

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2005年6月14日（14:01～16:12）

6月15日（9:00～12:58）

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（ ” ）  
須田美矢子（審議委員）  
中原 真（ ” ）  
春 英彦（ ” ）  
福間年勝（ ” ）  
水野温氏（ ” ）  
西村清彦（ ” ）

政府からの出席者：

財務省	石井道遠	大臣官房総括審議官（14日）
	上田 勇	財務副大臣（15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	平野英治
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画局長	山口廣秀
企画局参事役	鮎瀬典夫（15日9:00～9:13）
企画局企画役	内田真一
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	山田泰弘（15日9:00～9:13）
企画局企画役	加藤 毅
企画局企画役	武田直己
金融市場局企画役	坂本哲也（15日9:00～9:13）

## I. 開会

福井議長

それでは金融政策決定会合を開始する。

(14時01分開会)

今日と明日の2日間の会合である。今日は政府の方から財務省石井総括審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いします。内閣府からは藤岡官房審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いします。今日は金融経済情勢に関する執行部説明ということである。情勢に関する討議あるいは金融政策運営に関する討議、あるいは決定というのは全て明日の議題ということにさせて頂く。会合の中でのご発言は全て記録させて頂く。委員及び政府からご出席を頂いた方々は、そのことを十分踏まえられたうえでご発言頂ければと思う。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つもりである。最初に、金融調節それから金融・為替市場の動向について、白川理事と中曽金融市場局長からお願いします。

## II. 金融経済動向についての執行部からの報告

### 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

それでは資料-1、2（追加）に沿ってご説明する。早速だが、図表1-1である。当座預金残高であるが、前回決定会合以降不足期に入ったことに伴って、概ね30兆円台で推移した後、6月2日の税揚げ、それから3日、この両日に29兆円台まで低下し、「なお書き」の発動ということになった。その後、6月6日からはターゲット・レンジに復帰しているが、下限近くの水準での低空飛行が続いている。ただ、15日には年金定時払いを含めた財政の払いが予定されているので、それ以降は水準が上昇する見通しである。この間、短期金融市場の落ち着いた地合いに変化はない。オーバー

ナイトコールレートは1/1,000%ないし2/1,000%で推移している。続いて図表1-2、主体別の当座預金保有状況についてご覧頂くと、都長銀が15~16兆円辺りで推移している。このうち半分程度を統合を控えたメガバンク2行が占めており、今後彼等の動きが当預水準の動向の一つの鍵になるとみている。続いて図表1-3、資金需給の動きをご覧頂く。6月に入ってから足許までは不足地合いであるので、マイナス符号が付いている。先程触れたように、年金払いがある今週以降は一転して余剰地合いになっている。このため、ターゲットとの関係で言えば、下限を割り込む可能性は暫く遠のく。その後については、現時点では正確に見通すことはできないのだが、9月の初めが3か月毎にやってくる次の大きな不足期である。しかし、今年はその前の8月の初めに掛けても不足幅が拡大する時期がどうやらありそうだとみている。具体的には、7月末に掛けて各種国債が発行されてから、8月の初めの税揚げに掛けての時期である。7月は奇数月なので年金払いのない月であり、今申し上げた不足幅を相殺するような大きな余剰要因がない。このため、8月の初めに掛けては、当座預金残高がレンジ下限に再び接近する可能性があるかとみている。次に図表1-4、オペの実施状況についてご覧頂く。前回決定会合以降も積極的な資金供給姿勢を示すオペ運営を行ったところである。まず、手形オペについては、全店、本店買入を合わせて週3回ないし4回の頻度でオファーをしている。これは通常の2倍程度のペースであって、前回の大幅不足局面の3月の初めに向けてのペースをも若干上回るものである。このうち全店買入については、税揚げ日を控えた5月23、26、31日オファー分については、タームを9か月から10か月まで長期化させて、確実な集玉を凶ったところである。全店買入はこのところ札割れを回避してきたのだが、オペレートの方をご覧頂くと昨年の末からずっとそうであるが、平均落札レート、それから決定レートとも1/1,000%に貼り付いたままである。そうした中であるが、9日オファー分についてはシャドーを付してあるが、これは今年の3月7日以来の札割れになっている。この間、本店買入の方については、前回決定会合以降もずっと札割れが続いている。一方、CP等買現先、国債

買現先、短国買入については、週一度のオファーペースを維持している。このうち、CP現先については、5月下旬以降であるが期日を迎えた手形のCPから電子CPへのロール発行を含めてCPの発行が膨らんだこともあって、24日オファー分以降は札割れを回避している。他方、国債買現先の方は札割れが止まらない状態である。また、短国の買入については、従来は相応の応札を確保していたのだが、投資家の需要が過熱気味であるため、前回決定会合以降は応札倍率が低下傾向を辿っていて、6月10日のオファーに至って——これは1月の13日以来になるが——、ついに札割れが発生したところである。次に図表1-5、2(1)ABC P買入の実績をご覧頂く。前回決定会合以降、5月26日と6月8日に買入オファーをしたところである。このうち8日の応札額は僅か28億円と買入開始以来最も低い金額となっている。その背景は、適格玉はあるのだが、あるにもかかわらず投資家の需要が著しく強いということで、日銀の買い入れに回る玉がそもそもほとんどなかったとみている。このように全般的にオペ先の資金需要が弱い中であって、足許のオペ運営は手形買入、特に全店買入に頼った姿になっている。この点に関して、6月2日の税揚げに向けたオペ運営について一言付け加えさせて頂くと、当座預金のターゲットの下限割れを防ぐ観点から、その時点で札割れが生じていなかった全店買入、あるいは短国買入を追加的に行う余地も考えたところである。しかし、全店買入については先程申し上げたように、既に通常の2倍のペースで実施していたということがあり、これに加えて当面は6月半ば位まではガラガラ不足の地合いが続く。さらにその先についても、これも先程申し上げたが、埋めなくてはならない不足期がまた訪れる。そういったことを勘案すると、オペ先の需要を先食いし過ぎることは回避したいと考えた次第である。また、短国の買入については、既に過熱している市場で追加的に買入オペを行うのは、いわば火に油を注ぐのも同然というふうに考えて、やはり手控えることにした次第である。この結果、6月2日、3日の両日は一時的にターゲットの下限を割り込むことになった。続いて、図表1-6をご覧頂く。以下はオペの運営に関する幾つかの資料を掲載している。今

までの説明で既に述べた点もあるので全部には触れないが、まずこの頁でご覧頂きたいのは(2)のグラフ。このグラフは手形オペや国債買現先オペなどを合わせた短期資金供給オペ全体の期間を示したものである。ご覧頂くと分かるように、昨年の半ば位から一貫してオペの期間が長期化してきている。これによってオペ先にとっては極めて低い金利で長めの資金を楽に調達できる。そういった機会を作り出すことによって、オペ先のオペ需要を喚起して当座預金残高の維持を図ってきたということである。続いて図表1-7(5)のグラフに注目頂きたい。これはFBの3Mの発行金利の推移をご覧頂いたものである。このところFB市場ではキャッシュ潰しの投資家のニーズが過熱している。このため、ディーラーが入札で玉の確保に走る結果、落札平均レート、決定レート、いずれもが0%となるいわゆるゼロ金利入札が4月の中旬に2回、それから6月に入ってからも2回生じている。このグラフには示していないが、先週行われたTBの6Mの入札でも、TBとしては初めて平均落札レートが0%となったところである。このように発行市場の過熱はFBからTBにも及びつつあるというふうに見ている。続いて金融・為替市場の動向をご覧頂く。図表2-1である。図表2-1(2)の表でターム物のレートの推移をご覧頂くと、短国の市場取引のレートも引き続きタイトな状況が続いていることがご覧頂けるかと思う。続いて図表2-2、こちらはユーロ円金利先物からみたフォワード・レート・カーブのグラフであるが、前回決定会合以降ほとんど動いていない。続いて図表2-3になるが、長期金利は低下している。10年債で言うと、足許1.2%台の前半まで低下してきている。金利低下の背景として、以下の諸点を挙げる事ができると考えている。第一には、我が国の景況感に目立った変化がない。第二に、そうした中で米国長期金利が低下している。そして第三であるが、債券需給がしっかりしているということも挙げられると思う。需給がしっかりしている背景としては、具体的には機関投資家がインデックス長期化見合いの需要を強めているということが一つ。それからアメリカのイールド・カーブがフラット化しているため、これは以前申し上げたが、ヘッジ付きの外債投資のリターンが低下

して、国内債に目が向きやすくなっていることなども背景として指摘できている。さらに足許の6月について申し上げれば、6月は国債の償還が多い。このことも需給環境を良好にしていると思っている。続いて図表2-4、イールド・カーブの変化幅であるが、(2)のグラフでご覧頂くと、ほぼ全てのゾーンに亘って低下している。図表2-6、直近の債券市場参加者に対するサーベイをご覧頂く。(1)のグラフであるが、右端の棒で斜線部分が大きくなっていて、これは金融政策・短期金利への関心が増している様子が窺える。また、(2)のグラフでは薄い実線、これは海外金利、それから黒い太線、これは債券需給、いずれも右下の方向へ下りてきている。これらの要因が金利低下要因として意識される度合いが高まっていることが分かるかと思う。続いてクレジット市場、図表2-7に行く。(1)の社債利回りの対国債スプレッドは横這い圏内の動きである。(2)のCDSプレミアムについては米国など海外市場で低下したことを受けて幾分縮小している。(3)のGMAC、FMCCのサムライ債のスプレッドの動きからGMとフォード格下げの影響について右の拡大図をご覧頂くと、③で示しているフィッチによる5月19日のフォードの格下げによって、材料が出尽して不透明感も薄まったということで、その後はスプレッドが縮小方向に向っている。従って、GM、フォードの格下げの影響は一先ず終息しつつあるとみて良いと思う。ただ、CDSのスプレッド・カーブなどから見ると、GMのデフォルト確率は、2、3年後にはまた高まると予想されているようであって、中期的にはスプレッドの再拡大の可能性が残されている点は付言しておきたいと思う。続いて株式市場の動きである。図表2-8に行く。株式市場は前回決定会合以降5月の下旬に掛けては、アメリカの株が上がったので一旦回復したが、その後は上値が重い展開となっている。日経平均は足許では11,300円台となっている。なぜ上値が重いかと言うと、図表2-9をご覧頂きたいのだが、一つは海外投資家の買いが完全には戻っていないということである。この点(1)の表をご覧頂くと、海外投資家が右の方にあるが、5月は1,324億円の買い越し。4月に比べると増加しているが、3月までの水準と比べると小幅

にとどまっている。それからもう一つは、企業業績。アナリスト見通しは (2) のグラフにお示しするように足許の 2004 年度の実績は上振れているのだが、三角印の折れ線で示した 2005 年度の見通しは、先行きに対する企業の慎重な様子を受けて下方修正されてきている。この点が株の上値を抑える材料の一つとなっているようである。図表 2-10 に行く。為替相場の動きである。為替相場において前回決定会合以降の大きな動きというのは、欧州憲法批准に係る国民投票でフランスに続いてオランダで否決されたことに伴うユーロ安である。ユーロは (1) のグラフあるいは<参考>でお示しているように、対ドルで去年の 9 月以来となる 1.20 か 1.21 台、そういったところまで低下している。それから対円でも 131 ないし 132 円台までユーロ安が進んでいる。ユーロは安いのだが、ドル円についてはいわばその狭間にある。つまり、円は対ユーロでは買われる。ドルも対ユーロでは買われる。そういった構図になる。であるから、円相場はそうしたユーロを介したバランスの傾き加減によって変化しているのが、恐らく現在の構図ではないかと思っている。そういった中で、昨日はニューヨーク時間で円安が若干進んでいる。108.90 円という一つの市場が注目していたポイントが破られたので、現在は一時的に円売りが進んで 109 円台の円安——去年の 10 月以来ということであるが——になっている。図表 2-11、ユーロ安に関してだが、欧州憲法批准に係る国民投票の否決というのは、実は市場では事前にある程度予想されていたところではある。ただ、(2) のグラフの中で四角で囲ってあるところに書かれているように、各種の報道であるとか、あるいは要人発言に表われているように、これを契機に改めてユーロ圏の政治あるいは経済政策面への不透明感が高まったことがユーロ安の背景であろうと見ている。さらに足許のユーロ圏の景気指標が弱いこともユーロのベア・センチメントを高めていると考えている。最後の図表 2-13 で IMM ポジションを少し見ておきたいのだが、まず円については (1-1) のグラフにもあるように 5 月半ばに一旦ポジションが解消して、その後、またショート・ポジションが積み上がっている。(1-2) のユーロであるが、これは大変珍しいことなのだが、足許はショート・ポ

ポジションが造成されている。ほとんどいつもロングなのだが、足許はショート・ポジションが積み上がっているということである。以上のような状況を勘案すると、今暫くはドルはユーロに対して強含む展開が予想される。円については、人民元の切上げ憶測が依然燻っていることもあり、円高方向への力も働いているため、やや神経質な動きを予測する向きが多いようである。アメリカのインバランス、経常赤字が勿論依然意識はされているのだが、どうやら足許ではアメリカと日欧との景況感格差、あるいは金利格差の方に今は市場の関心が集まっているようである。これはどちらかと言うとドル高方向になる。であるので、一番下のリスクリバーサルなどに表われているように、足許ではドル安を見込む向きがやや後退をしている。私からは以上である。

福井議長

どうぞ、ご質問、ご意見ございましたら。

須田委員

金融調節についてであるが、次回決定会合までは当座預金残高目標の維持は可能だという判断で良いかということと、図表1-6(2)短期資金供給オペの期間であるが、これだけ短期のオペで札割れが起こると、これは今後また長くなるということが見込まれるかどうかということについて教えて欲しい。

中曽金融市場局長

まず次回決定会合までは需給環境も好転するので、これは問題なくターゲットの維持は可能だと思う。今週15日以降は34兆円台位まで上昇するので、我々としてはむしろ上限を意識して多少吸収を掛けていかななくてはならないというふうに思っている。それからその先も含めてであるが、恐らく先程申し上げたように、オペ需要を喚起していくという意味では、オペの期間を長くしていかざるを得ない。勿論、その局面局面で——今回も



そうであるが——なるべく長くなった期間を巻き戻す努力は重ねるが、全体としては恐らく方向としては長くしていかなざるを得ないだろうと思っている。

#### 福間委員

先程シカゴのポジションの説明の中で、今は超短期的に見ているとクロス巻き戻しも中に入っているということであった。円／ユーロのクロスだからなかなか予測は難しいが、一応巻き戻しが終わり当面は130円台で行くと考えて良いのか。これはユーロをどうみるかということにもなるのだが、こういう巻き戻しを別にすると、通貨市場では現在の地合いがもう少し長引くと思っているのか、そうではなくて、いやこれはワンショットで終わるとみているのか。マーケットの内部要因からみた予測で良い。あまりファンダメンタルズを言っても難しいだろうから。

#### 中曾金融市場局長

為替市場では新しい材料をやや探しあぐねているという感じはする。IMMポジションを見ると、円はショートに積み上がっているので、方向としては円高、要するにアンワインドがどこかで起きるだろうということで、円高を見ている人が多い。ただ現実にはきっかけがなかなか見つからないということで、そういったアンワインドがどういったタイミングで誘発されるのかはよく分からない面がある。このため、暫くこのような状況が続くのではないかとみられているようである。勿論、節目節目で、各種アメリカの景気指標が出るので、それ次第では今申し上げたようなアンワインドの動きが触発されるということもあり得る。その場合には少し荒い動きになる可能性もあるというふうに考えている。

#### 福間委員

このユーロ安の過程で中東筋を中心にダイバーシフィケーションあるいはユーロ替えが行われていると随分言われたものだが、アジア通貨への

分散も一部行われたと言われている。こういう動きは今どうなのか。

中曽金融市場局長

定量的には勿論把握できない。我々デスクの感じを聞いていると、従来はユーロが落ちると中東、それからロシア、アジアの中銀筋が必ずその押し目買いに出てきていたのだが、このところ多少そういった姿が見えにくくなっている感じである。少し慎重化している。

福間委員

目立った売りというのはないが、要するに買いが止まっていると。

中曽金融市場局長

然り。

中原委員

以前は原油高とユーロ高という形でかなり連動していたが、今はもう両者の間に連動は見られないのか。原油価格はまた上昇してきているが、為替には影響は出ていないのか。

中曽金融市場局長

あまり材料としては挙げられていない。

岩田副総裁

一点宜しいか。長期金利がグローバルに下がっている。なかなか答えが見つからないのだが、アメリカだけでなく、日本も含めて、全体がこう下がっているということに対しては何か説明あるか。

中曽金融市場局長

これは後程国際局長から話があるかもしれない。米国の長期金利との関

係で言われているのは、アメリカの景気が今一つだとアメリカの金利が下がるので、その限りにおいて日本の長期金利も下がるという連想である。長期金利についてはストレートにお答えすることにはならないかもしれないが、ちょうど去年の今頃とか一昨年今頃とか長期金利が大きく反騰しているので、そういう反発のメカニズムという観点から少々調べてみた。2003年と似ているところもあるし、2004年と似ているところもあるが、それぞれ違うところもある。何が同じかと言うと、2003年と似ているのは、金利がずっと下がってきて、需給がタイトな点である。一方、2003年と違うのは、当時は投資家は結構ロングポジションに傾いていたと思うが、今回はそんなにロングに傾いていない点。それから今回は金利上昇を警戒する姿勢も強く、相場が反発する可能性は低い。また、2004年とどこが似ているかということだが、2004年は、結構、景気動向あるいは金融政策が金利上昇要因として意識されていた。その点は似ていると思う。ただ、今は、踊り場だというのはほとんど皆認識しているので、その点は違う。それから2004年の夏、株価の上昇も金利上昇要因として意識された。今回はそれは然程ない。従って、この面からも金利が急騰する可能性はそんなに大きくないのではないか。であるから、日本について言えば、今申し上げた要因から長期金利はずっと下がったままの状態が続いていなかなか上がりそうにもない。国際的な関係というのは後でまた国際局長から話があると思う。

岩田副総裁

あともう一点宜しいか。やはり7月下旬から8月初めの資金需給は、財政要因で10兆円位不足になるか。

中曾金融市場局長

国債の発行がそれ位あると思う。

岩田副総裁

主な理由は国債の発行ということか。

中曽金融市場局長

それと8月の頭は税込。

岩田副総裁

8月の頭は税込か。

中曽金融市場局長

これはいつもよりは大きくない。消費税と一部の法人税であるので、その部分はあまり大きくない。主として、国債の発行である。

岩田副総裁

基本的には国債の発行で10兆円位ということか。

中曽金融市場局長

正確な数字は確認してみないと分からない。

須田委員

以前から起こっているが、FBとかTB6か月物の金利がなぜゼロになるようなことが起こるか。一つにはシェア争いという話もある。キャッシュで持つよりも債券という形で持っている方が良いと評価されるということもあるかもしれない。これに対して、もし、日本銀行がオペを減らした場合、何事も変わらないという状況だと思うか、それとも影響があるという感じか。

### 中曾金融市場局長

これは基本的には投資家の需要が強いということである。エンド・インベスターというのは金融機関、都銀なども含めてである。発行市場で過熱しているのは、とにかくディーラーが、お客さんの玉をどうしても——腹を切っても——確保しなければならないからという部分があると思う。では、その投資家、銀行を含めた投資家の需要がなぜそこまで強いかというと、やはり流動性が当預も含めて積み上がっているので、これをあまりにそのまま持ち過ぎると、それなりのコストが掛かる。コストというのは定量的に把握できるコストでは必ずしもないかもしれないが、要はなぜこんなに当預を持っているのかとか、ただ金を持っているのかとか、そういった批判を浴びるといような意味でのコストも含めたコストである。そういったコストが徐々に、特に金融危機が後退しているからかもしれないが、意識されるようになってきている。では、どこからその流動性がくるかというと、これは一つは先程オペを物凄く長くしているというふうに申し上げたが、そういった有利な条件でオペ先が資金を調達する訳である。そうすると、オペ先ではその見合いとして当然アセット・サイドに当預が残ってしまう訳であるから、これをどうするかということになる。そういった中で、今申し上げたようなコスト、確かに金利という意味での機会費用はゼロに近いが、色々な意味のコストを意識する訳で、その度合いというのは結構高まってきているという気がする。

### 白川理事

今のご質問に対して別の言葉で言うと、振り返ってみて日本銀行は今30～35兆円と大量に資金供給できている。その基本的な理由は何だろうかという時に、2つのアプローチがあったと思う。一つは当座預金の需要というアプローチ、それからもう一つそれと似てはいるが違うものとしてオペの需要というのがあったと思う。最近の状況を見ていると、先程、中曾金融市場局長からも説明があったが、日本銀行はオペの需要があればそ

れを掻き立てることによって、結果として金融機関に当座預金が入ってくる。結果的に入ってきた当座預金は、金利がゼロだから保管コストが掛からない。そういう形で当座預金を供給しているというのが今の実態だろうというふうに思う。この「オペ需要」は、参加者によってそのニーズは色々である。ある時は例えば比較的長めの、例えば1年とか2年ゾーンで金利のリスクヘッジをしたいという時もあるだろうし、それから今須田委員からご質問のあった短国入札などを考えてみると、業者は実績作りも含めて色々な理由から落札をする。最終的に短国が値下りすればそれはそれでリスクを抱える訳である。しかし、いざという場合には日本銀行の大量の短国オペでいつでも在庫調整ができると、そこにロスも掛からないという安心感があるから、また突っ込んで行けるということだと思う。そういう意味で、先程の須田委員のご質問に返ると、日本銀行のオペ、資金供給姿勢とこのF Bの金利の間には関係があるのかという問いに戻ると、元々はキャッシュ潰しという実態的なニーズがあって、それに加えて、いわばこの最終的に安心材料を与えていくものとして、やはり日本銀行のオペがあるという、そういう理解だと思う。

福井議長

宜しいか。それでは海外の経済情勢について平野理事と堀井国際局長からお願いする。

## 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、（参考計表）、（追加分）をご参照頂きたい。図表1で米国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だが、引き続きアメリカで景気拡大がバランス良く進んでいる姿を示している。まず、1. 本年第1四半期の実質GDP成長率だが、速報値から幾分上方改定されて年率3.5%となった。先月の決定会合時点で予想

された改定内容である。アメリカ経済が潜在成長率並みで成長している様子を表している。その後の個人消費について3.の計数、それから6.の自動車販売、7.の消費者コンフィデンスなどから引き続き着実な増加を辿っている様子が窺われる。ただし、2.実質可処分所得だが、名目では実は着実に伸びているが、足許エネルギー価格の上昇から実質での伸び幅が削られている。設備投資に関しては9.受注計数を見ると3月減少の後、4月には増加と月々振れているが四半期別の前年比をご覧頂くと大体1割前後の伸びが続いている。供給サイドに目を転じて11.ISM、製造業については依然分岐点の50を超えて拡大を示しているが、水準は四半期の推移から明らかなおりかなり切り下がってきている。拡大テンポの減速がはっきりしている。この間、非製造業のISMの方は引き続き高いペースでの拡大が続いている。15.雇用統計を見ると4月274,000人、5月は78,000人と振れているが、均して見ると四半期の欄にあるように月平均176,000人と着実な雇用拡大が続いている。14.失業率も5月には5.1%に低下している。17.CPIに関しては5月の計数は明日の決定会合終了後にならないと明らかにはならない。金融市場ではコアCPIの5月前月比は大体+0.2%、このところのトレンド上での上昇を予想している。図表2はユーロエリアである。1.実質GDP成長率は先月の会合でも報告したとおり第1四半期に前期比年率2%成長と高めの成長となったが、その後、この中身が判明している。これによると経済成長は専ら輸入減退に伴う純輸出の増加が寄与したものであり、成長のパターンとしては景気の弱さをむしろ示している。その後の計数についてそれ以下で見ても景気の減速感が感じられるところである。すなわち、2.OECD景気先行指数の前年比は4月に一段と低下している。11.製造業PMIも5月48.7と50をさらに割り込んでいる。この間、物価面では13.生産者物価、14.消費者物価ともに前年比は年初来変化に乏しいものとなっている。図表3-1の1.は中国経済である。4.固定資産投資は引き続き高い伸びを示しており、伸びが減速している実行ベースの直接投資とは対称的な動きとなっている。輸出入のうち、輸出は引き続き前年比3割程度の高い伸び

を続けているが、輸入の拡大は鈍化している。先月も報告したが、品目別には鉄鋼、非鉄金属、それに加えて電気機械、それから自動車に関連する先進国からの資本財などの輸入が減っていることから見て、過熱抑制策に伴う投資拡大テンポの鈍化に加えて、自動車や携帯電話などの在庫調整が重なった結果とみている。2. の表でNIEs、ASEANの第1四半期の実質成長率が出ているが、大半の国で内需が堅調であった。輸出に関して図表3-2の(2-1)でご覧頂くと、このところほぼ各国で堅調な拡大を示すに至っている。IT調整についても順調に進捗しているようである。また図表3-3、(5)の個人消費関連では韓国で幾分明るくなってきている一方、タイでは石油製品価格の上昇から二輪・四輪自動車の販売が落ちている。タイについては(6)で消費者物価を見ると全体、それからコアもともにジリジリ上昇幅が広がっている。これは燃料価格の上昇が交通運賃の引き上げなどに波及しているものである。こうした物価の上昇圧力を受けてタイの中央銀行は6月9日に25bpの利上げを実施している。他方、韓国の方では、コアの上昇率がむしろ切り下がっている。他の国では物価の基調に変化はない。次に図表4でアメリカの金融指標に移りたいと思う。

(1)長期金利は一旦ずっと下がって3.9%を下回る水準まで低下したが、足許幾分戻している。この間、表には載せていないがインフレ連動債と通常の国債の利回りの格差が縮小しているのも、このことからみて期待インフレ率が趨勢として低下しているということがある程度金融市場に反映しているものと考えている。また、GM、フォードの業績悪化懸念の台頭を契機に一旦広がったクレジット・リスクへの不安感だが、先程中曾金融市場局長からのお話しがあったように、最近では一服している。この点、

(3)で社債の対国債スプレッドの拡大が収まってきていることからも見取れるところである。株価については(2)にあるように金融環境が安定を取り戻すもとで小じっかりした動きとなっている。なお、(5)のFF先物から金融政策に関する指標を見ると6月のFOMCでの25bpの利上げはフルに織り込まれているし、その後、8月、9月、それぞれのFOMCで25bpの利上げをされることもかなりの程度織り込まれてきている。



次に図表 5 でヨーロッパの金融指標の動きを見ると、まず (1) 長期金利だが、一段と低下している。ドイツでは 3.1% 台と、この統計が取れる 1960 年代以降で最低の水準を記録している。ユーロエリアの景気、物価に関する弱気の見方が影響しているものと思う。ECB の金融政策スタンスに関しても (5) 先物相場にあるように、年内に利下げされる可能性がここへきて織り込まれ始めている。ところが (2) ユーロエリアの株価だが、こうした金利安、為替、先程中曾金融市場局長から話があったユーロ安といったどちらかと言うと欧州経済の弱さを反映する金融市況が市場では景気支援材料と見られる。ところが、同時に大型の M & A の発表などもあって株価はめっきりと上昇している。敢えて皮肉な見方をすると、これまで景気実勢から見ると高めにあった長期金利、あるいはユーロの相場が修正されたことを株式市場が好感した結果と言えるかもしれない。最後にエマージングの市場については、欧米の金融市場が安定を取り戻すにつれて多くの国で株価が上昇し、債券の対米国債スプレッドも縮小するなど、比較的安定している。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

中原委員

中国の輸入減速の動きだが、相手国別で見て何か特徴的な動きはないのか、減少先は中国の地場企業なのか、日本や欧米の進出企業なのか、といった点について教えて欲しい。また、なかなか難しいとは思いますが、今回の輸入減少が一時的な在庫調整によるものであるという見方で良いのかという点についても少しご意見を聞かせて欲しい。

堀井国際局長

まずご下問のあった相手国別だと、先程もチラッと申し上げたが、先進国からの輸入がかなり落ちていて、サプライ・チェーン・マネジメント

に組み込まれているアジア域内のところの落ちは比較的小さい。それから今申し上げたように鉄鋼、非鉄それから資本財、自動車、携帯関係——携帯は設備だが——というものが落ちている。そういったところから鉄などの輸入制限と、携帯、自動車の在庫調整が重なったものと見ている。確かに鉄鋼などは去年は大量に輸入していたが、国内生産のキャパシティを急激に上げて多くの品種で輸入代替を進めてきたことも、恐らく幾分影響しているのではないかと思う。従って、この最後の部分についてはまだまだ影響が残る可能性があるが、自動車関連等々のところは在庫調整が終われば、何せ今+9.5%の成長であるし、彼等の内々持っている成長目標も+8.5%近傍ということなので、そうしたペースで成長するとなると、それに合わせて輸入も拡大していくというふうに一応は考えている。

#### 平野理事

関連して申し上げますと、固定資産投資については今なお中国当局は高過ぎると考えている。引き続きこの部分については抑制的な運営を続けるということになっていくと、固定資産投資のいわゆる正常化のプロセスの中でそれに伴う輸入が抑制されていくという可能性は残る。堀井国際局長が申し上げた輸入代替、それから固定資産投資の正常化に伴う輸入抑制部分というのは、傾向的に中国の輸入の抑制に効いてくる。在庫調整の部分については、いずれ戻ってくる。日本からの輸出に対するインプリケーションにも関連するが、中国の貿易収支だけ見ると傾向的に黒字が拡大しているのではないかという議論が起こってきており、そのことが人民元を巡る議論に一層拍車を掛けているという面もある。

#### 須田委員

今のことにも関わるのだが、直接投資流入額について、5月は契約ベースではかなり増えているが、実行ベースではマイナスになっているが、この辺はどういうふうに解釈したら良いか。

堀井国際局長

基本はグラフも描いてみたのだがラグ。ご記憶かと思うが、去年の4月の終わり位からFDIを含めて急激な引締めをした結果、契約ベースのFDIは第2四半期にかなり落ちていて、その落ち込みがここへきて出始めているのだろうというのが基本のラグ・パターンに基づく考え方である。

須田委員

実行ベースでは去年の裏が出ているというふうに見ているのではないのか。

堀井国際局長

いや、契約した後実行されるまでの時間的ラグである。つまり、契約が昨年第2四半期に落ちたのが、この辺に出てきているのかなというのが一つ。もう一つは当局の方で一応契約させても実行にもまた認可が必要で、これをいつのタイミングで許すかという点。ある意味では無限大まで当局が延ばせると言われていて、その辺で幾分制限的になっているという話も部分的に出ている。これも量的にどこまで効いているのかは把握できないのだが、以上二つの点が影響しているのだろうと思う。

須田委員

もっとも、契約自体は前年の裏が出たなどというのではなくて、かなり増えたというふうに考えて良いのか。

堀井国際局長

然り。季節調整済みの計数を移動平均を掛けてみたりもしているのだが、契約額はやはり今申し上げたように去年の第2四半期、あるいは第3四半期の頭位まで落ち込んだ後、去年の年末位から元の水準に近いところまで上がってきている。

須田委員

これに占める日本のウエイトはどうか。

堀井国際局長

手許にないのでまた追ってご報告したいと思う。

須田委員

これに伴って輸出が増えるかどうかということがポイントなのだが。

平野理事

先程の岩田副総裁の提起された問題なのだが、堀井国際局長からその本質部分は答えたということになっていると思うが、なぜグローバルにこのところ金利が下がっているのかという問題についてコメントしたい。先週の金曜日の夜にG7中銀でビデオをやった際、ロジャー・ファーガソンが自らこの問題を提起したのだが、誰からも反応がなかったという一幕があった。ただ、明らかに言えることはアメリカのTIPSスプレッドと言うか、物価インデックス債から抽出された期待インフレ率がこの1か月間で1%近く低下しているということは、やはりインフレ期待が低下しているという一つの大きな証拠かという感じがする。アメリカについてはそれが一番効いているのかなというようなことをロジャー・ファーガソン自身も言っている。ヨーロッパについては、ヨーロッパも物価インデックス債から抽出される期待インフレ率が若干低下している。それが効いているのだが、加えて景気停滞感というのがそれに乗っているということなのではないかと思う。ここ1か月だけの変化を捉えるとその辺が少し効いてきているかなという気はしている。謎は謎なのだが。

岩田副総裁

若干関係あるのだが、ISMが今51.4である。近いうちに50割れということはないのか。先行指数などを見ているとどうも50割れがあっても

おかしくない。50 割れになると、非製造業は強いので必ずしもそうなるかどうか分からないが、過去の歴史的な例で見ると、成長率の方もスローダウンするのではないかというリスクを指摘する方もいるのだが、そこはどうぞ覧になるか。

堀井国際局長

計数的には何とも言えないのだと思う。(参考計表)の方の図表1-5の(10)にISMの製造業と非製造業のグラフをそれぞれ掲載している。ここでは製造業の方が先に落ちてきている訳だが、1998年から99年に掛けて例のLTCMショックなど色々なことがあった時は製造業もいかれたが、非製造業が高い中で製造業がバウンス・バックと言うか上に上がってきた経緯もある。それから2001年の少し手前のところ、2002年の半ばでマイナスに突っ込んでいる。これは明らかにIT調整の影響である。この製造業のかなりの落ち込みは、そういう実態を現わしており、それに引きずられる形で非製造業も悪くなったということである。ただ、現在については先程少しアジアのところで申し上げたが、IT絡みについてはかなり調整も進捗してきているし、そもそも調整が始まった時も、これは調査統計局長から何か月も前からご報告があったが、あのIT調整に比べれば1/3とか、せいぜいそれ位のレベルの調整圧力だろうということもあるので、当時程悲観的に見ることはないのかなと思う。

福間委員

今の問題は欧州もそうであろう。マニュファクチャリングが弱い。

堀井国際局長

PMI。

福間委員

然り。日本以外の国はどこも製造業離れしてしまっ。

堀井国際局長

欧州の場合はもっとひどくて、このお手許のグラフだと実は図表 2-6 の (11) に製造業 PMI を載せている。これは 50 が一応分岐点であり、これは横をずっと比べてみても、それから他のコンフィデンスと並べてみてもかなり突っ込み方がこのところ激しいなという感じがする。しかも 50 を切って下にという感じがある。

岩田副総裁

それと私がもう一つ気になっているのは、アジアの IT 関係なのだが、確かに調整は進捗していると思うのだが、例えばこの図表 3-10 (3) で在庫循環の図を見ると、日本より大分左上の方へ張り出ている、この図だけ見ていると確かに進展はしているのだが、日本よりもう少し時間が掛かるかなという印象もある。であるから鉱工業生産などはやはりアジアも直ぐには強く回復しないのではないかというふうに思うのだが。

堀井国際局長

これも前々から議論が出ているように、調整はそれなりに進捗し、あと数か月で一巡ということが言えたとしても、その後出てくる最終需要の方に力強いものがなかなか予想されていないものだから、一気にガス抜きして上に弾みが付くということはなかなか期待しがたいのかなということを引き続き思っている次第である。

西村委員

少しお聞きしたいのだが、中国の輸出と輸入はここでは実質ベースか。

堀井国際局長

これはドル・ベースである。

西村委員

これは全部ドル・ベースか。分かった。あと、契約ベースを見ると、四半期で見ても、それから月次で見ても凄く出入りがあるのだが、これは何か理由があるのか。また、直接投資の流入額を契約ベースで見ていると、月別でも物凄く出入りがあるように見えるのだが、これは一体どういうことなのか教えて頂きたい。

堀井国際局長

逆に言えば、これ位大きな規模で動いているので、我々はデコボコがあってもこのようなものかなと思っている。2003年、2004年をご覧頂くと39%、33%伸びている。去年は前年の裏もあるが1~2月に物凄く増えたことを捉えて4月の終わり位から目茶苦茶抑え始めたことも影響して伸びが鈍化した。そのように振れが元々大きい中で抑制政策もさらに出てくるものだから、これ位の変動は…。・

平野理事

中国に対する直投の流入ペースは、大体1か月に50億ドル位である。年間で600億ドル。1億ドル規模の直投の出入は珍しくないが、それだけで2%の数字の振れが生ずるということである。統計の性格上、単月で探ると、前年比の数字は大きく振れるということなのではないかと思う。

福井議長

宜しいか。それでは国内の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

では、本日はいつもの資料4（参考計表）と本日お配りしている（追加図表）を使ってご説明したいと思う。最初にまず、追加図表の図表1をご

覧頂きたいのだが、ご承知のように昨日 1~3 月の GDP 統計の二次速報が出ている。ただし数字はほとんど変わらなかった。年率で見て一次速報は+5.3%、二次速報は+4.9%ということで少し下がっているが、内容は(2)にあるように、まず第一に設備投資のところが法人季報を反映して一次速報に比べて二次速報は若干上方修正になっている。一方で同じく法人季報の反映によって在庫投資の増加寄与が一次速報に比べて少し小さくなっているというこの二つが主要な変化であった。ということでほとんど変化がなかったし、下方修正は主に在庫ということなので、特に評価に変わりはないと思っている。

参考計表に移り、最初に図表 2 をご覧頂きたいと思う。前から補正予算が出ていてその結果どうなったかという話なのだが、<公共工事請負金額>をご覧頂くと 1~3 月は前期比+0.5%と、ずっと減っているところから横這いにはなったのだが、はっきりした増加が見えなかった。これはどうしたことかと思っていたのだが、その後調べてみると請負金額というのは、ある程度以上の規模の工事だけがカウントされていて、もっと小さな工事は実はどうも増えているらしいということのようである。例えば<公共工事出来高金額>をご覧頂くと 3 月のところで比較的大きめに出来高が増加しているので、これを踏まえると恐らく 4~6 月辺りには出来高も増えて GDP 統計でも、大したことはないが、少しプラスに寄与するということになるだろうということが大体分かってきている。次に図表 5 である。まず、輸出入の動きだが(1)のグラフにあるとおり、最近は輸入がご覧のとおりほぼコンスタントに増加している一方で、輸出の方は増えてはいるが、何となく勢いがついていかない、伸び悩みといった印象を強くしている。この点、図表 7 で内訳をご覧頂くと、まず(1)で国別に見ると米国向けは 4 月は少しマイナスが付いているが均して見ると増加基調が続いていると思う。欧州向けも第 1 四半期は少し弱かったのだが、4 月はデジタル家電等を中心に増加している。そうした中であってやはり伸び悩みが目立っているのは東アジア向けであって、かつ N I E s、A S E A N は均して見ると、やはりこのところむしろ持ち直しているの、弱いのは中国と



申し上げて良いと思っている。(2) 財別でご覧頂いても4月は増えている方の代表は消費財の増加であって、これは欧米向けデジタル家電が中心ということである。一方、情報関連は1~3月に増えた後、4月が少しマイナスになっているのだが、これは実は中国向けの減少が一番大きく影響している。実際、図表10で中国との貿易の数字をご覧頂くと、ご覧のとおり中国からの輸入は4月に若干減速はしているが高い伸びが続いている一方で、中国向けの輸出は足許4月、これは単月ではあるが、1~3月対比でそこそこのマイナスになってしまった。その背景については、ただ今国際局からの説明のところで議論があったが、大体私共も同じように思っていて、恐らく中国向けの輸出がプラスに転じても例えば去年の前半までのようなペースにはならないと思っている。これは目盛りを見て頂きたいのだが、去年の前半までというのは前期比で10%見当、すなわち年率4割見当でずっと増えてきたということなので、これはちょっとこういうことにはならないと思っている。しかし逆に言えば中国があれだけの成長をしている以上、在庫調整的なものが済めばある程度の増加にはなってくれるはずだと取り敢えず思っている。ただ、そのタイミングがいつかというところについてまだ正確なことが言えないのが難しいということである。

次に企業部門に移りたいと思う。図表15である。企業部門に関してはまず設備投資だが、〈法人企業統計〉の数字がある。7~9月、10~12月と弱い数字が出た後、1~3月はそこそこはつきりとした増加になった。図表16で製造業、非製造業、大企業、中堅中小企業別の数字をご覧頂くと、まず第一に(1) 製造業大企業は着実に増加している。しかもこれは内訳を見ると1~3月の特徴は電気機械が結構弱くなってきている。その一方で、自動車あるいは素材関係が増えていて一見スッと増えているようだが中身的には実はIT部門からノンIT部門への主役交代を伴いつつこういうことが起こっているとご覧頂きたい。(3) 非製造業大企業もこの1~3月は比較的強い数字が出た。(4) 非製造業中堅中小企業、正直言ってこの動きがよく分からない。一昨年の後半から異様に増えた後、去年の10~12月までグンと減って足許横這い。どうも標本の問題ではないかと思わ

れるが、いずれにしてもこれが止まってくれたおかげで一応全体がプラスになったというのが結構影響している。もう一度図表 15 をご覧頂き、それ以外の数字について申し上げておくと、まず第一に〈先行指標等〉に資本財出荷がある。これは 10～12 月、1～3 月とほぼ横這い圏内、弱含みで推移してきたが 4 月は比較的大きな増加になった。機械受注は出ていない。建築着工床面積については 3 月に大きく減少した後、4 月は増加ということである。これは大きく振れる数字であるので、四半期のところでご覧頂くと 1～3 月二桁増加の後、4 月はむしろ比較的小さなマイナスで済んだということで、全体としてはまずまず強い動きが続いていると評価している。あとこの表に載っていないが、設備投資計画については、この間、例えば日経新聞の調査で、大企業だけが 2 年連続の二桁増加というような数字が出ている。私共のヒアリングでも大体同じような感触が得られていて、足許の特徴の一つは製造業に関して、これはやはり IT からノン IT への主役交代がかなりはっきり出てきているということ。それからもう一つはこれまでずっと弱かった非製造業がプラスになっている。これは電力が大きい。電力が十数年間にわたってずっと減らしてきたものがついに岩盤に突き当たったらしく、少し増加してくる辺りが影響している。このようにみている。従って、恐らく短観辺りでも多分今度 6 月の調査になると元々強い設備投資計画ではあったが、そこそこ大きな上方修正、勿論逆に言うと 2004 年度の実績が下振れの分もあると思うが上方修正の可能性が高いと思っている。次に企業収益について図表 19 をご覧頂きたいのだが、〈法人季報・売上高経常利益率〉にあるように、経常利益の数字がギクシャクしている。図表 20 で部門別の数字をご覧頂いても同じなのだが、いずれもギクシャクしている。クォーター・バイ・クォーターの数字は季節調整の加減でどう動くかというようなことであまり意味がないと思っているが、全体として申し上げることができるのは、去年の前半まで利益率は相当高く上がってきた後、足許は概ね利益率で見て横這い圏内。これは売り上げは少し増えているので大体それ見合い位の増益になっているというのが今の状況かと思っている。実際、図表 19 の〈民間調査機関の

経常利益見通し>にある各種機関の利益予想を見ても、2004年度が大幅な20%などという大台での増益で着地した後、2005年度については例えば製造業で見て5%ア라운드、要するにこれだとほぼ増収見合いの増加となっている。一方、多くの調査で非製造業は実は若干なりとも減益見通しが出ている。これは実は電力と通信が相当影響していて、CPIでもいつも出てくるのだが、例の値下げをしているものだからその分が電力と通信のところで収益に食い込んでいて、その分の減益ということで特に収益環境がどうこうしたということではないというふうに思っている。

以上を踏まえて次に図表22、個人消費である。個人消費は先般来少し申し上げているとおり、足許、どちらかと言うと期待していたよりも強めの数字で推移しているということになる。例えば自動車については、5月は若干4月対比で見れば反動減になったが、4~5月で見ると1~3月対比かなり高い伸びになっている。家電販売は好調である。百貨店・スーパー・コンビニエンスストアに関して申し上げても、スーパーが今一つという感じはするが、4月の数字は全体としてまあまあであった。数字は書いていないが旅行取扱額も4月の数字は1~3月対比で増加ということであった。従って、全体を纏めた商業販売の小売業の売上高は1~3月かなりの増加となった後、4月も大きな増加になった。家計調査に関する限りは勤労者世帯は強かったのだが、実は一般世帯が少し弱かったので全世界帯で見ると4月は1~3月対比横這い位である。とは言え1~3月相当上がった後での横這いであるので、これも総じて強いということかと思っている。そういう意味では個人消費に関しては元々1月が凄く強かった。1月の分に関しては相当程度去年の秋、台風だの地震だの暖冬だののリバウンドという色彩が強かったと思うのだが、その後2月、3月と弱く、また4月が結構強いということで、この辺に後程申し上げるような雇用情勢の変化等が本当に反映されたものなのか、これはあくまで単月の綾なのか、この辺を少しよく見ていく必要があると思っている。因みに、図表25で各種合成指数をご覧頂くと、(1)販売統計合成指数も底堅い動きであるし、(2)消費財総供給に関しては4月単月とは言え、恐ろしく強い数字になっている。C

CIも一応1~3月1.2%の増加の後、4月現時点で+0.4%とこのような数字になっている。

一方、図表29の生産である。生産に関しては、まず4月の生産は昨日確報が出て、速報段階で前月比2.2%の増加であったものが+1.9%と下方修正されている。ただ出荷・在庫については変化がなかった。そういう意味では出荷については、1~3月あまり増えなかったのだが、4月はそこそこ増えたということ。一方で、在庫に関しては、1~3月増えた後、実は4月単月では減っていないということをまず申し上げておきたいと思う。そのうえで、4~6月の生産に関してはこれで4月確報の下方修正を踏まえて計算し直すと、4~6月の前期比は予測指数ベースで-0.1という微減の数字になる。これは前月時点の予測指数の数字から見るとかなり弱くなったという感じだが、ただ、先月生産について少し色々あったのでやや詳しくご説明したとおり、私共は元々4~6月の生産は微増程度であろうと思っていたので、特に見方を変えている訳ではない。先般お配りした生産のメモは、私共のヒアリングベースの生産は依然として微増という感じであり、仮に怪しげな船舶の動きを均して見るならば、1~3月も4~6月も実は概ね1%内外での生産の増加ということで、実はこれは3か月位前に見た時と全く同じほぼ予想通りの動きになっている。一方、図表32で在庫について少し詳しくお話ししておきたいと思う。在庫は少しこの見掛けの数字と実態がやや違うところがあって、まず(1)鉱工業全体で見ると、一回1~3月45度線を跨いだ感じになった後、足許はほぼ45度線上という感じの動きである。ただし、今月一見少し数字がまともに見えているのは、(3)資本財と(4)耐久消費財のところ、ご覧のとおりこの4月が45度線の下側にきたためなのだが、これはトリッキーである。と言うのは、元々これが上に上がったのは自動車の船待ち在庫だった訳だが、自動車の在庫自体は4月は減っていないと言うかむしろ増えている。にもかかわらず、たまたま去年も4月に船待ち在庫があったために前年比で見ると在庫が収まって見えているというだけのことであって、こちらは実は在庫が片付いている訳ではない。この在庫については引き続き船待ちで

あって、特に困った在庫ではないと思っているが、これがいつ実際に輸出に立ってくるか確認しておく必要があるということである。次に(5)電子部品・デバイスだが、これは在庫だけ見ると今月も減っている訳だが、むしろ4月に関しては生産も出荷も実は結構減少していて、少しグラフが左の方へ行ってしまった。そういう意味では、調整が少なくとも数字のうえでは止まった感じである。ただし、これはなかなかミクロの情報とは上手く合わない。企業情報を集めてみると、足許あまり調整が上手くいっていないという話が聞こえてこなくて、まずまず上手くいっているという見方が多いのである。国際局の出張報告等をご覧になったと思うが、台湾辺りでも先程の在庫循環のグラフはともかく、現場ではもうほぼ終わったというような話になっている。DRAMの市況などを見てもそのような感じの動きなので、統計だけ見ると4月は輸出が弱かった、生産・出荷が弱かった、生産予測指数も弱かったということで少し弱い数字が重なっているが、ヒアリングと突き合わせてみると本当にここで急に悪くなったかというところでもないのではないかと取り敢えずは思っている。むしろ逆にやや気にしているのは、一部素材周りの動きである。これは前から少しお話ししているように、例えば鉄一つ取っても自動車用鋼板等の高級鋼材に関しては相変わらず需給がタイトだが、条鋼類、あるいは低付加価値の鋼板、いわゆる建設用鋼材と思って頂ければ良いのだが、こちらは若干荷もたれ感がある。輸入が入ってきている。去年の前半のように中国向けの輸出がどんどん出てくるのではなくて、むしろ入ってきているという感じであるし、それから先月までは定修向けの在庫積み増しと申し上げていた化学に関しても、その後実は中国の買い付けが減少していることから、アジアの化学市況が結構下がっている、少しこの辺も怪し気な動きが起こっている。在庫面ではIT関係は多分まずまず調整が進んでいると思うし、時々議論になる一般機械などについても我々が調べた限りは然して問題があるとは思っていない。むしろ一部素材のところでは、そういう意味ではこの辺にも若干中国の影が映っているという感じではないかと思っている。

次に図表33の雇用関係だが、雇用関係について求人倍率とか失業率に

については、前から申し上げているとおりに振れを伴いつつも着実に改善ということで、一言で済ませさせて頂きたいと思っている。むしろ注目したいのは、図表 35 なのだが、まず (1) 雇用者数については一頃、労調と毎勤の乖離がかなり目立っていたが、今月はたまたま労調も少し増えてくれてそこは少し収まったということ。同時に (2) パート比率のところは、以前からパート比率が頭打ちになりつつあるということは申し上げていたのだが、4 月は結構はっきり下がった。これは確報で若干リバイスがあると思うが、これだけ下がると多分、前年比で見るとパート比率が本当に久方振りに下がったということだろうと思っている。恐らく 4 月であるから新卒採用の影響が多分出たのではないかというふうに思っている。この結果、ご存知だと思うが 4 月は例の所定内給与で見ても前年比プラスに転じたということである。従って、次の図表 36、所得のところをご覧頂いても元々人数が増えているところへ持ってきてボーナスは増加傾向に転じている訳である。最後にいよいよ所定内給与も少なくともマイナスはなくなったというふうに考えると、雇用者所得は下げ止まりというよりは、緩やかではあるが増加しつつあると評価して良いのではないかと思っている。

ここで (追加図表) の方に移り物価、C G P I 関連について申し上げたいと思う。その前提として図表 38 の国際商品市況を少しご覧頂きたいと思う。これも皆さんご存知のとおりではあるが、このところ正直言って原油価格が乱高下している。要するに去年の秋高くて、一旦年末年初に下がった後、4 月まで上がって、それからもう一回下がった後、また上がっているという動きになっている。因みにドバイに関して見ると、直近はまた 4 月の高値を僅かではあるが上回っているという状況である。このことが今後輸入物価とか C G P I について何かこう小刻みに変な動きを与えてくるということになる。図表 39 で輸入物価をご覧頂くと、(2) の 3 か月前比で見るとかなり大幅な上昇ではあるが、4 月に比べると上昇幅は鈍化ということである。グラフでご覧頂いても上昇の主因は石油・石炭・天然ガスのところだが、5 月は 4 月に比べると一旦少し下がっているという

ことである。ただこれが先へいくとまた足許の高い原油と例えば今日辺りの為替レートでくるとまたどこかで上がるという話で、3か月前比で見ると上がったり下がったりのような変な動きが続くような可能性が高い。図表41のCGPIも概ね同じような展開になる。すなわち(2)の3か月前比で見ると4月のところが+1.1%と大幅に上昇した。この4月はたまたま高値原油の到着に伴う石油関係の大幅な上昇と、それから紐付きの鉄鋼の決着みたいなものが集まったために前月比+0.7%という凄く大きな上昇になったが、5月は実は単月で見ると0.1%ではあるが下落している。恐らく6月辺りも同じような感じで横這いか下落ではないかと思っているので、そういうことで目先3か月前比の上昇率は少し下がっている。7月については実は3か月前比で4月の数字が抜けてしまうので、伸び率は下がるのだが、むしろ前月比で見るとその頃にはまた高値原油が入ってくるという可能性もあるので、3か月前比で見ようと、前年比で見ようと少しギクシャクした動きが暫く続きそうな感じがしている。最後にもう一度(参考計表)に移り、図表43、CSP Iも少しご覧頂きたいと思う。CSP Iは例えば総平均(除く海外要因)をご覧頂きたいと思うが、このところ概ね全年比1%内外の低下であったものが4月は0.6%の低下ということで、前から申し上げていたがやはりある程度目に見えて下落幅が小さくなった。特に特徴的なのは諸サービスと書いてあるところ。これが実は全体で一番ウエイトが大きいのだが、この辺がやはり例年4月に価格改定が行われるため、4月に値下げが多い訳だが、今年は値下げがかなり少なくなったということで、この下落幅の縮小というのが全体に影響しているということだと思っている。CPIについては今日は最初から図表45をご覧頂きたいと思う。ご存知のとおり4月のCPI除く生鮮の前年比は-0.2%であった。3月に比べると0.1%ポイント下落幅が縮小している訳だが、これは主に石油製品の動きであった。特殊要因を除くと4月の前年比は-0.1%である。5月については東京の動き等々から推察するに、恐らく除く生鮮の前年比は-0.2%ないし-0.1%であり、恐らく-0.1%の可能性が高い。それから場合によっては、特殊要因を除くのところは-0.1%か場合によつ

ては0%になる可能性もなくはないという位の感じだと思っているが、ただ6月になると去年実はガソリンが上がっているのに、どんどんマイナスが小さくなってプラスに出るというよりは目先そういったガソリンの動き等々で、これまた若干ギクシャクした動きで推移するのではないかと  
思っている。基本的にみると、やはり今年の秋に米が抜けて年末から年初に掛けて電話が抜けていく辺りで、果たしてどのタイミングで水面に浮上するかしないか、この辺の見方は基本的に変わっていないということである。最後に一つだけ。図表48である。これは地価に関して全国市街地価格指数という不動産研究所の統計である。普段は公示地価をご覧頂くことが多い訳だが、こちらの方が実は統計としては歴史のある統計であり、これをご覧頂くと今度の3月のところで半年前比で見て、6大都市商業地というのが0.2%ではあるがプラスに出た。14年半振りのプラスということで、やはり地価については下げ止まりの感じが、特に都市部中心にはっきりしてきているということかと思っている。

以上ご説明したところを簡単に纏めさせて頂くと、まずいわゆる踊り場云々という感じから考えると今月は輸出が出なかったし、少なくとも統計で見る限りIT関連の調整が一服しているのだから、ここで踊り場脱却というようなことを言うのはなかなか難しいと思っている。ただ一方で、だからと言って全体に下振れかと言うと必ずしもそうは思っていないで、どちらかと言うと内需関連はむしろ見ていたよりもやや強めではないかとのように思っている訳である。この点、例えば4月の展望レポートとの関係で見ると、このようなことではないかと思っている。まず元々足許の踊り場というのはどこから始まったかと言うと、言うまでもなくIT関係の調整である。その結果として輸出が急減速し生産が弱含む。そして設備投資に関しても一部IT関連のところでは影響が出てきたということかと思っている。そこから後の展開なのだが、我々が考えていたのは、まず内需に関してはこれまでの企業収益の高水準から見て底堅い推移はするだろうけれども、収益は当然頭打ちになってくるので、内需が強くなるということはないのではないかと。むしろどちらかと言うと時間が経つとやや元



気をなくす方向ではないかと思っていた。従って、逆に言うと踊り場脱却というのは、むしろ世界的にIT調整が進んで輸出が増え、生産が増え、そういう形で上に抜けていくというのを我々は基本シナリオにしてきたというふうに思っている。そういう観点から見ると、まず第一に、メインシナリオにしていた輸出が増えるというところに関して言うと、これはIT関連の調整の方はまずまずちゃんと進んでいるにもかかわらず、我々が想定していなかった中国ファクターというものの登場によって輸出の回復が遅れているということかと思っている。一方、内需に関して申し上げますと、実は先程申し上げたように、どちらかと言うとやや元気がなくなるかと思ったらそうでもない感じ。これは展望レポートで言うと、上振れ要因のところ企業のカッシュ・フローが相当積み上がっているの、これを少し前向きに使い出せば全体に上振れる可能性があるということを書いていた訳だが、企業の慎重な姿勢そのものが変わったとは思っていないが、幾分前向きの動きが出ている。特に先程申し上げたように設備投資のITからノンITへのシフトとか、それから先程の雇用に関するパートから一般労働者へのシフトみたいなところに若干そういうことが現われている可能性がある。個人消費はよく分からないが、そのところが本当に個人消費に現われているかどうかまだ自信がないが、いずれにしても数字のうえでは幾分上振れ気味ということで、結果として申し上げますと、例えば鉱工業生産は先程申し上げたように大体3か月前位に思っていたパスを走っているということであり、GDPも在庫まで入れると幾分上振れなのだが、在庫を外してみるとまずまず思っていたような線で走っている。ライト・オン・ザ・ロング・リーズンという言い方があるのだが、要するに理由は違ったのだが結果的には大体思ったように動いているという、このようなことではないかと思っている。あと先行きに関して申し上げますと、やはり一つは輸出ということであり、足許内需は幾分上振れ気味という感じであるので、仮に輸出が思っていたよりも若干遅れるにせよ、しっかり出てくるということになれば、全体としてやや上振れる展開になっていく可能性がある。一方でしかし、輸出が出るタイミングというのは、中国要

因があるだけに少し測りかねる部分がある。これが遅れる場合、私はまだ内需だけで経済が上手く回っていくところに関する自信があまりないものだから、だとするとやはり逆に内需の方にも悪影響が及んでくるリスクがあるということで、引き続き輸出は重要であると思っている。他方で、私共はあまりにもまず先に輸出が出て、その後生産がきてというふうに考えてきた訳だが、その固定観念に捕らわれ過ぎると、もう既に足許生産が増えているとか、GDPが増えているという話が上手く説明できなくなってしまうので、その固定観念をもう少し柔軟に見ておきたい。従って、踊り場脱却に関しても勿論ITの調整状況等は確認していく必要があるが、あまり輸出というところに凄くコミットするよりは、内需も含めてやや総合判断的に見ていく必要がある。そういう意味では例えば次の短観辺りも一つの重要なポイントになってこようと、こんなふうに思っている。少しストーリーがずれてしまったのでなかなか判断の仕方が難しくなっているのだが、そう思っている。政府などは割とまさに総合判断方式になっているので、最近、先月といい今月といい、幾分なりとも前向きの評価がされている。私達は逆に自分達のシナリオで足を縛っているので、やや身動きが取れなくなっているという感じがあるということである。私の説明は以上である。

福井議長

ご質問、ご意見等あればどうぞ。

岩田副総裁

一つ宜しいか。生産なのだが、生産がこれからはむしろ上がっていく、緩やかに増えていくというようなシナリオで話したと思うのだが、ただ4~6月の数字は今の予測指数でも-0.1%で、実現率で見ると最近のところはまたマイナスになってしまっていて、-0.5%位予実格差がある訳である。それから予測指数で強いのは一般機械なのである。一般機械は在庫をあまり心配していないというお話があったのだが、私はどうもやはり中

国向けの輸出が上手く伸びないで溜まっているのではないかと考えているのである。そうすると輸出は一般機械が生産の予測指数にかなり寄与することになっているのだが、輸出が伸び悩む分位はむしろ下がって、 $-0.1\%$ よりもむしろマイナス幅は拡大するのではないか。1月については、前回色々詳しい説明があったように鋼船で $0.7\%$ 位寄与度があった。だが2月以降はむしろ鋼船はマイナスの寄与になっているはずなのである。そちらも合わせて考えると、日本だけは私は例外で、製造業が強いのかと思ったのだが4~6月やはり弱くて、前期比マイナスというふうに見た方がむしろ輸出と整合性がある。日本の場合まだ輸出が数量ベースだと微減になっていることとか、あるいは先行指数も良くなって、前年比でマイナスになっていると思うのだが、そういうことを合わせるとどうも製造業に関する限り、少しは減速しているのではないか。前期比の伸び率でみて、1~3月は $+1.7\%$ と非常に高いのだが、やはり4~6月期はマイナスになっているということ考えた方が良いのではないか。1~3月と4~6月を合わせればそれでも $+1\%$ 、 $+0.8\%$ などという、そういう見方もできるが、そこはややもう少し慎重と言うかむしろ客観的に考えた方が良いのではないか。

#### 早川調査統計局長

そのために先月やや詳しくご説明した訳であり、元々私共が前から申し上げているように前月時点では4~6月で $+0.2\%$ で見えていて、現時点ではむしろ $+0.4\%$ で見えていて、おっしゃるとおり $+0.4\%$ であるから、これが全くマイナスにならないと強く主張するつもりはないが、少なくとも我々の現在把握しているところでは、先月時点と比べて特段弱くなっているとは必ずしも思っていないということである。正直言って鋼船、船を含んだベースではこれは間違いなく数字は低下する訳で、既に前月時点から申し上げたとおりである。例えば足許も実は予測指数対比で弱いというよりは予測指数などに入っていない船などが相当影響してきているため、先行きの零コンマ幾つなどというのも実はこの船の数字も計算したうえでこの

ような数字を考えているということである。船などが相当数字をいたずらしていることは明らかだと思っており、例えば先程数字を読み上げなかったが、4月は稼働率は4.3%上がって106.2になった。これは1月の数字を相当上回る数字である。それはどういうことかと言うと、要するに生産指数はある種の推計値としての船舶の生産が組み込まれているために、例えば1月の生産が凄く上がっていて、それに比べて4月は落ちている訳だが、これは稼働率指数には当然船舶が入っていないものだから、そのこともあって4月の稼働率は1997年5月以来の水準になっている。先月、福間委員、西村委員、色々ご議論があった挙げ句今頃になって106.2と、良いではないかという話になる訳だが、そういうことで足許の生産は、確かに鋼船がいたずらするので一見1~3月対比4~6月は少し弱くなるが、それは当然均して考えた方が良いのではないかと思っている。

水野委員

素材業種の設備投資が強いように見えるのもその影響なのか。

早川調査統計局長

基本的には素材は先程申し上げた一部建設用鋼材だとか化学品辺りで少し動きが変わってきているが、流れとしては基本的に強いと思っている。ただ、ご指摘のとおり一部先程おっしゃった、いわゆる中国絡みの影響がチラホラ見えているということ。それから一般機械は、今現在中国向けがどうこうというのはあまりないのではないか。一頃建設機械の中国向け輸出が相当落ち込んでいたのだが、これは下げ止まった。

福間委員

設備工場は建てていない。

山本理事

一般機械は、自動車の設備投資向けの作り込みが続いている。

早川調査統計局長

例えば直近のデータを見てみると工作機械は在庫の前年比が10数%か20%かそのようなものだが、受注残の前年比は30数%か40数%あるので、どう見ても需要が足りなくて在庫が積み上がっているという感じではない。

春委員

戻って良いか。稼働率指数が非常に上がったということはやはり設備投資の意欲が強まっていることを裏付けているというふうなみにて良いか。

早川調査統計局長

先般来議論があるように、どちらかと言うとやはり足許に関して言うと自動車とか素材関係のノンIT系で設備投資意欲が高まっていて、稼働率指数を見てもそのノンIT系の稼働率は非常に高い。先日西村委員に別途報告させて頂いたのだが、実はIT系の稼働率は低いのである。IT系の稼働率はたまたま2000年——ITバブルのピーク時——が基準年になっていることもあって、IT関係の稼働率が恐ろしく低く、一方で車だの素材だの稼働率は非常に高い。その結果としての103であったり足許の106であったりということであり、そういう意味ではむしろ設備投資が足許ノンIT方向へシフトしていることと整合的だと思っている。ただノンIT系というのはやはり出方が遅いのである。ITというのは結局、チャンスを逃すとアウトなので、直ぐ出てきて逆に言うとITの波が去るとスッと落ちてくるのに、ノンITなどは別に今頃になって生産レベルが上がっている訳でも収益レベルが上がっている訳でもなくて、収益が上がったのは去年の前半にゴッと上がって、その後は高水準横這いな訳だが、設備投資は今頃になってノソッと出てきているという感じである。

西村委員

前からあって出てこなかっただけかもしれない。

早川調査統計局長

であるからそれがある種のいわゆる企業収益みたいなところと投資のところのラグの長さみたいなものが変わってきているような気がする。

水野委員

先程岩田副総裁が指摘された点は非常におもしろい。現在、世界中で製造業は弱いのではないか。

早川調査統計局長

然り。

水野委員

最終需要を見ていくうえで経済のサービス化が進んでいる点に留意する必要がある。付加価値ベースで見ると製造業のウエイトはアメリカでは13%、ユーロエリアが18%、日本は20%程度だったと思う。

早川調査統計局長

2割位である。付加価値ベースで見ると。

水野委員

その点を踏まえると、個人消費はユーロエリアが少し冴えないが、日本とアメリカはまあまあ出ているため、経済全体の岩盤部分が意外と厚くなってきている。そうすると製造業の方から景気のストーリーを書いても限界的な動きに過ぎないので、そこまで強調する必要はないと思う。ただ景気の方角として足許は加速するかというとそれはない。先程来の話は多

分それ程違った議論をしてはいないのではないかと思う。

早川調査統計局長

非常に難しいのは私自身は普段であると、もう少し岩田副総裁に近いようなものの見方をするのである。まず二点。最初に足許のいわゆる製造業の弱さということに関して言うと、これは多分二つのファクターが効いていると思っている。一つはITであって、ITに関しては確かに在庫調整は進んできたが、恐らく最終需要の伸びということで見ると、目先、今年、来年位は大したことがないということがもうほぼコンセンサスである。これが一つである。それからもう一つはこれはあくまで私の勘なのだが、やはり先進国で見た場合、去年の途中までは中国の財に関するアブソープションが凄かったと思うのである。要するに財を世界中から中国が吸収していたという感じがあるのに対して、足許は少なくとも一部の財についてはむしろ中国は放出サイドに回っているので、そのことが先進国サイドから見ると財のアブソープションに影響が出ているということではないかと思っていて、そういうことが言ってみれば製造業周りの数字を見ると少し弱くなっているという岩田副総裁のご指摘のとおりであろうかと思っている。

水野委員

主要国の製造業の話だな。

早川調査統計局長

然り。中国の生産は入れずに主要国の製造業である。もう一つは景気の見方というのは非常に難しく、要するに日本で言う先行指数、生産周りを重視する見方。日本の景気指数というのはご承知のように景気動向指数で先行系列、一致系列、それから遅行系列とある訳だが、これは色々なものが入っているが、物凄く大雑把に言うと、先行系列は在庫率である。先行系列をドミネイトするのは在庫率である。それから一致系列をドミネイ

トするのは生産の動き。遅行系列は実は最終需要なのである。消費とか投資が入る。要するに景気を見る時にどれを見るかということで、製造業のウエイトが大きくて、かつ、前も言ったように加速度原理的な動きが強く出るという経済に関しては、こういうところの先行指標などを重視すべきなのである。なぜかと言うと、在庫率というのはある種の加速度を表わしているからである。予想した需要に対する、需要の予想のずれみたいなものが在庫率に表われてくるので、これはある種の加速度を表わしている変数である。これがそこにあって生産が入って最終需要という形に作られていて、そういう面を重視するのであればそういう計算ができる。ところがアメリカの景気の見方などはよくご存知のように、雇用がどうだ、それから小売売上がどうだと見ていく訳で、むしろ日本式に言うると遅行系列を中心に見る訳である。これはやはりそれぞれの経済を見るうえで、いわゆる製造業を中心とする加速度原理が強く効くというふうに思って経済を見るのか、そうではなくて、やはりかなりサービス化が進んでいて最終需要の積み上げのような形で経済を見た方が良いのかということかと思っている。どちらかと言うと私は元々割と循環を重視する方だったのだが、最近の数字を見てみるとどうも上手く説明できない訳である。先程申し上げたように、例えば収益は高水準横這いであって、伸び率で計算すれば落ちてきているにもかかわらず、足許、例えば設備投資などは減速もしないで出てくる。これが3か月前位に少し循環の仕方が変わっているのではないかと申し上げたことであり、そちらを少し重視している。ただ一方で、製造業周りに着目する限りは岩田副総裁が指摘されたことは間違いのないというふうに思っていて、そこは多分ITと中国が効いているのではないかと思っている。

#### 福間委員

去年の何月だったかここで申し上げたが、鉄については中国が13年振りにネット・エクスポーターになった。これは低級財、先程から言う建設用鋼材で、こちらから輸出するのは高級用鋼材。今もその構図は変わらな



い。であるから、こちらの人達は電炉は減産をしているのである。それで高炉は、高級鋼板を作る人はフル稼働でそれでも110何%で回してもまだ足りない。この人達は今増投資をしている。色々なところでやっているが、ただ、それも高炉を1兆円掛けて造るのではなくて、要するに下工程を合理化して、あるいは炉をもう一回巻き変えて能力をちょっぴり大きくする。生産能力を2~3%上げる。そういうことで、あの時ここで申し上げたように、日本の企業経営者は中国を見ながら動くものだから、V字型回復はない。中国が幾ら造るかということを見ながら投資する。化学品がやはり全くそうで、アジアを含めてみた場合に、我々が今設備投資を本格的にやって良いかどうかを判断する。さらに言えば、消費立地の中国で高炉を造った方が良いのか、あるいは取り敢えずは償却した高炉にリバンクションをやって能力を増加した方が良いのかを比較考慮する。今やっているのは後者の方をやってる訳である。そういう面では、やはり企業の行動様式が随分変わってきている。ドイツへ行って話を聞いたらドイツも鉄がないと言う。ティッセンとかクルップがあるではないかと言うと、彼等は設備を全部中国へ中古のまま輸出してしまって、今大変なのであると言っている。ちょうど売った後で値段が上がってしまったと言っているのだが、彼等は要するにああいった産業をエコロジーの関係からもう大陸ではできないと切り捨ててしまった。日本はそうではなくて、環境対策を加えながらクリアしている。その辺の違いは随分ある。エコロジーに対しての考え方が随分違う。

#### 早川調査統計局長

元々、仮に今IT調整が終わって、輸出・生産が増えても、恐らくITの最終需要自体の伸びが鈍いので、生産・輸出の伸びは鈍いと申し上げた。足許、さらに中国要因などを考えると、これも同じ方向で、恐らくは中国が高成長する限り輸出は増え始めると思うが、少なくとも去年の前半のようなことはやはり起こらないというふうに考えていくべきであり、そういう意味では、製造業周りの動きに関して言うと、幾分従来みていたよりも

少し弱めにみておいた方が良い。一方、内需がその時どう動いていくかというのは、もう一つ議論があると思う。

#### 西村委員

一点。今のことと関連してお聞きしたいのだが、これは過去のことではなくてこれからのことなのだが、こういった形で中国で凄く生産能力が高まっていった時に、集中豪雨型輸入が、勿論全体として起こるということではないのだが、部分的に起こる可能性があり得ると思うのだが、そこら辺に関しては見通しは如何か。例えばイタリアが今苦境に陥っている、あれは繊維だが、ああいうような状況が起きている。

#### 早川調査統計局長

これは実は去年辺りからもう既に、いわゆる素材が絶好調の時代から素材メーカーの方々とは時々議論させて頂いている訳である。要するに、中国はこれからまだ相当そちらの方の投資を立ち上げてくるので、その時には日本でも集中豪雨的輸入があると思うのである。その時議論に出ていたのは、相当程度差別化ができるかできないかの勝負であって、鉄に関して言えばもう福間委員の方がよくご存知かもしれないが、少なくとも建設用鋼材の世界ではどう考えても勝ち目はない。従って、去年は建設用鋼材でさえ値段が非常に上がって一杯儲かったが、そんなことはもういつまでも続く話ではないとは言われていて、むしろそれはどちらかと言うと、もう少しは良いかなと思ったら意外に早くもう駄目になってしまったという感じが強い。一方で、例えばいわゆるメッキ鋼板などの世界は中国がそう簡単に追いついてくるとも思えないし、日本の鉄鋼メーカーもその技術をそう簡単に渡すとも思えないので、こういう状態が暫く続きそうである。その他、やはり危険だなと思うのは、化学のエチレン系列の一番単純なものは、どちらかと言うとやはり日本の素材メーカーが安易に儲けると言うことはそれは相当難しいだろうと思っている。むしろ敢えて言うと、基礎重視であればベンゼン系の方がまだしも何とか守れるかもしれないが、エ

チレン系は厳しいだろうと思っている。

西村委員

最近の市況を見ると非常に下がっているの、逆に言えば今見ているのはドライブの最初かな、というふうに心配と言うか、非常に疑問なのだが。

早川調査統計局長

非常に難しいところで、実を言うと特に化学に関しては、中国が非常に投機的な買い付けをするというのが今に始まったことではないのである。もう何年も前から時々ガンと買ってみたい、暫くずっと引っ込んで相場を崩すだけ崩して、また買いに入るというのが彼等の得意技であって、足許も根本的な、エチレン・プラントなどが立ち上がってきているのは事実なので、大きな流れとしてみると去年のようには儲からない。これは間違いないと思う。ただし、足許の動きがそういう動きなのか、例によってお得意のことをやっているのかよく分からない。1週間か2週間前に少し化学が底を打ったという噂もあって、中国が少し動いているかもしれない。であるから、大きな流れの部分とそういういわば投機的な綾の部分が両方併存していると思う。

須田委員

生産についてだが、先程、稼働率が上昇したとのご説明があったが、昨年頃に生産能力の制約の問題があったと記憶しているが、その点については今はどのように考えれば良いのか。

早川調査統計局長

まず第一に、鉄鋼周りに関してみるとまだやはり制約が続いているが相当緩和された。と言うのは、鉄鋼メーカーの方が色々なことをやって供給力を少し増やしていることと、それから特に当時問題になっていた自動車に関しては自動車メーカーの方も何と言うのか、品種の削減。わざわざ全

て1車種ずつ細かいところを全部違う鉄を寄越せと言っていたものをそれを集約することによって、効率良くさせることができるということが起こっていて、そのようなこともあって逼迫感は緩和していると思っている。むしろ足許我々が少し思っているのは、一般機械のところ。工作機械辺りが完全にボトルネックに当たっているので、設備投資がやや後ずれ、後ずれしているのだが、これはボトルネックの影響ではないかと思っている。であるから、私は一般機械の在庫が多いという印象を持たない。むしろ相当ボトルネックが今強いのかも知れない。

福井議長

一番最後に説明があった(参考計表)の図表48、市街地価格の(1)商業地のグラフで6大都市のこの太線が14年半振りに+0.2%と言ったが、東京、大阪はそうになっていないのに6大都市を足すと上にいくというのはどういう訳か。

早川調査統計局長

これは東京圏、大阪圏であり、これは東京圏の実は田舎も入っている訳である。

福井議長

ゾーンが広い訳か。

早川調査統計局長

然り。6大都市はやはり東京、大阪、名古屋…。

門間調査統計局参事役

京都、横浜…。

山本理事

神戸である。

早川調査統計局長

であるから東京圏は、実は例えば埼玉の外れの辺も入っている。

福井議長

なるほど、では東京だけ取出すとこれよりももっと上にいくということか。

早川調査統計局長

そういうことであろう。

福井議長

それから全体の景気の構図だが、先程最後に纏められた生産とか在庫の動きやGDPなどはほぼ想定通り。それからITの調整も色々あるが全体を見るとほぼ想定通り。ただし、今後の最終需要は弱いと。その真ん中で中国の陰り、従って日本のネット輸出が想定よりも弱い。逆に消費、家計部門は想定以上に強いという説明であった。中国の影というのは素材系列のところの流れは分かるが、ITの調整がほぼ想定通りとは言っても、やはり中国の陰りが若干ネガティブ・ファクターとなっているのか。

早川調査統計局長

おっしゃるとおりだと思います。具体的に申し上げますと、やはりIT全体の中で一番調整が遅れているのは携帯電話周りであって、それに関してはやはり中国の在庫問題が影響していると思っている。ただ、それ以外で言うと、総じてデジタル家電周りにしてもパソコン周りにしてもほぼ想定通り進んでいるということで、携帯電話周りの影響が実は少し足を引っ張って

いる。まだピンポイントできないのだが、ひよっとすると足許の4月の例えば数字の弱さなどにも若干影響しているのではないか。特に先程ご覧頂いたように情報関連輸出で見ると中国向けが落ちていたので、その影響が出ているのではないかと思っている。ただ、全体として見ると一応我々がヒアリングで聞いている限りは、概ね良いところまできているという評価が多いと思う。

#### 福井議長

自動車の船待ち在庫というのは、あれは大部分を専用船で出しているであろう。と言うことは、どれ位ずれがあるかということは分かっているはずなので今月もまだ何とか、今月もまだ分からないというような話は少しおかしい気がする。

#### 早川調査統計局長

それは今一所懸命ヒアリングでいつ出るものかと聞いているのだが、固有名詞を言うのも何だったので言わなかったのだが、例えば3月時点で増えていたのはあれはどうも日産だったらしい。それは4月に出たのだが、今度別途、トヨタの物が4月末時点で増えている、どうもそういう感じで聞いている。私共の期待値では5月が元々連休で結構休んでいて生産が減る見通しであるので、この辺で在庫が減ってくれると良いなと思っている。これはなかなかヒアリングしてもあまり正確に把握できていないという感じなのである。最近ついに極端な話、いざとなったら港を調べたらどうかと、どなたかどこかの支店で税関長に会ったなどと言っていたから、そちらからいつどの船が入るか押えた方が良いのではないかと。

#### 岩田副総裁

私の印象はアメリカでも中国でも輸入のところで在庫は溜まっている訳である。日本で出そうと思っても向こうで溜まっているのである。

早川調査統計局長

よく言われているのは、船の問題と港の問題と言われている。

福間委員

それは段々解消してきている。

早川調査統計局長

少し良くなっている。

福間委員

と言うのは、ウエイトがストーンと落ちているだろう、ここ2か月位。あれは要するにポート、向こうサイドの方が少し空き出した。

福井議長

船は陸上輸送まで繋げてサプライ・チェーンを、本当に時間の計測もしながらやっているはずなので。

早川調査統計局長

私もそれはいつも思っていて、部品をあんなに一所懸命サプライ・チェーンで調整してもでき上がったら何万台も船待ちしていて良いのかと。

福井議長

そんなふうなメカニズムになっていないはずなのだが。

福間委員

もう一つ、彼等自動車メーカーはマーケット・シェアを気にする。アメリカでは、自動車というのは毎月毎月発表するものだから、あまり突出すると直ぐ分かる。このためちょっと抑えろとか出せとか言ってコントロー

ルする時がある。そういう事情もあるかもしれないが、おっしゃるようにやはり今は船が一番大きな理由ではないか。ポート・コンジェスションはやや解消している。

早川調査統計局長

ポートはそうである。

福井議長

他に宜しいか。

中原委員

時間がないので簡単に。物価に関して、C P Iにおける石油製品の上昇幅について、原油価格の上昇幅を基にして考えてみると、今年の秋あるいは来年春にもその寄与度はほぼニュートラルに戻らと思う。その一方で、ガソリンなどでは、もう少し精製率を引き上げたいと思っている業者は多いにもかかわらず、需給関係が相当緩んでいるため、実行に踏み切れないという話も聞くのだが、今後の石油製品の見通しはどのようにみれば良いのか。また、この石油製品のC P Iへの寄与度が中立化するのはいつ頃とみれば良いのか。

早川調査統計局長

要するに原油価格横這いを前提とすれば、当たり前だが計算上いつ頃どうこうと言えるのだが、現実には原油価格横這いがいつも実現しない。足許も我々の想定していた原油価格よりも原油が高めで走っているのだから、本来であればご指摘のように今年の秋位にはもうなくなる、ないしは少しマイナスの方へいく位の感じで見ることができるとは限らないということになってしまふのである。これはもうあくまで今後の原油相場および例えば為替レートも影響してしまうということだと思ふ。特に不思議だ



と思っているのは、一頃と比べると投機資金が入っている様子がないのに高止まっているのが少し不気味で、そうだとすると意外に高水準でいくかもしれない。いずれにしてもどこかで横這いになりさえすれば、いずれはプラス寄与が消えていく訳だが、それがどのタイミングでどの水準で横這うかによって少し数字は変わってくる。普通に考えれば足許5月位が一番大きくて、6月以降少しギクシャクはするが減っていく方向だと思うが。

中原委員

CPIにおける石油製品というのは、ほとんどガソリンと考えて良いのか。

早川調査統計局長

ガソリンが一番大きい。あと一部灯油が入る。

山本理事

ガソリン価格はやはり消費者の行動が非常に賢明になってきており、従って上げたくてもガソリンスタンドが上げられないという状況がある。

早川調査統計局長

灯油は何か分からないが、アメリカでまた足許凄く高いのである。

福井議長

次は金融環境について白川理事と山口企画局長から願います。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

山口企画局長

いつものとおりお手許に本日お配りした資料-5の(参考計表・その2)があると思う。それに沿ってご説明する。まず図表1だが、これは(1)が銀行貸出残高である。5月は前年比-0.4%であり、この2か月マイナ

ス幅の圧縮ペースがやや加速していると前回の会合で申し上げたが、5月について見ると小幅のマイナス幅縮小にとどまった。(2)の総資金調達については5月は前年比-1.9%であり、むしろマイナス幅が拡大している。銀行・信金・外銀の貸出のマイナス寄与度は縮小している訳だが、直接市場調達の寄与度が低下し、全体としてマイナス幅が拡大している。引き続き銀行の貸出姿勢は非常に積極的だが、一方で、民間部門の資金需要についてはその減少幅の縮小ペースが極めて緩やかなものにとどまっているとの認識である。次に図表2は銀行貸出及び貸出代替商品がどのような動きを示しているかということで作った資料である。まず(1)のグラフは、借入主体別に見た銀行貸出の内訳だが、ご覧のとおりトレンド的には企業向け貸出の減少ペースが緩やかになってきている。さらに銀行は住宅ローンにも注力してきており、それが効いて住宅ローンがやや増加している。こうしたことから、貸出全体のマイナス幅がジワジワと縮まるという状況になっている。その他(2)コミットメント・ラインの契約額、それから(3)私募債の引受については、これらはともに期末月に金額が伸びるというパターンがあるが、やはりそうしたパターンが継続している。(2)でコミットメント・ラインの動きをご覧頂ければ、3月に伸びてその後はほぼ横這いとなっている。(3)私募債もほぼ同様の動きである。銀行のこうした貸出代替商品も含めた与信姿勢は引き続き前向きである。次は図表3、資本市場調達で、(1)は発行段階の信用スプレッドである。5月についてはCP・社債ともに引き続き極めて低水準であり、発行環境は良好であるという状態には些かの変化もない。それから(2)は公募社債の発行額だが、これについては一部大型案件があったということで6,200億円を上回る発行状況となっている。こうしたもとでストックはどうかというのが図表4、(3)である。CPと社債を合わせた5月の前年比は+0.4%である。これまでは1%ちょっとの前年比であったから、少し縮小している。ご記憶かと思うが、昨年5月は、CPの発行量が少し増えた。納税資金などについてCPの発行量を増やして対応しようという動きがあった訳だが、今年はむしろその裏が出たということである。次に(4)エクイティだが、

5月の転換社債の発行額は700億円弱である。海外での発行環境が、ジリジリと悪化しつつあるという状況が継続している。一方で増資の方だが、第三者割当ての比較的大口の案件が見られたこともあって、1,300億円弱の規模になった。図表5は法人季報で企業部門全体の資金過不足を見た資料である。折れ線グラフが資金過不足である。ご覧のようにこの1~3月については、資金余剰額は前期比若干増加しているが、基調としては資金余剰額は縮小の方向にあるということだろうと思う。シャドーの部分がキャッシュ・フローから設備投資を引いた余剰キャッシュ・フローになるが、これは引き続き増勢を辿っている。その一方で運転資金需要や決済資金需要が徐々に増加している。景気は踊り場ということだが、企業の資金需要は少しずつ増加してきており、これが企業部門の資金余剰額を縮小方向に向わせているという状況である。表はそれを数字で見てみたものである。図表6はマネー関連の指標である。まず(1)マネタリーベースだが、5月は前年比+2.2%である。内訳を見ると、銀行券の発行高の前年比は+4.0%で、ほぼ予想通りの展開である。(2)は銀行券発行高の推移をグラフ化したものだが、直近の6月7日~13日の前年比は+3.7%である。発行高の伸び率は、ゴールデンウィーク明けからジリジリ低下する動きとなっている。次は図表7、(1)はマネーサプライである。まずM2+CDである。5月は前年比+1.5%である。銀行券を含むM1の伸び率が+4.0%であり、前月に比べて低下し、CDの伸び率も低下している。さらに広義流動性についても前年比+2.7%であり、伸び率としては大きめの低下となっている。(2)はM2+CDについて要因分解を行ったものである。折れ線グラフをご覧頂ければこの2か月位伸び率が低下してきている姿が見てとれようかと思うが、最も大きな要素は税収増、歳出減を背景とする財政要因である。また、5月については地方公共団体の借入が減っていることも効いているようである。さらに非常に小さい動きだが、斜線の部分が2005年初までは少し上に出ていたが、この5月に掛けては下向きになっている。これは、個人向け国債へのシフトが見られていること。また、昨年は法人が預金にキャッシュ・フローを滞留させる動きが目立ったが、今

年はむしろその裏が出ているといったことが影響しているようである。これらの結果としてM2+CDの前年比が+1.5%まで低下してきている。実は4~6月のM2+CDについては、前年比+2%位だろうとみていた訳だが、少し下振れてきている。M2+CDの先行きを見通すことはなかなか難しい訳だが、一応ポイントとなる要素だけ整理しておく。民間資金調達要因は、緩やかにマイナス寄与を縮小する方向を続けるだろう。従って、M2+CDを押し上げる方向に作用するはずである。ただその一方で、財政についてはそう大きくM2+CDの足を引っ張るということにはならないと思うが、流れとしてはプラス寄与がジワジワと縮小する方向だろうとみられる。それから郵貯からの資金流入は、今後ともM2+CDを押し上げる要素として作用し続けるとみられる。ただ、その一方で、個人向け国債へのシフトは引き続きM2+CDの足を引っ張る方向で働きそうである。こういったことなので、先行きを占うことは非常に難しいが、今申し上げたようなプラスとマイナス両方向の要素を頭に置きながら暫くみていきたいと思う。次に(3) 広義流動性だが、5月の前年比は+2.7%であり、3月対比では-1.2%ポイント伸び率が縮小している。寄与度で見ると、M2+CD要因で-0.3%、金銭信託が-0.2%である。金銭信託は昨年春に株価が上昇した関係で、その評価益が元本に加算された訳だが、今年はその裏が出る形でそうした要素がマイナス方向の寄与となっている。また年金資金運用基金の新規の運用額自体も今年度については多少減る方向である。これらが金銭信託についてマイナス方向の要因として効いているようである。それから現先・レポがマイナス方向で最も大きく寄与しており、-0.6%の寄与度となっている。ただ、この数字に関しては、仮置きのものであり、確報段階でかなり変わり得る点は頭に置いておいて頂きたいと思う。そのうえで昨年の中先・レポの動きについて振り返っておくと、昨年は証券会社がレポで債券を調達する動きがかなり見られた。金利が上がっていく過程で空売りを仕掛け、その分をレポで調達する。それが広義流動性としてはプラス方向に寄与するということが起こった訳である。今年はその動きは見られず、その分昨年の中先・レポの裏が出る形でマイ

ナス寄与となり、それが-0.6%のうちのなにかがしかを構成しているだろうと思っている。いずれにしても広義流動性については今申し上げたようなことで、一応の説明は可能だが、やはり速報段階の計数だということも頭に置いておいてみて頂ければと思っている。私の方からは以上である。特に今回申し上げるようなこともないが、敢えて付け加えれば、マネーサプライ等の伸び率が鈍化しているが、銀行の貸出姿勢や資本市場におけるスプレッドの状態などからみて、相当緩和的な金融環境が維持できているという状況には基本的に変わりないと思っている。むしろ銀行の貸出姿勢の積極化ということを見ると、金融緩和の程度はより強まっているのかもしれない、こんなふうにもみられる。以上である。

福井議長

ご質問があればどうぞ。宜しいか。それでは本日の議題は終了した。明日は午前9時から再開するので宜しくお願いする。なお、機密管理だが、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様方におかれては厳正な機密管理をくれぐれもお願い申し上げます。以上で閉会する。

(16時12分中断、15日9時00分再開)

福井議長

それでは政策決定会合第二日目を開催する。今日は政府の方から財務省上田副大臣にお越し頂いた。内閣府からは昨日に引き続き藤岡官房審議官にお越し頂いた。宜しくお願いする。今日の議事だが、最初に分割償還債にかかる適格担保としての取扱いの見直しということで、これは決定案件である。その後、通例通り金融経済情勢に関する討議、金融政策の運営に関する討議、以下議案の取り纏め、採決、金融経済月報の検討、議事要旨の承認、それから7月から12月の金融政策決定会合の開催予定日の承認という順に進めていきたいと思う。会合の中でのご発言は全て記録をさせ

て頂く。委員及び政府からご出席頂いた皆様方には、そのことを十分踏まえてご発言頂きたいと思う。それでは早速議事に入る。第一案件で分割償還債にかかる適格担保としての取扱いの見直しについて、まず白川理事と鮎瀬企画局参事役から説明をお願いします。

### Ⅲ. 分割償還債にかかる適格担保としての取扱いの見直しに関する執行部説明と決定（資料－7）

#### 鮎瀬企画局参事役

資料－7。分割償還債にかかる適格担保としての取扱いの見直しについてと題する資料に沿ってご説明させて頂く。今回お諮りする案件は、冒頭にあるように「元本の分割償還が行われることがある債券について、発行後5年超のものも適格担保とするため、『適格担保取扱基本要領』の一部改正を行って頂きたい。」というものである。この分割償還債の一例はパス・スルー債であり、これは裏付となる資産から一定期間に生じるキャッシュ・フローを原則としてそのまま投資家への支払いに充当し、段階的に償還をしていくタイプの債券である。そしてこのパス・スルー債の代表例の一つが後程申し上げる住宅金融公庫の貸付債権担保住宅金融公庫債券。住宅金融公庫のいわゆるRMBSと言われるものである。1.としてまず本件の背景についてご説明する。分割償還債については、平成14年1月に適格担保とすることが決定されたが、この時点においては、信頼し得る時価を継続的に取得することができないという状況にあったことから、担保価格は「時価」ではなく額面ベースの「残存元本額」を基準として算定することとされた。そして残存元本額を担保価格算定の基準とするという取扱いのもとで、担保債券の価格変動リスクを一定限度に限定する趣旨から発行後5年以内のものに限って適格担保とする扱いとされて、そのうえで掛け目を85%とすることとされた。この「発行後5年以内」のものに限るという要件を今後も維持した場合、次のような事態が生じることが想定されている。まず第一に、分割償還債の大部分を現在占めている貸付債権担保住宅金融公庫債券——いわゆる住宅金融公庫RMBS——は、平成

13年3月に発行が開始されたものである。来年3月以降、順次適格要件を満たさなくなる銘柄が増加してくる。第二に、来年1月に証券保管振替機構において一般債の振替制度の運用が開始されるが、そうすると現在、本行の適格担保である定時償還条項等の付された非公募地方債が分割償還債という形態に移行することが見込まれており、これによって適格要件を満たさなくなる銘柄がさらに増加してくる可能性がある。この地方債の件に関して、恐縮だが（参考1）をご覧頂き、若干付言させて頂く。現在、地方債等を対象として運営されている社債等登録制度のもとでは、各登録機関はいわゆる「記番号」、これは券面が出される場合に券面毎に記載される番号だが、「記番号」に基づいて保有者の管理を行っている。そのもとで非公募地方債の多くは「記番号」毎に異なる償還期日を設定する形で発行されている。「記番号定時償還方式」、あるいは「抽選償還方式」などと呼ばれる方式である。これに対して来年1月に運用が開始される一般債振替制度は、元々ペーパーレス化を実現するための制度であるので、券面の存在を前提とした「記番号」による管理は行われなくなる。従って、「記番号」を前提とした先程申し上げたような償還方法も維持することができなくなる筋合いにある。こうした一般債振替制度のもとで発行体が従来の「記番号定時償還方式」であるとか、あるいは「抽選償還方式」と類似のキャッシュ・フローを実現しようとする、と、「記番号」単位ではなくて「銘柄」全体の元本を分割して償還するという「分割償還債」として発行する必要が生じてくる。以上が背景である。説明資料に戻る。以上のような問題点を踏まえた2. 対応案だが、信用力及び市場性の面で問題がなく、これまで適格担保としてきた債券等について、担保価格算定上のいわば技術的な制約を理由として、これを不適格とせざるを得ない事態は極力回避することが適当と考えられるところである。そこで分割償還債に関する適格担保としての取扱いについて、以下のように変更させて頂きたいと考える。まず第一に、分割償還債のうち「貸付債権担保住宅金融公庫債券——住宅金融公庫RMB S——」については、現時点では既発行の銘柄について、時価を安定的に取得できる状況になってきている。また、この債

券はこれまで継続的に発行されてきており、累計の発行額も約1.6兆円に達しているところである。従って、これについては担保価格算定の基準を「時価」としたうえで、過去の時価変動データに基づき、新たに掛け目を設定することとしたい。具体的な掛け目は「時価の92%」とさせて頂きたい。また、現時点では未だ既発行銘柄について、残存期間等に大きなバラツキが生じるまでには至っていないので、当面は残存期間等に基づく掛け目の再分類は行わず、単一の掛け目を適用することとする。次に分割償還債のうち「貸付債権担保住宅金融公庫債券」以外のものだが、これについては現時点においても「時価」を安定的に取得できるまでには至っていない。そこで最終償還期限として定められた期日に、残存元本が一括償還されるものとみなしたうえで「時価」の推計を行い、この推計値をもって担保価格算定上の「時価」として取扱うこととしたい。なお、時価推計において「時価」を過大評価するリスクを回避するため、推計時価については100円を上限とするという運用をしたい。そのうえで掛け目についても最終償還期限として定められた期日に残存元本が一括償還されるものとみなしたうえで、残存期間を計算し、債券種別、残存期間別に既に設定されている満期一括償還債と同じ掛け目を適用することとさせて頂きたい。こうした時価推計及び掛け目適用の取扱いによって、全体としては保守的な取扱いを確保できるものと考えている。第三に、以上のように担保価格の算定を「時価」ないし「推計時価」とすると、「時価」の変動に対しては担保の値洗いで対応できるようになるので「発行後5年以内」という要件は撤廃をさせて頂く。3. として本件の実施日だが、所要の実務面での準備を進めたうえで、本年6月末までに実施させて頂く扱いとさせて頂きたい。また、本件をご決定頂いたならば、決定内容について執行部において対外公表をさせて頂きたいと考えている。本件の内容は以上である。恐縮だが資料の7頁、政策委員会付議文を読み上げさせて頂く。「『適格担保取扱基本要領』の一部改正に関する件。案件。金融市場調節の円滑の確保を図る観点から、パス・スルー債等、元本の分割償還が行われることがある債券のうち、発行後5年超のものを適格担保とするため、「適格担



保取扱基本要領」(平成12年10月13日付政委第138号別紙1.)を別紙のとおり一部改正すること。以上。次に別紙の1枚目だが、「適格担保取扱基本要領」のうちの別表1、「担保の種類および担保価格」を定めている表について本則は不変だが、特則において「パス・スルー債等、元本の分割償還が行われることがある債券」の取扱いにつき、従来の「残存元本額の85%」という取扱いを削除。新たに「(1)貸付債権担保住宅金融公庫債券。時価の92%」、「(2)(1)以外のもの。償還の最終期限として定められた期日に残存元本が一括償還されるものとみなして、本則を適用する。」。さらに「担保取扱基本要領」別表2、「担保の種類ごとの適格基準」を定めている表において本則は不変だが、特則の分割償還債につき「発行後5年以内のもの」という要件を定めていたところを削除させて頂く。最後に本件改正の「附則」として「この一部改正は、平成17年6月末までの総裁が別に定める日から実施する。」こととさせて頂きたい。私からの説明は以上である。

福井議長

ご質問、ご意見等があればどうぞ。宜しいか。それでは採決に移る。

[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

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

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

全員一致で可決させて頂いた。本件については適宜執行部より対外公表をさせて頂く予定である。

#### IV. 金融経済月報に関する執行部説明

福井議長

それでは金融経済情勢と当面の金融政策運営に関する討議に入りたいと思うが、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(案)について執行部から簡単に説明頂きたい。

門間調査統計局参事役

それでは横長のA3の紙で説明させて頂く。実体経済の方からである。景気の踊り場の脱却の仕方について、これまで我々が想定してきたのは世界的なIT関連分野の調整が進み、その結果、輸出が増え、生産の増加が明確になって循環メカニズムが強まっていくということであった。そういったストーリーに照らすと、今月は輸出はあまり増えていないし、生産面でも電子部品・デバイスがアネクドータルには調整が進んでいるという情報はあるが、マクロ統計で確認できる限りにおいては調整は一服という感じであった。一方で、国内民間需要については、強めの指標は出てきている訳だが、その点については今後出てくる短観等を含めて、もう少し様子を見極めたいと考えている。従って、冒頭の表現だが前月と同じ。すなわち「IT関連分野における調整の動きを伴いつつも、基調としては回

復を続けている」ということである。3月からこれで4か月目ということになる。ただし、個別の指標については多少強弱があるので、その点は変更している。まず期待外れの方だが輸出であり、前月まで——これは3月からになるが、3月から5月まで——「持ち直しつつあり」という表現を使ってきたが、「持ち直しつつある」という表現を何か月もこれ以上続けて使うのはやや不自然であると考えて、足許は「伸び悩んでいる」というふうに一旦表現を若干後退させている。生産については「緩やかに増加している」ということで前月と同じである。設備投資だが、「高水準の企業収益を背景として」、前月までは「製造業を中心に増加傾向にある」という表現を使ってきたが、直近の法人季報で足許のところは非製造業も回復していることが確認されたので、特段の範囲の限定はなく「増加している」としている。次の雇用・所得面だが、常用労働者数が引き続き増加を続ける中で、足許の変化としてはパート比率が低下に転じている。少なくとも頭打ちがはっきりとしてきたということであり、それに伴って所定内給与の上げ止まりが見えてきている。それを踏まえて今回は「雇用面の改善や」その後、これまでなかった表現だが「賃金の上げ止まりから、雇用者所得は緩やかながら増加しており、そのもとで個人消費は底堅く推移している。」というふうに変更した。個人消費そのものについては、指標の振れもあるかもしれないので特段の変更は行っていないが、その前段である所得のところについて、多少の表現の変更を行っているということである。住宅投資、公共投資は変更ない。以上が現状であり、次に先行きである。「先行きについても、景気は回復を続けていくとみられる。」というふうに変更はない。以下、ストーリーの部分についても大きな変更はない。この点の考え方だが、確かに足許のところは国内民間需要について、これまでよりも若干強めの指標が出てきていることは事実だが、先程も申し上げたようにその点についての、それが本物かどうかという見極めはもう少し時間を要すると考えて、現時点では輸出の力をほとんど借りなくても国内民間需要だけで回復していけるという展望は持てないということで、これまでどおりのストーリーを踏襲させて頂いている。従って、ほとんど変更

はないということなのだが、3行目にアンダーラインが一か所ある。「企業の人件費抑制姿勢は」、前月までは「引き続き根強い」と書いてあるが、いつまでも「引き続き根強い」というよりは、足許多少その表現は和らげた方が良くかもしれないというふうに考えた。その結果、今アンダーラインにあるような文案を示させて頂いている訳だが、その後、少し冷静に読み直してみて、この「極力抑制する」の「極力」という言葉が少し強過ぎるかもしれない。これがあるために、むしろ慎重な度合いが強まっているという誤解を招く恐れもあるのではないかと心配になって、そこでこの場で大変恐縮ではあるが「極力」を取ったバージョン、すなわち「企業は人件費を抑制するよう慎重な姿勢を続けていく」という案で取り敢えずご提出させて頂きたいと思う。その後、「雇用過剰感が概ね払拭され、企業収益の好調も維持されるもとで、雇用者所得は緩やかな増加を続ける可能性が高い。」。足許既に緩やかながら増加しているという判断なので、「緩やかな増加を続ける可能性が高い。」という変更である。次の段落の「なお」から始まる文章は特段の変更はない。物価だが、国内企業物価は「大幅に上昇している」ということで前月と同じだが、これはあくまでも3か月前比で見ていることによって大幅に上昇しているということであり、5月直近値は厳密に言えば前月比若干のマイナスである。従って、前月あった「足もと」という表現は削除している。消費者物価については「小幅のマイナスとなっている」ということで変更はない。物価の先行きだが、国内企業物価。これもほとんど前月と同じであるが、次に出てくる6月の3か月前比は4月～5月以上に上昇テンポが鈍化すると見込まれるので、その点を文末に持ってきて、「当面上昇を続ける可能性が高いが、そのテンポは鈍化していくとみられる。」というふうに語順をややひっくり返して力点を少し変えているということである。消費者物価の先行きについては特段の変更はない。实体经济は以上である。

#### 山岡企画局企画役

続いて金融面である。今月の変更点は市況以外は、達観すれば数字の部

分だけである。まず1行目の「企業金融」環境から4行目の「民間銀行貸出」のところまでの記述は全て前月から変えていない。その次、4行目の後半のところの「CP・社債の発行残高」だが、こちらは前月「引き続き前年を上回って推移している。」だった訳だが、これは銀行の貸出攻勢の中でCPと社債を合わせた前年比は4月+1.2%から5月は+0.4%まで縮まっている。この数字で「前年を上回っている」というのは少なくとも足許にとっては辛い感じがあるので、今月はこの部分を「前年並みの水準となっている」に変えている。次のマネタリーベースだが、こちらもこの伸び率は3月+2.0%から4月は一旦+3.0%に上がった後、5月は再び+2.2%ということであり、こちらの表現も「マネタリーベースの伸び率は前年比2%程度となっており」としている。その次のマネーサプライだが、こちらも昨日の執行部説明のとおり、4月の+1.9%から5月は+1.5%ということで伸び率が落ちているので、こちらは「マネーサプライは前年比1%台の伸びとなっている。」とさせて頂いている。次の銀行券だが、こちらも4月は+4.5%から5月は+4.0%ということで、多少伸びが落ち着いてきている。これを反映して表現も前月の「4%台」というのを、今月はスパッと「4%となっている」とさせて頂いている。その次の市況である。短期金融市場の表現は変更ないが、為替・資本市場のところは席上度々で恐縮なのだが、また若干変更をお願いしたいと思う。こちらは昨日の金融市場局説明のとおり、資料を持ち込んだ後、今週に入ってここ2~3日の間の円安のせいであり、参考までに前回会合の時の市況を申し上げると長期金利が1.265%、日経平均株価は11,037円、為替は107.51円/ドルといったところであった。ここの比較で見ると長期金利は少し下がっているが概ね同じ水準である。株価は逆に少し上がっているのだが、これも概ね同じ水準ということで宜しいかと思う。ただ、為替についてはこの資料を持ち込んだ先週木曜日の段階では107.25円/ドルということでちょうど良かった訳なのだが、今週に入ってから円安によって足許は109円/ドル台ということである。このまま109円/ドル台強が続くと為替については前月と概ね同じ水準というのはちょっときついという状況

である。そこで席上で恐縮だが若干の修文をお願いしたい。まず、「為替・資本市場では、」の後に、「円の対ドル相場、」その後に「円の対ドル相場は、前月と比べ下落しているが」という表現を挟ませて頂き、その後の「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。」をそのまま使わせて頂きたいと思っている。もう一度通して読ませて頂く。「為替・資本市場では、円の対ドル相場は前月と比べ下落しているが、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。」ということである。

福井議長

内容、文章は後でご討議頂くが取り敢えず何かご質問があれば。宜しいか。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。

## V. 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

まず各委員からご意見を表明して頂くが、お一人5分ということをお願いする。今日は水野委員、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁、福間委員、西村委員、中原委員、須田委員の順でお願いしたいと思う。ではまず、水野委員からお願いする。

水野委員

先行きの景気について、日本銀行は、遠からず輸出が回復して生産が持ち直すことによって、景気全体としても回復の動きが明確になって踊り場を脱却できるというシナリオを想定してきた。しかし、最近の中国における在庫調整やその他の要因をみると、中国向け輸出の回復にはもう暫く時間が掛かると予想される。個人的には世界全体の需要拡大が維持されている限り、中国要因による輸出の伸び悩みは然程心配していないが、2005年度の生産の回復力は力強さが欠けるものとなると思う。一方、嬉しい誤算だが、足許の個人消費と設備投資が予想以上に堅調である。この主因は、

過去数年間の企業収益回復を受けて、慎重な企業行動に若干変化が見え始めていることである。例えば、これまでキャッシュ・フローが潤沢にもかかわらず資本ストックの伸びを抑制してきた反動から 2005 年度上期の設備投資計画は積み上げられていることが確認されてきている。また、これまで労働分配率を大幅に減少させてきたが、業績連動型のボーナスの支給額の増加、あるいはパート比率の頭打ち、新規採用の積極化といった新しい動きが見えてきている。企業部門の好調さが労働需給の改善という形で家計の恒常所得の増加にも繋がって、個人消費を下支えしているという構図だと思う。雇用者所得の増加に弾みがつき、個人消費、設備投資が牽引する内需主導型の景気回復が実現する可能性が出てきたのではないかとみている。個人消費については、私は以前から楽観的な見方を示してきたが、こうした動きに加えて設備投資計画までも上方修正されてきた動きは、私にとってもポジティブ・サプライズである。こうした状況を踏まえると、個人的には輸出統計や生産統計など市場が注目する統計は明確に改善しなくても、6月短観等を見極めたうえで、踊り場脱却を宣言しても良いのではないかと考えている。

次に物価についてお話しさせて頂く。国内企業物価については、2004年度の前年度比が+1.5%、5月が3か月前比で+0.9%、全国の消費者物価については、4月時点でのコア部分は-0.2%だが、ほぼゼロ近辺まで戻っている。原油、素材価格の上昇、それから雇用者所得の明確な下げ止まりを受けて、消費者物価の前年度比の上昇率、コアCPIに由来するのだが、早ければ10月以降、遅くとも1月以降小幅のプラスに転じる可能性は高いと思っている。今まで日本銀行の内外で物価下落と景気回復の両立、あるいはデフレ克服が我が国の最優先課題と言われてきていたが、雇用者所得が下げ止まって資産デフレが一巡したという現状では、デフレ・スパイラルに陥るリスクがあった2001年の量的緩和を導入した時に比べると様相がかなり変わってきているのではないか。本行が4月に纏めた展望レポートにおいて、デフレという表現は使われていないが、執行部が私と同じような思いを共有して下さっている証拠だなど、私なりに解釈して

いる。私は消費者物価の前年同月比がマイナスであることをもって、対外的にデフレという表現を使うことにはやや抵抗感を覚え始めている。引き続きまだデフレという言葉を使うならばせいぜいCPIデフレという表現なのかなと感じている。もっとも、政府の方は多分、デフレは依然として継続しているという認識であろうし、財務省としては税収がもっとも増えないととても満足できないため、まだデフレであるという認識を示すと思っているが、「骨太の方針」の中身を見させて頂いてもその辺が窺われるが、本音のところと言えばデフレ圧力が弱まってきている認識は恐らく政府・日本銀行の中には大きな差はないのではないかと考えている。さて、マーケットについて少しお話をしたいと思うが、金融調節方針の「なお書き」の修正、それから2日、3日の当預残高の下限割れを受けて債券相場はまだ堅調地合いを保っている。市場参加者から聞こえている声は、巨額な当座預金残高と運用資金が膨らんだ郵便貯金による債券購入という二つの量の効果によって、長期金利がファンダメンタルズや先行きの金融政策の見通しでは説明できない程、低い水準まで低下しているということである。すなわち、日本銀行の金融政策が2年までの金利を大幅に低下させ、郵便貯金の債券購入が中期債のイールドを相当低下させている。最近ではメガバンクは収益機会が相対的に高い長期セクターの国債を購入してきているので、統合リスク管理がしっかりしているとは言え、量の効果によって民間部門が過度な金利リスクを取らされているという面があるのではないか。債券相場には本来ファンダメンタルズから乖離しても、本来あるべき水準に戻るという復元力が備わっていることが理想だが、仮にデフレ克服は容易でなくて、異例な超低金利政策が少なくとも2007年度、あるいは2008年度まで解除できないという思惑で債券相場が動いているのであれば、日本銀行から何らかの形でウェイク・アップ・コールを送っても良いのではないかという気がしている。さて、アメリカの債券相場に若干コメントさせて頂くと、6月6日のグリーンSPAN議長の発言を受けて多分潮目が変わったと思う。ここでグローバル・フラットニングという話をした後、2年債と10年債のイールド・スプレッドは40bpになっ



ている。10年債は今3.8%まで下がったが、経済指標からするとむしろ金利低下材料が多かったのだが、昨日の引け値が4.11%となったことから、この発言が何らかの影響を与えていると思う。グリーンズパン議長が言いたかったことは、恐らく景気の先行きの後退懸念をあまり織り込み過ぎているのであれば、それは憂慮すべきであるということだったのかなと思う。主要国の債券相場をサポートしているロジックというのは、グローバル・デフレーションということだと思う。因みにグローバル・デフレーション・シナリオということは私が債券ストラテジストをやっていた1990年代後半に作った言葉で、このシナリオによって日本の債券投資家の海外、グローバル債券投資を促したことがある。今年の債券相場のキーワードは金融政策のノーマライゼーションと説明できることになると思う。ヨーロッパの債券相場については、そのノーマライゼーションの中で遅れた少し別の動きをしているが、アメリカの債券相場についてはグローバル・デフレーション・シナリオは長期金利が上がらないことを説明するのには良いのだが、今の水準を説明するのは少し難しく、水準の問題について明確に答えを与えてくれていないと思う。アメリカの債券市場におけるシナリオは金融政策のノーマライゼーション対グローバル・デフレーションの構図が続いているが、Fedは金融政策のノーマライゼーションというメッセージを送っている。従って、米国景気が底堅い動きを続けるならば、アメリカのイールド・カーブの方はベア・フラットニングということで、長期金利がどんどん下がっていく局面は少し考えにくくなってきているところがある。そういう意味では世界的に債券から株へ投資をシフトする動きが出てきている。ヨーロッパでは恐らく金融相場という形で株が上がっていると思うが、アメリカでも株が少し見直されてきているのは、債券をどんどん買っていく環境にはなりにくくなってきたということが背景としてはあるのではないかと思う。以上である。

福井議長

春委員から願います。

## 春委員

それでは申し上げる。前回会合以降の動きとしては、米国では生産の増加テンポがやや鈍化し、雇用増加も5月単月では低水準であったが、住宅投資の好調継続をはじめ1~3月の実質GDPも上方改訂されるなど、着実な景気拡大が続いているようである。6月のブルーチップコンセンサス予想も5月の予測値を僅かであるが反転させて上方修正している。

中国も過熱抑制策の影響とみられる輸入の伸びの大幅鈍化はあるが、内外需とも拡大を続けているようである。

原油価格は、5月19日に一旦45ドルを下回ったWTIが50ドル台半ばまで上昇、その後、高水準一進一退の動きとなっている。ドバイ原油は引き続き上昇して、昨日、過去最高の51ドル台に乗せた。昨年一時15ドル程度まで拡大したWTIとの価格差は3ないし5ドル程度と、それ以前の水準に戻った形になっている。今日のウィーンでのOPEC総会の決定内容とその後の市場の反応が注目される。

国内経済では、輸出が中国向けの鈍化などから横這いの状況にあり、生産が緩やかな伸びにとどまる中で、景気先行指数は3か月連続の50%割れとなっている。一方、内需については、好調な企業業績を反映して設備投資は1~3月の法人季報でも高い伸びとなったほか、4月は建築着工床面積や資本財出荷も高い伸びを示している。2000年基準として過去最高の106.2となった4月の稼働率指数もこうした動きを裏付けているものと思う。個人消費は、4月は百貨店やスーパーの売上げが前月比プラスを示して、家計調査の消費水準指数も4月は前月比プラスの数字となった。その後5月は、東京地区の百貨店売上高は2か月振りの前年比マイナス——天候不順のせいと言われているが——となったが、乗用車の新車登録台数は年率500万台を超えるハイペースとなっている。消費を支える雇用・所得環境は、昨日来ご説明にあるように、4月に6年4か月振りの低水準となった失業率とか、4年5か月振りに前年比プラスとなった所定内給与、また、速報段階ではあるが常用雇用のうちパート雇用の減少による

パート比率の低下など順調に改善している。こうした内需、中でも消費の動きを反映して、5月下旬の景気ウォッチャー調査では現状判断が9か月振りに分岐点である50%を超えてきたほか、先行き判断も2か月連続で50%超えとなっている。6月13日に公表された1~3月の2次QEは、実質GDP成長率が年率で+4.9%と小幅な下方修正となったが、それでも堅調な回復を確認する形となった。またその中で設備投資が上方修正、在庫が下方修正となったことはむしろ回復の底堅さを示すものと言えるかと思う。

先行きについては、原油価格やIT関連需要の動向に加えて、中国向け輸出鈍化の先行きや中国元の切上げの動きなどの不透明要因はあるが、順調な企業業績のもとで堅調な設備投資や雇用・所得環境の改善による個人消費の回復など、外需と内需の寄与に若干のシフトはあったとしても、結果として全体の景気動向は展望レポートの見通しに沿って緩やかながら着実に踊り場脱出に向っていると考える。判断としては前月判断の維持が良いと思う。6月短観での経営者の景況判断に注目したいと思う。

簡単に二点だけ、コメントをさせて頂きたいと思うが、まず3月末の市街地価格指数が発表されている。6大都市や東京区部の商業地では、ともに14年半振りの上昇。東京区部では、住宅地と全用途平均が2004年9月の調査から二回連続で上昇し、最高地価格も2003年9月から四回連続の上昇と、一部に下げ止まりから上昇に転じている地域のあることが明らかになった。その一方で、全国全用途平均では前年比-7.1%とマイナス幅を縮小させているが、引き続きマイナス幅は大きく、下げ止まりの兆しは見えていない。資産バブル再燃の心配はまだ早いと思うが、投資や消費への波及に関心を持ってみたいと思う。

もう一点、報道によると上場企業の増配、復配によって株式配当利回りがバブル後最高になったとのことである。東証第一部全銘柄の予想配当利回りは昨日現在で1.23%とほぼ10年物国債利回りと並ぶ水準になっている。投資収益を追求する株主の増加や敵対的買収対策が背景と報じられているが、こうしたことが個人消費の拡大やこれまでほとんど動きのなかつ

た長期保有型の個人株主の投資拡大に繋がることを期待したいと思っている。私からは以上である。

福井議長

武藤副総裁、お願いします。

武藤副総裁

前回会合以降、明らかになった経済指標を見ると、輸出が中国向けを中心に思っていたよりやや弱い動きとなっている一方で、設備投資は予想通り増勢が確認できたほか、雇用・所得環境が改善するもとで個人消費が強めの動きを続けるなど、内需面では想定通りか、想定をやや上回る指標が多かったように思う。また、我々が踊り場脱却との関係で重視してきたIT関連分野の調整状況については、調整は着実に進んでいるが、まだ終了とまでは言えない状況であるということである。こうした点を踏まえて、我が国の景気が踊り場をどの程度脱却しつつあるかが、今回の情勢判断のポイントであると思う。

まず海外経済は、米国や東アジアを中心に拡大が続いており、今後も潜在成長率前後の景気拡大を続けると見込まれる。この大きな構図は変わっていないが、若干気になる動きも幾つか出てきたように思う。第一は中国の輸入の伸びが大幅に鈍化している点である。その内容を見ると、加工貿易は比較的堅調だが、一方、資本財関連を中心に内需向けの一般貿易の伸びが大幅に鈍化している。これを踏まえると、日中の国際分業体制の深化に異変が生じている訳ではなくて、基本的には景気過熱抑制策など国内要因に基づく調整圧力が在庫面などに生じていると考えて良いのではないかと思う。第二は企業の景況感指数などを見ると、米国の製造業にやや勢いがなく、そして欧州経済も生産や雇用面を中心にモメンタムが弱いということである。今後、海外経済を見るうえではこれらの動きをよく見て行きたいと思う。こうしたもとで我が国の輸出は中国向けを中心に伸び悩んでいる。先行きは中国国内の調整がいつ終わるかはっきりしないもの

の、海外経済全体として見れば拡大が続くと見込まれるもとの、輸出の伸びは、次第に高まっていくとみられる。ただ世界的なIT関連需要の回復テンポが緩やかと見込まれることも考えると、輸出の伸びは、昨年前半のような高いものとはならない可能性が高いと考える。

生産は、IT関連分野の在庫調整が進捗するもとの緩やかに増加していくとみられる。1~3月は船舶等の一時的な押し上げ要因が効いたことから高めの伸びとなったが、4~6月はこの反動が予想されることから微増程度になると見込まれる。IT関連分野については電子部品・デバイスの在庫が着実に減少しているが、生産・出荷がマイナスとなっており、なお調整は続いている。もっとも世界半導体出荷に関する予測が上方修正されるなど、世界的なIT関連分野の調整は進捗してきており、遠からず調整は終わるという見方は維持して良いと思われる。一方、内需面を見ると、企業部門では、先日発表された法人企業統計で高水準の企業収益が続いていることに加え、設備投資も増勢を続けていることが確認された。また、資本財出荷や機械受注も強めの内容となっており、今後とも設備投資は増加が続くと見込まれる。個人消費は、1~3月に続いて4月も好調であった。1~3月は10~12月の反動という面もあったが、4月の個人消費も好調であったことは、高水準の企業収益がタイムラグを伴って家計部門へも波及し始め、個人消費に良い影響を及ぼしている可能性を示唆していると考えられる。雇用・所得環境を見ると、毎勤統計の常用労働者数は前年比で増加が続いているほか、パート労働者数の前年比が9年10か月振りのマイナスとなるなど、パート比率の頭打ちが鮮明となった。賃金も、パート比率の頭打ちから所定内給与は4年5か月振りの増加となった。こうしたもとの雇用者所得は増加している。先行きについても、好調な企業収益が維持される中、雇用者所得は緩やかに増加していく可能性が高いと考える。こうした雇用・所得面の改善が先程指摘した個人消費の好調の背景にあると考えられる。

以上を踏まえると、景気は踊り場脱却に向けて着実に進んでいるが、脱却と判断するには輸出やIT関連分野の調整、内需、とりわけ個人消費の

強さが一時的ではなく本格的なものかどうかなど、もう少し見極めていく必要があると思う。

物価面では、国内企業物価は原油高の影響などから上昇している。一方、コアの消費者物価の前年比は、電気・電話料金の引き下げの影響もあって小幅のマイナスとなっている。先行きも国内企業物価は当面上昇を続ける可能性が高いと思われるが、消費者物価の前年比は小幅のマイナスが続くとみられる。なお、今後の物価動向、特に消費者物価の動きについては、足許の原油・ガソリン価格高の影響等を見ていく必要があるほか、より長い目を見た場合には、賃金の状況に若干の変化が見られてきている中で、先行きユニット・レーバー・コストの動きなど物価を巡る環境にどのような影響が及ぶかに注意していく必要があると思う。

最後に金融資本市場の動向について一言触れたいと思う。前回会合以降の金融資本市場を見ると、総じて落ち着いた動きとなっている。基本的には、日本経済の踊り場からの脱却について市場参加者も引き続き見極めていくということだと思う。なお、前回会合で当座預金残高目標値の下限割れを認める「なお書き」を加えたこと、及び6月2日、3日に実際に当座預金残高目標値の下限割れが発生したことに対して、市場は冷静な反応を示した。量的緩和政策の枠組みには何ら変更はないとの我々のスタンスが、取り敢えず市場に正しく理解されたことの現われであると思う。いずれにしても我々のスタンスに対する市場の見方も含めて、今後の市場動向については注意深く見ていく必要があると思う。以上である。

福井議長

では岩田副総裁、お願いします。

岩田副総裁

最初にグローバルに見た場合の特徴点として二つあるかと思う。一つは原油価格が再び上昇しているということである。原油価格、OPECの増産余力は既に小さく、稼働率は95%になっている。あるいは世界の原

油の需要が2005年は2004年よりもさらに増加するという予測がIEA等で行われているということで、高止まりするリスクが高いと思う。IIEのエコノミストの予測によると、なお原油価格は上昇して60ドル、80ドルということもあり得るということで、これも果たして本当かどうか分からないが、そういう予測をする方もいる。株価、特にPERと原油価格をとってみると、どうも逆相関で株価を抑えるような役割も演じているのではないかと思う。もう一つはグローバルな製造業PMIという指標で生産、新規受注を見ると——これはJPモルガン等で集計しているが——5月に一段と減速をしており、グローバルな製造業のソフトスポット化ということが起こっているのではないかと思う。在庫循環図を見ると、アメリカ、日本だけではなくて韓国、台湾も同様の状況にある。前月私は日本がその中で例外だと申し上げたのだが、日本もやはり4~6月は横這い、ないしやや弱含みという可能性が出ているのではないかと考えられる。その一方で、IT関係についてはかなり調整が進んできた。特にノート型のパソコン等の回復、あるいは在庫調整の進展もあって、売上が若干回復の方向に向っているということかと思う。価格の方だが、DRAMの市況を見るとDDR1、2というようなものを含めて下げ止まりの兆しが出ている。ただ、これには過剰供給であったDRAMからNANDフラッシュメモリーであるとかCMOSセンサーへの生産シフトが起こっていることも作用していると考えている。サムスンは、NANDフラッシュでは6割のマーケット・シェアを世界で持っている。DRAMでも3割を持っている。サムスンは、その支配力を用いてこういうシフトをいわば意図的に起こすことによって競争相手を振るい落とすという戦略を採っているのではないかという見方もある。もしこういう見方が当てはまっているとすると、差し当たりDRAMの市況は下げ止まりから反発に向うだろうが、年明け後は再び下落するということが考えられる。これが前から申し上げていたダブルディップということの中身なのだが、その可能性を孕みながら推移しているということかと思う。であるから私の半導体の見方は、4~6月には調整が終わると、かなり早い時期に申し上げていたので終わってくれな

いと困るのだが、ただ、その回復力はあまり強くないだろうと引き続き思っている。つまり、一時はL字型の回復になってしまうかなという、やや悲観的な見方もあったが、どうやら元のU字型というか鍋底型で何とか差し当たりは回復の方向に向っていくのではないかと考えている。

次に鉱工業生産に関連してなのだが、各国の景気先行指数が悪くなっている。アメリカの場合もコンファランス・ボードの先行指数が4月に前年同月比1.1%下落をした。こういう動きに一致系列も追随していくことになると、半年後には成長率が2.5%台になるという、これは勿論機械的な計算の話だが、その可能性も孕んでいる。私は必ずしもそうなるかどうか今の時点でははっきりしているというふうには思わないが、そうしたリスクを孕みながら動いているということは注意しておく必要があるのではないか。であるから、5月のISMの指数も6か月連続で低下して51.4というのは成長率に換算すると大体3.2%だと言われているが、これがさらに50を割れていくということになると、成長率の方もさらに減速していくというリスクを孕みながら推移しているのではないかというふうに思っている。日本の鉱工業生産、あるいはDIの関連だが、これもやはりあまり望ましい動きではない訳である。先行のCI、累積の指数で見ると最近時点では前年比-2.7%、一致のCIの方は+2.8%ということである。先行系列がマイナスからプラスの方に戻ってくるということが望ましいのだが、今のところそうした動きにはなっていない。一致系列の方が先行系列の方に鞘寄せされるというリスクも孕みながらこれも動いているということではないかと思う。あるシンクタンクが日銀の景気判断の累積指数というものを作っていて、総合判断が変わらないとゼロで、良くなると+1で悪くなると-1だと。ところがこの日銀景気判断累積指数と先行CIというのは極めて良い関係にあって、2000年以降ほとんどピタッと動いてきたのだが、今年の夏以降、この先行CIから離れ始めて先行CIの方が下の方に出てきていると言われている。これもその頃から先行CIと一致のCIが乖離し始めているということと、どうも対応しているのではないかというふうに思っている。



最後に物価の動向なのだが、水野委員の方から、目的関数が私と大分違うのかなというお話があった、つまりCPIのデフレは残っていても別に気にしなくて良いというお話があった。私にとっては非常にフレッシュであり、頭の体操と言うか、新規巻き直しするのにとても良い問題提起を頂いているといつも思っているのだが、ただ、この話は私はやはり物価の安定ということはどう定義するかという問題に戻る必要があると思う。すなわち、日銀法の第2条に書いてある物価の安定ということマイナスでも良いと、安定さえしていれば良いと考えるのか、いや、そうではなくてやはり全くのゼロと考えるか、あるいは物価指数のバイアスの問題であるとか、デフレになってしまうと、ゼロ金利からなかなか抜けられなくなってしまいうリスクとかを考えたうえで、検討する必要がある。いわば金融政策運営の基本的な責任を全うするということから考えて望ましい物価の安定というのが私はあると思っているのだが、その目的関数のところが違うのかなと思う。それから、今一般的な物価指数は個人消費デフレーター、CPI、それからGDPデフレーターがあるが、家計部門に関連するものは皆デフレなのでCPIのデフレのみに着目するというのではやはりないのではないか。その物価の安定の定義というものについて、我々は共通の認識を持っていないと、話が全部逆さまになってくるというふうに思う。これまでの量的緩和は何のためにやってきたのか。量的緩和政策というのは、私はとても良くできた仕組みだと思っているのだが、そういった仕組みを自分から壊してしまう、では4年間何のために努力していたのかという思いに駆られる。以上である。

福井議長

福間委員から願います。

福間委員

海外経済については、原油価格が50ドルを割り込む気配を見せないこと、あるいはCRBインデックスが300の大台で推移しているという不安

要因はあるが、今のところ着実に景気拡大を続けている。このうち中国では引締め政策により内需が鈍化する一方で、昨年鉄鋼、セメント、化学産業等で集中的に行われた設備投資がここへきて相次いで生産能力化していることもあり、輸出ドライブが掛かる形となっており、その結果、欧米との間で貿易摩擦が発生し、人民元の切上げ圧力が高まっている。また、貿易摩擦や大規模な反日デモの影響もあって、最近では欧米でも中国のカントリー・リスクに対する警戒感が強まっており、今後、対中直接投資はペースダウンする可能性もある。このため、先行きの人民元や対中直接投資の動向如何では中国の成長率が一時的にせよ9%を割る可能性も予想される。なお、先々週欧州に出張したが、ユーロエリアでは中東への生産拠点の移動や違法移民の流入を背景に、フランスやドイツを中心として高い失業率が続いている。また、冒頭で述べたように中国との貿易摩擦が生じているほか、社会的には違法移民の流入もあって犯罪が増加しており、このためにフランスやオランダの国民投票の結果に象徴されるように、EU原加盟国を中心に幾分ナショナリスティックで反グローバル主义的なムードが感じられた。最近のドイチェベルゼとその株主であるヘッジファンドとの対立劇にもこういう反グローバル主义的なムードが感じられた。各国としては現下の景気低迷から脱却するために、財政・金融、さらには通貨のマクロ政策はご承知のような仕組みの中で機動的に採用することが事実上できないため、時間は要するものの、規制改革や構造改革等のミクロ、マクロの改革を推し進めていくことが必要であり、そのためには国民の危機感を高めながら改革を先導する強いリーダーシップが求められるように思われた。

一方、我が国の経済については、自動車、造船、鉄鋼等、非IT分野における設備能力の制約や対中直接投資の増勢鈍化に伴う資本輸出の伸び率縮小等から輸出全体では高水準ながら伸び悩みが続いている。もっとも、前回申し上げたとおり内需の増加が輸出の伸び悩みをカバーする形で全体的には緩やかな景気回復が続いており、先行きも内需主導の緩やかではあるが息の長い回復が続くと予想している。一昨日のGDP統計によると、

我が国は 2003 年度、2004 年度と 2 年連続で潜在成長率を上回る成長を続けており、そのもとで需給ギャップも着実に縮小していると推察する。内需のうち設備投資については、ノン IT 分野では能力一杯の生産が続いているために自動車、造船、鉄鋼等の親会社は勿論のこと、その関連業界も含めて広い範囲にわたって補修改修や能増投資が行われている。非製造業でも電力、ガスや銀行、小売等、幅広い分野で設備投資が行われており、このように業種、企業規模の面での裾野の広がりを踏まえると、設備投資は企業収益の伸びに支えられながら今後とも堅調に推移し、景気回復の基盤を確かなものにする一因となることが期待される。これに加えて内需を支える医療、介護、福祉サービス産業等の動きも無視できない存在になっている。個人消費については、旅行、外食等サービス支出を中心に底堅く推移しており、先行きもこうした動きは続くものと予想される。サービス支出の堅調は第三次産業活動指数や旅行、外食産業の売上が継続的に上昇・増加していることにも示されている。個人消費の拡大の背景には、既に皆様が申されたように雇用・所得環境の改善があるほか、昨年度は全上場企業の 4 割に当たる企業が増配・復配を行い、配当総額が前年より約 1 兆円増えるということも消費の拡大に寄与していると思われる。

この間、物価については、川上、川中段階では自動車、造船、電機向けの高級鋼板等、大幅値上げで決着した品目も一部には見られるが、それ以外の鋼材等では先月も申し上げたが、上昇一服感が窺われる。化学原料や建設用鋼材のように過剰在庫を抱えた米国、中国、トルコ、ロシアから輸入が増加し、その結果、価格が下落している品目も見られる。また、海上輸送の運賃も下落を続けており、足許の水準は今年のピークに比べれば 50 ないし 80% の大幅な下落となっている。このような状況下で国内企業物価は前回は申し上げたとおりの強地合いながら上昇が加速するリスクは後退している。一方、コア消費者物価については、電気・電話料金の引き下げの影響が残るものの需給ギャップの縮小やガソリン等石油製品の価格動向も踏まえると、全体的にはゼロ近傍で推移するものと予想している。

最後に金融面だが、株価の伸び悩みと長期金利の低下について、景気の

先行き懸念を反映したもの、とこれを否定的に捉える向きも少なくない。しかし、株価についてはヘッジファンド等、グローバル運用を行う海外投資家の売買シェアが約半分を占める現状では、P E Rが欧米諸国の水準にコンバージェンスする方向で株価が形成されるのはやむを得ないことで、現在は約16倍程度で国際的に見て概ね妥当な水準となっている。この間、株式投信が5月末に14年振りに30兆円を超え、機関投資家を中心に株式運用姿勢が積極化している。国内投資家の株式投資が上向いており、グローバルな水準からやや離れた形でP E Rが推移する可能性もあると思う。勿論、その背景には企業収益の好調さがある。一方、長期金利の低下については昨日も話が出た訳だが、元々日米欧間の長期金利は連動する傾向があったが、目下の世界的な長期金利の低下については、グリーンSPAN議長が先週、2月のコナンドラム発言よりもやや踏み込んだ発言をしている。すなわち、グリーンSPAN議長は、長期金利に織り込まれている5年先以降のインプライド・フォワード・レートが各国で著しく低下していることを指摘したうえで、そうした動きはグローバル化が進行する中で、世界経済がスローダウンし、インフレ期待も低下するとの市場の見方を現わしている可能性が高いと言っている。私も同様の見方を行っているが、それに加えて日本特有の要因としては、グローバル・コンペティションという点では、中国、韓国、台湾といった強力な競争相手に囲まれた世界で最も熾烈な価格競争地帯にあること、加えて日本の企業はバブル崩壊の教訓やコーポレート・ガバナンスの強化、内部統制システムの再構築等から、例えば設備投資を行うにしても近隣諸国の設備投資動向を見極めながら投資を行うなど、プルーデンスの効いた経営を行うようになっている。こうした内外の経済環境や企業行動の変化を踏まえると、V字型景気回復はともかく、我が国も石油の問題は残るものの、物価安定下での持続的な経済成長に移行するチャンスは増大しているのではないかと考えている。以上である。

福井議長

西村委員、お願いします。

西村委員

基本的見解に盛り込まれたメインシナリオについては、現在利用可能なデータから見る限り妥当なものだというふうに考えている。重要な点については、既にもう皆さんが取り上げておられるので、かなり重なる部分が多いのだが、その他三点程付け加えさせて頂きたいと思う。第一点は、世界景気であるが、基本的なトレンドに関しては大きな変更を変える必要はないと思うのだが、幾つか気掛かりな点がある。特に米国だが、出入りの激しいデータに振り回されているということもあるが、基調としてみるならば米国の消費は非常に強いということは言えるのではないかと思う。変動幅が非常に大きくて短期の動きからトレンド変化を取り出すのは非常に難しいのだが、5月の乗用車販売の動きを見ると若干気に掛かることがある。GMは前年同月比で87%、フォードは90%と大きく落ち込んでいる。日本車も95%という冴えない動きをしている。勿論、1~5月累計では総体ではほぼ前年同期間並みを維持しているので、あまり心配する必要はないのかもしれないが、こういう動きの激しいものは非常に注意して見ないと、当座の動きが将来を暗示していることもあるので、慎重な態度が必要ではないかと思う。同じような点は住宅市場について——この点はそれ程急にということではないのだが——やはり将来的にはかなり大きな問題が出てくるだろうと思っている。現在のいわゆるコナンドラムがやがて解消される過程でどれ位の大きさの調整があるかに依存するというふうに思っている。バブルかどうかについては、これはまた難しい問題があるので、正確なことは何とも言えないところはあるが、少なくともマクロで見る限り、何の変化も影響もないということは考えにくいというふうに思う。特に注意しなければならないのは自動車、それから住宅、住宅に関連する建築資材である。これが米国経済を長く牽引してきたことから考える

と、この辺はあまり下がったことがないというのがこの10年位の状態なので、実際にこれがマイナス方向のスパイラルを起こし始めた時の状況については考えなくてはならないと思う。ただし、これについてはもうアメリカでもよく分かっていることだから、何らかのきちんとした対策がなされると思うが、我々も慎重に見守っていく必要があると思う。中国だが、これはよく分からない。まさに謎の固まりのようなものである。世界経済の中で占める中国の比重がこれだけ大きくなって、この間参与会で、事実上中国がパソコンも何もほとんど作っているというお話があったが、そのような状況のもとで情報の不足が極めて深刻な状況になっている。我々は情報があれば何らかの対処はできるということを今までの経験から知っているのだが、中国に関しては情報が極端に不足している。中国の中央部も地方で何をやっているかよく分かっていないという状況だとすると、これは非常に危険な気がする。何か穴が空いている氷の上を歩いているような感じがする訳だが、その点で以前に増して一刻も早い情報収集と解析が必要ではないかと思っている。これは何も言っていないに等しいが、しかしやはり言うておかなければならない状況であると思う。ユーロ圏に関してはご案内のような状況であるので、これはオーバーリアクションの可能性が非常に強い。特にイタリアに関しては少しやり過ぎではないかと思うが、全体として見ると非常に良いのだが、やはりユーロ圏の大きな問題というのは、日本でもそうなのだが、平均で見ると難しさが出てきて、特に地域的なディストリビューション、しかもイタリアなどの場合は同じ国の中の地域の差というものがあるし、それから東欧とドイツ、フランス、イタリア、それからスペイン、ポルトガルといったようなところの差が非常に大きくなっていく。そのために景況判断に関しては気を付けなければならないと思っている。足許ダウンサイド・リスクが高まっているというのは誠にそのとおりと思っている。それから第二に、これは少しテクニカルな話になるのだが、少し気を付けなければならないことがある。一つは政府・日銀の景況判断と輸出統計についてである。日本銀行は主として判断の主要な根拠の一つにしているのは実質輸出であるが、内閣府で景況判断

の際に重要視しているのは通関統計の輸出数量指数である。実はこの二つがかなり乖離している。これはある意味ではよく知られたことなのだが、例えば調査統計局の経済活動の現状評価の中の図表 6 を見て頂くと分かるのだが、足許実質輸出は穏やかに上昇のトレンドを持っているが、輸出数量指数は明確に下方のトレンドを示している訳である。こうした差は輸入には存在しない。同じことは図表 6 の実質輸入のところを見れば分かる。これに関しては調査統計局がもう既に何度も何度も口では言わないが文章の中には(注)に必ず書いてある。一番重要なことは(注)の中に書くということは普通のことなので(注)に書いてある。これは実は問題が生じることがある。どういうことかと言うと、例えば実質輸出も輸出数量指数も全く同じ通関統計から作られているのだが、日本銀行と内閣府で違うデータを見ているというふうに誤解されて、それで景況判断に関して何か齟齬があるのではないかという妙な勘繰りがされるのではないかという心配がある。実は私がなぜそういうことを痛感したかと言うと、先だってファイナンシャル・タイムズだったと思うのだが、通関統計のこの話を書いているものがあって、確かに通関統計だけを見ると輸出が下がっている、それをいわば強調するような形で日本の景況感に関する議論がなされている。この点を少し気を付けなければならないと思っている。因みに内閣府の経済社会総合研究所の国民経済計算部で作っているGDP統計では、ここにあるようなSNA実質輸出は日本銀行と同じ形になっている。これは価格として日本銀行の価格を使っている訳であるから当たり前なのだが、この二つの実質輸出と輸出数量指数との差というのは、日本銀行でやっている品質調整にほぼ間違いはないと思っている。いずれにせよ、内外の学界を含めて世間、特に報道機関では必ずしも正確な理解がなされているとは言いがたいので、景況感の判断に関して十分な対外的な発信が必要ではないかと考えている。特に外部から変に誤解される、しかも悪意に誤解されるということを私は非常に心配をしている。杞憂であればそれで宜しいのだが、その点が少し気になる。最後に国内景気について若干お話しさせて頂く。直近の最終需要の状況を現わすメモリー価格のデータを

見ていると、3月から4月に掛けての急落の後で、5月から売れ筋全般で底値安定という様相を示している。これは先程岩田副総裁からご指摘があったように、サムスンのようなところのDRAMに関しての国際的な寡占が進んでいるということから、こういった安定が本当の安定なのかどうかということに関しては少し注意して見なければならぬのではないかと考えている。ただし、同じ傾向はサムスンが別段市場支配力を持っていないITやハードディスクに関しても底値安定という状況が続いている。ハードディスクはとにかく下がるということしか考えていなかったようなものなのだが、ここに至って少し安定している。これはポジティブな影響かなというふうに思っている。いずれにせよ、こういったIT、ハードウェアが段々投資負担が大きくなるにつれて、プレーヤーの数がどんどん少なくなっていくとすると、世界的な寡占のある種の寡占的な構造というのが出てくる可能性があるので、その点についてこれから少し気を付けてみていかなくてはならないのかなと、思っている。それから自動車についてだが、先程も春委員からご指摘があったようにかなり良い状況にあるということは確かである。4月の前年同月比は111%の伸びの後、5月も前年同月比は107%と、落ち込みが少ないという明るい材料はあるが、これは昨年5月に大きく落ち込んだという大きな影響があって、季節調整も昨年の5月は物凄く大きく効いてくるので、これは少し良過ぎるかなという気がする。除く軽自動車レベルで見ると2000年、2003年のレベルに漸く回復したということである。前回私は非常にアップ・ビートなことを申し上げて、ここでまた手綱を締めるので少し申し訳ないのだが、セダン系の販売台数の減少はやはり依然として続いている。それに代替する車種の動きが未だ——SUVなどが段々伸びてくるとは思うが——、こういうところから自動車については良い芽が出てきていると思う。特にトラックも回復しているが、まだ力強い成長が見えるところまでは残念ながら行っていないと思う。これから8月に掛けての新車効果がどの位出てくるかということも見ていきたい。これは前回と同じように、期待は持てると思う。先程福間委員からご指摘があったように、やはりある種の資産効果は出てき



ていると思うので、その効果が出てくるのではないかと思うが、まだ数字に現われるところまでには至っていないということである。同様のことは他の需要、特にサービス産業についても当てはまると思う。これは先程福田委員からのご指摘があったことだが、特にデータを見ると——先程岩田副総裁からのご指摘があった景気動向指数、DI、それからそのCIのことなのだが——景気動向指数に関しては若干リザベーションがある。やはり統計の整備が遅れているので製造業に偏りがちであるということはどうしても否めないということになる。これは今度の吉川委員会——これは私も入っていたが——でも「何らかの形でサービス業に関して新しい統計を作ろう」ということをやっているが、とても我々の景況判断には間に合わない。ただし、良いことはサービス業に関しては先程春委員からのご指摘があったが、景気ウォッチャー調査というのがある。この景気ウォッチャー調査は変な調査なのだが、実はセンシティブティが非常に良い調査でもある。定性的な調査なのだが、そういう意味でこの景気ウォッチャー調査の動きを見ていくのは結構重要なのだが、そうするとかなり良い傾向が出てきている。これはマクロで良いというだけではなくて地域経済に少し良い傾向が出てきたということがある。特に近畿、中国の部分に良い動きが出てきたことは特筆できるのではないかと考えている。特徴的なのは、景気ウォッチャー調査の説明のところを見るとタクシーの運転手が、「最近領収書をくれ、という人が出てきた」と言っている。どうも会社でリインバースされているのではないか。少し景気が良くなってきたのではないか、というようなことがあったり、それから大阪の街中の時間貸しの駐車場の売上が伸びているなどというのがある。あの酷かった大阪が漸く脱し始めているという気配がある。そういうことはかなり良い傾向でないかと思う。ただし、あれで見れば直ぐに分かるが北海道とかそういったところは、非常に悪い状態がまだ続いているので、この辺の地域経済に対する慎重な目配りが必要ではないかと思う。以上である。

福井議長

中原委員、お願いします。

中原委員

まず、結論としては前月判断の基調を変えるような材料は今のところない。景気は踊り場にあるということである。まず、海外については、全体として生産や企業のコンフィデンスの面で緩やかな減速感が続いている。米国は金利引き上げから既に1年経っており、引き上げ幅も2%になる。過去の循環パターンからみればその影響がマクロ経済に出てくるべき時期と言えると思うのだが、ISM指数の低下や消費者信頼感指数の伸び悩み、耐久財需要の陰り、景気動向指数の弱さ等々に現われ始めているという気がする。一方で住宅や消費など家計周りのナンバーだけを見ると、今のところ底堅いという感じがする。世界的な供給圧力、あるいは累積する流動性のもと、米国への資本還流がスムーズに行われているということや、Fedの巧みな市場対話により期待インフレが抑え込まれていること、などから長期金利の低位安定が維持されている点は大きいと思う。ただ、今の長期金利フラット化の流れが既に限界に近いところではないかと考えており、市場内での自律的な巻き戻しが起きるのか、あるいは低過ぎるとみられるこの金利水準で实体经济の加速や金融政策スタンスの変化を通じて企業や家計行動に影響が出てくるのか、といったことも今後のリスク要因として考えておく必要があるだろうと思う。中国は供給サイドを見る限り引き続きあまり減速は感じられない。市場整備は進んでいるが、メディアの報道で見る限り、脆弱な銀行システムや農村などの構造問題の改革はあまり目立ったニュースは聞こえてこない。また、欧州との繊維製品輸出問題に係わる合意等々、貿易問題については個別のもぐら叩きの対応をしている様だが、果して今後どのようなタイミングで為替改革を進めるのかについては、その見通しがやや不透明になってきたと感じている。気掛かりなのは、皆さんもおっしゃったが、中国輸入の減速についてであ

る。これは昨日も話題になったので省くが、いずれにせよ中国については今後もポジティブなものというよりは、ネガティブなイベント的材料が出てくることを警戒しておきたい。

国内経済については、このところ、内需の持続的な回復の可能性を示唆する指標が出始めていることは確かである。ただし、輸出及び生産の動きについては、先程述べた海外要因から判断しても、近いうちに明確に増加に転じる可能性は低いのではないかと思う。先般発表されたOECDの先行指数を見ても、今後の輸出環境は厳しめに見ておきたいと思っている。一方、企業の設備投資意欲は底堅いようだ。私自身としては、今年度の企業収益の増益率予想が日を追って下方修正されているし、海外経済の減速等を考えると、設備投資はいずれピーク・アウトする方向で考えていたが、ここへきての動きはややポジティブ・サプライズと感じている。結局のところ、極めて高水準のキャッシュ・フローが有利子負債の削減や増配という財務体質の強化から、M&Aや実物投資などのリスクテイクに回り始めたとみて良いのかどうかを見極める必要がある。目先6月短観の結果がある程度の方向性を示唆することになると思うが、先日JETROのアンケート調査を見ると、中国における日経企業の業況悪化懸念が強まっているなど、海外環境の先行き不透明感の増大というようなことも考え合わせると、設備投資の持続性と先行きのリスク要因の判断にはもう少し時間を掛けたいと思っている。

IT関連産業の調整進展はまだ不透明感が残っていると思う。先日の国際局のレポートで台湾半導体メーカーの業況感の回復がかなり進んでいるというようなポジティブなニュースもあったが、4月の鉱工業生産で見ると、情報関連産業での生産の実現率や予測の修正率ともマイナスであり、調整の動きはまだまだついているというようなところかと思う。

家計については、4月、5月と消費は底堅い動きである。賃金が下げ止まり、企業の増配などもあって所得環境全体としてはフェイバーな方向ということだと思う。ただ、消費の内容などを見ると、これはマイクロヒアリングのベースだが、サービス消費、選択的消費の支出が増えているという

ことであり、所得全体の底上げと言うよりは、どちらかと言うと所得配分の二極化が進んでいるのではないかという気がする。先般の法人季報で労働分配率はまだ下がっている訳であり、企業の人件費支払い総額もなお低下しているほか、一人当たり賃金は増える傾向にない。そういう意味で消費の先行きについては、もう少し時間を掛けて見ていきたいと思っている。

一般的な物価環境については、価格競争が激しく、かつ生産プロセスも含めた技術革新のテンポの早い耐久消費財の値下がりがなお続いているということ、原油価格の動き次第で石油製品が先行きマイナスに効く可能性もあること、一部の化学品や素材がここへきて大幅な値下がりを示していることもあり、全般的なデフレ傾向は今後もまだ続くともみざるを得ないと思う。

最後に市場だが、ユーロに引きずられてやや円が弱い方向に動いているが、全体として相変わらず頭の重い株、低位安定する長期金利、いまだ基本的にレンジ相場、膠着状態という感じだと思う。市場を見ると、多くの不透明要因のバランスの中でポジションを傾けるのが難しい状況にあるということだと思うが、今後内外ともに、今年後半における企業収益がどうなるか、再び頭を持ち上げてきた原油価格動向、一部素材や原材料価格の反落傾向が中国その他の資源国通貨などにどう影響を与えていくのか、米国におけるインフレ動向と金利上昇等、波乱要因はむしろこれから出てくるのではないかという気がしている。

福井議長

最後になったが、須田委員お願いします。

須田委員

我が国の景気の現状と先行きについては、昨日の執行部の説明に違和感はない。差し当たりの課題はいわゆる「踊り場」をいつ脱却できるかである。4月以降の景気については、足許までに公表された景気指標を見る限り、自動車販売、百貨店売上、景気ウォッチャー調査、コンフィデンス等個人

消費関連指標が想定よりも若干強めであると思う。強い消費の持続には、雇用者所得が増加し続けることが必要である。実際、雇用者所得を巡る環境は、パート比率の低下や所定内給与の上げ止まりなどかなり改善されている。5月の消費動向調査では雇用環境指数が一段と改善し、5月労働経済動向調査では労働者の過不足判断D Iの不足超幅が拡大している。とは言え、企業の総人件費抑制姿勢は弱まっておらず、第1四半期の非正規の職員・従業員比率はまだ上昇傾向にある。特に、男性の非正規比率の上昇が顕著である。また、パートタイムの正社員も無視できない存在となっている。従って、雇用者所得が上昇に転じたとしてもかなり緩やかな上昇でしかなく、今後も足許のような強い消費が持続できるかどうか、もう少し様子を見てみたいと思う。

また、設備投資も好調である。潤沢なキャッシュ・フローや、生産能力指数の低下と稼働率の上昇も設備投資のサポート要因である。もっとも、好調なのは自動車や素材産業を中心とした製造業大企業であり、非製造業中小企業への波及という意味では、未だ確認できない状況にあると思う。この波及の度合いや企業収益や設備投資計画について、次の短観等で確認したいと考えている。

一方、IT関連分野の調整については、NASDAQの大幅上昇、インテルの業績見通し好調、世界半導体売上高予想の上方修正やマイクロヒアリング情報などから、調整が想定通り進捗していることが窺われる。しかし、出荷など計数面での確認はまだできていない。以上、踏まえると、踊り場脱却の判断はもう少し様子を見てからするのが良いと思う。従って、「基本的見解」の総括判断については、前月と同様の執行部案で良いと思う。

ただし、悩ましいのが昨日の早川調査統計局長からの説明にもあったように、経済全体としては景気が回復していると言えるような状況となるとしても、そのシナリオがこれまで想定していたものとは違う可能性が大きいということである。つまり踊り場脱却はIT関連財の在庫調整の進展による輸出増・生産増によって達成されると想定していたが、足許、外需は主として中国要因によって下振れる一方、個人消費の上振れを背景に内需

は上振れており、表面上は内需をきっかけとした踊り場脱却となる可能性が高いということである。もっとも、当面は輸出に追い風は吹かず、表面上は内需主導の景気回復に見えても、その前後には輸出が見え隠れしていることが前提であって、その意味では日本の景気回復には輸出のグロスの伸びが依然として重要であることには違いない。

そこで輸出とそれに係わる海外経済に目を向けると、足許、中国向け輸出の不振の原因として、過熱抑制策、在庫調整、生産能力の増大——例えば石油化学の基礎原料、鋼材の汎用品、紙パなど——が指摘されている。中国側から輸入の内訳を見ると、輸出品向けの部品調達である加工貿易は比較的堅調に増加を続けているが、内需向けの調達である一般貿易の伸びが昨年央頃から大幅に鈍化しているとのことであるので、その主因は、中国国内での何らかの調整にあると考えるのが素直だと思う。中国の高い成長のもと、在庫調整についてはIT関連財など解消の方向にあるとの声も聞かれるが、構造的な調整部分もあるので、いずれ日本からの輸出が増大する姿が想定できるものの、かつてのように大幅な輸出増とはならない可能性が大きいと思う。いずれにせよ、中国の調整は実態がよく分からないので、その深度や調整に要する期間も見通しがたい状況である。他方、米国については潜在成長率程度の成長を続けており、先行きもその可能性が高いと思っているが、先行性のあるISM製造業指数が低下を続けていることなどから製造業の弱さが気になる。また、米国景気を牽引している個人消費と住宅投資の好調が続くかどうかは、金利環境に大きく作用されるように思う。今後、金融政策などによって長期金利が上昇すると、米国の景気拡大に水を浴びせる格好になりかねない。現時点では足許のインフレ懸念は下火になっているが、原油価格の動向次第では再燃する可能性もある。ユニット・レーバー・コストの上昇がサービス価格の上昇に繋がる可能性も無視できない。また、原油価格の上昇、ユーロ圏の景気低迷や構造調整の遅れ懸念、人民元を巡っての為替調整、保護主義の台頭などのリスクもある。そうしたことを考えれば、海外の景気は拡大傾向を持続し、そのうち日本からの輸出が増加する、というシナリオを維持しつつも、下振

れリスクも無視できないと思っている。

さて、最後に物価だが、原油の高止まりや円安の進展、それに想定以上に堅調な消費のもとでの景気回復が実現するとするならば、消費者物価の下げ止まりの時期も早まる可能性があると思っている。賃金の上昇がサービス価格の上昇に繋がる可能性もある。消費者物価について、今後マイナス幅が縮んだり拡大したりする可能性があるとのことであつたが、物価の下げ止まりが早まるかどうか、また物価の動きの変動がイグジットの時期を巡ってどのような議論を引き起こすことになるのか、注意してマーケットを見ておく必要があると思っている。以上である。

福井議長

皆様のご意見、大方のところはそんなに大きな相違はなかったかというふうに思うが、今月の判断のポイントはやはりこの年央以降、踊り場脱却という我々の標準的なシナリオとの対比で、現状あるいは先行き判断をより厳密に言うかどうかということだったと思うが、基調判断として前月までの判断からそう大きな変化はない。ただ、この先行きの景気展開に大きく影響する可能性がある幾つかの特徴的な動きが皆様方から指摘されたと、このように受止めさせて頂いた。標準的なシナリオとの関係で、まずIT関連分野の調整、ここは様々な情報がまだ一つきちっと整理された形で理解できる段階にほんの少し遠い、少しまだ距離がある。そのうえで、全体の判断としては着実に調整が進捗しているが、まだ終了はしていない、というふうな皆さん方の掴み方であり、そうしたメインのシナリオとの対比から言えば、景気の踊り場局面からの脱却はまだ確認できていないということだったと思う。しかし、その一方で家計部門の動きは事前の想定よりは少しポジティブな方向に動いてきている。パートタイマーへの雇用の切り替えといった動きが転換点を迎えてきたこともあり、雇用者所得がかなり明確に増加過程に入っているということで、景気回復のメカニズムがIT関連分野の調整一巡、輸出の増加、このメカニズムに強く依存するという形から少し幅が広く見えるようになってきたのではないか。つまり家計

部門の支出増加というもう一つのメカニズムを付け加えながら見ていて良いのかどうかという点が今回の皆様からのご指摘の中で非常に大きなポイントであったかなというふうに思っている。幾つか議論して頂きたいのだが、家計部門を経由する循環メカニズム、家計部門の支出の増加というものにどれ位ウエイトを置いて見て良いか。この点については多少皆様方にニュアンスの相違があったのかなと。特に水野委員は、比較的ここはポジティブな要因として捉えて良いということ、内需主導型の息の長い回復、明日に続く可能性ということを少し強調されたように思うが、昨日の執行部の話だと、これをメインシナリオに置いていくにはまだ自信が持てないという感じもあり、そこはどれ位ギャップがあるのかということも少し議論して頂ければと思う。また、IT関連分野の調整というのは年央以降と言ってきた以上、もう少し厳密に我々は認識しておく必要がある。様々な市況の好転とかアネクドタルな内外のデータの好ましい動きと、それから最終的に日本のIT関連産業の在庫とか生産の動きが、最後にどう収斂してくるのか、その時間的距離感はどうなのかということはもう少し厳密に把握できればより望ましい。そういったことを中心に議論してみればというふうに思う。水野委員のご意見は昨日の執行部の話よりはかなり強めだという印象を受けたが。

#### 水野委員

執行部の中でも温度差が多少あるように思う。多分その中でも私はやや前向きにみているのではないかと思っている。なぜかと言うと、展望レポートを出した時の我々のシナリオというのは海外景気はどちらかと言うと減速という世の中のコンセンサスに対して経済成長率が中央値で言うところ2005年度+1.3%、2006年度+1.6%という形であった。その時に内需主導型の回復ではないのにそれができるのかと考えると、少し無理があったかなと正直思っている。ただ、ここにきて好調である設備投資を特に強調したかったのである。私にとっては元々個人消費は皆さんよりも強めにみていたので想定通りで、設備投資はややアップ・サイド・サプライ



ズ的な数値が出てきたということで、その両輪が揃ったということで内需主導型という言い方を使わせて頂いた。しかし、そこは早川調査統計局長がもう少し見たいというのと多分同じで、私も短観を見て判断したいという話をしているので、短観を見て判断を修正する可能性はゼロではないということである。

#### 福井議長

なるほど。では主旋律に加えて副旋律のウエイトを少し上げながら見ていって良いのではないかと。

#### 水野委員

然り。特に海外のエコノミストから見ると、世界経済が若干減速している中で日本だけそのように回復するというシナリオには非常に違和感があるようである。それに対して、日本では内需の明るいデータが出てきたということは、一応反論材料である。マーケットから日本銀行の見方に対して踊り場の脱却が自己目的化していると批判を受けているが、それに対する反論ができるということだ。多分、一番注目して私が見ているのは、企業が過去数年に亘る潤沢なキャッシュ・フローを積み上げてきたがそれを本当に使い出したかということである。以前もここで何回か議論されているが、慎重な企業行動がどこまで変化するのかということに掛かっていると思う。さすがにもうパート比率の上昇にも頭打ち感が出てきたとか、あるいは設備投資も素材業種がやり出しており、反面として危ないという議論も可能であるが、いずれにせよ、少し変化が出てきたのかなという感じである。

#### 岩田副総裁

今の点について宜しいか。設備投資について、私はもう少し慎重に見ている。資本財出荷は確かに第1四半期は非常に強いのだが、中身をよく見ると事務用機器だとか電力向けだとかの伸びが高くて、それを除くと、生

産設備用の資本財出荷はそれ程は伸びていない。それから在庫の積み増しも、これも勿論一時的な要因によるものなのかもしれないが、これもあるので設備投資がどこまで強いのか、底堅いことは誠にそのとおりだと思うのだが、上振れする程強いとは必ずしも思っていない。法人企業統計季報の設備投資は第1四半期で前年比6.9%だった訳である。前期比も5.3%の増加なのだが、ご承知のように法人統計季報というのはサンプルの入替えというのが凄くあって、大企業は悉皆調査なのでほとんど多分間違いのない数字だと思うが、中小企業の方は110万社のうち6,600社の回答でやっている訳である。その分掛け算をして膨らませてしまう訳である。そうすると物凄く振れる。1期増えたと思うと次はガクッと落ちるという変な動きが、特に非製造業に出やすい。あるシンクタンクでサンプル調整をやった結果を見ると、第1四半期の前年同期比は実はプラスではなくて-2.2%、前期比だと+2.9%。前年同期比で果たしてどこまで伸びているか、これはややよく見る必要があるのではないかと思う。つまり家計調査と同じ問題を法人企業統計というのは持っていて、その問題点が残されているのではないかと思う。底堅いことは誠に間違いのないのだが、それ程、上振れする程強いというふうにはみていない。前年同期比で見るのがGDP統計も良いと思っているのだが、名目で4.5%、実質で6%となっている。法人季報だと年率にすると20%も伸びているが、これは上振れだなという、そういう印象程、中身的にはそんなに強くないのではないか。それからキャッシュ・フローについても、私は1年前からいつ使うのだろうとずっと見ていたのだが、それがなかなかそのまま直ぐには出ているという感じではなくて慎重さが残っている。それはどうしてかと言うと、一つの理由はやはり投資の収益率が十分に見込めないと思う時はキャッシュがあってもなかなか踏み切りにくい。これはキャピタル・マーケットがある意味で機能し始めているからなのかもしれないのだが、ROEがちゃんと高まるような投資でなければ金があってもしない。そこが必ずしも直ぐにはキャッシュ・フローが投資に結び付いていない要因なのではないかと思う。

## 須田委員

先程の最初の内需主導ということについてであるが、そもそも、内需主導型と言った時にGDP統計の数字を見てネット・エクスポートがマイナスになるという格好で議論してしまうのか、最初にドライブの要因を内需としてみるのかというので、多分答えが違ってくると思っている。私は日本の経済が本当に内需、特に消費主導型でいくというのは、例えば労働分配率がポンと上がってしまうとか何かショックがない限りなかなか難しいと考えている。では設備投資はどうかと言うと、日本経済の期待成長率がそんなに高くない中では、やはり輸出というものが視野にないと、なかなか持続的な設備投資が先行き出てくるとは思っていない。先行きが見えて初めて持続的な設備投資もできるのだと思う。従って、結局はその将来に亘って、どこかで輸出が出てくるというふうに思わない限りは、なかなか設備投資も持続的ではない。雇用が大きく増加して、あるいは資産効果が大きくて消費が強くなる、というふうには私はあまり思っていないので、元々消費がリーダーになれるという状況に今はないと思う。そういう意味では、結果としてはネット・エクスポートはこれから先マイナスになるということは想定できるので、その意味では内需主導型というのはいり得るのだが、それが日本経済を引っ張っていくという姿はなかなか想定できないというのが私の今の見方である。

## 福井議長

先程、私は主旋律というのはそんなに変わらない、そう短期的には変わらないだろうと申し上げたのと全く同じ趣旨だと思うが、しかしやはり刻々と変わっていることもまた確かであり、経済がグローバル・エコノミーにインテグレートされればされる程、内需と外需が相互にリイタレートしながら動くようになり、内需主導型、外需主導型という区分そのものが、次第に意味を失っていくのだろうと思う。日本もやはり製造業のウェイトというのは趨勢的には下がっていくのだろうし、個人消費が多少先行

して動くという場面、特にサービス関係の支出がまず出始めるということがあるのだろうと思う。であるから幾つもの旋律がこう輻輳的に動き始めるということが、もう既に一部始まっているかもしれないというふうには見えるのではないか。

#### 水野委員

サービス消費はデータとして非常に読みにくいのだが、ただアメリカ経済の消費がなぜ強いかと言うと多分サービス消費が好調であるからだと思うのである。原油が上がってソフトパッチになったが、ソフトパッチにとどまったというのはやはりサービスが好調であるからだと思う。今製造業は付加価値ベースで全体の2割に過ぎない。ヨーロッパが18%、アメリカが13%だったと思うが、製造業のデータから景気循環を見るのは良いが、景気がそれをもって弱いとか強いとか、そのトレンドまでは見えなくなってきたのかなと思う。

#### 福岡委員

設備投資だが、現在の一番大きいインセンティブは先程も言ったが供給制約だと思うのである。前回調査統計局も数字を出してきたが、私も色々なところで業種別の動向を見ているのだが、IT以外のところは軒並みフル稼働となっている。彼等は古い設備を目一杯稼働させているため、メンテナンスが物凄く長くなっている。このため故障ばかりしている。もうそれを修理する人が、技術者が足りないと言っているが、やはりこれだけキャッシュ・フローがあるから改修をもう少し念を入れて行い、あるいは改修の時に多少の能力増大も行うというようになっている。例えば鉄などは、高炉こそ造らないが、改修により来年になると高級鋼材は恐らく3%位能力が増大すると思う。そうなれば自動車用鋼材が容易に入るようになるので自動車は非常にできやすくなる。ポスコや中国鋼鉄から輸入しているものも日本製の物に切り替えられると思われる。プラントも現在史上最高の受注残を持っている訳であるが、やはり鋼材が入らない。こちらもや

やはり高級鋼材でないと駄目で、中国産の鋼材ではどうしようもない。工作機械などもそうである。そういう格好であるから、素材の供給制約というのがそれらの機械メーカーのマインドを非常に慎重化させたり、あるいはこの前の短観で「謎」と言われたように、年度後半の収益見通しが落ちることになる。それはあの当時の鋼材の需給を見たら無理もないことであった。当時、鋼材不足で日産が工場閉鎖をしなければならない、あるいはスズキ自動車がシャットダウンしなければならなかった。この前、ある人が原油、素材高等先行き不透明感により今年度の収益見通しは2兆円ばかり押し下げられていると言っていたが、恐らく鋼材等がある程度コンスタントに流れるようになれば、2兆円がそのまま元に戻るとは思わないが、かなりダウンワードな見方は、修正されるのではないかと思っている。今の設備投資というのは、キャッシュ・フローに比べて抑制的であるとか、あるいは岩田副総裁の言われるようにROIをベースに行われていると言うのはそのとおりで、やはりプルーデンスを考えながらやっているのも、昔のようなジャンプ・アップした形のものが出てこないと思う。従って、去年辺りからずっと言っているが、設備投資については、息の長い設備投資が続くだろう。ジャンプ・アップしない分、何となくかゆいところが残ってしまうからである。不足状態がずっと続くということで、ドラマは起きないが設備投資はコンスタントに増加していくという姿を予想している。それともう一つは、キヤノンなどの例に見られるように、色々な会社が中国から引き揚げてきている。これは何かと言うとパテントの問題である。とにかく造る傍から解体されてしまい、技術を取られてしまう。であるからパテントのしっかりした、ブラックボックス化できる日本に工場を移そうということで、非デバイスとかキーの部分は日本に戻ってきているということがあつた。そういうこともあるので、私は設備投資は無理して何とかやっているような状況ではなくて、むしろキャッシュの面から言っても余裕があるし、本当は需要を見込むとまだやりたいのだが、ROEやROIを考えるとゆっくりやっていこうと言うことで、息の長い拡大が続くと思う。

それともう一つITの問題については、私は予定通り調整がついているから、敢えて言及しなかったのだが、岩田副総裁が言われたサムスンの問題、あるいは私がいつかここで言ったシャープの問題や松下の問題、すなわち、この業界はウィナー・テイク・オールで企業淘汰が非常に早いという面があるのだが、ただ、一回負けたから負けたではなくて、その次はこうしてやっていこうという、こういう循環もある。全体的な流れとしては私は大体在庫調整はもう終わりつつあるとみている。ただ、いつか甲府に行った後に申し上げたが、東京エレクトロンなどの話を聞くと、やはり川上のところはまだ調整中で、当時の話では、あれは2月だったが、調整が一巡するのは年末辺りであろうと予測していた。その辺になると次の世代を手掛けたいので、また製造装置を造ってくれというような話があるだろうと言っていた。今は受注残もちゃんと持っているのもそれ程生産は落ち込んではいないのだが、このまま走ると年末辺りから寂しくなる。ただ、その頃には恐らく新規の需要が出てくるはずだと。この辺はスペキュレーションだが、東京エレクトロンの社長がそう言っていた。川上のところは今でもしんどい。業績は特に悪くないのだが、受注残を食い潰しているという点で、焦燥感は非常に強い。そういう状況は、今も私は変わっていないのではないかと思っている。

#### 岩田副総裁

ITに一言宜しいか。ITの調整は私も進んでいると思っているのだが、前から申し上げているように、調整が進んだとしてもその後の回復力が十分に強いものになるかどうかはビッグ・クエスチョンで、やはり強くないのだろうと思う。一つの証拠は生産能力指数なのだが、これは実はなかなか扱いにくい指数で、1997年がピークで年々1~2%ずつ生産能力が落ちているのである。こういうことが本当に起こっているのかどうか私は…。

#### 福井議長

ITについてか。

## 岩田副総裁

いや、製造業全体について。本当にこれは実態を上手く現わしているのかどうか私はちょっとよく分からない。だが、電子部品・デバイスの生産能力指数を見ると、実は去年の夏以降、ほぼ横這いなのである。前回の調整の時は生産能力自体もドラスティックに落ちて、その後シャープにリバウンドするというように——これは生産面でも需要でもあったが——、非常にダイナミックにスイングした訳だが、今回ほとんど生産能力は動いていない。逆に言うと生産の回復力というのはやはりかなり弱くて、鍋底型でジワジワとしかいかないのではないか。それから輸出について言うと、やはり中国の在庫が色々溜まっているとか、輸出の減速がいつ位まで続くのかという問題がやはりある。これも多少ITも関係があると思うが、私は今の中国向けの輸出、あるいは中国の輸入の減速は幾つかの複合要因によって起こっていると思う。一つは制度上の変化があって、自動車について言うと保税区の優遇措置が廃止される。あるいは輸入を自動許可制にするとか、そういう制度上の変化があって、それで輸入を一所懸命やったり、あるいはそれで在庫が溜まってしまうという、やや制度の変更に伴うようなものが一つあると思う。在庫の中身を見ると、鉄鋼、非鉄金属、自動車、建設機械、一般機械が積み上がっている。原油輸入の方も2004年秋以降むしろ減速している。それ以前に一所懸命、輸入をして在庫を溜めたということだと思う。こういう状況のもとで日本の中国向けの輸出がいつ戻るかということなのだが、私は若干日本の輸出品目にもよると思うのだが、韓国とかASEANといったアジアの中の競争国に中国向けの輸出で負けている部分がある可能性があって、そういう構造的な要因もあり得る。それから勿論、中国の内需の減速という需要要因も加わっているということなのだと思う。そうすると日本の輸出が伸びを取り戻すのは、特に中国向け等を考えると少し時間が掛かると思う。具体的には、輸出がちゃんと戻ってくるのは年末位になる可能性もあるのではないかと思う。

## 中原委員

消費と設備投資とITと三つの問題が出ており、色々なご意見があったのだが、私はどちらかと言うと岩田副総裁や須田委員の意見に近い。消費は構造的な変化が起きているという部分があると思っている。これは、人口動態の問題や雇用構造、雇用形態が相当変わってきている中で、今後消費がどうなっていくのかということについては、年金問題、消費税の増税問題や定率減税の廃止といった大きな影響を与える要因があることも考え合わせると、かなり慎重にみた方が良さだろうと思っている。4~5月は良い結果となったが、もう少し長く見てみたいと考えており、これが景気の柱になるのはなかなか難しいのではないかという気がしている。設備投資についても結局は外需を中心にして企業行動あるいは業況感が生まれているという須田委員のご発言に私も同じ感じを持っている。これは、外需というよりも海外オペレーションを含めた連結経営のもとで海外子会社の収益も含むその業況が大きな影響を与えているという意味で、海外経済の要因が非常に大きいとみておかなければならないと言うことができよう。また、非常に潤沢なキャッシュ・フローが投資を促していると言われるが、確かに足許の水準自体は高いものの、今年度は恐らく売上げがほとんど横這い、収益も横這いとみており、最終的には予想されているような増益にはならないと思っている。こういう中であって、企業が今のキャッシュの使い方で困っている部分があると言っても、設備投資の持続性がどこまであるのかということについて若干心配している訳である。ITについても、岩田副総裁が言われる点に同感なのだが、急速な調整が終わったからというだけでなかなか回復感が出てこないとみている。価格競争の激しさに加え、ITと言っても、情報通信、電気機械、半導体製造装置の一般機械、電子・デバイス部品、と分野毎に全て全然違う状況にある。特に大手の電気機械メーカーは、まだまだグローバル・マーケットの中で競争していくためのビジネス・モデル、あるいは経営改革といったものが十分に進んでいないという感じがある。その意味で、少なくとも、最終製品を作る電気機械メーカーの危機感は引き続き消えないのではないかと



みている。

#### 福井議長

先程中原委員が「選択的支出が増えている」ことや「配分の二極化」ということをおっしゃった。これは所得配分、つまり業績の良い企業はボーナスを沢山出すとか、個人別に見ればとか、配当受取りがある人がいるとかそういう話か。

#### 中原委員

然り。ミクロの話でも、物凄い高額マンションが予約で満杯になるという現象があり、そうした話を聞くと、確かに一部のIT関連オーナー企業のオーナー経営者の資産効果というのも相当大きいという気がしている。一方で、地方の中小企業等では、景気の悪さが続いている。そういう意味で、全体が底上げしたという感じは受けていない。

#### 西村委員

皆さんのお話をお聞きしても、多分キーワードが幾つかあると思うのだが、一つはやはり「不足と過剰が併存している」というのが現在の状況だと思う。もう一つは先程おっしゃった経済データの中には生産と在庫はあるのだがバックログ、つまり受注残がない。この受注残が実は現在は非常に重要になってきている。つまり実は受注残のところ不足というのが出てくる訳である。昔であれば、逆に見込み生産でバックログなどなしでガンガン作ってドンと置いて後は吐き出すというスタイルをやっていた訳だ。現在はそうではなくて、先程福間委員がおっしゃったプルーデントになったというところもある訳だが、いわば受注生産にできるだけ近い形で生産を行う——自動車などもそうなのだが、なかなかできていないが——そういう行動が出てくる。そういう行動のところではいわば予期せぬ需要が増大した時にはこれは完全にバックログが必要になる訳である。工作機械のところはまさにその状態になるのである。従って、景気判断の時に

バックログを見ないで単に在庫だけ見ていると非常に危険だという感じがする。現在はいわば在庫もある部分が上がっている訳であるから、バックログも上がってきた状況のもとで景気が悪くなくても若干程度ならバックログを食い潰す形で生きていけるということになるので、いわば平準化された状況になっている。従って、上がりもしないがあまり下がりもしない、しかし生産だけは大きい、そうした状況が今の状況であると思っている。見方によれば、何か非常に冴えない動きなのだが、逆に言えば大きく下げないという点で安心していただける状況というふうに言えると思う。もう一点は先程、中原委員からのご指摘のところだが、「二極化」である。これもいわば不足と過剰とに絡むのだが、この「二極化」の現象は別に日本だけではなくて、例えばアメリカなどでも産業の中を見ていると、産業全体としては非常に安定した動き、つまり産業のボラティリティというのは小さくなっているのだが、その中での企業間の格差というのが強烈に大きくなってきている訳である。同じようなことが世界的に起きている訳で、いわば同じ産業が金太郎飴で皆で上がっていくという状況ではなくなってきたというのが重要である。私もよく言うのだが、やはりマクロも大事なのだがミクロが非常に重要ということが言えると思う。先程の消費の件だが、これに関しても、やはり所得分配の二極化というのは、もう避けられない事実であり、實際上起きている訳であるから、これがどういう形で消費に影響を及ぼすかということを見なければならぬし、それが消費のどういう部門に影響をもたらすか——先程の選択的消費ということもあったが——、そういうところを見ていった方が、より説得的な議論ができるのではないかというふうに思っている。投資に関しては、もしこれから日本経済がかなり強い成長をもたらすとすれば、やはりこれは消費主導型の投資でしかないのではないかと思っている。つまり海外の大きな需要というのはなかなか望みがたくなってきているから、そういう状況のもとではやはり国内に対しての投資の収益率を考えなければならない。そうすると国内に対する投資の収益率というのはまさに消費から生まれてくる訳であるから、この消費がどういうふうに動くかが本質的に重要なこと

である。そういう意味で、この消費が少しでも良くなってきたということ  
はかなりポジティブな影響を企業者側にもたらして、これが慎重さの中  
にも投資行動をもたらしているのではないか。特に非製造業大企業で投資が  
上向いているというのは、非常に良いサインである。また、データの信頼  
性に問題があるので非製造業中小企業のデータは無視した方が良いと思  
う。それから最後に、皆さんがおっしゃらなかったのは、ここで言うべき  
ことではないのかもしれないが、やはり財政の状況が、特に消費に非常に  
重要な影響をもたらすので、効率的な財政——今政府の方でなさっている  
効率的な財政——ということをしてできるだけ国民に対して説得力のある形  
でなされれば、かなり違った消費に対する効果が現われるのではないかと  
思う。以上である。

福井議長

それでは一応、この辺で第一パートの議論は終わる。ここでコーヒーブ  
레이크を取りたいと思う。20分から再開する。

(11時07分中断、11時20分再開)

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

それでは議論を再開する。金融政策の運営について、次回の決定会合ま  
での運営方針であるが、改めてお一方5分ずつ位という感じで発言して頂  
きたいと思う。まず水野委員から願います。

水野委員

まず前回の金融政策決定会合で決定した「なお書き」の修正について、  
マーケットの反応を少し聞いてみたところ、表面だけ見ていると冷静に受  
止めたということなのだろうと思うが、実際は非常に冷ややかに見ている  
というところだと思う。なぜかと言うと、当座預金残高目標を引き下げる

のではなく、「なお書き」を修正した背景が分かりにくいとか、あるいは「また」以下の部分の主語が不明であるとか、市場機能の封殺という言葉が総裁が言われたことに対して、目先どこまで日本銀行が調節で具体的な対応をするのか分からないとか、十分理解されていない部分がまだある。オペというものは非常にテクニカルな話なので、そういう点では限界があるのかなという気がする。それはさておき、次回の決定会合までの調節方針について、私の提案は、今まで福間委員案に賛成してきたという形であるが、今回は「なお書き」を一切付けずに、当預残高そのものの上下限とも5兆円位引き下げて良いのではないかと考えている。理由を幾つか述べさせて頂く。まず、第一に「なお書き」修正後、前回決定後も6か月のTBも落札金利がゼロとなり、市場機能の封殺という意味では、一段と厳しくなってきたという状況がある。これは先程言ったように、マーケットで資金がダブついて、運用難となったお金が多くあるためだと思う。それから二つめとして、短期金融市場の機能回復には、早めに当預残高をある程度引き下げていかなければならない。それから三点目として、量的緩和策の枠組みを変更するプロセスにおいて、当預残高目標を数回に亘って下げる必要がある。これは金融のプロの間では、スリーステップ論と言われて、非常に支持されている。一方、3条件揃ってから当預残高目標を引き下げて、金利を上げていくというプロセスも別途考えられるが、それはちょっと乱暴ではないかという議論がなされている。それから四点目としては、当預残高目標の下限割れ容認に関連する2月以降の議論を受けても、基本的には長期金利は安定していることがある。政府において日銀の金融調節方針の若干の変更で長期金利が大きくなるという懸念が後退したのではないか。まだ議論は尽されていないが、景気の踊り場の脱却については、時間が掛かるかもしれないが、良い方向に行っている。当預残高目標を引き下げることは政策を変えたことに等しいという批判があるかもしれないが、私はその批判は間違っていると思っていて、量的緩和の枠組みは維持するという中で、現実的な当預残高目標を引き下げていくということは、もう始めても良いかなと思う。過去2回の会合では、27~32兆円

程度かつ「なお書き」付きという福間委員の案に賛成してきたが、これから一步進めたい。25～30兆円の提案理由は、1年物TBの買切オペが札割れしていることから分かるように資金需要の減退がさらに顕著になってきたこと、資金需要の減退に伴う受身的対応であると総裁による記者会見等色々な説明の延長線にあること、市場が消化できる金額でもあることから5兆円程度の引き下げにさせて頂きたい。それから、なぜ「なお書き」を付けないかと言うと、「なお書き」を前半、後半部分に分けると、前半の部分は現状、少なくとも次回の決定会合までは「一層潤沢な資金供給を行う」という「なお書き」を発動する状況はあまり想定できないということである。後半の部分、つまり「また」以下の部分は金融市場局への指示としてディレクティブの当預残高目標自体を変更するのであればということであるが、それ以上の裁量を与える必要はないと感じる。また、金融市場が誤解している面があるが、「また」書き以下のところは分かりにくいということもあるので、当預残高目標を引き下げて、シンプルなディレクティブにした方が良くと思う。それから市場機能の封殺という量的緩和の副作用を軽減する金融調節は、今後も是非現場にやって頂きたい。これに対して、まず政策転換ではないかという批判を受けると思う。あるいはなし崩しにオペをやっているのではないかという批判もあるだろう。所要準備6兆円を上回る流動性を25兆円位これは極めて潤沢に供給しているということであり、量的緩和の枠組みは堅持すると明確に言っている訳であるから、政策転換という表現は適切ではないと言えは良いと思う。因みに、市場機能の封殺については当預残高目標を維持するためのオペによって、1年以内の金利をほぼ消滅させていることが大きいというふうに理解されている。日本銀行が市場機能の封殺に対して具体的な対策を採るという意味では、実際に30～35兆円という残高を維持することとは反対方向になるかもしれないが、むしろオペの短期化を私は考えた方が良くはないかと思う。2002年10月に手形買入オペの期間をそれ以前の6か月以内から1年以内に延長したのだが、その時の理由は、当時の株価の動向や不良債権処理を巡る不透明感に伴う短期金融市場の不安定な動きへの対

応のほか、金融市場の円滑な機能の維持と安定性の確保に万全を期すことが意識されていた。量的緩和政策が導入されて以降、高水準の当預残高を実現するために段階的に長期国債の買入額を増やしてきたことに加えて、資金供給オペの期間が長期化してきた。2004年度の金融調節についてという執行部のレポートにもあるように、オペの期間は他の主要国では1、2週間となっていて、基本的にはマーケットに対して中立的なオペレーションを行うということである。勿論、日本銀行はそれに反して不自由を承知でやっているところに意味があるかもしれないが、1年以内のイールドを潰すことが本当に良いのかどうかを考えている。もっとも、戦術としては、オペ期間の短縮を明文化しなくても、12か月以内なら良いので、少しずつ短くしていった市場機能を復活させれば良いのではないかという気がする。なし崩し的に当預残高目標の引き下げを意図しているという批判が出ることは容易に想像できるが、そこは毅然とした態度で「市場機能封殺を回避するための措置」と説明すれば良いのではないかなと私は考えている。それから当預残高目標を引き下げるタイミングであるが、以前もここで話したが三つ位ある。一つは資金需要の減速に伴う受身での対応と位置付けて、比較的速やかなタイミング。それから二つめとしては、景気が踊り場から脱却できる目途が立った時。それから三つめはCPIの3条件が満たせる目途が立った時があると思う。もし、景気に注目するのであれば、それはそれなりに過去当預残高目標を引き上げる時の説明とも整合性が取れるので、それはそれで十分あり得ると思う。そうなるに恐らく踊り場からの脱却を宣言するタイミングあるいは短観が出た後の中間レビューで我々がどう言うかに掛かっているのかなと感じる。しかし、言い換えると、日本銀行が景気判断を明確に上方修正する機会はそれ程多くないと思うし、踊り場からの脱却も景気がはっきりしないということを見ると、景気動向等にリンクさせる形で残高目標をいじっていくのは現実には難しい。私は、マーケットを安定させるという意味でノーマライゼーションというプロセスをやっていく必要があると考えている訳であるが、景気動向等にリンクさせた当預残高目標の引き下げはノーマライ

ゼーションの感覚と馴染まないのかなという気がする。個人的には、景気が腰折れするリスクはほとんどないと思っているので、資金需要の減退に伴う受身の対応であって、市場機能の封殺という量的緩和政策の副作用を小さくするための措置という説明で当預残高目標を引き下げていくことで良いのではないのかなというふうに考えている。勿論財政の問題も色々あり、金融機関にとっては経営が安定する必要があるのだが、金融システムをさらに安定させることが我々にとって非常に必要で、巨額の流動性を供給することが本当に金融機関の収益力を高めるかという点、そういう状況でないことは明らかである。そういう点では財政再建とのバランスはあるのだが、金融機関の収益安定なり金融システムのさらなる安定からすれば現実的な措置として短期のイーロード・カーブが多少立ってくるような状況まで当預残高目標を下げていく必要がある。具体的にどこまで当預残高目標を下げるかと言えば、マーケットの機能が復活するような水準、恐らく15兆から20兆位ということだろう。逆に言うと現在の水準から5兆や10兆下げたところでマーケットは意外と冷静に反応を示すのではないかなというのが私の感触である。以上である。

福井議長

次は春委員から願います。

春委員

それでは申し上げます。まず、次回会合までの政策運営方針については、前回会合で修正した「なお書き」をそのまま継続し、日銀当座預金残高としては30ないし35兆円を目標に潤沢かつ機動的な資金供給に努めることが適切かと考える。以下、三点簡単にコメントさせて頂く。

まず、前回の「なお書き」修正の評価であるが、前回会合以降大幅な資金不足となった6月2日と3日の2日間、当預残高は下限の30兆円を下回ったが、その後のレンジ内に復旧した期間も含めて、短期金融市場を始め、株式、債券、為替市場とも特段のサプライズはなく、概ね平静に推移

したようである。これは、この間に実施された金融調節の内容に照らして、今回会合における「なお書き」修正の趣旨が概ね適切に理解されたためと思う。金融調節の努力に感謝したい。この間、3月末に実施した即日オペを実施しなかったことなどから、一部に目標レンジの引き下げの前段階としての意図的な下限割れではないかといった疑問が提起されている。「なお書き」を修正した趣旨やその後の市場機能を歪めないように配慮した金融調節の方針について、引き続き理解を得るための努力が必要かと思う。

二点目は前回の会合でお二人の委員からご提案があり、ただ今また水野委員からご提案があった当預残高目標の引き下げについて、今後メガバンクの統合を契機に定常的な下振れの可能性が高まっていくのかどうか不透明ではあるが、私としては量的緩和の枠組みを維持しながら、状況を見極めながら、またデフレ克服にマイナスの影響が出ないことの理解を得ながら、慎重に当預目標を減額していくということは引き続き選択肢の一つと考えていきたいと思う。

最後にもう一点、このところ量的緩和解除後におけるインフレーターゲットの議論が見られているが、最近インフレーターゲットを採用している英国とノルウェーの中央銀行を訪問する機会があった。皆様はよくご存知のことと思うが、これらの国に共通しているのは、インフレーターゲットは2年あるいは3年後における望ましいインフレの水準を示したものとされており、実際の金融政策は足許のインフレの状況や景気の実態、さらには資産価格の状況などを総合的にみて相当程度柔軟に決定かつ運営されており、その結果としてこれまでのところ満足すべき成果を上げているということと受止めた。一方で、これまでの国内のインフレーターゲットの議論については、インフレーターゲット採用国が多いということを根拠にしている一方で、足許のインフレ率を機械的に適用するとか、またその実現のためには手段を選ばず政策対応を行うべきなどという主張もあって、若干違和感を持っていた。この両国がこうしたフォワード・ルッキングかつ柔軟なインフレーターゲット政策を、金融政策の透明性を高め、ひいては金融政策の効果を高める、いわば武器の一つとして活用している状況をお聞きして、



私としても改めて諸外国の最近の状況などをもう少し幅広く勉強してみたいと思ったところである。私からは以上である。

福井議長

武藤副総裁からお願いします。

武藤副総裁

次回決定会合までの金融政策運営については、「なお書き」を含めて現在の調節方針を続けることで良いと思う。前回決定会合での措置は、金融システム不安の後退を背景に、金融市場における流動性需要が減少していることを踏まえて、金融機関の資金需要が極めて弱いと判断される場合には、当預残高が一時的に目標値を下回ることもあり得るとしたものである。6月以降の金融市場の資金需要の動向を見ると、次の決定会合までの間、財政資金の動向が資金余剰要因になると見込まれることから、「なお書き」を発動するケースが具体的に想定されている訳ではない。しかし、金融機関の流動性需要の減少やそのもとでの札割れの頻発など、基本的な構図には変わりはない。こうしたもとで今後様々な要因によって、金融機関の資金需要が大きく後退するような場合には、市場機能への影響に配慮しつつ、最大限の資金供給努力を行っても当預残高目標を維持することが難しくなる場合も考えられるので、引き続き「なお書き」は維持することが適当であると考え次第である。以上である。

福井議長

岩田副総裁。

岩田副総裁

結論から申し上げますと、「なお書き」も含めて現状維持で宜しいかと思う。ただ今、水野委員の方から当預残高目標の引き下げのお話があった。これは金融を正常化させるための措置として下げていったらどうか、ある

いは市場機能回復のために当座預金の目標を下げてはどうかという、こういうご提案かと思う。しかし、私は金融正常化というのは根本的にはゼロ金利からの脱却だと思っていて、どうやったらゼロ金利から出られるか、その最短の道は何なのか、というのが私の問題意識である。水野委員は早めから当預残高目標を引き下げていった方が早くゼロ金利から脱却できるというロジックになっているように思うのだが、私から見るとそれは正反対で、むしろ今は少し辛いかもしれないのだが余分な流動性の供給を続ける、特に今はまだ調整局面にある訳だから、量的緩和を継続することによってデフレの脱却を早めるというのが、ゼロ金利脱却の最短の道であり、同時に正常化のための最短の道だというふうに思っている。そこが一番違うところではないかと思う。量的緩和政策の本質というのは、ゼロ金利とその継続期間に関する時間軸効果から成り立っている訳である。それでマーケットがデフレ脱却というのは日銀が言うメインシナリオのとおり半年後位には本当に脱却しそうだ、あるいはメインシナリオに沿って本格的に回復してくる、そういうことを確信した場合は自ずからイールド・カーブが立ってくる。そうしたことは、現実には、2003年の半ばにもユーロ円の先物金利を見ても、「出口の入口」に当たる時期が2年以上先だったものが1年位先に近付いてきている訳である。今もそういうメカニズムというのは実は存在していて、量的緩和の条件付きのコミットメントというのは、目標が達成されそうだとマーケットが確信した時は、マーケットが調整してくる。それを自分の方から当預残高目標を下げてしまうとせっかくの仕掛けがみんな壊れてしまう。つまり、時間軸効果を自分で壊してしまう。こういう政策になってしまうと私は思う。であるから、私は今必要なことは何か、デフレ脱却の時期を手前に引き寄せる政策を採るべきなのか、それともデフレ脱却を遠くの方に押しやってしまう政策を採るべきなのか、というところに違いが基本的にあると思って、表現をちょっと変えてみると、まねき猫のようにこれまで4年間一所懸命デフレ脱却という小判を手前まで引っ張ってきて、どうも半年位になったなと思ったら、もういいやと足で小判を遠くに蹴っ飛ばしてしまう。つまり、デフレ脱却の

芽を自分で壊してしまう。時間軸効果を短くするという事は、私はそういうことだと思っている。私も市場機能は本当に封殺はしたくない、早量緩和は止めたいと思うのだが、早く止めるためのベストな最短の道というのは何なのかと言うと、苦しい半年を我慢することだと考えている。

それから札割れの原因についてだが、7月下旬には、10兆円位の財政資金の受けを背景に例年にはない札割れが出そうだとされている。これは基本的には、今年の金融調節のレポートにもあるが、2004年度というのは2003年度と比べて財政資金が余剰要因の7.7兆円から不足の27.2兆円になっていることが背景である、この大幅なスイングがあるために札割れが非常に起こりやすくなっていると私は理解している。特に、2004年度については借換債を前倒し発行して、結局2003年度と比べて18兆円余分に吸い上げているということになっていて、その結果、1月の末も35兆円程度の余資が、政府の預金の余資があった。それは私から見ると非常にもったいない話で、35兆円を1%で運用すれば日銀納付金に近い収入になり得る。その分をロスしている。これは特別会計と一般会計のキャッシュのマネジメントが分離されているということからそうしたことが起こっていると私は理解しているが、そこはやはり考えていくべき論点ではないかというふうに思っている。以上である。

福井議長

福間委員から願います。

福間委員

前回会合以降の資金供給オペの状況を見ると、期間6か月以下の短めのオペでは引き続き札割れが頻発しているほか、先週後半には期間8か月の手形買入オペと短国買入オペも相次いで札割れとなった。こうした動きは度々ここで言われているように、金融システム不安の後退に伴い、金融機関の予備的な流動性需要が減少したことや、予備的な流動性需要が減少しているもとでは、金融機関にとって巨額の当預残高を維持することはもは

やROAの観点から合理的な根拠に乏しいこと、さらにはコール取引の増加が示すように、金融機関が市場経由で自律的に資金を調達するようになってきていること等を示唆するものである。このため、当面の金融調節方針としては、こうした金融環境の変化に合わせて残高を27~32兆円程度に引き下げるとともに、「なお書き」は修正前の表現に戻すことが適当と考えている。この場合でも量的緩和政策の枠組みは堅持し、そのもとでのゼロ金利を継続していけば、引き続きデフレからの脱却を金融面からサポートすることは十分可能であると思っている。

一方、前回会合で決定された「なお書き」の修正とそれに基づく実際の下限割れ容認については、それらを通じて市場は次のように認識しつつあるように思われる。

一つは、残高目標の見直し論議は、量的緩和政策の出口論とは切り離された問題ということである。すなわち、残高目標の見直しは、量的緩和政策をより円滑に運営するために議論されているもので、量的緩和政策の枠組みの解除に直結するものではないとの認識がある程度市場に浸透したように思われる。

市場が認識してきたもう一つの点は、当預残高が多少減少してもエクセス・リザーブ、フリー・リザーブが巨額であるため、一部で心配されているように金融市場に引締め観が生じたり、長期金利が急騰するようなことはなく、ましてや企業マインドにマイナスの影響を与えるようなものではないということである。

もっとも、このような市場の認識が進んだうえにおいても、私が残高目標の引き下げを提案するのは、先程述べたように金融環境の変化に伴って本行当座預金に対する金融機関のニーズが減退している中で、そうした市場のニーズを超える資金供給を継続することは、市場機能の回復を妨げるほか、金融規律の低下にも繋がり兼ねないという懸念があるからである。このうち市場機能回復の妨げになるという点について、昨日の執行部の説明にあったように、現行の巨額の残高目標を維持するためには、資金供給オペの期間を一段と長期化し、市場の資金需要を常に先食いしていかざる

を得なくなっているということである。その結果、3か月、6か月、1年物の短期レートが一様に0%に張り付くなど、タイム・バリューのない異常な金利形成になっている。さらに、資金需要の先食いという点に関して言えば、これは既に皆様お気づきのことと思うが、市場ニーズを超える水準に残高目標を置くことにより、次回会合までの当面の金融政策方針が図らずも1年近く先の金融政策運営に影響を与え兼ねないという内容になりつつある点は留意しておく必要があると思う。

なお、先日の下限割れや相次ぐ札割れについては、「日銀がわざと演出している」との声が聞かれるが、下限割れや札割れの原因は、繰り返すまでもなく、金融環境の変化を反映した本行当座預金に対する金融機関のニーズが減退していることである。期間8か月の長いオペが札割れを起こすなどは昨年では考えられないことであり、これこそがペイオフ解禁後の現在の金融市場の実態であり、金融環境の変化を示すものである。

以上を踏まえると、本行としてはオペ等を通じて市場との対話を重ねつつ、残高目標をゆっくりと減額し、いずれはオペの期間の正常化も図りながら、まずは量的金融緩和政策の当初の姿、すなわち市場メカニズムをできるだけ尊重した潤沢な資金供給を、相応の時間を掛けて模索していく必要があると考えている。こうした取組みが最終的には前半のパートで触れたように「物価安定下の持続的な成長」に則した、市場メカニズムに沿った金融政策運営に繋がり、それがさらに長期金利の低位安定を追求できる素地を作るものであると考えている。以上である。

福井議長

西村委員から願います。

西村委員

前回決定会合と比べ現状判断という点で大きな変更がないことから、結論を先に申し上げると、金融政策決定方針は「なお書き」を含めて現状維持が適当であるというふうを考える。一点、量的緩和の効果の論議と政策

の関係について付け加えたいと思う。

結論を先に申し上げると、極めて慎重な配慮が必要と考えている。量的緩和の効果のうち、いわゆる時間軸の効果とそれから危機に対応した流動性供給の効果については大方の合意があると考えている。それに加えて企業、家計に直接に働き掛ける期待効果というのがあった訳だが、これは量そのものの効果と言うよりは、量的緩和の約束を守ることによる日本銀行に対する信頼の効果、と言って良いと思う。時間軸の約束の効果は定量的に計ることが可能なことに対して、この量的緩和の約束を守るという効果は定量的に計ることが著しく難しい。しかしながら、政策を考える際にはこの経済活動を下支えるという日本銀行の政策に対する信頼の効果を決して過少評価してはいけないと思っている。信頼を勝ち得るには長期の努力が必要であるが、それを失うのは一瞬であるということを常に考慮しなければならないと考えている。そうした考え方からすれば、現在の情勢では慎重過ぎるということはないと考えている。確かに、一部の産業にはボトルネックがあり、また一部の資産市場に部分的な行き過ぎと思われるものがないとは言えないが、これは正常な状態でも存在することであり、特に将来の全般的なインフレーションの芽、あるいは全般的な資産インフレの芽が見えるという状況ではまだないということを考えれば、なおさらではないかと思っている。

加えて、内外の学会を含めて報道機関等、必ずしも日本の財政を含めた制度的条件に関する理解が十分でないという例も散見される。従って、対外的な発信については十分な情報提供が重要だろうと思っている。それと共に対外発信において、無用なノイズをできるだけ少なくするという配慮が必要ではないかと考えている。以上である。

福井議長

中原委員から願います。

## 中原委員

当面の調節方針は不変、現状維持で宜しいと思う。前回会合の結果に対する市場の反応については、色々ご発言があったが、政策の透明性向上という点では必ずしも結果として好ましいものではなかったと言わざるを得ないと思う。勿論、これが直接市場に影響を与えて市場が動くことはなかったが、私自身の反省も含めて、もう少し議論すべきではなかったか。幾つか問題点があるが、まず第一は「なお書き」の意義に関わる会合メンバーの認識の違いが、結果として露呈してしまったことがある。二番目には市場機能という抽象的な概念をそのまま量的緩和の副作用として現実のオペ運営の具体的指針に事実上持ち込んでしまったこと。三番目は量的目標達成と市場機能維持というお互いに二律背反的な目的のバランスを具体的にどのように保つのかを明確にしなかったこと。四番目は下限割れの条件として「資金需要が極めて弱い場合には」としたが、何をもって「極めて弱い」と判断するのかという基準を示さず裁量の範囲の非常に大きいディレクティブとしてしまったこと。こういう問題点が挙げられると思う。私自身の理解としては、「市場機能の尊重は中央銀行としてまさに万古不易のテーマであって、これを否定することはあり得ないが、一方問題は市場機能と量的緩和をどこでバランスを取るかということ」である。そのうえで、ここにきて副作用が特に大きくなっているとは言えない状況のもとで、「これまでのオペスタンスを維持しながらできる限り目標に近付ける努力と工夫をして、それでも想定以上の応札倍率の低下とか一時的な資金需要の予測し得ない振れなどで目標未達が起こった場合にのみ「なお書き」は援用されるもの」という理解であった。現実の6月2日及び3日のオペはこのような見方のできる中での「内角高めギリギリの直球」というようなものかもしれないが、結果として、市場の見方は「日銀はやはり何とかして目標引き下げを進めていきたいと思っている。今回の「なお書き」はそのための地均しである。日銀は本音と建前を上手く使い分けた」と受止める向きが多いように思う。私自身としては今のディレクティブは裁量

権が広過ぎると感じており、できれば「なお書き」の発動要件や市場機能というものが何を指すのか、何を根拠に判断していくのか、について具体的に明確にすべきではないかというふうに考えているが、現実問題に立ち返ると、今回の決定が透明性向上の点からやや問題を残すとは言え、一応既に市場で消化されてしまっていることから、現時点での現実的な判断としては、今回の会合でこの部分の明確化とか解釈を加えるといったことは避けるべきだろうというのが結論である。

今後の問題としては二つあり、一つは既に総裁が記者会見で何度も言っておられるが、今回の「なお書き」対応や結果としての下限割れが、今後の段階的な目標引き下げの第一歩となるものでは決してないこと、あるいは引き下げ論との妥協ではないということを十分に市場に重ねて説明すること。それから二番目としては、今後の資金不足期において、6月2日、3日において示されたオペスタンスを市場機能を口実としてさらに後退させるようなことのないよう、政策としての一貫性と言行一致の姿勢をオペの行動で示していくこと、の二点が重要であると思っている。

勿論、今後の大手銀行の合併や金融システムのさらなる安定化が進むにつれて、いずれにせよ当座預金目標が達成できなくなる時点がくることは否定できない。札割れが常態化することは、ある意味では市場が受止め得る最大限の流動性供給を行うという量的緩和の本質そのものであり、総裁が言われたようにとことんオペの努力をしたうえでその状態が維持される限りにおいて、例え結果として当座預金残高が落ちても引締めには当たらないと思う。重要なことは単に市場の資金ニーズに受身でアコモデートするのではなく、量の供給圧力とコミットメントによってイールド・カーブを潰していくのが量的緩和のレジームの本質であって、宿命であると観念せざるを得ないのではないかと思う。いずれにせよ、今後の当座預金目標の引き下げは、それがやむを得ぬ選択と市場が理解するような客観情勢が生じない限り踏み切るべきではない。ただ、それが避けられぬ蓋然性は今後高まる方向にあり、その時期がくる前に、損なわれている市場機能とは何か、量的緩和の何が市場機能を毀損しているのか、何を理由として引



き下げの必然性を市場に説明するのか、すなわち、副作用が強いから引き下げるのか、市場機能回復のために引き下げるのか、実体経済が良くなったから引き下げるのか、量的緩和の出口プロセスの安定化のために引き下げるのか、目標の引き下げが引締めと受止められぬための条件は何か、など十分に議論して理論武装をしたうえで引き下げに臨むべきだろうと思っている。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

まず、6月初の大幅資金不足局面での金融調節について、「なお書き」適用は2日間であったが、「なお書き」適用に際し、市場の反応はほとんどなかった。このことは、私共の政策意図を市場が正確に理解してくれたことの証左であると思う。当座預金残高目標値の減額について、直接的な記述が掲載された昨年12月の決定会合の議事要旨が1月に公表されて以降、ターゲット・レンジの維持について様々な情報発信がなされた。そして、私も含め「ノイズ」と批判されたこともあったが、今回の「なお書き」の適用が極めて平静に市場に受け入れられたことに、多少肩の荷が下りた感じがしている。しかし、だからと言ってこのような情報発信の仕方が今後も望ましいとは必ずしも思っていない。「なお書き」を巡る情報発信によってボードメンバー間で意見がバラバラだとの印象を生じさせたことも否めないからである。今回の「なお書き」の修正については、金融機関の資金需要が極めて弱いと判断される場合には、当座預金残高が一時的に目標値を下回ることもあり得ることとしたものであり、福井総裁の記者会見の時のご発言を拝借すれば、この決定によって「何かを積み残しているとか、次に何かを予定しているということは一切ない」、「先行きについては全くオープン」というのが、前回決定会合時のボードメンバーの総意である。それにもかかわらず一部のボードメンバーより、今回の「なお書き」の修

正は、「金利の正常化に向けた第一歩」との公式発言があった。これは、政策決定の意図を正確に説明せずに間違った情報を市場等に発信しているだけにとどまらず、今後の私共の政策の自由度を奪う発言である。また、ボードメンバーで決定した事項について、賛成していないメンバーが賛成者の間であたかも意見が割れているように受止められるような勝手な解釈を披露するのは如何なものかと思う。勿論、賛成しているメンバーの間でも完全に思うところが一つであるとは限らない。それが委員会制度の難しいところでもある。ただ、先に申し上げた決定事項の基本線は合意しているはずであり、それをも否定するような情報発信は頂けない。なお、今回の「なお書き」の修正・適用までの経緯や世間の反応を踏まえ、私も含め、今回の反省を生かすのであれば、イグジットにおける自由度の確保のためにも、この先、イグジットまでの具体的なイメージ等について、個人的な発信は控えるべきではないかと思う。なぜならば、個々のメンバーが各々自らの具体的なイメージを発信した場合、メンバー間の具体的なイメージが異なった場合の市場の混乱、イメージ通りに進まなかった場合の混乱、等が考えられるからである。個人的な発言なら何でも許されるものではない。私としては、ボードでの合意事項を重視しつつ、ボードメンバーとしての見識と節度を持った発言を心掛けるようにしたいと思っている。

さて、今回の「なお書き」の適用については、市場参加者の反応はほとんどなかったものの、一部に「必要以上に量を供給しておいて、今更、金利機能の話を持ち出すのはおかしい」という指摘もあった。この指摘は、時間軸についての金利から得られる情報の重要性についての認識が欠けているように思う。時間軸の伸び縮みは、市場参加者の経済・物価情勢に対する見方で決定される。私共が時間軸に直接影響を及ぼすことができるのはコミットメントの設定の仕方であって、量の多少ではない。この市場が決定する時間軸を測るうえで必要なのが金利である。たとえ僅かであっても、市場の時間軸の変動に見合って金利が変化することが考えられるのだが、これを量の供給のために長めのオペ等で無理に低下させれば、自然な金利形成が阻害され、ひいては、市場が考えている時間軸を読み取るこ

とができなくなる。また金利が動かないということから、マーケットが想定する時間軸が実体経済の動きにかかわらず変化していないとの認識をもたらす可能性もある。つまり、時間軸の伸び縮みについての市場との対話の重要なツールを失うことになる。2006年度に掛けてイグジットを迎える可能性が徐々に高まると想定している今日、市場がイグジットまでの期間をどのようにみているかとか、我々との見方にどのような違いがあるのか、といったことをチェックする必要がますます高まっている。両者の間にギャップがあるままイグジットを迎えると、その調整コストはより大きくならざるを得ない。従って、僅かであってもオペを長期化せず市場機能を回復させることは重要であって、オペで金利をつぶして金利の情報発信機能を阻害し続けることは、大きな問題だと考えている。

なお、「なお書き」が発動されない場合の当座預金残高は、あくまで33兆円を目指してスタートするものの、自然体でオペによる結果を受入れるべきだと考えている。その結果、日銀当預が30～35兆円程度の範囲に入っていれば良いということである。つまり、無理に33兆円に着地するようにしなくても良いと思う。実際、昨年が残高目標の引き上げ以降、積み期間の平均残高を見れば32兆円に近い時もあった。33兆円への着地にこだわれば、オペを打つに当たって市場に足許を見られかねない。オペを打つ側は、結局は残高維持のためにオペを打たざるを得ないといった市場に足許を見られるような予測のしやすいオペではなく、期間や頻度等オペ種類毎に秩序だっているという意味での予測のしやすいオペを行って頂ければと思う。そうすれば、結果として当預残高目標を割り込んでも、現場の裁量で自作自演したとの批判を避けることができるのではないだろうか。

最後に、次回の金融政策決定会合までの金融市場調節方針であるが、資金需要の弱さ及び先行きの資金需給を睨めば、前回修正した「なお書き」を継続した現状維持で良いと考えている。以上である。

福井議長

皆様のご意見、一当り拝聴した。今の前段で議論した経済・物価情勢

の現状及び先行きの判断を踏まえて考えると、多数意見は現状維持。「30～35兆円程度」という流動性の供給ターゲットのもとで円滑な金融調節をやっていく。「なお書き」については前回の文言通りこれを加えて引き続き運営していくというふうなことであったと思う。前回の政策決定会合での決定事項を受けた後の市場の推移、それから日本銀行によるオペレーション、それに対する市場及び内外の受止められ方ということについても多くの委員からコメントを頂戴した訳であるが、総じて言えば、短期金融市場、債券市場を始め、金融市場では極めて落ち着いた取引が行われたということは事実であり、金利水準も安定して推移したということではないかと思う。「なお書き」のもとでの下限割れの意味について、市場の中でのボイスを一つ一つ取り上げると様々な意見があるということは確かであるが、市場の反応が極めて平静であり、金利の形成にディストーションが生じなかったという事実は、やはり政策運営当事者である我々としては重視しながら判断していった良いのではないか、取り敢えずそういうふうには思っている。そういう意味では、金融市場局におけるオペの運営も適切であったというふうに判断できるのではないか。これは私自身はそういうふうには思っている。なお、市場機能への影響については、私は常に注意深く市場機能への過度の悪影響というものが本当にあって良いのか、という問い掛けをしながら発言をしたり会話をしたりしている訳である。量的緩和政策そのものは、相当程度市場機能を犠牲にしながら、しかし、目的を達成していくと、そういう本質的にコンフリクトを含んだ政策手段だと言う事は共通の理解になっていると思うが、その市場機能への悪影響の度合いというのは、その時々を経済情勢、そして金融の状況、その変化の仕方によって判断基準が相対的に変わってくるということが非常に重要な点で、そここのところを無視しているとターゲットそのものがいつのまにか知らぬうちに自己目的化する。そこをやはり避けながら判断していくというのが、当初の出発点以降ずっと持ち続けている重要な判断基準ではなかったかと思う。そういう意味では、市場機能に過度の悪影響が及ばないように配慮しながらも、しかし、あくまでとことんオペを実施し、金融緩和の目

的を達成していくこととなり、どうしてもメッセージとしては分かりにくくなるが、常にオペレーションとそれに対する市場の反応を正しく受取りながらやっていく必要があるのかなというふうに思っている。「なお書き」の修正を受けて市場関係者の一部には当座預金ターゲットのさらなる減額ないしは量的緩和政策からのイグジットに向けた追加策が当初から想定されているのではないかというふうな見方を時々やはり聞く。こういう状況になっているが、この点は政策委員会での総意は、前回の記者会見で申し上げたとおり、「何か積み残しがある訳ではない、何かを予定している訳ではない、新しいことは常にその時々々の政策決定会合で全ての情勢を点検したうえで決めていくのだ、そういう意味でオープンだ」。こういうふうに申し上げていて、そういう言い方で良ければ今後ともそれで統一して申し上げていくし、その点については政策委員会メンバー全ての総意によるものだというふうに改めて確認をさせて頂きたいと思っている。なかなか「なお書き」そのものは文章であるので、どうしても色々な解釈を許す余地があるし、またそれを意図的に解釈しようとする人達が当然出てくる訳なので、やはりオペの適切性、結果として市場がどういう反応を示すかということを中心に我々は見定めながら今後とも運営していく必要があるだろうと思っている。なお、今日お二方から量の削減について提案があった。また後から採決に附したいと思っているが、この先の変化の中でこうした少数意見についても十分考慮の対象に入れながら意思決定プロセスを活性化させていければというふうに思っている。引き続きご議論頂きたいと思うが、一番本質的な議論は水野委員と岩田副総裁との間であった、量の削減というのは時間軸を短くすることになるのかならないのか、そこのところである。

#### 水野委員

宜しいか。時間軸効果というよりも、今、長期金利が安定しているのは、量の効果というのが今マーケットの常識になっている。これは短期を潰しているから、イールド・カーブが立っており、2年物までのイールド・カー

ブが潰ればそれよりも長いところの金利も下がるであろうという話である。時間軸効果というのは期待に働き掛けるというが、市場参加者は5年もの間期待に働き掛けられたら自らの判断ができなくなってしまうと言われている。そういう意味では、市場参加者からは、時間軸効果というのは我々はファンダメンタルズを見ながら考えるから、中央銀行の方は気にしないで欲しいなどとよく言われる。しかし、量の効果自体は絶大であるため、ファンダメンタルズを見て債券を売っても結局それは否定されてしまうことになり、市場機能という言い方よりもその金融機関が収益チャンスを探して真面目に努力して収益を上げようと思っても、その努力が無駄になってしまうということが起きていると最近よく言われている。時間軸効果というものは時代とともに変わってきている。2003年に3条件を打出した時に私はマーケット側にいたのだが、経験したことは、時間軸効果は効いているのかとか量的緩和の量が足りないのかというマーケットが必要とするメッセージを日銀からマーケットに伝えて欲しいということである。今回私が言いたかったのは量的緩和政策の本質とは、ゼロ金利政策だということである。それと当預残高目標を下げてゼロ金利政策は変えないということである。今ベストな政策が何かというとゼロ金利政策であると思っていて、多分、福間委員もゼロ金利政策は維持することを念頭に置いておられるのではないかと。量の議論について中で色々議論したことは無駄にはなっていないと、出口論とは別に理解が進んできたと感じている。いわゆる現実的な対応と政策の転換というか量的緩和の本質的な枠組みを変えることは別の議論で、後者はあくまでも3条件が揃ってからだという合意を得ているのではないかなと思う。私は量的緩和を継続するためにどうしたら良いかという文脈の中で言っている訳である。前も金融懇談会で言ったが、私は今何をやるべきかと言えばゼロ金利政策であると考えている。ゼロ金利政策が最低限なのだが、量によってマーケットが決済リスクを考えなくて良い、あるいはファンディング・コストに関して格付けが良いとか悪いとかを考えなくても良いという意味では一定の効果があるので、この枠組みは維持していけば良いと思う。ただ、先程岩田副総

裁の話聞いていて思ったのは、量の波及効果のメカニズムが描けていないというか、これから効果が出てくるのではないかということかもしれないが、ベースマネー、マネーサプライ、実体経済の波及メカニズムがはっきり言えないと量の効果と言われてもエコノミスト的な表現ではあるが、ピンとこない。むしろコミットメントの強化によって一定の効果があったという点は全く同じなのだが、先程、福間委員が言われたように量の削減ということと、量的緩和の枠組みの堅持ということを分けて議論できるのであれば、量の波及効果については量を異常に出していることが景気にプラスであり、それを削減すると景気にマイナスであるということは、そこまでは言えないのではないかと理解している。

#### 福井議長

福間委員のご提案と水野委員のご提案と数字が違うのだが、より本質的にどこか違うかということ、私の受取り方では福間委員のご提案は言ってみれば金融市場の実態の変化、具体的に言うと流動性需要の後退に受身に対応するという事。水野委員の話にはその部分も入っていたが、将来に向ってのファーストステップ、あるいは市場機能は残高を下げないと回復しないので、市場機能をナーチャーしていくために、より前向きに下げていくというふうなニュアンスが福間委員との対比では何か強く出ている。時間軸効果という点では、福間委員の場合は時間軸効果を保全する。一方、ファーストステップである、あるいは市場機能回復のために積極的に下げるといって、やはり時間軸効果を短くすることになるのか、ならないのか。そこにこのご両者の提案の差があるのか、ないのかというふうなことかと思う。

#### 福間委員

要するに若さの違いかもしれない。私はやはり市場と一緒にいきたい。今はまだ、ちょっとギャップがある。だから、積み残しがあっても強引に進むやり方もある。勿論、実態を無視した供給というのは、繰り返しにな

るが結局は市場機能を潰してしまうし、それは避けたい。要するに、強引に進むのはどうかと思っている。いつかも言ったが、マーケットが我々が登ってきた階段をその反対側で降りていくのだという具合に感じてくれれば、それが一番良い。我々は30~35兆円の前は27~32兆円だった。その前は25~30兆円であった。そういうことを今予定している訳ではない。客観情勢の裏付けがあれば徐々に移って行くのだなということが実績をもって分かる。予定調和ではなく。そちらを私は志向している。私がもう少し若ければ水野委員と同じようなことを言ったと思う。ただ、私もマーケットの隅にいる時間が長くなると、まあまあ相場をリードすることも必要であるが、やはり最終的に勝たなくてはいけないから。そういうことの違いだと思う。

#### 須田委員

質問して宜しいか、水野委員。ゼロ金利政策が今一番望ましいとおっしゃったが、その際のゼロ金利はどの程度のゼロ金利を想定されているのか。昔からよく植田前委員がおっしゃっていたのだが、時間軸効果があるのならば、完全なゼロ金利の方が量よりも強力な時間軸効果を持つと思う。だが、水野委員のおっしゃるように市場メカニズムを活かそうとするのであれば、勿論オーバーナイトはゼロ金利を想定されているのであろうが、その他は時間軸がないということで初めて実現するのではないか。

#### 水野委員

いや、ないのではなくて、時間軸がファンダメンタルズに見合ったものになるということである。須田委員のコメントを聞いていて意外と近いのではないかと思ったのだが、マーケットから情報を読み取れる程度のイーールド・カーブの形状は必要かなと思っている。取引コストもある訳だから、全くゼロというのは金融機関としては経営上成り立たないはずである。従って、景気が良くなってくるとタイムストラクチャー的な金利については、イーールド・カーブが普通立っている。我々の景気判断が正しいのであ



れば、イールド・カーブが立っているような状況にならなければいけない。もし、その判断が間違っていたら、マーケットは今の状況みたいになってしまうが、今はマーケットが寝ているのは我々の量のサプライが原因であるのかは分からない点が第一の問題かなと思っている。それで直接答えていなかったが、ゼロ金利政策には多分戻れない。なぜかと言うとゼロ金利政策のスタート自体が全然ストラクチャーが違うので。ただ事実上のゼロ金利政策みたいな状況は変えない。オーバーナイト金利の誘導も変えない。でも、ターム物はある程度上がる。その時間軸効果については日銀もCPIでコミットするが、マーケットがそのCPIのコミットメントについてどう思うかは、マーケットが景気をどう判断するかの部分もあるのではないか。

#### 須田委員

結果的なゼロ金利ということであって、意図したものとして、ディレクティブで金利をゼロにするのではなく、それはやはり量でもってゼロ金利にするということをおっしゃったのか。

#### 水野委員

いや、量ではなくて基本的にはロンバートの0.1%というのをちゃんと効かせながら、オーバーナイト金利のゼロだけ確保する。その先の金利は、マーケットが日本銀行のメッセージとマーケットの景況感、金利観と両方のせめぎ合いで決まってくる状況が理想ではないかと思う。

#### 須田委員

時間軸効果があるのであれば、これから少なくとも何か月間はコミットメントを満たさないという場合、その期間は完全にゼロになるのではないか。

## 水野委員

でも、先程言ったように取引コストがあるから全くゼロということではない。3か月と6か月と取引コストが同じならば良いのだが、金融機関にはリスクがあるから本来それは違う。

## 武藤副総裁

水野委員と福間委員の違いは、ニュアンスの違いというより、もう少し色々あるように思うのだが、私の理解が間違っているかどうかを水野委員に確認したい。水野委員が言っておられることを伺っていると、量的緩和の変更プロセスには時間が掛かるというようなことをおっしゃりながら、今回量を下げると言われている。それがどのように結び付いているかよく分からないのだが、福間委員はそれはおっしゃらないように私には聞こえる。そうすると、外の人が最も重点を置いて聞くのはそこではなかろうか。要するに、正式なイグジットではないと言いながら、実際には、イグジットしようとしているのではないかとみる人と、イグジットと関係なく量を調節する余地があるのだとみる人とをどのように分けるかということが、我々にとっては非常に重要なことだと思う。従って、この点について、水野委員の言われることが、どういうことなのか。それから私はよく理解できなかったのだが、景気動向とリンクさせて量的緩和を変更していくのはなかなか難しいというようなことをおっしゃったが、その意味を確認したい。

## 水野委員

時間軸効果については市場参加者は期間で区切って、そして我々はその条件で区切っている。須田委員は多分条件で区切った方がフェアだと思われると思うが、Fedの例を見ると、Fedは期間で区切って結果的に成功した。これはラッキーだった面もある。Fedは、過度な金融緩和の状態を調整をしているという言い方をしているのだが、我々に対しても露骨

に金利を上げながら、金融引締めではないとか言っている訳である。だから、我々も政策効果の解釈についてはある程度幅を持たせてあげても良いのではないかという気がする。それから私自身は、まず景気の判断が皆さんの大勢見通しよりも強めにみている。だから少なくとも景気の底割れは考えていない。ただ、さらに強くなるかというとなかなか難しいなという感じである。私は3条件の最初の条件は意外と早く達成する可能性があると思っている。ただ、それでも十分でないという説明の際には景気の議論をしなければいけない訳だが、景気は先程の下にも上にも行かない状況というのを西村委員が言われているが、私も全く同じようなイメージを持っている。人によって景気が良い悪いと言う見方が分かれている。3条件の三番目の条件が、非常にこれまた判断が難しい。実は私はここであまり議論したくないのだが、量的緩和解除の3条件というのは物凄く曖昧である。だから強いコミットメントでありながら、敢えて曖昧さを残しているところに、中央銀行のインテリジェンスを感じる訳である。そこについては日銀が出したメッセージに対して市場がどういうふうに考えるか、「なお書き」も前回修正したが、その解釈について幅があって良いのではないか、そういうふうに考えている。やはりストラテジックに色々進めていかななくては行かないとFedなどを見ていると思っている、やはり政策に機動力がないということが私は一番問題であると考えている。景気の判断が大きく変わった時に——あまりないとは思いますが——、あるいは物価の判断が変わった時に、また、金利を上げようと思った時にどうすれば良いか。当預残高 30兆円を落とす訳であるから、もし金利を上げようとするとう債券市場は暴落するのではないかと思う。そこを考えていくと、当預残高目標を上げる時に意味があったのだが、下げる時はその意味を少し弾力的に解釈して下げていっても良いのではないかという話である。

武藤副総裁

その3条件について弾力的というのはどういう意味か。

水野委員

3条件でなくて、その当預残高の水準値。

武藤副総裁

水準についてか。3条件は3条件として尊重するということが良いのか。

水野委員

然り。ただ3条件は尊重するのだが、三番目の判断に実は幅がある。総合判断というところに。

武藤副総裁

三番目には幅があるのだが、一番目と二番目にはあまり幅はない。

水野委員

一番目にもあるのではないか。0.1%、0.2%なら良いかどうかという幅がある。

武藤副総裁

いや、要するに私の言っているのはゼロ以上であれば勿論幅がある。ゼロ以下という幅はない。

水野委員

それはない。

武藤副総裁

要するに、一条件、二条件はそういうことであるな。

水野委員

然り。

武藤副総裁

そうすると現状、今のような議論をされることについては、どういうふうに考えたら良いのか。

水野委員

それは量的緩和政策のもとで今 30~35 兆円の当預残高を維持することのメリットとデメリットを考えた場合に、段々デメリットの方が大きくなってきたかなという話で、枠組みは堅持ということは私は全然変えていない訳である。

武藤副総裁

しかし、その枠組みを限りなく変更するという事にならないか。

水野委員

それは金利ターゲットに変えるのではないから。

武藤副総裁

いや、量的緩和の継続についての3条件をかなり弾力的に解釈していくということを提案していることにならないか。守るということとは両立しないのではないか。

水野委員

そうではない。

武藤副総裁

するのか。

## 水野委員

私は、先程福間委員の意見を聞いて、我が意を得たりという感じだったのだが、当預残高目標の引き下げと量的緩和の解除をしっかりと分けて考えるようになってきたなという感じがする。今欲しいのはゼロ金利である。多分金融機関は「私はもういい」という状況である。3条件は、枠組みにコミットしているが、その量の額についてまでコミットした訳ではない。当預残高目標を30～35兆円に上げたのには理由があった。でも、30～35兆円を維持するだけの理由があるのかどうかということをごここで議論した方が良いのではないのかという感じがする。

## 武藤副総裁

ゼロ金利と量的緩和はやはり別物だと一般に理解されていると思う。量的緩和政策というのは明らかにゼロ金利よりはさらに一步踏み出したものであって、その効果については色々議論があるのだが、まだ結論が出ていない。少なくとも意味がないという結論にはなっていないと思う。そうであるから量的緩和政策を3条件とリンクさせて、維持しようとしている時に、確かに30～35兆円という数字とは必ずしも同義ではないということは、おっしゃるとおりだが、その辺りを先のステップと一緒に議論すると限りなく混乱するというか、そこに問題があるのではないかという気がする。

## 福井議長

やはり、概念整理はもう繰り返し皆でコンファームする必要があるのだが、量的緩和ということとゼロ金利政策はやはり違うという概念で今きている。量的緩和というのは、その構成要素は少なくとも所要準備額をかなり大きく上回る流動性を供給し続け、かつこれをCPIが安定的に0%以上になるまで続けるというコミットメント。この組合せである。ここに一步でも入ったら、これは枠組みの修正になる。その枠組みは修正しないが、

具体的なナンバーである30兆とか35兆とかいう数字を修正するということ自身は、概念的には枠組みの修正にはまだ踏み込まない。一応こういうふうに整理した訳であるが、だが、その数字を修正するというのは相当慎重にやらないと、そのこと自身、我々は時間軸を短くするつもりはないということでも、下手をすると「そうなるよ」というのが岩田副総裁の意見。だから、このところは情勢判断との組合せで凄く慎重な判断が要る、そういう構成になっているのではないか。

#### 水野委員

先程私が言ったのは長期金利がなぜ下がっているかと言うと、貸出が伸びないという状況と量の絶大な効果によるものである。私が問題意識を持っているのは、知的退廃がマーケットで起きているという感じがするのである。かつて債券ストラテジスト業務をやっていたのでまさに思うのだが、真面目に景気を見ていると相場の予想が当たらないと感ずることが多くて、この感触というのはあまり健全ではないなと思う。

#### 福間委員

長期金利については、グリーンSPAN議長が言うとおりでと思う。日本についても先程も言ったように、やはり景気の実態を反映したのが長期金利で、ファンダメンタルズで決まるのであって、量的緩和をやったから長期金利が落ちたのだと言うのは半分は当たっているかもしれないが、決してそれをもって長期金利の水準が決まるというものではない。やはりインフレ期待と言うか色々な期待でもって長期金利というのは決まる訳である。もう一つ長期金利の決定要因としては、先程のグローバルの問題がある。我々がマーケットで見ると大体歴史的にみると日米の長期金利の差は3%前後とこういう具合にみている訳である。であるから、今の日本の長期金利が特に低いとも思っていない。そのようなものだろうなど。であるからそれが量的緩和政策の結果そうなっているというふうにはみていないのである。むしろそうではなくて、展望レポートで出したようにや

はり経済の実態が、要するにデフレから脱するのにもう少し時間が掛かる。もう一つは経済成長も潜在成長力の近くを少し上回っている位、あるいはその線上というようなところだから、こういうところを歩いているというように少なくともマーケットのプレーヤーは見ながらやっている。量的緩和というのはこれは短期金利のところを中心に見る場合にみている訳で、そんなに何と言おうか、量的緩和を採ったから長期金利が低くなるというのは、全くないとは言わないが、やはり主たる要因ではない。

福井議長

長期金利までそんなに強い影響はない。

福間委員

残念ながら。

福井議長

オーバーナイトだけではなくて、やや長めの金利にまで抑止力が多少ある。

福間委員

おっしゃるとおりである。

水野委員

今言われたことを日本銀行の嫌な苦い思い出ということで絡めてお話しすると、ゼロ金利解除をした2000年8月は、私はこれは間違えたというより遅かったと思っているのだが、マーケットはあれを間違いと解釈したため、金融緩和を織り込んで長期金利が下がっていった。中央銀行が判断を間違ったとマーケットが思った時が一番の収益チャンスなのである。であるからECBが今高い金利を維持しているが、市場は無理があると思うから、ヨーロッパの金利がグッと下がってきている訳である。私はマー



ケットをもっと信用してあげた方が良いような気がするのである。当預残高目標を下げた時にもし相場が動いた場合には量的緩和の枠組みを堅持するという気持ちに些かも変わりはないと総裁がピシッと言えばそこで締まるのだと思う。後はオペが問題になる。オペの期間もその意味であまり長くするのではなくて、ある程度現実的にやっておかないといざという時に資金供給ができないことになる。オペを目一杯やっていて、それで債券相場が何らかの理由で我々の政策と全く関係ないところで動いた時にオペを打っても、オペが効かないという状況というのは、金融政策の機動力がないことを意味するという気がする。

#### 須田委員

私は長期金利というのは期待成長率、期待インフレ率、それからリスク・プレミアムによって決まると思っている。リスク・プレミアムに対しては量の効果があるかもしれないが、これまでの実証分析によるところでは量の効果はないという結果が出ている。そういう中で、先程から量を出していることが長期金利に凄く大きな効果を持ってきたのだとそこまでおっしゃっていることが私には理解できない。

#### 水野委員

この1年～2年位のマーケットは、そうである。2003年中は長期金利が0.4%まで低下した後、マーケットは反省して長期金利は戻ったが、その後再び長期金利が下がった理由というのはやはり量の効果が大きかったような気がする。なぜかと言うと市場参加者が、期待に働き掛けている人と5年間も同じような期待を持って働くとは考えられない。中央銀行が今もし長期金利が時間軸効果によって下がっていると思うならマーケットは5年間何も無い状態が続き、前半は終わってまだ後半4年が残っているというふうに解釈していないとそうはならない訳であるが、それは我々の展望レポートで出したメッセージと少し違う訳である。

福井議長

それは、我々のアクションと我々の示す情勢判断と市場の持つ情勢判断とが一致していたということではないのか。

水野委員

それもあるかもしれない。時間軸効果で金利が下がっていると言っても時間とともに段々薄れてきているのかという気がしていて、今少なくともTB6 か月、1年物を見てこれは量の効果ではなくて何の効果かという気がする。実際オペが入らない訳であるから。

中原委員

水野委員がおっしゃる金融政策の機動性と言うのは、資金を供給したい時にできなくなるという意味だと思うが、私は資金を供給しなければならぬようなショックが起きれば、その時は可能であると思っており、あまり心配していない。ただ、量的緩和の枠組みとは何を指すのか、その残高の部分も含めて枠組みなのか、という先程の議論について、総裁から、残高の変更は枠組みの変更にあたらないとのご発言があったと思うが、量的緩和というものは、そもそもスタートの時には、量の一定目標を維持しつつ、そのもとで金利が自由に動くのは構わないという、ボルカーが行った政策のイメージが若干あった。しかしながら、その後のデフレが進行する過程で、結果として、ゼロ金利+量というのが完全に定着したということがある。それからもう一つは、残高目標が6兆円から30何兆円に度重ねて増やされてきた時に、勿論「金融システムの安定のため」という枕言葉は付いていたとは言え、デフレ・スパイラルに陥るのを防ぎ、实体经济を支持するというスタンスが基本的にあった訳である。従って、残高目標を引き下げるとすると、その論理をどう説明していくのかということが一番難しいように思う。ただ現実には先程申し上げたとおり、本当に札割れが続出して応札倍率が1割、2割となるような傾向が、これはもう既に出始めていると言えるが、今後も続いてくれば、一定の段階で量的緩和の限界

にきているということができるとはではないか。ゼロ金利に限界があるように、量的緩和にも限界があるということは当然のことであり、相対的な問題だと思う。その時に、こうした事実をきちんとマーケットに説明していけば、先程申し上げた量を増やすことが追加緩和であるという説明を崩さずに、量を減らしていくことが可能ではないかと思っている。非常に肌理の細かな市場との対話が必要だと思っている。

福井議長

中原委員は前回から一貫してそういうご主張である。これは、私が「とことんオペをやったうえで」と言っていることとそんなに違いはないのだが、「とことんやっているうちに自己目的化してしまった」というところにはいかなないようにし、金融調節の本当の匠の技という部分はどうしても残さないといけない。やはりある瞬間でも調節が死に体になるというのは良くないのではないかということがある。

水野委員

需要を先食いすることになる。

福井議長

然り。このところはなかなか難しいのだが、引き続きその難しさを避けないで正面から向って今後とも対応していかなければならないというふうに思う。それでは政府の方からご意見を頂戴したいと思う。

上田財務副大臣

我が国経済の現状を見てみると、大局的に見れば景気は回復局面にあり、弱さを脱する動きも見られるが、デフレは依然として継続していると考えている。また、高騰を続ける原油価格が経済に与える影響についてもその動向を注視していく必要がある。このような経済状況のもと、民間需要主導の景気回復を持続的なものとするとともに、デフレから脱却することは、

政府・日銀が一体となって取り組むべき重要課題であり、その達成のために、最大限の努力を行わなければならない状況に変わりはないと考えている。従って、デフレが継続する現下の経済情勢においては、現在の政策内容が継続されることが適切であると考えている。日銀におかれては、デフレ克服に向け、現状の量的緩和政策を堅持する姿勢に変更がないことを、引き続き明確に示して頂きたいと考えている。また、前回会合においては、技術的な観点から「なお書き」を付記することが決定されたが、これについてもその趣旨に沿った適切な運用を図って頂きたいと考えている。以上である。

福井議長

内閣府から願います。

藤岡内閣府大臣官房審議官

景気の現状については、本日の月例経済報告で報告をするが、弱さを脱する動きが見られ、緩やかに回復している。一昨日、13日に公表した平成17年1～3月期の2次QEでも大局的には緩やかな回復局面にあることが裏付けられたが、GDPデフレーターは前年比マイナスが続いているなど、依然としてデフレ状況にある。政府は現在、経済財政諮問会議において「基本方針2005」の取り纏めを行っているが、「改革と展望2004年度改訂」で平成18年度以降の名目成長率2%程度、あるいはそれ以上の成長経路を辿ると見込んだことも念頭に置き、経済活力と財政健全化を両立させつつ、民間需要・雇用の拡大に力点を置いて、構造改革を加速・拡大し、デフレからの脱却を確固たるものにするところである。日本銀行におかれては、実体経済が大局的には緩やかに回復している一方、デフレ克服には結果としてマネーサプライが増加することが不可欠であることから、政府のデフレ脱却への取組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、市場の動向や期待を踏まえつつ、実効性のある金融政策運営を行って頂くよう期待する。以上である。

福井議長

委員方から政府のご意見に対してコメントがあればどうぞ。宜しいか。それでは市場調節方針の議案の取り纏め及び採決に移りたいと思う。議長としては皆様方の多数意見を踏まえ、金融市場調節方針については現状維持。前回の「なお書き」を付けた形での現状維持という議案の提出をしたいと思うが、今日の議論の雰囲気からいくと福間委員と水野委員から別途のご提案がありそうである。それで宜しいか。それでは議案の用意をお願いしたい。

[事務局より議案配付]

3枚行き届いているか。それでは福間委員案から読み上げて頂けるか。

内田企画局企画役

それでは福間委員案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。日本銀行当座預金残高が27～32兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。

続いて水野委員案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。日本銀行当座預金残高が25～30兆円程度となるよう金融市場調節を行う。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」。

続いて議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。日本銀行当座預金残高が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。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。以上。」。別添、公表文である。「2005年6月15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。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。以上。」。

福井議長

それでは採決に移るので申し訳ないが。

[政府からの出席者退室]

それでは福間委員案から採決をする。

[福間委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福間委員

反対：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員  
水野審議委員  
西村審議委員

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 1、反対 8。反対多数である。

福井議長

今お聞き及びのとおり本案は否決になった。続いて水野委員案をお願いする。

[水野委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：水野審議委員

反対：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

西村審議委員

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 1、反対 8。反対多数である。

福井議長

今お聞き及びの票数で否決となった。それでは議長案をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

西村審議委員

反対：福間審議委員

水野審議委員

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 7、反対 2。賛成多数である。反対は水野委員と福間委員である。

福井議長

それでは賛成多数で可決をさせて頂いた。少数意見については、既にご意見をお述べになったと思うが、さらに追加的にあったらどうぞ。宜しいか。

水野委員

では一言だけ。前回の金融政策決定会合以降、TB 1年物の買切オペが



札割れとなるなど、資金需要の減退がさらに顕著になってきた。現状の当  
預残高目標を引き下げることが現実的であると判断したところである。

福井議長

それでは、白川理事と中曾金融市場局長におかれては、今決められたと  
おりの方針に則って調節の方を宜しく願います。政府の方を願います。

[政府からの出席者入室]

恐縮であった。議長案のとおり可決をされた。宜しく願います。

## VI. 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の決定に移りたいと思う。先程、執  
行部の方から冒頭にご説明のあった基本的見解、この文章についてこれま  
での議論等を踏まえて如何か。ご意見を伺いたいと思う。

水野委員

早川調査統計局長に質問であるが、最初の部分で「IT関連分野におけ  
る調整の動きを伴いつつも」というところが、どういう状況になったら取  
れるのか。

早川調査統計局長

それはまず第一に、IT関連分野における調整の動きということと、全  
体の判断になるので、一つは勿論いつもご説明しているように、例えば、  
例の電子部品・デバイスのところが45度線で見ても、45度線を越えたなど  
という感じが出てくるというのは一つの条件だと思うが、これをふっと取っ  
てしまうとやはり多分それで踊り場脱却というイメージになると思うの  
で、昨日も申し上げたように、他の要件も含めて総合判断の中で考えるし

かないと思う。

水野委員

現状維持というメッセージを送りたいということか。

早川調査統計局長

今回は少なくとも輸出も増えていないし、それからIT関連も少なくとも数字のうえでは一服しているので、今回はこのままで行きたいということである。

水野委員

分かった。

福井議長

他に如何か。宜しいか。それではこれも決定案件である。

[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

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

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

基本的見解は全員一致で可決をさせて頂いた。この基本的見解であるが、即日公表、具体的には本日の 15 時に公表の予定とさせて頂いている。なお、背景説明の方、分厚い方であるが、これは必要に応じ、執行部で修文を施したうえで 16 日木曜日 14 時に対外公表を予定している。

VII. 議事要旨の承認

福井議長

それでは次に議事要旨の承認に移りたいと思う。議事要旨、4 月 28 日開催分と 5 月 19 日及び 20 日両日開催分の 2 件である。お手許に配布させて頂いていて既にお読み頂いたかと思うが、特段ご異議はないか。宜しいか。それでは、これも採決に回したいと思う。

[金融政策決定会合議事要旨（4 月 28 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

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

[金融政策決定会合議事要旨（5月19・20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

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

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。4月28日分、それから5月19、20日分、いずれも賛成9、全員一致である。

福井議長

2件とも全員一致で可決をさせて頂いた。これらの議事要旨であるが、6月20日月曜日14時に対外公表を予定している。

VIII. 2005年7月～12月の金融政策決定会合の開催予定日等の承認  
福井議長

もう一つある。2005年7月から12月までの金融政策決定会合開催予定日の承認である。お手許の一番後ろに付いている。会合の開催日と金融経済月報、基本的見解の公表日、それから議事要旨の公表日、日にちが入っている。年内一杯の予定であるが、ご意見、ご異議等あるか。宜しいか。それでは、これも決定をさせて頂きたいと思う。

[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

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

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

全員一致で可決をさせて頂いた。本件であるが、本日の会合終了後、速やかに公表させて頂く。

## IX. 閉会

福井議長

以上で本日の議題は全て終了した。次回は7月12日、13日の両日の開催である。宜しく願います。なお、毎回申し上げているが、機密保持のことである。決定会合における議論の内容はご自身の発言も含めて厳に出席者限りの扱いということである。議事要旨と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、皆様方、厳正な機密管理をくれぐれも願います。以上で閉会とする。

(12時58分閉会)

以 上