

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2004年9月8日（13:59～15:45）

9月9日（8:59～11:26）

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（8日）

石井啓一 財務副大臣（9日）

内閣府 藤岡文七 大臣官房審議官（経済財政運営担当）

（執行部からの報告者）

理事	白川方明
理事	山本 晃
企画局長	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	加藤 毅
企画局企画役	正木一博

## I. 開会

福井議長

それではほぼ定刻であるので、政策決定会合を開催する。

(午後1時59分開会)

今日と明日の二日間であるが、今日は金融経済情勢に関する執行部の説明を伺い、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議及び決定は明日の会合でということにさせて頂く。政府の方から財務省石井総括審議官に、内閣府藤岡大臣官房審議官にお越し頂いた。宜しく願い申し上げます。毎回申し上げているが、会合の中での発言は全て記録させて頂く、それが前提となっている。委員及び政府からご出席を賜った方々、そのことを宜しく踏まえたくえで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

早速、金融経済情勢に関する執行部説明に移る。各説明毎に若干の質疑応答の時間を設けようと思う。最初は金融調節、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

それでは早速だがお手許の資料-1、2（追加）の図表1-1、まず日銀当座預金残高の推移である。前回決定会合以降の動きであるが、8月13日に年金の定時払いがあり、この後暫く34兆円台が続いていた。ただその後は低下して、9月に入って9月2日であるが、この日は税揚げであるので、久方振りに30兆円台になっている。この間の無担オーバーナイトコールレートであるが、概ね1/1,000%ないし2/1,000%で安定的に推移している。次に図表1-2であるが、当座預金の保有状況をご覧頂くと、ま

ず都銀であるが足許では17兆円近くまで増加している。これとちょうど入れ替わるような形で、一頃は7兆円位あった外銀が4兆円台まで低下している。都銀の増加は、一部の先がいわゆるレピュテーションリスクに配慮して、債券の売却代わり金を積上げるとか、あるいはオペに応札するなどして、かなり手許を厚くしていることが主因である。それから外銀の方は、これが減っている理由は、円転コストのマイナス幅が、後で申し上げるが、足許縮小しているのも、こういった要因が大きいと思っている。次に資金需給の動向である。図表1-3、8月であるが月間で-7.3兆円の不足であった。当初の予想が-6.5兆円と見ていたところ、銀行券が、満期を迎えた定額貯金の払い戻しに充てる現金ニーズがあって、やや多めに出ている。このため予想比多少不足幅を拡大している。9月、期末月を迎えての資金需給であるが、月初の税揚げ日を含める7日までのところで-5.4兆円の不足になっている。月間では今のところ-5.7兆円の不足になると予測している。そうした中でのオペの結果だが、図表1-4である。前回決定会合の時、オペのパフォーマンス維持に気の抜けない状態が続くであろうと申し上げたが、結果的にはこの表をご覧頂けるように、シャドーを付したCP等買現先一本、これのみが札割れとなったという結果である。そういう意味で割とパフォーマンスは良かったのだが、この背景については私共としては以下のように見ている。まず起点になったのは、国債買現先オペである。このオペは元々エンドの短い期末資金、つまり9月末後、割合早くエンドが到来する資金を供給するものであったのだが、8月の半ば以降、一部の系統機関とか都銀など期末資金需要の強い先の応札姿勢がかなり積極化した。このため札割れが続いた7月中とは様変わりにおペレート、それから応札倍率とも上昇した訳である。この結果、普段は国債買現先オペを利用して証券会社がこれで締め出される形になって、現先オペで彼らが調達しきれなかった分を手形オペで調達する動きに出た訳である。ところが手形オペについては先程申し上げたように一部の都銀が積極的に応札をしながら当預を積上げていたため、オペレートが全般に上昇した。現在、全店手形、それから本店手形、国債買現先、これらのオ

ペレートは、いずれも直近のところで3/1,000%とか4/1,000%とほぼ同水準にある。ただオペレートがやや強含んでいると言っても資金が逼迫している訳では全くない。実際資金吸収オペ、売手オペだがレートは1/1,000%にずっと張り付いているし、応札倍率なのだが8月16日オファ一分については既往ピークの7倍に達するなど、資金余剰感が極めて強いのが実情である。この先9月の月末までの動きであるが、不足地合いが続くので、私共としては引き続き各種オペを併用しながら供給を行っていきたいと思っている。足許では今申し上げたような恐らく一時的な要因でオペレートが若干強含んではいるが、短期市場の方は極めて落ち着いていて、このまま自然体の調節スタンスで臨めば期末の当座預金はターゲット内の34兆円台前半に収まる見込みである。ただ一部の都銀が、先程申し上げたようにかなり高水準の当預を維持しているので、この結果、資金偏在が起きて市場の一部に逼迫感が生じないか、そういった点もよく見ながら実際の対応に努めていきたいと思う。次にABC Pオペ、図表1-5である。8月中は1.の表であるが、11日と27日、2回買い入れを行って、この結果、累積買入額は1.3兆円、残高が2,200億円になっている。続いて、市場の動きであるが、まず図表2-1(2)のターム物レート等の推移である。まず短国レート、FBの3Mをご覧頂くと、こちらは8月の半ば以降やや強含んでいて、10/1,000%とか9/1,000%で推移している。これはFBの荷もたれ感がやや生じていることが背景である。なぜ荷もたれ感が出たかということ、また円転コストであるが、このマイナス幅が縮小して外人投資家のファンディング・コストが上昇している。彼らの購入姿勢が消極化したことが一因であろうと思っている。FBなどの荷もたれ感などから証券会社の在庫が結果的に膨らみ、このためレポ・レートもご覧頂くと分かるように8月中並行して上昇している。ただ9月に入ってから、FBの荷もたれ感が解消方向に向かっているようなので、これに伴ってレポ・レートも足許では低下方向にある。次に図表2-2は円転コストなのだが、縮小方向にある訳である。これは基本的にはドルの金利先高感が後退している、そういったことが主因であろうと思っている。それから金先

カーブだが前回決定会合以降、8月中は景気に対する見方が慎重化したので、これに伴って量的緩和解除時期が後ずれするのではないかと、そういった思惑がまた広がって一旦かなり大きく低下している。ただ今週に入って長期金利が上昇に転じているので、金先カーブも上昇していて、ちょうど今の黒い実線のレベルは今年の6~7月の金利上昇局面直前のその辺りの水準まで戻ってきているということである。それから図表2-3、長期金利の動きであるが、こちらは8月の初め以降株価が軟調に推移していた、そういった中で景気の先行きに対する慎重な見方が出ていて、ずっと低下傾向を辿っていた訳である。さらに中旬に至って、本邦の第2四半期のGDPが予想比下振れした。これに至って、債券市場ではこのGDPの下振れをGDPショックというふうに呼んでいたのだが、市場関係者の景況感が押しなべて下方修正されている。これを契機に、いわゆる景気リカバリー・ポジションとして彼らはショート・ポジションを持っていたのだが、これが買い戻されて金利が低下した。9月2日には10年債で言うと一旦1.5%を割り込むところまで低下をしていた訳であるが、今週に入って月曜日に公表の法人季報で設備投資の増加が確認されると金利は上昇に転じていて、10年債で言えば昨日は1.6%台を回復している。このように債券市場は景気に対する過度の悲観的な見方が後退はしているのだが、かと言ってこのままどんどん金利が上昇していくといったような地合いでもない。実際、ボラティリティも極めて低い水準がこのところ続いている。市場参加者はこうした中で景気回復が続くとしてもそれがどういったペースになるのか、やや計りかねているという感じがする。従って、今後発表される景気指標を見極めながら売買姿勢を固めていこうとしているように窺えるところである。イールド・カーブであるが、図表2-4、これは前回決定会合以降、基本的には結果的にほとんど変化していない。細かく見ると(2)のグラフにあるように、決定会合以降、1回全ゾーンに亘って低下した後、今週の初めから上昇する、そういったプロセスを辿っているが、まだ前回決定会合のレベルまでには戻り切っていない状況である。図表2-7であるが、前回決定会合以降、1か月の間に債券市場参加

者が注目する債券利回り変動要因も変動している。(1)のグラフをご覧頂くと、7月中はこの棒グラフの中の斜めの縞模様、つまり短期金利だとか金融政策が金利上昇要因として意識される度合いが増していたのだが、8月に入ると先程のGDPショックなど市場参加者の景況感の修正を促すようなイベントがあったので、再びこのグレーの部分、景気動向に対する注目度が上がっていて、金融政策について意識される度合いは低下している。図表2-8、社債スプレッド周りの動きについてだが、基本的にはクレジットに対する投資意欲は依然根強いように窺われる。各種指標を見ると、まず(1)の社債流通利回りの対国債スプレッドは概ね横這いである。

(2)のCDSのプレミアムは幾分縮小しているように見える。これは、この間格付けが引き上げられた企業が割合多かったことが好感されているようである。格上げの企業には、割とゼネコンが多かったのが最近の特徴である。次に銀行債のスプレッドであるが、図表2-9である。UFJの統合構想が表面化してからは対国債スプレッド、それからCDSも縮小傾向を辿ってきたところであるが、足許では概ね横這い圏内の動きになっている。次に図表2-10の株式市場の動きである。株式市場は8月上旬までは原油高、IT株安によるアメリカの株安に引きずられるような形で日本株も軟調に推移していた。中旬以降はGDPショックに追い討ちをかけられるような形で日経平均は一旦11,000円を切る水準まで低下している。ただその後は原油価格が反落、これを機にアメリカの株につられるような形でまた反発していて、さらに先週末発表の米国雇用統計、それから今週初公表の本邦法人季報の中身が好感されて上昇している。本日は11,200円台まできている。ただこの水準まで戻ってくると、利益確定売りも出てきて、これに押されがちになる。それから先週はアメリカのインテルの業績が下方修正されたこともITないし半導体セクターにはマイナス材料として意識されているので、なかなか上値が重い状態である。債券市場と同じように株式市場でも景気指標をもう少し見極めたい、こういったセンチメントが強くて、一段の上値を追うにはやや材料が不足している。図表2-11の主体別の動向であるが、まず海外投資家である。グローバル投資

家はリスクテイク姿勢が慎重化しているのではないかとされている。これをご覧頂くと一頃程の勢いはないのだが、一貫して買い越しを続けている。この結果8月も3,974億円の買い越しと、7月の買い越し額を上回っている。それから投信であるが、これもこのところ数えてみると10週連続で買い越しになっている。背景を探ってみると、いわゆる銀行窓販を通じてリスク限定型の投信が預金利回りに比べて高めのリターンになっている、そういったことも好感されてこの間増加をしているようである。以上のような動向を踏まえた株価の今後であるが、先程申し上げたように上値はなかなか重い。ただ一方で景気自体は回復しているし、グローバル投資家の日本株選好も大きく変わってない。それから企業収益が好調を維持していることを背景に、(2)で示しているようにPERがかなり低くなってきているので、割安感も高まっている。こういった株価を支える幾つかの材料も相応にあるというのは指摘できるかと思う。それから図表2-12の原油との関係であるが、8月中は原油価格の上昇が株価の下落材料として強く意識されていた。(1)の二つのグラフで示したように、長めの時系列で見ると原油と株価の間にはあまり明確な連関はないのだが、ただ拡大図が示しているように足許に限って言えば原油の価格が上昇するとアメリカの株が下落して、つれて日本株も下落するといった連動関係が見て取れる訳である。なお、原油価格の変動には投機資金も結構入っているのではないかとされているのだが、この点を見るために、(2)なのだが、このグラフはNYMEXの非商業投資家つまり非実需筋の原油先物ポジションと原油価格の推移を重ねているものである。これを見ると、ロング・ポジションは今年の1月から5月位の方がむしろ大きかったことが分かる訳である。こうした展開を見ると、8月半ばに掛けての原油の上昇は、勿論、投機筋の影響もあるのだが、供給不足の懸念を強めた実需筋の需要が高まったこともやはり大きかったのかなと、そういった点が示唆されているように思われる。銀行株は特にコメントはないので、為替に行く。図表2-14である。為替相場であるが、ドル/円相場については、前回決定会合以降あまり変わらない、レンジ内での動きになっている。図表2-15

で細かい動きを少しフォローすると、(1)ドル／円であるが、8月中はアメリカの貿易収支の悪化、景気指標の予想比下振れから、ドル売りがやや優勢だったのだが、先週の米国雇用統計からショートカバーが入っている。一旦110円までドル高が進んだのだが、日本の景況感も今週に入って改善しているので、いわば日米の景況感が拮抗するような形で109円台での推移になっている。原油については、ドル安材料でもあるが、円安材料でもあるのでニュートラル、ということである。ただ(2)のグラフで示しているユーロについては、原油高に対し相対的に強いと言われているので、原油価格が上昇していた8月半ば位まではむしろユーロはロング・ポジションが積み上がってユーロ高が進んだ訳である。ただ、その後原油価格の反落を契機にこのロング・ポジションが巻き戻されていて、米国雇用統計という材料も加わって足許ではユーロ安の方向へ振れている。最後の図表2-16であるが、基本的には今の為替相場はレンジ取引である。円のIMMポジションをご覧頂くと中立的な状態が続いていることが分かる。ここには示していないのだが、ボラティリティも低い水準にとどまっている。リスクリバーサルグラフが示唆するように、方向としては恐らくドル安センチメントなのだろうが、やはり足許では日米景気の先行きを見極めたいという姿勢から、積極的なポジション造成に向かう動きは見られない。以上のように、債券・株式・外為、各市場とも景況感が割合振れていると、そういった中で市場参加者のポジションは総じて軽くなっている。各市場のボラティリティが低いことに現われているように、相場の明確な方向感をやや掴みかねているような感じがする。従って新たなポジションを造成するための判断材料を見出すため、市場参加者は従来にも増して今後公表されるマクロ景気指標に対する注目度を高めている、これが現状ではないかと思っている。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

技術的なことなのだが、一つだけお伺いしたい。デイリーの市況報告を見ていたら、CP買現先オペの時に、先月末にオペの適格対象銘柄が増えたから応札倍率が上昇した、という説明があったのだが、やはりそういう面はあるのか。

中曾金融市場局長

CPは割と月間の振れがあって、月末に掛けて発行量が増えてくる。だから翌月初のオペは割と玉が入り易い、応札しても札割れになりにくいという傾向がある。24日に札割れをしたのだが、これは月末前なので、適格玉が減ったことが要因である。

福井議長

宜しいか。それでは、海外の経済情勢について、堀井国際局長に願います。

## 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決定会合資料3（追加分）を参照頂きたい。図表1で、いつものようにシャドーが掛かっているのが前回以降判明した計数である。米国の経済指標について、全体として国内民間需要に支えられて景気拡大が続いている姿を示しているが、その拡大力が今年初めに比べて鈍化している様子が窺われる。まず1. 実質GDP、少し古い話になるが、第2四半期の実質GDPは純輸出の下振れから幾分下方改訂され、2.8%成長となった。先月報告したとおり、それまで1年間続いた4%を超える高い成長から個人消費を中心に減速した訳である。その後の主な需要動向に関して見ると、まず3. 実質個人消費は6月に天候不順の影響から減少した後、7月はかなり増加している。このうち6. 自動車販売を見ても、6月、7月と顕著な振れが見て取れる。その後の8月であるが、

鉤カッコ内で、これは業界速報であるのでこれに大体 30~40 万台上乘せした数字がこの数字に繋がるベースであるが、大体 1,700 万台程度と、前月から比べて弱含み横這いといったところで着地した模様である。これらにチェーンストア販売などを併せて見ると、個人消費は引き続き拡大しているがテンポは緩やかになっていると見ている。8. 住宅投資は引き続き高い水準をキープしている。7月は前月の雨の反動が見られたということもあるが、均してみても高い水準をまだ維持している。企業投資に関し、9. 資本財受注を見ると、6月、7月と連続して増加している。ただ、ここにはないが、内容を見ると、ここ数か月、コンピュータ・電子機器それから情報関連の最終財といったところが減少している。この分野での軽い在庫調整がこの計数に反映している可能性がある。供給サイドに目を転じて、11. I S Mの指数であるが、製造業・非製造業とも分岐点の 50 をかなり上回ってはいる。従って業況改善ということではあるのだが、そのスピードに関しては、それぞれややスローダウンしている。12. 鉱工業生産も均してみると拡大テンポが幾分鈍化している。14. 失業率であるが、8月は 5.4%と前月に引き続き低下した。また 15. 雇用者数は8月の非農業部門全体で 144,000 人の増加と、前2か月に比べて増加幅を拡大した訳である。物価に関しては 16.、17. にあるように基調的に変化が窺われない。雇用について図表 2 で動きを確認したいと思う。(1) に今申し上げた失業率、雇用者増減のグラフがある。棒グラフが雇用者の増減であるが、これを見ると8月は 14 万人の雇用増加となったものの、今年の前半の 20 万人を超えるペースに比べると増加ペースがスローダウンしている様子がこのグラフから見て取れる。また企業の雇用姿勢を、(2) の I S Mの雇用指数で見ると、同様に最近鈍化している。(3) の新規失業保険申請件数も足許増加しているが、これについては労働統計局ではハリケーンの影響があると言っているので、その分は割り引いて見るべきかもしれない。ということで雇用全体としてこういった感じである。次に図表 3 でユーロエリアの主要経済指標について見てみたいと思う。1. 実質 GDP であるが、第 2 四半期に 2.1% 成長となった。前期同様に輸出と個人消費が成長に寄与した

訳である。その後の需要動向について、8. ドイツの海外受注を見る限り輸出は増勢を続けていると見られる。生産に関しては、製造業のPMIが50をどうにか上回る水準を続けている。全体として弱いながらも前向きのモメンタムが動いている様子が見られる。この間物価に関してであるが、13. 生産者物価は7月、エネルギー価格の上昇を主因に前年比2.8%と高めの上昇となった。また、消費者物価についても前年比2.3%と、ECBが物価安定の上限としている2%を引き続き上回っている情勢である。図表の4-1、注目の中国の固定資産投資であるが、過熱抑制策の実施に伴って、この5. にあるように、前年比が第1四半期から第2四半期にかけては低下した。しかしその後7月——これは鉤カッコにあるように発表形式に沿って年初来の累計の数字で示してある訳だが——、これで見ると前年比が31%と鈍化が止まっている。実は表には載せていないが、累計ではなくて単月の前年比というのを計算してみると、5月には18.3%にまで鈍化した後、7月は再び32.0%にまで上昇している。私共のところには、中国当局が急激な抑制策を実施したことに伴う政治的摩擦というのを避けるために抑制策を一部緩和しているという情報も伝わっている。ただそうは言っても、電力などの供給力が解消されていないうえに9. にあるように、CPI前年比が5.3%にまで達していることもあって、人民銀行ではマクロ的には引き続き抑制気味の政策が望ましいという認識を変えていない。中国の他の政策当局を含めて経済のソフトランディングに向けて慎重に政策運営をしていると見られる。表の下でNIEs、ASEANの経済成長を見ると、第2四半期までは概ね高い成長を続けてきた。しかし、図表4-2でざっと輸出をご覧頂くと、韓国、台湾、香港、フィリピンといったところで輸出の増勢が鈍化している。韓国については、図表4-3をご覧頂くと、(5)に消費関連の数字がある訳だが、この韓国の個人消費を見ても冴えない状況である。そうしたことを背景に韓国銀行では8月12日に金利の引き下げを実施した訳である。(6)で消費者物価を見ると、韓国、台湾、フィリピンなどでエネルギー価格上昇の直接あるいは間接的影響、それから食料品の値上がりといったことがあって上昇幅が高まってい

る。また香港の7月を見ると、98年10月以来続いた前年比のマイナスがこの7月になってやっとプラスになった訳である。なお、タイでは先行きの物価上昇圧力の高まりを背景に、8月25日には金利の引き上げを実施している。これ以前の引き上げ、タイ中銀の利上げは2001年6月にまで遡る。次に図表5である。アメリカの金融指標を見ると、(2)株価は7月中旬に掛けて原油価格の急騰などを嫌気して下落した訳であるが、その後原油価格が水準を切り下げると上昇に転じている。一方(1)長期金利は、経済指標の強弱に反応して小さな変動をしている。先行きの金融政策に対する市場の予測であるが、(5)FFのフューチャーズにもあるが、9月のFOMCでの25bpの利上げはほぼ100%織り込まれている。11月の25bpについても大方織り込まれている。年末のFFレートであるが、これについても1月限のところでご覧頂いてお分かりのとおり、2%まで達するという予想はフルに織り込まれていて、一部には2.25%という見方もある。なお、リスク関連指標については低位安定で変化が見られない。さらに図表6であるが、欧州の金融指標であるがアメリカとほぼ同じ動きを辿っている。ECBの金融政策に関しては、年内金利据え置きという見方が大勢である。一方ここにはないが、BOEに関しては11月に25bpの利上げをするのではないかとといった見方が市場では多いところである。最後に、エマージングの株価に関しては、原油価格が低下する中でアメリカの株式市場の復調と軌を一にして上昇している。対米国債スプレッドも縮小している国、地域が多いところである。以上、世界経済全体として景気拡大は続いているが、成長をリードしてきたアメリカ、それから東アジアでその拡大のテンポが今年初めに比べると幾分鈍化しているというのが最近の特徴である。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

今、年初に比べ鈍化しているという説明があったが、それがいつまで続くのか、あるいはこれからどういうふうになっていくと考えられるのか。

堀井国際局長

一応、原油価格が市場の、先程のレートで想定されるような形で漸次下がってくるということになると、恐らく潜在成長率並みの成長といったところに落ち着いていくのではないかと考えられる。標準的にと言うか、市場の見方も、それからFRBの見方もそういったところが多いようである。ただ、仮にオイルが高止まると——40ドル台前半ではあっても高いところでとどまるということになると——、少し再加速といった感じとは遠くなるのかな、という感じは持っている。物価面へのオイルの影響というのもあって、金利の方はなかなかそう簡単には少なくとも下げられない訳であるし、場合によってはこれ以上、上がってくるということになると、金利面からまた引き上げのペースが上がってくると考えられる。財政の方はご承知のような情勢で、財政赤字の削減というのがむしろメニューに載っている中で、追加的な刺激策はマクロ面から打ちにくい、という情勢のもとで、オイルの悪影響が強く出てくる可能性がある。

福井議長

宜しいか。では、国内の経済情勢について山本理事、早川調査統計局長、お願いします。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それではいつもの資料4の参考計表と先程お配りしている追加図表、法人季報の数字を使って説明したいと思う。先月の本席で私は、海外経済の減速の影響がそろそろ出てきても良い頃なのだが、まだ出ていないという

ことを申し上げたのだが、今月は輸出・生産辺りにそうした影響が少し出始めたことが変化かと思っている。早速だが図表1をご覧頂きたい。

まず、前回会合以降に出た第2四半期のGDP統計の第一次速報である。ご承知のとおり、この成長率は年率1.7%とかなり低めの数字になった。先程、中曽金融市場局長からの紹介では、金融市場ではGDPショックということなのだが、私は何もこれをもって何か減速の兆候というふうに考えている訳ではない。確かに数字は低い数字になったが二点申し上げる必要があると思っている。一点目はまさに総裁が先だって強調された点だが、この数字はやはり均して見る必要があるということである。昨年、第4四半期が年率7.4%、第1四半期が6.6%であるので、実は第2四半期の1.7%で計算しても三つ平均すると年率5%台の成長ということで、相当高い数字になる。併せてこれはもう前から何回も申し上げたことなのだが、この第1四半期と第2四半期の四半期分割に関しては、季節調整の問題でなかなか評価しにくくなっているということがある。実際、後程ご紹介するが生産指数とか、あるいは全産業活動指数といった経産省系列の数字ではむしろ、第1四半期が弱くて第2四半期が高いということである。季節調整の問題なので、どちらが正しいというのはなかなか難しいが、均してみるといずれにしても今年前半はかなり高い成長で推移したと考えた方がよいと思っている。二点目は、これはもう既に新聞報道等で皆さんよくご承知のことではあると思うが、この第1四半期の数字が低い数字にとどまった理由は、設備投資が横這いという数字であったからである。この点に関しては、まず第一に、この時点では供給サイドの推計だけが使われている。後程ご紹介するように、今週出た法人季報を見ると、この設備投資がそこそこ伸びているので、これだけ考えても上方修正と考えられる。併せて実は細かいことを申し上げますと供給側推計についても従来は4~6月の数字を使っていたのだが、今回はなぜか4~5月の数字だけを使って推計していたために、実は6月の特にこれは資本財の中の輸送機械とか建設財だが、これが伸びていたことが、十分反映されていないということもあって、供給サイド面からも上方修正になるということであり、恐らく今週末に出る

二次速報では設備投資の上方修正はほぼ確実と思っている。勿論、全体は在庫投資が第1四半期は0.5%プラス寄与の後、第一次速報横這いになっているが、これはひょっとすると下方修正になるかもしれない。そうするとあまり全体には大きな上方修正にならないかもしれないが、設備に関しては以上が申し上げたいことである。

次に図表5である。実はGDPではなくて、私がなにがしか海外経済の影響が見え始めたと申し上げたのは、まず第一に貿易統計であって図表5をご覧頂ければお分かりのとおり、去年の後半から今年前半に掛けて相当な勢いで増えてきた輸出が7月単月ではあるが、ほぼ横這いになっている。中身は図表6をご覧頂きたいのだが、(1)地域別と(2)財別を合わせて申し上げる。まず最初に米国向けであるが、この数字が7月の数字がマイナスになっている。これは一つは第2四半期に増えた自動車関連が、米国に関しては実は減っているということと、それに加えて消費財がかなり大きな減少になっているのをお気付きだと思うが、消費財の減少である。これはデジカメ等を含むデジタル家電がこれまで快調に飛ばしてきた後で、この7月についてはそこそこ大きめの減少になった。EU向けについても、ほぼ横這いの動きではあるが、米国同様、消費財が減少している。アジア向けに関して申し上げると、アジア向けはまだ引き続き伸びてはいるが、とりわけ中国のところなどをご覧頂くとこれまでの高い伸びに比べると、第2四半期、第3四半期とかなり低めの伸びになっている。実は中国向けについてはかなり犯人がはっきりしていて、一つは財別でいくと情報関連のところはマイナスになっているのがお気付きだと思う。これにかなり影響しているのが、中国向けの携帯電話の基地局設備の輸出がかなり落ち込んでいる。もう一つが、同じく(2)をご覧頂き、資本財・部品である。資本財・部品はまだ全体としてはプラスなのだが、伸び率がかなり鈍化していることをお気付きだと思う。これは中国向けの建設機械の輸出鈍化が起こっている。この二つに関しては比較的是っきりしていて、中国が過熱抑制策で抑えているところである。このようなことであり、通常であると私、一月位の数字だとまだその背景が分からないのももう少し様子を見た

いと申し上げるところなのだが、常識的に考えて世界経済の減速が、特に米国経済の減速が第2四半期にかなりはっきりと起こった。かつ中国についても足許はともかく第2四半期はそこそこ減速した。タイミング的に言ってその数字が7月位に現われてくるには、如何にもタイミングとしてぴったりであるということ。中身も米国向け消費財、それから中国の先程、過熱抑制策の対象の財ということであるので、理由はかなりはっきりしており、恐らく海外経済の減速の影響がこの辺に少し出てきたとこの時点で判断しても良いと思う。勿論、恐らく海外経済については、米国についても減速はしつつも拡大基調を維持するということだし、中国に関してはむしろ最近はどちらかと言うと、また強くなっているのではないかということなので、輸出の増勢自体は変わらないと思っているが、スピードはやはり、なにがしか鈍化しつつあると思っている。併せて後程の在庫との関係で図表7、情報関連のところ(2)世界半導体出荷をご覧頂きたい。ここ暫く世界半導体出荷はずっとWSTSの予測を上回ってきた。実は第2四半期は相当予測を大きく上回った。その後、7月に関して申し上げるとご覧のとおりかなり反動減になっている。勿論、4~6月が高かった反動という面が結構あることは間違いないが、ちょっとこの辺で様子の変化が起こっていることをお気づき頂けると思う。

輸入はもうほとんど変化がないので省略させて頂き、ここで追加図表の法人季報で設備投資、収益の4~6月期の動きを確認しておきたいと思う。図表1、全産業で見た数字だが、(1)設備投資は私共の手許の計算では、第1四半期+1.4%の後、第2四半期+3.2%という数字が出てきた。これは名目値だが、ご覧のとおり一次速報のGDPベースは実は4~6月、小幅のマイナスだったので、先程申し上げたとおり、これが反映されれば設備投資はそこそこの上方修正になる可能性が高いと思っている。それ以上に今回、実は特徴的であったのは(2)収益であり、とにかく一直線に上がっている。もうちょっと普通は緩があるものなのだが、とにかく猛烈な勢いで上がっているというのが、むしろ今回の大きな特徴だった。図表2以下で若干の内訳を見ていきたい。まず設備投資だが、(1)製造業大企業



はご覧のとおり着実な増加という感じである。第1四半期2%、第2四半期3%の増加である。正直言って短観のような例の2割増という計画から言うと、しかも短観は一応上期にやると書いてあったから、あれとの対比で見ると実はこれは遅いのである。これはまた去年と同じパターンかと思っていて、計画は出ているのだが進捗はやや遅れめという去年と同じパターンかなという印象を若干持っている。一方、(2) 製造業中堅中小企業だが、これは確かに第1四半期、第2四半期と落ちた。ただ、ご覧のとおり去年が相当な勢いで上がっているし、元々これはギクシャク進んでいく統計なので、これは去年の強さの反動の範囲内、基調としては増加していると見て頂いて結構かと思っている。(3) 非製造業大企業は横這いである。これは短観等の計画ともほぼ一致した動きということになるかと思う。最後、これは実を言うと今一番説明に苦慮しているのが(4) 非製造業中堅中小企業であり、これは実は去年の第4四半期から伸びたまま3四半期続けて増えてしまった。以前も苦労しながら、例のパチンコ関係だとか旅館とかが増えているのだがと申し上げて、第2四半期位には反動減が出るだろうと申し上げたが出ておらず、旅館は減ったようだがそれ以外はよく分からない。実は今回、標本換えが一つ起こっている。それと同時に、標準産業分類というのが変わっているものだから、業種別の分類の変更も行われている。その結果、時系列の接続が上手くいっておらず、実は細かい業種別の動きが把握できていない。従って、ちょっとよく分からないと言わざるを得なくて、我々は一応断層修正は色々なことでやっているのだが、ひょっとすると標本の入れ替えに伴ういわば段差みたいなものが、若干ここに現われてしまっている可能性があると言わざるを得ない。図表3、今度は収益の方だが、収益はご覧のとおりである。当然のことながら若干の季節調整の関係もあってギクシャクはあるが、基調として見て頂ければ全ての分野に亘って収益は順調に増えている。特に今回の特徴は(1) 製造業大企業であった。以前はどちらかと言うと製造業大企業が先行して収益が増えた後、他の方が追い掛けてきていると申し上げたのだが、この第2四半期については逆に、この大企業が一段と伸びてしまった。因みに、こ

の数字は季節調整毎に変わるので、あまり下二桁まで申し上げては仕方ないのだが、一応、現時点での私共の手許の計算は売上高経常利益率 6.19% である。バブルのピークを超えた。バブルのピークは私共の手許の計算が 6.0% 弱であるので、一気にバブルのピークを超える、このような数字になっている。これは今、4~6 月の数字であるので、その後の動きを若干確認しておきたいと思う。参考計表、図表 13 をご覧頂きたい。まず、足許のところだが資本財出荷をご覧頂くと 7 月も資本財出荷は増えており、4~6 月対比で +4.1% である。設備投資は現状も増加を続けている。図表 15 の先行指標関係についても、まず第一に機械受注はご承知のとおり 4~6 月の実績は予想とは大きく異なって、かなり大幅な増加で着地した。7~9 月の見通しがまた現時点ではプラスで出ている。技術的になるが、これは 4~6 月が見通しと実績の乖離が凄く大きくなっている所以、この見通し計数の作り方の関係上ちょっと強めに出ているかもしれない。従って 7~9 月は実績は予想を若干下回る可能性もあるかとは思っているが、そういうことを考慮しても基調としては増加している。(2) 建築着工床面積についても、これまたギクシャクはある。そのギクシャクを主に作っているのは不動産開発が時々ダマになって出てくるのでギクシャクする訳だが、レベルをご覧頂くと今年の第 1 四半期にかなり上がった後、その高いところで行ったりきたりしている。基調としては製造業、工場である。それから流通関係、これはショッピングモールの建設だと思う。それから運輸業と出ているから恐らく物流、配送センターだと思うが、その辺を中心に堅調な動きである。それから図表 17 も一応見ておきたい。これは証券会社の上場企業に関する収益の予測だが、これをご覧頂くとお分かりのとおり、この春位の数字に比べて、この 6 月、8 月調査辺りはそこそこの上方修正になっている。先程の 4~6 月の数字と比べると大したことはないと思われるかもしれないが、いずれにしても原油価格がかなり上がっている状況のもとでも——恐らく証券会社はこれを無視していると思えないので——、そういう状況のもとでも、むしろ収益は上方修正の動きになっているとお考え頂けると思っている。

次に図表 18 である。今度は個人消費関係である。個人消費関係は現時点では 7 月の数字が中心だが、この時点の数字を見ると販売統計等は総じて強めと申し上げることができる。まず第一に自動車。乗用車についてはご覧のとおり 4~6 月は落ちた。これはグリーン税制の反動と、それから実は 4~6 月に新車投入がほとんどなかったということ。加えて某社の大きな落ち込み、といったものが重なってこういう数字になった訳だが、この 7 月、8 月はそろそろ新車投入が始まって比較的良いスタートになっている。恐らくこの秋にもまだ比較的大物の新車投入が予定されているので、年後半はまあまあで行くのではないかという感じの動きである。家電販売もご覧のとおり、7 月はかなり強い数字になった。申し上げるまでもなく、オリンピック需要でテレビ、DVD が売れたほか、猛暑でエアコンも売れた。ただ、百貨店・スーパーは猛暑の割には今一つである。百貨店は一応増えたが、これはどちらかと言うと例年 6 月にスタートする夏物セールが 7 月からスタートだった分位の話で、猛暑の影響はそれ程顕著には出ていない。増してスーパーになるとほぼ横這いであり、あまり猛暑を活かせていない。コンビニエンス・ストアはまずまずである。そのほかサービス関係は、ここに出ている旅行取扱は 6 月末までだがご覧のとおり 4~6 月はかなり大幅な増加になった。ここには出ていないが外食も 7 月まで好調であり、総じて良い。ただ一点、家計調査の数字はご覧のとおりになっている。前から申し上げているとおり、今年前半はサンプル要因もあって出来過ぎだったと思う。その出来過ぎの反動が 6 月に出て、7 月もそれがまだ続いているので、このところだけは比較的大きなマイナスになっている。以上あれこれを纏めたのが図表 21 に出ている。これをご覧頂くと販売統計の合成指数は、百貨店・スーパー辺りのウエイトが大きい店舗調整後で見ると、横這いかちょっと強い位だが、コンビニエンス・ストア等も含んだ店舗調整前では比較的順調に増えている。(2) の消費財総供給も増えている。最後に (3) 消費包括指数、CCI に関して申し上げますと、例の家計調査の分があるので今一つ元気はないが、何とか供給サイドの数字のおかげで上り調子は維持している。それから図表 23 は普段ご紹介しないが、

住宅についてたまたま7月が124万戸という数字になってしまったので一言だけ申し上げておく。去年もご記憶だろうか、6月にやけに強い数字が出た。これは例の住宅ローン減税の段階的縮小というのをやっており、従って、古い、いわゆる甘めの住宅ローン減税を受けるためには年末、12月末までに入居が必要になる。そうすると持ち家だと大体年央、6~7月に着工しないと間に合わないという事情があり、去年はこれが6月に出たが今年が多分7月のこの辺の動きがそうかと思っており、そういう事情であるので多分、一時的なものであろう。

次に図表 25。今度は生産面である。鉱工業指数に入る前に先程ちょっと申し上げたので、第3次産業・全産業活動指数の数字が出ている。4~6月の数字ではあるが、例えば全産業活動指数をご覧頂くと前期比で見て10~12月+1.2%、1~3月-0.1%、4~6月+1.8%である。この辺が先程申し上げたように10~12月が強いのは皆一致している訳だが、1~3月と4~6月がどうかというのはGDPが正しいのかこちらが正しいのか、季節調整であるから所詮答えはないが、私などの印象は先程の法人季報などを見ても、どちらかと言うとこちらにやや近いかもしれない位に思っている。それはそうとして今回の変化のもう一点は、この鉱工業統計であり、ご覧のとおり7月の生産は6月減少の後横這いにとどまった。この結果、予測指数通り8月、9月増加しても7~9月は0.6%の増加で、1~3月並みのやや低めの伸び率にとどまる。私共の企業ヒアリングの感じでも7月から12月位に関しては均して見て1%を若干下回る程度の生産の増加であり、やはり昨年の後半からこの4~6月までと比べるとちょっと勢いがやはり鈍化している。この点に関しては先程申し上げた輸出の伸び率の鈍化ということと、直ぐに申し上げる電子部品の在庫調整の動きが影響してきているのではないかと思っている。そこで早速、在庫だが図表 28 をご覧頂きたい。まず鉱工業全体で見ると、本当に異例の動きが続いている。前にも申し上げたように第1四半期と第2四半期の白丸が全く重なったところにおいて、その後、7月はむしろ下の方へ動いてきている。そういう意味では時計の針が反対に回っているような動きになっている訳である。こ

の動きを作り出しているのは二つあって、一つは(4)耐久消費財である。これがご覧のとおり第2四半期に一瞬45度線を引っ掛けるような動きになった後、また真下に大きく落ちている。これは時々あるパターンなのだが、一つは車の船待ち在庫であった。従って自動車の在庫は非常に良く管理されているので来月落ちると言うとは本当に落ちるのだが、キチッと落ちてマイナスになったということと、猛暑でエアコンが売れたものだから、この在庫も減ったということで耐久消費財が大きく落ちた。加えてこれは単月の動きではなく最近の動きとして(6)その他生産財、素材業種の動きだが、これはもう暫く前から時計の針がずっと反対に回り続けていて4~6月、7月も同じような動きになっている。ただ、こうした中であって、こういう動きに全体としては隠れてしまっているのだが、(5)電気機械類生産財、すなわち電子部品のところだけ見るとご覧のとおり4~6月のところで45度線を引っ掛けた後、7月はどちらかと言うと左下、原点方向へ向かった動きになっている。先月まではどちらかと言うと生産増、出荷増、在庫増という形だったのだが、7月は単月ではあるが生産減、出荷減、在庫減という動きになった。要するにある種の在庫調整が起こりつつあるということかと思っている。これも前から申し上げているとおり、ヒアリングをすると品目により企業によりバラバラなものだから、なかなかいつを持って在庫調整局面に入ったというのは難しいのだが、一応、私共はこのグラフの形を見てこの辺で入りつつあるということかと思っている。幸か不幸かご覧のとおり前回のITバブル崩壊の時と比べると、在庫の回り方がかなり違う。前回は本当にここからさらにどんどん左上の方へ行ってしまったのだが、足許、既に左下に向かいつつある。これは恐らくは、いわゆる汎用部品のウエイトが下がっているので前回のようには二重発注、三重発注で在庫の居所が分からないようなことはあまりないということと、比較的早期に調整が始まったということかと思っている。従って、今、業界では取り敢えず平均値としては軽度の調整が始まったという認識であり、比較的短期間の調整で済むだろうと見ている。私共もその蓋然性が一番高いとは思っているが、何分にもこれはよく分からない業界なので、少

し注意して見ていく必要があると思っている。なかなかこの業界は自動車のように来月こうなるというとおりにならないものなので、毎月きちっと見ていく必要がある。

次の図表 29 は雇用面である。雇用面のうち、まず職業安定統計に関しては、基調には大きな変化はない。確かに新規求人、これは毎月振れるものだからなかなか基調を掴みにくい、伸びとしてはやや頭打ち感があるかもしれない。ただ、一応新規求人はまだ前年比で二桁の伸びを続けているし、逆に求職が少し減ってきたりしているものだから、有効求人倍率を見れば、新規求人倍率も基本的には上昇の傾向を続けているので、労働需給の改善は相変わらず続いていると考えて良いと思っている。最近、悩ましい動きをしているのが労働力調査で、このところ毎月非常に荒れた動きになっている。5月の時はご記憶だろうか、失業率が4.6%まで下がってしまって、これは下がり過ぎだと申し上げたのだが、6月は実はご覧のとおり労働力人口が大きく減ってしまったために、6月で見ると、雇用者数、就業者数が減ったにもかかわらず、失業率は低いままいつってしまった。7月は労働力人口が少し戻った。戻ったのに雇用者数、就業者数があまり増えなかったために失業率が一気に0.3ポイントも上がってしまったのだが、この辺の動きは相当程度、標本誤差であると思っている。従って、4.6%へ下がった時は出来過ぎであり、逆に4.9%へ上がったところはちょっと悪過ぎだと思っている。一例だが、例えば雇用者数の前年比が4~6月、一頃の1%から一気に0%になってしまったのだが、目立っているのは例えば運輸業の雇用者数の減少などというのが統計上起こっている。ところが7月の別の統計を見ると、商業販売統計で卸売業の販売が物凄く増えている。卸売業の販売が物凄く増えて運輸業の雇用がとても減っているというのは、どう考えても辻褄が合わない数字なので、多分、統計の振れに違いないと思っている訳である。それが証拠に図表 31 をご覧頂きたいのだが、(1)が労働力調査の雇用者数で、(2)が毎月勤労統計の常用労働者数だが、ご覧のとおりこのような動きになっており、(1)は黒いところだけをご覧頂きたいが、上がったたり下がったりしている。やはりサ

ンプルの振れも結構ありそうな感じかと思うが、逆に(2)はちょっと滑らか過ぎるのかもしれないが、滑らかな統計であって、その滑らかな統計を見ると足許も雇用者数は増えているので、基調として見ればこのような感じだろうと思っている。むしろ毎月勤労統計について申し上げますと、今月の問題は賃金の方であり、所定内給与及び所定外給与については特段何も変化がない。問題は特別給与であり、図表 33 をご覧頂きたいのだが、実は7月単月でも極く僅かなマイナスになって、6月、7月を合わせると特別給与が前年比-3.1%と思いのほか大きなマイナスになってしまった。正直言って6月時点では去年の卸小売業の増加の反動減ということと、それから6月はいわゆる広義公務員、学校職員とか病院職員とかいうところの減少が影響したと思うので、7月は増えるだろうと私共は思っていたのだが、ご覧のとおり結果としては増えなかった。勿論、このマイナスに対しては先程申し上げた、恐らく若干のサンプル要因と思われる卸小売業の影響、広義公務員の影響に加えて何と言ってもパート比率の上昇が影響している訳だが、私共はどちらかということ、要するにパート以外のところが増えて、パート比率で減って刺し違えて前年比トントン位はいくかと思っていたので、正直言って思ったより弱い。先程の法人季報の企業収益とこれを合わせて見ると、益々それにしてもボーナスについて渋いという印象は否定できない。

次に物価面に移りたい。図表 35 の商品市況を見ておきたい。国際商品市況については相変わらず上昇基調が続いている。特に(2)をご覧頂くと非鉄などは最近大人しくなっているし、穀物は実は下がっている。従って国際商品市況を引っ張っているのは専ら原油になるかと思う。勿論、原油はここ1週間位少し大人しいが、レベルとしてはかなり高い。従って図表 36 の輸入物価をご覧頂いても、(2)の3か月前比のグラフをご覧頂くと、ほとんど専らグレーのところで上がっている。すなわち、原油関係で上がっていることがお分かり頂けると思う。図表 37 で国内の商品市況も見ておきたいのだが、国内の商品市況も相変わらず強い。強い理由は二つあり、一つは(1)の①、細い線の石油。これは原油価格の上昇に伴っ

てガソリンが上がっていること。②の化学、これも原油価格の上昇、もうちょっと細かいことを言うと実はベンゼンがとんでもない値上がりをしていて、ベンゼン絡みのスチレンなどそういう関係になるが、そちらの方が物凄く上がっている。さらに鋼材も一頃下がっていたスクラップの値段が7月、8月とかなり上がった。足許はちょっと下がっているが、かなり上がってその影響が条鋼類等にも出始めているので、全体として強い。以上の結果、図表 38 をご覧頂くと国内企業物価は (2) の3か月前比で見て 0.5%、前年比で見て 1.6%の上昇である。グラフをご覧頂いても基本的に主役は鉄鋼関係と原油絡みだが、それと同時にこのところ設備投資好調の影響を受けて、資本財の値段が強含んでいるので、機械類のマイナス幅も小さくなっている。従って、私共は実は一頃、3月、4月は3か月前比で随分上がったが、夏場頃には結構落ち着いてくるのではないかと思っていたが、なかなか落ち着いてこない。目先まだ3か月前比で見て少し高めの動きが続き、前年比ではひょっとすると一時的には2%を窺う勢いかもしれない。ただ、勿論、電子部品の影響もあって若干機械類のマイナス幅が大きくなる可能性があるのと、いずれ米が落ちるということはあるので、どんどん上がっていく訳でもないと思うがこのような動きになっている。図表 39 で段階別に見ておくと、ご覧のとおり素原材料は一旦下がってまた上がった変な動きになっているが、この変な動きを形成しているのは鉄スクラップである。(2) の中間財については引き続き順調な価格転嫁が行われている。最後に最終財がまたマイナスが縮んできて、足許ゼロ位になってしまっているが、これは今申し上げた資本財の動きと、ガソリンが最終財にカウントされているための動きであり、それ以外の消費財への影響は依然として小さい。最後に図表 41 である。消費者物価は7月の全国の除く生鮮は前年比-0.2%であった。6月の-0.1%と比べると、0.1%ポイントマイナス幅が拡大したが、これは非常に単純に(2)の財をご覧頂くと、白いところのマイナスがキュッと大きくなっているのがご覧頂けると思う。これは去年のたばこ税引き上げの裏なので、それだけの動きがある。8月の東京辺りの動きを見ても、恐らく8月の全国はあまり動きが



ないだろうと思っている。9月になると足許のガソリン価格の値上げの影響が出てくるので、ひょっとするとマイナス幅が物凄く小さくなる、あるいは場合によってはゼロといった可能性も単月なくはないと思うが、10月にはいよいよ米が下がる。米は台風の影響次第という面もあるが、今のところ豊作と言われており、ひょっとすると去年上がった以上に下がる可能性もあるので、いずれにしても消費者物価は基調として見れば小幅のマイナス状態が続く可能性が高いと思っている。

以上申し上げたように、今月は景気周りのところで三つ位のこと起こっている。一つは先程申し上げたように、海外景気の減速の影響が輸出・生産のところに少し出てきた。もう一つは、先程申し上げたように電子部品の在庫調整の動きが軽度だとは思いますが動き始めた。三つ目に、企業収益の大変な好調にもかかわらずボーナスは実はあまり私共が期待したよりもさらに弱めであった。以上のように考えると目先の景気については、昨年の後半から今年の前半までの動き、ないしは私共がこれまで考えていたのと比べると少し回復の勢いが元気のないものになる可能性が高いと思っている。と言うのは、輸出・生産の伸び率が少し鈍化してくる。そこに電気部品の在庫調整が若干の綾を付ける可能性がある。その一方で、企業から家計への波及という観点ではボーナスがこのようなことだったので、なかなか所得がしっかりしたものにならないという意味で、目先の動き的にはここ半年そこらは、ややポジティブ・サプライズに慣れた目で見ると、ちょっとここから半年位はややダルな動きになる可能性が高いようにも思っている。ただ、基調は変わらないと思っている。前提条件としてまず第一に、世界景気は減速はしても拡大基調、これは多分蓋然性としてはかなり高いと思っている。かつ、電子部品の在庫調整についてもITバブルの崩壊のようなものとはかなり性質が違いそうであって、比較的短期間で済むであろうということを前提にすれば、基調は変わらないと思っている。収益の波及という面に関しても何分にも企業収益は先程ご覧頂いたような状況にあり、アネクドータルに言うとか某社の一時金の支給とか、収益がびっくりする程良かった某社がボーナスを少し払うなどという話は

出ているので、恐らく流れとしてはそんなに変わらないと思っている。それと同時に、今起こっているようなことは景気循環の観点から考えた時に、どういうふうに評価するかというのは結構複雑だと実は思っている。皆さんご記憶かと思うが、私は3か月位前に当時の私の予想では、海外経済の減速ないしITの在庫調整の動きが、今年の終わりか来年の初め位に出てくる可能性があるとして申し上げたと思う。実はこれが二つともやや早くなった訳である。要するに海外経済が今年後半減速すると言ったら、第2四半期にアメリカは減速してしまったとか、それからIT在庫も年末位にと言っていたら、比較的早めにきてしまった。であるから逆に言うと先程申し上げたように、目先の景気の勢いはやや弱くなるということなのだが、3か月前に私が申し上げたのは実は、その頃になると景気拡大、現時点でもう30か月なので、来年の初め位という結構成熟局面にきていて、そこに今、ショックが加わるとある種製造業全体で見ても在庫調整局面に入ってしまうと、来年前半位、半年か3四半期位、いわゆる景気基準日付の意味での景気後退のようなことが起こり得るとするのは、一応シナリオとして念頭に置いておいて欲しいということが多分申し上げたように思う。そういう観点から見ると実は、早めにきたということは悪いとばかりも言えない。在庫循環の絵を思い出して頂くと、現在、第4象限のかなり深いところにいる。これだとすると先程申し上げたようにショックがそれ程大きくないという前提に立てば、こなし得るような在庫局面にあるということ。これは勿論、中国のおかげという面も大きいのだが、そういう局面にあるということになる。従って、もし仮に先程申し上げたような前提が正しいとすると、海外経済への減速への適応を行い、ITの在庫調整が終わると比較的若干の灰汁抜け感が出てくる可能性もある。勿論、これは別途新たなショックが起こらないという前提だが、そのようにも見えるということで、そういう意味では、どちらかと言うと当初考えていた何かマイナスの影響のようなものが思ったより早めにきた。そのことは目先の景気については当然、やや弱めの展開になるということだが、これは来年まで考える時、悪材料とばかりも言えない。このように私は現在評価してい

る。以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

中原委員

図表の失業率の数字では、確かに労働人口は増えているが、非自発的離職者数もちよっと増えている。この辺をどうお考えか。

早川調査統計局長

総務省は自発的を強調したのだが、実際に統計上起こっているのは両方増えている。これは恐らく、特に非自発だけが増えているとは思っておらず、恐らく統計の振れの影響が大きいと思っており、これは標本が基本的に2か月ずつ半分ずつ交替していく統計になっている。従って多分、労働力人口とか雇用者数の動きは6月にそういうサンプルが入って、このようなことが起こっていると思っているので、恐らくもう1、2か月位経つと多分戻ってくるのではないかと思っている。実はやや笑い話のような話をすると、アメリカの雇用統計は皆さんご覧頂いて、何か10万人とか15万人増えたとか減ったとか言って随分色々騒いでいるのだが、昨日、堀井国際局長に教えて貰ったらアメリカのペイロールの統計というのは、誤差率、標準誤差が10万人位。10万人というのは分母が確か1億2,000万人か1億3,000万人あるので、0.08%とかそれ位の数字になる。逆に言うと物凄くアキュレットな統計であり、その10万人というのは日本式に言うと0.08%増えた、減ったというそういう数字である。ところが私共の労働力調査というのはこれは半端でない振れ方をする。0.5%位ざらであり、0.5%というのは何万人か…、30万人位は平気で増える数字であるので、もしこの数字をアメリカ式に報告していると今月は80万人増えたとか、次は50万人減ったとか、そのような数字になっており、それ位のつもりで付き合っていないといけない統計である。日本の統計もそういうもの

が多い。機械受注など前期比5%位までは基本的には大したことはない。

福間委員

この前、どこかの統計もそうだと言って報告があったな、国際局から。

福井議長

毎月聞いても仕方がないという面もある。

早川調査統計局長

それが逆に言うと私共の商売である。このようなものは振れであるとか、これ位くるとちょっと真面目に考えなくてはいけないとか、そういうふう  
に申し上げるのである。

福間委員

なるほど。

田谷委員

だからその差で随分色々説明されていた。労毎格差とか言って。

須田委員

これだけ振れるのであれば移動平均なり、そういう格好で見ていこうと  
いうふうにはならないのか。

早川調査統計局長

であるからそういう見方も勿論できる。例えば私共、労調については割  
合、前年比で特にご説明しているのは、前月比だとあまりにもとんでもな  
いので一応前年比。勿論、3か月移動平均という手もあるが…。機械受注  
なども一応四半期でしか話さないのは、3か月移動平均で見るか四半期で  
見るかしないと、なかなか月次では語れない統計だと思っているからであ

る。

春委員

一つ宜しいか。参考計表の図表 29 の雇用関連指標の一番下の行だが、名目賃金は下がっているが常用労働者数が増えたので、雇用者所得がほんの僅かプラスになっている。それはどう見たら良いのか。

早川調査統計局長

これも正直言って今月に関して言えば、7月はたまたまボーナスが一応小幅の減少にとどまったのでプラスになったということだが、前の月は結構大きなマイナスなので、これでもって前から言っているように、下げ止まりつつあるという感じは間違いないと思う。決してズルズル下がっているとは思わないが、下げ止まった、というようにエクスクラメーション・マークを打ちたいのだが、そこまでなかなかいかない状況である。

春委員

ボーナスとの関係がなくなると、これはプラスに定着する可能性がある。

早川調査統計局長

然り。それはそういうことになろうかと思う。であるからボーナスがプラスになってくれればという。

春委員

そうならばなお良い。

早川調査統計局長

正直言って、要するに先程、固有名詞を出さなかったが例えばトヨタは今年の春、ボーナスをもうちょっと払って欲しいと思ったのだが、今頃に

なって一時金を払うと言っているし、4,000億円も儲けると言っている某鉄鋼メーカーはさすがにボーナスをちょっと弾むという話が出てきたので、流れとしてはそういう方向かと思うが、それにしてもちょっと遅い。先程のバブル期を超えたという利益とこのボーナスを見ると、それにしてもやはり賃金面への波及が遅いなというのは前から思っていたが、改めて今、ちょっとこれははっきり言ってショックであった。

植田委員

これは先程よく分からないという話だったのだが、設備投資のセクター別のものを見ると、ここ1年弱位か、半分以上が非製造業の中堅中小で説明されている。

早川調査統計局長

然り。

植田委員

すると、これまでの景気の見方は輸出・生産、それに近い設備投資が引っ張ってきた、ということだったのだが、データだけを見ると修正を迫られるような気がするが。

早川調査統計局長

正直言ってデータはそうである。

植田委員

しかし何とも説明が…。

早川調査統計局長

正直言って例えば、このデータだと例えば短観などと突き合わせた場合ピッタリはこない。確かに短観も非製造業中小企業、去年後半は少し良

かったかなという感じはあるが、今年は何分にも計画が結構大きなマイナスである。恐らくあれも修正されていけば大きなマイナスではなくなるというところまでは自信があるのだが、仮に先程の中小企業非製造業、ここから横這わせると前年比 20 数%などという数字に多分なってしまうはずで、それは幾ら何でもと実は思っている。確かに具体的な業種を考えてもここはこれだけ増えているとなかなか言えないものだから。

#### 田谷委員

確かに売り上げを見ても利益を見ても、設備投資にしても非製造業なのである。しかも、中小の非製造業は凄く伸びている訳である。

#### 早川調査統計局長

では、一言。これはもう確かめようもない仮説だが申し上げると、今回、先程ちょっと申し上げたように J S I C といういわゆる日本標準産業分類というのが変わった。全ての統計はそれに合わせる調整を今、行っている訳である。それはどういうことを起こすかと言うと、例えば今回、名前は忘れたが介護関係の業種とか、新しい業種が業種として指定された訳で、そうすると多分、私は財務省が何をやっているか詳しくは知らないが、多分それに合わせてそういう標本などの拡充をきつとやっているに違いないと思う。私共も実はこの間、短観も新短観移行に当たってサンプルを入れ替えた。サンプルを入れ替えたら、ご記憶だろうか、設備投資なども良くなった。収益も良くなった。要するに新しい企業を拾って行って、今回法人季報も要するに標本の入れ替えと業種の組み替えをやっている訳だが、特に新しい業種が指定されているので、多分標本も正確なことは聞いていないが、多分積極的に採られたのではないかと私は思っている。そうすると短観で起こったように、前は採っていなかった比較的元気な企業を採ったということが起こっていて、それがあつ種、段差の形で数字を押し上げている可能性はあるなと思つている。

福井議長

それは少し時間を掛けて精査すれば分かることか。

早川調査統計局長

いや、なかなか難しい。正直言って、要するに時系列が断裂しているから業種毎に繋がらない。普段であれば業種が全部繋がっているのだから、実は全部細かく砕いてみて、そうすると、ここここが動いていて、これは多分サンプルだろうとか、これは異常値だろうとか色々当たりが付くのだが、今回は業種の分類が変更されているためにそこはよく分からなくて、ただ可能性としては今申し上げたようなことがあり得るかもしれないと思っている。

福間委員

調査統計局で個別企業を訪問して聴取した内容を「企業情報」として還元してくれている。特に最近是非常に多くの会社を訪問しており、大変参考になるが、どれを見ても物凄く強気である。

早川調査統計局長

一つはやはりまず第一に、全体として特に企業収益が物凄く良い訳である。しかも聞くところによるが、特に最近やたら良いのは、いわゆるオールド・ヘビーという。

福間委員

重厚長大である。

早川調査統計局長

重厚長大が物凄く良いということ。それからここは逆にちょっと気にしているのだが、先程の電子部品、デジタル家電周りのところに関して言うと、正直言って我々の方がやや気にしている。本人が意外にまだこれは一



時的だとか大丈夫だとか言っている人が多いのである。であるから結局ヒアリング結果は強い方がずっと並んでしまう。逆に私はちょっとそこが心配なのである。むしろ、彼らがあまり強気であり過ぎる結果、生産があまり絞られないで在庫調整がややもたつくと嫌だなと実は思っており、そこは敢えて心配なことを言えば、むしろ彼らが我々よりもやや——これも人によって全く違うのだが——平均値として見て若干強気なのがむしろ逆に気になる感じである。

山本理事

私が見てきたところは、若干電子部品周りで弱気なことを言う人がいるのだが、それは全体としては非常に少数派なのである。他の素材にしても何にしても非常に強気であり、これだけ収益が上がっていて、しかし、こと人件費に関しては非常に厳しい、あるいはコスト削減に関しては。

中原委員

それはそうだが、電子部品はやはり弱気な話を結構聞く。

早川調査統計局長

勿論、弱気な話はある。

山本理事

それはある。

早川調査統計局長

ただ、どうも聞いていると私達自身と比べるとやや、まだそうは言っても基本的には大丈夫という方が多いように私は思っている。

中原委員

何となく受けている感じでは、電子部品・デバイスの専門メーカーは割

合強気なのだが、そのメーカーに部材を提供しているむしろ大メーカーの電子部品の部門などは比較的心配しているような気がする。

早川調査統計局長

むしろ逆に言うと、比較的生産がここできちっと絞られて、一応在庫循環は絵の感じで見ると比較的良い感じで回っているので、あれで回っていかれば良いと取り敢えず思っている。繰り返しになるが、この辺については時々刻々ヒアリングと統計と両方でチェックしていく必要があると思っている。

岩田副総裁

今の話と関係するのだが、図表 14 に設備投資がある。これで I T の生産者資本財出荷というのがあって、足許は物凄く伸びているのだが、何かある時期から、ちょうど 2000 年の夏以降のようになると言い過ぎなのだが、どこかでピークアウトして落ちてこないかという気がする。

早川調査統計局長

この I T 生産者の資本財出荷はどこかで落ちると思う。要するに…。

岩田副総裁

私もちょっとそういう感じを抱いている。アメリカの除く国防の受注を見ると、コンピュータ関係が落ちている。年後半から来年に掛けて半導体もちょっと落ちるのではないだろうか。

早川調査統計局長

これは多分去年の 10~12 月位にいわゆる半導体製造装置のステッパーなどの受注が大爆発を起こして、その大爆発が今、出荷が出ているものだから今、物凄く高い水準になっているが、これは幾ら何でも I T バブルのピークを上回るこの水準が続くとはとても思えない。ここはしかし、皆あ

る程度分かってゲームをやっていると思う。ここはこのようなレベルが続く訳ではないことは。むしろ問題はそうではなくて消費財周りののところに  
関して基調的には需要は増えるから大丈夫という見方がむしろ強い。ここ  
は多分皆、分かったうえでのゲームだと思う。

福井議長

宜しいか。分からないところが増えてきた。それでは金融環境について  
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

それでは資料5（参考計表・その2）をご覧頂きたい。まず図表1である。クレジット関連の指標のうち、まず（1）銀行貸出だが8月の全体の  
前年比は-1.2%であり7月と横這いである。業態別に見ると都銀等では  
-2.7%と7月に比べマイナス幅が縮まっているが、他方、地銀及び地銀  
Ⅱについては逆にそれぞれプラス幅が小さくなっている。都銀等が貸出を  
増やす方向でかなり努力し、その煽りを地銀、地銀Ⅱが受けている、形と  
してはそのような格好である。全体では-1.2%で動きはない訳だが、流  
れとしては、これまで申し上げてきたとおり、銀行の量重視のスタンスが  
続いており、トレンドとしてはマイナス幅が縮まる方向での動きが継続し  
ているという理解で良いと思っている。それから（2）民間部門総資金調  
達だが8月は前年比-2.1%であり、7月に比べると小幅ながらマイナス  
幅が縮まっている。銀行・信金・外銀計をご覧頂くと-0.9%ポイントで  
あり、ここで寄与度のマイナス幅が若干縮まっている。去年の裏要因のよ  
うだが、外銀の寄与度がプラスの方向に効くような動きがあったようであ  
る。政府系についてもマイナス幅が圧縮されている。3公庫と住宅公庫に  
分けてみると、住宅公庫から民間銀行への住宅ローンのシフトにブレーキ  
がはっきりと掛かりつつある。その辺りがマイナス幅の圧縮に繋がってい  
る感じである。直接市場調達の方は、今月についてはほとんど動きがない

状況である。図表 2 は、法人季報が出たので、4~6 月の企業部門の資金過不足を示したものである。グラフの折れ線がそれを表わしたもののだが、2002 年の末辺りをピークにこの 1~3 月までは資金余剰幅が縮小する流れが続いていた訳だが、ここに来て、再び資金余剰の方に振れている。要因的にはキャッシュ・フローから設備投資を引いた部分、濃いめのシャドーの掛かったところだが、ここの部分が寄与している。収益が良くてキャッシュ・フローが当然改善している中で、設備投資を増やすことについては相対的に慎重であった、このところが出ている。表で数字を追って頂ければより分かり易かろうと思う。第 2 四半期は資金過不足全体としては 20 兆円弱の余剰までむしろ余剰幅が拡大している。その内訳としては、キャッシュ・フローは第 1 四半期の 57 兆円から第 2 四半期 59 兆円までまた拡大している。その一方で設備投資は増えてはいるが小幅のものにとどまっている。この結果として資金余剰の方向に振れているということだと思っている。大きな流れとしては、運転資金的な資金ニーズも出てくる、それから設備投資絡みの資金需要も出てくるということで、資金余剰幅が少しずつ縮まる方向と見ているが、4~6 月については今述べたような動きが取り敢えず出ている。図表 3 は資本市場調達だが、発行段階における信用スプレッドが (1) である。8 月分の CP・社債については、相対的に格付けの低いところでサンプル要因での振れはあるが、全般には非常に低いスプレッドにとどまっている。従って発行環境は非常に落ち着いた状況、良好な状況が続いている。そういう中で (2) 公募社債の発行額だが、8 月は 3,600 億円で、7 月に比べると多少発行額は落ちている。しかしレベル的にはそこそこの水準であるし、相対的に格付けの低い BBB 格のものについても、それなりの発行が行われている。図表 4 は CP・社債の発行残高である。8 月は前年対比で +1.5% となった。このところ 1%~2% 程度の動きだが、そうした範囲での推移である。(4) はエクイティファイナンスだが、8 月は転換社債が 1,400 億円ちょっと、株式の調達額が 2,400 億円強であり、ともに堅調な地合いが続いている。転換社債については引き続き海外を中心にした発行が見られている状況である。図表 5

は企業の資金繰り、企業から見ての銀行の貸出態度判断である。(1) 資金繰りについては、8月の中小公庫はこれまでの余裕含みの展開が継続している。商中については少し逆の動きではあるが、トレンドは改善方向と見ておいて良いかと思っている。(2) 貸出態度の方だが、8月は34.5%ポイントであり、引き続き企業は緩和方向で見ている。図表6はマネー関連である。まず、(1) マネタリーベースだが、8月は4.6%と、このところの4%台半ばの前年比を続けている。これまで注目してきた銀行券については8月は+1.2%であり、6月に1.0%まで下がった後、小幅ではあるが伸び率を回復してきている。(2) 銀行券発行残高のグラフだが、7日間の移動平均前年比を見て頂くと直近は2%まで伸び率を高めている。中曾金融市場局長から銀行券の動きについては説明があったが、郵貯の満期を睨んで郵便局が現金の保有を少し増やしていることが効いていると見ている。マネタリーベースに戻り、(1) の日銀当座預金は8月は前年比13%であり、特段大きな動きはない。(3) マネーサプライのうちまず、M2+CDである。収益良好の中で企業の手許が膨らみ、これをCDとか預金に置く、そうした結果としてM2+CDが伸び率を高めているということをおこれまで申し上げてきたが、8月についてもそのような流れが続いており、前年比では1.9%となっている。そのうちCDの伸びが2割をちょっと超えている。広義流動性については4%弱位の推移がこの春以降続いている。以上、計数についてご説明した。全体の金融環境の状態だが、これまで申し上げてきたことに特に大きな変化はない。引き続き緩和的な状況が続いている。背景としては、冒頭も申し上げたが、銀行の融資スタンスの前傾化が非常にジワジワとした形ではあるが依然として継続中であるし、資本市場における投資家のリスク選好も、そう大きく強まっているということではないがそれなりに維持されている。それから企業のキャッシュ・フローも依然として潤沢な状況が維持されており、この面からも資金需要の目立った増加には結び付いていない。以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

須田委員

一つ伺いたい。スタッフの分析では、社債の спреッドは、過去に実現したデフォルト率を漸く反映した程度でしかないという意味で社債の価格は高過ぎるかもしれないということである。そのもとで調査統計局などのヒアリングを見ると貸出がどんどん金利を下押しするために社債ももっと金利を下げていくということである。すると社債も適正な価格とは言えない状況で、もっと低いレートで貸出を行って量で稼いでいくという銀行のスタンスを見ていると、ちょっと大丈夫かなと思うのだが。ただ過去のデフォルト率を使用しているが、今のデフォルト率はそれより低いからOKなのかもしれないが、少し気になる。その辺はどのようにお考えなのか。

山口企画局長

要するに信用コストが下がってきているということだろうと思う。その裏返しだが、企業収益が良くなってきている中でランクアップがかなり続いている。従って利鞘を拡大せずとも、なにがしかの収益を得られる見通しが立ち易い。そうした下で貸出量を増やす方向へシフトしている、このようなことだと思う。

福間委員

社債の信用スプレッドは、風速で見るともうバブルの時とほぼ同じ水準に並ぶ勢いとなってきている。

白川理事

社債の спреッドは本当にまだ潰れていっているなという感じがする。

今の山口企画局長の話もポイントである。計数上の見方としては回収率を  
どういうふうに見るか。単純にデフォルト率を計算しているが、回収率の  
方は少し良くなっている。例えば、資産価格が上がっているということを  
色々と考えると、上がっているのかもしれない。ただ、いずれにしてもレ  
ベル的には本当にタイトになってきている感じがする。

福井議長

宜しいか。では本日は予定の議事を終了する。明日は午前9時に決定会  
合を再開する。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  
らこの場の皆さん方におかれては厳正な機密管理を宜しく願います。以  
上で閉会する。

(午後3時45分中断、9日午前8時59分再開)

福井議長

宜しいか。定刻1分前だが決定会合第2日目を開催する。今日は金融経  
済情勢に関する討議、それから金融政策の運営に関する討議、これを取り  
纏めて採決していくというのがメインとなっているところだが、その他に  
金融経済月報の検討、議事要旨8月9日、10日分の承認、それから今回  
は10月から来年3月までの間の金融政策決定会合開催予定日の承認と、  
この様なことを予定している。政府の方から、財務省石井副大臣にお越し  
頂いている。宜しく願います。お忙しい中申し訳ない。内閣府からは昨  
日に続いて藤岡官房審議官にお越し頂いている。会合の中でのご発言は全  
て記録させて頂く。委員及び政府出席者はこのことを踏まえてご発言頂け  
ればと思っている。それでは早速議題に入る。金融経済情勢、それから当  
面の金融政策運営に関する討議であるが、まずは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コメントを加  
えて頂きたいと思う。

### 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

最初にお配りした案の後、法人季報が出たりしたので昨日差し替えバージョンをお配りした。右の隅に枠で差し替えと書いてある紙で説明したいと思う。まず現状の総括判断であるが、「わが国の景気は、回復を続けている。」ということで、前月と同じ表現である。ただし、次の各論の第一文に若干の修文がある。「輸出、鉱工業生産は、伸びがやや鈍化しつつも増加を続けており、企業収益の改善が続くもとで、設備投資も引き続き増加している。」。二点変更点があって、輸出、生産について今回は「伸びがやや鈍化しつつも」という表現を入れたということが一点。それから法人季報で企業収益の改善が改めて確認されたのでその点を記述している。以下、雇用面、雇用者所得、個人消費、住宅投資、公共投資いずれも変更ない。それから、先行きであるが、今月も先月と同じ表現にしている。成長率がこれから先行き少し鈍化していくということについては、元々想定していたし、それから確かに7月のボーナスは少し弱かったが、大本の企業収益は相当回復していて、その根本的なところのメカニズムがきちんと回っているという感じがするし、ボーナスについても8月の数字も見ておきたいという感じもあるので、先行きについて今月の時点で大きく判断を変える必要はないというふうに見た。ということで「先行きについては、景気は回復の動きを続け、前向きの循環も明確化していくとみられる。」。ただし、「すなわち」から始まる第一文については、足許の輸出、生産を若干変更したことに伴い多少の変更を加えている。前月までは「輸出、設備投資を中心に最終需要の回復が続き」と書いてあったが、輸出中心という感じでは段々なくなってくる。それから「設備投資を中心に」と設備投資だけを残すのも少しバランスが悪いので、今月をご覧のように何々を中心にという表現をやめて、「輸出や内需の増加が続き」とかなりフラットな表現に改めさせて頂いている。それから生産であるが、前月までは「引き続き増加していく」と書いてあったが、ここも目先に関しては増加のテンポがかなり鈍化するという可能性も念頭において「増加基調を維持して



いく」と表現を若干変更させて頂いている。以下、企業の過剰債務以下そのパラグラフのおしまいまで変更点はない。それから、前月原油価格に伴うリスクに関する認識を一文入れた訳だが、今月もそれを残すということで良いと思う。「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、引き続き留意する必要がある。」ということである。それから物価についても変更はない。現状は、国内企業物価は上昇、消費者物価は小幅のマイナス、先行きについても国内企業物価は「当面、上昇を続けるとみられる。」。消費者物価については「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。実体経済の方は以上である。

#### 山岡企画局企画役

続いて金融面である。今月はこの表をご覧のとおり市況以外の部分については前月の表現から全く変えていない。これは前月の表現にほぼ沿った形での指標が出たということによるものである。まず、企業金融、CP・社債の発行環境、さらには民間銀行の貸出姿勢については、中小公庫のDIなどの改善などを踏まえて前月同様の表現とした。その次の民間の資金需要についても資金調達額を見ると7月の-2.2%から8月の-2.1%ということで減少幅の縮小が続いているということで、これも「減少テンポが幾分緩やかになってきている。」と前月と同じ表現とさせて頂いた。CP・社債の発行残高も8月も引き続き前年比プラスということで、前月と同じ表現とさせて頂いている。貸出であるが、こちらも8月は-1.2%であって、7月も同じマイナスだったが達観すれば年初の-2%近いところから徐々にマイナス幅が縮小する傾向が続いているということなので、こちらも前月と同じ表現とさせて頂いた。マネタリーベースであるが、こちらは6月+4.4%の後、7月は+4.7%、8月も+4.6%で、マネタリーベースはこのところ4%台の伸びが続いている。従ってこちらも前月と同じ表現とさせて頂いた。マネーサプライについても昨日公表されたM2+CDは前年比1.9%の増加でほぼ2%に近い数字で、こちらの表現も前月と同様とさせて頂いた。市況であるが、短期金融市場に関する表現は前月から変更

していないが、その次の為替・資本市場の動きについては度々のお願いで恐縮であるが、先週末お配りした原案について、昨日新たにお配りしたこのA3の表のとおり若干の修正をお願いしたいと現時点では考えている。先週末の段階では「長期金利は前月と比べ低下しているが、円の対ドル相場および株価は前月と概ね同じ水準となっている。」と書いていた。原案をお届けした先週末の段階では長期金利は実は1.5%前後だったのだが、その後、長期金利が再び少し上がって現在1.6%台ということである。この結果株価、為替、長期金利ともほぼ前月と同じ水準になってしまった。因みに前月の月報を公表した8月10日の市況は長期金利が1.6%台の前半、日経平均が10,954円で11,000円台を少し割り込む水準、為替レートは110円台であった。これを踏まえてA3の表のとおり「円の対ドル相場、長期金利および株価は前月と概ね同じ水準となっている。」とさせて頂きたいと現時点では考えている。なお、この会合中にまた市況が動いたらその時はまた別の案をお願いしたいと思う。以上である。

福井議長

この基本的見解の内容と表現については後刻討論の後、皆で検討させて頂きたいと思うが、今のご両人の発言そのものについて何か質問があったらどうぞ。特にないか。

#### 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

ではまず金融経済情勢の討議に入りたいと思う。金融政策の運営そのものの討議と二つに分けて、まず前段として金融経済情勢の討議を行いたいと思うが、このラウンドでは各委員一人大体5分ずつでご発言をお願いできればと思っている。今日の発言は、福間委員、中原委員、須田委員、田谷委員、植田委員、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁の順でお願いできればと思っている。それではまず福間委員からお願いする。

## 福間委員

まず海外経済のうち米国経済の動向であるが、前回会合で踊り場局面にあるのではないかと申し上げたが、その後発表された4～6月期の実質GDP成長率の下方修正等により、純輸出のマイナス幅拡大、減税効果の剥落、ガソリン価格高騰に伴う個人消費の減少を主因に景気が減速している姿が確認された。経済の拡大基調そのものには大きな変化はないと思うが、米国経済は巡航速度での成長過程に移行しつつあると見ている。原油高やテロ、あるいは大統領選挙等に対する不透明感に加えて、ここに来て半導体や液晶パネル等電子部品の在庫調整も本格化しつつあるため、米国経済の減速の程度ならびに期間については引き続き注意をしたいと思っている。中国経済については、景気過熱の加速感こそなくなってきたが、過熱感が残存する状態は続いていて、インフラ面でのボトルネックが生じている状況には変わらない。一方、欧州経済については、輸出の拡大に加えて前回指摘した賃上げなしの労働時間延長の動きが横に少しずつ広がり始めており、構造改革の進展に期待の持てる状況になってきているのではないかと考えている。この間、原油高についてはエネルギー効率の状況や産業構造あるいは経済、物価情勢の違いから各国に対する影響も異なっており、そうした違いを反映して金融政策面での対応も区々となっている。8月上旬以降で見ると、英国、米国、タイ、メキシコ、カナダ、ニュージーランドが政策金利の引き上げを行う一方で、内需に力強さのない韓国、南アフリカは政策金利の引き下げを実施している。原油価格については先月下旬に高値をつけた後、40ドル台前半で推移しているが、先行きも新規材料が見当たらない中、広く言えば35ドルから45ドル程度、当面は40ドルから45ドルのボックス圏で推移すると予想している。ただ、原油価格がこの程度の水準で高止まった場合、それを前提に新価格体系が形成されていくことから、今後とも原油価格の動向と、それが日本を含む世界経済の動向、物価、雇用等に与える影響には十分な注意が必要と思っている。こうした中で、我が国経済は引き続き回復を続けている。ただ、前回会合

では一部電子部品の在庫の積み上がりの兆しが窺われ、価格も急落するなど供給過剰が表面化している点には注意を要すると申し上げたが、直近7月の統計では半導体や液晶パネル等電子部品の生産、出荷が減少したほか、デジタル家電の米国向け輸出も減少した。もっともその一方で、鉄鋼等素材や機械類等重厚長大産業の輸出、生産は好調を維持していること、サービス支出の伸びに加え、猛暑やオリンピック開催の効果で夏場の個人消費が7月、8月盛り上がりを見せたこと、三番目としては攻めの経営が一段と広がり、先般の法人企業統計で示されるように非製造業や中小企業でも設備投資が増加していること、四番目に問題の電子部品の在庫についてもサプライ・チェーン・マネジメントを通じた在庫管理の高度化等により、そう深刻な積み上がりにはならないのではないかと考えている。現下の電子部品やデジタル家電の落ち込みが2000年から2001年に掛けてのITバブル崩壊時のように景気全体の足枷になる程の影響はないと考えている。当時との比較で言えば、現在は企業のキャッシュ・フローが潤沢であること、バランスシート調整等ミクロの構造改革も大幅に進展していること、という違いがあり、特に固定資産の減損処理については2006年3月末の導入期限を控え、前期を上回るペースで進んでおり、大手鉄鋼会社は中間期での大口の減損処理を発表したほか、某大手行の不良債権処理に絡んで一部商社、不動産会社、運輸、観光会社等も巨額の減損処理を前倒しに行う予定など、減損処理を通じた企業の財務体質の改善が急ピッチに進んでいる。このような構造要因も手伝って、昨年10月から今年3月に掛けての年率6~7%のハイペースという訳にはいかないと思うが、引き続き4月の展望レポートで示した今年度の経済見通しを上回るペースで景気が回復している姿には変わりない。物価面については、国際・国内商品市況や海運市況が、前回同様高値で推移しているほか、鉄鋼等素材も供給力の制約から世界的に需給逼迫の状況が続いている。このため国内企業物価は引き続き4月の展望レポートの見通しに比べて上振れして推移していくものと予想される。もっともコア消費者物価についてはデジカメ等デジタル家電業界のように川下段階での国際的な企業間競争が激しいことから、

製品価格の下押し圧力が強い状況に何ら変わりなく、川下の企業では売上の数量効果とユニット・レーバー・コストの引き下げにより、国内企業物価の上昇を吸収する構造が続いている。また現状の円高気味の為替水準も原油高の影響を一部相殺する格好になっている。このためコア消費者物価については、目先米価の下落という追加的な下押し要因も見込まれるが、そうした要因を除いてもこれまでと同様、基調的に小幅ながら下落を続ける可能性が高いと予想している。企業業績については、上場企業の4~6月期の連結経常利益は前年比6割近い伸びとなるなど好調が続いている。先行きについても原材料価格の上昇やデジタル関連業界の価格動向を不確定要因と見ている企業が散見されるものの、全体的には強気の見通しが維持されている。この企業収益の好調を反映してキャッシュ・フローも一段と増加しており、それを背景に設備投資も一時の急ピッチの増加こそないが、引き続き堅調な地合いを続けると予想している。以上である。

#### 福井議長

次は中原委員から願います。

#### 中原委員

前回会合以降の動きとして、まず世界的にはハイテク部門の生産を中心とした経済の減速の兆しが出ているように思う。また我が国の主要経済指標の一部にも、景気拡大ペースの減速を物語るものが出始めている。今年度の下期に掛けての減速は、私自身としてはある程度予想していたところであるが、やや前倒しに減速の兆候が出てきたという感じを受けている。ただ今のところは、広範なストック調整の開始を物語るということではなくて、2003年度第4四半期及び2004年度第1四半期の極めて高い成長が、潜在成長率をやや上回る程度、巡航速度に戻りつつある状況との判断が適切かと思っている。月次の足許の判断を下方修正しなくてはならない状況ではないが、ここでのスピード調整の後、景気は再加速するのか、あるいはそのまま次第にモメンタムを失っていくのか、今後のポイントとなる海

外経済、恒常的に高止まりが予想される原油価格の動向、そして我が国の雇用・所得環境、こういうものを注意深く見ていく必要があると思っている。まず、米国経済だが、足許緩やかな減速を示唆する指標が出始めて、企業や消費者のマインドも先行き慎重化しているように思う。問題は雇用をどう見るかであるが、8月の非農業部門雇用者数の伸びは市場で事前に相当悲観的な見方が強かっただけに、ネガティブな材料にはならなかったが、また雇用統計から見た名目所得の伸び辺りを見て、今後の消費の好材料という見方も出ている。ただ最近3か月の平均11万人という増加のナンバーは決して良い数字とは思えないし、家計調査ベースと併せて判断していく必要があるが、トレンドとしては必ずしもポジティブな判断はできないように思う。経済が減速する中で、エネルギーや素材価格の上昇を生産性上昇で吸収するのも限界があるだろうし、時間当たり賃金は上昇傾向、ユニット・レーバ・コストも底を打っている中で、今後も雇用が大きく増加に転じる環境にはないように思う。雇用動向はどちらかと言うと、消費の頭を抑えるものとなるのではないかと懸念している。昨日のグリーンパンの証言はかなりエンカレッジな内容と理解しているが、高止まりが予想される原油価格あるいは引き締め方向にある金融政策スタンス、歯止めが掛かったとは言えない経常赤字、政治的なアジェンダとしてこれ以上拡大が許されない財政赤字、こういう環境を考えると米国経済の失速はないと思うが、2005年前半に掛けて減速すると考えている。ASEAN、NIEs、東アジアについては、世界的な半導体関連部門の減速の影響が輸出、生産に出始めているように思う。物価上昇も持続している。原油価格上昇や為替面からくる米国金利上昇の影響を受け易い経済構造だけに、今後慎重に見ていきたいと思っている。我が国経済だが、昨日も色々と議論があったが、生産や輸出に若干の減速感が出ている。これをどう見るかが問題だと思う。今のところ電子部品・デバイス工業での生産調整、これは局所的、一時的調整との見方であるが、機械類も含めたIT、デジタル関連部門全体で見て能力拡大の動きが続いている一方で、生産の伸びに頭打ち感が広がり始めている点は要注意である。これも昨日議論があっ

たが、少なくとも私の接した範囲でのミクロのヒアリングでは、経営者の先行きの見方はかなり慎重と感じている。勿論 2000 年の IT バブル崩壊の時とは環境が異なるし、この様な調整の動きは製造業全体に広がるとは今のところ考えにくい訳だが、在庫投資のセクター別の動きなどを見てみると 2000 年当時と類似点もあるという見方もあって、グローバルな産業構造を持つセクターだけになお注意して見ていく必要があるように思う。消費は底堅い動きであるが、猛暑あるいはオリンピック効果は予想した程の強さではなかったように思う。同じ猛暑であった 94 年の例から見ると年末に掛けての反動もあり得る訳であるし、春先からは個人消費は多少強めの動きとなっていたが、株価上昇、雇用不安の減少、こういうものに支えられた一時的なマインドの改善と新製品によるペントアップ的なものに終わらないか懸念している訳である。4 月～6 月の法人企業統計を見ても労働分配率は引き続き下がっている。夏の賞与も期待外れ、現在の企業経営の人件費に対するスタンスは極めて厳しい。雇用者所得増加の兆しは極めて乏しい状況である。一方でパート比率はなお上昇。月次見解で、毎回企業収益の拡大が雇用・所得の増大に繋がって前向きな循環が次第に明確になると先行き展望しているが、こういう状況がくるのかどうか、景気の減速が現実になりつつある中で改めて疑問が生じてきたように思う。また来年度は、税制や年金改正による家計負担増がいよいよ現実のものとなる可能性もあって、個人消費の伸びに多くは期待できないのではないかと考えている。金融・資本市場については後程の金融政策のところで併せて申し上げたいと思う。

福井議長

次は須田委員お願いする。

須田委員

前回決定会合以降、米国雇用統計ショックが尾をひいていたところに、4～6 月期の 1 次 Q E が市場予想を大幅に下回ったことや、原油高騰など

から、市場では景気悲観論が勢いづいた。もっとも、原油価格が反落し、8月の米国雇用統計が市場予想程度に増大するとともに、6~7月分も上方修正され、それに加えて法人季報により企業収益が引き続き大幅増益で、設備投資が好調であることが確認され、過度の悲観論は後退している。ただ、設備投資の上方修正が見込まれることから、GDPの上方修正がマーケットに織り込まれているため、明日公表の2次QEが市場の期待を裏切るような結果になれば、また悲観論が元気を取り戻すかもしれない。私は在庫調整や公共投資などに下方修正の可能性があるので、設備投資が上方修正となったとしても、2次QEが上方修正とならない可能性もあると見ているので、気になるところである。

足許と先行きの景気については、米国やアジアなど多くの国・地域で成長率が一頃に比べて若干スローダウンしており、外需についてやや減速感がある。特に世界の景気を牽引している米国では、雇用者数の増加テンポが鈍化していることや原油価格の高騰の悪影響が指摘されている。ただ、足許の状況が大統領選挙後に到来すると思われていた減速のタイミングが早まっただけであるかどうかについては、今次景気拡大局面において「雇用増加がなかなか伴わないこと」と「原油価格の上昇」をどう評価するかによる。私の現時点の受止め方は、米国においても企業収益は好調であり、原油価格の上昇は吸収できると考えている。ただ、米国企業は効率経営を貫いており、雇用や雇用者所得の増加ペースが大きく高まるとは考えにくいように思う。またガソリン価格の上昇による購買力の低下の影響もある。従って、米国の景気拡大ペースは中間評価の見通しで想定されていたパスよりは若干低めになると思っている。先行きについては、今後の原油価格の動向、インフレの動向とFRBの金利引き上げペース、IT関連財のグローバルな需給動向、地政学的リスクなどにも依存すると思うが、まずはクリスマス商戦が大きな鍵を握っていると思っている。米国の景気は、我が国や中国をはじめ世界の景気に大きな影響を及ぼすだけに今後とも引き続きその動向に注意したいと思っている。

国内経済については、気になる動きの一つは在庫調整である。7月の生



産低迷の背後には、早めに始まった電子部品の在庫調整がある。昨日の早川調査統計局長の説明にあったように、軽度の在庫調整が始まったと私は捉えている。また、早めの在庫調整は息の長い景気回復を可能にするので、却って望ましいとも思っている。もっとも、電子部品の在庫調整は品目、企業によって区々なので今後とも注意深く見ていきたいと思う。

もう一つ気になることは、企業収益から雇用者所得、非製造業設備投資への「前向きの循環」についてである。企業収益は絶好調であるが、これはバブル崩壊以降、企業は単なる利益規模ではなくROA等に代表される経営効率の引き上げを迫られ、選択と集中を徹底的に進めてきた結果ともいえる。問題なのは、収益増で止まっており、利益計上により好転したキャッシュ・フローが企業価値を上げる方向に使われていないことである。借入金の返済だけでは、企業は縮小均衡に向かってしまうし、内部留保をいたずらに積上げることは、M&Aの標的になるだけで、株価も上昇しない。従って、そのうち積みあがった内部留保が動き出すはずである。これが設備投資なのか、株主への配当なのか、従業員への賃金なのかはなお見極めが必要だが、企業が溜めこんでいる資金が動き出すことは「前向きな循環」を明確化するのには必須であろう。もっとも、経営効率を極めていく中で企業は人件費等のコスト削減に努力してきたのも事実である。法人季報で見れば、売上高に比べて販売費及び一般管理費の伸びは低く、うち人件費については減少している。厳しいグローバル競争に勝ち抜くために、簡単に製品価格を上げるようなことはせず、利益確保の観点からも人件費の引き上げには慎重になっている。当面、労働不足感が強まる状況にもないので、生産や企業収益の増加から雇用・所得面へ、そして個人消費への波及、という内需中心の自律的な景気回復が確実になるまでにはなお時間が掛かりそうである。また、法人季報によると非製造業、中堅・中小企業の投資の伸びが二期続けて大幅に増えているが、これが前向きの循環の証拠の一つとなるかどうかはまだ定かではなく、次回の短観を待ちたいと思う。昨日にも議論があったが、法人季報のサンプル換えと、日本標準産業分類のサービス分野の拡充に合わせた新設項目がかなりあり、その中には

規制緩和・制度変更による影響の大きい医療・介護も含まれていることなどもあって、その強さの判断がつかないからである。最後にこれまで述べた話を踏まえ、今月の金融経済月報の基本的見解については執行部案で良いと思っている。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

海外の経済・金融環境は比較的良好な状態を保っていると思う。米国経済は若干拡大ペースを鈍化させつつ持続的成長路線に向かっているようである。この点は福間委員と同じ評価だと思う。中国経済は高成長が続いているようで、さらなる抑制策が必要になるかもしれない。国際商品市況は原油を含めまだ安心はできないが、少し落ち着きを取り戻しつつある。欧米の長期金利は低位安定が続いているし、株価も若干戻ってきている。気掛かりは、一部のIT関連財需要が鈍化してきていることで、日本を含めた先進諸国やアジアNIEsの生産に影響が出てきている点である。調整がどの程度のものになるか注視する必要がある。米国経済については、個人消費が増勢を若干鈍化させてきているし、設備投資も情報関連を中心に伸び率を低下させてきている。焦点となっていた雇用は、良くもないが悪くもなかったといったところかと思う。今後とも雇用関連の統計を幅広く見ていこうと考えているが、当面緩やかな増加が続くと想定している。平均的な予想経済成長率はもう少し下がるかもしれないが、景気拡大は続くと考えている。中国経済については、内外需とも強い状況は変わっていないようである。追加的な景気抑制策があったとしても、成長率そのものはそう落ちないのではないかと考えている。それよりも韓国・台湾の輸出・生産に鈍化の兆候があり、内需も弱めになっていることが注目される。より気になっているのは世界的なIT関連財需要に鈍化の兆しがあることである。特に米国において、このところコンピュータや電子機器の受

注が減少してきている。日本を含め、世界的にコンピュータや携帯電話に対する需要が鈍化してきているようだ。先週も半導体メーカーのインテルがそのミッド・クォーター・アップデート、つまり業績中間報告で7~9月の売上高見通しを下方修正したが、その中心はパソコン向けのMPUや携帯向けのフラッシュ・メモリーであった。また、その際、これらの分野の需要減退は世界的なものであるとのコメントをしていた。日本でも電子部品・デバイスの生産調整が見られるし、最近、韓国や台湾の生産も鈍化してきている。また、米国、欧州諸国の製造業PMIなども先月は低下した。シリコン・サイクルがこの第3四半期に入った辺りから下げの局面に入ったのではないかとの懸念も台頭している。年初からのNASDAQ株価がNY市場などと比べて相対的に軟調となっている一つの背景だと思う。ただ、この点は今までの委員の方々が触れたが、前回のハイテクバブル崩壊時に比べて、在庫・発注・生産・出荷管理がよりしっかり行われていることもあって、当面株価なども大きく崩れないとの見方が多いようだ。IT関連財需要の推移については、ミクロ情報を含め注視する必要があると考えている。最後に国内経済について若干触れたいと思う。足許の景気は、海外経済の減速やIT関連財需要の鈍化を反映して、輸出・生産の伸びが鈍化しているが、全体としては回復を続けている。IT関連財は、極く軽度の在庫調整局面にあるようだ。今のところ全体としての生産調整までには至らないと思われ、この点は今までの委員の方と同じ評価であるが、IT関連財需要の動向は、これからも丹念にフォローしていく必要があると思われる。それ以外では、やはりこの点も皆さんと同じだが、気になるのはこれだけ改善を続ける企業収益のもとでも雇用者所得がほとんど増えてこない点である。米国などと同様、厳しい競争のもと、一般的に想定される以上に雇用賃金の回復は緩やかなものにとどまっている。その結果、個人消費はなかなか増えないが、企業部門の財務体質が強化され、様々なショックに対する企業の抵抗力が高まってきているとは言えるのではないかと思う。極く緩やかな消費の伸びとロバストな設備投資の伸びが続く要因になると思う。物価情勢については、昨日の調査統計局長の説

明に付け加えることはない。以上である。

福井議長

では、植田委員お願いします。

植田委員

皆さんとほとんど同じである。全体感としては、日本経済さらに海外経済ともに景気回復基調を基本的には維持する中で、一時的に軽微な踊り場に入りつつある可能性があるということかと思う。日本について言えば輸出・生産及び電子部品周りの在庫調整が一応起こっているということだと思う。今後については、海外経済に大きな下方屈折がないとすると、輸出が持続的に下落するという事態は避けられそうであるし、また在庫調整も早めに始まった分、短期的に終わるとというのがメインのシナリオかと思う。その他の経済指標を見ると、これも皆さんご指摘のように、これまでの景気回復の恩恵——日本経済であるが——これは主に企業部門に帰属していると見られている。その結果、企業部門では一段のリストラが進み、かなりの設備投資の堅調さも持続している。他方、雇用者所得を通じる家計部門への波及は極めて緩慢であるということだと思う。今後、経済全体が若干の踊り場に入るかもしれない中で、ここのバランスがどのようになっていくか、物価動向との関連でも注目だと思う。次に海外要因について若干付け加えると、多くの主要国が引き締めないし緩和政策を弱める局面に入っていて、その影響が若干出ているという面と、これは後でも関係するが、世界的にハイテク周りを取り敢えず一旦ピークを迎えているかどうか、という辺りがポイントかと思う。ただ皆さんご指摘のように、この中でも、原油、素材価格、あるいは素材産業の業況は強めであって、それは恐らくここまでは他の地域よりも中国の方がやや引き締めの影響が出ているにしてもそれ程ではない、ということかなとも思う。余談だが、やや中長期的に見ると、経済のグローバル化、絞って言えば生産拠点の中国シフトであるが、これは原油等の資源を沢山使う方向に、世界経済全体の構造変化

を起こしてきたという面があるかと思う。なぜかと言えば、言うまでもないのだが、自分のところで生産している生産拠点を中国に持って行って、そこで生産してまた持って帰ってくる訳であるから、当然財の輸送ニーズが飛躍的に上昇する訳である。しかも生産拠点が移った中国の生産のやり方を見るとエネルギー効率は低い訳だから、ダブルあるいはトリプルでエネルギー需要は増えてくるということかと思う。そういう意味では、ここ暫くのエネルギー価格の低位安定にグローバル化の進展はかなり依存していたということであるし、それがあるところまで行った結果、原油価格の上昇等が起こって若干のブレーキを掛けつつあるということかな、と思う。より短期的には、皆さんおっしゃったように、アメリカ・中国、ハイテク景気の行方、そしてそういう中で原油価格はどうなっていくかというのが取り敢えずの焦点であるが、難しい方程式であってなかなか答えが出ない。米国については、漸く始まった金融引き締めの結果というよりは、これまでの緩和の直接の効果のある意味出尽くし的な面と、原油高のマイナス等もあって、若干このところ減速しているということであるが、今後についてのメインシナリオは、徐々に巡航速度へ収束していくということかと思う。ただそれがスムーズなプロセスであるのかどうか。そして、巡航速度というのはどれ位なのか。ハイテク部門の今後の力強さとの関連もよく分からない点、あるいは不安な点が残る、ということかと思う。中国についても、それこそどれ位減速しているのかがもう一つ見えない。さらに言えば、今後の論点として、米国とどれ位デカップルできるのか、というポイントもあるのかと思う。想像されるように、やや強めだとする少し先でミニ・ハードランディング的なシナリオもまだ頭に置いておかななくてはいけないかと思う。それから、中国プラス米国が全体としてある一定の強さだとしても、その中で中国が相対的に強い場合と、米国が強い場合とで原油への影響が違ふし、また日本への影響のプラス・マイナスはどうなのかという問題も残っているように思う。ハイテク・電子部品周りの在庫調整については皆さんおっしゃったように思ったより早めに始まった。始まった時点での在庫水準も低いということで、今のところ深刻なも

のにはならないだろうという見方で良いかと思う。ただ、やや悪趣味的に昔の資料等を引っ張って勉強してみたら、ちょうど2000年9月の政策決定会合資料に次のような文章があった。「情報関連財の今後の需給には注意が必要だが、需要が先進国向けのDRAMに偏っていた過去の半導体ブームとは異なり、今回は需要国、品目に広がりが見られ、当面は現在のブームが急速に萎む可能性は低い。」。これに対して、3か月経った2000年12月であるが、「AV機器ではシドニー五輪の予想比下振れに伴う在庫調整が長引いている。しかし、本邦メーカーの多くは当初から海外の過大な生産や不足を疑問視し、慎重な増産体勢をとってきたので大丈夫であろう」というような記述があって、今とかなり似ていて恐いなという感じがした。結局は、今後の最終需要次第ということであるが、注意深く見守るということだと思う。皆さんがおっしゃった点に付け加えるとすると、ハイテク関連の株価の水準が当時とはかなり違っているという点も安心材料の一つかと思う。最後に日本の全体感であるが、これも既に指摘があったが、昨日の法人季報の分析等を見ると、やはり企業部門では設備投資、企業収益等回復の広がりが見られる。ただ、特に設備投資はよく分からなくて、昨日も議論になったが、金額的に設備投資の増額分の大きいところを見ると、情報通信、その他サービスというところがやっていて、その二つだけでかなりの部分である。その他のところでは増えているのだが、金額的には大したことはない。こういうのは何を意味するのかよく分からない。単なるサンプル要因かもしれない。ただ全体感としては、基本的に企業収益はかなり幅広く良くなっている中で、特に良くなっているところ程、さらに企業リストラを進めているという感じがある。今後どうなっていくのか、須田委員がおっしゃったように注目点である。こうした中で、消費者物価指数は石油製品を含めた特殊要因以外はここ一年間ほとんどピクリとも動いていないので、今後引き続き注意していきたいと思う。以上である。

福井議長

次は、春委員からお願いする。

## 春委員

前回会合以降、それまでに出ていた米国における4~6月のGDPや6~7月の雇用統計の下振れ、国内では4~6月GDPの予想外の減速などに加えて原油価格のさらなる上昇、7月には今回の回復の牽引車であった実質輸出や生産の減速、あるいは回復の鍵となる所得面でも夏季賞与が現段階では前年割れなど、回復ペースの鈍化の兆しとも見られる指標が続いたように思う。ただ先週末以来は、注目された米国の雇用統計がまずまずの内容となり、国内でも4~6月期のGDP減速の主因となった設備投資について、4~6月法人季報では高い伸びを示したことなどから、若干の減速はあるとしてもやや長いスパンで見れば、持続性のある回復を続けているとの見方が可能となったように思う。

この他に、7月は建築着工床面積や資本財出荷とも4~6月比堅調であるし、個人消費についても、猛暑、オリンピックといった一時的な要因もあるが、大型小売店やコンビニの売上、家電販売も好調であった。また7月は雇用者所得が、昨日も質問したが、常用労働者数の増加で+0.1%と僅かではあるが前年比プラスとなっている。上場企業の4~6月期決算も総じて好調で、今年度の増益率の見通しも上方修正、法人季報における売上高、経常利益とも順調と思う。

物価については7月に僅かにマイナス幅を拡大したコアCPIは、9月にはガソリン代の上昇等の影響によって、一時的にゼロ周辺となる可能性があるが、10月以降は米価格等の影響で再びマイナス基調となる可能性が大きいと思う。なお、東京電力では10月から5%強の値下げを決めたが、来年4月には自由化範囲が拡大される。それに向かって仮に各社が同じ位の値下げを行うとすると、これも消費者物価には0.15%位のマイナス効果を持つようである。

以上から、当面の景気・物価の判断としては、先行きについて不透明さを増している面もあるが、現状、先行きとも基本的に8月の判断を継続して今後の指標を見守ることとしたいと思う。また、総じて7月の中間評価

の範囲内の動きと見て良いと思う。

今後については、当面明日発表になる4～6月GDPの修正状況や9月短観の他、特に注意したいと思っているのは、イラク、ロシア等不安定な状況が続く中での原油価格の動向、大統領選挙が終盤を迎える中で経営者や消費者のコンフィデンスが低下している米国経済の動向、国内では個人消費に関連して、雇用者所得が本当に改善を続けるのか、あるいは猛暑、オリンピック後の消費、10月以降、年金、保険料の引き上げあるいは税控除の縮小等がある中で、持続性があるのかといったようなことである。

以下、極く簡単に三点程コメントさせて頂きたい。まず、4～6月の法人季報では、売上高、経常利益とも大幅に増加して、注目された設備投資は全産業で前年比+10.7%と二期連続の前年比二桁増となっている。内容を見ても資本金1,000万円から1億円の中小企業では、前年比+42%、三期連続の前年比二桁増加。非製造業の伸び率も前年比13%ということで、投資の裾野の拡大を示していると思われる。

二点目は、昨日発表された8月の景気ウォッチャー調査であるが、オリンピック、原油高騰、猛暑そして台風の上陸という中での8月下旬の調査であった訳だが、横這いを示す50は上回っているが、現状判断、先行き判断とも明らかに低下した。現状判断の低下はオリンピック放映や相次ぐ台風の到来の影響で来客数が減少したことや、猛暑の逆効果で秋物の立ち上がり鈍いこと、先行き判断の低下については、原油価格高騰の影響が懸念されていることなどが報告されている。また、景気の方ではなく水準自体を判断するDIがあるが、これは全国11地域中7月は6地域が50を超えた訳であるが、8月は沖縄を除いて全ての地域で50以下と、大きく下振れして大変気掛かりな結果となっている。

三番目は原油価格である。8月19日のWTI48.7ドルをピークに若干反落して40ドル台前半の水準で不安定な動きを示しているが、今回の原油価格の上昇については、70年代、80年代の上昇と比較すれば上昇の度合いも小さく、日本経済の石油依存度も低下しているので、その影響は相対的に小さいと言うことができると思う。また、OPECのプルノモ議長



がOPECバスケット価格で1バーレル30ドル程度が適正だと言ったという発言も報道されているし、各産油国の生産能力の拡大とか、ガソリンに代わる各種石油代替エネルギーの開発や利用を加速されるなど、価格上昇を抑制する動きも見られている。米国のDOEは、これは昨日発表であるが、これまでの予測を若干上方修正してWTIで2005年半ばまでは40ドルを上回り、2005年末で38ドル台という予想をしている。これは、当面の需給は均衡しているとしても世界的な景気回復基調の中で米国や中国の需要増加のテンポは早いこと、あるいはイラク、ロシア等の情勢から供給不安の懸念が続いていること、また投機資金によって価格の振れ幅が増幅されているためとしている。たまたま経済産業省が8月中下旬に実施した実態調査の結果を発表しているが、「今までのところ企業経営に対して深刻な影響は生じていないが、今後価格上昇が継続する場合は二次的影響も含めて企業収益の悪化が懸念される」としている。先行きについて、やはり皆さんもおっしゃったが、慎重な評価が必要と思う。以上である。

福井議長

次は武藤副総裁、お願いします。

武藤副総裁

今回の景気判断では、次の二点が重要なポイントだと思う。まず第一はやや減速感が見られている海外経済の動向をどう評価するのか。第二点は我が国も輸出・生産や賃金などで弱めの指標が出ている訳であるが、これらが景気回復基調の変化を示唆するものと見るのかどうかということだと思う。大体皆さんもこういう問題について触れられていて、基本的に私の考え方も変わらないが、少し述べてみたい。まず海外経済であるが、米国では第2四半期のGDP成長率の鈍化、とりわけ個人消費の伸びの鈍化を受けて、その後の動きがどうなるかということがポイントである。この点7月の個人消費は自動車販売などを中心に盛り返しているし、懸念された雇用関連も8月の雇用者数がほぼ事前予想に沿った増加ということで、

市場の過度な悲観論は後退したように思う。設備投資、企業収益などの企業部門の好調も続いている。従って米国経済は引き続き景気拡大のモメンタムを保っていると見て良いのではないかと思うが、今後の推移は丁寧に確認していきたいと思う。次に中国であるが、一旦鈍化していた固定資産投資の増勢が再び強まっている。引き続き過熱リスクを抱えながらも力強い拡大を続けていると思う。以上海外経済は全体として見れば、これまでの高い成長からより持続的な成長ペースに速度を落としつつも、着実な拡大を続けていると見て良いのではないかと思う。次に我が国であるが、7月の輸出・生産が4~6月に大幅に増加した後、ほぼ横這いとなった。また、電子部品関係が皆さんから指摘があったとおり在庫調整局面に入ったように見える。これをどう評価するかであるが、まず海外経済が着実な拡大を続けるもとの、基調としては輸出の増勢が維持されると見られること、また内需も回復を続けていること、それから在庫バランスの素材関連の在庫減少など、全体としては良好な状況にあることなどから判断して、生産は先行きもやや伸び率を鈍化させつつも増加を続けていく可能性が高いように思う。実際企業ヒアリング等によるマイクロ情報でも大体こういう見方が大勢であるように思われる。ただIT関連の動向は注意を要する。足許世界的なIT関連需要はやや鈍化していて民間予測機関や業界では先行きの需要予測を下方修正する動きも見られている。2001年のITバブル崩壊時の教訓から今回は供給サイドの生産在庫積み増しスタンスが総じて慎重であることやデジタル家電向けなど半導体需要の裾野が広がっていることなどから大きな調整には至らないという見方もあるが、IT関連需給動向はそもそも非常に振れやすく、その動きが読みにくいだけに今後注意して見ていく必要があると思う。もう一つの注目点としては、賃金面への波及が遅れていることである。パート比率の上昇などから一人当たり賃金の減少傾向が続いている訳であるが、特に伸びが期待されていた夏季賞与については、昨日も色々報告があったように、6~7月特別給与が前年比-3.1%となった。8月の計数を併せて確認する必要があるが、賃金面への波及はまだ限定的なものにとどまっているように思う。以上、

生産・輸出・賃金など注意すべき動きはあるものの、その他の動きについては大きな変化は見られないと思う。すなわち設備投資は今週初めに公表された法人季報を見ても、好調な企業収益のもとで製造業、非製造業ともに大幅な増加が続いている。また、個人消費は消費者コンフィデンスの改善にも支えられてやや強めの動きが続いている。雇用者所得面については、賃金が弱めであるが、求人関連指標の改善あるいは雇用者数の増加など、改善傾向が続いている。これらを考え合わせると、これまでの基調判断を特に変える必要はないと思う。次に、物価情勢であるが、ここにも基調に大きな変化は見られないと思う。原油をはじめとする内外の商品市況高や需給の改善を反映して7月の国内企業物価は前年比+1.6%とバブル期以来の上昇率となった。ただし、その上昇は素原材料・中間財が中心で、消費財への価格転嫁はガソリン等の一部を除きまだ限定的なものにとどまっている。消費者物価は前年比小幅の下落が続いている。物価を巡る環境についてもマクロの需給環境は改善方向にあるが、なお緩和した状況にあるということ、それから原材料価格の上昇が企業段階でのユニット・レーバー・コストの低下である程度吸収されている点に変わりはないと思う。先行きについては、ガソリン価格の引き上げ等が最近行われたが、それが消費者物価の押し上げに寄与する一方、豊作が伝えられる米の価格の下落が見込まれることで、基本的には中間評価に沿った動き、すなわち小幅の下落基調で推移する可能性が高いのではないかと考える。元々この点については、前回までは7~9月中には消費者物価が若干のプラスになる可能性も視野に入れていた議論であったように思うが、現時点ではその可能性はかなり小さくなっていると思う。そういう意味では景気回復に物価が反応しにくい姿がむしろ明らかになってきているのではないかとの印象も持つ訳である。そういう意味で今後の留意点として、この点を少し頭に置いておかなければならないと思う。IT関連の在庫調整入りに先程触れたが、皆さんおっしゃったように、この調整が軽度にとどまれば全体の景気が回復を続けているうちに一部の業種の調整が進むことによって来年度に大きな調整を迎えるリスクは減って、息の長い景気回復を期待でき

るという見方が可能かもしれない。ただ仮にそうだとした場合、生産性の上昇が一方で見られる訳で、はっきりとした消費者物価の上昇に繋がってくるのかどうか、その辺りをどう見通すのかはなかなか難しいと考えられる。こういう景気と物価の関係を念頭に置いて、これから10月の展望レポートに向けて色々な議論が行われる訳であるが、それに向けての議論あるいは展望レポートを踏まえた後の議論については、我々としてはしっかりと行っていく必要があると思う。金融市場の動向は、株式市場は8月半ばに掛けて株価が下落したものの、我が国の景気が回復基調にあるという判断を基本としたうえで、米国株価の反発を材料に上昇に転じて、足許は前回決定会合時をやや上回る水準にある。債券市場では先行きの景気に対する慎重な見方が強まり、長期金利は一時6月初めの水準まで低下したが、ここへきて幾分見方が修正され、1.6%前後の水準で推移している。このように市場毎に、また市場の中でも参加者によって景気への見方が多少分かれているのかもしれないが、そういう意味でやや神経質な展開になっているようであり、引き続き金融市場の動向を注意して見ていくということかと思う。以上である。

福井議長

最後になったが、岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

それでは二点程申し上げたいと思う。一つはやはりIT関連産業の今後の動向ということ、もう一つは日本経済の先行きがどうなるかという点についてコメントしたいと思う。世界経済全体を見てみると、IT部門の減速とそれに伴う意図せざる在庫積み上がりといったものが影響して、第3四半期、世界全体のグローバルな鉱工業生産の伸びというのはかなり鈍化するのではないかと思う。過去1年6%近く世界の鉱工業生産は伸びてきたが、第3四半期は半減、もしかすると半減以下の2.5%位ではないかという予測があるが、伸びがかなり鈍化するということかと思う。シリコ

ン・サイクルについても議論が色々あるが、通常4年位だと言われており、前回のピークが2000年だとすれば今年はちょうど4年目に当たる。どうやら段々数字が出てくるにつれて4月がピークだった可能性が高くなっているのではないかと思う。昨日も少しあったが、日本のIT生産、資本財出荷、伸びは非常に足許強いのだが、近いうちに減速するという可能性も孕んでいるということかと思う。その証拠だが、日本の半導体製造装置の受注出荷比率、これはBBレシオと呼ばれているが、これが年末から年初に掛けてどうやらピークアウトしている。7月は大体1程度、単月だと1を少し割るというようなことになっている。これは北米も同様の動きになっている。日本の半導体製造装置の受注は年初に前年比100%を超えるような伸びだったのだが、7月もまだ前年比で見ると50%を超えているということなので水準としては高いのだが、前月比で見ると既に減少しつつあるということである。それから世界半導体の出荷も、昨日ご紹介があったように、伸びがマイナスの方向に動いているということを見ると、IT関連投資全体とすると2004年はプラスで間違いないのだが、2005年に減少していくという可能性があると思う。従って、日本のIT関連の問題なのだが、部品・デバイス産業は、私の予想よりも早い時期に在庫調整ならびに生産調整に入っていると思う。これはかなり迅速な生産調整だと思う。前月比で3.8%減少しているということである。ただし、在庫率が2001年の時と比べると6割程度であるということもあって、そのことはこの調整が短期に終了する可能性を同時に示唆していると思う。ただし、この電子・デバイス産業の生産調整、在庫調整のインパクトは、これらの産業の鉱工業生産に占めるシェアは11.4%なのだが、極めてダイナミックな動きを示すので、鉱工業生産の前期比で見た伸びには相当のインパクトが出ると思う。7~9月期、予測指数だと0.6%増となっているが、修正率が大体1%位あるのでむしろ下振れリスクがあるというふうに考える方が自然かなと思う。その場合には7~9月期は前期比マイナスになる可能性も孕んでいるように思う。景気ウォッチャー調査は、8月は勿論色々な天候要因とか何かあって見にくいのだが、割合ウォッチャー調査は鉱工業生産の

先行指数として安定した関係を持っていて、それが8月が下落したということもやや示唆的ではなかろうかというふうに思う。ハイテクの、しかも一部分での調整なので、製造業全体の在庫調整が起こる局面ではないということは間違いないと思う。私にとっては7月の鉱工業生産が非常に弱かったことが、ある意味ではGDPショックよりも大きいショックだというふうに思っている。先行きを考えるうえではそういうふうに思っている。従って夏の調整は比較的限定的というのは多分間違いないように私は思っているのだが、ただ先程申し上げたように半導体製造装置協会等の需要予測では製造装置が2005年以降は2005年、2006年と2年連続で減少するという予測が出ている。それからデジタル家電も、デジタルカメラは既に在庫調整に入っているが、オリンピック終了等があって、他も伸びが減速するという可能性もある。それから海外の動向、これも非常に読みにくいのだが、アメリカ経済は——私はグリーンспан議長の証言はどちらかと言うと市場の見方に若干歩み寄ったと思っているが——、大統領選後に、設備の加速償却の終了というようなことがあって、やや減速感が強まるということがあるとすると、これは前回も申し上げたのだが、年明けにもう一度調整が入る可能性もあると思う。夏に早めに調整が始まったのだが、それで全て終わってしまうということが言えるかどうか。2005年初めのところが少し見えにくくなっていると考えている。以上がIT関連についての私の見方である。日本経済全体については、私はこれまでの景気の牽引力であったIT関連産業の牽引力が弱まりつつあるということを反映した減速が起きていると基本的には考えている。失速でも後退の始まりでもない。今回の回復の持続性については、既にボトムから30か月となっているのだが、平均は33か月で、私は以前から収益の好調を背景に設備投資が強く、これは持続性があると思っている。もしかすると生産性の伸びが過去の1.5%からもしかすると2%ラインに乗ってきているかもしれない。この辺は持続性を高める基本的な要因だと考えている。長い景気回復局面では主役が交代するということはよく起こることで、これまではITが引っ張ってきたのを、今度は従来型の産業がいわば下支えす

るという形で持続するという可能性が基本的にはあると考えている。全体の見方はそういうことなのだが、GDPの数字が、私の予想が全く間違ってしまった、当初は羊の如くきたりと思っていて、ライオンの如くなるかなと思ったりやはり駄目であって、どうも羊の如くのみ。これは修正があったとしてもそうだろうと思う。これは何が巡航速度かという議論があるのだが、これまで2年少し続いた回復局面の平均の前期比の伸びが大體0.7%であるので、ここまで行っていれば本当に巡航速度と思っているが、それより少し下回るということなのだろうと思う。私は、一つ心強く思っているのは、法人企業統計季報で第2四半期に売上が5.4%伸びているということである。名目GDPも第1四半期、第2四半期前年比で見るとまだ2%伸びているということであり、名目の方はあまり変更がないはずなので、実質の方は動くかもしれないけれどそれ程は動かない。これはプラスの材料だと思っている。ただ法人企業統計季報の非製造業の設備投資の強さはやや要注意かなと。私は2000年の夏以降でもホテルとか旅館が随分伸びたので、強さをやや見誤った覚えがある。今回もサンプルの振れということが半分位はあるのではないかとと思っている。その一方でマクロの設備投資の方は極めて健全な状況であって、除却率が最近非常に高まっていて、資本係数がこれまでトレンドとして高かったのがこのところ下がっている。2.2から2.1というところまで下がってきている。これは非常に健全な姿ではないか。設備投資を見る限りは直ぐに息切れが生ずるという事態ではないと思っている。原油価格の影響であるが、これは原油価格が40%上昇したのに、ガソリンの末端価格までいくと日本の場合8%の上昇になってしまうということで、アメリカは第2四半期かなりガソリン価格の上昇が景気に影響したと思っているが、日本の場合はかなり限定的ではないかと思っている。最後に消費者物価の動きであるが、明らかに後ずれしている。マクロ的需給バランス改善が及ぼす影響というのは、後ずれしているというのは間違いない。去年の10月以降、驚くべき安定性を保って推移しているということかと思う。私は2000年の時と比べても、賃金の反応というのは遅いと思う。それは労働市場で明らかに構造変化が

起こっている。流動化している。それが雇用・賃金の両方に影響を与えていて、それが卸・小売、サービス関係では人件費削減圧力がまだ強く働いていて、労働分配率を下げるような力で働いている。製造業では生産性向上でもって、ユニット・レーバ・コストを下げるという、この両方が作用して、その結果後ずれしている状況かというふうに受取っている。賃金の波及が遅れているにもかかわらず消費はそこそこ強いということはなぜかという問題がある。名目雇用者所得と名目の個人消費を比べると、過去大体 10 兆円位ギャップがある。自営業者などがいるので、実は名目の個人消費の方が 10 兆円位多いのだが。最近では 25 兆円位までその差が拡大している。主な要因は、消費性向が上がっていることだ。これは高齢者が勿論増えているということはあるが、団塊の世代でも限界消費性向が 1 できているということもある。これがどこまで持続するのかというところが個人消費の強さを占ううえでは重要ではないかというふうに考えている。以上である。

#### 福井議長

一通りご意見を出して頂いた訳であるが、内外経済一本調子の動きではなくなってきたという点で、今日の皆さんの意見も一致しているように見えて、微妙にニュアンスの違うところが多少出てきていると思うが、総じて言えば、ポイントを絞ったご発言だったかなと思う。特に第一は米国をはじめとする海外経済の拡大の鈍化と、それがどういう帰趨を辿るかという点に一つ焦点を絞っておられたということ。国内について言えば、前向きな循環が強まる形で景気の持続性、持続的な回復へのパスにさらに繋がるというシナリオ、それをキープしながら見て行って良いかどうか。特に雇用者所得への還元という点が、我々の事前の予想よりは少し弱めに動いている。賃金については、経常的な賃金への波及は遅れるにしても、ボーナスは弾むのではないかという位の感覚があったところが、そこも非常に慎重だという点について共通のご指摘があったということではないかと思う。加えて引き続き原油高の影響というのが複雑に絡んでいて、こ



れまでのところ影響の出方は比較的少ないけれども、今後の動きについてなお予断は許さないというふうなトーンであったかと思う。金融・資本市場の方は、こうした動き全体を見て、内外ともに、債券市場も株式市場も為替市場もいわば少し立ち泳ぎをしている状況で、市場ももう少し先を読みたがっている。昨日のグリーンSPAN議長のテストイモニーについても、分かったところを言ってくれたが、もう少し先は言っていないという感じで評価しているのかなと思う。ただ、皆さんの意見を聞いてみて、海外経済、アメリカについては引き続き全体として景気拡大のモメンタムは維持されているという基本の判断まで今修正する必要はないのではないかという感じであったように思う。年明け後、あるいは選挙後の動きについて、ITサイクルとの関連で注意すべきだという岩田副総裁のご意見もあったように思う。中国については引き続き力強い拡大基調なのだが、固定資産投資の抑制度合いというものが、マクロの安定的拡大という尺度から見て十分なのか不十分なのか依然としてよく分からない点がある、というご指摘だったように思う。国内経済の方は、昨年第4四半期、今年第1四半期の拡大は、これは日本経済のポテンシャルティーから見て早過ぎる位ということなので、当然巡航速度への収斂という動きが今、現にそれが始まっているという、こういう基本の認識は共通だったように思うが、その中でやはり色々な要因が絡んでいるので、注意深く見ていこうということだと思う。在庫調整については、全般的な問題よりも特にIT関連の在庫調整の動きをどう評価するかという点で、これは予想よりも早い調整への踏み込みということは軽度のものにとどまる可能性があるという見方が皆さんのご意見のベースになっていたように思う。グローバル経済の中で一番増幅しやすいのがIT調整の動きなので、ここはやはり注意深く見ていかななくてはならない、という点でも共通していたのではないか。特に岩田副総裁からの的確なご指摘があったのではないかと思う。設備投資は、次の短観を見てきちんと判断しようという須田委員のご意見もあった。統計によってかなり違いがあるし、その統計の中身、サンプリングの相違等によってなかなか判断しにくい面があるというご指摘も多かった訳だが、

全体的な観察としては、分厚いキャッシュ・フローをバックにやはり企業は投資機会を求めて必要な投資をかなり持続的な勢いをもってやっているのではないかという観測。これが中心的な皆さんの判断だったのではないかと思う。やはり家計部門の問題、特にボーナスさえあまり強くなかったという状況は今後の経済、特に回復シナリオとの関連でどう評価するか、そして物価との関連でどう評価するか、最終的に我々の金融政策のスタンスからも問題としてかなり重要なキーポイントになってきているということだと思う。キャッシュ・フローが高い状況のもとで、雇用者所得への還元が引き続きかなり遅れ続けるという状況はシナリオを崩すものであるのかどうか。崩さない、そういう状況でも回復シナリオが崩れない、それはイコール消費者物価指数の上昇が遅くなるということであるが、それ全体は金融政策のフレームワークとコンシステントであるかどうか、この問題にやはり絡んでくると思うので、このところは注意深く判断していかなければならないのではないかと思う。物価については特に大きな変化がないという皆様方のご指摘であったと思う。CPIについては、上昇速度が予想よりも少し遅めというのが共通の認識かなと思う。以上のようなことであったかと思うが、さらに少しディスカッションして頂ければと思う。雇用者所得の回復の遅れは我々の前向きな回復メカニズムを阻害するリスクを非常に強く意識しなくてはならない程のものかどうか、という点は如何か。

#### 中原委員

現実の議論、実態の問題とは別に、月次の表現の中で「前向きな循環が次第に明確になる」と言い続けていることに対する若干の抵抗感みたいなものが少し感じられた。実態的に今程度の消費の底堅さが続く限りにおいては、そう大きなリスク要因ではないという言い方もできると思う。月次報告、月次判断の表現をどうするかというのが、私の当面の関心である。

福井議長

今の延長線上で回復メカニズムが壊れてしまうというところまで強く意識しているという訳ではない。

中原委員

消費がもし今程度のものが維持できれば、後は輸出と設備投資がどうかということになると思う。そうなると、世界景気あるいは今の在庫調整がもう少し設備循環、ストック調整まで及んでくるのか辺りがリスク要因になろうかと思う。消費がそれ程大きな要因にならないと、プラスでもマイナスでも、というふうにとるべきなのかどうか、私もそこは少し自信がない。

須田委員

私は元々「次第に」という表現は、凄く小さくということであり、景気の先行きについても、慎重に見ていたので、この「雇用者所得への好影響が次第に明確化していく」というその期待にも相当な時間が掛かると。

福井議長

時間的距離ということか。

須田委員

時間的な距離があると考えている。結局、時間的距離が長くなるということは、その間に色々なショックが起こってしまうかもしれないということであるが、それがなければ、このままのパスをゆっくり続けていけるのだと思う。時間的距離が長くなれば、その分だけショックが生じる可能性も高まるという意味では、マイナスの側面もあるかもしれないが、基本的には今のところ少々長引いたとしても——長引いているというのは私の認識であるが——、このまま前向きの循環も明確化していくと見られると

ということである。明確化しているというのではなく、これからそういうふうになっていくと見ているということなので、私としてはこの表現をずっと続けていって良いのだと思っている。

#### 福井議長

基本的には、賃金が早めに上がって循環が短くなるということではなくて、という理解なのだ。でもそれが長過ぎると逆に悪いことが起きる可能性も高まる、ということなのだ。

#### 福間委員

先程、労働分配率の問題が出たが、労働分配率そのものは歴史的に見るとまだまだ高いところにある。ここのところ多少下がっているだけのことで、企業サイドから見るとオール・イン・オールで賃金を見るから、社会保険料等を含めて考えると、安いという感覚はない。だからこそ、非正規雇用が増えてしまう。あれはもう少しフレキシブルだからである。非正規雇用を増やすことを賃金抑制の日本式なやり方として捉えている訳であるが、ただそのブーメラン効果で最近日本の企業のレピュテーションに影響が及ぶようになってきた。レピュテーションというのは製品を通じてのものだ。例えば色々な事故が起きている。ああいうことが起きるのは、特に団塊世代の退職を前に、彼らの持っている技術が新しい世代に伝承できていないためだ。そのためには正規雇用を増やさなくてはいけない。こういう動きが多くなっており、特に製造業では非常に多くなってきている。色々な事故が色々なところで起きるので。だから、どんどん賃金を落とせば良いとか、非正規雇用を増やせば良いとか、そういうやり方は、もうそろそろピークアウトしてくるのだと思うし、雇用については今後そういう格好でいくのだろうと思う。段々と正規雇用も出てくるし、一般職についても恐らくそういう考え方が出てくると思う。勿論、標準化や単純化のできる場所は別にして、そうでないところはもう少し正規雇用を増やさなくてはいけない。もう一つ、企業が賃金を上げないということについては、

私は二つ位大きな要因があるのではないかと思う。一つはウィンドフール・プロフィットがボーンと出た。中国特需。だからこれが継続するのかと、将来に対してもう一つ自信が持てない。異常な位ユニット・レーバークostを落としたところでボーンと出てきた。しかも、それは非常に大きなプロフィットとして出てきた。このような良いことがずっと続く訳がない。そう従業員も思っているし、企業の方も思っている。ただボーナスでは報わなくては行けないというようになっている。これは今後も変わらないと思うし、現に新聞によるとJFEも今回は思い切って出しているし、大体良い所はプラスで出している。ただ公務員関係が少し悪かったのが響いているため、ボーナスは増えているが、全体では今のようなことになっている。ただこれはもう最後の方ではないかなと、もうぼつぼつ上がっていくのではないかなと。あくまでも成果主義を取り入れた形での業績連動であるが、そういう動きは今後も続くので、賃金がこれ以上どんどん下がるといようなことはなくて、業績が良かったら出して行くという動きになっていくと思われる。

福井議長

企業の財務体質改善努力というの、不稼働資産の処理とかユニット・レーバークost引き下げとか、減損会計前倒しとか、これまで忌み嫌っていたことを前倒しで行っている。

福間委員

全部やるようになった。

福井議長

最終局面に手を染めているという感じはする。

福間委員

バブル崩壊の前を少し考えて頂きたいのだが、結局、あの当時、企業は

何十兆円という含み益を持っていた。今は、ほとんどの含み益は飛んでしまっ、場合によっては含み損になってしまった。あの頃の簿価では含み益どころではなくなった。そうするとバランスシートの毀損を何とか直さなくてはならない。特に固定資産等の毀損についてはこれを資本金勘定で調整した企業がある。従って、資本金勘定も相当弱っている。だからここを早く埋めなくてはならない。ただ、先程も言ったが、企業の財務体質は大分改善してきているから、私はいつまでも今までのトレンドが続くとは予想していない。企業が儲けてそれをバランスシートの調整に充てることはぼつぼつ終わりにしようとしているのではないかと思っている。大体経営者の人と話をしていると、企業は成果主義は外せないが、ぼつぼつボーナスという形で報いるのだと言っている。こういうところから見るとバランスシートは随分調整されてきている。かなり進んできたのではないかと思っている。そういう面から見ても、少しニュアンスが強過ぎたかもしれないが、そんなに弱気ではない。

福井議長

植田委員のおっしゃった、グローバル化と石油消費の矛盾のような現象をどう考えるか。

福間委員

あれは面白い……。

福井議長

大変興味深い現象だ。

福間委員

私もそう思っている。

福井議長

そう思っているのだが、細かく見た時に、日本の企業が海外拠点まで拡大するとか、拠点をそちらに移すというのは、その拠点に関する限りはエネルギー効率は良いのだろう。

植田委員

そこはそうだ。

福井議長

それはそれにしても、やはりイントータルでマイナスという。

中原委員

業績連動はその通りなのだが、これはプロシクリカルなことになる訳であるし、やはり雇用行動が相当変わっているのだろうなど、ここまできると。だから、若干、所得への波及というのに自信がなくなりつつある。昨日の調査統計局の報告でも、人件費に対するスタンスも物凄く厳しいと、今福間委員がおっしゃったように、こんなに良いのがそう続くはずがないという感じもあるのだが、段々自信がなくなってきた。

福井議長

そのところも須田委員のご意見と噛み合わせて言えば、日本経済にとって必要な労働市場の流動化を、外からの大きなショックがこない間に整齊と進めることが将来に上手く繋がる。こういうロジックになるのだろうか。

中原委員

循環が明確になる前に、次のダウンターンがきてしまう。

福井議長

それだけでへたばるかどうか。

中原委員

労働需給の方がそこまでもう逼迫しているかどうか、まだまだスタックがあるのだと。勿論ミスマッチも実は大きくなってきている。

須田委員

以前に比べれば、ミスマッチの中でかなり雇用不足感が高まっているというのはそのとおりある。この部分で場合によっては、良い労働者を雇う企業においては、賃金の上昇ということも生じるかもしれないと思っている。

福井議長

宜しいか。特に追加的なご意見がなければ、少しコーヒーブレイクを取りたいと思っている。10時33分と極めて切れの悪いところであるが、45分まで。では45分まででお願いします。

(午前10時33分中断、10時44分再開)

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

そろそろ宜しいか。それでは再開する。金融政策の運営、つまり次回決定会合までの金融政策の運営方針について議論したいと思う。改めてお一人5分以内でご発言を頂きたいと思う。福間委員からお願いします。

福間委員

債券市場と金先市場においてGDPショック等から金利が大幅に低下する展開となり、長期金利はその後の法人企業統計で設備投資の増加基調



が再確認されたこと等から、先程来、色々な方からご説明があったように、長期金利も大体前回の会合時の水準近辺に戻っており、一方、金先レートについてはCPI見通しが、少しマーケットの見方が低いのか、金先レートは前回よりも幾分低くなっている。この間、短期金融市場では8月は資金需給的に前月同様、資金不足期に当たった訳だが、本行が長めのオペを含めて潤沢な資金供給を行ったことから、全体的には極めて落ち着いた展開になった。こうした本行の手厚い金融調節スタンスを反映してか、長めの資金供給オペであっても応札倍率は2ないし3倍台と従来に比べて低く、一方1週間物の吸収オペの倍率は7倍台と——私もこの会議に出させて頂いて2年何か月になるが——、これは最高レベルであり、資金の余剰感は一段と強まっている状況になっている。こうした状況を踏まえると、金融商品毎、あるいは期間毎の資金過不足の調整、裏返して言えば、金利の調整を市場の裁定機能に任せることができる状況になりつつあると感じている。ただ、当面の金融調節方針としては大手行を巡る不透明要因もあることから、現行の方針を維持することが適当と考える。なお、インターバンクの市場機能が正常にワークするためには、以前指摘したようにクレジット・ラインの拡大が重要な条件となる訳だが、この点に関連しては最近新聞等にも出ていたがオーバーナイト取引について、銀行・証券の資金担当部署が将来の出口に向けてのクレジット・ラインを事前に短資会社に確認するストレスチェックの動きが散見されることは歓迎すべきことだと思う。一方、ターム物については銀行の格付け引き上げの動きにもかかわらず、今のところ3か月、6か月という長めのターム物取引は成立しない状態になっている。このため、銀行の財務体質のさらなる改善が図られ、それに伴い銀行の格付けが一段と引き上げられることが期待されている。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

引き続き潤沢な流動性供給という趣旨で、現状調節方針継続ということ  
で宜しいかと思う。短期金融市場では期末の流動性確保の動きもあり、ま  
た、短期国債発行が高水準で続いている中で、オペ需要が思いのほか強い  
ということであるが、金融システムも安定しているし、期末に向けての特  
別な対応は今のところ必要ではないように思われる。長期金利、為替、株  
式、いずれもボラティリティが縮小、昨日の説明にあったとおりレンジ相  
場の観が強くなっている。それだけに実体経済の動きに材料を求める流れ  
となっており、主要経済指標に割合敏感に反応している感じを受ける。長  
期金利も、量的緩和の出口論へのフォーカスと反応はやや弱まっているよ  
うだが、これは日銀の市場との対話、時間軸が直接効果を持ったというこ  
とよりは、どちらかと言うと減速を示唆する実体経済の動き、引き続き弱  
い企業の資金需要、あるいは来年度国債発行計画における需給面からの懸  
念がやや薄らいでいるというようなことに素直に反応しているのかとい  
う気がする。金融資本市場、為替市場の先行きについては、勿論、我が国  
の実体経済の動きや企業収益の動向によるところが非常に大きい訳だが、  
一方で今後の世界的な潮の流れの変化がどういうふうに我が国市場に影  
響を与えてくるのか関心のあるところである。各国の金融政策スタンスは  
全体として反転している訳だが、中立金利に戻る前に世界経済が減速感を  
強め始めている、こういう状況のもとで過去の大幅な緩和により積み上  
がった流動性はなお残存して、途上国のボンド・スプレッドを見ると、リ  
スク・アペタイトも引き続き強いように思う。原油、コモディティ、それ  
から欧州や中国の不動産、途上国の資本市場などに出回っている資金は、  
今後の経済・政治情勢、あるいは地政学的な条件変化の中でどのように動  
くか、我が国の資本市場に対する影響を改めて注意深く見ていきたいと思  
う。

## 福井議長

須田委員、お願いする。

## 須田委員

先程述べたように、前回の決定会合以降、公表された景気指標が弱めのものが多かったため、一時は市場に景気減速懸念が広がったが、過度の悲観論が後退し、金利、株、為替といった金融市場においては、その水準やボラティリティ、スプレッド等に特筆すべき動きは見られない。市場における資金の逼迫感が高まっている訳でもない。また、前回会合以降、実体経済面でも景気回復の基調に大きな変化が見られない。こうした金融市場の動向や実体経済の状況を踏まえると、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。

以下、9月末の金融調節と景気判断を巡るコミュニケーションの難しさについて、一言述べさせて頂く。昨年9月末は財政要因等により資金余剰幅が大きかったものの、期末日に無理に資金吸収を行わず、「なお書き」を適用して、ターゲット・レンジを上回る当座預金残高となった。今年の3月末も金融システム不安等の攪乱要因はなかったものの、財政要因で「なお書き」対応した。しかし、今年の9月末は財政要因による資金余剰は期末日と重ならないとのことであり、こうしたテクニカルな要因で「なお書き」を適用する必然性は低いとのことである。勿論、期末にはバランスシート対策で金融機関が当座預金需要を大きく積み増す可能性を否定できないので、執行部が許容限度だと考えられる以上に金利が動いた場合に「なお書き」を発動することを否定するものではないが、テクニカルな要因がない今期末において、なるべくなら「なお書き」が発動されない期末という実績を作って頂きたいと思う。理由はどうであれ、期末に「なお書き」を発動せずに済めば、株式の買取りの終了も予定されているので、それと合わせて金融システム問題の克服に向かって進んでいることが実感されるのではないかと思う。

次に、景気についてのコミュニケーションの難しさについてだが、金融政策については、原油価格の上昇、国内企業物価の上昇にもかかわらず、消費者物価への波及はその他相殺要因もあって顕現化しておらず、消費者

物価が近々下げ止る可能性が減ったという認識の広がりとともに、当面、イグジット論よりも景気回復のスピードがどの程度のものになるのかに関心が移っている。市場では日銀の見方が強過ぎるとする向きもあるが、景気回復のスピードを図りかねているのが実情だと思う。それは我々も同様である。このような時に我々はどのように対処すべきであろうか。今回の基本的見解の表現から下方修正だと取られる可能性は高いと思うが、それは仕方ないと思っている。ただし、我々としては景気のメカニズムの基本線は変わっていないと強調することも重要だと思われる。そもそも、この基本的見解は政策委員の強気の見方も弱気の見方も包み込んだ書き振りとなっているので、その範囲内にある限り内容は変える必要はないと思うし、言い振りも同じで良いと思う。そうすると短期的にはマーケットの判断と我々の言い振りとの間にギャップが生じる可能性がある。ギャップを解消するには、まずは政策委員会の見方は一人の見方ではなく、それには幅広い見方が含まれていることを認識してもらう必要がある。また、足許の指標に合わせて直ぐ内容を変えることは、昨今の経済指標についての振れの大きさや他の指標と整合的でないデータが多々あることを考えると、確信が持てる場合を除いて望ましくなく、修正は様々な指標を確認しながら蓋然性が高まったと判断された時点で行うのが良いと思う。米国の景気についての認識があまりにも振れの大きい統計である雇用統計の月々の値によって引っ張られているのを見ると、特にそう思う。雇用統計について月々のデータに強い関心が集まるようになったのは、FRBにも責任があると思う。FRBはFOMCの発表文における雇用情勢の評価において移動平均で見れば改善傾向が見られるもとので、月々の値に合わせて、改善、低迷、上向き、減速など評価をころころと変えている。こうなると、その指標の月々の値に注目せざるを得ないし、その振れに合わせてマーケットも振れることになる。このようなことは避けたいと思う。昨日の調査統計局長の説明にあったように季調の問題や全産業活動指数の動きとの比較などから見て、第1四半期と第2四半期のGDP成長率の数字をそのまま受入れるよりも、均してみても、年前半は高い成長が実現し

たと捉えておくことが望ましいと思っているが、これもこのような観点からである。この点からもマーケットの見方と乖離が生じる可能性があるが、ここでも基本的メカニズムを我々は重視しているということを示すことが必要だということかもしれない。以上である。

福井議長

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と思う。マネーマーケットでは昨日、金融市場局長が説明されたように、F B市場やレポ市場などで若干の動きがあったようだが、極く小さな動きであるし、短期金融市場全体の安定は保たれていると思う。金融・資本市場における企業の資金調達環境は全体としては改善傾向が続いているし、企業自体の財務体質も改善してきている。前向きな企業活動を金融面からサポートする環境、あるいは条件は、より確かなものになってきていると思う。より広く金融環境を考えても、現状はかなり良好なものではないかと思う。長期金利、円相場、株価——これは須田委員、中原委員がお触れになった——が、企業にとって好ましい金融環境を用意していると思う。先程総裁は「立ち泳ぎ」とおっしゃったが、そういう表現でちょうど今の状況を表わしているのではないかと思う。原油など、国際商品市況が上昇してきたことによる企業の交易条件の悪化はあるが、それもユニット・レーバー・コストなどの引き下げなどで対応し、利益率の引き上げが図られてきた。当面は、昨年10月の約束に沿って量的緩和を維持することが適当と考えるし、企業の景況感、物価の見方に従って時間軸は伸縮することになる。来月末の展望レポートに向けての市場とのコミュニケーションが重要になるが、これは後程必要があれば議論したいと思う。以上である。

福井議長

植田委員、お願いします。

植田委員

議論があったように、輸出・生産等の伸びが鈍化しつつあるように見られる訳だが、やはり現状では一時的な踊り場、ないし巡航速度への一時的な調整プロセスというふうに見るべきだということ、それから金融・資本市場は落ち着いているということと合わせて、金融調節は現状維持で宜しいかと思う。以上である。

福井議長

春委員、お願いします。

春委員

市場においては中間期末となる 9 月末越えの資金調達に関する特段の不安もなく安定した状況にあるようである。当面の金融政策については、現状の 30 ないし 35 兆円を継続してレンジを有効に活用するとともに、必要に応じてなお書きを活用して潤沢かつ機動的な資金供給を続けたいと思う。

この間、市場において景気回復の持続性に関する慎重な見方から、金先等の短期市場や債券市場で金利が低下したが、今週に入って若干戻している。今後、コミットメントに基づく本行の量的緩和政策維持の考え方とともに、10 月末には 2005 年度分を含めた展望レポートを出していくことになるが、やや長めのスパンで見た景気回復の可能性について、本行の見方を十分に説明していくことが必要であるように思う。一方、やや長めに見た景気や物価の上振れリスクや下振れリスクに応じた金融政策の選択肢、あるいは対応についても、これは内部で勉強をしていきたいと思っている。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

金融政策運営については、現在の調節方針を維持することで宜しいかと思う。そのうえで、二点程、先行きの政策運営との関連で申し上げたいと思う。先程、金融市場の動向について触れたが、市場では景気の見方がやや分かれているようであり、こうした際には市場参加者の期待が振れ易くなって、金融市場の変動も大きくなりがちである。市場の動向を丁寧に確認していくとともに、日本銀行としての経済・物価情勢の見方や金融政策運営についての考え方を分かり易く示していくことが必要になると思う。それから第二点は、先程申し上げた景気と物価の乖離という点も、長い目で考えると、今、春委員もおっしゃったが重要なテーマだと思う。景気回復に物価が反応しにくい姿となっている中で、何らかの歪みが経済に蓄積していくようなことはないのか。それがどのような形で現われるのか、そうしたもとの金融政策をどのように運営していくのか、こういった点が大事な課題であると思う。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

まず、金融情勢に幾らか言い残したことがあるので、一、二点付け加えさせて頂きたいと思うが、一つは須田委員もお触れになったが、アメリカの金融政策についてなのだが、雇用の伸びについて議論が集中しているのだが、失業率が今回低下をしている訳である。雇用の伸びはそれ程でもない、ということを見ると、移民の増加テンポが減速していることや、労働参加率が低下傾向にあるということが背景と思われる。それらを合わせて

考えると、従来考えていたよりも少ない雇用の増加でも、失業率の方は低下していく可能性がある。失業率が下がるためのハードルが少し下がっている可能性もあるのではないかと思う。それから地区連銀の報告を見ると雇用、あるいは消費の動向というのはどうも斑模様だと、良いところも悪いところもある。ただ、天候要因があって、ハリケーンのチャーリーとフランス、それからガストンというのが熱帯性の暴風雨だと言うのだが、この辺があってちょっとかき乱されているところはあるが、やはりまだ斑模様かと思う。グリーンSPAN議長は7月はかなり強い見方だったのだが、今回の証言はもう少し市場に近くなっているのかと思う。潜在成長率に近いような伸びが後半も続くということであるとすると、逆に言うとインフレのリスクは少なくなっているということなので、中立水準に引き上げていくテンポについては——9月は恐らく引き上げるだろうと私も思うのだが——、もうちょっと緩やかになってもおかしくないのではないか。従来から中立水準というのは何%かと、歴史水準で言うと実質のフェデラル・ファンド・レートが2%だと。従って、それに物価上昇率の2%をオンすると4%まで最終的にはいくのだというのは一つのシナリオなのだが、これについては歴史的な水準が本当に正しい中立的な水準なのかどうかというのは疑問があるところで、人によっては実質のフェデラル・ファンド・レートは0.5%ではないか、インフレ課税の部分を考えれば、という議論もかなり私は有力だと思っていて、4%まで急いで機械的に上げる必要は必ずしもない。そのテンポについてはもう少し緩やかになってもおかしくないのではないかと思う。今回特徴的なことは、石油価格が上がってその結果、長期金利は下がっているということであり、これは従来と非常に違うパターンで、どうしてなのかなと疑問に思っているのだが、考えられる背景の一つは、やはり中央銀行のインフレ抑制に対する市場の信認が非常に強い。従って期待インフレを高めていくようなことは簡単には許さないという、その信認の強さがあるほとんどコア・インフレについては変化がない。その一方で期待成長率の方にだけ影響が現われるという姿になっていて、その結果、長期金利が下がるという姿になっているのかな



と思う。このことは、言葉を変えて言うと今回の原油の上昇というのは、需要サイドと関連が非常に強い。サプライ・ディスラプション中心と言うよりは、需要の方が主導力に、どちらかと言うとなっているのかなと考えている。実質の石油価格で考えても90年の時と比べても、まだ2割位低い水準なので、実質で見てもそれ程影響は大きいものではないということが言えようかと思う。グローバルに金融市場を見るとNASDAQの方は下落し続けて、エマージング諸国の債券、エマージング・ボンド・インデックス指標が上昇する姿になっている。これは、日本の景気の動向が今、IT関連が減速して、それを従来型、あるいは素材型が下支えするという姿になっているが、世界経済についてもどうも資源が中心の国では高成長、だがIT関係の方は減速してきたと、その姿が金融市場にもどうも現われているのかと思う。日本の金融市場を見てみると、景気減速予想が幾らか強まるということと、それと裏合わせだが、量的緩和の早期解除観測が後退する、逆に言うと時間軸効果がもう一回、短中期で回復するという姿が現われているかと思う。国債市場はそういうことで、長期金利がむしろ主導でブル・フラット化しているということかと思う。大手の金融グループは金利先高観をこれまで背景にして、債券ポートフォリオ短期化、ヘッジ売り・リスク量圧縮というそういう姿から8月中旬以来はむしろその巻き戻しと言うか、ヘッジの買戻し・リスク量還元へという方向にある。先物のプット市場を見ると、買い易いところで買いたいという姿がプット市場にも現われていると思う。そういうことで長期の国債市場も非常に安定しているということであり、政策について変更する必要はないと思っている。

福井議長

こちらの方は、皆さんの次回政策決定会合までの調節運営については現状維持ということで意見の不一致はなかった。私も同様に思っている。なお、コミュニケーションを一層綿密にと忠告があった。これは私だけの話だけではないと思うが、拳拳服膺しながら、やらせて頂きたいと思う。景

気回復の基本的メカニズムという点にいつも絞って話をしているつもりなのだが、そのことを言うだけで「あいつは強気だ」とレッテルを貼られるリスクは、ある程度それは避けられないのだが、極力客観的に話しているつもりである。それから期末のなお書き云々というところは、これは金融市場局長はさらに何かコメントがあるか。

中曾金融市場局長

先程須田委員の方からちょっとあったが、今年は去年の資金需給の日々の振れとは少し違うところがある。去年は期末日に、これは3月末も9月末も同じなのだが、交付税交付金の支払が4兆円位あった。ところが今年については9月22日にこの支払があるので、大きな余剰日が月末の前に入ってくる。従って、去年までであれば月末に入ってくるこの大きな財政の払いを自然体で放置するというような形で当預がオーバーシュートする形だったのだが、今年は今、申し上げたような事情で払い日が相当前にあるので、わざわざ月末日に当預を積み上げようとする、そのために追加的なオペを打たなくてはいけないという、やや変則的なことをやる必要が出てくる。昨日申し上げたように自然体でいけば今のところは34兆円位で納まりそうな状況である。従って、去年の9月の時はディレクティブが27~30兆円だったのに対して、月末には34.6兆円積んでいた訳だが、そういう状況とは今年はちょっと違うということである。ただ、月末に向けての市場の動向をよく見極めたうえで、一部に逼迫感が出るようなことがあれば、その時は機動的に対応はしたいと思っている。

福井議長

今のようなことで宜しいか。分かった。それでは政府の方からご発言をお願いしたい。

石井財務副大臣

わが国経済の現状を見ると、企業部門の改善が家計部門に広がり、景気

は堅調に回復しているが、足許の指標には、輸出の伸びの縮減や、一部に生産を調整する動きも見られるところであり、今後の景気判断に当たっては、こうした動きが今後どうなるのか、注意深く見極めていくことが重要である。

また、米国等の海外経済や、原油価格が内外経済に与える影響など、わが国経済へのリスク要因についても、その動向を注視していく必要がある。

こうした中、デフレは依然として継続していることから、日銀におかれては、引き続き量的緩和政策継続のコミットメントを堅持して頂きたいと考えている。

なお、緩和的な金融環境の継続に関する期待を維持し、景気回復を持続的なものとするため、これまでも申し上げているとおり、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。藤岡内閣府大臣官房審議官、お願いします。

藤岡内閣府大臣官房審議官

景気の基調判断については、本日の月例経済報告で報告するが、景気は堅調に回復している。一方、原油価格の動向が内外経済に与える影響や世界経済の動向等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、銀行貸出し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は上昇しているが、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」を早期に具体化することとしており、本格的かつ迅速な構造改革に取り組んでいくため、現在、経済財政諮問会議において特別会計改革、三位一体改革、社会保障等について集中審議を行っているところである。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。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思う。以上である。

福井議長

ただ今の政府のご意見に対して、各委員からコメントないしご意見あればどうぞおっしゃって頂きたい。特にないか。分かった。それでは議案の取り纏めに移りたいと思う。議長としては皆さんの意見を踏まえて金融市場調節方針は現状維持ということで議案を提出させて頂きたいと思う。

[事務局より議案配付]

他に議案提出をご希望の趣があればどうぞおっしゃって頂きたい。ないか。それでは執行部から議長提案について原案を読み上げてみて頂きたい。願います。

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。」である。続いて別添である。「2004年9月9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

それでは議決に移る。大変恐縮である。

[政府からの出席者退室]

それでは採決に移るが、ご異議なければ持ち回って頂きたい。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決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、ただ今決定の方針に沿って金融調節の方、宜しくお願い申し上げます。政府の方をお願いします。

[政府からの出席者入室]

大変恐縮であった。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

それでは金融経済月報の基本的見解について討議のうえ決定したいと思う。冒頭に執行部の方から説明があったが、その後の議論を踏まえて、この文章について、あるいは内容について、ご意見をお持ちの方はどうぞお出し頂きたい。どうぞ。

田谷委員

特にない。唯一、前のバージョンでは企業収益に対するメンションが全くないのでどうかなと思ったが、それはちゃんと入っている。

福井議長

宜しいか。中原委員は先程のご意見との関連でどうか。

中原委員

適当な代案もないので結構である。

福井議長

中原委員のご意見は皆踏まえたうえで、このままということで宜しいか。それでは異議なしということで議決に移らせて頂く。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

全員一致で可決した。この基本的見解の部分は即日公表であり、本日の15時に公表させて頂く予定である。なお、背景説明の方はさらに必要に応じて執行部で修文を施したうえで10日金曜日14時に対外公表させて頂く。

VI. 議事要旨（8/9～10日開催分）の承認

福井議長

次に議事要旨、8月9日及び10日開催分の承認に移りたいと思う。既にお手許に配付済で十分チェックして頂けたと思っているが如何か。宜しいか。それではこれも議決を採りたいと思う。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で承認された。これは 9 月 14 日火曜日、14 時に対外公表させて頂く。

VII. 2004 年 10 月～2005 年 3 月の金融政策決定会合の開催予定日等の承認

福井議長

最後に 2004 年 10 月から明年 2005 年 3 月までの金融政策決定会合開催予定日のご承認を頂きたいと思う。これも予めお手許にお配りしているが、会合の開催日と金融経済月報の公表日、それから議事要旨の公表日、全て表に掲げてある。ご覧頂いてチェックをして頂いたか。これを決定させて



頂きたいと思う。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致でただ今の件、承認された。この件については本日の会合終了後、速やかに公表する扱いとする。

VIII. 閉会

福井議長

以上で本日予定した議事は全て終了した。次回の政策決定会合は 10 月 12 日及び 13 日の二日間である。宜しく願います。なお、機密保持の関係のことだが、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、厳に出席者限りである。議事要旨及び議事録と一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認確保の観点から、政府の出席者の方々も含め、この場の全ての皆さん方におかれて厳正な機密管理の程を宜しくお願い申し上げます。以上である。ご協力有り難うございました。閉会する。

(午前 11 時 26 分閉会)

以 上