

機 密

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2005年7月27日（9:00～11:33）

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 上田 勇 財務副大臣
内閣府 浜野 潤 政策統括官（経済財政運営担当）

（執行部からの報告者）

理事	平野英治
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画局長	山口廣秀
企画局企画役	内田真一
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局参事役	門間一夫
国際局長	堀井昭成

（事務局）

政策委員会室長	中山泰男
政策委員会室審議役	神津多可思
政策委員会室企画役	村上憲司
企画局企画役	神山一成
企画局企画役	正木一博

I. 開会

福井議長

宜しいか。それでは金融政策決定会合を開催する。

(9時00分開会)

今回は本日一日のセッションということになっている。宜しくお願ひ申し上げる。政府の方から財務省上田副大臣にお越し頂いた。内閣府は浜野政策統括官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願ひする。会合の中での発言は全て記録させて頂く。そのことを前提として発言頂きたいと思う。今日は最初に金融経済動向についての執行部の説明を伺う。続いて、経済情勢、それから政策運営等に関する討議、それから議案の取り纏め、採決、というような順番で移りたいと思う。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

それでは第一の議題、金融経済情勢についての執行部説明である。各説明毎に若干の質疑応答の時間を設けたいと思う。最初は、金融調節、金融・為替市場の動向について、白川理事と中曾金融市場局長からお願ひする。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

中曾金融市場局長

それではお手許の資料-1、2（追加）の図表1-1で、当座預金の動きから見ていく。日銀当座預金残高は、前回決定会合以降、7月下旬以降の不足期入りに伴って低めの水準で推移しており、国債発行日の20日であるとか、25日は、30兆円の前半まで低下している。この間の短期金融市場は極めて落ち着いた状況が続いている。続いて図表1-2、当座預金の主体別の保有状

況をご覧頂くと、都長銀が 14 兆円程度になっている。このうち約半分が統合を控えたメガバンク分である。彼等は、統合時には現在の水準よりもさらに高めの水準を保有すると言っている。ただ、このことは、システム面を含めて統合が円滑に完了した後は、予備的動機で保有していた当座預金を順次削減をしていくということを意味していると理解している。続いて図表 1-3、需給の方をご覧頂く。7 月の下旬に入って不足幅が急速に拡大してきていて、足許のところでは 9 兆円の不足となっている。この先であるが、29 日に国債の発行がある。それから 8 月に入って 3 日に税揚げがある。そこに至るまでの間、資金不足幅がさらに拡大していく見込みであって、7 月 20 日から 8 月 3 日までの累積的な不足幅を計算すると約 11 兆円となっている。こうした中でのオペの運営状況についてである。図表 1-4 をご覧頂く。今申し上げたような資金不足期を迎えていて、前回決定会合以降、オペの頻度を上げている。具体的には、手形オペについては、従来原則週 2 回のペースでオファーをしていたが、7 月 11 日の週から 2 倍の週 4 回のペースに引き上げている。ただ、全般に資金需要は一段と減衰をしていて、各種オペで札割れが常態化するばかりではなく、札の割れ方も深くなってきている。オペの種類毎にご覧頂くと、全店手形買入オペであるが、7 月 5 日オファー分からはタームを年度末越えにしてある。しかし、応札倍率は直ぐに低下を始めていて、15 日、20 日と札割れになっている。本店手形買入と国債買現先では札割れが連続していて止まらない。このうち本店手形買入オペについては、22 日のオファー分が、応札倍率が 0.1 倍、書いていないが応札先数は 2 先ということで、昨年秋以降の札割れの中では最も寂しいものになった。国債買現先オペも 25 日のオファー分が、応札倍率が 0.14 倍ということで極めて低くなっている。ただ、次回以降の国債買現先オペについては、9 月末越えとなっているほか、先程も申し上げたが、統合を控えたメガバンクの応札需要が見込めそうであるので、この需要に応じるため来週までに限ってはこのオペの本数を増やして実施しようと考えている。それから CP 買現先、短国買入、

こちらについてはCP市場、短国市場におけるできるだけ自然な金利形成に配慮する、そういった観点から、週一度のペースを崩していない。このうちCP買現先については、CPの発行は割合多くて適格玉がふんだんにあるので、札割れを回避できている。短国買入については、札割れは続いていたが凄いい割れ方ではないし、22日については札割れを回避できている。これについては、今月から実施している銘柄別の買入上限の引き下げがある程度奏功しているのではないかと考えている。図表1-6、(1)のグラフでお示しているように、今回の不足局面に対処するために、手形の買入オペのタームをじわじわと伸ばしてきている。全店の方については、直近のオファー分については期日は既にゴールデンウィークを越えている。それから本店買入についても昨日オファーした分からは年末越えとなっている。ただ応札結果を見ると、期間を延ばすことによる限界的な需要喚起効果は逡減してきていると判断ができると思う。以上のようなオペの運営状況と先程申し上げた資金需給見通しを前提とした場合に、当面の当座預金の水準がどのようになるかといった点であるが、まず月内では29日、国債の発行日であるが、ここは30兆円を若干下回ることにもなりそうである。その後、復元するにしても下限ギリギリであって、8月3日水曜日から5日の金曜日に掛けての3日間は恐らく下限を割り込むことになるのではないかとみている。それから、その翌週も2営業日程度はターゲットレンジへ復帰できない可能性が濃厚ではないかと思っている。その後も暫くは低空飛行が続くのだが、中旬に年金の払いがあるので、これを境に今度は逆に吸収オペを打たなくてはならない程、大きく資金需給が余剰方向へと転換する見通しである。調節関係は以上であって、続いて図表2-1、(2)の表以降で金融・為替市場の動きを簡単に見て行きたいと思う。(2)の表であるが、短国市場は過熱相場が続いている。特に、FBの3Mは100円入札がずっと続いていて、過熱相場が治まる気配が今のところない。続いて図表2-3、長期金利の推移のグラフであるが、長期金利については前回決定会合の時に短観の割にはどうも上昇ピッチが鈍い

と申し上げたが、市場参加者の景況感は依然先行きに確信を持ちきれない状況が続いているように見える。それでも10年債利回りは、一時は1.27%位までじわりと上昇はしてきたが、しかし少し上がると投資家の押し目買いが直ぐ入ってくるというような感じがしている。先週末には人民元が切上げられた影響で円高に振れたり、株が下落したので、10年債は一時1.23%まで逆に低下したのだが、今週に入ってからまた上昇してきており、足許1.26%ということで、ほぼ以前の水準まで戻してきている。あとは大きな変化はないので、続いて図表2-6、株式市場へ移らせて頂く。(1)の株価であるが、この間、円安であるとか米国株高に支えられて、ジリ高基調を辿ってきた。ただ、日経平均では11,800円位まで上がってくると、どうしても利益確定売りが嵩んできて、上値が重い展開という状況である。先週末、人民元が切上げられた後は、一時的に為替相場が円高になったので、株価は、自動車などの輸出関連銘柄を中心に下落している。ただ、やはり今週に入ってから再び元の基調に戻ってきていて、昨日の日経平均は再び11,700円台に乗せている。いずれにしても、株式市場、それから債券市場も人民元の切上げの影響というのは、今回は切上げ幅が小幅だったということもあって、軽微のうちに一巡していると言えると思う。図表2-7で主体別の売買動向をご覧頂く。海外投資家は、7月に入ってから3,000億円台の買い越しが続いているので、ある程度買いが戻ってきているような感じがしている。それから日本の株価を上昇させている業種は何かという点であるが、これは(2)寄与度のグラフを少しご覧頂くと、輸送用機器とか、その他電機などの寄与度が目立つ。これは恐らくこの間の円安であるとか、あるいはアメリカのIT株価の上昇が背景になっているというふうに考えられる。因みに、日本の企業であるが、今日以降今週末に掛けて、4~6月の決算発表がピークを迎えるので、株価はその内容にも左右されることになるかとみている。図表2-8 為替相場、ドル/円相場であるが、前回決定会合以降も基本的にはアメリカと日本との金利較差、あるいは景況感較差を背景に、どちらかと言うとドル

買いの流れの方が強かった。そうした中で、先週末に人民元が切上げられた訳であって、これを受けて〈参考〉の表にもあるように、円は一時的に 21 日に 110 円近くまで上昇している。ただ、この辺りまで円高ドル安になると、待ち構えていたように本邦の輸入企業のドル買い、輸入予約が出てきて、今度は 111 円台までドルが買い進まれている、円安になっているということである。さらに 26 日、昨日の海外時間には 112 円台にまで円安が進んでいて、円相場は人民元切上げ前の水準に戻っている。図表 2-11、IMMポジションをご覧頂くと、こちらは円のショート・ポジションが積み上がったままである。恐らくこれは、人民元切上げはまだ入っていないので、切上げられた後はこの一部がクローズはされていると思うが、まだ相当なショート・ポジションが残っているというふうに見られる。ここからみる限りは円の先安観が残存しているように見える。ところが(2)リスクリバーサルをご覧頂くと、足許では特に人民元切上げ後であるが、ドルのプット・オーバー幅が拡大をしており、こちらを見るとどうもドルの先安観、円の先高観が拡大しているようにも見える訳である。この一見するとやや矛盾しているような動きをどう解釈するかなのであるが、一つの視点は次の人民元の切上げの局面がいつなのかという点ではないかと思う。この点、図表 2-12 (1) のグラフをご覧頂くと、NDFレートに織り込まれた人民元引上げ率を見ると、1 か月物や 3 か月物は先週の切上げ後鎮静化に向っているのだが、1 年物はむしろここへきて上昇方向にある。従って、NDF市場には暫くの間は人民元の追加切上げはないが、1 年後位までには 5%位の切上げ、上昇があり得るという見方が織り込まれていることが分かると思う。こうしてみると、人民元問題が落ち着いている間、当面の半年位は、再び日米金利格差に基づくドル買い方向に流れが傾きがちになるのではないかというふうに予想をしている。フロー面から見てもドル買いをサポートする要素が幾つかある。一つは先程述べた輸入企業のドル買いというのがやや出遅れている。一方、輸出予約であるが、110 円台の滞空時間が割とこれまで長かったので、かなり進んでいる

ようであり、10～12月位まで着手しているようなことも聞いている。このためドル売りの玉が控えているというような感じではなさそうである。それから別の要因であるが、外貨建ての投信への投資資金の流入も相変わらず旺盛のようである。これも円安材料になる。さらに郵政民営化法に絡む政局というのは、特に外国人投資家には、円安材料として認識されているようである。以上のように、全体としては各市場とも人民元切上げというイベントを取り敢えずこなして、再び方向としてはマクロの景気指標であるとか、あるいは企業収益であるとか、そういったファンダメンタルズに目を向けた相場展開に各市場ともなっているとみている。私からは以上である。

福井議長

ご質問等あれば。

中原委員

かなり答え方が難しい質問となつてしまい申し訳ないと思うが、お答え願いたい。これまで大変な苦勞をされて当預残高目標を維持されていると思うが、7月末から8月に掛けては目標の下限をかなり割れることも覚悟せざるを得ない状況にあるとみている。足許の本店買手オペの札割れ具合をみても、もう既にオペは空回りしていると言っても良いと感じている。5月に「なお書き」を修正した際に、市場機能を極端に毀損することなく、一方で残高目標の維持に最大の努力を払うという趣旨で、金融市場局にボールを投げてしまった訳だが、その結果、金融市場局ではそのバランスを取ることに大変苦勞されているのではないかと思っている。6月の目標下限割れは2日間で済んだが、今回はより長くなるかもしれないと見込まれる中、金融市場局としては、オペの運営をどのような考えに基づいて行っていくつもりなのか。既に全店買手オペを来年のゴールデンウィーク明けまでのタームで実施してしまった訳であるが、ここまでタームを延ばしても札割れが起こりそうであ

るとも聞く。このタームをさらに一年まで延長することがどういう意味を持つのかといった判断も含めて少し意見を伺いたい。

中曾金融市場局長

まず、先程の説明の中でも多少盛り込んだが、CPとか短国、そういった短期市場周りのオペについて、CPなどをやれば入りそうではある。短国についても暫くは稼げるかもしれない。ただ、これをやると、さらに過熱相場を煽ってしまうという面もあるので、これは週1回というペースを崩さない、その辺に我々の市場機能への配慮というのが表われているというようにご理解頂ければと思う。それから、期間をどんどん長くしていくことについてはどうかということであるが、これは我々としては、なるべくこの先資金需給がどうなるかということも踏まえながら、運営をしたいと思っている。もう少し具体的に言うと、先程申し上げたように、8月になるとかなり大きく余剰方向へ振れる、さらにその先について言えば、統合絡みの当座預金の保有需要がなにがしかメガバンクによって見込まれるので、8月の頭を乗り切ると、ターゲット下限割れのリスク、あるいはその可能性が、多少は後退していく局面もあるので、その辺も眺めながら無理をあまりしないということも念頭に置きながらオペは運営していくという考えである。

中原委員

市場機能を極端に毀損しないという意味は、どちらかと言えば、民間のマーケットが存在するCPや現先、短国等で、巨額なオペを振り回すことによって、民間の価格形成を極端に歪めるようなことはしないということか。

中曾金融市場局長

然り。それから先のご質問の後段の部分のオペのタームについては、先にある程度資金余剰期が見えているのであれば、無理してその長期化をしてい

くこともなるべく抑えたい。長期化するにしても、そのペースというのは、その需給を踏まえたうえで考えていきたいと思う。

中原委員

資金需給にはある種の節目節目があるから、来年のゴールデンウィーク越えのオペを打った段階で、仮にタームをさらに1か月延ばしたオペを打ってみたところで、それが応札倍率を急速に改善させるといったことは有り得ないか。

中曾金融市場局

なかなか今の感じだとそこも難しいかもしれない。

福井議長

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

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

それでは決定会合資料-3（参考計表）というチャート集をご覧頂きたい。図表1-1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である。引き続き全般的にアメリカで景気拡大がバランス良く着実に進んでいる姿を示している。まず、5. 小売売上高は6月に前月比+1.7%、4~6月前期比+2.6%と堅調な増加となった。また、8. 住宅着工も高い水準を続けている。この間、貿易赤字は、10. 財・サービス貿易収支にあるように、5月に幾分減少している。また、少し均してみても赤字幅の拡大が止まってきた様相を示している。物価面では、6月は全体、コア、いずれで見ても落ち着いた動きとなっている。

図表 2-1 はユーロエリアの主要経済指標である。10. 鉱工業生産は底這いだが、これを含め全般的に停滞感が強い中で、7. 輸出、9. 輸入といったところに、このところ増加に転じた様子が窺われる。ユーロ安、それから航空機の計上といった影響で嵩上げされている面もある訳だが、実質面でも底入れしたかもしれない。この間、物価面はエネルギー価格を含めてみると前年比 2%程度、コアでは 1.5%前後を続けている。さらに図表 3-1、1. の表で中国の経済を見たいと思う。1. 実質 GDP は、第 2 四半期の前年比が 9.5%と引き続き高い成長を記録している。消費財小売売上、それから固定資産投資ともに高い伸びを続けている。7. 輸入に関して第 1 四半期に前期比減少した後、第 2 四半期には持ち直している。一方、6月の CPI 前年比は、+1.6%と一段と鈍化している。前年食料品が高騰したという裏が出ている。9. M2 だが、足許前年比は上がっているが、これは前年の裏が出たものであり風速は変化がない。さらに 2. (1) に目を転じると韓国の第 2 四半期の実質 GDP の欄があつて、この段階では空欄になっているが、昨日この分が発表されている。前期比年率で第 1 四半期 1.4%が 1.5%に上方修正されているが、それに続く数字が 5.0%である。カッコ内前年比が 3.3%という数字になっている。政府の財政支出の拡大などを受けて高成長となったものである。図表 3-2、(2-1) の輸出である。第 2 四半期の欄をザッとご覧頂くと、前回の決定会合でも報告したが、押し並べて増加を示している。その後、図表 3-3 でも他のアジアの経済に関して基調の変化を示す指標は見られない。アメリカの金融市場について、図表 4-1、(2) で長期金利をご覧頂くと、前回決定会合以降 4.2%近傍で上下した後、人民元の管理変動相場制への移行とそれに関するグリーンSPAN議長の発言を受けて一旦上昇している。グラフはそこで止まっているが、実は昨日消費者コンフィデンスが幾分弱めの数字だったということもあり、少しまた戻っていて 4.2%強のところまで戻している。図表 4-2、(1) で FF 先物から金融政策に関する市場の予想を見ると、8月、9月の FOMC で 25bp の利上げがなされるというのは、ともに市場でフルに

織り込まれているし、その後、11月の25bpの利上げ、これが実施されるとFFは4%に達する訳だが、その予想もかなりの程度織り込まれている。図表4-3、(1)にあるように株価は企業の好業績の発表などを背景に堅調な動きとなっている。図表5-1でヨーロッパの金融市場の動きを見ると、(2)の太線はドイツの長期金利だが、3.2%、3.3%で安定している。7月21日に人民元制度の変更が発表された。これに伴い一旦上昇したが、その後ロンドンのテロの再発を受けて、フライト・トゥ・クオリティの動きがあり、また水準を戻している。ECBの金融政策スタンスに関して図表5-2の(1)にある金利先物から窺うと、年内の利下げ予想というものが大きく後退している。一方、図表5-1、(1)でイギリスの3か月物金利の直近のところをご覧頂くとお分かりのとおり、BOEの利下げ予想がかなり強まっている。図表5-3、(1)はユーロエリアの株価だが、これも銀行株などの上昇を受けて全体に堅調な動きとなっている。最後にエマージングだが、先程、金融市場局長からもあったが、図表6-1をご覧頂くと、人民元の動きを受けて多くのアジア通貨が一旦2%程度ドルに対して強くなっているのだが、その後、このグラフを1日、2日延長するとまた幾らか水準を戻している。図表6-3、図表6-4をご覧頂きエマージング債の対米国債スプレッドだが、概ね安定している。それから図表6-5、株価の方は概ね堅調である。中でもITにリードされた韓国株の上昇、これは(1)にあるが、この堅調が目立っている。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

岩田副総裁

一点宜しいか。アメリカの個人消費は、小売で見ると割合強い印象を受けるのだが、実質個人消費というのか、例えば図表1-3(3)を見ると幾らか

弱いような感じがある。また、今お話のあったコンファレンス・ボードの消費者コンフィデンスが7月に少し下がっている。小売の方の感じで見の方が良いのか、実質個人消費の方が良いのか、どちらを見たら宜しいのか。

堀井国際局長

まず、コンファレンス・ボードの方の数字は、以前もご報告したがガソリン価格に非常に振られる数字である。コンファレンス・ボードの調査の対象期間にガソリンの全国平均の値段が2.3ドル/ガロンという既往最高値をつけるような状態になっているので、これが直接影響したものと考えている。然程重視することはないかと思っている。全体の個人消費については、前々から申し上げているように、図表1-3の(3)のようにノミナルの消費は出ている、その基礎には賃金、雇用周りが比較的上手く回っているということもあって伸びているのだが、ガソリンと言うか原油価格の影響を受けた物価の上昇というもので幾らか食われているという感じを持っている。ただ、第2四半期に関して言えば、先程の小売の数字にもあるように——小売は実はこれは伸びているが——、やはりこの中身をみると(4)自動車販売である。自動車販売については、かなり無理なと言うかGM、フォードの強力なインセンティブ、従業員価格販売を普通の個人の客にも全てに当てはめるといったことをやって刺激をしており、これは基調というよりはやはり需要の先食いというふうに判断して良いのかなと思っているのである。従って、全般的にみれば基調としては原油価格の上げの分で実質購買力が毀損されている部分は、少し減衰しつつあるということかなと思っている。

福井議長

韓国はどうなのか。暫く前まで韓国銀行の総裁からは、あまり満足できる経済のパフォーマンスではないのだという感じの説明が続いていたが、最近ではGDPの新しい数字は比較的強いし、今の株価も高い。少し良くなってい

るといふことか。

堀井国際局長

まずGDPの数字は出来過ぎだと思う。ご承知のように緊急経済対策ということで財政の措置を年初発表し、しかも公共事業の執行を前倒しで進めるということで、この分がそのままオンされている。さらに少しまだ解析が十分にできていないのだが、個人消費がGDPの数字上上がっているのである。ところが財の消費などを見ていると全然むしろ不冴えな状況が続いており、中身はどうも財政支出絡みで、例えば医療費の部分は一部個人消費に入ったりするものだから、どうもそういったものが上がっているのかなという感じがする。そうであれば消費面でそれ程強いということは言えないと思う。さらに実質GDPの中身で輸出入のところをみると、これはまだ少なくとも第2四半期の間はマイナスになっており、そういう意味では必ずしも満足できる状況でないとおっしゃる朴総裁の1か月、2か月前のご発言はそのまままだ続いているのだと思う。ただ、直近実勢で良くなっているのは、やはり輸出のところはITの調整の一巡を受けて良くなってきている。それを受けて株価、とりわけIT絡みの株価が良いということであるから、そこが希望を持たせる。

須田委員

本日の日経新聞に韓国経済は回復が鈍いという記事が掲載されていたのだが、どうか。

堀井国際局長

前年比の数字だけでご覧になっていて、GDP統計は韓国の場合は中央銀行が作って発表しているが、韓国銀行は季節調整済も発表している。

岩田副総裁

前年比の方を見ているのか。

堀井国際局長

今日の日経新聞はそうになっている。

平野理事

2年間で政策金利を1%下げている。その累積効果みたいなものが住宅だとか投資に出ているという面はないのか。

堀井国際局長

下支え効果というのは恐らくあるのだと思うが、ご承知のように個人部門、家計部門については巨大な家計の債務があるので、債務残高自体の重石が非常に強いということかと思う。従って、勿論利下げしない場合と比べると下支え効果というのは勿論ある訳だが、目立って刺激効果というのがそこから出ているという感じはまだしない。

岩田副総裁

韓国のIT株は良いと言ったが、サムスンはそんなに良くなかったのか。

堀井国際局長

いや、まあまあである、LGとサムスンは。

岩田副総裁

鉄鋼とかそういうところが意外と良いのではないか。

福間委員

ウォン安になっているから。

須田委員

韓国の住宅投資の状況はどうなっているのか。住宅を賃貸する際に5年分位の家賃を支払い、それを受取った大家がその資金でまた家を買うため、凄くレバレッジが効いているという話を聞くが、どうか。

堀井国際局長

アメリカ的というか、そういう現象が出ているのも事実である。ただ、全体にやはり個人部門の支出活動は抑え気味とみた方が良いと思う。

水野委員

原油が上がって厳しい国としてはタイなどをよく聞く。タイは、利上げしている位であるからそんなに全体的には悪くないのだろうが、今のところアジア経済は原油の影響で見方を特に変える必要はないのか、それとも引き続きもう少し様子を見なければならないのか。全体をみると、今回はそれ程現象面としては出ていないが。

堀井国際局長

タイとフィリピンというのがやはり原油価格の購買力毀損というものが出ていると思う。図表3-3、(6)消費者物価の動きの四半期別の部分をザッとご覧頂くと、その前の年の数字も合わせて、やはりフィリピンのところが物価が高い。それからタイが、コアの方はまずまずだが、それでも全体をご覧頂くと+3.7%位上がってきている。それからマレーシアも一部そういう話がある。財政赤字へ跳ねるのを嫌って各種の補助金のカット、ないし撤廃をしているので、その分はそのまま原油コストの上昇が石油製品価格の消費

者物価への影響ということで出てきている。

平野理事

タイは確かに金利を上げているのだが、経済運営的には少し苦しいのではないかと思う。原油高のマイナス・インパクトがコスト高を通じて表面化している。干ばつで農産物の出来が宜しくないということもある。原油の輸入が大きな要素なのだろうが経常収支もかなり大きなマイナスになっている。

水野委員

10年前に似ている。

平野理事

タイ中銀は利上げをしているが、第1四半期のGDPはマイナスであったし、第2四半期はどうなるかという心配がある。

水野委員

聞くとところによると財政支出が少し増えている。

堀井国際局長

二つある。例のバンコクの新空港に典型的だが、そういう公共事業バランス。それから例の津波のリコンストラクションに対する支出である。

平野理事

南部のテロの問題もある。政局不安的な要素がある。

福井議長

宜しいか。それでは国内の経済情勢に移る。山本理事と早川調査統計局長

からお願いする。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それでは私の方はあまり数字も出ていないので極く簡単にさせて頂きたいと思う。資料-4（参考計表）、最初に図表4をご覧頂きたい。6月の貿易統計が出ており、敢えて言えば唯一のこの間の大きな統計である。数字はご覧のとおり4~6月で括って実質輸出は前期比1.5%の増加であった。相変わらず極く緩やかではあるが過去3四半期ほぼ横這いであったのと比べると少し伸び率が高まったというこのような感じである。図表5、(1)は地域別、(2)は財別だがあまり大きな変化はない。例えば(1)地域別でご覧頂くと米国、ヨーロッパ、あるいはアジアの中でのNIEs、ASEANはいずれも小幅ではあるが増加基調が続いている中であって、中国向けの輸出の減少が足を引っ張っているという姿である。(2)財別もほぼ押し並べて全体に緩やかな増加ということで、敢えて言えば車が米国向けを中心に少し高い伸びであること、それから情報関連が第1四半期少し伸びた後横這い近くなっているが、これもやはり中国向けの情報関連の減少が効いている。もう一つ特徴的なことを申し上げておくと(1)地域別でアメリカ、ヨーロッパ、アジアともあまり伸びていないのに、全体で1.5%なのは何が伸びているのかという感じがするが、これはその他の地域がそこそこ伸びているということであり、具体的に申し上げますと、例えば中東、ロシア、メキシコ、この辺がいずれもウエイトは小さいのだが1年間で2割、3割伸びているので、そこそこ嵩上げしている。図表11、図表12で毎勤統計の確報が出ている。まず、図表12(2)をご覧頂くと、パート比率は5月は確報で少し上方修正になった。やはり4月のパート比率低下は新卒採用の影響が相当あったと思うので、そのような勢いで落ちていく訳ではないということかと思っている。ただ、それでも図表11<毎月勤労統計>の確報をご覧頂くと、所定内

給与、特別給与がいずれも若干上方修正されて、雇用者所得は 1.1%の増加ということで、このところ安定的に増えているという感じである。いよいよボーナスの数字が今後出てくるので増加と思っているが、どの程度になるか注目して参りたい。図表 14、個人消費である。お配りした時点では都内百貨店しか数字が出ていなかったのだが、その後、家電販売NEBAの数字が出た。数字だけ申し上げると前期比の三角カッコの部分、これは 3.7%とあるところが 4.5%になった。その他、ここにある経産省ベースの百貨店、スーパーの数字はまだ出ていないのだが、百貨店協会、あるいはチェーンストア協会といった協会ベースの数字は既に出ており、これで申し上げると例えば 6 月はいずれも少し増加しており、百貨店協会の 4~6 月前期比は 1.2%の増加。それからチェーンストア協会は、前期比-0.1%のほぼ横這いであり、相変わらずスーパーはやや弱いという感じがするが、全体としてみると 4~6 月は、総じて結構良いところで着地しそうだということである。足許 7 月についてもボーナス商戦はますます堅調と伝えられている。図表 17 をご覧頂きたい。この間、やや困った動きをしているのは相変わらず鉄工業生産であり、ご承知のとおり前回会合の時点で既に 4~6 月は横這い圏内であった訳だが、5 月の確報が出て下方修正された結果、現時点で単純計算すると 4~6 月は-0.4%という姿になっている。もう何回も申し上げていることだが、一つは前から申し上げている (2) のグラフの黒い鋼船のところは色々いたずらをしているということであり、この点はほぼ解明が終わったのだが、ここで 10 分も 20 分も話はできないので、近日中に皆さんにメモをお配りしてどういうことであったが明らかにしたいと思う。それに加えて 5 月の確報では何が起こったかという、医薬品の減少である。グラフで言うと滅多に見ない白い部分が随分下に足を引っ張っている姿になっている。元々薬品は月次ではそこそこ振れることはあるが、基調的に増えたり減ったりする話ではないので、そもそも振れと見て頂いて結構かと思っている。ただ、前月比で 20%以上減ったというのは私の記憶にはあまりないもので文章に書かな

かったのだが、厚生労働省に聞いてみるとどうも薬事法の改正があつて報告書式が変わっているらしいのである。集計システムを変えたいらしいのだが、どうも数字が上手く集まっていないのではないかという印象であつたので、そもそも振れなのか、振れですらないのか分からないが、そういうことではないかと思っている。ということで、やや数字としては弱い数字になっているが、基調としてみれば緩やかな増加傾向にあるという判断を変える必要はないと思っている。その他、昨日CSP Iが出たが、これもほとんど動いていない。あと一点、先程申し遅れたが人民元の切上げについて一言だけ申し上げておくと、言うまでもなく2%程度であるので、産業界ではこれはほとんど影響しないという見方が一般的である。やや長期的に見た場合なのだが、これについては、市場としても生産拠点としても、やはり中国の重要性というのはこれは動かせないというのが産業界の一般的な認識である。それと同時に、そうは言いつつもこの春の反日暴動の頃からそうなのだが、やはり一つの籠に全部の卵を入れるのはまずいという認識もまた産業界で広がってきているので、この点についても特に大きな変化はない。敢えて言うと今後の当局のレート運営の仕方、それからやや目先的な話としてはこれまでの中国の輸入の減少に例のリーズ・アンド・ラグズがどれだけ効いていたかよく分からないのだが、逆に言えば今回やったことで、それがどう影響するかもなかなか読み方が判らないという両方あり得る訳だが、目先の数字はその辺を踏まえてご確認頂きたいと思っている。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

須田委員

予想を聞いて済まないが、輸出の統計が少し強かったため、GDPの外需がプラスになるとの分析が結構見受けられるのだが、そういう可能性はどの

程度あるのか。

早川調査統計局長

外需はザクッと計算するとトントン位である。実質輸出が+1.5%、輸入が+2.0%、そうすると図体の大きさに差があるので、これだと大体トントン位である。貿易外があるので何とも言えないが、どちらにしてもプラスにもマイナスにも大きくは影響しないということかと思う。そういう意味では輸出入に関して申し上げると、依然として4四半期連続でほぼ横這い、微減の状態が続いているということは変わらないと思っている。ただ、少し増えてくれたのでやや安心した。

水野委員

トレンド的な話を聞きたいが、個人消費については、所得の裏付けが少しずつ出てきているということで良いのか。日経新聞の調査では夏場のボーナスは前年比3%位の増加であったと思うが。

早川調査統計局長

そこはいつも、いわゆる日経などで把握している製造業大企業中心と中小企業まで特に非製造業を含めた数字というのはかなり違うので、やはり統計を見ていく必要があるが、中小企業の収益も短観等を踏まえれば良くなってきているので、今回は恐らく全体でもプラスになってくると思っている。消費に関して申し上げますと、要するに今年の初め位から消費の数字が少し良くなり始めた。それに対して最初はどちらかという、これはやはりあくまでリバウンドであろうと。去年の悪さの反動と思っていたのだが、段々時間が経つにつれ4月が結構良かった。5月は若干反動減があったが6月の数字も総じて良いところに着地すると、さすがにもう反動はないだろうと考えると、一方で、ご承知のように毎勤統計等々をご覧頂ければ賃金も含めて少しずつ

良くなっているの、やはりなにがしか所得の裏付けを持ったものと考えて良いと思う。勿論、個人消費の統計は結構振れるので、伸び率がどれ位かまでは自信がないが、なにがしかの裏付けを持ったものと考えて良いと思う。

水野委員

それは逆に言うと、これからは持続性よりも、どれだけ力強さがあるのかを注視するということか。

早川調査統計局長

然り。内需に関して申し上げますと、今持続性については、もうそんなに心配するフェーズではないのかなと思っている。設備投資も個人消費も。ただ、どれ位の勢いかということについては相変わらずイシューであって、その勢いの程度と先程の輸出の方の綱引き、要するに輸出が伸びてくれるのであれば勢いは大してなくても大丈夫ということはあるが、逆に言うと、輸出が伸びないのであれば勢いももう少しあって欲しいし、その辺の兼ね合いかと思っている。

岩田副総裁

その点に少し関係して、個人消費なのだが、個別の指標は割合良い数字になっているのだが、図表16の〈第3次産業・全産業活動指数〉を見ると、5月が少し弱くて、4~6月をとっても若干微減のようになっている。供給側の指数で見るとそんなに弱くなかったと思うので、何か特殊事情があるのか。

早川調査統計局長

例によって第3次産業活動指数は月々結構振れるものだから、私はどちらかと言えば6月も入れば微増位まではいくのではないかと思っている。そんなに弱いとみる必要はないと思っている。

岩田副総裁

その強さが問題なのだが。

早川調査統計局長

そこはなかなか難しい。正直言って強さについては。百貨店についても何にしてもクール・ビズ効果だの色々なことが言われているが、多分所得を伴ってきたから、恐らく緩やかな増加位は何とかいくと思うが、その緩やかな増加が個人消費の場合は+0.5%か+1%か+1.5%かで全然違うので、その辺はまだ時間を掛けて見極めていく以外にないと思っている。

岩田副総裁

消費総合指数というのでは分かるのか。今4~5月位は出ているのか。

早川調査統計局長

まだ出ていない。全世帯の家計調査が出ないと、ほとんど良い計算ができないので。ただ、私共が前回やったCCIは前回時点で…。

岩田副総裁

+0.5%とか0.7%とか、そのような感じか。

早川調査統計局長

そのような数字だったと思う。多分、消費総合指数もそんなに変わらない数字に5月時点ではなっていたと思うので、これで6月は恐らくそう悪くない、家計調査が出ないと分からないが。悪くないと仮定すると4~6月はそこそこになるかなという感じである。

福間委員

ヨーロッパは輸出がマイナスであったが、中東欧というのはどこに入るのか。中東欧というのはハンガリーとかミッテル・ヨーロッパのことか。

早川調査統計局長

先程申し上げたように中東、ミドル・イーストだが。

福間委員

勿論そうである。であるから中東欧はどこに入るのか。

早川調査統計局長

中東欧の多くの国はその他になっている。

福間委員

その他ということで、ヨーロッパではないな。

早川調査統計局長

然り。

福間委員

伸びているところが入っていないのだな。要するにミドル・イーストとミッテル・ヨーロッパが入っていない。

早川調査統計局長

然り。やはりウエイトから言えば米国、EU、東アジアで85%以上いくからほとんどカバーされているはずなのだが、先程申し上げたようにウエイト

はほとんどないにもかかわらず2割、3割伸びている人達が実は結構いる。そういう意味では以前BRICsと言っていたが、今は最後のCのところは少し弱いのだが、それ以外の連中は結構増えている、日本でみると、例えばロシア辺りは増えている。インドも増えているし、それからあと、どちらかと言うとおっしゃるような中東欧、それからメキシコ、これはいわゆるEUの辺境地帯、それからNAFTAの辺境地帯辺りは相当増えている。

山本理事

カナダとかアフリカ、この辺も結構増えている。

福間委員

なるほど。

福井議長

どういう品目が増えているのか。

早川調査統計局長

それは車なども増えているし、あれやこれやである。

福井議長

あれやこれやか。

早川調査統計局長

別にこれというものはない。

福間委員

中東、ミドル・イーストだとプラントだな。

早川調査統計局長

然り。ミドル・イーストは勿論プラントである。中東欧の方であれば車なども出るし、それから資本財などもやはりメキシコなどそちらへ出る。日本企業が展開しているから。中東欧も同じである。

福間委員

F T Aも進んだからNAFTAのメリットをとれるようになったのである。

山本理事

かなり日本の企業がやはり世界的に展開をしてきているということが貿易統計などには現われ始めているということではないかと思う。

早川調査統計局長

確かにウエイトが小さいのでなかなか数字にならないので、中国辺りがドンと増えてくれれば、それは数字に効くが、ただ、今ご覧頂いたように全部足した数字が合わないという感じはそういうことがある。

福井議長

宜しいか。それでは金融環境について白川理事と山口企画局長、お願いする。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

山口企画局長

(参考計表・その2) をご覧頂きたい。私の方からは実はあまり重要でない二つのデータについて極く簡単に説明する。一つはローン・サーベイであ

る。それからもう一つは国民公庫の調査結果である。まずローン・サーベイの結果だが、〈資金需要判断〉のグラフをご覧頂きたい。非常に振れが大きい調査であるということは、予ねてからご説明しているとおりであるが、基本的な流れということで行くと、ご覧のように大きめの点線の企業向けが示すとおり、資金需要はジワジワと増加する形となっている。それから〈貸出運営スタンス〉の方だが、細い実線が大企業向け、太い実線が中小企業向け、点線が個人向けである。第1四半期の段階ではストンとこれが落ち、なぜかという感じがあった。いくところまでいったと言って良い程貸出運営スタンスが積極的になっている中で、それが第1四半期については大きく低下した訳だが、今回については大きな流れとしては横這いしないし一段積極化という感じになっている。それから(2)国民公庫の調査である。資金繰り判断と貸出態度判断、この両方を載せているが、第1四半期対比ということではいずれも改善である。ただ、この一年で見るとやはり中小零細企業については一進一退というのが全体的な感じのようにみえる。参考に掲げた計数だが、これについては説明を省略させて頂く。以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。宜しいか。今日は区切りを取るのが非常に難しいのだが、この後途中で区切るのも変だと思うので、ここで少しコーヒープレイクを取らせて頂く。10時05分再開とする。

(9時55分中断、10時05分再開)

福井議長

さて宜しいか。それでは再開する。金融経済情勢と当面の金融政策運営方針に関する討議に入りたいと思う。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

今日は経済情勢と政策運営と両方合わせて各委員方からご発言を頂きたいと思う。合わせて5分をお願いできるかどうかだが、概ねそれ位を目途にお願いしたいと思う。今日は武藤副総裁、岩田副総裁、福間委員、西村委員、中原委員、須田委員、水野委員、春委員の順でお願いしたいと思う。最初に武藤副総裁からお願いする。

武藤副総裁

前回会合以降、公表された経済指標はあまり多くないが、いずれも我が国の景気は踊り場の脱却に向けて回復を続けていることを確認するものであったように思う。

まず海外経済だが、米国では6月の小売売上高、鉱工業生産はいずれもやや強めの動きとなった。米国経済は潜在成長率程度の着実な景気拡大を続けるものと見込まれる。先日のグリーンズパン議長の議会証言をみても、春先の経済の弱さは一時的なものであるとしたうえで、米国経済の先行きについて自信を深めているという印象を受けた。もっとも、グリーンズパン議長も指摘しているとおり、このところ上昇傾向にある単位労働コストやエネルギー価格の動向が、経済や物価に与える影響については今後とも注意してみていく必要があると思う。次に中国では、4～6月の実質GDP成長率が前年比+9.5%と1～3月並の高成長となった。内容としては、固定資産投資や個人消費の伸びに加えて、輸入の大幅な鈍化に伴う純輸出の増加が押し上げに寄与しているようである。輸入については、在庫調整や景気過熱抑制策の浸透に伴う新規投資の増勢鈍化などを背景に伸び悩みが続いており、我が国の貿易統計でも中国向け輸出は引き続き弱めの動きとなっている。中国経済については今後、政策当局による過熱抑制策のもとで巡航速度での成長軌道に軟着陸していくかどうか大きな注目点であろうと思う。

先日、中国人民元の切上げと通貨バスケットを参照する管理変動相場制への移行が公表された。今回の措置により、人民元に掛かる為替レートは、より柔軟に決定されるようになるため、やや長い目でみると中国経済の成長はよりバランスの取れた持続的なものになることが期待される。もっとも、当面の影響に関しては、管理変動相場制が実際にどのように運用されるのかに大きく依存するため、中国経済に与える影響はもとより、世界経済や国際金融市場に対する波及を含め、注意してみていく必要がある。なお、公表後の金融・為替市場の動向を見ると、直後には円が対ドルで幾分上昇したほか、中国の外貨準備運用の分散が図られるとの思惑から米国の長期金利が上昇するといった動きが見られたものの、総じてみれば小動きにとどまっている。市場では当面、中国当局による管理変動相場制の運用スタンスを見守ろうという姿勢が強いのではないかと考える。

国内経済についてみると、4～6月の輸出は前期比+1.5%となった。中国向けが弱めとなっていることもあって依然として伸び率は緩やかではあるが、昨年末から本年初に掛けて大幅に減速したこととの対比で見ると、幾分伸びを高めていると思う。今後、海外経済の拡大が続くもとで、輸出の伸びは次第に高まっていくことが期待される。家計部門については日経新聞のアンケート調査を見ると、夏季賞与は昨年夏、冬に続き前年比プラスとなっており、このところの所得環境の改善傾向を裏付けるものとなった。こうしたもとで夏物衣料やデジタル家電、白物家電などを中心にボーナス商戦も総じて底堅く推移しているようである。

今申し上げたような経済金融情勢のもとで、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ということが良いと思う。前回会合でも議論になったが、8月の初めに掛けて国債発行や税揚げ等による資金不足幅が拡大することが見込まれており、当座預金残高が30～35兆円程度の目標値を下回る蓋然性が高まっているという本日の金融市場局長からの報告もあった。金融市場調節に当たっては、市場機能への

影響に配慮しながら、可能な限りの資金供給努力を行うということだが、仮に目標値を下回ることとなった場合には「なお書き」を適用して対応することになると思う。早ければ今週末にも目標値を下回る可能性があるということなので、対外的な情報発信のあり方については、前回は申し上げたが、改めて申し上げておきたいと思う。今回の目標値割れは6月初めのケースとは異なり、物価を巡る環境がやや変化しているもとで生じていることなので、政策スタンスの変更であるというふうには受止められることがないように、情報発信面での十分な注意が必要である。具体的には第一に、当面、金融政策運営の基本スタンスに変更がないこと。第二に、量的緩和政策からの出口については、約束に掛かる三つの基準に即して適切に判断していくこと。第三に、経済物価情勢の変化に対しては機動的かつ柔軟に対応していく方針であることについて、丁寧に説明を繰り返していくことが重要であると思う。以上である。

福井議長

それでは岩田副総裁、お願いします。

岩田副総裁

前回の決定会合から新たに出された指標は輸出関連ということなので、まず輸出のことから申し上げますと、日本の輸出を巡る環境が若干改善してきているということかと思う。アメリカをみると、原油価格が高い水準にある中で、ISMの製造業指数が若干良くなる、あるいはニューヨーク連銀の景気指数が持ち直している。そうした中で先行指標の前年比のマイナス幅が縮小するというように、製造業が一時的な停滞から抜け出す兆しが出ているのではないかと思う。まだ十分にその動きが明瞭とはなっていないが、原油高のもとで在庫循環が若返り方向に動く兆しが出ているように思われる、これがまず一点目である。それから二点目はIT関連である。前回は世界の半導体

販売額について申し上げ、日本はまだマイナス幅が大きいということを申し上げた。日本の半導体製造装置は世界で4割位のシェアがあるのだが、最近の販売額を見るとまだ26%程度減少している。北米は6~7%伸びて、台湾、韓国もそれぞれ増加、特に台湾が2割増加するというようなことで、半導体販売のみならず、半導体の製造装置の販売額においても日本はやや遅れていると思う。価格を見ると7月にDRAMの価格が上昇に転じている。私は従来から6月が陰の極ではないかと述べていたが、そのシナリオに沿った動きではないかと思う。ただし、DRAMの価格は年明けにもう一度下がるという見通しもあり——私はこれをダブル・ディップと呼んでいるのだが——、その可能性も引き続きあると思っている。NAND、フラッシュメモリーの業況は良くなっているのだが、価格は恐らく来年第2四半期位まで下落を続けると思う。グローバルにみても前から申し上げているとおり、やはりIT関係の回復力はそれ程強くないとみて良いのではないか。このように、IT関連は大体想定したラインで動いていると思っている。それから日本の踊り場については、前回も申し上げたが私はやはり在庫の動きが重要だと思っている。在庫水準自体は日本もアメリカも非常に低いのだが、出荷と比べて在庫が増加しており、そのバランスがまだマイナスになっているということは、やはり重石になっていると思っている。IT関連も、また非ITも一時的であるにせよ、この在庫と出荷のバランスの問題は残っていると思う。それから最近、テレートの7月の業況判断が発表されたが、製造業は7月は4ポイント悪化し、非製造業は1ポイント改善した。先行きは製造業は改善するが非製造業は良くなった分だけ悪化する見通しになっている。この業況判断からみても、やはりまだ踊り場脱却とは呼べないのではないか。在庫の動きや、テレートの業況判断の結果を見ると、経済はまだ踊り場を脱していないと思われる。また債券価格とか、あるいは時間軸の長さをみると、マーケットも踊り場脱却について十分確信を持っていない状況と考えて良いのではないかと思っている。

先行きの主なリスクとしては、一つはやはり原油価格だと思っている。原油の需要は2004年に270万バレル増加したが、その1/3は中国である。IEAの最近の見通しでは、原油価格が60ドルで推移したとしても需要量は2005年に1.9%増加し、2006年も2.1%増加するという見通しになっており、こうした見通しを前提とする限りまだ価格は高止まり、あるいは上昇傾向が続くのではないかと思う。この間注目されるのは、このように原油価格が上がっていてもアメリカの長期金利が非常に落ち着いているということである。これは一つの仮説だが、原油価格が上昇すると、やはり企業収益にマイナスの影響が及ぶ。その結果、成長を抑制するような効果が及ぶ。ただし、インフレ期待は比較的安定しているもとの、経済成長の減速をマーケットが予測すると、金融政策についても過度の引締めは恐らく起こらないだろうという予測が行われるために長期金利の方は思った程上がらない形になっていると思う。この間、30か月先の原油の先物価格は2004年半ば以降、30ドルから60ドルへ上がっているのだが、一方でドル建て債券の期先のフォワード利回り——具体的には5年先スタートの5年物フォワード利回り——が6%から4%へ低下しており、そういう仮説の可能性を示唆しているかと思う。ユーロドル金利先物レートも同様に低下しており、それと長期金利の向きにも正の相関があるということで、これはある意味では将来の金利引き上げが限定されたものであることを市場が読んでいるということとされている。もう一つのリスク要因は為替レートである。人民元の切上げが2%程なされた訳だが、この2%について、これは私の推測なのだが、アメリカと中国の短期金利差がちょうどその位であり——中国のレポ・レートが下がってきて1.25%であり、フェデラル・ファンド・レートと2%程度の差がある——、その分を調整したとも思われる。もし仮に先行きもそういうことを気にしているとすれば、将来の元の切上げ幅というのはかなり限定したものになると思う。ということで当面はこの人民元が直接大幅に変動するリスクは少ないのではないかと考えている。最後に金融政策運営だが、今述べたように経済

はまだ踊り場を脱却したとは言えないのではないか。これから8月にGDPの数字等も公表される訳だが、ポイントはやはり最終需要がどの位の強さになるかということかと思っている。当座預金の目標については、札割れが続いており、8月中旬以降の少し長い目でみて目標の維持が不可能だと言うならば、また考えなければならぬ局面があるかと思うが、逆に少し長い目でみて目標の維持は可能だということであれば、これは「なお書き」の対応ということで宜しいのではないかと思う。当面、当座預金残高目標を維持することでデフレ脱却を可能な限り手前に引き寄せていく政策を堅持することが金融政策正常化への近道だと思っている。以上である。

福井議長

では福間委員、願います。

福間委員

海外経済については、米国、あるいは中国をはじめとするアジア諸国を中心に景気拡大が続いている状況には変わりない。こうした実需の拡大を背景に原油を含む国際商品市況も高値圏で推移している。人民元の切上げについては、切上げ幅が2%と小幅であったことから、今後も中国経済の内外不均衡が残り、その結果、人民元の切上げ圧力も残存するものと思われる。ただ、大きな動きにはならないとしても、これまで切上げを前に手控えられていた輸入が、再び増加に向う可能性は高いと思っている。また、原油高については、足許やや一服感は窺えるがWTIの先物価格の動きが示すように市場に先高観は根強く、原油高が各国の企業収益や景気、物価に及ぼす影響にも引き続き留意する必要がある。我が国の経済の現状については、景気は設備投資と個人消費を牽引役として着実に回復しているとの評価に変わりはない。最近発表された消費関連の指標等もそれを裏付ける内容となっている。先行きについても、前回会合時と同様、内需の堅調に加え輸出の伸びも回復が期

待されることから、内需と外需のバランスが取れた形で回復していくと予想している。このうち輸出については4～6月期の実質輸出の前期比伸び率が高まったほか、数量ベースでも6月の輸出数量指数が2か月連続の前月比プラスとなったことはエンカレッジな材料である。この間、物価に対する見方も変わりはなく、国内企業物価は引き続き上昇基調を続け、コア消費者物価はゼロ近傍で推移するものと予想している。需給ギャップの改善や原油高、為替円安と、物価を巡る環境が変化する中で、今後も物価が反応しにくい状況が維持されるかどうかについては、引き続きユニット・レーバー・コストの動向に注目したいと思っている。金融面では米長期金利が反転上昇している。上昇の背景は、借入人に優しい住宅ローンの普及・拡大も手伝って住宅価格が一段と上昇し、これに伴う資産効果もあり、個人消費が下支えされ、景気が緩やかに拡大基調を辿っていることもある。ただ、米国経済がインフレの抑制された状態で持続的な成長を続け、FRBもそうした状態を維持するために引き続き金融緩和を取り除く方針——この前の議会証言ではリムーブ・マネー・タリー・アコモデーションという言葉を使っている——であることや、世界的に貯蓄過剰の状態にあること等を踏まえると、現段階では米長期金利が緩やかに上昇することはあっても、上昇が加速するリスクは低いと考えている。一方、前回会合以降の資金供給オペだが、先程、中曾金融市場局長の説明にあったように、来年5月の連休越えのオペがいずれも極めて低調であったとのことである。現行の残高目標の下で金融調節を続ければ、当預需要の先食いを一段と進め、市場メカニズムを封殺することが懸念される。現在の如く財政要因の当預残高へのマイナス寄与度がそれ程大きくなく、オペ残高も一頃に比べれば幾分減少している中でオペの札割れが深刻化しているのは、金融機関の当預需要自体が減少している証左である。そしてその背景は金融システム不安の後退であることを踏まえると、私は現下の当預需要の減少は一時的なものではなく、趨勢的な動きと認識している。以前も申し上げたが、残高目標というベースキャンプが変化していると考えて

いる。このような金融環境の変化、市場の変化に対しては、金融機関の当預需要の減少に合わせてリアクティブに、かつ慎重に残高目標を下げることが、オペに対する過大な負担を取り除き、量的緩和政策の円滑な運営に資すると考えている。因みに、市場の変化にリアクティブに対応するという点から言えば、我々にとっては残高目標を引き下げるのではなく、引き下がると言った方が適当かもしれない。残高目標の減額については、市場が要らないと言う部分を慎重に取り除くものである限り、それが引締めになるとは思われない。引締めとの懸念があるならば、そうでないことを、つまり金融が極めて緩和的な状態にあることを本行自らが進んで粘り強く説明していくことが必要ではないかと思っている。また、オペに対する過大な負担という点については、財政要因による資金不足への対応も影響しているが、より本質的には金融機関の当預需要を上回る水準に残高目標を置いているところに問題がある。オペの機動性・柔軟性を高めるためには、残高目標を当預需要に合わせて適正化することが求められている。具体的な金融調節方針については、従来同様、残高目標を27~32兆円程度に引き下げ、「なお書き」については、テロ等のイベント・リスクに備える趣旨から、修正前の表現に戻したうえでこれを存続させることが適当である。残高目標を下げて、量的緩和政策の枠組みを堅持し、そのもとでゼロ金利を継続していけば、小幅ながらも物価下落が残る状態からの脱却をサポートすることは十分可能である。一方、残高目標を変えず、現行の「なお書き」で対応することは、金融機関の当預需要が基調的にはこれまでと同水準にあるとの前提に立つことになる。このため、ベースキャンプが変化したと判断している私としては、そうした方針に依拠することは難しいものである。また最近、コアCPIがゼロを上回る時期が視野に入りつつあることを受け、3条件が満たされたと判断されてからアクションを起こしても遅くはないとの意見も聞かれ始めている。しかし、3条件が満たされた後となれば、たとえ市場の変化に合わせた技術的な調整として残高目標を引き下げたとしても、市場は本行が量的

緩和政策の解除に動き出したと受止める公算が高いと思う。その結果、予てより述べているように、量と金利の双方をコントロールしなければならなくなり、長短金利が想定以上に変動する可能性がある。以上を踏まえると、こうしたアプローチを採ることは適当ではないのではないかと思う。いずれにしても、金融環境の変化にもかかわらず、当預需要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、金融規律の低下に繋がりがねない。また、現状維持の方針を必要以上に続けることは、現在の超緩和的な状態が永続するとの非現実的な期待を生み、その結果、資金の調達・運用面で過度のリスク・テイクを招来する可能性もある。こうした動きは将来的に金利変動リスクを高め、経済の緊張を引き起こしかねない。前回は申し上げたように、過去の教訓に学べば、環境変化にもかかわらず政策運営を変えないこと、そのこと自体がリスクになるのではないかと思っている。市場の変化に合わせ金融政策を遂行し、市場にエネルギーをできるだけ溜めないことが、物価の安定と持続的な経済成長の基盤をより強固にし、ひいては長期金利の低位安定に繋がるものと確信している。以上である。

福井議長

西村委員から願います。

西村委員

前回の会合以降、人民元の切上げがあったものの、予想外に小幅で市場は平静であり、それを含め金融経済情勢判断に大きな影響を及ぼす事柄はなかったと言って良いと思う。概ね想定範囲内で推移しているという皆様方の判断と相違はない。そこで三点程付け加えたいと思う。第一は内需である。前回の会合の時点では底を這う状態であったDRAMなのだが、岩田副総裁と同じで私もDRAMの7月末の最終需要価格を見ていたら、これは漸く反転してかなり上がってきている。これは遅ればせながら調査統計局が予てか

ら予想し、今までは裏切られてきた調整の終了ということが始まったと考えることも可能である。従って、4~6月期は恐らく依然として足踏み状態であろうが、7~9月では上振れる可能性が出てきたということは心強いかと思う。さらに気になる国内自動車販売の動向だが、4~6月の強さの後、まだ15営業日ベースだが7月も少なくとも主要メーカーのレベルではそのモメンタムは保持されているように思う。今年7月は20営業日で去年は21営業日なので、影響が前年同月比に出るのは若干下に押す形で出るかもしれないが、基調としては7~9月期も良いスタートを切ったと言えるのではないかと思う。

第二に中国の対内直接投資である。中国における対内直接投資の重要性については、改めて述べる必要はないと思う。中国経済景気月報において、今年に入ってから月報の発表毎に外資の中国への直接投資の実行データが下方修正されているということがある。例えば昨年4月分は以前の月報では55億5千万ドルであったのが48億6千万ドルへ。5月分は62億9千万ドルから54億6千万ドルへと修正されている。そのため公表された修正後の数字に基づけば、例えば前年同月比で4月は16.0%減、5月は10.3%減だが、もし修正前の数字を基準とすると前年同月比で同じく4月は26.5%減、5月は22.73%減と大幅に下押ししたことになる。もし修正が正しければ過去の公式統計である伸び率は恐らく過大に評価されていることになるし、もし修正が意図的であるとすると現在の公式統計の伸び率が大幅に過大評価されているということになる。この点は国際局でも、つとに把握されているところであるとは承知しているが、ボードとしてもこうしたデータを基に判断する場合には慎重でなければならないと考えている。

第三に不動産市場の動きと関連するノンリコース・ローンについて述べたいと思う。不動産市場の全般的な動きを示す6月の中古マンションのヘドニック価格指数とヘドニック賃料指数の動きをみると、首都圏では年初の伸び率に比べて都区部等では若干の伸び悩み、下落が見られる。概して落ち着いた動きをしていると考えて構わないと思う。関西圏も上昇しているが加速している訳ではないし、緩やか

な回復と言って差し支えないと思う。プロパティ・マーケットではJ-REITブームということで一部地域、市場に過熱感があるが、それが全体に波及する状態には至っていないと考えている。ただし、こうしたプロパティ・マーケットのプライベート・エクイティ向けのノンリコース・ローンについて非常に気になる動きがある。昨年までは大体スプレッドは1.5%ポイント位から2%ポイント位をとっていたところが、今年に入ってから0.5%ポイントというような事例が特に一部の地域銀行で散見されるようになってきているようである。ノンリコース・ローンというのは当然のことながらリスクを十分に勘案して出さなければならない訳だが、この点、不安が残るということがある。金融政策というマクロではないがミクロ的な日本銀行の活動の中で問題の芽はできるだけ早く摘む努力が必要であると考えている。当面の金融政策運営方針だが、前回決定会合と大きく異なる現状判断とは言えず、「なお書き」を含めて現状維持が適当であると考えている。以上である。

福井議長

中原委員、お願いします。

中原委員

前回会合以降の景気指標で特に注目を要するものはないようである。概ね景気は今月の基本的見解に沿った動きということだと思う。全体感としては、7月のテレレート短観で先行きがかなり大幅に好転しているし、中小企業動向調査、国民生活金融公庫の調査、また消費面では日本リサーチ研究所の消費者心理調査などを見ても企業と家計のセンチメントは総じて改善の方向に向かっていると思う。この間、実質輸出はやや好転したが、中国向けが落ち込んでいるのは気になるところであり、全体的に増勢に転じたとまでは判断しにくい。世界の情報関連の財の動きを見ると、海外で改善の兆しが出てきているようであり、NASDAQの株価が好調であることをみても、やや

明るさが出てきた感じがする。ただし、この調整局面が終了したとまでの判断は今のところ難しいと思っており、特に日本の場合の調整は世界のマーケットに比べて相対的に遅れている感じがする。経営者からのヒアリング等でも、日本の場合は循環的な調整というより、そもそもIT投資が極めて低調であるとの声を聞くところである。ただ、市場としてやや小さいが内外需とも活況を呈しているこの間の工作機械の受注動向や、テレレート短観における電気機械の先行きDIが大幅に改善していることをみると、調整局面終了に向けて経営者も自信を持ってきているということかもしれない。家計周りについても、消費者心理が改善する中、夏のボーナスがかなり良く、前回の冬のボーナスと比べても大幅に伸びているということは強い材料である。

海外景気も大きな材料はないが、全体感としては生産回復への兆しが漸く出てきていると言える。米国景気は足許想定したパスよりやや強めという感じである。ただ、これを支える好調な消費の背景には、自動車販売に係る嵩上げのほか、継続するFedの利上げにもかかわらず低位にある長期金利に支えられた株や住宅価格の資産効果が、高騰するガソリン価格の影響をオフセットし、低い貯蓄率ももたらしめているという事実には注意していく必要がある。Fedのステートメントとしてはリスク・バイアスは中立ということであるが、中期的なインフレに対するFedの警戒バイアスは根強いと思っている。中国の景気は、今年前半の指標が先日発表されたが、依然として減速する兆しはあまり見られない。この中で、第2四半期でやや増えたとは言え、輸入の伸びが低下している点が気掛かりである。前回会合でもかなり議論がなされたのだが、もう一つよく分からない。減速しているのは一般貿易の輸入であり、これが2003年の第1四半期から一貫して減少していること、また品目的にも日本からの輸送機械、電機・一般機械の輸入減少と強く相関しているとみられることなどを考えると、在庫調整による一時的なものかどうか、なお判断に迷っている。先日、国家発展計画委員会の研究レポートが発表されたが、今年後半の中国輸出は急速にその伸びを落とすと見込ま

れており、その理由が縷々説明されていたが、やや分かりにくい点なのは否めない。いずれにせよ、ここにきて中国の貿易構造にどのような変化が出ているのか、出ていないのかといった点も含めて、今後の中国向け輸出動向にはなお注視していきたい。元の切上げに関しては、今後の現実の運営がどうなるかが極めて不透明である。取り敢えずフレキシブルな為替制度に向けての最初のベイベー・ステップとして外交辞令的なものも含めて一定の評価がある一方、米国の経常赤字解消には当面効果があると思えず、中国の輸出や日本を含むアジアへの影響も今のところ限定的との認識が一般的のようだ。もしそうだとすれば、このまま米国の政治的圧力が躲せるとは思えず、今後中国の為替当局がどういう運営を行うのかがポイントになると思う。結局は、国内経済や社会構造面への影響と米国を中心とする国際的な圧力のバランスの中で、中国為替当局の裁量的な運用が行われる可能性が高いのではないかと思う。いずれにせよ、今後の弾力化拡大のペースとその累積的な効果の大きさによっては、日本や世界経済にかなりの影響を与える可能性があることは考えておきたいと思う。

市場については、元の切上げ・為替制度変更の影響は取り敢えず軽微であった。これまで押し掛かってきた切上げの幅やタイミングに関わる不透明要因が取り敢えず払拭される中で、米国の金利引き上げ継続が確認された結果、改めてドルの底堅さが意識され始めている。中国要因としては、引き続き先行き不透明感が残っている訳であり、原油価格動向も一進一退の中でなかなか市場のポジションとしては決め打ちのしにくい状況であり、当面、レンジ相場が続くということかと思う。

金融調節方針については、引き続き「なお書き」を含めて現状維持ということで宜しいと思う。今月末から来月初に掛けて目標の下限割れが確実視され始めている訳だが、先程の金融市場局の説明を前提とすれば、これまでの基本スタンスである「市場機能を過度に毀損することのないよう注意しつつ」も、「これまでのオペ・スタンスを基本として可能な限り目標残高維持

に努力する」というスタンスの維持が適切かと思う。このようなオペ方針のもとでの下限割れ発生の場合には「なお書き」の趣旨に沿って早期の復元を図ることを条件に、下限割れの期間や幅等についてあまり制限的な考えを持つことなく弾力的に対応すべきであると思う。

福井議長

次は須田委員、お願いする。

須田委員

今回の一番大きな出来事は、人民元制度の改革である。構造問題や規制が多々残存しているもとで、改革の第一歩として為替レートの柔軟性を大きく高めると、為替レートや金利がどのように変動するか分からず、企業収益、直接投資や出稼ぎを含めた農民への影響など中国経済・社会に大きな混乱をもたらすとともに、その他経済へも大きな影響が及ぶ可能性があったが、まずは無難なスタートと評価できると思う。ただ、人民元制度の改革は主に対外不均衡を改善するためとのことであるが、市場参加者側では「2%程度では期待外れ」といった反応で、さらなる元高ドル安を予想する向きも多い。そのもとで為替レートの変化を小幅にとどめるためには、介入を多用せざるを得ないと思うが、その結果、外準が益々増え、人民銀行は為替リスクを大量に抱え込むことになる可能性がある。中国が人民元制度改革を通じて、より柔軟な経済へ移行することは当然望ましいことであるが、「主体的」、「コントロール可能」、「漸進的」の3原則に基づいて時間を掛けて改革を進めていくことが本当にできるのか、その実現可能性に疑問を感じざるを得ない。従って、この先、人民元高ドル安が進むのか、進むとすればそれはどの程度か、またその結果我が国や中国を含む世界の経済・物価動向や金融資本市場にどのような影響が及ぶのか注視していきたいと思う。その他、前回会合以降発表された指標は僅かであるが、以下ではIT調整と輸出について少し述

べておきたいと思う。

I T 関連分野での調整をデータで確認すべく、N I E s ・ A S E A N の動向をみると、台湾の輸出受注や生産では I T 関連財が全体を押し上げている一方、足許のシンガポールやフィリピンの計数を見ると単月ではまだ振れがある状況である。4~6 月期の日本から中国への資本財・部品輸出は伸び悩み、情報関連輸出は減少している。また、日本製の半導体製造装置の 6 月の B B レシオは 6 か月振りに 1.00 を超えたが、内訳を見ると受注、販売ともかなり減少している。D R A M 価格の反転やハイテクの好決算を映じて、N A S D A Q が 4 年振りの高値となるなども見られるが、本丸の中国の調整の進捗状況は信頼に足る統計がないこともあり、よく分からない。これまでの周辺情報を勘案すれば、I T 関連分野の調整は着実に進捗しているように思うが、本日申し上げたような事象もあるので、ここで判断をさらに一歩進めるのは難しいと思う。

次に輸出であるが、4~6 月は幾分伸びを高めた。もっとも、中国向け輸出のマイナス寄与が大きいままであるため、この判断もなかなか前傾化させがたい状況である。その中国については、人民元改革前のものであるが、ジェットロの「7 月のアジア業況判断調査」では、中国の日系製造業の景況感が悪化している。これは夏場の電力不足問題による工場の操業率低下等が背景であるとの報道があった。一方、6 月末に発表された経産省の「海外現地法人の動向」によれば、輸出を含めた売上高 D I も設備投資 D I も再び上昇しており、この統計からは中国が調整を脱したようにも読める。いずれにしても強弱のデータが混在しており、またリーズ・アンド・ラグズの影響も考えられるので、現時点では中国への輸出の動向について自信を持って判断できないというところである。もっとも、現地法人の企業行動の活発化は、我が国から中国への輸出に必ずしも結び付くとは限らない。現地生産化が進めば我が国からの輸出は減少する。そういう意味では、循環要因と現地化の進展という構造要因の両方に目配りが必要である。

最後に景気回復シナリオの前提である海外経済の持続的な拡大についてであるが、世界の景気を牽引している米国景気も長期金利が低位安定しているからこそ拡大している面は否めない。原油価格の高止まり、労働需給の引締めやユニット・レーバ・コストの上昇等を映じたインフレ懸念の高まりやさらなる人民元制度改革等に伴い、米国の赤字ファイナンスに注目が集まったり、金融政策の先行きの思惑などで長期金利が上昇するようなことになれば、米国経済のみならず、中国やエマージング諸国にもその影響が及ぶのではないかと懸念している。

最後に金融調節についてであるが、札割れの状況や応札先数などからみると、足許の資金需要はより一層弱くなっているようである。このように資金需要がトレンドとして弱くなっているのに加えて、財政要因から7月末、8月初に大幅資金不足が想定されるため、次回決定会合までに当座預金残高目標割れは不可避とのことである。これに対しては原則として当座預金残高を30～35兆円に維持しつつも、手形オペ期間の最長記録を更新するようなことはせず、オペの頻度も6月の「なお書き」発動時を大きく超えないようにするなど、過度に金利を潰して金利の情報発信機能を阻害しないよう淡々と金融調節を行って頂きたいと思う。今回は、場合によっては下限割れが1週間程度続く可能性があるとのことであるが、8月中旬には財政要因から大幅資金余剰が予想され、当座預金残高目標への回復は可能とのことであるので、「なお書き」の範囲内と捉えて良いと思う。従って、次回決定会合までのディレクティブは現状維持で良いと考えている。それより先の金融政策運営については、その都度判断していけば良いと思うが、この程度の下限割れは「なお書き」の範囲内であるなら、当面の資金需要の減少に対しては「なお書き」でかなり対応できるのではないかと考えている。ただ、コアCPI前年比が安定的にゼロ以上にならないような場合で、資金需要がさらに減退し、「なお書き」の発動が一時的と言えないような状況になった場合には問題になるかもしれない。その場合、当座預金残高目標の引き下げという技術的な対応

が必要になる可能性があるが、当座預金残高目標の引き下げについては、多かれ少なかれ引締めと受止められる可能性は排除できない。従って、仮に市場関係者の受止め方が変わっていないのであれば、景気の状態等を勘案して検討していかなければならないと考えている。以上である。

福井議長

次は水野委員からお願いします。

水野委員

まず金融経済情勢について、前回の会合でも議論したが、足許の景気回復メカニズムは好調な企業収益を背景に、民間内需に牽引されて景気回復が持続する中で、輸出の増勢も明確になっていくというパターンとなる蓋然性が高まってきていると思う。個人消費については、自動車販売が若干伸びを鈍化させる可能性はあるが、百貨店売上高や家電販売が好調を続けているようであり、先行きについては、明るい見通しが展望できる。原油価格のこれ以上の急騰がなければというのが条件だが、世界経済全体ではいわゆるミニ在庫調整が終了した後、秋あるいは年末から成長が加速する可能性すらあるのではないだろうか。金融市場でも景気の先行きについての悲観論や不透明感が後退してきた。例えば、アメリカでは株高、長期金利上昇の展開となっているように、ISM指数の上昇あるいは消費者マインドの改善傾向等もあって、今年、来年のGDP成長率あるいは年末のFFレートの誘導目標の予想平均値が上方修正される方向にあると思う。ロンドンの同時テロ発生、あるいは人民元の切上げなど、唐突なイベントにも世界の金融市場が冷静な反応を示している底辺には、景気の楽観論があるのではないか。民間エコノミストに話を聞くと、景況感をまた明るい方向に思い切って振りそうに感じる。4~6月のGDPのQEの1次速報次第であるが、今年度の見通しが+2%を超える成長になってくるのかなとみている。また景気が踊り場を脱却する時

期は勿論のこと、コアCPIがプラスに転じる時期、量的緩和解除の時期についてもいずれも市場の予想は前倒しされているようである。個人的には政府の踊り場脱却宣言は時間の問題だと思っている。金融政策を取り巻く環境は引き続きフェイバーな状況にあり、自由度はある程度存在していると考えている。金融調節方針については、前回、前々回同様、当預残高目標を5兆円程度下げて25~30兆円程度に誘導することを提案したいと思う。また、「なお書き」は取り敢えず不要ではないかと考えている。その判断の背景について若干説明したいと思う。第一に資金需要の減退が一段と鮮明になっているということである。前回の会合以降、全店ベース手形買入オペは、年度末越え5月のゴールデンウィーク明けまで期間を延ばしたのに札割れとなっている。8月3日以降は当預残高目標の下限の30兆円をかなり深く長く下回るリスクがある。その日数とか深さで私はそれは一時的ではないということを行うつもりは全くないが、仮に一時的にせよ26兆、27兆辺りまで落ちてくると、相当無理な資金供給をしないと30兆円に戻らない可能性があると思う。勿論15日までの間ということであるが、当預残高目標の下限を復元するためにオペを長期化することは市場機能を封殺しないようにするという5月の「なお書き」変更の趣旨とは異なっているので、もしそのようなオペレーションをした場合は、外部から当預残高目標の維持が自己目的化しているという強い批判を受けることになるのではないだろうか。そういう意味からも、当預残高目標を引き下げるという選択肢を考えていくことが私は素直ではないかと思ってみている。

第二に、当預残高目標の引き下げを金融引締めと受止める可能性はもう現時点ではほとんどないと私は思う。これは市場参加者に対して、我々も議事要旨等による情報発信をしてきたということもあって、色々な方の話を聞いてもそういう印象を受ける。私は4月以降、福間委員同様、当預残高目標の早期引き下げを主張してきたが、これは資金需要の減退に伴う受身的な対応という意味で発言してきた。あくまでも受身的ということである。無理にオ

べ期間を長期化することをせずに、金融機関の資金需要の減退に対応した受身的な当預残高目標の引き下げを実施すれば、市場機能は徐々に回復に向って来ると思う。債券市場はそのような自然な金利上昇を恐らく期待しているはずであって、受身的な当預残高目標の引き下げによって債券相場は大崩れするような展開は想定できない。しかし将来的にデフレ克服が金融市場のコンセンサスになった場合、仮に日本銀行が金融市場の変化に則した現実的な対応、すなわち受身的な対応という意味で当預残高目標の引き下げを決定しても、マーケットからは量的緩和政策枠組みの変更に向けた一步と解釈される可能性がある。このような先程福田委員も指摘された懸念を私自身も持っている。今だからこそ受身的な対応という説明が可能だということである。

第三に、30～35兆円程度という巨額な当預残高目標を段階的に引き下げた方が、将来の量的緩和政策の枠組みを変更する際、債券相場のショックを和らげる効果があると思ってみている。当面の金融調節方針については以上にして、最後に量的緩和政策を解除するプロセスについて若干敷衍したいと思う。

当預残高目標を引き下げることができない理由として、当初は量的緩和政策の効果を減退させる、政策転換であるという疑いを受ける、あるいは景気後退リスクが払拭できない中で当預残高目標を引き下げると、政治的に将来の金融政策の自由度が損なわれるという最悪の事態になる惧れがあると、そういった意見があったことを記憶している。それが前回の会合では、景気判断を好転してきたためかと思うが、量的緩和解除の3条件を満たすことが視野に入ってきたので、金融市場に誤解を与え兼ねない些細な金融調節の変更をしなくても良いのではないかという、それ以前とは違った理由が出てきたように思う。民間にもそういう意見は根強くある。その意見は、債券市場では2ステップ論、いわゆる3条件を満たすまで現状を維持して、金利ターゲットに戻した後に当預残高目標を緩やかに引き下げるプロセスであるが、本日はこれについて若干述べさせて頂く。

私は2ステップ論について必ずしも反対ではないが、色々と留意する点があると思っている。まず、一点目としては短期金融市場の機能が十分回復する前に当預残高目標を今30~35兆円を20兆円以下にすると短期金融市場では緊張感がかなり高まってくると思う。そうすると流動性の確保に問題を生じる地域金融機関が出てくるリスク、すなわち流動性リスクがある。それを回避するために激変緩和措置の意味合いを込めて、当預残高目標の引き下げペースをアナウンスすることが必要になってくるのではないだろうか。それから量的緩和解除の3条件を全て満たしたとアナウンスできる経済金融情勢になった場合、金利先高観が醸成されてくる。日本銀行がゼロ近傍の政策金利への復帰を宣言した後に当預残高目標を徐々に減額した場合、金利先高観が強い中での措置であるということ、それから将来的な国債買切りオペの減額を織り込む動きも出てくるということから、長期金利に想定以上の上昇圧力が掛かる恐れがあると思う。我々は金融政策の枠組みが大きく変化するため、債券相場の調整は不可避と達観できれば良いのだが、コンサバティブなボードがそれをできるかどうか懸念される。以前から指摘しているが、金融市場が2ステップ論ではなく3ステップ論を望ましいと考えている理由は、量的ターゲットから金利ターゲットに金融政策の大転換に対応するまでの時間的なゆとり、例えば人材の確保等ができるかということ懸念しているためである。また、量的緩和政策の解除をいつ行うかは別として、遅くともこの7~9月期に当預残高目標を下げておかないと景気判断との関係で資金需要の減退に伴う受身的な対応という説明に違和感を持たれる恐れがある。個人的には、景気は、踊り場を脱却してはいないが、腰折れするリスクはもうないといった4~5月期がベストなタイミングだと思っていた。これは極力早く実行した方が良くと思う。また、二点目として量的緩和の政策の解除に当っては、金融経済情勢の総合判断を現状以上に意識する必要があると考えている。年末頃からコアCPIの前年比プラスが実現し始めると、金融市場の関心は量的緩和の解除の3条件のうち第二の条件、第三の条件の解釈に

シフトしてくるはずである。第一条件に市場やメディアの関心を過度に集中させてしまった反省を踏まえると、第二条件に対して消費者物価統計の癖とか特殊要因、基準年次の改定などによって金融市場は不必要に見方が揺れる可能性があると思う。そうした状況下であまり厳密な解釈を与えるべきでないと思うし、私自身は第二と第三の条件はコインの裏表の関係と考えており、民需主導の持続的回復が展望できるようになれば、デフレ克服も視野に入ると思うから、第三条件が満たされていれば第二条件も満たされている位の柔軟な解釈をしても、市場の理解は得られるのではないかと考えている。量的緩和の枠組み変更は金融経済情勢の総合判断で決定すべきであり、この点については、情報発信に当たって特に配慮していくべきだと考えている。長くなったが以上である。

福井議長

最後になったが春委員から願います。

春委員

それでは申し上げる。前回会合以降、短い期間の中で人民元切上げのサプライズはあったが、この期間で明らかになった経済指標については内外経済の底堅さを示すものが多かったように思う。

まず海外では、米国で6月の小売売上高や鉱工業生産などが市場予想を上回る改善を示したほか、中国でも4~6月の実質GDP成長率は、不動産投資が減速する中であって前年比+9.5%と市場予想を上回る伸びとなった。一方、国内消費関連では、基調的に不振の百貨店売上高が、6月は東京地区で前年比減少幅を縮小させたほか、大阪地区では8年振りの高い伸びを示した。クール・ビズ効果もあったと言われている。また、日本リサーチ総研の6月の消費者生活不安度指数も前回4月比大幅に低下し、4年振りの水準まで改善した。夏季賞与が3年連続の前年比プラスで一人当たり支給額が2年

連続で過去最高となったとの報道もあり、雇用・所得の緩やかな増加に支えられた個人消費の底堅い動きが継続しているようである。また、設備投資関連でも、6月の工作機械受注が2桁の伸びを示し、今年上半期の受注額は前年比+16.2%とバブル期並みの水準に達している。その中で、6月の実質輸出は、全体としては5月に続いて高めの伸びを示したが、中国向けはまだマイナスであったほか、生産は医薬品を主因にマイナスだった。この辺りは要注意の指標と思う。景気判断としては前回会合時と同様、国内経済は、設備投資、個人消費の順調な拡大により緩やかな回復を続けており、原油価格や海外経済など幾つかの不透明要因を抱えつつも、着実に踊り場脱出に向っていると考える。三点程手短かにコメントさせて頂く。

まず、7月21日の人民元制度改革であるが、この改革に対して主要国は一斉に歓迎の意向を表明しており、また公表以来、発表直後の米国市場でトリプル安の反応がみられたが、各金融市場において大きなショックは発生していない。今後の中国政府の運営の方向性は明らかではないが、柔軟な方向に向けての第一歩を踏み出したものとして評価したい。約1か月前の6月末のASEM財務相会合において、温家宝首相が示したとされている3原則、主体性、制御可能性、漸進性は、7月23日の周行長のテレビ会見でも言及されたようで、中国政府はこの3原則に沿った運営を目指していくものと考えられる。4月以来の反日デモに続くこの人民元改革によって、日本企業の中国戦略にも若干修正の動きがみられると思うが、海外経済、日本経済への影響を十分注視していきたい。

二点目は企業の4~6月業績開示が続いていることについて。市場予想も含めて考えると、資源・素材価格上昇の恩恵を受けた鉄鋼・商社や内外販売が好調な自動車が好調を持続した一方、総合電機や半導体などはデジタル家電販売不振、あるいは価格下落によって厳しい状況のようである。IT関連は下期に回復を見込んで、通期では増益を見込む先が多いようであるが、IT需要の先行きを占う意味で注目していきたい。

最後に物価に若干関連するが、レギュラーガソリンの給油所店頭価格は7月11日に約11年振りに125円台の高値水準に乗った。中東と日本を結ぶタンカーの運賃も上昇して、コスト上昇要因となっているようである。また、電気料金は、昨年10月以降5%強の値下げを行って、コアCPIマイナスの一つの要因となっているが、今週中に6月の通関価格が確定する予定であるが、燃料費調整制度に基づき、4~6月の原油高によって、本年10月以降、昨年10月の引き下げ後の水準対比で2%強の引き上げになる模様である。値下げが地域毎に10月、1月、4月と段階的に行われたので、これの影響の出方も段階的に出ていくことになるが、いずれにしても10月以降前年比プラス要因に変わっていく可能性が高いと思う。

次に金融政策であるが、次回会合まで「なお書き」も含め現状維持が適切と考える。報告にあったように、前回会合以降も短期金融市場は平静に推移しており、金融機関の資金需要が弱い状況が続いている。国債買現先、短国買入や期間の短い本店手形オペなどで、札割れが常態化しているという説明であったが、長めの期間の全店手形オペでも札割れが続発して、ゴールデンウィークを越える長期のオペも札割れとなった。この間、CPや短国など個別市場に係るオペの頻度の正常化や短国買入オペにおける銘柄別買入れ限度の引き下げなど、市場機能の維持に配慮しながら目標残高を維持した金融調節の努力は評価したいと思う。

今後、8月の8日、9日に予定されている次回会合を挟んで、8月中旬に掛けて国債発行や税揚げなどにより、相当額の資金供給が必要となる見通しのようである。引き続き市場機能の維持に配慮しながら当座預金残高目標の維持に努めるとともに、結果として目標の下限を下回る場合には、極力早期に目標のレンジ内に戻すよう調節をお願いしたい。また、今回は6月よりも長く下限を下回る可能性があるようであるが、これは量的緩和政策の枠組みの変更につながるものではなく、その枠組みを円滑に維持するためのものであることについて引き続き理解を求めていくことが必要と思う。

今後、金融システム安定化の結果として、当座預金残高目標の継続は一層困難となることが予想される。前回会合においても二人の委員から提案があり、今回も提案があった当座預金目標の引き下げについては、市場関係者の間ではそれが量的緩和政策の枠組みを変えるものではないという理解が進みつつあるように思う。私としては、当面現状維持が適切と考えるが、量的緩和の枠組みを維持しつつ、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との理解を得ながら、慎重に当預目標を減額することは引き続き選択肢の一つとして考えて行きたい。以上である。

福井議長

これで全ての委員からのご発言を頂戴した。前回の会合以降新たに発表された指標があまり多くないこともあり、各委員とも前回持たれた経済情勢に関する判断を大きく修正はしておられないと受止めさせて頂いた。簡単に申し上げれば、海外経済の拡大が続いている。そして国内の経済についても踊り場脱却に向けて着実に回復を続けている、こういうご判断であったかと思っている。欧州について触れられた方はほとんどいらっしゃらなかった訳だが、執行部の報告等を合わせて考えると、欧州の方は引き続きやや停滞感の強い状況を引きずっている一方、米国、中国に関しては比較的順調な拡大が続いている。米国については先般、FRBの議会への政策報告があったが、その中で包括的に述べられているとおり、潜在成長率近傍での景気拡大が続いているということのようである。実際、個別に発表されている指標を見ても、FRBのレポートを裏付けるような指標が続いているということではないかと思う。中国の方もGDP統計は高めの数字で続いており、これも内外需がともに力強い拡大を続けているもとでの、結果的成長ということではないかと思う。中国の中では再び固定資産投資の伸びが幾分上昇していることを示す統計も出ているようであり、調整圧力が加わりながらも、結果としてはかなり力強い拡大が続いているのではないかと思う。東アジアの各国につ

いては個別にそれぞれ問題も含みながらだが、総括してみると、全体として景気拡大がなお続いているという感じのようである。この間、中国人民銀行による人民元制度の改革措置の発表があった。切上げ幅は 2%程度と小幅にとどまったということで、マーケットの方はこの影響を比較的短期間のうちに取り敢えず吸収済みという形になっているようだが、今後、この新しい制度を人民銀行がどういうふうに運営していくか、そのところはマーケットのみならず世界中の人々がこれから注目していくということになると思う。長い目でみて中国経済のよりバランスのとれた持続的な成長、そして世界経済とのより調和のとれた姿という方向性に沿ったものであるという点では高く評価されるべき措置であると理解されていると思う。国内経済はあまり新しい指標が出ていない。輸出等の動きについては皆様方の表明されたご意見のとおりかなというふうに思っている。個人消費の面では、夏のボーナスは大企業を中心に比較的良さそうだということであるし、その他百貨店売上高、家電販売などの個別指標を見ても底堅く推移しているということで、日本経済は外需と内需のバランスが比較的良くとれた形で先行きについても良好な見通しを持ち得る可能性が強まってきているということではなかったかと思っている。なお、物価について今回はあまり多くのご指摘がなかった訳だが、消費者物価指数の前年比は、当面なお小幅のマイナス基調が続くという前提でのご議論であったと思う。年末から来年初めに掛けてCPIの上昇率がプラスに転じる可能性がより高まっているという前回の判断をそのまま今回も維持できるということではないかと思う。金融政策の運営については、多数の意見は 30 兆～35 兆円程度という流動性供給の目標値を据え置く、「なお書き」についても修正しない、こういうご意見であったと思っている。金融機関の流動性に対する需要はトレンドとしてなお低下傾向。従って、当面 7 月末、8 月上旬という辺りを展望すると、資金需給全体の振れの中で改めて下限割れが生じる可能性がかなり強まっているということだが、それを前提としても、なお多数意見は現在の政策運営方針を維持しよ

うというご意見であったというふうに思う。お二方からはやはり減額修正の必要があると、ほぼ前回までと同様の趣旨でそういうご意見があった。なお、水野委員からは将来の枠組み修正の時に当然我々が直面する様々な問題点についてご指摘があって、これらの点についてはその時になって急に考えては間に合わないというのはご指摘のとおりだろうと思う。かなり前の段階からこれを咀嚼しつつ政策的なものの考え方を築き上げていかなければならない。これは重要なポイントだというふうに思った。取り敢えずそのようなところだが、改めて各委員方で追加的にご発言があればどうぞ願います。特に本日は宜しいか。

水野委員

二つ程大きな方向感をシェアした方が良いのかなと思っていることがある。一つは、前回の短観を受けて展望レポートのシナリオ、政策の枠組みの変更についてある程度視野は開けてきた。その中でもうそろそろ今をどう位置付けていくかを議論する方が建設的ではないかと思う。私は入行してからずっとそう言っているのだが、そろそろ皆さんも同じ発想になってきたのかなと感じる。今日少し長めの話をさせて頂いたが、受身的な対応とトーンを下げるのも私はあと2~3か月しかもたないのではないかと思っている。景気指標自体が、ポジティブな動きになってきたと感じており、そこはもう一回シェアしておいた方が良いかと思う。あとは海外経済について、今年は減速、減速と言いながらアメリカの金利を見てもそうだが、減速というよりもやや上振れているという可能性がある。少なくともマーケット・コンセンサスからはかなり上振れていて、エコノミストも慌てて上方修正している。我々にとっては想定通りなのだが、今日もお話を聞いているとアメリカについてはグリーンズパン議長は当たっていたなというお話があって、良い方に上振れているということだと思う。日本経済の持続性についてもまた、やや自信を深めて良いのではないかと、そのような感じを受けたのである。そう

すると、結局同じことを申し上げることになるのだが、より長い話を少し頭に置きながら議論していった方が建設的ではないかという気がした。

福井議長

議論の中身は二つのカテゴリーに分けられるのではないか。一つは金融機関の流動性需要が趨勢的に後退する、マーケットのコンディションが変わる、それに対して受身、あるいは現実的にどういう対応をするかという系列と、もう一つは我々の経済・物価に関する標準見通しというものを下敷きにものと考え、この標準見通し通り経済・物価情勢が今後進展していくと考えた場合の、いわゆる枠組み修正の姿、形というものを念頭に置きながら、その前段階からどのようなことをやっていけば良いのかという、この考え方の整理が要る。この二つの性格は別物である。だが、時の流れの中で両方は時系列に重なってくる可能性もあるし、世の中の人々が見る目もその両方が接近してきて、むしろ早く日本銀行として整理してものを言っていないと、あるいは必要なことを言っていないと、かえって理解が難しくなる可能性があるということだと思う。今日、水野委員がおっしゃったことも、出発点としては後の方からお話しになって、この議論の本質のところを突かれたと思う。今日、どういう結論が出るかはともかくとして、我々もこのところは本当に真剣に検討し、物事を構築していかななくてはならない、そういう段階に段々入ってきているということかと思う。

水野委員

私が言うのは失礼だが、前回の福井議長の記者会見は非常に良くロー・キーで纏められていた。市場はもっと楽観的な話をされることを期待していたようである。非常に言葉を選ばれて喋って頂いたという感じがあり、そういう意味で我々に自由度があるという感じを得た。あまり走ってしまうと後で足許を掬われてしまう惧れもあり、良い話は良い話と受止めながら次の選

扱をしていくということが適当なのではないか。

福井議長

我々のものの考え方がしっかり構築される前は少なくともロー・キーでプレゼンテーションしながら自由度はフルに持ち、しかし物事に確信が持てればそれは大胆にやっけていかななくてはならない、こういう行動ではないかと思う。

水野委員

非常に良かったかなと思った。

福井議長

では宜しいか。それでは政府の方からご意見を頂戴したいと思う。まず上田副大臣からお願いします。

上田財務副大臣

我が国経済の現状をみると、景気は弱さを脱する動きがみられ、緩やかに回復しつつあるが、デフレは依然として継続していると認識している。また、高騰を続ける原油価格が我が国経済に与える影響については、引き続きその動向を注視していく必要がある。さらに今般の中国当局による人民元の為替制度の変更がもたらす我が国経済への影響についても、注意深く見守る必要があると考えている。このような経済状況のもと、民間主導の景気回復を持続的なものとし、デフレから脱却することは、最も重要な政策課題であり、日銀におかれても、デフレ克服に向けて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明確に示して頂くとともに、技術的観点から付記された「なお書き」については、その趣旨に従って引き続き適切な運用を図って頂きたい。そのように考えている。以上である。

福井議長

では浜野内閣府政策統括官からお願いします。

浜野内閣府政策統括官

景気の現状については、弱さを脱する動きが見られ、緩やかに回復している。一方、金融面ではマネーサプライの伸び率が1%台で推移しており、また、物価動向を総合的に勘案すれば依然としてデフレ状況にある。政府は、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とする事としている。日本銀行におかれては、実体経済が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

ただ今の政府のご意見に対して各委員方からご意見ないしコメントがあればどうぞ遠慮なくおっしゃって頂きたい。

水野委員

確認したいが、2006年目標が名目2%成長というのは変わっていないということか。

浜野内閣府政策統括官

然り。改革と展望、それから基本方針で確認をしている。

水野委員

この位置付けは目標ということか。

浜野内閣府政策統括官

そのように見込んでいるということである。

福井議長

宜しいか。それでは金融市場調節方針の議案の取り纏め、ならびに採決に移りたいと思うが、議長としては皆様方の多数意見を踏まえながら次回決定会合までの金融市場調節方針については「なお書き」を含め現状維持ということで提出をさせて頂きたいと思う。他に議案提案の方は恐らく福間委員と水野委員があると思うので、両委員から議案を出して頂きたいと思う。議長提案も用意をして頂きたい。なお、議長提案なのだが、従来の調節方針の公表文では全員一致か、あるいは賛成多数かということをはっきりと明らかにしていたが、今回の提案では賛成〇票、反対〇票というふうに票数についても、従来必ず記者会見の場で聞かれるものだから、そこで答えるというよりは初めから透明性向上という趣旨も込めてここに記入してはどうかということで一応提案させて頂いている。

[事務局より議案配付]

内田企画局企画役

それでは読み上げさせて頂く。

まず福間委員案である。「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。」。

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。」。続いて別添、公表文案である。「2005年7月27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○反対○）。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

それでは議決に移るので大変恐縮だが一時ご退席をお願いします。

[政府からの出席者退室]

まず、福間委員案から願います。

[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

水野審議委員

西村審議委員

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

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

当案はお聞き及びのような票数で否決となった。続いて水野委員案を願います。

[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

中山政策委員会室長

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

当案も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します。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

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

中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 7、反対 2。賛成多数である。反対は福間委員と水野委員である。

福井議長

それでは賛成多数ということで議長案を可決させて頂いた。福間委員、水野委員、もし追加的にあれば。宜しいか、もう提案が明確であるので。それでは白川理事と金融市場局長におかれては調節が益々厳しくなっていると思うが、今日決められた方針に則って適切に調節をして頂きたいと思う。宜しくお願いする。では政府の方を呼んで欲しい。

[政府からの出席者入室]

議長案が賛成多数で採択された。

IV. 閉会

福井議長

それでは今日は他に議題は予定していない。次の決定会合は大変暑い中だが8月8日、9日、月曜、火曜の二日間を予定している。宜しくお願いする。なお、いつも申し上げているが決定会合における議論の内容はご自身のご発言も含めて厳に出席者限りである。議事要旨、それから議事録という一定の

ルールに沿って開示する扱いとなっている。決定会合への信認確保の観点から、この場にいらっしゃる皆様方には厳正な機密管理をくれぐれもお願いしたいと思う。それでは本日の会合は閉会とする。

(11時33分閉会)

以上