

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2004年8月 9日（14:00～15:58）

8月10日（8:59～11:38）

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（9日）

石井啓一 財務副大臣（10日）

内閣府 加藤裕己 大臣官房審議官（経済財政分析担当）（9日）

浜野 潤 政策統括官（経済財政運営担当）（10日）

（執行部からの報告者）

理事

平野英治

理事

白川方明

理事

山本 晃

企画局長

山口廣秀

企画局審議役

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

国際局長

堀井昭成

（事務局）

政策委員会室長

秋山勝貞

政策委員会室審議役

武井敏一

政策委員会室企画役

村上憲司

企画局企画役

齋藤克仁

企画局企画役

正木一博

## I. 開会

福井議長

それでは時間なので8月の政策決定会合を開催する。

(午後2時開会)

今日と明日の二日間の会議である。今日は金融経済情勢に関する執行部の説明を伺う。明日、経済情勢、金融情勢に関する討議と、当面の金融政策運営に関する討議を行った後、議案の採決に移りたいと思う。今日は財務省から石井総括審議官に、内閣府の方からは加藤官房審議官にお越し頂いた。有り難うございます。宜しく願います。いつも申し上げているが、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。

## II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

それでは早速、金融経済情勢に関する執行部の説明に移る。各説明毎に若干の質疑応答の時間を設けるので宜しく願います。最初に金融調節、それから金融・為替市場の動向について、白川理事と中曽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）

中曽金融市場局長

それでは、お手許の追加資料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である。左側の日銀当座預金残高であるが、前回決定会合以降も資金需給の振れをある程度反映させる形で、31兆～33兆円台の範囲で変動している。足許では8月4日に、この日は税揚げ日であったので、その日以降は31兆円台ということで、低めの水準で推移している。それから、無担オーバーナイトレートだが、こちらは

概ね1/1,000%で安定的に推移している。次に、図表1-2の下の方で当座預金の保有状況を見ると、都銀と外銀が大きな保有主体であることに変化はない。UFJの統合の帰趨を巡る不透明感があるが、同行の市場での資金調達コストであるとか、あるいは市場レート形成に特に異変はない。コールやレポなどの短期市場は平静を保っている。次に、図表1-3で資金需給の動向を見ていく。7月の資金需給の実績なのだが、-9兆円の資金不足であった。今月は6日までのところでは、-1.7兆円の不足であるが、その後も9月の初めの税揚げに向けて不足の地合いが続く。従って、8月を通しては、今、私共-6.3兆円の不足となると予測している。このため市場関係者なのだが、今後も一定の頻度で日銀による供給オペが行われるであろうと予想していて、オペ先には調達安心感がある。そうした中でのオペ結果を、次の図表1-4で見えていく。前回決定会合の際に、この先オペの入り具合がひよっとしたら低下するかもしれない、そういったことを申し上げた。実際、この表のシャドーを付している部分が示しているように、国債買現先なのだが、7月に入ってから3回連続で札割れになっている。しかし、これまでのところ手形オペまでが札割れを頻発する、そういった事態は回避できている。手形オペなのだが、全店買入であるが、7月13日オファー分では決定レートが1/1,000%まで下降したけれども、23日以降は年末越え資金の供給を開始しているので、落札レート、それから応札倍率とも上昇している。それから本店オペであるが、21日のオファー分については、落札レートが1/1,000%、下限に張り付いていたけれども、その後は僅かながら上昇に転じている。これまでのところ、札割れが割合少ない回数にとどまっているのは、オペを実施するうえで多少の工夫を施した、そういった面もあるが、後で申し上げるように、FBなどの金利が7月下旬に掛けて若干上昇した点も寄与したというふうに判断をしている。この後、9月の初めまでは、現在の頻度で供給オペを実施していく方針であるので、オペのパフォーマンス維持という点ではまだ気の抜けない状態が続くと思っている。それから次の図表1-5で、ABCPの買入実績を見る。実は買い入れを開始してからちょうど1年が経過した

訳なのだが、この間のABC Pの累積買入額は1.1兆円、それから残高は2,000億円弱となっている。一方、ABSなのだが、累積買入額は11億円、残高は9億円と、こちら極めて小額にとどまっている。次の図表1-7で証券化市場の規模を見ると、まず1.であるが、ABC Pの発行残高は概ね6兆円ないし7兆円の辺りを横這いで推移している。それから、ABC P以外のABSについては、2.のグラフで発行額を見ると、発行額は増えていない。このように、日本銀行の買い入れが直接市場規模の増加に繋がっている訳ではないと思われる。ただ、日銀の買取りスキームの存在が、銀行などによるABC Pの組成に安心感を与えたり、あるいはABSの投資家への認知度を広げたりするという、そういったうえでなにがしかの役には立っているのではないかと考えている。いずれにしても、証券化市場の健全な発展を支援していくため買取りを進めるとともに、証券化市場フォーラムで示された方向性に沿って、市場の透明性向上などの面で今後とも息の長い努力を続けていきたいと考えている。図表2-1以降で、金融・為替市場の動向を見ていきたいと思う。(2) ターム物のレートの動きをご覧いただきたいのだが、FBの3Mなのだが、前回決定会合以降、7月中旬に5/1,000%まで低下した。しかし、ここまで下がってくると投資家への販売が不調となって、業者の荷もたれ感から、その後は8/1,000%程度まで上昇している。次に、金先の動きである。図表2-2をご覧いただきたいのだが、ユーロ円金利先物から見たフォワード・レート・カーブのグラフである。黒い太線で示したのが先週金曜日時点での金先カーブなのだが、これは前回決定会合時の破線とほぼ重なっている。結果的にほとんど動いていないように見えるのだが、ただこの間、上にいって下にきたと、こういった動きを示していて、7月末に掛けては多少さざ波が立った経緯がある。つまりどういうことかと言うと、7月末に掛けて量的緩和解除と同時に誘導金利も引き上げられるのではないかと、そういった思惑が一時広がって、金先レートが全般に若干上昇した。その影響で短期と中期のゾーンの金利が少し上昇した。ただ、そうした思惑がその後は後退して、金先レートは低下し、さらに、今日辺りの長期金利の低下の勢いから、金先レート

はこのグラフよりは一段と下の方向へシフトしていると思っている。次に、図表 2-3、長期金利なのだが、前回決定会合以降 8 月 2 日位までは、株価がこの間、上値が抑えられていたにもかかわらず、長期金利はジリ高傾向を辿っていた。これは国内の景況感が持続していたということ、それから 10 年債入札という——これは 8 月 3 日なのだが——、イベント前の買い控えが背景というふうに見ている。従って、10 年債で見ると、8 月 2 日には 1.88% というところまで上昇していた。しかし、8 月 3 日以降は一転して低下を始めている。理由は、第一に 8 月 3 日の 10 年債入札が好調だったということ、それから二番目に、株価の下落に反応するようになったということがある。ここへきて株価にまたつられるようになってきたのは、景気の先行きについてどう見るか、そういった点について債券市場では多少慎重な見方が台頭していることが背景のようである。そして第三なのだが、金曜日の米国雇用統計が予想比大幅に下振れたことから、米国金利が大幅に低下したことである。これにつられて日本で長期金利が大きく低下した訳であって、10 年債は 1.6% 付近、これは 6 月初め位の水準なのだが、そういったところまで低下している。次の図表 2-4 で、前回決定会合以降のイールド・カーブの変化幅を (2) のグラフでご覧頂く。8 月 3 日以降の金利低下の影響から全般に低下しているのだが、2 年のゾーンのところは、先程申し上げた量的緩和解除後金利ターゲットが同時に引き上げられるかもしれない、そういった思惑の影響が少し残っていて下がりにくくなっている。しかしこのグラフは、先週の金曜日までの動きであって、本日、長期金利が一段と低下していることから、さらにイールド・カーブは下へ押し下げられていると思われる。ただ、直近のところ、2 年債のところ、上に突き抜けている部分がある。このゾーンではなお若干のプラスを維持しているようである。図表 2-6、5 年物のスワップ・スプレッド、こちら概ね横這いで変化はない。図表 2-7、債券市場のディーラー達が注目する債券の利回り変動要因、こういったところも微細ではあるが変化が見られる。(1) に示しているように、従来から景気であるとか物価動向が利回り変動要因として注目されていたのだが、最近では、この斜めの

縞なのだが、短期金利・金融政策が景気、物価に次いで意識されるようになってきている。どう意識されるかと言うと、(2) に示しているように従来は、これは細い実線だから金利の低下要因というふうに意識されていたのだが、7月末に掛けては金利上昇要因として意識された様子がここから窺われる訳である。しかし、このサーベイは7月27日から29日、月末に掛けて行われたものであり、足許ではまた長期金利が下へ振れているので、金融政策の意識のされ方も多少は影響を受けているものと類推される。次にクレジット市場周りなのだが、図表2-8である。社債流通利回りの対国債スプレッドは大体概ね横這いであるが、(2) のCDSのプレミアムは、投資家の根強いリスクテイク意欲を反映して、低格付け物を中心に幾分縮小している。次に図表2-9である。銀行債の対国債スプレッド、それからCDSのプレミアムについては、UFJが取り残される形で高止まりしていたのだが、7月14日の統合構想の公表の後は、(2)、(3) に示すように同行のスプレッドも、それからプレミアムも大きく縮小している。銀行セクター全体で見てもスプレッドとプレミアムが縮小傾向にあるようで、今回の統合構想が市場では銀行セクター全体に対する信認を増すものとして受止められているようである。ただ、その後、統合構想の行方に不透明感が若干出ているので、足許ではUFJのスプレッドとかプレミアムはやや拡大しているように見える。次に株式市場である。図表2-10に参る。株式相場は軟調に推移していて、前回決定会合以降株価の重しになっているのは、第一には、これは(2) をご覧頂くとお分かりになるように、米国の株安である。米国株は元々原油高、それから個人消費関連の指標が下振れし、軟調だった訳なのだが、またNASDAQに表われているようなハイテク株も下落していて、これにつれて日本のハイテク株も軟調になっていた。これに追い討ちをかけるように、金曜日の雇用統計の予想比大幅下振れということで、アメリカの景気の先行き不透明感が出てきて、米株が一段と下落、これにつれて日本の株価も本日は全面安となっていて、前場では130円位、日経平均が安くなっていた。これが第一の要因になるが、第二には、銀行株の軟調もこの間の日本の株価の足を引っ張ってきた

ところである。図表 2-11 で、主体別の売買動向をご覧頂くと、まず海外投資家なのだが、7月中は全体としては月を通して買い越しになっているのだが、流入規模は一頃程ではなくなっているし、8月に入ってからさらに細っているのではないかという感触を持っている。それから、国内投資家のうち個人なのだが、7月は若干の買い越しにはなっているが引き続き回転売買をやっているようだ。信託についても、年金の益出しと思われる売り越しが続いている。このように株式市場では現在、株価を引き上げていけるような安定した買い越し主体が見当たらないのが実情である。図表 2-12 の業種別の株価動向なのだが、これは先程申し上げたように、(1) で電気機器に分類されるような I T セクターの下落率が相対的に大きくて、これが株価の全体の足を引っ張っている。I T 関連銘柄の下落率が大きいのは、個別企業の足許の収益が悪いからという訳では必ずしもない。むしろ 4~6 月期の利益というのはほぼ押し並べて好調だった。ただ、年度通期の見通しが据え置かれるなど下期に向けてのポジティブ・サプライズがなかった、そういう意味で下期収益に対する不透明感が払拭されなかったことが I T 銘柄の軟調の背景とみている。I T 銘柄については、アメリカの I T セクターの株価の動きに引きずられ易い状況が続くというふうに見ているが、そのアメリカの I T セクターなのだが、(2) の米国のグラフの破線が示すように、I T セクターはそれ以外の銘柄に比べてこれまでの上昇幅が大きかった。その分下落幅も大きくなっているようである。これに対して日本の I T 銘柄は、米国程全体の株価の動きからの乖離は大きくなっていない。また市場では、日本の場合、比較優位にあるデジタル家電、そういったものについては潜在的なグローバル需要がまだあるのではないかと見られている。それからここには示していないのだが、バリュエーション的に見ても結構、割安感が日本の場合は高まってきているので、これ以上の下落の余地は小さくなっているのではないかと、そういった見方も市場にはあるようだ。図表 2-13、銀行株なのだが、U F J 統合構想が表面化した直後こそ、関係銘柄が若干上昇したけれども、直ぐにまた軟調な地合いに戻っている。これは統合しても直ぐには収益改善効果は現われ

ないだろうと、そういった慎重な見方が背景にあるようである。それから為替相場、図表 2-14 である。前回決定会合以降 (1)、(2) で示しているように、ドルは対円、対ユーロで強含んだ後、先週金曜日の米国雇用統計後は大きく反落している。本日の東京市場でも、その流れを引き継いで 1 ドル 110 円台の前半まで円高ドル安が進んでいる。この間の動きを少し詳しく見たのが図表 2-15 で、幾つかのイベントがあったのだが、前回決定会合以降 7 月 20 日、グリーンズパン議長の議会証言を契機にドルが買い戻されている。一旦、1 ドル 112 円台まで円安が進んだ訳なのだが、その後アメリカの第 2 四半期の GDP、それから 6 月の個人消費支出に続いて金曜日の雇用統計が予想比下振れたということから、ドル売りが加速した訳である。このようにドル売り圧力が足許では増しているのだが、先行き円高が一方向的に進むかと言うと、必ずしもそういう地合いでもないようである。図表 2-16、円の IMM ポジションをご覧頂くと、これは元々ほぼ中立的だったのだが、ここから円がどんどん買われるというどうも状況ではなさそうである。理由は幾つか市場で挙げられている。その一つがまず、日本の GDP など今週出てくる訳だが、そういったものを見たうえでファンダメンタルズを改めて評価してみたい、そういった見方が市場にはある。二番目には、ドル安なのだが、その場合、円を買うよりもユーロなどの高金利通貨を買った方が良いだろうと、高金利通貨の方に買いが向かいがちである。ユーロと円を比べると、ユーロの方が円に対して上昇しているのはそういう理由ではないかと思っている。三番目は原油高である。日本を含むアジアは原油高に脆弱なので、これも日本経済にとってはマイナスではないかと、そういった見方を市場はしているようである。それから実需筋の円買いというフローから見ても、外国人の、まず日本株投資なのだが、これは先程申し上げたように最近ちょっと細ってきている。輸出業者のドル売り予約なのだが、これも 10~12 月分までかなり取れているような感じであるので、実需のドル売りのフローがどんどん出てくるという感じでも足許はない。こうした点を背景に一番下のリスク・リバーサルグラフをご覧頂くと、ドルのプット・オーバー幅が一頃に比べて縮小してきてい



る。足許でも、ドルが売られている割には大きくマイナスの方へは開いていない。従って、急速なドル安期待がある訳でもどうもないようである。もっとも、今週位から夏休みが本番を迎えているので、市場流動性は結構低下してきている。相場の変動が激しくなる可能性もあるだけに、ここは十分注視していきたいと思っている。以上のように、米国雇用統計の影響で我が国の金融市場は株が下落、債券利回りが低下している訳なのだが、暫くはその余波が残ると思うけれども、足許の景況感は基本的に維持されているのでどんどん切り下がっていくという感じでもない。このため、今後は発表される我が国の主要景気指標から今後の景気動向、とりわけ減速があるのかないのか、ある場合にはどの位減速するのかといった点を見極めながら、金利・株の新しい相場観ないしレンジが形成されていくことになるのではないかと考えている。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

須田委員

先程、オペを少し工夫しながら行ったとおっしゃったが、どのような工夫をされたのか。また、A B C Pの買い入れ開始から一年が経って、これを総括した時に金利・価格に与えた影響というのは何かあったのか、それともなかったというふうに評価されているか、そこについて教えて欲しい。

中曾金融市場局長

まずオペの工夫なのだが、細かいものもあるのだが、一つはオペのタームの違いを明確化したという点があるかと思う。例えば現先をちょっとご覧頂きたいのだが、図表1-4である。7月14日辺りまでは3Mと多少長めのものを打っていたが、7月16日以降多少短くしている。さらに8月2日位から、9月末は越えるけどその後直ぐにエンドを迎える、そういったところに絞るようにしている。それから、例えば全店オペは、先程申し上

げたが年末越えの資金を供給するようにしている。本店はちょうどその間に足がくるようにしている。そういう意味でタームの違いを明確化することによって、それぞれ異なる需要に応じていこうということが一つである。それからもう一つ、これは細かい話になってしまうのだが、例えば毎週短国オペを2回目にやる時は金曜日なのだが、2回目があるかないか分からないという状態にある時は、現先のオペのオファーは先行して9時半、短国が10時過ぎなので、短国のオペがあるかないか分からない時オペ先は取り敢えず現先に入っていこうという感じになる。そういう順番と曜日を多少工夫するというようなことが、ちょっと細かいけれどもある。それからABC Pのオペ、金利への影響ということなのだが、結論的には金利面への影響はないと考えている。これは市場のレートなどを見ても、オペで明確に金利が下がってきたというようなこと、それを示唆するような動きはないので、基本的には中立的だったのではないかと思っている。

福井議長

他に宜しいか。それでは海外の情勢について、平野理事と堀井国際局長から願います。

## 2. 海外経済情勢に関する報告 (資料-3)

堀井国際局長

それでは、本日配付したお手許の資料、決定会合資料3の参考計表(追加分)をご参照頂きたい。図表1でアメリカの主要経済指標を確認したいと思う。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。全体として生産、所得、需要面での前向きなモメンタムに支えられて景気拡大が進んでいる姿を示してはいるが、今月はその景気拡大について弱めの計数が明らかになっている。まず1.の第2四半期の実質GDP年率成長率であるが、3.0%とそれまで1年続いた高い成長から減速している。需要項目別には、これまで経済成長を牽引していた個人消費が減速したのが目立っている。消費の基礎となる所得面では、この時

期、減税による可処分所得の押し上げ効果が幾分後退した一方、雇用者所得の伸びが高まった。しかし、物価面で石油関連価格の上昇から個人消費デフレーターが前期並みの高めの上昇になったため、実質可処分所得、これは 2. にあるように前期比 0.7%、年率で 3%弱の伸びにとどまった。そうした状況下、貯蓄率がそこにもあるように上昇した。実質消費の伸びは、3. にあるように前期比 0.3%、年率で言うて 1.0%の増加にとどまった訳である。この貯蓄率の上昇に関しては、一つには金利が底を打って、住宅債務のリファイナンスも減少していること、さらに中東情勢など原油供給面の不安を背景にガソリン価格が上昇していることが基本的な原因と考えられる。しかし、消費減退の程度については、特にここの消費の月次のところをご覧頂くと 6 月に落ちているのが明らかなおり、多雨それから低温といったものから季節商品の売れ行きが鈍く、また自動車販売も 6. にあるように下に振れたということが響いていて、少しアクセントが付き過ぎている感がある。現に、自動車については 6. の業界速報で見て、7 月には再び 1,700 万台半ばの高い数字に復している。また、7. 消費者コンフィデンスも一段と上昇している。ということでこれらを纏めると、個人消費の減速が原油情勢の不安定化などを背景に、その程度はともあれ、予想よりも早めに起こっているように見える。消費以外の需要項目については、数分後にやや詳しく述べることとして、今はそれ以外の経済指標に関してこの表で続けたいと思う。11. ISMであるが、製造業、非製造業とも 7 月も非常に高い計数となった。12. の鉱工業生産も、6 月こそ自動車などの減産が響いてマイナスとなったが、第 2 四半期の前期比は +1.5%と引き続き高い伸びを示した訳である。しかしながら、15. 雇用者数であるが、これは 5 月、6 月が下方修正されたうえに、7 月はここにあるように 32,000 人の増加と、これまでのペースから大きく減速している。内容的にも製造業の雇用は増加を続けているが、サービスの伸びが大きく減速した。中でもモーゲージなどの金融業、それから小売が減少に転じている。雇用に関しては今報告した雇用者側の統計のみならず、被雇用者、つまり家計側の統計があって、こちらでは 7 月も就業者がかなりの増

加を続けている。このため、14. 失業率が7月にも低下した訳である。半年程前にも雇用統計の不整合についてはご報告したが、雇用の拡大がスローダウンしているという結論を出す前に、両統計に立ち入ってもう少し吟味したいと考えている。次に物価面であるが、原油価格の上昇を受けて全体のインフレ率は17. C P Iにあるように高まっている。第2四半期のC P I前期比は1.2%と、安定とは言いがたい状況にある。ただし、コアのC P Iについては安定を続けている。さて、図表2で個人消費以外の需要項目について簡単に述べたいと思う。第2四半期には住宅投資がリフォームを中心に高い伸びとなった。それからその下の設備投資も、I T、それ以外の機械投資、建設投資、いずれも増加している。企業の決算面から見て、第2四半期も大幅な増益となっているので、企業の所得・支出面ではしっかりした拡大が続いていると言って良いと思う。問題はやはり家計部門の動向である。金利、それから石油価格というアメリカの家計にとって大きな関心事が、個人消費の足を引っ張る方向で動き始めている点にある。(2)の一番下段に個人消費デフレーターを掲載している。総合では前期比年率3.3%と高めの上昇となった。ただ、コアではむしろ伸び率が低下している。ここの表にあるように2.1%から1.8%である。これは、F R Bが物価に関して楽観的とも言える態度を取っている根拠の一つである。しかし、石油関連価格の上昇のもとでコア物価が安定しているからといって、果して経済全体の好ましい展開が保証されるのかという疑問がある。先程触れた個人消費の最近の動向に照らし合わせつつ、これまでより警戒的に物価と消費のネクサスを見ていきたいと考えている。次に図表3である。ユーロエリアの経済指標であるが、全体として不冴えの中であって、7. 輸出、8. 海外受注——これはドイツのみであるが——、それぞれ四半期の計数をご覧頂きたいのだが、10. 鉱工業生産で、第2四半期は幾分改善している。11. 製造業P M Iも7月はますますの拡大を示している。この間、物価面では13.、14. にあるように、エネルギー価格の上昇や昨年のユーロ高の裏といった事情から、前年比上昇率が高めで推移している。図表4-1である。1. 中国では、固定資産投資の過熱抑制策が効果を発揮

している様子が 5. に見て取れる。この間、物価はコアでは前年比 0.6% と安定しているが、食料品の値上がりから全体では、9. にあるように前年比で 5% にまで上昇している。さらに図表 4-2 である。NIEs、ASEAN について、まず (2-1)、(2-2) の輸出関連は、大方が高い伸びを続けている。内需面でも全体としてはしっかりしているのだが、最近では原油価格上昇の悪影響が一部に見られているところである。具体的に申し上げますと、(3) にある韓国の企業コンフィデンスが、原油高に伴う企業収益の圧迫懸念もあってかなり低下している。さらに図表 4-3、韓国、台湾の消費者コンフィデンス、それからタイの消費指数といったものが、政治的ないし地政学的要因に加え、いずれも原油高が響いて低下ないし減少している。(6) の物価面では、韓国とタイで総合のみならず、コアでも原油高の交通料金などへの波及といったものが見られるため、上昇率が幾分高まっている。数か月前の MPM でもアジア経済の原油高に対する脆弱性の議論があった訳だが、このように僅かながらもマイナスの影響が現実に見られ始めているというところが気掛かりなところである。次に図表 5. アメリカの金融指標を見ると、株価が、(2) であるが、上下の振れを伴いながらこのところ弱めの動きとなっている。この点に関して、1990 年代に 2 回あった利上げ局面での株価の動向を振り返ってみると、いずれも利上げ開始以降 2 か月あまりの間、平均株価が下落している。金利転換に伴う金融環境の不透明性ゆえリスク・プレミアムが上昇するため下落したとも考えられる。そして、90 年代の場合、そのいずれもが短期的な調整局面を抜けた後再び上昇に向かった訳である。今回もその例に洩れない可能性はある。しかし、先程申し上げた個人消費の動きに照らすと、単なる不透明性の増加以上に株価を抑える要因があるとも見られる。一つには、先程申し上げた原油価格の上昇に伴う実質購買力の流出、そして、これまで企業活動にフレンドリーであった政府の経済政策が、大統領選挙の年を過ぎて逆に振れていくリスク、その市場での惧れ、さらには地政学的なリスクといったものが考えられるところである。また、IT 関連については、在庫と生産のバランスなどを見ると、大きな不均衡を抱えている訳ではな

いが、市場ではIT産業絡みでの供給過剰から業績不振に向かう、過去の循環というものを念頭に置いた連想といったところも指摘されている。さらに(1)の長期金利をご覧頂くと、株価と同様に振れを伴いながら弱めの展開になっている。これを合わせて考えると、単なる不透明性に伴うリスク・プレミアムではないかもしれない。現にどこまで正確に反映しているか分からないが、中段の典型的なリスク関連指標を見る限り、投資家のリスク回避姿勢が強まったとは必ずしも見られない。従って、株価の軟調はよりファンダメンタルな要因の反映ということかもしれない。なお、FOMCの利上げであるが、(5)のFFのフューチャーズにあるように、8月10日については25bpがまだほぼ100%織り込まれている。ただ8月以降、年末までに関しては、先週までは75bpの利上げが100%織り込まれていたが、7月の雇用統計発表以降その確率はかなり低下している。図表6の欧州を見ても、アメリカとほぼ同様の動きである。なお、ECBの金融政策に関しては、先週金利据え置きを決めた訳だが、市場では少なくとも年内まで動きなしとみている。この間、エマージングについては、ブラジルでの中央銀行総裁の脱税疑惑、それからアルゼンチンについてはIMFとの対立、ロシアについてはユーコス社への政治の姿勢などが注目されているところである。最後に、図表7である。こうした経済指標などを見て、各国の経済成長率に関して民間がどのように見ているかといったのを示したのがこの図表7である。(1)アメリカについては、7月に、(1)のグラフの線をご覧頂ければお分かりのとおり、成長予想が下方修正されている。一方ユーロについては、今年の春までは下方修正されていた訳だが、夏に幾分上方修正されている。それから(3)の中国、(4)アジアに関しては、かなりの期間予想が上振れしてきた訳だが、足許中国については横這い、NIEs、ASEANでは若干ながら低下している。結局この1年、民間予測はアップサイドの振れがほとんどであった訳だが、ここにきて逆の動きが出始めているとこういうことかと思う。私からは以上である。

福井議長

ご質問があればどうぞ。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。アメリカのコアのCPIなのだが、帰属家賃というのは今どちらの方向で動いているのか。トレンドが非常に見にくい数字なのだが。

堀井国際局長

帰属家賃は然程動いていないと思う。金利と家賃、それから民間家賃と帰属家賃というところで連関しているので。ちょっと手許に数字がないので、後で別途。

岩田副総裁

結構である。

須田委員

宜しいか。米国経済の先行き不透明感についてだが、それがよく分からないということは承知のうえで言うと、先程おっしゃったようにファンダメンタルズがやはり変化しているのか、あるいはマーケットがある意味で弱気過ぎるかなというところもなくはないか。例えばIT関連の指標について、非常に良い指標には反応せず、悪い方にばかり反応しているというようなところも見えなくもない。弱気過ぎるという部分もあるのかなという気もするのだが、今のところどういうふうにお考えか。

堀井国際局長

先程申し上げたのだが、金利が上昇局面に入って、これまでの景気を刺激したメカニズムの一つ大きなところが力を失ってくるというシナリオで、我々は前から考えていて、現にリファイなども落ちてきて、その面か

らキャッシュアウトが少なくなってきた、ということはそのとおりだと思うのだが、加えて原油価格は予想以上に強いと、これがなかなか落ちてこないということの個人消費に与える影響というのがやはり追加的に出てきた。これは市場にとってもサプライズだったのかなと思う。そうした延長線でITの株価に、従来楽観的な先行き、個人消費も含めて、そうした材料がプライス・インされ過ぎていたという見直しが恐らく今起きているのだと思う。これがどこまで逆振れし過ぎているか、あるいは足りないか、これはもう市場に聞くしかない。私共どれだけというのはなかなか言いがたいのだが、原因がないことではないという気がする。

岩田副総裁

それとの関係なのだが、雇用なのだが先程ご説明あったように家計調査ベースだと確か何だったか、73万人か。

堀井国際局長

63万人。

岩田副総裁

63万人か。何か増えている、過去4か月位取っても伸びは決して、何と言うか急に落ちているというのではない。雇用の統計は物凄く…。

堀井国際局長

失礼した、59万人である。今約60万人である。

岩田副総裁

60万人位。そこは前にも、春先にもこれは問題になったと思うのだが、どちらを信頼したら良いのか、どちらを見たら良いのか。概ね失業とか何か、つまり家計を中心としたものを見ると、労働市場はそんなに急に悪くなっているというふうには見えない。労働時間とかもまあまあ。すると何



か、もしかすると雇用統計が少し振れ過ぎているのかなという感じもするのだが。

堀井国際局長

半年位前の時は雇用統計がどうも下振れ過ぎているなというのは、それなりに、雇用統計以外の雇用の統計というのをご紹介した。例えば失業とかそれから労働時間周り、それから企業サイドからの統計。どうもペイロールだけがちょっと弱気に振れているなという感じがあった。ところが、今回は必ずしもそうではなくて、ISMの雇用などというのは、勿論非常に高い水準ではあるのだが、図表1-6の(15)にあるが、勿論非常に高い数字ではあるのだが、一頃よりはちょっと頭が右側に垂れている。失業保険数については調子が良いというのは、雇用の調子が良いことを示しているのはそのとおりなのだが、ちょっとこのISMのところが気になるのと、それから先程もちっと中身を一部ご紹介したけれども、例えばモーゲージの金融とか、小売とか、支出サイドの統計と妙に整合性が取れてしまっている。従って、そういう仮説を作ろうと思ったら作れないこともないということなので、ちょっと半年前のハウスホールド・サーベイとエスタブリッシュメント・サーベイとの格差よりは、やはりペイロールになにがしかの実態が反映しているのではないかという感じをより強く持つ。

岩田副総裁

今のISMの雇用指数だと、非製造業が沢山落ちているということなのか。これちょっと図が…。製造業が沢山落ちているのか。

堀井国際局長

両方落ちている。

岩田副総裁

両方とも大幅に落ちているのか。これはでも最新月まで入っている訳だ

な。

堀井国際局長

入っている。ここに入る。7月である。ちょっと最後の資料だけは、非製造業が6月までしか伸びていない。ただ非製造業は全体計数ではなくて参考の計数であるが。

須田委員

今のことに関係するのだが、要するにベネフィットが凄く高いから、雇用者ではなく、個人企業者になって、契約を結ぶというのがかなり増えているということか。それならば雇用者には入ってこない。要するに普通に仕事をやっているのだけれども、例えば家計調査では自分は雇用されているというふうに言っている一方、企業の方から見た場合には雇用者ではないというギャップが出ているということはあるか。

堀井国際局長

それはあり得るし、趨勢的にこれは半年前の状況と同じ様なことが続いているのだと思う。ただ、一時ペイロールの方はやはり増えてしまった。根っこの部分は恐らく半年前も3か月前も今もそんなに変わらないと思うのだが、一旦ペイロールが増えたのがちょっと落ちているのがやはり気になる。

田谷委員

アジアの物価がジリ高になってきた。特に中国の場合、食料品価格が上がってきているというのだが、国際商品市況を見ると、小麦でも大豆でもトウモロコシでも相当急落してきている。中国、アジアでは、何の食料品価格が上がっているのか。

堀井国際局長

色々である。例えば台湾、今月と言うか当月のところで台湾が上がっているのは、これはやはり台風が沢山きて野菜である。それから穀物のところもあるし、色々、米と言うか穀物としか分からないが、南部では例の洪水の影響とか、穀物が上がっているとかいうことがある。ちょっとバラバラに起こっている。それがバラバラと言って共通の因子がないかと言うと、一つにはやはり中国などは所得補助的な農村への所得移転を狙ったこともあるだろうし、勿論、天候というのが根っこにあるのだが、放置しているところを見ると、そこは所得移転というところで見ているのかもしれない。それから内需が比較的しっかりしている中で、エンゲル係数が高い地域であるから、日本、先進国に比べると、食料品に出易いというところもあるのかもしれない。

福井議長

宜しいか。それでは国内経済情勢について、山本理事と早川調査統計局長から願います。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それではいつものように資料4の参考計表を出して頂きたい。最初に図表5をご覧頂きたい。貿易統計の6月が出た。この結果、第2四半期の実質輸出は前期比で3.3%増で順調な増加が続いている。地域別に見ると(2)の自動車関連のところが増えていることでもお分かりのように、米国向けは自動車輸出が増えたこともあり、今期も比較的高めの増加を続けている。一方、アジアについてはこれまで非常に高い伸びを続けてきた後、足許は横這い圏内の動きになっている。前から申し上げているように、中国については前期の高い伸びに加えて、なにがしか中間財等に関して過熱抑制策の影響が出ているかもしれない。(2)の財別をご覧頂くとお分かりのとおり、自動車は先程の米国向けの増加。一方で中間財については、中国を含

めたアジア向けの反動減が見られている訳だが、それ以外は順調な増加が続いている。情報関連、資本財・部品については、ほぼ等速で伸びているし、消費財についてもさすがに2期続けてかなり高い伸びの後だけに伸び率は鈍化しているが、着実に増加している。なお、図表6の(2)世界半導体出荷のところをご紹介しておく。先程の株の話と、これは後程の在庫の話との関係で半導体出荷をご覧頂いておくと、実は4~6月までの実績に関する限り、かなり強い伸びになっている。例えばWSTSの予測に比べても、4~6月期は、かなりこれを上回る伸びになっているということをご申し上げておきたいと思う。他方、図表11の輸入サイドだが、輸入に関しては4月、5月と輸入が減少して、ちょっと説明に窮する感じだったのだが、結果、6月に輸入が纏めて増えた。その結果として第2四半期は前期比1.5%増である。やはり5月の輸入の減少には、日数要因によって通関日数が少なかったことがかなり影響した可能性が高いと思う。結果として見ると、(2)の財別で見て頂いて、若干弱めの数字が出たのは食料品、これは依然としてBSEとか鳥インフルエンザの影響がまだ残っているということ。それから素原料のところは、これは一部石油、リファイナリーのところの火災の影響等、この辺で若干のマイナスを付けているがそれ以外は軒並みプラスである。

次に図表12で設備投資関係について申し上げたいと思う。幾つかあって、まず最初に、足許のところで資本財出荷、〈先行指標等〉の表であるがご覧頂くと、前期比で5.6%の増加で、足許の設備投資はかなり順調に増えているということが分かる。それから〈設備投資アンケート調査〉に移り、政策投資銀行の設備投資調査が出た。ご覧のとおり製造業が二桁の増加、それから非製造業がほぼ横這いという数字であった。そういう意味では、これは政策投資銀行の調査は、私共の短観のほぼ大企業に相当するものだから、短観の大企業のところと数字を比べて頂くと、ほぼ同じである。なお、先程6月の機械受注が出て、まだ中身はあまり詳しいことは分からないが一応数字だけ申し上げておくと、6月単月が前期比3.9%増加になり、この結果4~6月はこの9.3%と書いてあるところが10.3%、

二桁の増加で着地した。因みに、製造業が 18.4%、それから非製造業が 5.0%の増加である。従って、最初は見通し調査で 3%位減ると言っていたので、本当かなと思ったのだが、結果、二桁の増加で着地した。先行きについて 7~9 月の見通し調査が出ているが、これは現時点では 7~9 月が 1.8%さらに増加するという見通しになっており、製造業、非製造業ともに増加の見通しである。ということで設備投資は基本的にはご覧のとおり強い感じだが、図表 14 をご覧頂きたい。機械受注はただ今ご紹介したとおりなので、合わせてもう一つの先行指標である建築着工についても見ておきたい訳だが、建築着工はご覧のとおり、確かに 4~6 月は減少したが 1~3 月にかなり大きく増加した後なので、どちらかと言うと、あまり減らなかったなという印象である。やはり (2) にあるように鉱工業が引き続き強いことに加えて、非製造業も確かに、1~3 月の不動産の大物案件の集中の反動は出ているが、流通関係、これはデータを見ているとどうも非常に大きな案件が多いので、多分ショッピングモールではないかと思っているが、こういったものの着工及び運輸業、これは多分、物流配送センターの類ではないかと思っているが、この辺が着実に増えていると見ている。次に図表 17 の企業収益についても見ておきたいのだが、企業収益についてはまず、(1) 大企業。上場企業に関しては前から申し上げているが、少しずつ上方修正が行われており、特にこの 6~7 月のところでは比較的大きな上方修正になっている。そういう意味では 4~6 月の恐らく企業収益の実績がそこそこ良かったということを反映して、製造業、非製造業ともにかなりの上方修正になっている。(2) をご覧頂いて中小企業の D I 関係についても、引き続き着実な改善が見られている。

次に図表 18 の個人消費だが、個人消費は 4~6 月の数字がほぼ出揃った。結果的にどうだったかと言うと、特徴の一つは、いわゆる販売統計、特に物販と言うか、物の販売に関してはどちらかと言うと冴えないものが多かったということになると思う。確かに家電販売は相変わらず好調であるとか、それからコンビニエンス・ストアもまあまあの数字にはなっているが、ご覧のとおり少なくとも 6 月までは乗用車が悪かった。これは 1

～3月の反動に加えて、新車が元々あまりなかったこと、それから三菱自動車の影響ということ。それに加えて百貨店、スーパー辺りに関しても恐らく天候要因もあるとは思いますが弱い数字であった。ただし、その一方で実はサービス関係がかなり4～6月は良かった感じがしている。ここに載っているのは旅行取扱額だけなのだが、旅行取扱額はその後、6月の数字も出て、前期比が11.2%と書いてあるところがこれは13.2%の増加になった。その他外食なども実は4～6月かなり良かったということであり、皆さんご記憶であろう、短観でも小売業が悪かった一方で個人サービスとか宿泊、飲食のところは良かった。理由はよく分からないがとにかく4～6月は物の販売が今一つであって、サービスがまあまあ良かった。という中で、家計調査に関しては、恐らくこれはサンプル要因で強く出過ぎているとは思いますが、6月減少はしたが勤労者世帯で前期比3.1%の増加。全世帯は6月の数字が出て、これは4.0%というのはさすがに2.4%まで下がってはきたが、やはり4～6月の数字で見るとかなり高い伸びになった。なお、7月の感触だが、まず最初に数字として出ているのは車であって、これはかなり増えた。漸く新車投入が行われて、その効果が出たと思われる。その他だが、恐らく強いと思っているのは、引き続き家電販売、これは猛暑の効果、影響もあってエアコンが売れている。それからコンビニ、この辺も飲み物が相当売れているので強いようだが、実は百貨店、スーパーはあまり良くないようである。勿論、6月と比べれば多分持ち直してはいると思うが、猛暑効果という程には実は衣料品等についてはあまり良い数字が聞かれていないような様子である。以上を纏めたデータが図表21にある。(1)の販売統計合成指数で見ると、店舗調整後はどちらかと言えば、弱含み位だが、コンビニエンス・ストアを入れた店舗調整前で見れば緩やかな増加が続いている。(2)消費財総供給も去年の10～12月に跳び上がった後、横這い圏内を維持している。(3)の消費包括指数も着実な増加が続いている。ただし、消費包括指数のこの絵は6月の家計調査を入れる前で書いてあるのでちょっと強く出過ぎていて、6月の家計調査を入れるともうちょっと大人しくなると思う。

それから図表 25 の鋳工業統計に移る。鋳工業統計 6 月の生産は -1.3% で、予測指数よりも若干マイナスになったが、結果、4~6 月を括ってみると 2.6% の増加で、やはりほぼ横這い圏内であった 1~3 月と比べるとはっきりと増勢が加速した。着地点はいつものようにと言うか、予測指数よりもちょっと下め、私共の企業調査のヒアリングよりちょっと強めという着地であった。先行き 7 月、8 月についてはご覧のとおり、緩やかではあるが着実な増加が予想されており、仮に 9 月横這いに計算すると、7~9 月は 1.7% の増加と、このような姿になっている。因みに、ここでもう一つ〈第 3 次産業・全産業活動指数〉を見ておいて頂きたいのだが、先程もちょっと申し上げたように、サービス関係が割と良いということもあって、第 3 次産業活動指数は 4~5 月、前期比で 1.6% 増と、結構強めの数字になっている。従って、鋳工業を合わせて全産業活動指数は 1.8% の増加と、これもかなり強い数字になっている。このようなことも考えると、恐らく今週末に出る 4~6 月の GDP 統計も、まだよく分からないが、民間予想では今、前期比で 1% アラウンド。従って年率 4% アラウンドが予想されており、もしそれが実現すればアメリカよりも 3 四半期連続強い数字になる。なお、鋳工業関係に関しては図表 28 の在庫循環について一言申し上げておく必要がある。在庫循環の絵は (1) の全体を見るとこれは分かりにくいのだが、実は今年の第 1 四半期と第 2 四半期とがほとんど重なっている。この白い丸のところは第 1 四半期と第 2 四半期がともにいると思って欲しい。そういう意味では、在庫循環の時計は完全に今、止まった状態になっている。しかし、前から申し上げているように、これは全体が止まっているのではなくて二つ全く違うことが起こっている。一つは、とりわけ (6) その他生産財をご覧頂きたいのだが、ここは出荷がかなりの伸びを続けている中であって、在庫がどんどん減っている。やはり原材料価格が相当上がっているために、需要は強いのだが、製品転嫁もしなければいけないので、生産抑制気味になっていて、在庫が減っているということで、ここだけを見ると時間が逆に流れているような動きになっている。その一方で (5) の電気機械類生産財、電子部品のところについては、前

から申し上げているように、第1象限に入ってきて、現状は僅かではあるが45度線を引っ掛けるような形になっている。これは全体として見れば基本的には設備投資が行われて、供給能力が付いてきた結果、前向きの在庫の積み増しが行われているということではあるが、実は一部には後向きの動きも加わっている。先程申し上げたように供給能力が整ってきているので、つい先だってまではどちらかと言うと、作れば売れる状態にあったものが、最近は特に製品毎にやはり勝ち組、負け組が相当はっきり出てきているものがある。従って、この部品に関しても、勝ち組にぶら下がっているところにとっては前向きの在庫の積み増しであっても、負け組にぶら下がっているところに関しては、むしろ後向きの積み上がりということが起こっているので、ちょっとその辺をよく見ていかなければいけない。データだけ見てもなかなかよく分からない感じである。従って、この辺は私共、やはりヒアリングで今、確認するように努力しているが、ちょっと気を付けなければいけないのは、相当人によって話が違う。従って、この分野は誰かに話を聞いて、それを真実と思わない方が良く思う。要するに、相当強気のことを言っているメーカーと相当弱気のことを言っているメーカーがいるので、それを全部聞いたうえでないと、一個、二個聞いて、そんなに良いのかとか、そんなに悪いのかと多分思わない方が良くということではないかと思っている。なかなか難しいのだが、一応、我々としては幅広く聞いてはいるが、取り敢えず現状はミックスした結果として、このような数字になっているということだけ申し上げておきたいと思う。

それから図表29は雇用関連である。雇用関連については、まず<職業安定業務統計>に関してはご覧のとおり、有効求人倍率は着実に上昇を続けている。これも先月までは求人、求職ともに随分減っていて、困ったなと思っていたが、6月に求人、求職とも大きく増加した。ここもやはり先程の通関と同じように、多分、ハローワークの営業日数が相当影響した可能性が高いかと思っている。従って4~6月の求人はほぼ横這いになっているが、これもそんなに心配しなくて良いのではないかと考えている。一方、<労働力調査>なのだが、これがちょっとまた実は振れている。4~6月



全体で見ると、例えば雇用者数が前年比0.7%増で安定的に増加しているのだが、単月で見るとご覧のとおり6月は雇用者数の伸びが一気にゼロになってしまい、前期比で見るとかなり大きな減少という姿になっている。にもかかわらず、失業率は4.6%で横這いなのだが、何が起きているかと言うと、労働力人口がかなり思い切り減っている。従って、労働力人口が減ってその結果、就業者数も雇用者数も減っているのだが、失業者数は動いていないという姿である。こういう動きは多分、やはり労働力調査の時々あるサンプル要因が影響している可能性が高いと思っている。今回はいつもに比べると、景気回復にもかかわらず労働力率はなかなか上がってこないという特徴はある。これはどうも高齢者のところの労働力率がやや趨勢的に下がっているために、通常は景気回復期には労働力率は上がるのだが、あまり上がってこない事実はある。ただ、それにしてもこういう局面で労働力率がグッと下がるというのはちょっと考えにくいので、やはりサンプル要因がそこそこ影響したと考えざるを得ないと思う。それが証拠にと言ってはなんだが、〈毎月勤労統計〉の雇用者数をご覧頂くと、若干の振れはあるが、前年比0.5%、0.3%、0.4%と安定的に増加しているので、振れにくい統計である毎勤統計の動き等を考えても、急に雇用がここで減ったということではないと思っている。実は日本の雇用も結構振れているのである。例えば前期比1%減などと言うと、これは分母が6,000万人位あるので、60万人減ったなどという、先程のアメリカ式に言うと、そういうことが実は日本でも起きている。あともう一つ、賃金のところを見ておきたいのだが、賃金に関してはご覧のとおり、まず所定内給与は前年比-0.5%と、マイナスではあるが先月に比べるとマイナス幅が縮小した。やはり先月はご説明したかと思うが、5月は休みが多かったために、日数要因、あるいは労働時間要因がかなり影響したと思われる。問題は図表33で特別給与をご覧頂きたいのだが、特別給与は6月単月では-5.6%とかなり大きめのマイナスになった。しかしながら、昨年は6~8月を全部とじるとマイナスだったのだが、昨年のは実は6月だけをとると+5.4%であり、従って、今度のマイナスはほぼ去年の裏が出たということである。

具体的に申し上げますと、この中での特に卸・小売というところが30数%マイナスになっているが、これは去年の6月の卸小売が40%以上のプラスになっていたことの裏である。従って、これだけを見てボーナスが悪いなと心配される必要はないと思う。うちの担当者は、去年は7月が悪かったので7月はプラスになるに違いないと言っているが、この勢いでいくと結局、ボーナスがしめてプラスになるかどうかは8月まで見ないと多分確定しないということになるのではないかと私共は思っている。いずれにしてもボーナスを貰っている人達のボーナスはそれなりに増えても、パート比率の上昇と綱引きするために、全体としてはそれ程目立った増加にはならないと、このように思っている。

続いて物価である。物価はC G P Iが出ていないので、図表35で商品市況について話をしておきたいと思う。商品市況についてはまず、国際商品市況が上昇している。もう改めて申し上げるまでもないと思うが、基本的には原油の上昇ということであり、原油に関しては先週WTIで44ドル台、それから北海ブレントでは41ドル台という非常に高い数字になった。(2)のグラフでいくと銅なども上がっているが、銅はさすがにここ少し頭打ちになっている。しかしながら、図表37の国内商品市況をご覧頂くとこちらも強い。こちらは石油関係はそんなに上がっていない。足許のこのデータまではそんなに上がっていないのだが、若干、円安の影響もあって非鉄が少し上がっていることに加えて、鋼材がまた上がっている。ただし、今度は製品ではなくてスクラップである。皆さんご記憶であろう、春先までスクラップが思い切り上がって、そのあとはスクラップは下がったのに製品は下がらなかったのだが、極く最近になってスクラップがもう一回急騰している。ということで、鋼材は結局、スクラップと両方を足すずっと上がりっぱなしという姿になっている。従って図表38の国内企業物価、新しい数字は出ていない訳だが、大体のイメージだけ申し上げておくと、前は、前年比はどんどん上がっているが、(2)にあるように、3か月前比で見ると上昇率は少し鈍化してきていると申し上げたと思う。私などの印象では、恐らく7月、8月位までいくと3か月前比もゼロ近傍まで

下がってくるのではないかと当時は思っていたのだが、ただ今申し上げたような原油相場、あるいは国内商品市況の上昇等を考えると、恐らく3か月前比で見ると、やはり3、4月が一番高かったとは思いますが、なかなか横這いという感じにはなっていないかもしれないと、今、思っている。次に図表41は消費者物価だが、消費者物価に関しては、ご覧のとおり6月の全国の消費者物価（除く生鮮）は $-0.1\%$ になった。もうこれはほぼ予想どおりである。(2)をご覧頂くとお分かりのとおり、グレーのところは5月までマイナスだったのが6月はプラスになって、これで前年比で言うと $0.13\%$ 位押し上げている。この結果、5月 $-0.3\%$ だったのが四捨五入の関係もあって、 $-0.1\%$ になった。次に東京の数字を図表42でご覧頂くと、東京は7月は $-0.1\%$ で変わらずだった。ただ、細かく見るとご覧のとおり、(1)のグラフをご覧頂くと、どちらかと言うと、ややマイナス方向に振れているように見える。上の方に出ている方が少し縮んで、下の方に出ている方がもう少しやや大きくなっているの、これは数字が $-0.1\%$ のままだったのは、あくまで四捨五入の関係であり、やはりたばこ税の影響が剥落している分だけ、実勢は少し下がったということかと思っている。従って、この先の消費者物価に関しては、目先、恐らくこのままでいくとガソリンの価格の上昇幅がもう少し大きくなってくるとは思っている。ただ、この辺は $0.1\%$ 位直ぐ予想外のことが起こるので、取り敢えず一応そう思っている。あと米に関して、一応、これまで私共は大体、一昨年並の米価になるという想定で考えているのだが、最近の話を聞いていると何か、今年は結構豊作でもあり、一昨年よりも低いのではないかという声もあるので、これも我々は予測しようがないので分からないが、そういった可能性もあるということをお考え頂ければと思っている。

以上、全体を眺めてきたが、これまでも申し上げているとおり、一応、頭の中ではこういうストーリーを考えている訳である。すなわち、成長率に関して言えば、これまでの非常に高い成長率に比べて、恐らくなにかが減速の方向にいくであろう。その一方で、しかし、そういった非常に高

い生産性の上昇率というのは、いつまでも続くものではないだろうから、仮に成長率がなにがしか鈍化したとしても、雇用吸収の方はむしろ、もう少し目に見えた動きになってくるに違いない。その場合、物価面に関してこれまでのところは高い成長にもかかわらず物価面の反応は非常に鈍い訳だが、物価面にもなにがしかの影響が出てくるだろうと、このように考えている訳である。ある種、定性的に言えば、そのストーリーは非常に蓋然性が高いと思っているのだが、ではその程度ないスピードということに対しては、前回も皆さんの間にいろいろご議論があったように、相当幅があり得る。要するに比較的早めに減速して、比較的早めに物価に影響が出てくる可能性もあれば、その逆もあるということである。そういう観点から、足許の数字を見てみると、実はあまり何も起こっていない。すなわち、まず第一に、成長に減速が見られるかということに関してみると、まだあまり少なくとも日本の数字には出ていない。先程ご覧頂いた輸出などについても、確かに先程の説明にあったがアメリカの数字などには一部減速があるかもしれないが、日本の輸出サイドにまだ目立った減速の数字が出ている訳ではない。一方で、生産性はどうかと思って見ると、これはGDPが出てみないと分からないが、労働投入の方を考えてみると、雇用は確かに少し増加したが、実は5月は先程来申し上げているように休みが多かったので、労働時間がかかり減っている。従って、恐らく計算上の生産性上昇率は4~6月も相当高いのではないかと想定される。物価面も先程ご覧頂いたように、今のところ成長率が高くなったことの影響が物価面にはまだあまり現われていないということになる。そういう意味では、あと2か月、展望レポートまでに、もう少しその辺の数字のイメージを掴みたいのだが、現時点の数字には成長、生産性、物価、いずれに関してもまだ目立った変化は起こっていないということになるだろうかと思っている。あとそれに加えて若干注意しておくべきことについて一、二、申し上げると、一つはやはりIT関係と言うか、デジタル家電のことである。先程の在庫の話もあるし、株価の動き等もあるので、この辺については丹念に、単にデータだけではなくてヒアリングも含めて補っていきたいと思っている。

ポイントはやはりオリンピック明け辺りの例えばデジタル家電等の販売状況等が一つのポイントとなってこようかと思っている。もう一点は、改めて申し上げるまでもなく、やはり原油価格の動向であり、なにはともあれ非常に高い水準にきている。このことに関しては目先のCPIへの影響に限らず、内外経済、とりわけ企業収益等々に関する影響も丁寧に見ていく必要があると、このように思っている。私の説明は以上である。

福井議長

ご質問があればどうぞ。

田谷委員

今の最後の石油価格のところだが、図表 37 で見ると石油価格はあまり上がっていないように見えるのだが。

早川調査統計局長

これは実は足許、確かに。ご記憶だと思うが、原油価格は一回随分上がって、そのあと小緩んで、また今上がっているのである。実はここの相場には一頃小緩んだ時の影響がまだ出ているものだから。

田谷委員

いや、ただWTIなどを見ると、去年の9月位で1バレル27ドル台だったと思う。それが5月、6月位に一旦40ドルを付けて、それで37ドルに下がって、44~45ドルになっている訳である。そういう動きからすると、やけにこれが小さいのだが。

早川調査統計局長

それは小さいのである。例えば、直ぐお分かりだと思うが、確かにガソリンなどは上がっているが、所詮上がっても10円上がったなどという話である。これはどういうことかと言うと、日本のガソリンを例えば100円

で売っていると、あれは半分は税金なのである。従って、例えば税金込みのものの変動率を計算すると圧倒的に小さくなってしまう。さらにもう一つ言っておくと、日本のガソリン税というはこれは従量税になっていて、従って従価税であれば同じだけ動くのだが、従量税というのは1バレル当たり幾らという税金になっているために、どうしても価格の変化率というのを計算すると全然動かない。分母のウエイトが大きいものだから、変化率が小さくなってしまうということがかなり影響している。それプラスもう一つは、これは以前からそうなのだが、日本の石油業界の値決めの仕方がどうしても値上がりする時はややマージンを吐き出して、少し値上げ幅が小さくなる。逆に値下がりする時には、ややマージンを膨らまし気味になるというのは、どうしてもそういう傾向が値決めとしてはあるようである。従って、その全部の組み合わせだが、やはり税金のウエイトが大きいだろう。価格として約50%を占めているのは税金であって、これが従量税だったために、値上がりしても税金の金額は動かないので、それが全体の伸びを小さくしているということが起こる。

#### 福間委員

個別訪問して行った個別企業のインタビューを見ると、中に「供給能力一杯である、フル稼働である」という発言がパラパラ出るようになっている。しかし、調査統計局の方から「設備の能力拡大投資をやらないのか」と質問すると、社長が「いやいや、そのような段階ではない」と答える。そこが曲者で、特に重厚長大産業は、何回かここで言ったように、日本位しか供給余力がないので、値段を上げて儲けるということが行い易い状況にある。悪いと言っはいけないが、企業本来の利潤拡大という観点から——消費者物価にまで影響が及ぶとは言わないが——企業物価のところでは量を狙うのではなく、質と言うか、要するに価格上昇を狙うことにはなっているのではないか。ああいうのを見ていてそのような感じがする。昨日も新聞紙上でどこかの鉄鋼会社の社長が、「あなたの企業は少し設備投資をやったらどうか」と言われたのに対して、「冗談ではない」と言って答え

ていた。要するに設備の能力拡大については、バブル・バーストで非常に痛い目に遭っているものだから誰も増設をしない。しかし、需要は伸びる。こうした状況を非常に悪い、悪いと言っではいけないが、物価にとってはあまり良い傾向ではない。そういうことを企業物価との関連でどういう具合にお考えになるか。

#### 早川調査統計局長

ご指摘のとおりであり、やはり特に素材産業のところでは相当一杯一杯になっているところがある。加工産業はなんだかんだで色々なことで生産量を増やすことができるのだが、素材産業はできないものだから、鉄などは今、本当に一杯一杯で走っていて、去年巻き替えをやったものだから、ほんの少しだけ供給余力が増えていて、今、巻き替えでできた供給余力を目一杯使って生産している状況だが、さすがにご承知のように高炉を一本建てるといふ話になると、まず第一に、これはでき上がるのは暫く先になる。その時に例えば中国需要がどうなっているかということに関してまで、実は自信がないものだから、それは電機の工場のように建てれば半年位で建つというのであれば、多分少しはあるかもしれないが、なかなか懐妊期間の長い、しかも金額も大きい投資に関してはやはりどうしても慎重になっているということで、それ自体は極く自然な動きだと思っている。その分が逆に言えば市況価格のところに出ていて、それが企業物価を押し上げ、鉄などは本当に高い。薄板の値段にしても棒鋼の値段にしても、私などは棒鋼6万円など、本当にもういつの数字だったかという位の数字なので高いが、そういう状況は続いていると思う。これは良いか悪いかと言っても多分、企業の行動としては極く自然な企業行動が行われているということかと思っている。

#### 福間委員

設備投資でもやってくると景気回復が長続きして良いと思うのだが、そこまではやらないと言うから。

早川調査統計局長

そうである。

福間委員

どうしても物価だけ上がってしまう。

早川調査統計局長

どうしてもやはり、しかも企業サイドはやはり特に素材産業に関して言うと、ここもう長い間、要するに常に供給過剰に苦しみ、お互いに価格競争をやって、お互いの首を絞めあったという思いが非常に強いものだから、統合とか再編もやったうえで、今、ちょっと我慢すれば価格が崩れないどころかどんどん上がるので、非常に居心地が良いのではないかと想像している。

植田委員

石油と企業収益の関係だが、確か 30 から 37、38 ドルへの上昇は今年度の売り上げ増を見ると、それで十分打ち消されてまあまあの収益増になるという話だったと思うが、ここから 44~45 ドルにもう一回上昇してということになってくると…。

早川調査統計局長

売り上げが従来の見通しどおりであれば、それはやはり企業収益に響いてくるということになると思う。ただ、先程ちょっとご覧頂いたように、実際には色々なところで、少なくとも企業物価の段階では結構上がっているものがあり、先程も図表の幾つか、図表 17 をご紹介したのは、恐らく、さすがに WTI 44 ドルなどということまでは想定されていないと思うのだが、この最近随分原油価格が上がった状態にあっても、少なくとも証券会社辺りの見ている企業収益の見通しというのは下がってきていない。む



しろ上方修正されてきているので、必ずしも現状、確かに原油価格の影響というのは気にはなるが、それが企業収益の見通しの大幅な下方修正要因になっているという気はしない。現にそういうことになっているし。それから前回の短観などを見ても、私の個人的な印象を申し上げますと、企業は相当余裕を持って収益計画を立てているという印象であった。例えば、為替などもそうだったが、わざわざ円高に想定していた。その間、実は全然為替レートは円高になっていないのに、前提条件をわざと円高にしてきた。あれは何を意味しているかということ、実は計算の懐を作っていたのだと思っているので、そのようなことを考えると、確かに原油だけ取り出せば、それは明らかに減益要因であり、その影響については先程申し上げたとおり、ちゃんと見ていく必要があると思っているが、現状それが大きな企業収益のマイナス要因になっているかということ、どうかという感じはする。

#### 田谷委員

私もそのところが分からなくて、図表 17 で見ていたのだが、例えば原油輸入額、5兆円位か、製品まで含めるともっと大きいと思うが、仮に5兆円とすると、大企業の営業収益というのは多分30兆円にいかない位だと思う。そうすると、原油が2割上昇すると1兆円である。30兆円の1兆円というと、3~4%は軽くいってしまうと思う。それで円安も若干あるとすると、2割で済まない可能性が出てきていると思う。そういうのを見ると、企業収益の見通しがかえってこの間、強気になったのはなぜだろうと思って疑問なのだが、今、早川調査統計局長がおっしゃったように、かなり懐を作っていたということは確かにあるかなと思う。それでも本格的にこれが、原油価格が定着してもう少し企業ヒアリング等を通して、もうちょっと深刻であるということだと、これが数%単位で修正されてくる可能性があるなど。

#### 早川調査統計局長

正直言ってまず、原油価格自体がどこで落ち着くかも分からないので、

何回も、ちょっと見通しを上げてみたり、下げてみたり、これをずっとやっている訳でよく分からないし、実際問題、確かにブレントで40ドルを超えるレベルで安定してくると、やはりそれはそれなりの影響は出てくるはずだと思うが、ただ逆にそのほかの要因との綱引きがどうなっているかである。

植田委員

原油価格上昇をそのまま製品価格に上乘せできて、数量が下がらなければそのまま。その時の物価上昇の程度がCPIで言って10ドル前後の上昇であれば、0.2%位というような計算だったか。

早川調査統計局長

そんなに大きな数字ではない。CPIでは。

田谷委員

前の調査統計局の計算だと、産業連関表とモデルの中間位で、多分10%だと0.1%上昇と見るのが良いのではないかと書いてあったような気がするが。確かモデルだと0.05%と小さい数字になってしまう。

早川調査統計局長

然り。小さ過ぎるであろう。

田谷委員

産業連関表で言うと、確か0.16%などという大きな数字になる訳で、その中間位。

早川調査統計局長

産業連関表の数字というのがまさに先程、植田委員が言われたマージンに全然影響しない状態の数字である。産業連関表というのは結局、全部フ

ル転嫁で、全てがフルフル転嫁で走った時の数字であるから、まさに産業連関表の数字と同じ数字が出ると、収益に全然影響しないということである。

#### 福間委員

色々不透明な要因はあるのだが、例えば発表された4～6月の決算を見ると、年間収益予想の半分位はもう達成していても、年間予想自体は変えていない訳である。変えないというのは何かと言うと、やはりちょっと先行きが不透明だと考えられるからである。つまり、原油のリザーブをとっておこうとか、あるいは鋼材の値段——これは業種によって違うのだが——の見通しが立てにくいなど、何か分からないけれど、ちょっとモヤモヤしているから、最終的に利益計画を変えるのはもう少し先にして、4～6月という四半期はグッと良くなるけれども、年間予想は変えないと、こういうケースがほとんどである。中には、業種によっては、コストアップで収益が悪くなっている業種も出ている。まだらだが、大勢は、もう今言ったように皆、リザーブを取って、もうちょっとはっきりしたら収益予想の変更をやろうという感じになっている。

#### 早川調査統計局長

おっしゃるとおりである。正直言って、4～6月の数字はかなり良かった。にもかかわらず全体はほとんど動かしていなくて、何か色々なところで懐を作っている感じがする。であるから、逆に言うと、先程から繰り返しになるが、懐などを作っている様子があるので、原油が上がっても多分、その懐を吐き出してチャラかなと、そういうことも私自身もちょっと考えている。

#### 須田委員

と言うことは、あまり雇用や賃金の方には影響しないということか。

#### 早川調査統計局長

元々雇用についての波及は相当ゆっくりだと思ふし、少なくとも安心して、もう大丈夫だからガンガン払おうという気分にはなっていないと思う。

#### 岩田副総裁

一点だけ宜しいか。全体の話は大体そのとおりだと思う。足許の数字というか、出るであろうGDPの数字も含めて足許は大体思っていたような、これまで議論してきたようなラインで動いている。問題はやはり先行きなので、先行きのこのやはり在庫の循環の一つは電子部品、デバイス、これは強いものと弱いものと両面あると言われる。それから一つ伺いたいのは、耐久消費財は、前、自動車というのはおっしゃったのだが、これは何かそういった特殊要因なのか、あるいは電子部品、デバイスと同じ理由なのか。それと関係するのだが、OECDのリーディング・インディケーターというのを見ると、今年の第1四半期位でピークアウトしている。アメリカはもうちょっと早く、ピークアウトして、日本もかなり減速しているので2005年上期が少し調整局面があり得るのではないかという、そういう議論をされる方もいるのだが、それも在庫と多分ちょっと関係していると思うが、その辺はどういうふうに思われるか。

#### 早川調査統計局長

まず、耐久消費財は申し上げれば良かった。図表28の(4)の耐久消費財のところはポンと上に出てくるのは、これは以前と同じ車の船待ち在庫であるので、これはあまり心配する必要がないことかと思っている。やはり、何と言っても問題はIT関係ということである。先程もちょっと、企業によって相当まちまちなので分かりにくいと申し上げた。ついでにこの際だから申し上げておくと、先だって大阪支店長がチラッと書いておられたと思うが、例えばこれに関しては、見方の振れだけではなくて、ある種の戦略的な発言が混じってくるので、余計に注意して聞いた方が良いと思う。どういうことかと言うと、例えばセットメーカーと部材メーカーの違

い、あれは何を言っているかと言うと、セットメーカーはとにかく少なくとも中期的には強いと言う。なぜ強いと言うかと言うと、それは部材メーカーに設備投資をさせたいからなのである。要するに、セットメーカーは今、何を思っているかと言うと、特に薄型テレビなのだが、やはりもう少し値段を下げたいのである。もう少し値段が下がればもっと売れると、セットメーカーは本当に信じているから。ところが部材メーカーがなかなかがちりして投資しないものだから、部材が下がらない。そして価格決定権は川上が持っているから、セットメーカーは全然力がないので、とにかく強いと言い続けて投資させたいのである。ところが、部材メーカーの方は、では私が設備投資をして値崩れしたらあなたは補償してくれるのか、と言うと補償してくれないものだから、では嫌だというのが今のあの業界の構図である。従って先程、勝ち組と負け組で強い、弱いという議論があるのと、今のある種の戦略的な物言いもあるので、これはヒアリングを相当注意して聞かないと危ないという感じがしている。これは産業組織論的には凄く面白い。なぜ自動車産業と電機産業はこんなに違うのか。自動車産業は皆、お手々を繋いで仲良くやっているのに、電機産業ではそういうチープ・トークが飛びまくるという世界であるので。

中原委員

その辺のポジション・トークはあるだろうが、現実には鉱工業生産の中の電子部品、デバイスの産業の在庫は相当増えている。

早川調査統計局長

然り。

中原委員

それから出荷は落ちている。

早川調査統計局長

落ちてはいない。

中原委員

出荷は落ちていないか。電子部品、デバイスの在庫も前向き、後ろ向きはあるだろうけれども、全体的にやはりどうなのだろうか。

早川調査統計局長

現状はまだやはり、この時点でもう何か危なくなっているという感じではないと思う。ただし、明らかに弱い。企業によっては負けている人がいるので、そういう人達からはかなり弱気の発言が出てくる。

中原委員

ウエイトはどの位あるか。電子部品だけだと。

早川調査統計局長

これは前から田谷委員がいつも言われている話で、実はデジタル関連関係というのは元々物凄く大きなウエイトがある訳ではない。ただ、いずれにしても部品まで入れるとそれなりのウエイトがあるし、であるから、取り敢えずここはやはり注目はしておきたいと思っているが、それにしてもやはりこれは人によって相当違う情報が出てくるので、今、申し上げたように、別に出荷は伸びている。伸びているけれど伸び率は少し鈍化していると言う位で、在庫率も少し上がっているが、どちらにしても両方高い伸びになってこういう数字になっている。

福井議長

では宜しいか。それでは最後に金融環境について、白川理事と山口企画局長にお願いする。

#### 4. 金融環境に関する報告（資料-5）

山口企画局長

資料 5（参考計表・その 2）である。図表 1、クレジット関連指標のうち、まず銀行貸出の数字だが、7 月は $-1.0\%$ であり 6 月対比やや大きめにマイナス幅が縮まっている。なお、6 月の数字は元々 $-1.3\%$ であって、これが若干下方修正されて $-1.4\%$ となっている。やや出来過ぎという感じはあるが、これまでのマイナス幅がジワジワと縮小していくトレンドが維持されている状況である。(2) は民間部門の総資金調達だが、7 月は $-2.0\%$ であり、貸出のマイナス幅の圧縮が寄与する形でこちらもマイナス幅が縮まる展開である。次に図表 2 だが、資本市場調達である。CP・社債の発行段階における信用スプレッドだが、7 月は多少の動きはあるが極めて低い水準である。9 月末越えの CP が発行される時期にきている訳だが、それも含めて信用スプレッドはかなり低い状況である。それから社債だが、結局、長期金利が落ち着いてくる中で、社債の信用スプレッドも低水準を維持している状況である。発行環境は総じて良好という地合いが続いている。それから (2) は公募社債の発行額だが、7 月は 4,590 億円 で 6 月対比少し増えている。4~6 月の平均が 4,200 億円程度であったから、それなりのところまで回復してきている状況である。次に図表 3 である。そうした結果として CP と社債の発行残高だが、折れ線グラフが両方合わせたものである。多少振れはあるが、前年比 1~2%位のところでの推移が続いている。CP については、6 月も伸びなかった訳だが 7 月もマイナス方向である。昨年、長期金利が上がる中で社債から CP に若干シフトしたという動きが見られたが、その裏が今年はある。これが CP の前年割れに繋がっている。(4) エクイティファイナンスだが、7 月は転換社債については若干の数字の振れはあるが、2,000 億円ちょっとであり、堅調な発行地合いが続いている。株式については 3,000 億円を超えている。三菱自工やプロミス増資といった特殊な要因から、少し増えているが、傾向としては株式調達はそこそこの水準で推移している。図表 4、ローン・サーベイだが、4~6 月は結局、企業の資金需要は $-18\%$ ポイントとなっ

ている。第1四半期が-12%ポイントで、この数字を見た時もちょっと違和感があった。所詮DIなので、数の多いところに引っ張られる訳で、あの時点では大手行は資金需要について増加方向での見方をしていたが、一方で、地銀以下には少し弱気感があった。その数の多い地銀以下に引っ張られる形でマイナスのDIが出たというのが第1四半期であった。第2四半期については、それをさらに下回る結果になっており、大手行も資金需要については少し弱気の見方になってきている。また地銀以下もそういう感じを続けている。特に企業規模でご覧頂くと中小企業、ここが今年の第4四半期は+3%ポイントであったのが、第1四半期は-4%ポイント、第2四半期は-17%ポイントと大きめのマイナスになってきている。業種別に見ると、建設の資金需要が少し落ちている。昨年も第2四半期はマイナスが大きめになっているが、ちょうど工事代金が流入する時期ということで季節性があるのかもしれない。いずれにしても企業の資金需要が少し弱めに振れている状況になっている。ただ、先程申し上げたように、貸出総量で見ると前年比のマイナス幅はジワジワと縮まってきており、そのトレンドに変化は見られない訳で、この辺り、銀行のアンケート結果との違いの背景は何なのか、疑問が残るのは否めない。あくまでも推論だが、貸出運営スタンス、それから利鞘設定姿勢などを見ても、銀行はかなり一所懸命貸出を増やそうと努力している。しかし、その割にはなかなか企業サイドの手応えが感じられず、このことが、計数以上に資金需要判断を弱めの方に振れさせているのではないかと思っている。実勢としては貸出の計数に現われているような形で推移していると捉えておいて良いのではないかと思っている。(2) 企業向け貸出運営スタンスだが、基本的に引き続き積極的な貸出姿勢を大企業についても中小企業についても維持している。それから利鞘の方だが、第2四半期は大企業向けも中小企業向けも、ともに大きく圧縮しつつあるという状況である。図表5は中小公庫、国民公庫等の調査結果である。金融機関の貸出態度がどう見られているかということだが、7月は中小公庫の調査では33%ポイント程度であり、このところの緩和方向での展開が明確化している。それから国民公庫についても



引き続き水面の下ではあるが、マイナス幅が圧縮されており、貸出態度については緩和方向での見方がはっきりしてきている。次に(2)企業の資金繰りだが、中小公庫の7月は、小幅の動きだが-3%ポイントというところまできているし、商中についても-2%ポイントということである。ともに資金繰りの余裕含みでの展開が見て取れる。それから国民公庫、これは第2四半期までだが、これについても水面下ではあるがマイナス幅が着実に縮まる状況が続いている。次が図表6、マネー関連だが、(1)マネタリーベースはあまり大きな動きはない。6月は4.4%となったが7月も4%台である。銀行券の発行高については6月1.0%であり、7月も1.1%とほぼ同じ伸びである。日銀当預についても13~14%の前年比が続いている状況である。なお、銀行券については、(注)のところに書いたが、直近の7日間移動平均の前年比は1.0%であり、8月の出足は6月、7月並の動きで走っている状況である。なお、これから先の銀行券の見通しは難しいが、多少、頭に置いておいた方がよい要素として、改刷の影響がある。この11月に改刷が予定されている訳だが、(2)は、前回の改刷、つまり84年の11月の改刷前後の銀行券の伸びをグラフ化したものである。太い実線が前年比である。8月、9月、10月と3%~4%位の前年比を辿ったあと、11月が6.7%、12月は若干落ちたが5%台、1月はまた7%台となっていた。当時の8月から10月までの前年比の平均が+3.8%であり、11月からその翌年の2月までの平均が+6.6%であったから、比較的短めの期間で見ると改刷は銀行券の残高を伸ばす方向に作用しているように見える。なお、実際にどの位の金額が発行され、日銀に戻ってきたかを参考として示している。前回改刷時、9月~10月の平均だと1,000億円程度戻ってきた訳だが、11月には7,000億円の発行超に変わり、12月には5兆円の発行超になっている。それ以前の5年間の平均をとると、9月、10月はほぼ同じだが、これをやや細かく見ると、11月の改刷直前にはやや戻りが多くなり、形のうえでは一旦沈みかかった後、11月、12月と発行が伸びていくという展開であった。背景的には、新しい札に対しては珍しさもあるので持っておこうといった需要が出るだろうし、一方で、古い

札については記念の意味で多少保有しておこうかといった需要もあろう。さらには両替準備として金融機関の保有需要も当然出てくる。これらが合わさって発行を伸ばすことになったのではないかと思っている。今回、11月以降どうなるかということだが、正直言ってなかなか読みは難しい。ただ、今申し上げたようなファクターに加えて一つ考えておかなければいけないのは、手許の現金が既にかなり積み上がっているということである。従って、この改刷を機に、銀行券を銀行預金にするといったビヘイビアが出てくる可能性もある。その分だけ銀行券の伸びが抑えられる、あるいははっきりと還収になるという可能性もあるかもしれない。この辺は少し頭に置いておく必要があるかと思っている。次に(3)のマネーサプライだが、7月は1.9%で、6月1.7%のあと若干伸び率を高めている。5月、6月、7月と大体2%前後での推移となっているが、7月の伸び率が6月対比若干高まったのは先程申し上げた貸出のマイナス幅の縮小が効いている。それから広義流動性だが、前年比4%内外での推移が続いている。計数の説明は以上である。多少全体を整理しておくとして、ローン・サーベイの結果に意外感があったが、これまで申し上げてきているような動き、つまり貸出についてはマイナス幅がジワジワと縮まってきていること、資本市場調達についてはエクイティ・ファイナンスなどを中心にして限界的ではあるが、そこそこの調達の動きが見られること、企業金融周りについては中小公庫、国民公庫の調査を見てもジワジワと緩和感が広がる状況が続いていること、こうした動きにはここにきて大きな変化はなかったということである。

福井議長

お尋ねがあればどうぞ。

須田委員

今の説明されたローン・サーベイなのだが、中小でこれだけマイナスになっているのがやはり気になっている。理由を聞くと売り上げとか、ある

いは設備投資需要が少ないからという答えが出ている。そこら辺をどういうふうに見れば良いのか。無視しても良いのか。

#### 山口企画局長

やや意外であったと申し上げたが、いずれにしても、これから先の資金需要を占ううえで気にする必要はないとまでは思っていない。ただ、先程申し上げたように銀行自身の行動が、需要判断に投射している度合いが強いという気がしている。例えば第1四半期の-12%ポイントというのは、業態別には、大手銀行がプラス、地銀以下がマイナスということだった。しかし貸出そのものはジワジワとマイナス幅を縮めている状況に変わりはなかった訳であり、なぜその時期にそうなったかと考えると、大手銀行の貸出攻勢で、地銀以下の取引先の資金需要が取られるといったこともあったかもしれないが、地銀以下も現実には同じように貸出攻勢を掛けており、その手応えがあまりなかったということも結構作用しているような気がしている。この第2四半期については、大手銀行までマイナスになってきており、3月末にかけて大手銀行は貸出を伸ばすべく、小口のビジネスローン等もかなり投入しながら、貸出需要の掘り起こしをやった訳だが、期が明けてみるとそれが思った程には続かない、このような状況であったようである。これをどう評価するかということだが、計数で見るとはマイナス幅がジワジワと縮まる状況に変わりはないので、取り敢えずそれを重視して、貸出については実勢としてもマイナス幅が縮まる動きが継続中であると見て良いのではないか。ただし、それは需要サイドが多少は強くなってきている面もあるが、やはりサプライサイドの努力の成果という面が相当大きい、このように見ておくべきではないかと考えている。

#### 須田委員

大企業に比べ、中小企業、特に非製造業の中小が弱かったような気がするが、そういうところの違いは出ていると見て良いか。

### 山口企画局長

今ここで見ても中小向けのマイナスがかなり大きくなっている。やはり貸出を伸ばそうとすると、ご承知のとおり非製造業の中小企業が増えないとなかなか増えないというのが、これまでの動きでもあるし、小口のビジネスローンを使ってその辺りをかなり掘り起こしに掛かったということだろうと思う。そこが結果的に功を奏さなかったということではないか。

### 中原委員

銀行貸出について、第2四半期はかなり季節性があるという説明を前に伺ったような気がする。どこかのレポートでも、もう少し前に溯ると第2四半期は理由はよく分からないが季節性があるとしている。

### 山口企画局長

先程もちよっと申し上げたが、中小企業では建設の落ちが結構大きかったようである。昨年も中小企業は-20%である。第1四半期からの落ち方が今年に比べると小さいので、季節性だけで説明し切れるとは勿論思っていないが、それでも建設辺りはこの時期、工事代金の流入があり、それが資金需要を抑えるということはあるのではないかと思っている。

### 白川理事

我々がこの数字を見てやはり気になるのは、資金需要の低下というのは、景気が悪いから、悪くなっているから資金需要が減っているのではないか、それとも、景気が良いからむしろ借金を返す、どちらで読むのかということになる訳である。これは勿論分からないし、ただ、少なくとも取り敢えずの仮説としては、景気が少し減速方向にいつているから資金需給の変化になっているということでは必ずしもないのではないか。これはお配りしている資料5の図表11で、いつも私共が注目している指標の一つだが、短観で企業に対して大企業製造業、非製造業それから大企業、中小企業に分けて、この先行き債務の返済をするかと聞いている訳である。これを見

ると、大企業については、中小企業もそうだが、まだまだ借金は返すという答になっているし、その傾向というのは非製造業の方がより強い訳である。こういうものを見ると少なくとも、元々景気が良いと判断した前回の短観においても、こういう計画を企業は出してきたということだから、必ずしもそこで今回のアンケート結果を見て、直ちに景気との関係で考えるのはどうかという気はする。ただ、事実としてアンケートの結果というのは、数字が全ての意味であるから、それ自体を両方の可能性があるものとして勿論見ていくのだと思うが。

田谷委員

個人の方はどうか。

山口企画局長

個人か。

田谷委員

個人についても数字は下がっているし、先行きの見通しというのも…。

山口企画局長

個人は基本的には住宅ローンである。住宅ローンの増加は、基本は住宅公庫からの振り替わりを民間銀行の方で受けていくということだった訳だが、さすがにそういう状態がずっと続いてきて、今年辺りから振り替わりの動きについてもジワジワと限界が出つつある。この辺がこうした数字には現われていると理解している。

福間委員

基本的には金融機関が大分、開拓を行ってきたので、借入サイドとしては、もう借りられる分は借りたという、そういうようなところが大分あるのではないか。かなり長い間、積極姿勢が出ているから。

山口企画局長

そういうことなのだが、その一方で冒頭申し上げたように貸出の…。

福間委員

貸出減少の背景には企業が借入金を返済している部分も勿論あるが。

白川理事

多分、非常に感覚的な答だが、去年秋から景気が少し良くなっていて、それで少しずつ良い動きも出てきて、資金需要が高まるぞという期待感を膨らまし、実際やってみるとそれ程でもなかったというのがこのような感じに出ているのかという気もする。ただそれは非常に感覚的な言い方であって、これだけでは勿論何とも言えないが。

福井議長

宜しいか。幾らか分からないところもあるが。それでは今日は予定の議事をこれで終了する。明日は午前9時に再開する。宜しく願います。それからいつも申し上げているが、決定会合への信認確保の観点から、この場にいらっしゃる皆さん方、厳正な機密管理をくれぐれもお願い申し上げます。以上で閉会する。有り難うございました。

(午後3時58分中断、10日午前8時59分再開)

福井議長

それではお揃いなので、政策決定会合の第二日目を開催する。今日は政府の方から財務省石井副大臣に、内閣府の方から浜野政策統括官にお越し頂いた。有り難うございます。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、政府からもご意見を頂戴し、そのあと議案の取り纏め、採決と移りたいと思う。金融経済月報の検討と議事要

旨の承認があることは、いつものとおりである。会合の中での発言は全て記録させて頂く。そのことを前提にご発言頂ければと思う。それでは討議に入る。まず、議論の前提として事前にお配りしている金融経済月報の案について執行部から簡単に説明して頂きたいと思う。

### Ⅲ. 金融経済月報に関する執行部説明

#### 門間調査統計局参事役

それではお手許にA3の紙を出して頂きたいと思う。まず、実体経済の方からご説明する。現状の総括判断だが、まず前月7月分からご覧頂くと「生産活動や企業収益から雇用面への好影響を伴いつつ」という表現が入っていた。思い起こして頂くと、そのさらに1か月前、6月の時に「緩やかな回復」の「緩やか」を取って、その取った理由を丁寧に説明するという観点からこの表現を入れたという経緯がある。そういう観点から考えると、今月「緩やか」を取ってから3か月目になるので、もはやこれを言い続ける必要はないのではないかと考えた。必要がないのであれば取ってしまった方がシンプルであるということで、今月の判断だが「わが国の景気は、回復を続けている」ということだけ書かせて頂いている。今のような理由なので景気の判断、つまり、生産活動、企業収益、雇用面を含んだ景気の判断自体に変更がある訳ではない。従って、その後の各論についてもほとんど変更点はない。輸出、設備投資、鉱工業生産、いずれも増加で変わっていない。そのあと、前月は企業収益、企業の業況感があって、今月はないが、前月は短観があったので変えたということである。それから雇用面については、今月は労調の指標等一部で若干振れはあるが、逆に言えば改善が始まってから少し時間も経ってきているので、今月は「雇用面でも改善傾向が続いており」という表現にしている。以下、雇用者所得、個人消費、住宅投資、公共投資、その辺りは変更ない。次に先行きだが、先行きもご覧のとおり、これまでと変更なく「景気は回復の動きを続け、前向きの循環も明確化していくとみられる」ということで変更ない。「すなわち」以下もあまり大きな変更はないので読み上げないが、一箇所だけ

最初の方のアンダーラインだが、海外経済、これまでは「高めの成長を続ける」というふうに書いていたが、成長率自体はこれから段々鈍化してくるので今月はそういう言葉を使わないで「拡大が続く」というふうに表示している。念のためだが、これは特に海外経済の先行きについて判断の下方修正をしているということではない。元々、成長率は少し鈍化していくと見ていた訳で、そういう局面に入ってきているという時間の経過に伴う変更である。それから物価だが、国内企業物価、これは前月から実は指標が出ていない。明日出るので、タイミングが悪いのだが、今月は変更なしである。それから消費者物価の方は出たけれども、こちらの方は判断として変更なしということで、消費者物価の前年比は現状は「小幅のマイナス」、先行きについても「基調的には小幅のマイナスで推移すると予想される」ということで変更ない。実体経済は以上である。

#### 山岡企画局企画役

続いて金融面である。まず企業金融に関する評価、CP・社債の発行環境への評価、ならびに民間銀行の貸出姿勢に関する評価に関しては、前月から変更はない。企業から見た金融機関の貸出態度については、前月は「改善の動きが一段と明確になっている」と表現していた。その後公表された中小公庫のDIも明確に改善しているので、今月は「金融機関の貸出態度も引き続き明確に改善している」といった表現とさせて頂いている。その次の民間の資金需要、CP・社債の発行残高、民間銀行貸出の表現は全て前月のとおりである。なお、本日7月の貸出の計数の訂正をさせて頂いて、7月は-1.0%から-1.2%に訂正したが、6月は-1.4%から7月は-1.2%ということで、こちらは表現はこういったことで宜しいかと考えた。次のマネタリーベースだが、前月は「伸び率は前年比4%台となっている」という表現であった。その後、公表された7月のマネタリーベースの前年比は4.7%であり、6月の4.4%に続いてやはり4%台であったので、今月は「伸び率は前年比4%台で推移している」といった表現とさせて頂いている。次のマネーサプライだが、昨日公表された7月のM2+CDは前年比



1.9%であり、ほぼ2%に近い数字である。こういったことを踏まえて前月同様「前年比2%程度の伸びとなっている」という表現とさせて頂いている。続いて市場の動きだが、短期金融市場に関する表現は前月から変更していない。その次の為替・資本市場の動きについて、この席上で大変恐縮だが若干の修正をお願いしたい。と言うのは、前月の月報の公表時は長期金利は1.7%台半ばであった。今月の月報の原案をお届けした先週の半ばは、まさに1.7%台の水準であり、前月と同じ水準で宜しいかと思ったのだが、その後、長期金利が結構下がってしまって、足許1.6%台ということであり、このように為替、株価、長期金利とも前月に比べ低下ないし下落ということであり、次のように訂正させて頂けないかと考えている。まず、ご覧頂きたいのだが「為替・資本市場では、」その次に「前月と比べ」というのをここに持ってくる。「前月と比べ、円の対ドル相場および株価は下落し」。その次の「この間」というのは不要になったと思うので、これを取らせて頂いて、そのまま次に「長期金利も低下している」とこういうフラットな表現にさせて頂けないか。もう一度ゆっくりと全文を読ませて頂く。「為替・資本市場では、前月と比べ、円の対ドル相場および株価は下落し、長期金利も低下している。」。以上である。

#### 福井議長

内容的な議論は後にさせて頂くが、表現として何か変だということはあるか。おかしくはないか。三つ並べなかったのは「下落」という言葉は長期金利に馴染まないということか。

#### 山岡企画局企画役

然り。長期金利はなぜか「低下」であり、債券価格は「下落」なのだが、長期金利は「低下」という言葉を使う。コンベンショナルにそういうことで。

福井議長

本当か。

岩田副総裁

国債価格だと「下落」か。

福井議長

では、取り敢えずそういうことで。後でまた検討しよう。

#### 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

##### 1. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

それでは、金融経済情勢についての討議に移りたいと思う。いつものとおり大体お一方5分ずつということをお願いしたい。今日は、岩田副総裁、福間委員、中原委員、須田委員、田谷委員、植田委員、春委員、そして武藤副総裁、この順番でお願いしたいと思う。最初に岩田副総裁からお願いする。

岩田副総裁

それでは、前回と比べて大きく異なっている点は原油価格のインパクト、そしてIT関連の在庫、あるいは生産の動向といったものに幾らか変化があったと考えている。そういうことで、その二点を巡って日本とアメリカの経済情勢について述べたいと思う。最初にアメリカ経済だが、前回申し上げたように第2四半期のGDPの成長率がライオンの如くきたり羊の如く去るというとおりで前期比年率3%ということになった。その内訳を見ると、自動車を中心として個人消費が大幅に減速したということかと思う。設備投資の方はむしろ事前の市場予想よりもやや高かった訳である。今後、GDPの数字の修正がどのように行われるかまだ分からないのだが、在庫の上方修正もあり得ると思っている。さらに雇用の伸びが3.2万人と

7月に大幅に減速した。これは大統領選挙を控えて年末まで260万人雇用を増加させるという公約にかなり過度にマーケットが注目しているという要因になっているのではないかと思う。だが他方で、労働市場の数字を見るとこれ程弱い数字には必ずしもなっていないということも注目したいと思う。家計調査の就業者は62.9万人増加しており、過去4か月で合計136万人増加ということである。事業所ベースだと雇用は64.2万人というので、倍程違いがあるということかと思う。失業率の方は労働力人口が57.7万人増加する中でも5.5%に失業率は低下している。さらに労働時間も増加しており、新規の失業保険受給者も減少しているということであり、全体を見ると雇用の伸びで見られる程、ここへきて労働市場が大きく変化したというふうには考えられないのではないかと思う。また、GDPの数字、自動車の数字が弱ったということで1%程度GDPの伸びを引き下げたのではないかという計測も行われているが、7月の自動車販売は回復しているということなので、その意味では、グリーンズパン議長が言うように一時的な落ち込みと言うかソフト・スポットに入ったという側面はあると思う。下半期にかけてどうかということだが、好調な企業活動と個人消費への波及が持続するかどうかということが焦点だろうと思う。名目個人所得は雇用改善によって増加しているが、原油価格高騰によって個人消費デフレータが3%以上上昇するということで、実質の可処分所得が0.7%の増加である。原油価格の動向については、30ドル台後半に落ち着くということが期待されているが、今後、仮に原油価格高騰が持続すると、やはり景気の先行きについて問題があるということかと思う。原油価格高騰の原因については勿論、供給上の要因もあるが需要面でもアメリカ、中国の備蓄増加というのも寄与していると思う。アメリカは戦略備蓄放出というのは過去にもやったことがあるが、それは多分切り札になると私も思っているが、まだ戦争をやっている最中にそういったことができるかどうか難しいのではないかと思う。下期で考えられるプラスの効果というのは、設備投資の方が加速償却の終了ということがあって、駆け込み需要があるのではないかということが考えられる。だが、原油価格の現在の動向、

両方合わせて考えると 2004 年下期はグリーンSPAN議長が予測する程の 5%を上回るような再加速というのは予想しにくいのではないかと思う。私は以前から 2004 年は全体として 4~4.5%と申し上げていたが、どうやら 4%の方に近付きつつあるのではないかと思う。これはアメリカだが、日本の成長の方はどうか。第 2 四半期の数字、GDP の数字がこれから 13 日に出るということになっているが、マーケットの予想は前期比年率で 4%程度である。個人消費、それから設備投資、いずれを見ても第 1 四半期と比べて見劣りがする実績ではない、ほぼ遜色のないできばえになっていると思う。在庫投資次第だと、第 1 四半期は在庫投資が 0.3%押し上げたので、その動きがかなり左右する可能性はあるが、私は年率にする とむしろ 4.5%の方に、前期比年率は 4.5%の方に近いのではないかと思う。最後にハイテクの在庫がこのところ増加しているということについて どう考えるかということかと思う。ハイテク部門を見ると出荷が増加して生産が減速する。その意味では景気の牽引力が弱まっているということが言えようかと思うが、ただ中身を見ると、製造装置等はまだ増加している。デジタル家電は在庫出荷の 45 度線を超えているし、デジタルカメラも出荷がやや減速している、急減速していると言って良いかもしれない。調査統計局の調査ではデジタルカメラ、薄型のテレビなどでは供給能力が需要を上回っている。その一方で、半導体の在庫率は低い水準である。在庫循環図でも 45 度線の下にとどまっていた、しかも在庫管理の技術進歩というのがあって、在庫循環は極めて小さな円形を描いているということである。その一方で、液晶の方は在庫循環図で 45 度線を超えてしまっている。デジタル家電の出荷が再加速しないと在庫調整が起こる可能性をはらんでいると考えている。その一方で、電子部品、デバイス部門の設備稼働率は前回、2000 年の時と比べると稼働率が極めて高い、まだ上昇を続けているということであり、これは企業のいわば 2000 年のレッスンを学んで慎重な防衛姿勢、直ぐには供給増加には応じない、むしろ在庫で対応するという、そうした対応もあるというので、意図せざる在庫積み増しが始まっているというふうに全体として言うということは難しい状況かと思

う。また、製造業全体で在庫積み上がりが見られる訳ではない。早期に小規模の在庫調整を行うことはむしろ景気持続に繋がる可能性もある。さらに家電の買い替えサイクル、これは 7.7 年と言われているが、2005 年まで加速する可能性がある。さらに国際局の分析だと IT の需要サイクル分析について、貿易面で見ると部品調達の伸びは鈍化しているけれども最終需要の腰折れが直ちに生ずる局面ではないというレポートも出されている。総じて見るとデジタル景気は一時的な踊り場局面にあると言える。だが、これがさらに今後、在庫を意図せざる積み増しの方にさらに進んでいくのか、それともまた少し 45 度線の下に下がっていくのか、暫く見極めることが必要ではないかと思う。また、最近の議論でマーケットではこうした在庫の動きを見て、2005 年の初期、初めには在庫調整局面があるのではないかという議論も行われているが、仮にそういうものがあるとしても、製造業全体の動きを見てみると、小幅なものにとどまるのではないかと考えている。以上である。

福井議長

次は福間委員、お願いします。

福間委員

まず海外経済の動向だが、米国経済については 4~6 月の経済成長減速の主たる背景として、減税効果の剥落やガソリン価格の上昇等により個人消費がスローダウンしている姿が確認された。先行きについても原油価格は供給不安も手伝って、連日、史上最高値を更新するなど一段と上昇していることと、先週末発表の非農業部門雇用者数が市場予想を大幅に下回る小幅な伸びにとどまったことは、今後の個人消費に対する懸念材料となっているほか、テロや大統領選挙等に対する不透明感、あるいは NASDAQ の下落に示されるハイテク企業の業績不安もあって、景気拡大の持続性に慎重な見方が増えている。もっとも、原油価格と雇用情勢の十分な見極めは必要ではあるが、現段階では景気の基調自体に大きな変化はなく、景

気は一時的な踊り場局面にとどまっているのではないかと予測している。ここで内外の債券・株式市場に目を転じると、市場は原油価格の高騰に対して当初はインフレ懸念が先行し、債券価格と株価が双方下落する格好となった。しかし、一般物価が企業間の国際競争激化等を背景に、世界的に比較的穏やかな上昇にとどまっていることから、市場は原油価格高騰が続いた場合のデフレ効果にも注目し始めており、米国のみならず世界経済の持続性や企業業績の先行きについて警戒感が高まっている。この結果、ここへきての大きな変化として世界的に債券価格の上昇と株価の下落が目につくようになってきた。こうした状況を踏まえると、今月の金融経済月報の基本的見解で、最近の原油価格の高騰にほとんど触れられていないことはいささか違和感を覚えている。後程述べるように、我が国経済の基調判断に変更を加える必要はないが、例えば先行きの最後のところで、但し書きとして「原油価格の高騰が続けば、世界経済の減速要因にもなり得るため、引き続き原油価格の動向を注意深く見守る必要がある」といった趣旨の文言を入れるのも適当ではないかと思うが、この点は後程議論させて頂きたいと思う。次に中国経済だが、景気の過熱が再度加速する可能性は低くなってはいるが、過熱感が残存する状況は続いている。電力不足については7月後半以降、当局からの通知に基づく工場の操業停止措置が強化され、その対象が外資系の自動車会社等、戦略的な産業にまで及んでおり、新たな動きとしてはGMが1週間程度の操業停止を通告されている。また、電力不足への対応として発電用石炭の輸送が最優先される措置も開始されたことから、その影響で石炭以外の一般物資の貨物輸送が大幅に制限され、あるいは停止される状態となっている。今後、こうしたインフラ面のボトルネックにより、幅広い製品の生産・流通がタイトとなり、それが輸入の増加等に繋がるなど、供給面からの景気減速の可能性があることも念頭に置く必要がある。この間、欧州経済については一部に明るい材料が見られる。先月、アムステルダム、ロンドンに出張したが、現在、欧州でドイツの大手電機会社シーメンスの労使が6月下旬に賃上げなしで労働時間を35時間から40時間に延長することで合意したことが大きな関心を集

めている。構造改革の遅れが指摘される欧州にあって生産性を10%引き上げる今回の措置は画期的であり、今後、こうしたユニット・レーバークスト引き下げの動きが、他の欧州諸国を含めて広まっていけば欧州経済にとって、ブレイク・スルーとなることが期待される。以上のように米国を中心に世界経済の先行きに対する不透明感が高まっているが、我が国経済については、現状、引き続き回復を続けており、先行きについても先月の中間評価で述べたとおり、当面4月の展望レポートで示した本年度経済見通しに比べて上振れする可能性が高いと予想している。需要項目のうち、輸出と個人消費について付言すれば、まず輸出は鉄鋼等素材や電子部品を中心に好調が続いている。素材輸出の好調については、素材の需要が中国を中心に拡大する中で世界的に見て供給余力のある国が限られているため、結果として品質の良い、供給力もある我が国の素材に需要が集まってくる形となっている。このため、我が国の輸出は数量効果に価格上昇効果も加わって、素材や電子部品、一般機械を中心に堅調さを維持していくものと思われる。一方、個人消費は猛暑効果による消費押し上げに加え、サービス支出が好調であり、全体的に強めの動きが続いている。インターネットやカタログ、テレビ等新たな流通チャネルを通じた財・サービスの取引が趨勢的に拡大していることも足許の消費回復に寄与していると思われ、その動向も丹念にフォローしていく必要がある。この間、生産は輸出好調を反映して引き続き高水準を維持している。ただ、本年第2四半期の粗鋼生産量は30年前の第一次石油ショック当時の規模に匹敵する過去三番目の水準に達しており、鉄鋼については我が国も供給余力のほとんどない状態に近付きつつある。また、パソコンや液晶テレビ向け電子部品については液晶パネルの在庫に積み上がりの兆しが窺われ、価格は急落するなど供給過剰が表面化しており、クリスタルサイクルを懸念する動きもあり、その動向には注意を要すると思う。物価面については原油価格の高騰が続き、国際、国内商品市況、あるいは海運市況が高値圏で推移する中で、国内企業物価は当面、4月の展望レポートに比べて上振れする可能性はさらになくなったと思う。鉄鋼の高炉メーカーの厚板値上げの要請が加工会社に抵

抗なく受入れられるなど、川上から川中への価格転嫁が進んでいる。もっとも、川下の企業段階での国際競争が厳しいことやインターネットを通じて豊富な価格情報を持った消費者が、値頃感を持って商品を購入する動きが広まっていること等から、川下の企業はいまだ価格転嫁に慎重にならざるを得ず、結果的に数量効果とユニット・レーバー・コストの低下で国内企業物価の上昇を吸収する構図が続いている。このため、コア消費者物価は小幅の下落基調が続く可能性が高いと予想している。この間、企業業績については本年4～6月の決算発表のピークを迎えているが、家電等では企業間の業績格差が見られるが、全体的に引き続き好調を維持している。ただ、好調業種、あるいは好調企業でも通年の業績見通しを上方修正することには慎重な先も多く、極く一部ではあるがコストアップが収益を圧迫するケースも出始めている。このため、国内企業物価の上昇が企業業績や消費者物価に及ぼす影響については、引き続き注意を要すると思う。以上である。

福井議長

中原委員、お願いします。

中原委員

前回会合以降の経済諸指標を見ていると、我が国の実体経済の基調に変化はないと言って良いと思う。ただ、原油価格の上昇と世界的なリフレ政策からの反転に伴って、海外景気の先行きの不透明感、これは増大しているし、グローバルな景気減速を予想する向きが増えているように思う。このようなセンチメントを受けて、経営者のマインドにも微妙な先行きの警戒感が生まれ始めているように感じられる。金融・資本市場も景気の先行きと企業収益上昇モメンタムの弱まり、これを敏感に嗅ぎ取り始めたように感じる。これらの背景にあるのは次のような点かと思う。第一に、米国景気の高まりを示唆する指標が出始めた。アメリカの政策だが、原油価格が予想を超えて上昇し、高めの物価上昇が続いているという



現実、さらに景気減速の兆候が出ているという現実。このような中で、やや楽観的な景気見通しを示しながら、メジャー・ペースで中立金利に戻すというFedの金融政策のスタンスがやや分かりにくい。これによる不透明感というのもマーケットにあるように思う。これが第二点。三番目に原油価格の上昇が今後の内外景気、企業収益に与える影響について不透明なうえ、今回の原油価格上昇が需給の構造的な要因によるところが多く、当面、高止まりの予想が強いということも背景にあると思う。四番目はシリコンサイクルのピーク感、これが出ている。IT関連機器、部品の在庫増大懸念など、ここにきてたまたまデジカメの出荷減などというようなアナクドータルな話によって増幅されており、経営者にネガティブなマインドを惹起し始めているような感じがする。最後に、これらを背景とした世界的に不冴えな株式市場というものも背景にあると思う。まず、米国経済だが、基調に変化はないと判断している。先週末の雇用統計は予想を大幅に下回った訳だが、昨日も説明があったが、今後の雇用動向判断にはもう少し時間を掛けてみる必要があると思う。今後、減税効果の剥落を雇用者所得の改善が埋めていくというシナリオは崩れるのかどうか、あるいは雇用の犠牲のもとで生産性向上が続き、川上部門から引き続き景気拡大がサポートされていくのかどうか注意深く見ておく必要があると思う。今後の米国景気に大きな影を落としているもう一つの要因は原油価格である。先程述べたとおり、当面、高止まりの観測が強いように思うが、投機筋の動き、ロシア、中東情勢などポジティブな意味でもネガティブな意味でも、イベントリスクの要素が非常に強く不透明である。また、ガソリン価格の上昇については、米国石油エネルギー政策に起因する構造的な問題があるということで、その影響が長引く可能性もあろうと思う。慎重な判断が必要である。日本の実体経済は、足許の指標で見ると好調は持続している。消費については販売統計、一進一退だが、供給側も含めた全体的な判断としては底堅い。設備投資も昨日の説明にあった、政策投資銀行調査では大企業は極めて好調である。中小公庫の調査では、設備判断が先日の調査で不足超に転じているようである。中小企業の設備投資も広がりが出てくる

ように思う。雇用についても大企業は改善しているが、先日の商工中金調査で中小企業の雇用判断も不足に転じている訳である。この時点での懸念は二つあると思う。一つはやはり、引き続き雇用者所得の動向である。所得の増加を通じて消費へ好影響が出るというこのチャネル、これは今後も限定的と見ざるを得ないように思う。もう一つの問題は、先程、岩田副総裁からもお話があったが、電子部品、デバイス業の在庫の急増をどう見るかという点である。出荷の伸びが鈍り始めている中で在庫は3割近い上昇を示しているという事実、この動きは一応注意したいと思う。IT情報関連財、これは海外景気、輸出との連動も強い訳であり、産業としてのウエイト以上にマインド面も含めて実体経済に与える影響は大きいのではないかと思う。今後の動向は気になる。間もなく発表される4~6月GDP、年率4%程度の成長ということで、7~9月に掛けても拡大モメンタムは維持されると思う。ただ、大統領選挙、オリンピック終了後の来年の世界経済、これは米国、中国を中心とした減速は不可避と思われる。国内設備投資にも一巡感が出てくる可能性がある。景気はある程度減速の方向にあると見るのが自然だと感じている。物価は、消費者物価は予想していたシナリオどおりと言えよう。企業物価も川下への波及は弱い状況だが、素材メーカーに聞くと値上げ交渉はこれから本番というところが多い訳である。今後、川下の物価への影響がジワジワと出てくると思う。市場については株価が問題だ。背景は先程申し上げたようなところだと思うが、やはり株価の先見性と言うか、今後の企業収益、これに対する影響、伸び悩みを織り込んできているのかという点が気になるところである。以上である。

福井議長

次は須田委員、お願いします。

須田委員

前回会合以降に発表された景気指標等を眺めると、輸出及び製造業設備投資は順調に増加している。日本政策投資銀行調査から製造業の投資動機

を見てみると、新製品・製品高度化、合理化・省力化、研究開発の三つで約4割を占めるまでになっている。また、支店長会議で報告されたように景気回復の動きは地方経済にも広がりつつある。他方、ローン・サーベイから中小企業・非製造業向け資金需要の動向を見てみると、増加またはやや増加と回答した金融機関数はゼロとなっており、中小企業・非製造業の資金需要が依然として弱いことが窺える。また、家計調査や鉱工業生産指数等、6月の数字には芳しくない指数が若干見受けられる。もっとも、個人消費も均して見れば強めが続いているし、先行きの生産も着実な増加が見込めるので、ここにきて回復テンポに大きな変化があったとは言えないと思う。従って、月報の基本的見解の現状判断は前月と同じトーンで良いと思う。

こうした中、米国の指標も強弱まちまちだったが、直近では第2四半期のGDP成長率、6月の個人消費支出が予想比下振れたほか、非農業部門雇用者数が予想比大幅に下振れし、雇用、消費の弱さを示す指標が続いた。もっとも、7月の新車販売台数は増加に転じているほか、週間チェーンストア統計も持ち直している。また、家計調査による就業者数の大幅増、新規失業保険申請件数の減少傾向、失業率の低下なども考え合わせ、非農業部門雇用者数の落ち込みが一時的かどうかを判断するには、もう少し時間と分析が必要だと思っている。米国雇用の増加基調の程度と個人消費の持続可能性については、もう少し様子を見て判断したいと思う。他方、中国経済については、投資の過熱は徐々に調整される一方で、全体として見れば内外需ともに力強く拡大しているし、欧州経済については少し明るさが出てきた。従って、海外経済全体の先行きについては、基本的には中間評価で示したシナリオどおりということで良いと思う。ただし、足許の原油高に伴う購買力の低下等による消費の減速によって、経済成長が巡航速度にシフトする時期が多少早まった可能性はある。月報の先行き部分の海外経済についての表現が「高めの成長を続ける」から「拡大が続く」に修正されているが、これについては以上のような意味で修正されたものと私は捉えている。

一方、マーケットでは先程述べたようなネガティブな景気指標に加え、一部IT関連企業の業績見通しの下方修正や原油価格の再上昇等を受けてFOMCの利上げパスとその影響も含めて米国の景気の先行き不透明感が高まっており、長期金利が低下し、IT関連株を中心として株価が軟調に推移している。それにつれて日本の市場も米国と同じような動きを辿っている。こうした日米の市場の景気判断は、グリーンズパン議長の議会証言に見られるような米国経済についての強い見方や、日銀月報の景気判断とは乖離しているようにも見える。それは一つには、米国景気についてマーケットは先行き巡航速度よりももっと減速すると弱気になっているのかもしれない。そしてその弱気が日本の市場にも伝播しているのかもしれない。あるいは、マーケットの方が下振れリスクをより強く意識しているからかもしれない。

以下では原油価格の高まりとシリコンサイクルによるIT景気の減速リスクについて取り上げておきたいと思う。まず、原油価格の高止まりについて、中国を中心とする需要の高まりやOPECの供給余力の乏しさが主力であるなら、それは一時的なもので済まない可能性がある。日本の企業は今のところ原油等の価格上昇を企業収益の増加分の一部で吸収できると見ているようだが、勿論、予想以上に高止まるとそれは難しくなるし、賃金抑制や価格転嫁に繋がる可能性が高まる。グリーンズパン議長の先日の議会証言における強気の見通しの背景には、最近の消費支出の軟調は一時的なエネルギー価格の高騰による実質購買力の低下によるものである。短命に終わるという判断があったが、裏を返せばエネルギー価格の高騰が一時的でなければ、消費支出の軟調な動きは短命なものにとどまらないということであり、市場がその可能性を敏感に感じ取っているのかもしれない。また、シリコンサイクルについてもリスクとして注目度が高まっている。つまり、足許ではアテネオリンピックの反動減等に伴い、谷はやはり訪れるのではないかとの見方が増えている。デジタルカメラでは既に供給力が需要を上回っているとの見方もある。また、最終製品でも売れ筋とそうでないものとの差が出てきている。そうした中で日本の電気機械類

生産財の在庫循環を見ると、在庫が積み上がっている。その中には後ろ向きの在庫投資も含まれていると思われる。実際、家電AV業界の第1四半期決算において、シャープを除く大手4社は在庫がやや過剰であることを認めている。市場はこうしたリスクを先取りしている可能性もある。いずれにせよ、市場と当局のギャップがどのような形で埋まっていくのか、つまり米国景気が巡航速度に向かっているというシナリオで良いということになるのか、あるいはまた、今申し上げた二つのリスクの顕現化の蓋然性はどの程度あるのか、今後とも注視していきたいと考えている。以上である。

福井議長

次は田谷委員、お願いする。

田谷委員

5分ではなく7分位になるかもしれないが。

福井議長

いつもきちっと守って頂いているので。

田谷委員

米国景気について弱気の見方が強まっている。今年に入ってからだけでも弱気、強気、そして再び弱気と見方が振れてきた。今回も、過度の弱気となっている可能性があるように思う。もう少々データの蓄積を待って判断したいと思う。年後半以降の国内景気については、強気、弱気の見方があるが、景気拡大ペースがどの位鈍化するかといった程度問題のような気がする。まず米国経済だが、6月あるいは第2四半期の個人消費は弱かったようである。また、7月の消費も弱いようなデータも出ている。減税還付の終了、エネルギー価格の高騰、モーゲージ・リファイナンスの減少などによるところがあるのだろうが、一時的要因もあったようである。前期

の高い伸びの反動や天候要因である。ただ、ショッキングだったのは先週末に発表された雇用統計で、6~7月の数字は予想外に弱いものであった。これで一気に景気先行きについての見方が弱気化した。しかし、以下のような雇用の底堅さを示す指標もあり、もう少しデータの蓄積を待って雇用情勢及び景気の先行きについては判断したいと思う。この点は岩田副総裁も最初お触れになられた。まず、雇用情勢を反映し易いコンファランス・ボードの消費者コンフィデンス指数が改善している。ISM指数の雇用指数も若干低下はしているが、高水準を維持している。家計調査ベースの就業者が同じ時期大幅に増加している。これらは昨日、国際局長が説明されたとおりである。事業所統計の雇用者数の動きがより正確であり、マクロ統計との整合性もあることは事実であろうが、この点も中原委員、須田委員がご指摘になられたが、もう少し時間を掛けて先行きを判断していきたいと思う。足許の企業業績、企業収益の好調さにもかかわらず米国株価は軟調に推移してきた。特にハイテク株の弱さが目立った。シリコンサイクル、この点は中原委員、須田委員がお触れになられたが、それに福間委員がお触れになられたように、最近はクリスタルサイクルなどといったものも付け加わってきたが、そうしたハイテク関連のサイクルは今年がピークでその後は供給過剰から下降局面に入るとの見方が根強くある。最近の日本、台湾、韓国メーカーの設備投資競争などを見ていると、そうした可能性は高まってきているように見える。そのうえ、原油価格の上昇トレンドが7月以降再び戻ってきた。米国の場合、金融政策の転換が始まったし、テロ懸念や大統領選といった不確定要因がある。そうした中でマクロ統計面での個人消費の弱さや雇用改善の足取りの重さを示す指標が出てきた。米国の株価は、米国の景気先行きを占う意味でも、日本の株価、ひいては国内景気の先行きを見通すうえでも重要である。原油価格動向とともに今後の展開に注意しようと思う。米国以外の地域についても、景気先行きについて楽観一辺倒から慎重な見方が出始めているようである。ただ、世界経済はかなり順調な拡大過程を辿っており、今のところ若干のペース鈍化はあったとしても、そう悲観的になる必要はないように思う。中国経済は

一部の設備投資、生産が抑制されているようだが、全体としてはこれまでとあまり変わらないペースで拡大を続けていると思われる。この点は福間委員のアセスメントとほぼ同じである。その他のアジア諸国も、輸出・生産の増加基調は維持されている。ただ、アジア諸国の場合、エネルギー原単位が比較的高い分、原油価格高騰の影響はより大きく受けざるを得ないと思う。ユーロエリアでも、モメンタムは弱いものの、景気は回復方向にある。さらに現在、主要先進諸国や主要なエマージング諸国で生産が前年比で下がっている国はほとんどない。また、主要エマージング諸国で株価が下がっているのは、個別要因を抱えた一部の国だし、債券市場でソブリリスクが問題になっているのはアルゼンチン位なものであろう。米国が景気後退に陥るならともかく、緩やかにでも景気拡大を続ける限り、世界経済の拡大基調は維持されると思われる。国内経済については、弱気、強気と言っても拡大ペースの鈍化の程度を巡る意見の相違である。私自身は比較的楽観的に見ている。まず、輸出の拡大は続きそうである。また、景気の輸出への依存度が下がってきている。さらに景気動向の鍵となる企業収益は、原油価格の上昇で伸び率が若干下がるだろうが、増益そのものは確保されそうである。労働分配率は歴史的に見てかなりのところまで下がってきており、賃金・雇用に対する低下圧力も緩和されつつあり、緩やかなりとも増加余地が出てきているように思う。個人消費は底堅い動きが期待される。設備投資も、先行指標や各種サーベイから判断して増加傾向を維持しそうである。昨日も議論があったように、また岩田副総裁、あるいは中原委員、須田委員がお触れになられたが、電子部品、デバイス分野の在庫の増加は確かに気になるが、時間とともにその性格も明らかになってくるものと思われる。ただ、注意は必要だと思う。国内の株価については、割高感が薄れているし、欧米株価に比べれば、これまでと同様に相対的に底堅いのではないかと考えている。コア消費者物価については、昨日の調査統計局長の説明に付け加えることはない。まだ基調的には若干のマイナスで推移するものと思われる。以上である。

福井議長

7分掛かっているかもしれない。では、植田委員、お願いします。

植田委員

全体感としては、日本経済を取り巻く世界の経済環境について、不確実性が増大しているということだと思う。これが世界の金融・資本市場に若干の影響を及ぼしている。他方、日本の実体経済については、ここまでのデータは内外需ともに好調を持続しているし、第3四半期についても生産、機械受注等からまあまあ感触が得られ始めており、いまだにはっきりとした成長率のスローダウンの兆候は見えていないということだと思う。従って、4月見通しとの対比で言えば、どちらかと言えば予想レンジの上の方をこれまでのところは走り続けているということだと思う。そのうえさらに、原油価格の一段の上昇がここにきて発生している訳だが、それにもかかわらず、近い将来、消費者物価指数の上昇率がはっきりプラスの領域に入るといふ兆候はいまだに見えていないということだと思う。はっきり言えるのはそこまでで、それ以上は皆さんの話に付け加えることはあまりないのだが、二、三触れると、まず原油動向だが、やはり上がると心配だというだけではなくて、なぜ上がるかということ次第かと思う。要するに、需要、供給両要因が効いているということだと思うが、需要がこれまでは米国、そして中国経済の高い伸びで伸びているということに加えて、それとの対比で供給余力の余地が少なくなっている。その中で地政学的リスク等によって場合によると供給サイドへ攪乱が起こった時に、吸収する能力が落ちているという辺りが心配されているのかと思う。ただ、需要サイドの影響について考えると、世界経済が何らかの理由、原油価格の上昇も含めて、弱くなれば原油高は長続きしない訳であるし、逆に原油高が長続きするということであれば、供給サイドの要因は置いておいてであるが、世界経済は強いという面もある訳であるから、それはそう簡単に高ければ弱いという方向の議論だけをするのは危険かと思う。アメリカだが、依然としてまあまあ成長率が継続するというのがメインシナリオだとは思



うが、皆さんおっしゃるように若干の黄色信号が灯っているということだ  
と思う。この背景としても原油価格上昇の影響、それから恐らく戦後一番  
位の強さだった財政金融政策からの刺激効果が出尽くしに近い。それから  
ハイテク関連分野が場合によってはシクリカルに下方局面に入っている  
かもしれないという懸念、あるいはもう少し悲観的に見れば、その分野の  
成長力がこれまで程ではないというような懸念も一部にあるかと思う。付  
け加えると、今のようにハイテク分野の成長力に懸念があるという場合に  
は、悲観的なシナリオを描けば、雇用が増大しても消費はあまり増えない  
というリスクもある訳である。いずれにせよ、これらの懸念が合わさって  
リスクと言うよりは成長率期待はやや下方修正、それから全体合わさって、  
これは福間委員がちょっとおっしゃったかと思うが、インフレ率について  
はあまり大きな動きはなし、若干下方のリスクもあり、というふうに金  
融・資本市場が織り込んでいるように見える。ただ、金融・資本市場の動  
向だが、やや小さい問題かもしれないがアメリカ、あるいは若干世界全体  
でもそうだが、リスクの織り込み方がどういうことなのか、よく見えない  
面もある。と言うのも、5月の初め辺り、あるいは先週の金曜日以降を除  
くと、いわゆるインプライド・ボラティリティ、あるいはクレジット・ス  
プレッド等は極めて低い水準にある。全体的に不確実性が增大している  
という環境では、これらはもっと上がっていった不思議はない訳である。背  
景としてよく分からないが、妙な話だが、不確実性が高過ぎて皆がポジ  
ションをとっていないということかもしれないし——あまり理屈になっ  
ていないが——、他方、最近ヘッジファンド等への資金の流入が非常に増  
えている。背景として、まあまあのリターンを稼ぐのが非常に難しい状況  
になっていて、ひよっとしたらリターンを稼いでくれるかもしれないとい  
うようなヘッジファンドへの資金が流入しているということのようであ  
る。そういう中でさらに、まあまあのリターンを稼ぐためにボラティリ  
ティを売却するというようなトレードがかなり広がっていて、それでボラ  
ティリティの価格が下がっているという需給面の要素があるのかもしれ  
ない。ただ、いずれにせよ資産価格、広い意味で資産価格リスクを十分反

映していない可能性があり、ここは一つ注意が必要かと思う。最後に再び日本経済に戻ると、先行きの見方については、先月と大差ない訳だが、海外要因はややマイナスの方向に働いているということである。他方、昨日の機械受注には若干の広がり傾向が見えるし、雇用あるいはサービス消費の堅調さが続いているというようなことで、前向きな循環が少しずつ浸透しているという面もある。さらに先週の雇用統計発表後の株価動向も、日本はここまでのところ若干底堅いようにも見えるということ、世界経済の動向次第では近い将来、世界経済からのデカップリングの能力があるのかどうかという局面、日本経済だが、試されることもあるかと思っている。以上である。

福井議長

春委員、お願いします。

春委員

前回会合以降、気になる動きが三つある。イラク関係のテロなどが続いている中で原油価格が引き続き上昇して過去最高値を更新したこと。二つ目は、米国の4～6月GDP速報が減速し、また7月雇用統計が6月に続きさらに減速したこと。三つ目は、米国株式の下落基調とともに国内株式も11,000円割れまで下落して売買高も減少しているということである。

以上のような動きはあるが、6月までの指標を見ると国内の景気は順調に回復しているように思う。

輸出は引き続き好調で、生産も1～3月の減速から再加速をしている。

設備投資についても資本財出荷、昨日発表の機械受注とも増加、建築着工床面積は1～3月大幅増の反動も小さい。日本政策投資銀行の調査でも、大企業対象ではあるが、製造業は2年連続二桁増、非製造業もプラスと堅調である。

雇用についても有効求人倍率、新規求人倍率ともに改善。雇用者数、常用労働者数も増加傾向にある。

消費については家計調査で4～6月の消費水準指数が一段と活発化している。前期比マイナスとなった新車販売や百貨店・スーパー売り上げなど、財の販売統計とのギャップは続いているが、財の販売統計で捕捉しがたい通販やインターネット販売などのほか、家計調査の実質消費支出前年比2.4%については、財の寄与が0.83%でサービスの寄与が1.49%となっているように、旅行・外食などのサービス消費の伸びが強いと考えることができると思う。

以上、海外要因等で先行き不透明さを増している面はあるが、当面の景気、物価の判断としては現状、先行きとも基本的に7月の判断及び7月の中間評価を継続して、今後の指標を注目することにしたいと思う。なお、その中で、一つはイラク関係のテロ懸念に関連した原油価格の動向、二つ目は原油価格動向の影響も含めて米国経済、中国経済の動向、三つ目は米国及び国内株価の動向について十分な注意が必要かと思う。

以下、極く簡単に三点程コメントさせて頂きたいのだが、一つは土地価格である。8月初めに国税庁が2004年の路線価を公表した。全国の標準宅地の平均路線価は前年比-5.0%ということで、12年連続の下落だが、下落幅は2003年度の-6.2%よりも縮まった。3月に発表された公示価格の全国平均全用途、あるいは全国平均住宅地の下落幅減少と同じような動きである。東京、大阪、名古屋圏などの都市圏では下落幅が縮まっているが、それ以外の地方圏では下落幅がなお広がっているという状況も公示価格と同様である。一方でゴルフ会員権相場の方は昨年7月を底に、これまで約20%上昇している。ある不動産アナリストの話だが、収益還元法による理論価格との比較から見ると、地価の反転は2007年からと想定しているということだったが、そろそろ土地取引が活発化して地価が下げ止まるということを期待したいと思う。

二つ目は、昨日発表の景気ウォッチャー調査だが、現状判断が猛暑やオリンピックの効果の見られた小売を中心に54.3と3か月振りの上昇になり、6か月連続で50を上回っている。地域別では50を下回っているのは四国だけになった。また、参考として示されている、景気の方角ではなく

て水準自体を判断するD Iがあるが、これは6月の45.1から48.7と上昇しているが、これも地域別に見ると、全国11の地域で、6月までは50を超えていたのは東海と沖縄の二地域だけだったが、7月にはこれに南関東、北陸、近畿、中国と加わって6地域となっており、回復感に広がりが見られているのは明るい材料と思う。

最後に原油価格だが、イラク情勢や産油国におけるテロ懸念に加えて、中国等、東アジアや米国における需要増加傾向が続いており、さらにここへきてロシアのユーコス社の操業継続とかOPECの追加供給に関する情報が二転三転している中で、一段と上昇している。各油種はいずれも既往最高値を更新している。IEAの需要予測も毎月拡大していて、7月の予測では2004年は2003年比で250万BDの拡大となっている。米国、中国等の景気拡大が続く限り需要の増加は続くので、原油価格もアメリカのDOEの7月時点の予測では2005年末までWTIベースで37ドルと予測されているが、状況によってはこの水準を上回る価格が一定期間継続する可能性も否定できないように思う。以上である。

福井議長

最後に武藤副総裁、お願いする。

武藤副総裁

全体判断として景気が回復を続けており、先行き前向きの循環が明確化していくという事務局の見方は結論として宜しいと思う。既に皆さん、特に海外経済の見方や消費等については色々な観点からお触れになったので重複があるかもしれないが、私からはまず物価について一言申し上げておきたいと思う。国内企業物価は原油高を含めた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一方、消費者物価は6月は前年比-0.1%となり、前月に比べてマイナス幅は縮小した。これは主としてガソリンなど石油製品の価格上昇によるものであり、原油高の影響が消費者物価段階にまで波及してきたことが窺えると思う。一方、こうした原油高

の影響を除けば、物価を巡る環境に大きな変化は見られない。すなわち、消費者物価は原油価格の動向によっては秋口にかけて前年比が一時的にゼロまたはプラスになる可能性はあるものの、基調的には皆さんお触れになったとおり、小幅のマイナスで推移すると見られる。勿論、原油価格の上昇が続いていること、それからデフレ予想が後退するもとの、企業の価格設定姿勢に変化が生ずる可能性もあることを踏まえると、今後の消費者物価の動きは引き続き注意深く見ていく必要があると思う。もう一点、このところ動きが見られる金融資本市場の動向について述べたい。株価は7月半ばまでは日経平均で12,000円を目指しつつも上値が重い展開だったが、その後はより明確に弱含みで推移している。このような市場の動きは直接的には米国株価の軟調を受けたものと考えられるが、市場では米国経済の減速が我が国景気に及ぼす影響を懸念する声も一部で聞かれ始めているようである。また、これも何人かの方も触れられたが、電子部品の在庫が増加傾向にあることもIT関連需要の先行きとの関連で気になるところである。こうした株価の影響を受けて、長期金利も足許では低下している。市場は短期的には様々な思惑によって振れる面があり、やや長い目で見る必要があるが、このような株価や長期金利の動きが、経済・物価情勢の変化を示唆している可能性もあるため、今後の金融資本市場の動向については注意深く分析していく必要があると考える。以上である。

#### 福井議長

以上で各委員のご意見を一通り頂戴した。私が拝聴して受取った印象としては、現在、我々が持っている内外経済・物価の見通しについて、現時点で基本的にこれを修正しようというご意見はなかった。ただし、色々変化が出てきているので、今後の注目点はやはりきちんと認識して、これからきちんとフォローしなければならないだろうと、概括すればそれだけになってしまうが、海外経済の方はアメリカが金利引き上げの過程に入っているし、中国も独自のやり方で調整過程に入っている。調整効果として当然ある程度、経済に対して抑制的な効果が出るだろうという想定は、当然

世界中の人が持っている訳だが、そのうえに原油価格が想定以上に高くなり、これが続くかもしれない。その悪影響は、というふうにやや複雑な影響を投げかけている。加えて米国の場合には雇用の問題、ミッシング・リンクは一旦消えたと言われながらまだ少し消えていなかったのかなという、このやや消化不良の問題がもう一枚加わっているということではないかと思う。しかし、米国経済そのものの足取りが急に乱れているかということ、そういうことではない。これからの米国経済及び世界経済のスローダウンは、我々も当然想定している訳で、その想定どおりなのか、それ以上のスローダウンなのか。それ以上のスローダウンだとしても須田委員がおっしゃったように、巡航速度に戻るのが少し早めになるだけなのか、あるいはそれ以上のものなのかというようなことを、やはりこれからきちんと見極めていくべきではないか。皆様のご意見を伺って私はそのように受取った。国内経済についてもむしろ海外経済以上に、現在のところは情勢判断どおり好循環を伴いながら、あるいは強めながら回復を続けているという判断は揺らいでいないと思われる。特に企業部門については、生産、企業所得をとおして、この好循環が続いているということで、企業業績、あるいは投資活動についても当面、急激な悪化方向への変化は予見できないというようなことである。企業部門についてさらに言えば、IT関連の動きをどう読むか。従来から日本でも世界でもいわゆるシリコンサイクルというのは誰も当てたことがない訳で、今回の場合も非常にこのところはきちんと予測しにくい訳だが、しかし、日本の場合にはデジタル中心のサイクル、従来のいわゆるチップ中心のサイクルよりは少し観察し易い面がひょっとしたらあるのかもしれないということなので、そこは調査統計局はじめ支店のネットワークも通じてよく観察しなければならない点だと思う。一方、企業部門から家計部門への波及については、雇用は順調だが雇用者所得へのリサイクルがより強くなって欲しいという点、この点についてはまだ明確に確信が持てないという面が残っているように思う。さらにもう一つ国内経済について付け加えると、植田委員がおっしゃったように、海外経済からのデカップリングというところまでいけるかどうか

だが、基調がよりロバストになっていくという面からいくと、中央、地方のギャップ、この前も支店長会議の話を聞いていて、やはり過去の日本経済が公共事業を通ずる地方への所得還元メカニズムが如何に太かったかということが痛感されたが、これを将来に繋げる方向として今、大きく修正が迫られている訳なので、これに代わると言っておかしいが、地方が自律的な好循環を生む芽というものを如何に作り出していくかというところは非常に遅れている気がする。そのようなことも、今後は長い目で見て注目すべきではないか。マーケットに関しては、私も少し不思議に思うのだが、本当に市場全体が不確定要因に苛まれて乱れているかという点、どうもそうでもない気がする。植田委員の言われるように、リスクを反映しない変な市場になっているのか、あるいはそうでなくて目に見えるリスクはきちんとこなしていつているということかもしれない。私は案外、最近の株式市場、為替市場、あるいは債券市場の動きを見てみると整齊とやはり消化しながら前進しているとも見える訳で、勿論、今後の市場の動向を、夏休みなので市場も少しぼけているかもしれないがよく注意しなければならないと思う。物価については、皆さんもあまり今日は沢山コメントがなかったと思うが、勿論、オイル価格の影響というの一番注意しなければならないが、経済全体の動きの中で、今のところ日本の場合には企業物価、それから消費者物価指数ともに大きく判断を修正する材料はないという感じで受取らせて頂いた。以上のような私の認識も含め、改めてレビューしながら議論して頂ければと思う。特に先程、福間委員から实体经济、物価の両面に亘る原油価格の影響をもう少しプレーアップして認識すべきではないかというご指摘を頂いたが、この点は皆さん如何か。どういう角度を特に重視するかということもあるかもしれないが。

#### 春委員

月報の基本的見解を拝見した時には、先行きの海外経済に「高めの成長」という言葉がなくなっていたので、多少そういうことを反映させたのかと思って見ていたが、下方修正ではないというご説明であった。多少そうい

うニュアンスは、私はあっても宜しいのではないかと思う。これをそのように説明するのが良いのか、文言そのものを直す方が良いのかは、考え方としては色々あると思う。

#### 須田委員

先程、植田委員がおっしゃったように、原油価格の上昇には、需要が強いという側面があるので、なかなかこれがマイナスというふうに評価できないところを、どのように書くのが難しい。

#### 福井議長

私も、今、須田委員がおっしゃったように需要が強くて、それを反映している面があるということは誰も否定できないような気がするが、供給余力が本当にどこまであるのか、不足しているのか、あるいは不足してきているのかというのが今一つ分からないところがあって、毎回B I Sの会議に行くと、サウジアラビアの総裁は「供給余力は十分だ。それが以前とは違うのだ。」という説明を常に繰り返しておられる。しかし、十分ではないのではないかというフィアアがマーケットに強いことは確かだと言っていた。それはテロリストアタックスという問題もあるし、最近ではロシアの問題が絡んできていると、そういう意味では供給不足懸念は強まっているが、実体的な供給力不足が現に存在するかどうかという部分まで兼ね合わせて考えると、経済に本当にディプレッションに最後まで働くかという部分の判断をどうやって持つのか、今一つ分かりにくい面がある。

#### 植田委員

私も先程申し上げたのだが、上手く言えなかったが、需要が強くてある種供給能力と言うか、エクセス・キャパシティみたいなものが限られてきていて、そのもとで供給や需要に攪乱が起こった時に対応できるかというようなりスクの懸念が価格に反映されているというイメージが一つあるのではないか。



福井議長

そうだな。

植田委員

ある種セカンドモーメントの話みたいだが。

岩田副総裁

最近のエコノミスト誌でも 50 ドルになればと、それは本当のショックだと、それは恐らくサウジアラビアにテロリストの攻撃か何かがあってという。それからその実質価格で見るとやはり、過去のピークと比べてまだ低いというところもあって、そこが本当の実体経済を揺るがすところまでのものではないという側面も同時にあると思う。

福井議長

ロシアの問題がマーケットで強く懸念材料になる前の段階では、サウジアラビアに対する攻撃、その点についても以前に比べると油田及び供給施設に対するセキュリティの度合いを非常に上げている。であるからマーケットが言う程心配はないのだという説明もある。分からないところである。福間委員、その点も含めてもう一度おっしゃって頂くとどういふふうな格好になるうか。

福間委員

要するに、皆様のご発言に共通していたように、懸念であるにしろ、世界経済の減速懸念はないかと言うと、やはりあるだろうと思う。むしろ触れない方が私にとっては不自然なように見える。ここで書いておられるように、国内企業物価のところ「原油高の影響もあって」という形で触れているが、同時に原油高がデフレ・ファクターであるという点には触れていない。

福井議長

経済全体の懸念材料ということか。

福間委員

然り。そちらの方についても少し懸念くらいは示しておいても良いのではないかということである。特に供給の問題だが、なぜマーケットがこれだけ供給懸念を持っているかということ、今OPECの原油生産は3,000万バレルを上回ったところにある。これは過去最高である。それでは、どこから引っ張り出したら余力が出てくるのか。それは新しい油田を開発すれば良いのだが、そういうところをマーケットの中にいる人達は材料にしながら買ったし、実需筋もそれを心配しているということなのである。ほとんど投機的と言われていたのだが、意外にディップがない。相場が落ちれば買う——ディップを買うという動きが出ているから、やはり需給タイトという状況は、現実的にマーケットの中にある。それだけ需要があり、一方で供給不安があるからこういう価格形成になる。おっしゃるように50ドル説はあるのだが、私は50ドルという声が出だすと、逆にボツボツ調整がきてもおかしくないのではないかと思ったりもする。そういう調整らしい調整は40ドルを付けてストンと35ドル近辺まで落ちた時に一回あった。これでしめたと思ったのだが、あれから再び上がり出してほぼ一本調子という形になっている。そのような中で物価への影響については触れているのだが、私が申し上げたいのは、それではなぜ債券価格は上がるのかということである。マーケットが言っていることをここへ書く必要は必ずしもないのだが、やはり現実的に原油高による世界経済の減速に対しての不安があることは確かである。それを敢えて避けるという——避けている訳ではないと思うが、いずれにしても、元々のシナリオどおりということだけでは、今の状況の説明として果して十分なのかなということだけなのである。

中原委員

私も基本的見解のこの要約を見た時に、原油についての言及が足りないのではないかという気がした。元々、原油価格、ガソリン価格について比較的日銀の月報の中では、この前の課題と展望の時も話題になったが、どちらかと言うとロー・キーで触れている感じがあって、現実のビジネスの世界から見るとそれに若干関心のありどころが違う感じを受ける。私は、福間委員がおっしゃるとおり、実体経済なり企業収益に与えるであろう懸念については若干やはりここで示した方が良いのではないかと思う。しかも、先月との落差と言うか違いという点で言えば、原油価格の言及は必要。私も加えた方が良くと思う。

田谷委員

それをどこで触れるか。

中原委員

であるから、この先行きのところではないか。

福井議長

文章は後でまた議論しよう。

田谷委員

やはり国内の商品市況は確かに上がっているが、国際商品市況という観点から見ると上げ続けているのは原油だけである。

福井議長

然り。

田谷委員

しかも、ここまできたら何も言わないというのは、それこそおかしいと

いう点はそのとおりだと思う。

福井議長

では、その表現は後でまた皆で工夫することにしよう。ITサイクルの方はどうか。これは国内で見ている限りアテネオリンピックがあるからラッシュ的に物が売れて、あと急に調整を要すると、こういう感じでもどうもなさそうで、フラットパネルテレビなどを見ているも着実に伸びている。携帯電話などは非常に波打っているが、また秋以降は国際的にも通じる新しいバージョンも出てくるとか、次のウェーブもある程度見えているというようなことがあるし、当然、波打つにしてもそんなにビッグショックがくるようなサイクルでないような気もするのだが。

田谷委員

私が一番分からないのは、よくサイクルと言って、我々の目に見えるフラットテレビなどに注目するが、そのウエイトは非常に小さい。

福井議長

全体に占めるウエイトか。

田谷委員

然り。ただ、電子部品、デバイスという分野で見れば、非常に大きな売上高になる訳である。そこで我々、サイクルなどと言っているが何のサイクルを議論しているのか、よく分からない。半導体のサイクルというのはシリコンサイクルとして確かにありそうだし、これからもあると思う。福間委員がおっしゃった液晶のクリスタルサイクルというのもどうも出てきたような気がする。だが、それ以上のことになると、どうも何を我々は議論しているのかがどうもはっきりしないということがあるような気がする。確かにそういう中で携帯というのは非常に大きなマーケットであることは事実だと思う。

福井議長

半導体の在庫はどのようになっているのか。先程、国内的には少ないとおっしゃったか。

田谷委員

岩田副総裁がおっしゃったように。

福井議長

世界的には。

岩田副総裁

それ程は高くない。

福井議長

世界的にもか。

岩田副総裁

然り。世界的にもあまり高くない。アメリカもそれ程高くなっていない。

田谷委員

ただ、つい最近、先月位から台湾の大きな3社が設備投資計画を発表したが、相当大きな投資である。

福間委員

然り。

田谷委員

しかも、今日の新聞でも中国でハイニックスがヨーロッパ勢と組んで当

分やるということを見ると、どう考えてもどこかで大きく落ちていくなという気がする。

中原委員

やはり実態面のサイクルの問題と同時に、この分野の株式時価総額というのは結構大きい。

田谷委員

然り。

中原委員

株価を通じた影響と言うか心理的なものも含めて、どうしてもITというのは現在のリーディング・インダストリーであるから、心理的にはかなりマイナスの影響があるのではないかと私は思う。今の状況が本当にそういうネガティブなサイクルの初期のステージなのかどうかについては私も分からない。また、月報の中でそれを改めて言う程のことではないというのは私も同感だ。

福井議長

アメリカの雇用について、新規に参入する労働力に対して雇用機会を与え、過去のスラックを少しずつ消していくのに必要な数は月間20万人以上と言われているのは正しいのか。色々なものを読むと今までのところは18万人位で調整はちょっと足りないなどという話を書いてあるのだが。

岩田副総裁

雇用の数と質の問題も大統領選ではちょっと話題になっていて、今、増えていると言っても、それはほとんどサービスなどで、凄い低賃金で、移民できた人が直接雇用されている率が高くて、中流と言うかそのところはむしろ悪化しているのだと。それがあある意味でケリーの方の主張にいわ

ばなっていると思う。

福井議長

質の高い雇用機会がない。

岩田副総裁

然り。それ程は増えていない。数として。

福間委員

レイオフのレベルが高いのである。レイオフの数は1980年以降最高のレベルに近付いている。デイ・バイ・デイという訳にはいかないが、日雇的なものを雇ったり、あるいはレイオフされて自分の家、ホームオフィスという格好で参加するケースが増えるなど、どうも雇用形態が変わってきている。日本も随分変わってきたが、アメリカでは正規雇用に入るのではなくて、少々質の悪いところに入っていき、あるいは自分でオフィスを構えるという動きが増えていると言われている。確かに失業率は5.5%になったりしているが、そう雇用が良くなったなという感じはほとんど出てこない訳である。

福井議長

もう一つ、中国の問題であるが、これは中国独特の方法である程度抑えた。

福間委員

然り。

福井議長

国際商品市況を手がかりにこう見ていると、どんどん抑え込むというよりは、まあ何となく程々のところで止まっている。

福間委員

そのとおりで、オリンピック関連とか個人消費とか、地方とか、こういうキーワードのところは抑えない。それに便乗するのもある。これが中国の「政策と対策」の問題になってしまうのだが。

福井議長

であるから総括的に言うと、ソフトランディングの方向。

福間委員

その方に、まあそうであろう。

福井議長

ハードランディングには決して踏み入れていない。

福間委員

例えば成長率が7%台などと言ったらこれはもう失業がグッと増えるだろうから、9%前後に落ち着けば優等生ではないか、今回のこの引き締めは。そこまで持っていけるかということがポイントである。むしろ、先程ちょっと述べたように、ボトルネックの方が恐い。ステート・エコノミーのように何か足りないと言うと他を全部抑えて、輸送も石炭だけにして港にはコンテナの山ということで、通関できずにいる。そういうのがあってそれで国内では物不足、物不足とこう言っている訳で、なかなかバランスが上手くとれないという面があり、ジクザグした格好をとりながら、スローダウンしていくのだろうと思う。

植田委員

原油もそういう面があるのではないか。



福間委員

然り。

植田委員

思った程中国がスローダウンしてこないの。

福間委員

おっしゃるとおりである。

福井議長

という訳で、特別纏めはしていないがディスカッションは一応中断してコーヒープレイクにしたいと思う。

(午前 10 時 26 分中断、午前 10 時 37 分再開)

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

それでは会議を続けたいと思う。金融政策の運営に関する議論に入りたい。改めてお一方 5 分ずつ位でご発言をお願いしたいと思う。岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

それでは最初に、金融情勢についてちょっと言い残したことがあるのでそのことから始めさせて頂くと、植田委員の方から、マーケットは不確実性を上手く織り込んでいないのかというお話があったので、それについて私の考えを述べたいと思う。株式の方ではリスク・プレミアムというものがあって、ここ 7、8 年と言うか、かなり長い期間に亘って株のリスク・プレミアムがかなり高い水準で推移している。これは先進国共通で、日本が特に高いままだということで、これはどうして株式のリスク・プレミアム

が高いのか、色々な考え方があろうかと思うが、一つはやはり不確実性というものが通常の場合よりも強いような状況が続いていたということはある程度反映しているのではないかと思う。ただ最近の時点では、リスク・プレミアムは若干低下傾向を見せている。それから、インプライド・ボラティリティなのだが、株式のインプライド・ボラティリティ、それから債券のインプライド・ボラティリティ、両方比べてみる。以前にも私申し上げたことがあるが、アメリカの債券のインプライド・ボラティリティ、これは色々なもので測れる訳だが、スワップションのボラティリティ、日本にもスワップションがあるということはこの前金融市場局の方からレクチャーを受けたが、まだマーケットは小さいということだ。インプライド・ボラティリティは、株式も債券も若干このところは低下しつつあるのだが、ここ2年程の特徴は、むしろスワップションのボラティリティの方が、株式のボラティリティよりも高いということが続いている。これは債券が、やはり通常ファンダメンタルバリューと言うか、フェアバリューから比べると、ある意味でそれより金利で言うところ、あるいは価格で言うところ、少し高いところで、このところ金融政策上の要請からとどまってきたということが、フェアバリューから乖離してきたということがあろうかと思う。同様のことは、こういう不確実性に対してマーケットがどの位どういう反応をするのかというのは、金融研究所の最近のワーキングペーパーでも過剰に反応する場合、それから過少な反応する場合両方あると言っている。過剰に反応する場合もあるし、過少な場合もある。日本の場合を見ていると、ポジティブなサプライズは実体経済面で何度か起こっていると思うが、それに対して株価は必ずしも素直に反応してくれない。過少な反応があるのではないかというふうにも思っている。それから同様のことは私、消費者物価についてもそうだと。ある意味で過少反応と言うか、企業物価指数の方はファンダメンタルズと言うか、全体の需要・供給のバランスに素直に反応しているというふうに思うけれども、コアのCPIの方は、ある意味では過少反応ということが続いていると思う。ただ、この過少反応の事態がずっと続くのかどうかというと、これもビヘ

イビラルファイナンスの文献によると、最初は過少反応しているのだが、ある時期サプライズが続くと、ある時から今度は過剰反応になってくるといふ可能性もあるといふふうに思っている。それから日本の金利であるが、事務方の方から、市場局長の方からお話があったように、言ってみると中・長期金利ともに金利が下がっている。全体としては、ブル・スティープ化しているといふ姿になっていると思う。過去 30 年間の順イールド局面の平均とってみると、長短のスプレッドは 1.47% だといふ説もあるので、今 1.6% 台に戻ってきたが、そんなにおかしくもない。1.5~2% 位といふのは、それ程おかしき水準ではないのではないかといふふうにも思う。といふことで、金融市場は極めて落ち着いているといふこともあるので、金融政策の変更の必要はないといふふうに考えている。以上である。

福井議長

次は福間委員。

福間委員

金融面では前半のパートで述べたように、株価の低下と債券価格の上昇が目についている。この背景については先程議論のあったとおりだが、市場の内部要因について触れてみたいと思う。今回の春先からの株高、円高、あるいは JGB 安は、ヘッジファンドが春先に相当ポジション形成を行って、これが 6 月の米国金利の上昇、原油高等をきっかけにロスが拡大したため、ポジションの多くを手仕舞いした。こうした動きも手伝って株価が下落し、債券価格が上昇するといふテクニカルな面もある。なお、この日米間のデカップリングの問題だが、私もある程度デカップリングしてきていると思っている。これは、一つは景気局面が違ふのと、もう一つは企業業績が、日本の企業業績が、昨日もちよつと話題になったが、非常にモデスな業績発表をやっているが、相当まだ余力がある状況だと判断している。一方、アメリカの方は、ご承知のように大手米銀の訴訟で赤字が出たり、あるいは大幅減益になったり、あるいは引き続き会計不信といふ

ようなことが出てきている。会計不信については、サーベンス・オックスレー法を導入しながら、なかなか一筋縄では企業業績の透明性が増さないということで、SECがリスティットを命じている企業が非常に増えている。このように、企業業績に対しては、その内容の良し悪しに加えて、中身の問題をややマーケットは疑問視している部分があると思う。昨日までに、イタリーのパルマラットが米銀大手行とヨーロッパ 2 行に対して訴訟を起こしているが、これも相当大的な問題になるのではないかと思う。要するに、どうも市場の原理、原則である透明性がやや疑われているということが、ちょっとアメリカの場合にはあるということである。そういうことで、昨日の市場を見ても、アジアあるいは日本の株は、あれだけニューヨークが下げながら比較的強い展開をしている。今日も途中経過だが、そんなに弱い訳ではなくて、やはり反発しているというようなところである。こうした中で、短期金融市場の動きを見ると、資金需給的には資金不足期にあるが、従来同様、本行がコンスタントな資金の供給を行うだろうとの市場の期待が強く、実際にその期待どおりにオペを実施していることから、全般的に非常に落ち着いた展開となっている。オペに関しては、昨日も報告があったように、ウィークリーものの資金吸収オペと、5ないし6か月物の長めの資金供給オペ、それぞれの応札倍率が目立って高いという従来の構図は変わっていない。一方、市場の先行きの金利観について金先のフォワード・レート・カーブを見ても、足許の中長期金利の低下もあって、ユーロ円金利先物レートは、来年6月時点で0.3%を、9月時点で0.4%というところを見込んでおり、ほとんど変わっていないということである。以上を踏まえると、今次会合では当面の金融政策運営に関しては現行の当預残高を維持し、量的緩和政策堅持の姿勢を示すことが適切であると思う。最後に、大手行の統合問題であるが、今回の件は直ちに金融システム不安の顕現化に繋がるとは言わないが、一連の動きを通じて海外からの市場参加者が、日本の金融再編はまだまだ完了していないと、馴染みの薄い大口貸出先を見て、日本の不良債権は依然として巨額かつ根深いといった印象を持ち始めている。本件は、あくまでも個別企業の問題である

が、日本の金融システムに対する海外勢の懸念を払拭するために、本件の早期決着が期待されている。以上である。

福井議長

中原委員、お願いします。

中原委員

現状の調節方針継続で宜しいかと思う。これで終わると皆様に喜ばれるのだが、一言何か申し上げたいと思う。ここへきての長期金利の急速な低下をどう見るかということだが、基本的には実体経済面での資金需要が弱いということが背景にあると思う。景気の先行きの減速感、これを織り込み始めたと思うが、やはり動きはかなりピッチが速いなという感じがしていて、一部でまたぞろ長期金利1.5%割れというような声も聞いているが、先程の岩田副総裁のお話によると、今の水準はそうおかしくはないということであるが、基本的には郵政の問題等外部要因も色々あって、長期金利、長期国債市場、不安定な状況にあることは間違いない。また年末に掛けて、新規財源債の金額の問題が議論されるようになる。需給の懸念も残るところである。このような中で、引き続き市場との的確な対話と透明性の向上、これが望まれることは当然であるが、現在求められる市場との対話の本質というようなものは、デフレ解消がまだまだ遠い先だということを市場に信じ込ませて時間軸を効かせるということではなくて、むしろ量的緩和のレジームを変えるに当たってどのような基本スタンスで臨むのか、それまでは量的緩和を堅持するということをマーケットに示していくことだろうと思う。そのスタンスを示すのは、結局時間軸に関わる我々の約束、これをどう解釈し、どう運用しようとしているかということだろうと考えている。それからもう一つ、今後の政策展開の中でどうしても頭から離れないのは、景気が減速していく中での量的緩和の考え方ということだと思う。まさに、減速と言ってもそれは程度の問題ではあるが、フェデラル・リザーブは今後景気が減速の中で金利を引き上げるというある種のジレンマに

直面するリスクがあるように思う。中立金利に戻すまでは引き締めではない、中立に戻るまではなお緩和的な状態が続いているという考え方もある訳だが、実体経済への影響としては、やはり政策のモーメントの方向と変化率による影響、これも無視できないのではないかと思う。我々の場合にも、足許の景気が減速する中で、遅行指標である物価がプラスになっていくという状況も想定せざるを得ないと思う。それはまさに Fed が直面するかもしれない同じジレンマであるが、このような時には当然ながらマーケットには不安定な期待が横溢する。このような時にマーケットとの対話をどう進めるのか、政策のフレキシビリティの確保と透明性向上による市場期待の安定、このバランスをどう取っていくのか、我々にとって大きなテーマである。

福井議長

須田委員。

須田委員

先程申し上げたように、景気判断については前回会合からほとんど変化が見られないこと、短期金融市場や企業金融を巡る環境も同様であることなどから、次回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。金融調節については9月初にかけてそのパフォーマンス維持に気が抜けない状況が続くということだが、必要ならばターゲットレンジを一杯利用しながら、できるだけ金利を潰さないような工夫をしつつ乗り切って頂きたいと思う。

ところで最近のマネー関連指標については、日本銀行券の発行高やマネタリーベースについては、四半期ベースで見て伸び率は低下傾向にある。日銀券の伸び率の低下については、金融システム不安の高まりを背景に積み上がったものが、その落ち着きを背景にして解きほぐされているということであって、前向きの動きと捉えているが、今のところはその減少への関心は景気回復を背景にあまり強くはない。しかし、景気回復が減速した

り、資産価格が下落し続けたりすると、マネタリーベースの低い伸び率への言及・批判が再び強まる可能性がある。昨日の説明にもあったが、11月の改刷を機に積み上がっている手許現金が銀行預金に置き換わり、銀行券の発行残高が一時的に減少する可能性もあるので、その場合には尚更である。最近、電子マネーがスーパーなどでも使われ始めているが、その影響も徐々に出てくる可能性がある。ゼロ金利のもと、日本銀行券の発行残高については、日本銀行は受け身でしかなく、たとえ残高が減少してもそれを殊更問題視する必要はないことを丁寧に説明していく必要があると思う。日銀券の発行残高の減少は、国債買入上限枠への関心をも高めるかもしれない。基本的には日銀券の発行残高が減少しても余程大きく減少しない限り、当面、国債買入上限枠に抵触する可能性はないことも問われたら説明しておく必要があるのかもしれない。

最後に、今回も市場との対話の重要性について指摘しておきたいと思う。先程申し上げたとおり、経済指標が上振れ・下振れを繰り返し、先行き不透明感が高まるもとの、市場と当局の景気に対する見方やリスクの蓋然性についての見方に、ギャップが生じているように思われる。この場合、新たな経済指標の積み重ねで、両者の見方が次第に収束していくというよりも、新しい経済指標が出る度にマーケットは振り回され、その結果、株価や金利等が大きく調整される可能性がある。米雇用統計の大幅下振れ後にアナリストに対して行われたロイターの調査を見てみると、今晚 25bp、FFレートが引き上げられることは既に織り込み済みで変化は見られないが、9月の政策変更については、雇用統計の発表後見通しを変化させていないもの、利上げなしへ変更したもの、逆に利上げありへ変更したものなど様々である。今回の雇用統計の数字が意味するところはまだ十分に把握できていないので、このような様々な見通しとなることは自然だと思う。このような不確実性の増大に対してマーケットは過大に反応しているようにも思われる。従って、見方が修正される局面で、市場が荒れる可能性を如何に小さくするかという点にも関心を持っておく必要があると思う。もっとも、ショックを小さくするために市場の見方に当局が無理に擦り寄

り、必要以上に下振れリスクを強調する必要もないし、市場をこちらサイドに引き戻すために無理に強気な見通しを打ち出すことも得策ではない。これまでも金融政策決定会合の場で申し上げたが、市場と当局の見方にギャップが生じていると判断した場合には、その理由をしっかりと把握する一方で、新しく出される指標等を正確に分析し、日本銀行の景気判断の確実性を高め、それを市場が適正に消化していくことが大切だと思う。そのもとで、金利や株価の水準の決定には口出しせず、市場に任せることが、長い目を見た市場の安定のためにも大事だと思う。最終的に私共の見解をどのように受止めて消化するかは市場参加者次第であり、私共はそこまで立ち入ることはできないが、少なくとも市場参加者が誤解することがないように細心の注意を払うべきであるということだと思う。今後、10月の展望レポートに向けて、私共の一挙一動に市場の注目が集まる。米国経済について、先行き不透明感の高まりはこれまでよりもその作業を難しくするであろう。いずれにせよ、これから秋に向かっては、内部での議論は活発にしつつ、一方で対外情報発信については、ALL BOJとして一枚岩となり、市場を躍らせないように努めることが必要だと思っている。以上である。

福井議長

田谷委員。

田谷委員

政策は今回も現状を維持することが適当と思う。資金供給オペの面では特段問題はないと思う。もう少し札割れが起こるかとも思ったが、あまりそうしたことも起こらず流動性を供給できているようだ。昨日の市場局長の説明にあったように、また福間委員もお触れになられたが、オペのやり方を工夫していることもあると思う。マネーマーケットでは、ターム物金利はF B金利を含めて低位で安定している。ユーロ円金先レートなどから窺われる時間軸の揺らぎも小さなもので、日銀として適切な情報発信をし



てきていることも貢献しているように思う。民間債のリスク・プレミアムも低位で安定している。リスクテイクが順調に行われてきていることを示唆していると思う。金融システム面でも特に問題はないと思う。一部大手行を巡る再編の動きに不透明感はあるが、それが金融システムに何らかのマイナスの影響を与えることもなさそうだ。中小企業の資金調達環境も改善してきているようだ。企業の資金繰りは改善してきているし、金融機関の貸出姿勢も積極化の方向にある。昨日話題になった中小企業の資金需要の弱さについては、今後の推移を注視していきたいと思う。景気拡大が続き、物価下落に歯止めが掛かる中で、短期金利を低位に維持することによって、景気押し上げ効果を強めてきているとも思われる。ということで、最初に申し上げたように、今回は現在の政策を継続するということが良いと思う。以上である。

福井議長

植田委員、お願いします。

植田委員

景気、特に物価情勢は左にいくのか右にいくのかももう一つはっきりしない中でゆっくり右へいくというのがメインのシナリオだと思うので、現状維持で宜しいかと思う。より中長期的な観点から金融政策に関する感想を一つだけ申し上げると、出口に上手くいけた時のその周辺での技術論については私はあまり心配はしていないが、いけるかどうかとかそういう観点では、先程中原委員がおっしゃったような懸念を若干今更という感じはするが、やはり持つ。私なりに申し上げてみると、時間軸政策は標準的な政策ルール、例えばテイラー・ルールのようなものに比べて、景気回復局面になってもやや遅れて金利上昇のフェーズに移っていくというところに特徴があるのだと思う。ただ、その結果として、景気や物価の動きにモメンタムが強いとすると、例えば物価がある種のターゲットをオーバーシュートしてしまうというリスクがある。これはある意味では計算づくと

ということだとは思いますが、他方、景気、物価の動きは普通であって循環的な動きをしていくということであると、遅れてついていくので、ややもすると景気のピークに近いところで漸くゼロ金利解除みたいなことになるリスクがあるということである。先のアメリカの情勢もそういうリスクが何パーセントかあったなという感想を持つ。こういう辺りをどういうふうに上手くフィネスしていくか辛抱強く考えていきたいと思う。以上である。

福井議長

春委員、願います。

春委員

景気は回復を続けているし、短期金融市場、長期金利とも安定した状況にあると思う。当面の金融政策運営については現在の 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していきたいと思う。

足許の短期金融市場は、本行の潤沢かつ機動的な資金供給で安定していて、昨日の報告では 7 月には期間 2、3 か月程度の国債買現先オペで数回札割れが発生したようである。引き続き目標残高維持のための工夫を続けて頂くことはお願いしなくてはいけない訳だが、資金余剰感の特に強い時には、先程須田委員もお触れになっておられたが、残高をレンジの下限に近い水準まで近付けるということも考えても宜しいのではないかと思う。

なお、個人向け国債について一言申し上げたいのだが、少し前までの長期金利の上昇で個人向け国債の第 1 回債の利率が 9 月 11 日以降 0.51% から 1.08% に引き上げられることになった。大手行の 10 年物の定期預金金利との乖離が大きく、人気も高まる可能性があると思う。今年度の発行予定額を当初計画の 3 倍程度に上方修正する方向との報道もあったが、国債市場の多様化、拡大に繋がる動きであるので、金融機関向けの変動利付国債の発行増等も合わせて是非実現を期待したいと思う。以上である。

福井議長

武藤副総裁、お願いします。

武藤副総裁

経済金融情勢に関する今までの議論を踏まえて、結論的には金融政策は現状維持ということだと思う。そのうえで、私も当面の情報発信について少し付言したいと思う。植田委員が長期的な観点から、意味深長なお話をされたけれども、私はもう少し端的に次回会合までの情報発信の仕方という観点で、これは須田委員も少し触れられたことに関連するが申し上げたい。前回の会合で4月の展望レポートの評価をした時に、景気は4月の見通し対比上振れ、国内企業物価も上振れ、消費者物価は見通しどおりという中間評価であった訳で、ここでのポイントは景気と物価の乖離ということであった。こういう判断が世の中からどのように受け入れられるかということに若干関心を持っていたが、その後の市場の反応などを見ると、結果的に違和感なく消化されているのではないかと思う。先程消費者物価について申し上げたように、今後秋口に掛けて一時的に消費者物価がゼロないしプラスになる局面があることも想定しておかなければならないが、今までの市場の反応を見ると、さらにマーケットがややぎくしゃくした反応をするかどうかということが非常に大きな関心事になる。こうした中、一応、今申し上げた程度の消費者物価の状況であるならば、それによって市場が大きく過剰な反応をする可能性は少ないのではないかと思う。ただ、ここから先が重要なのだが、原油価格の上昇、あるいは景気回復のもとで企業の価格設定スタンスが変化する可能性があることを申し上げた訳だけでも、今後の物価動向にはやはり注意は怠れない。その場合、先程申し上げたような、端的に言えば次回会合までという意味での当面の我々の情報発信の仕方としては、やはり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政策スタンスと、日本銀行としての経済物価情勢に関する認識、これはもう散々議論した訳だけれども、この双方について、必

要に応じてできる限り丁寧に説明することによって、金融市場における価格形成が円滑に行われるための環境整備を整える最大限の努力をしていくことが情報発信のあり方として重要なのではないかと考える。以上である。

福井議長

皆さん当面の金融政策についてはノーチェンジ、現在のスタンスを維持するということが異論はなかったように思う。合わせて、各委員から広い意味でのコミュニケーション・ポリシーの重要性ということを改めてご指摘頂いたように思う。次回決定会合までというこのショートランの話、これもオイル価格の変化が含まれているので、物価指数の出方というものの理解の仕方が色々複雑化する可能性があること、あるいは、よりロングランに、中原委員、植田委員からご指摘があったとおり、我々はつまり通常の金融政策へフロム・ビハインドから接近していくというこの作戦が本当に微妙なものがある。フロム・ビハインドからいくと言っても、そのアプローチの仕方が早過ぎても遅過ぎてもいけない、本当に重要な判断が含まれているのと、やはりそこにコミュニケーション・ポリシーが前もって上手く織り込まれていくという必要性もある訳で、我々としては大変真剣な仕事振りがこれから要求されていくということだと思う。取り敢えず、次回政策決定会合までの基本スタンスについては異論がなかったように思うが、政府の方のご意見を伺いたい。

中原委員

ちょっと一言宜しいか。

福井議長

どうぞ。

## 中原委員

当面のコミュニケーション・ポリシーということで、武藤副総裁あるいは須田委員のおっしゃったこと、基本的には大賛成であって異論はないのだが、ちょっと須田委員のおっしゃったBOJとしての一枚岩で市場に臨むという点については、それはやはりある程度の議論が必要ではないか。日銀の政策委員会のガバナンスに関わる部分であるし、また個々の指標の解釈についても、全体的な景気判断、これは当然ながら月次見解として統一されたものが出る訳であるが、個々の指標の判断を、あるいはその判断の大きさをどの程度自分の考えとして認識するか、これについてはかなり個人差もある訳であるし、またその個人差を表明することについては現在の考え方の中では認められているのだろうと思うが、もし必要であればこの場とは言わないが、その辺の問題意識は共通のものとして皆様がお持ちということであれば、委員としての一枚岩で市場に臨むという点について議論をすべきではないかと私は思う。

## 福井議長

これは何回でも議論しなければならないテーマだと思っているが、須田委員のお話を私がもし正しく理解しているとすれば、一枚岩という意味は皆同じ物の言い方をしなければならないという意味では決してないだろうと思う。委員として、やはりご自身のしっかりした判断がある訳で、それに基づく発言というのは常にあって良い訳であるから、同時に政策決定会合で新しい創造的な価値判断を毎回やっている訳であって、現在のような局面ではそれは市場の期待に対して強く働き掛けるという部分がある。ここについては共通のやはりインタレストを皆持たなければならないという点がある訳で、そこのところを私も含めて如何に上手くブリッジしていくかという追加的に重要な責任があるということではないかと理解している。具体的なやり方については結局のところ、それぞれの責任で工夫を凝らして頂く以外にないと思う。私自身は各委員のご意見に制約を加えるつもりは全くない。また改めてこれは議論をしよう。それでは政府の方。

石井財務副大臣

それでは申し上げます。先般、閣議了解された平成17年度予算の概算要求基準は、従来にも増して、要求・要望段階から歳出全体の洗い直しを行うため、要求省庁自らに制度改革努力等を促す新たな仕組みを導入するなど、歳出改革路線の堅持・強化を図るものになったと考えている。

今後は、予算編成過程において、その内容を厳しく精査し、さらなる縮減を図っていききたいと考えているところであり、今後とも手綱を緩めることなく、財政規律の確立に向けて一層の努力を傾注し、歳出改革路線の堅持・強化を図っていききたいと考えている。

わが国経済の現状を見ると、景気は堅調に回復しているものの、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。

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、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、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、量的緩和政策解除の条件が満たされていないことを引き続き明確に示すなどにより、このような憶測を払拭するとともに、金融政策の先行きについての市場の観測も見据えつつ、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

有り難うございます。浜野政策統括官、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、5日の月例経済報告で、先月に続いて景気

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と判断した。一方、原油価格や世界的な金利の動向等が、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、原油など素材価格の上昇により国内企業物価が上昇しているが、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」の早期具体化により、構造改革の取組みを加速・拡大することとしている。重点強化期間の初年度である平成 17 年度の予算編成に当たっては、財政規律確立への姿勢の明確化、予算のメリハリの強化及び国民への説明責任を重視し、構造改革をさらに進めるとした「17 年度予算の全体像」を 7 月 27 日に経済財政諮問会議で決定した。その議論を行うに際し、マクロ経済の動向を踏まえることが必要であるとの認識から、16 年度については、内閣府による経済動向試算として、GDP 成長率で実質 3.5%、名目 1.8%、17 年度については、一定の前提を置いて「マクロ経済の想定」という形で実質 2%強、名目 1%台半ばという経済の姿を示した。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考える。また、景気の堅調な回復に伴い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考える。以上である。

福井議長

有り難うございました。政府のご発言に対して各委員からご意見はあるか。ないか。それでは議案の取り纏め、採決に移りたいと思うが、議長としては、次回政策決定会合までの金融市場調節方針は現状維持ということ

で議案の提出をしたいと思う。他に議案提出ご希望の方がいらっしゃったらおっしゃって頂きたいと思う。ないか。それでは執行部から議長提案を配付して頂きたいと思う。

[事務局より議案配付]

それでは読み上げて欲しい。

内田企画局企画役

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8月10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、大変恐縮であるが一時退席をお願いします。

[政府からの出席者退室]

それでは持ち回りをお願いします。



[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決した。それでは白川理事と金融市場局長におかれては、今決定された方針に則って調節に努めて頂きたいと思う。政府の方をお願いする。

[政府からの出席者入室]

恐縮であった。原案どおり可決させて頂いた。

## V. 金融経済月報の検討

福井議長

次に、金融経済月報の基本的見解の検討及び決定に移りたいと思う。原油価格に絡んで先程福間委員からご発言があったが、それ以外の点について修正の必要性ありというご意見はないか。

田谷委員

一つだけ。

福井議長

どうぞ。

田谷委員

修正の必要ということではないが、質問がある。一行目の「回復を続けている。」、「回復」というのはいつまで…。ずっと回復して行って後退に入るのか、そこが今までの言葉の使い方とか、そこらの使わないには使わないりの理由があると思うのだが、これをちょっと説明して頂けないか。

門間調査統計局参事役

「回復」以上の言葉を過去 15 年間使ったことがないのでトラックレコードが非常に昔に遡らないとないのだが、バブル期などは典型的に「拡大」だった訳である。やはり景気のレベルということをかなり念頭に置いている。「回復」だから、リカバリーであるので、やはり悪い状態から通常の状態に戻るといのが基本的な考え方であって、普通のレベルに、つまり、だから基本的にはデフレも解消みたいな感じのところまで行って、さらに経済が需要・供給ともに拡大していくというところで拡大局面に入っていくというのが普通の考え方である。

田谷委員

政府のやはり月報、月例報告か、あれの言葉の使い方もやはり同じ様なことなのだろうか。

浜野内閣府政策統括官

基本的にはやはりレベルの問題だと思う。今のお話とほとんど同じ様な認識だと思う。

田谷委員

もう一つ。これでバブル崩壊後三度目の回復局面になる訳だが、そうすると過去2回の山を越えてなおかつ拡大を続ければ「拡大」なのか。

門間調査統計局参事役

過去2回の山という意味では、もう今そこまできている訳だ。ただ、過去2回の山自体がかなり低いというふうな認識であったので、そこまでいったからと言って直ちに「拡大」とは言いがたい。そこから後は少し判断になるのだが。それはだから景気のレベルをどう見るか、特にデフレとの関係でどう見るかという判断になっていくのではないかと思う。

田谷委員

分かった。

福井議長

これに何か形容詞を付けることは考えられるのか。

門間調査統計局参事役

それは、局面によっては色々なバリエーションがそれはあり得ると思う。ただ、「回復」にさらに…、例えばおっしゃっているのは「力強い回復」とか何かそういうようなことだろうか。

福井議長

それはあまり良い表現ではないと思うが、例えばそういうことである。

門間調査統計局参事役

それは、局面によっては成長率はかなり速いのだけれども、まだレベル的にはちょっとそこまで十分にっていないなという時にそういうことを考えるという選択肢はあると思う。

田谷委員

分かった。

福井議長

他の点についてご指摘がなければ、先程の原油価格のところをどうするかということになるが、中途半端に議論しても仕方がないので、事務方で、もし入れるとすればこういう案かもしれないというのを一つ提示してみて頂けるか。

門間調査統計局参事役

まず我々がそもそも入れなかったのは、実は背景説明の方には所々ITにしても、あるいは中国のリスク、原油を含めて書いてあるので、基本的見解に書くまでもないかとは思っていたのだが、ただおっしゃるとおり今回ご議論も大分あったので、それから、かなりこの1か月間で大きな変化があり、現に本日も高値を更新し続けているということからすると、原油に関して言えば入れるという選択肢もあり得るかなと思っている。それで入れる場所だが、恐らく一番自然なのは、福間委員がおっしゃった先行きのパラグラフの一番最後ではないかと思う。「この間、公共投資は減少傾向をたどると見込まれる。」の後である。それで、これも入れるとすればこういう文案があり得るということで、ちょっと申し上げてみると、「なお、」。

福井議長

行を変えるか。

門間調査統計局参事役

行は敢えて変えなくても良いかなと思う。「なお、原油価格の先行きと、その内外経済への影響については、留意する必要がある。」。非常にキャッチオールと言うか、やや無味乾燥な表現ではあるが、色々なルートがあり得ると、世界経済の減速要因でもあるが日本経済にダイレクトに掛かってくるという面もあるし、マインド面、収益面、それから市場面、色々なところを通じて色々な影響があり得るということから考えると、多少キャッチオールの表現の方が良いかなということで、取り敢えずこういう案を出させて頂いている。

福井議長

これを叩き台に採用するかしないか。するとしてもこのような文章で良いかということにつきご意見を出して頂きたい。何となく行を変えた方が良いような気がするが。

門間調査統計局参事役

そこは特に私の方はこだわりはないので、皆様のお気持ち次第ということだと思う。リスク要因であるので、そこまで標準シナリオを書いてきて、その後ちょっとリスク要因ということで行を変えるという発想だと思うが、それはあり得ると思う。

須田委員

ちょっと分からないところがあるので質問させて頂く。「海外経済の拡大が続く」という部分には、海外経済についてのそこに何か色々な諸々のことが入っていると思うのだが、そことその後の内外経済の話について、

上手く切り分けられるか。

#### 門間調査統計局参事役

一応ここは需要項目に即して書いている関係で、最初に輸出が出てくる関係があって海外経済が冒頭に入っているということである。「拡大が続く」ということの解釈で、先程私下方修正ではないと断定的に申し上げたけれども、正直申し上げてこれを書いた時の気持ちは、やはりアメリカの第2四半期のGDPが出たのを見て書いたものだから、要するに気持ちは下に引っ張られたというのとはなくはないので、完全に下方修正でないとも言い切れない。結局幅がある中で考えた表現である。

#### 福井議長

行を変えた方が良いと言った意味はそういう意味。ここまでで一応完結している。だけど、やはり全体について、この点だけは別途留意する必要があるとこういう感じになるので、行を変えないと論理矛盾にならないかという趣旨である。

#### 福間委員

なるほど。

#### 門間調査統計局参事役

明確に論理矛盾かどうかは微妙であるが、ここまですっと一応標準シナリオ系でこういうふうにするということはずっと書いてきて、最後は「留意する」とう文章なので、少し性格が違うということは事実である。

#### 中原委員

文章は宜しいのではないか。

福間委員

宜しいのではないか。

中原委員

文章はこれで宜しい。

福井議長

宜しいか。

中原委員

何か急にまた気になったのだが、海外経済は「回復」ではなくて「拡大」で良いのか。

門間調査統計局参事役

ここは非常にまたレベル感になるのだが、中国のように世界の資源制約を突っ切って拡大しようとしている経済がある時にどういうふうにかとということからすると、やはり世界経済、今、拡大の方に近いのではないかというふうに思う。

中原委員

ヨーロッパなど明らかに回復…。

門間調査統計局参事役

個々に見れば勿論、日本も回復なので。先進国は押しなべて回復でありアメリカが微妙だと思うが、中国とかBRICsとかそういうところがそれ程世界の資源制約を突き抜ける勢いで成長していく、という状況なので、「拡大」と言う方が良いのではないかと思うが。

福井議長

世界経済成長率4.5%というのは、やはり「回復」というよりは「拡大」という感じか。

門間調査統計局参事役

その4.5%だけではなくて、今申し上げたようなまさに需給全体の、世界の需給バランスの中で、やはり相当タイトになってきている面もあるということも踏まえて「拡大」というふうに考えている。だから「拡大」か「回復」かというのは単なるスピードだけではなくて、スピード+レベル感というのがどうしても重要なファクターになるのだと思う。そこで多少…。

田谷委員

時間的な長さもあるな。

門間調査統計局参事役

然り。

田谷委員

アジア、中国は、かなり回復して、拡大局面に入ってかなり経つ。いつまでも「回復」と言っていない。

武藤副総裁

少し細かいことだが、今の文章の意味について、先行き、「原油価格の先行きと、」と言っているのは、内外経済は現在の原油価格のレベルではなくて、先行き次第によって何らかの影響があるかもしれないというふう

に読むのか。



門間調査統計局参事役

然り。そういう解釈になる。本日は先行きどうなるかということも含めてまだ見なければ分からない部分が相当あるというご議論であったように思うので、「先行きと」というふうに書かせて頂いたのだが、これもさらにキャッチオールするならば、「原油価格の動向と」というふうにするという手もある。

武藤副総裁

結局、現状のレベルがどのような影響を及ぼすかという部分を、敢えて落とす必要があるのかどうかという点によると思う。

田谷委員

おっしゃるとおりである。

武藤副総裁

それも含むのであれば「動向」の方が良いかなという気が少しする。

門間調査統計局参事役

「原油価格の動向と、その内外経済への影響については、留意する必要がある。」。

福井議長

それでは一応そこは行を変えて、「先行き」でなくて「動向」とする。それで皆さんご意見、ご異論はないか。それではそこを修正したのを原案として、念のためちょっと配って頂けるか。もう配らなくても良いか。

門間調査統計局参事役

コピーをお取りすれば直ぐに配れるが、あるいは私読み上げるか。もう一度。

福井議長

もう一回読んで貰いたい。

門間調査統計局参事役

それでは、「この間、公共投資は減少傾向をたどると見込まれる。」。改行して、「なお、原油価格の動向と、その内外経済への影響については、留意する必要がある。」である。

福井議長

金融のパートの最後、先程の原案修正は、あれで宜しいか。これもちょっと念のためもう一回読んで貰えるか。

山岡企画局企画役

最後のところである。「為替・資本市場では、前月と比べ、円の対ドル相場及び株価は下落し、長期金利も低下している。」。以上である。

福井議長

ご異論がなければ採決をしたいと思います。

[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

全員一致で可決した。ただ今決定した基本的見解の部分だが、これは即日公表である。本日 15 時公表の予定である。それから背景説明の方は、必要に応じ執行部で修文を施したうえで、11 日水曜日 14 時に对外公表の予定である。

VI. 議事要旨（6/25 日開催分、7/12～13 日開催分）の承認

福井議長

次に、議事要旨の承認を頂戴したいと思う。6 月 25 日の決定会合の分と、7 月 12、13 日開催の決定会合の分と 2 回分の承認である。お手許に既に配付しているが、ご確認頂けたか。異議はないか。それではこれも採決したいと思う。

[金融政策決定会合議事要旨（6 月 25 日開催分）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

[金融政策決定会合議事要旨（7月12、13日開催分）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。両議事要旨とも賛成9、全員一致である。

福井議長

二件とも全員一致で承認させて頂いた。この議事要旨は8月13日金曜日の14時に対外公表を予定している。

## VII. 閉会

福井議長

本日の議事は全て終了した。次回の決定会合は9月の8日、9日両日の開催である。いつも申し上げているが、決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め厳に出席者限りということである。議事要旨、議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっているので、決定会合への信認確保の観点から、この場にいらっしゃる皆様方に、厳正な機密管理を是非お願いしたいと思う。以上をもって政策決定会合を終了したい。

(午前11時38分閉会)

以 上