し過ぎると、別の問題を惹起しかねない面もある。

須田委員

モラル・ハザードという意味か。

福井議長

原則駄目だということではないかと私は思うが、技術的な理由による未達まで絶対駄目だということでは本来はないであろう。でもそこはあまり明確に確認するまでもないかなと思うのだが如何か。あまり確認し過ぎると、確認したという記録が残って、これがまたマーケットに何か別の出口を考えているのではと、出口は一つしかない和我々は思っているのに、何か勝手口みたいなものをイメージしかねない。すまない、余計なことを言ったが、一応そういうことで、須田委員のご趣旨のとおりだというふうに思う。他に宜しいか。政府の方からご意見を頂戴したいと思う。

石井財務副大臣

わが国経済の現状を見ると、景気は着実な回復を続けているものの、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。

こうした中、本日公表の「経済・物価情勢の展望」の「中間評価」、とりわけ消費者物価の見通しに関しては、これが世間の注目を受けていることを十分に勘案のうえ、慎重にご判断頂きたいと思う。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、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、現在の金融市場調節方針でも述べられているとおりに、市場が不安定化するおそれがある場合には、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、緩和的な金融環境の継続に関し、様々な憶測が完全に払拭されていない状況のもとで、このような憶測を払拭するとともに、景気回復を

持続的なものとするため、今後、どのような新たな工夫を講じることができ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

有り難うございました。それでは内閣府の方からお願いします。

浜野内閣府政策統括官

景気の基調判断については、本日の月例経済報告で閣僚会議に報告するが、景気は企業部門の改善が家計部門に広がり、堅調に回復している。一方、世界的な金利動向等が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、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されているが、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思う。また、景気の堅調な回復に伴い長期金利の動向が注目を集めていることにも鑑み、日本銀行におかれては、専門的な立場からの検討を進めて頂き、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思う。以上である。

福井議長

有り難うございました。それでは次に議案の取り纏めに移りたいと思う。議長としては、金融市場調節方針を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が、他に議案の提出のご希望がないことを確認したいと思う。如何か。宜しいか。それでは議長提案を執行部の方で作成してお示し頂きたいと思う。

[議案配付]

では、読み上げてみて頂けるか。

内田企画局企画役

それでは、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。」。続いて別添である。「2004年7月13日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成多数）。日本銀行当座預金残高が 30～35 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。

福井議長

それでは採決に移るので、大変恐縮であるが政府出席者はご退席頂きたい。

[政府からの出席者退室]

それではお願いします。

[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

採決の結果を申し上げる。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させて頂いた。白川理事と金融市場局長におかれては、今定められた方針に沿って調節に努めて頂きたいと思う。下限を割らないように。それでは政府の方々をお願いします。

[政府からの出席者入室]

福井議長

恐縮であった。原案どおり可決した。

V. 金融経済月報の検討

福井議長

それでは金融経済月報、基本的見解の審議と決定に移りたいと思う。まず中間評価の部分を除く前半の部分で、現状、先行き判断のところの内容と表現について、先程までの議論を踏まえて如何か。特に今まで出ている議論では、先行きについて「前向きの循環もより明確化」という表現が、これで良いのかという問題提起もあった。その点も含めてご議論頂きたいと思う。

田谷委員

先程、須田委員から「より」というのはちょっと困るという話があったが、「より」を取っても同じだなという気がするのだが。

福井議長

「より」を取る場合どうするのか。

田谷委員

「前向きの循環…」、だから前回と同じにしておくということだったら宜しいか。

福井議長

前回と同じか。

福間委員

私もその方が良いと思う。

福井議長

「より」がない方か。

福間委員

ついこの前「緩やか」を外した訳で、ちょっと調子に乗り過ぎている。それは言い方としては適当でないかもしれないが、もうちょっと時間を置いても良いのではないかと思う。景気のこの循環は続くであろうから、今の段階で「より」を付けるのは何となくどうかと思う。

福井議長

須田委員の意見に今3票。

中原委員

私も「より」はいらないと思う。

春委員

取る方に賛成する。

福井議長

そうすると大体残りは少数派になったような感じがするが、反論があったら。

武藤副総裁

実態認識に別に何か変化がある訳ではないという、表現だけの問題ということだ。

中原委員

書かれた方は実態認識に変化があったのではないか。やはり短観辺りを材料にして「より」という言葉を意識的に付けられた。

門間調査統計局参事役

基本的には…。

武藤副総裁

原案はそうだと思うのだが、ただ、取ることによってその認識が変わるのかということであれば、そこまでの意味はないということで良いということだな。それなら特段…。

福井議長

植田委員、如何か。

植田委員

そうだな。

福井議長

どちらか。

植田委員

取る方で。

福井議長

取る方で良いか。岩田副総裁。

岩田副総裁

どちらでも私は。

福井議長

私はあまり取りたくないのだが仕方がない。

福間委員

多数決だから。

福井議長

はい。では多数に従って「より」を取る。他の点は如何か。他の点は宜しいか。それでは中間評価のところは如何か。先程は、中間評価として三段階書いてあって、景気のところは「『2004年度見通し』に比べて上振れて推移すると予想される。」。この点に不一致はなかったように思う。それから、「国内企業物価は、原油価格など内外商品市況の上昇や需給環境の改善を反映して、4月の『2004年度見通し』に比べて上振れて推移すると予想される。」。これもご異議がなかった。問題はその次である。ここを①にするか②にするか。大部分の方の意見は「②こうした国内企業物価の上昇の影響は、川下段階にいくにしたがって、企業部門における生産性の上昇等によってかなりの程度吸収されると見込まれることから、消費者物価は、4月の『2004年度見通し』に沿って、小幅の下落基調が続くと予想される。」というものであった。岩田副総裁はどうされるか。この①を取るか、それとも②を基本に何か修文のご提案をされるか。

岩田副総裁

一番明解なのは①で、私の好みではそうなのだが、基本は要するに上振れのリスクもあるという趣旨がどこかに入っていれば私は良い。だから最後に植田委員がおっしゃったような、複数のいわば何と言うか、可能性があるということがどこかにあれば良い。あるいはこの「生産性の上昇等によって」という部分が、果して生産性だけで良いのかどうか、そこところもちょっとあるなと思うが。つまり不確実性がまだ残っているという気持ちがどこかに残っていれば良い。

福井議長

何か上手い工夫はできるか。

白川理事

実は「等」という言葉にした理由は、実態的に物価が落ち着いていることについては生産性の上昇、それと賃金の落ち着きだった訳である。賃金の落ち着きについては現状はそうなのだが、先行きの見通しの方について賃金が落ち着くというふうに、中央銀行の立場で言うのがちょっと抵抗感があって、それで敢えて「等」にした訳である。全体として賃金が落ち着いていることについては前の方で説明もあるので、そういう趣旨で「等」を書いた訳である。ただ、それだけで分かるのかという点は勿論あって、ここは議論だと思う。もし、賃金の部分についてなにがしか説明を加えようとすると、どこかに、「企業が人件費抑制姿勢を維持していることもあって」ということを付け加えるかどうか、ここは判断の問題である。それから、生産性の上昇についてこれがどの程度循環的なものであり、どの程度が趨勢的なものであるか、あるいは先程植田委員がおっしゃったような、過去の日本の特に非製造業における規制が解消することに伴う生産性の上昇かということについて、むしろ大いなる不確実性はある。ただ、短い文章で上手く表現するのは難しいという感じがするので、ここはどちらかと言うと総裁が議長として会見される時に多少そういう感じのことを——これはアメリカでもそうだが——言うのかなという気はした。

福井議長

岩田副総裁の意見は、先程の「等」のところの問題もあるけれども、より大きくは上振れの可能性というものに全く触れていないのはどうかということなのだろう。

白川理事

然り。

福井議長

であるから、文章になっていないが、もしそういうものを入れるとすれば、国内企業物価上昇の影響だけで良いかどうか分からないが、そういったものを主因に多少上振れるリスクはあるが、主たる判断はこういうところではないかという感じに書けば良いのだな。

岩田副総裁

最後のところは既にある意味では4月と同じ文章なので、この文章を動かすことは非常に難しいのだと思う。そうでないと整合的でなくなるから、上——実体経済、CGPIの見通し——と下——CPIの見通し——が。

福井議長

岩田副総裁ご自身は何か名案があるか。

岩田副総裁

もし仮にこういうことが言えるなら、「原油価格等の動きもあり動向には注意を払う必要がある」とかいうのを後に付けるとか。

福井議長

「ただ、原油価格の動向等もあり」か。

岩田副総裁

「注意深く見守る必要がある」とか。

福井議長

「今後の推移を注意深く見守る必要がある。」。

植田委員

両方にあるというのを言い出すと微妙な話になる。つまり、今年度だけをとれば若干の上振れリスクがあって、下振れリスクはあまりないのだと思う。

福井議長

そうだな。

植田委員

私が言っていた下振れリスクは長引いてしまうという方で、そちらはあまりこの段階で入れたくない。

福井議長

それは、これから冷静に見極めるべき話だ。

白川理事

実はちょっと今、その点とも関連するが、先程、中原委員の方からリスク評価と言うか、上振れ要因、下振れ要因について言及がなくて良いかどうかという話があった。今年1月に初めて中間評価を始めた時、ちょうどこの1月は当座預金のターゲットを引き上げた時だが、この時は標準シナリオの方は変えずに、リスク要因として上振れ、下振れで若干その下振れを意識するような、そういうふうにしたという経緯がある。今回の場合には、メインのシナリオそれ自体を引き上げているので、その引き上げたシナリオ対比、リスク要因がああだこうだと言った場合になかなか分かりにくくなってくる。どちらかと言うとリスク要因というのは私の理解だと、

確率的には低いけれども、しかしこれは上にも下にもこういうことを意識するということを定性的に語っているなという感じがする。そういう意味では今回、これまでのご議論を前提にすると大きな意味で新たなリスク要因が出るという訳ではなくて、定性的にはもう既に尽くされていることについて今回もう一回、各人なりに…。

福井議長

全体のリスク要因ではなく、CPIのところだけ書き込むということではないか。

白川理事

そういう意味で、実はそのリスク要因が物価についても同じように両方向に働いているかなという気はする。そういう意味で書く場合に、これはご判断だが、書き始めると上も下もまた両方あって、また一渡り書かずに…。

福井議長

上、下、シンメトリカリーでなくて良いのではないか。景気全体は上振れリスク、上振れ推移とこうきて川上の物価段階についても上振れと書いているのだから、CPIのところだけ完全分離でなくて、これはちょっと上振れのリスクがあるという文言をここにちょっと入れるということで整合的なのではないか。

植田委員

岩田副総裁がおっしゃったようなことを書き入れるということか。

福井議長

であるから、物価に限定して「原油価格の上昇もあり今後の推移については注意深く見守る必要がある。」と書く。

白川理事

皆様のご判断で。

福井議長

コンシステンシーは崩れないな。

岩田副総裁

私はその方がロジカルになると思う。上——実体経済、CGPIの見通し——と。上の方は皆、上方修正していて最後のところ——CPIの見通し——だけ何も変えない、何も言わないというとかえってコンシステンシーを問われるのではないかと思う。

中原委員

岩田副総裁のおっしゃる上振れリスクというのは、原油価格の上昇によるコスト・プッシュ的なものと言うよりは、需給ギャップの縮小によるということか。

岩田副総裁

需給ギャップもあつた方が良くもしいないが、「需給ギャップが縮小しているから」などというのは…。もしかすると猛暑があるかもしれないし、原油も、豚肉の値段もあるかもしれないので。

中原委員

私も、前回と全く同じなのかどうかという疑問を持っている。全く状況として同じなのかどうかという判断が基本的にあるので、そこはやはり…。

岩田副総裁

前回とであるから、違うのはやはり実質成長率の…。

中原委員

上方へのポジティブ・リスク、ポジティブ・サプライズと言うのかどうか知らないが、上方へのリスクはやはり前回よりは強まったというのだろう。ただ、それをどう表現するかということ、敢えて表現するかということもあるかもしれない。

福井議長

敢えて入れれば今の程度にサラッとモデストに入れる。仮にちょっと入れてみて欲しい。

山口企画局長

「小幅の下落基調が続くと予想される」、この後ということだが、「ただ、原油価格の上昇もあり、今後の推移については注意深く見ていく必要がある。」。

福井議長

「原油価格の上昇などもあり、」。

福間委員

原油価格だけではないな。

山口企画局長

ここは「等」を入れて「原油価格の上昇等もあり、今後の推移については注意深く見ていく必要がある。」。

中原委員

需要サイドの要因を一言加えるかどうか。

福井議長

そこまで書くとかどくはないか。「等」で読めないか。

植田委員

そういうふうに関後に入れるか、前の方に入れるかでも大分印象が違ふ。

福間委員

その点について、先程私が申し上げた時は後に入れたのだが、岩田副総裁がおっしゃるように、需要もかなり強いのである。鉄などはもう価格決定権を何となくメーカーサイドでとったような感じがある。こんなに早く価格が反発してくるとは実はあまり思わなかった。もう少し時間が掛かりスラッとはいかないかなと思っていたのでちょっと申し上げた次第である。勿論、それはリスクの問題としてである。

福井議長

今回は数字を示していないものだから、逆に言うと憶測を呼ぶ範囲は非常に広い。数字を示していれば文章は大胆でも憶測は封じられるのだが、そこはやはり考えなければならないと思う。

須田委員

消費者物価はマイナスであるが、ここでどの程度上振れリスクに蓋然性があると考えているかというのが気になる。金融政策としてはやはりここに凄く関心を持っている訳である。そこで上振れるということを書くことがどの程度影響を及ぼすのかが気になる。

福井議長

上振れるとは書いていない。

須田委員

ただ、注意深くと書いているということは、それが消費者物価もマイナスではなくなるという意味を持ち、10月の時点ではどの程度の確率、可能性があるとして読むのだろうかというところがちょっと気になる。

武藤副総裁

要するに、この付け加えたものが、「リスクは色々ある」ということだけにとどまっているかどうかということである。「原油価格の上昇もあり」、ということが入っている以上、やはりその上振れということを行っていることになる。そうなると、国内企業物価の上昇の影響が生産性の上昇によってかなりの程度吸収されるという論理と、本当に整合的なのかどうか。要するに、こういう考えもある、ああいう考えもあるというふうになってしまう可能性がないかということである。そこに何と言うのか、多少の自信のなさを示すものだというふうにとられる可能性がないかどうか。この点がポイントであるだけにここだけはちょっと注意する必要があるのではないかと思う。純粹に可能性としてそういうものがあるということだけにとどめるための工夫が必要なのではないか。

福間委員

クオンティファイすることはできないが、生産性が上がり、ユニット・レーバー・コストが下がることで吸収するというのは、あるいは数量効果で吸収するというのはあるが、ただ、予想した以上に原油価格が上がりそうな危険があるということであろう。と言うのは、先程のように、海上運賃などが、2週間や3週間で5割も上がるなんて誰も予想しなかったと思う。であるから、そういう分からないものがあるからという意味でリスクということだと思う。カバーできる位の。

武藤副総裁

そういうことならば、生産性の上昇というのが、今後どういうことになるのかについて注意深く見ていく必要があるということになるのではないか。要するに、原油価格の上昇という全く新たな要素を入れると、そこはまたちょっと意味が違ってくる可能性があるということなのである。

中原委員

原油価格はこの前、調査統計局長の説明にもあったとおり、生産性向上で吸収できない分がかなり他の財に比べれば大きいと言える。現実にはガソリンも上がっている訳であるし、そこまで説明する必要があるのかは難しいのだが。ただ、何となく私は入れた方がよいのではないかと思う。

武藤副総裁

それは国内企業物価については「原油価格など」と書いてある。

福井議長

確かに需要まで書くのであれば、全体の文章としては少し長い目で見てもうちょっと注意して見ていくという位の文章でないと、非常にイミネントな感じが強まり過ぎる。

植田委員

やはり入れるとかなり強いメッセージが出るような気がしてきた。

武藤副総裁

そこが最大の危険性。であるから、本当にこの一言を言っておいた方がよいのではないかという議論は依然として残るのだが、それに限られた表現が可能かどうかということなのである。

福井議長

記者会見する立場から言って、「需要」と入れた場合には、ちょっと強いなど。いや、そんなに強いものではないのだと、全く逆の説明もしなければならぬ。「原油」だけ、需要が「など」に隠れている場合は、原油で上がった場合には二面性がある訳で、両方の面からよく見ていかなければならぬと言える訳なのだが。もし、「需要」ということを入れるのであれば、少し長い目でよく見ていくということなら、そんなにイミネントな感じは出ないから良い。

須田委員

元々、我々が量的緩和政策を解除する条件というのは、数字を出した時に、多数の人がリスクがどの位かということとは別にどのような見通しを持っているかということで決まる訳である。と言うことは、今、多くの人がこういうふうに思っているというのであれば、それで良いのではないか。多くの人が今の判断ではまだ「小幅の下落基調が続く」と予想しているということであれば、それぞれの人が見通しとして持っているというのであれば、私はそれはそれで良いのだと思う。

福井議長

それはそうなのだが、ただ、4月と比べて0.1ミリも違ってないかというそんな議論になると、0.1ミリ位は違っているのではないかという感じはあるから議論になるのではないか。

須田委員

しかし、そこは何も言っていないのではないか。

福井議長

いや、言うか言わないかの問題なのである。0.1ミリを表現するのかしないのか。

植田委員

言ってあまり得はしないような気がする。変な言い方だが。

福間委員

ぼやけるから。色々な解釈があつて。

武藤副総裁

一つの論点として、これは私も正確には整理が付かないのだが、「下落基調が続くと予想される」ということについて、もし疑義があるとすれば、「企業部門における生産性の上昇」とその前にある「国内企業物価の上昇」とが本当に綺麗に相殺するかどうかは必ずしもはっきり言えない。従って、そこは「注意深く見なければいけない」というのは一つの理論だと思う。

福間委員

私はそういう具合の意味合いである。

武藤副総裁

そうだとすると、その辺りを上手く表現できないのかという気がするのだが。

福井議長

物凄く簡単なやり方としては、「4月の見通しに沿って」という前に「概ね」という程度の表現を入れる。これだと4月の見通しどおりと読めてしまう。0.1ミリの余地も排除してしまつて。

福間委員

そうだな。

須田委員

それが良いのではないか。

武藤副総裁

それなら良いのではないか。

白川理事

もう一点、実はちょっとご提案があって、先程の岩田副総裁のオリジナルのご感想を織り込むということなのだが。

山口企画局長

「こうした国内企業物価の上昇の影響は、注意深くみていく必要があるが、川下段階にいくにしたがって、企業部門における生産性の上昇等によってかなりの程度吸収されると見込まれることから」という形で冒頭に近いところにその「注意深くみていく必要がある」というのを入れてしまう。

植田委員

理由としてはそちらの方が良い。

福間委員

なるほど。

山口企画局長

そうすると、結論としては「小幅の下落基調が続くと予想される」ということで締まる。

福井議長

その場合、もう「概ね」という表現は不要になるか。

福間委員

武藤副総裁の考え方。

白川理事

両方かなという感じ。

福間委員

そうかもしれない。

中原委員

総裁のおっしゃった、この「4月の」というところは直した方が良いのではないか。

福井議長

びた一文変わっていないようだ。

中原委員

びた一文変わっていない。

白川理事

「概ね」の場所は「概ね沿って」にするか。

福井議長

いや、「概ね4月の」と。

白川理事

「概ね4月」か。

山口企画局長

「4月の見通しに概ね沿って」。

白川理事

そうではなくて。

福井議長

「概ね沿って」というのは文章として上手くない。「概ね4月の」の方が良い。

武藤副総裁

「概ね4月の」。

福井議長

「概ね4月の見通しに沿って」としよう。

武藤副総裁

その前が何であったか。もう一回ちょっと言ってみて欲しい。

山口企画局長

「こうした国内企業物価の上昇の影響は、注意深くみていく必要があるが、川下段階にいくにしたがって、企業部門における生産性の上昇等によってかなりの程度吸収されると見込まれることから、消費者物価は、概ね4月の『2004年度見通し』に沿って、小幅の下落基調が続くと予想される。」。

武藤副総裁

その②で、企業物価は推移すると予想されると言い切っている訳だな。それとは整合的か。

岩田副総裁

多分整合的だと思う。生産性でそれはある程度吸収するという話である。

武藤副総裁

いや、上昇の影響…。影響だから良いのか。

山口企画局長

「上昇の影響は、注意深くみていく必要があるが」。

福井議長

大体そのような感じで意見が纏まってきたようだ。

田谷委員

「概ね」の「概ね」に点を打った方が良いな。

山口企画局長

「消費者物価は、概ね、」ということか。その後に。

田谷委員

全体に掛かっている。

福井議長

そうだな。必ずしも十分でないにしても概ね意見は吸収された。

中原委員

一つだけあるのだが、上から4行目に「前向きな循環がより明確化する」とあるのだが。

白川理事

ここは取る。今から申し上げる。

山口企画局長

今から申し上げるところである。

福井議長

そうだな。では、そういう修文を施したうえで採決に移りたいと思うが。

田谷委員

「生産性の上昇等」の「等」のところになにかもう一個入れるというのはどうなったのか。

福井議長

いや、それはもう要らない。

田谷委員

要らない、長過ぎるか。

福井議長

と言うか、あまり賃金のことを明文化したくない。

田谷委員

分かった。

福井議長

記者会見では言うが。

田谷委員

その時、先程、総裁がおっしゃっていた構造変化というところを強調して頂きたい。

福井議長

分かった。

中原委員

原油については、ここに入れなくても必ず質問は出る。

福井議長

そうだな。

中原委員

その時に、やや基本的な問題だが、我々の言うC P Iが安定的にプラスという時に、一応、表面上は原油は排除されている訳か。

福井議長

いやいや、そんなことはない。

中原委員

いやいや、排除されてと言うか、原油は含むという。

福井議長

この前の記者会見でも敢えて先取りで説明した。

中原委員

第三条件で考えていることか。

福井議長

いや、原油は両面性があるから、そこはよく判断を加えていかなければいけないということである。

中原委員

ケース・バイ・ケースということか。

福井議長

然り。先取りして言うてある。原油で跳ね上がったからと言って単純に驚くなという意味のことは、先取りして記者会見で言うてあるのだが、今日もまた言うておこうと思う。質問がなくとも。

中原委員

その時の全体的な判断に基づくというような…。

福井議長

いや、原油の価格そのものは経済が強くてインフレ的な傾向を反映している面と原油が上がったらかえってデプレッシングになる部分があるのではないか。であるから、両面きちんと冷静に判断しなければならない。一面だけ見て、物価が上がった、ほれ出口だという議論はいけないと思う。

中原委員

そういう意味では第三条件のもとで十分考えると。こういう認識か。

福井議長

然り。そのことはもう繰り返し記者会見の度に聞かれなくても言うている。実際に解除時期が問題になった際に初めて説明するなどということにはならないようにしている。

山口企画局長

どうするか、一通り今の中間評価の部分をざっと読むか。

福井議長

コピーはできないのか。ちょっと大事な文章だから。

田谷委員

全くサブスタンスとは関係ないと思うが、こういう時よく、「原油価格など内外商品市況」と言う。なぜ「内外」というのか。これは「内外」の「商品市況」というのは…。

岩田副総裁

一応「内外」なのだが、両方あるのだから。

福間委員

両方あるからだろう。

福井議長

国内にも商品市況はある。

武藤副総裁

「国内の」という言葉があるからなのだ。

田谷委員

「商品市況」。

福井議長

日本にも商品取引所というのがあるから。

福間委員

裁定取引をやっているから。

田谷委員

ただの「商品市況」ではいけないのか。

福井議長

ああ、そういう意味か。

武藤副総裁

すると「国内の」というふうに誤解する人がいるかどうか。

田谷委員

こういう名称はあるか。「国内の商品市況」はラグがないか。そんなにか
ないか。

早川調査統計局長

具体的には、やはり原油とか非鉄というのは基本的に海外市況。それに
比べて鉄とかは勿論アジア市況の影響は大きいが基本的には鉄とかそう
いうものはやはり国内市況を見ているので。

田谷委員

なるほど。

早川調査統計局長

それは「内外」な訳だ。

福井議長

ではもう一回これで。目で追って確認して頂けるか。

田谷委員

もう一つ、「『2004年度見通し』に比べて上振れて推移すると予想される。」と言っているが、もう年度内に入っているので、例えば「推移している」と言わないで良いのか。

福井議長

どこか。

田谷委員

この「上振れて推移する」という二つの表現があるが、上振れて推移するというと、これからのものだけについてのことか。

山口企画局長

先行き見通しのついでの評価。

福井議長

展望レポートのレビューであるから、これで良いのではないか。

岩田副総裁

現実には両方だと思う。足許も上振れているが、先行きも当初思っている時より…。

田谷委員

当初思っている時の表現というのは、「推移する」というのか。

福井議長

今も推移しているがこれからも推移すると。こういうふうに。

田谷委員

「予想される。」だから「する」でないといけない。分かった。

福井議長

ご疑問はもつともである。

植田委員

先程の、最後のCPIの「概ね」の後の点だが。

福井議長

いらないか。

植田委員

点を打つとこの後全体に掛かる訳だ。点がなければ4月の見通しのところに掛かる。点を打つ方が強い。

福間委員

そうだ。

田谷委員

先程総裁がおっしゃったように、では0.1も変わっていないのか、というところに掛かっているので、そのニュアンスを出すためには点を打つ方が良かったのかと思ったのだが。議論はあると思うが。強いと言われれば強い。

須田委員

「見通しに概ね沿って」の方が良いのではないか。

福井議長

点があってもなくても結果がそうは変わらない。点が多すぎても気になる。

武藤副総裁

そうだ。

福井議長

「概ね4月の見通しに沿って」と言うと、これに完全には沿わないで少し違ってという意味も入るから、「小幅の下落基調」まで否定する必要はないだろう。ここまでだと0.1ミリを超えてしまう。だから「概ね、」の点は取る。

田谷委員

分かった。

福井議長

では、この点はなくすということで採決に移って宜しいか。では、採決をお願いします。

[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

では、修正文について全員一致で可決をさせて頂いた。この基本的見解の部分については、即日公表、本日 15 時に公表させて頂く。それから背景説明は必要に応じて執行部で修文したうえで 14 日水曜日の 14 時に対外公表させて頂く。

VI. 議事要旨（6/14～15 日開催分）の承認

福井議長

次に議事要旨、6 月 14 日、15 日分の承認手続きである。既にテキストブックをお回ししており、ご覧頂いたと思うが、そのまま採決をさせて頂いて宜しいか。

[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

それでは全員一致で承認させて頂いた。この議事要旨だが、7月16日金曜日の14時に对外公表を予定させて頂いている。

VII. 閉会

福井議長

以上で本日の議題は全て終了した。次回はちょっと暑いのだが8月9日、10日ということで予定している。宜しくどうぞお願いします。なお、いつも申し上げているが、機密保持のことである。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の扱いである。議事要旨、それから議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっているので、宜しくご配慮頂きたい。決定会合への信認確保の観点から、くれぐれも厳正な機密管理をお願いしたい。以上をもって会議を閉会する。ご協力有り難うございました。

(午後 12 時 17 分閉会)

以 上