

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2005年9月7日（14:00～16:06）

9月8日（9:00～12:26）

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 眞（ " ）

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 杉本和行 大臣官房総括審議官

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

企画局参事役

鮎瀬典夫（8日9:00～9:23）

企画局企画役

内田眞一

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

山田泰弘（8日9:00～9:23）

企画局企画役

加藤 毅

企画局企画役

正木一博

金融市場局企画役

坂本哲也（8日9:00～9:23）

I. 開会

福井議長

それでは金融政策決定会合を開催する。

(14時00分開会)

今日と明日と二日間の会議である。そのうち今日は、金融経済情勢に関する執行部からの説明を聞いて若干の質疑応答をしたいと思う。明日はいつもにはない議題として一つ、担保掛け目等の見直しの実施、それから手形買入オペの取引方式の見直しがある。その他通常通り、金融経済情勢についての討議、そして金融政策についての討議と決定を主たる内容としたかと思っている。今日は、政府の方から財務省杉本総括審議官にお越し頂いた。内閣府からは浜野政策統括官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いする。いつも申し上げているが、会合の中でのご発言は全て記録をさせて頂く。委員及び政府ご出席のご両者におかれては、そのことを踏まえてご発言頂ければと思う。早速、議題に移りたいと思う。金融経済情勢に関する執行部の説明。最初に、金融調節と金融・為替市場動向について、白川理事と中曾金融市場局長からお願いする。

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）

中曾金融市場局長

それではお手許の資料（追加）に沿って説明する。まず図表1-1、日銀当座預金の残高であるが、8月の初めに3日間程ターゲットの下限を割り込んだのだが、その後はレンジ内に復元していて、15日の年金定時払いの後は下旬まで概ね32兆円ないし34兆円台と比較的高めの水準を維持している。9月に入ってから、財務省の国庫金管理の効率化の一環として、従来では月末であった交付金の支払が2日の税揚げ日に当てる形で前倒しで行われたため、月初の資金不足が均されている。このため、この時

期の当座預金残高の振れは小さくなっている。この間、オーバーナイト・コールレートであるが、 $1/1,000\%$ でずっと推移していて、短期金融市場は極めて落ち着いた地合いが続いている。次に、図表 1-2、日銀当座預金の保有状況をご覧頂くと、都長銀が足許 18 兆円になっている。このうちの約 9.5 兆円が統合を控えたメガバンクの保有分であり、両行は統合が無事に終わるまでは最低 8 兆円の当預を維持する計画と聞いている。続いて図表 1-3 で資金需給をご覧頂く。9 月の足許までの需給であるが、1 兆円の余剰になっている。ただ、この後月中では、約 3 兆円の余剰となる見込みである。8 月末の当預残高が 33 兆円、それから月中のオペの期落ちが -3 兆円であるので、3 兆円の余剰を前提とすると、本来何もしないでもターゲットの維持が可能となる計算になる。従って、オペの運営方針としては、国債買切りとか、短国の買入れとか、あるいは CP 買現先オペについては定期的に行う一方、手形オペのペースを絞り込んでいる。具体的なオペの運営状況については、次の図表 1-4 の方をご覧頂く。まず、年度末越えになっている全店手形オペについては、金利先高観に根差した好調な応札になっていて、落札金利も上昇している。8 月 23 日にオファーしたオペでは、従来のターム 10 か月だったものを 8 か月に短縮してみたところ、オペ先の間には資金需給面からみて今後オペの頻度が低下するのではないかと、あるいはオペのタームがさらに短縮されるのではないかと、そういった憶測が広がったため、応札倍率は 4 倍台となった。それからオペレートの方も、 $7/1,000\%$ まで上昇してきている。このように長めの資金を供給するオペに対する手応えはあるのだが、タームの短い資金に対するニーズはやはり資金余剰感が強く、相対的に弱い状況である。ただ、直近の、例えば本店手形買入オペの 8 月 18 日分であるが、こちらはある程度全店オペから滲み出しがあった。それから元々手形オペの頻度をかなり落としているので、ある程度の応札を集めて、札割れを回避している。因みに手形オペであるが、8 月 23 日に全店オペを打ってからオファーを行っていない。国債買現先オペ——これもどちらかと言うと割れやすいオペだったのだが——については、9 月末越えの資金需要がある系統機関など

が応札姿勢を積極化しているので、これまでのところ札割れは生じていない。ただ、このような資金需要が一巡した後は、やはり短めのオペは再び不安定な状態に戻る可能性があるともみている。短国買入であるが、これについては3Mとか6Mの短いタームの短国の需給はかなりタイトであるため、8月26日のオペは札割れしている。これを受けて、9月2日からであるが、オファー額を従来の6,000億円から5,000億円に減額している。一方、吸収サイドであるが、年金払いなどで当座預金が積み上がる局面においては、売手オペなどを実施して上振れを抑制している。以上のようなこれまでのオペの入り具合、今後の資金需給を前提とした場合の9月末の当座預金の残高の姿についてであるが、吸収オペを適宜併用することによって、ターゲットのレンジ内の上限に近い水準で収めることができるのではないかと現時点では考えている。調節は以上であって、図表2-1で金融為替市場の動向のうち(2)ターム物のレート等の推移についてご覧を頂く。短国レートを少しご覧頂きたいのだが、景況感の改善を背景とした金利の先高感が出ている。TBの1Yであるが、8月の中旬に掛けて13/1,000%から15/1,000%位まで上昇している。ただ、その後は先高感が幾分後退したため、足許は8/1,000%まで低下している。一方、3Mや6Mなど短いゾーンについては、オペで長めの資金を調達した先がいわゆるキャッシュ潰し的に運用ニーズを強めているので、金利は1/1,000%まで潰れている。これを映じてFBの3Mは、8月31日の入札に続いて、本日の入札でも100円入札となっている。図表2-2、金利観の変化によって金先レートも動いている。(1)のグラフで示しているのは、フォワード・レート・カーブである。まず破線で示しているのが前回の決定会合の時のカーブであるが、踊り場脱却宣言後、×印のところまで上方シフトしている。その後はアメリカの景気指標の予想比下振れなどを契機に下がり始めていて、結局、足許では太い実線で示しているが、前回決定会合をむしろ下回るところまで低下している。(2)のグラフ、これと呼応して量的緩和継続期間に関する市場参加者の予想も一旦短くなった後、足許再び長期化している。続いて図表2-3だが、このように8月は結構金利観が変

化したために、(1)のグラフで示すように、金先の出来高が膨らんでいる。グラフの右の方がかなり上に振れている。この出来高を限月別に見たのが(2)のグラフであるが、一番右端の棒に表われているように、白抜きのところが中心限月であるが、それより先のいわゆる期先物の出来高が増えているというのが8月の特徴である。時系列的に動きを振り返ってみると、8月の半ばに掛けては景況感の改善と、それを背景とした来年度以降の量的緩和解除観測、こういったものからまず外国人が先物のポジションを大きくショートに傾けた。その後8月末以降であるが、アメリカの景気の先行き懸念が広がったことを契機に今度は一転して、ショート・ポジションを巻き戻す動きが広がっている。この動きに乗じて、テクニカル系などと呼ばれるより短期筋が、ロング・ポジションを膨らませたこと、これなども金先の出来高、あるいは金先レートの低下を増幅させた可能性があるともみている。こうした点からみると、図表2-2で示した金先レートの低下であるとか、あるいはこれに伴う時間軸の長期化は、金先ポジションの振れの大きさによってやや誇張されている面があるのではないかと考えている。続いて図表2-4、長期金利の動きであるが、前回決定会合以降10年債でみると、一旦1.485%というところまで上昇した後反落し、足許では1.3%台前半で推移している。金利低下の背景であるが、第一はアメリカの景気減速懸念である。具体的には、8月末以降に発表されたアメリカの景気指標の一部が予想比下振れをしたこと、それにハリケーン「カトリナ」の影響が追い討ちを掛ける形で、アメリカの利上げ期待が後退して、長期金利が低下している。このことにやや過度に焦点が当たる形で債券市場では買いを誘発したというふうにもみている。それが第一の要因である。第二の要因は底堅い需給という点が挙げられると思う。つまり金利が上昇したところを捉えて、例えば銀行は押し目買いを入れている。それから一部の機関投資家も長期債投資を積極化させている。そういった点を挙げるができると思う。さらには9月であるが、5年債を始めとする国債の償還が多いことも需給をタイト化させている一つの要因と考えている。続いて図表2-7(1)のグラフである。これは直近のサーベイであるが、市

場参加者が注目する債券利回りの変動要因をご覧頂くと、(1)のグラフの右端であるが、この棒グラフに示すように、株価、それから金融政策、物価動向に対する注目度が増しているということが言えると思う。これらの要因はいずれも(2)のグラフから金利上昇要因として意識されている様子が窺える。このように足許長期金利は確かに低下しているが、債券市場には金利上昇警戒感というのが依然として残っていると思う。ただ、警戒感と言っても、元々景気回復ペースは緩やかだとみられているうえ、当面は先程申し上げたように、債券需給は割と底堅く推移するという見通しであるので、金利が上昇するとしても緩慢なものにとどまるというのが大方の見方のようなのである。続いて図表2-8、クレジット市場の動きであるが、我が国では社債スプレッドもCDSプレミアムも横這い圏内の動きと言って良いと思う。従って、金利観の変化による影響は、これまでのところ日本のクレジット市場では観察されていない。続いて図表2-9、株価の動きである。株価は前回決定会合以降、かなり大きく上昇している。(2)のグラフであるとか、あるいは(3)のグラフで示しているように、この間、海外の株価は比較的落ち着いて、伸び悩んでいたにもかかわらず、日本の株価は、日経平均で見ると12,600円付近まで、ほぼ4年振りの水準に到達している。上昇の背景は、基本的には景況感の回復ということを目指できると思うが、これまでやや出遅れ感のあった日本株のうち、内需関連株を中心に主として外国人に買い上げられているといった構図になっていると思う。特に、外国人の買いが集まったのは銀行株であって、銀行株は元々TOPIXなどに比べてアンダーパフォームをして出遅れていたのであるが、景気回復期待が強まるにつれて買いも集中している。外国人投資家は、景気が回復すれば貸出しが増える、それから金利が上がれば金利収益が増えると、こういったストーリーでどうも買っているようである。その外国人の投資家であるが、8月に入っても日本株買いはかなり底堅い。図表2-10(1)の表をご覧頂くと、海外投資家であるが、8月22日の週末までの累計で1.7兆円の買い越しになっている。投資家のネームには最近オイルマネーも聞かれている。いずれにしてもこの流入のペースは、これま

でのピークである2004年3月のペースに匹敵するものとみている。グローバル投資家であるが、このところ全体的にリスクテイク姿勢を多少積極化させているようであるが、各種サーベイの結果などから見ると、彼等は日本株を最も選好しているようである。そうした彼等の買うならまず日本株という投資スタンスが、最近の買い越し額に現われているとみている。外国人の日本株買いを支えているのは、基本的にはファンダメンタルズだと思う。マクロ景気動向は勿論その一つであるが、企業収益もサポート材料になっているのではないかと考えている。企業収益についてであるが、4～6月の企業決算は先行して公表していた電気機械などが今一つだったが、その後公表された鉄鋼、エネルギーのほか、小売、不動産といった内需関連の業種が好決算になった。このため、図表2-10(2)の右のグラフで黒三角印を付けた線で表われているように、2005年度の収益見通しは幾分上方修正されている。次に図表2-11である。問題はこの外国人の日本株買いがいつまで続くのかということであるが、真ん中左側のグラフを少しご覧頂くと、やや長いトレンドであるが、太線で示した日本株のEPSは、ほぼ一貫してこの間上昇してきている。一方、PERは低下をしていて、ほぼ海外株の水準に収斂してきている。こういったバリュエーション的に見た場合の日本株の割安感というのが、外国人の日本株投資を誘発したと考えられる訳である。ただ、極々最近のところを見ると、日本の株価が上昇しているのも、例えばこれは上のグラフの右端に表われているように、日本の株のPERは上昇してきていて、若干海外株との間で乖離を見せ始めている。株式市場であるが、元々高値警戒感もそろそろ出てきているので、外国人が利食い売りに走る可能性が市場では取り沙汰されるようになってきている。図表2-12で為替相場である。前回決定会合以降、8月の下旬まではドル/円相場について言うと揉み合いで推移した。これは、我が国の景気回復期待を背景とした円買いと、日米金利差の拡大見通しを背景としたドル買い、この二つの要素が拮抗していたからであるとみている。ただ、その後8月末から9月の初めに掛けてであるが、この辺の動きについては次の図表2-13をご覧頂くと、箱の中に付記しているが、幾つかの

イベント、例えば8月30日に公表されたFOMCの議事要旨とか、アメリカの景気指標の予想比下振れ、さらにはハリケーンの「カトリーナ」の影響で、日米金利格差拡大のシナリオが少し揺らぎ、ドルが売られがちになっている。ドル/円について言えば、今109円まで円高が進んでいるし、ユーロについては、今申し上げたような要因に加えて海外中銀筋、あるいは産油国筋のユーロ買いも重なって、1.25 辺りまでユーロ高が進んでいる。これに伴って、図表2-14のアジア通貨の対ドル相場の推移のグラフでは、8月の半ば以降、ドルに対して売られがちであったアジア通貨もグラフの右端の方に示しているように、極く足許では反発している。最後の図表2-15である。足許のIMMポジションをみると、(1-1)のグラフ——これは円であるが——、8月の下旬であるが、インドネシア・ルピアを始めとするアジア通貨安の煽りで、ショート・ポジションが一時的に膨らんでいるが、これは8月30日時点であるが、恐らくその後は縮小していると思う。目先は、日本については衆議院選挙、それからアメリカについては景気の先行きを見通すうえで注目度が増しているFOMCを控えているので、ポジションをどちらかに大きく傾げにくい状況になっている。このようなことから、目先はどうも恐らくレンジ内の動きになるとみられている。その先は不確実性も大きくて見通しにくいのであるが、日本のファンダメンタルズが引き続き良ければ、日米景況感の格差の縮小であるとか、あるいは量的緩和政策の解除、そういったものが次第に意識されるに伴って、緩やかな円高が進むのではないかという見方も市場では聞かれるようになってきている。

以上、見てきたように景況感回復の後、金先とか債券市場では「カトリーナ」の打撃を受けた米国経済についてのやや悲観的な見方から長期金利が低下している。一方、株式市場では、日本のファンダメンタルズが本物とみる外国人の旺盛な買いから上昇するという、長期金利と株がやや相反するような動きを辿ったのがこの1か月間の特徴であったというふうに思う。私からは以上である。

福井議長

どうぞご質問、あるいはご意見がありましたら。

福間委員

堀井国際局長の方に質問するのが良いのかもしれないが、最近の円相場は、色々と細かい動きはあるものの、ステディである。この背景としては日米の金利差も一因との説明があったが、勿論そういった要因もあるのだが、これはこの席上でも時々議論が出るように、個人あるいは機関投資家のポートフォリオ・インベストメントが増えたことも要因としてあるのではないか。その中で、特に最近目立っているのはインドだけであるが、そういった状況は定量的に把握しているのか。

中曽金融市場局長

我々がモニタリングしている中では、例えばインドの株式を組み込んだ投信がどの位かというのは、なかなか定量的に掴みにくい。ただ、それが円売りのフローとなっているという話は聞いているので、割と継続的に出ているのではないかとみている。

福間委員

インドの株式は流動性があまりないため、売る時はストーンと落ちてしまう。ある調査によると、個人投資家の10人に1人はそうしたインド株を買っているといった話もある。

中曽金融市場局長

従前は、どちらかと言うと、ソブリンボンドが組み込まれた毎月分配型のものが多かったと思うのだが、多少、投資対象の裾野が広がってきているのかもしれない。

岩田副総裁

一点宜しいか。株について、外国人投資家に基本的に当てはまると思うのだが、日本の株式市場にはアメリカなど他の国と比べて出遅れ感があるので投資を増やしているのではないかという説があった。今はP E Rなどを見ても結構良い水準まで来たと思うのだが、これからまだ上昇トレンドが続くかどうかは、やや不確実と思う。金利の方はむしろ原油価格に反応して、むしろ下がっており、先行きむしろ景気全体としては少しマイナスのメッセージを受けているような気がしており、そうすると株にもいずれそこが伝わってくるような気がするのだが、この辺りは如何か。

中曾金融市場局長

先程の私の説明でその辺のニュアンスを少し滲ませたつもりであるのだが、かなり良いところまできているので、高値警戒感自体は出てきている。レベル感が達成できたところで利食い売りなども小規模であるが出てきている。今後、そのきっかけになるのが何かというふうに市場で言われているかと言うと、一つは衆院選が終わった後は結果にかかわらず調整売りみたいなものが一旦は出てくるのではないかとか、あるいはファンド筋の決算期と言われている11月末が近付くと売りが出てくるのではないかとといったことである。色々言われているので、どうもどこかで一回は調整が入りそうだなと皆が思っているような感じは確かにある。どの位の規模かというのは、彼等が例えばP E Rの乖離とかをどう判断するかだと思う。

水野委員

ヨーロッパの株などを見ていると、まだまだという感じがするが、ファンダメンタルズではどちらが良いかというところ…。

岩田副総裁

ヨーロッパのP E Rがあれ程低いのは、やはり収益が相当改善しているからと考えて良いのか。

中曽金融市場局長

そこはよく分からないのだが、リスク・プレミアムも作用しているのかもしれない。

岩田副総裁

金利の方の差も関係しているのか。

水野委員

10年債だと3%で長期金利が下がり過ぎたため、株がまた見直されている。

中原委員

欧州株のPERが低いのは長期的な傾向なのか。

水野委員

ずっとである。新しい話ではない。

中原委員

欧州のPERが他国に比べて低いのは、やはりある種のプレミアムなのか。この図を見ても、2001年頃から一貫して一定の幅で低い状況が続いている。

中曽金融市場局長

基本的にはやはりプレミアムの要因であるとか、ファンダメンタルズであらう。その辺が株価に割と素直に出ているということなのではないだろうか。

水野委員

あとはM&Aだろうな。

中原委員

オイル・マネーが日本株に回ってきているという話であるが、これは結局欧州のファンドを通じて回ってきているのか。

中曾金融市場局長

欧州経由で入ってきているものが多いと思う。

須田委員

堀井国際局長に聞いた方が良いのかもしれないが、先程出た為替レートの問題についてであるが、FOMCの議事要旨が円高要因であると言われている。私が読む限りは別にインフレ懸念が特に強く出ている訳ではなく、なぜ市場が騒ぐのかという気がするのだが、どういうふうに読めば良いのか。結局は議事要旨をアメリカの景気悪化要因として読んだということなのか。

中曾金融市場局長

然り。一段と上昇しているエネルギー価格が消費にとって大きな足枷になるのではないかということである。消費への懸念というのが意識されていると思う。振り返ってみるとそれが一つのきっかけになったというところがあると思う。それ以外にも幾つか言われているところがあるのだが、基本的に市場が注目している部分というのは、消費への影響である。それに、それが出た後にたまたまこのPMIであるとか、ISMの製造業——結構これは水準としては悪くなかったのかもしれないが——が、予想に比べると悪かったというようなところが重なった。これも今から見るとやや悲観的に受止められ過ぎているのではないかと思うのだが、それが例えば金利先物市場などに現われて、ドル円相場にも跳ね返っているという

ことが、恐らくこの間の動きだと思う。

福間委員

ハリケーンに関するCNNの報道効果ではないのか。これを契機に、マーケットでは、Fedが金利引き上げを一時ホールドするのではないかという見方が出始めた。

中曽金融市場局長

然り。そういう映像効果もあったと思う。

福間委員

然り。あの悲惨な映像を見ていると、そういう見方が一時マーケットにもあったことがある。

福井議長

宜しいか。それでは海外経済情勢について、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

それでは本日配付したお手許の資料、決定会合資料（参考計表）（追加分）に沿って説明する。図表1-1でアメリカの主要経済指標を確認したいと思う。いつものとおりシャドーが掛かっているのが前回会合以降判明した計数である。ご承知のとおり8月末にハリケーン「カトリーナ」がアメリカのルイジアナ州、ミシシッピ州に多大な人的・物的被害をもたらし、原油価格の一段の上昇を引き起こした。ハリケーン「カトリーナ」がアメリカ経済、さらには世界経済に及ぼす直接、間接の影響が懸念されるところだが、この点については後で述べるとして、この図表1-1にある計数は全てカトリーナ以前の計数である。全体としてアメリカでしっかりした

景気拡大が続いてきた姿を示していることを、まず計数に沿って確認したいと思う。少し古い話になるが 1. 第 2 四半期の実質 GDP は僅かに下方改定されて +3.3% 成長となった。内容的には先月報告したとおり最終需要が堅調な拡大を示す中で、輸入が増加するとともに自動車、それから石油関連の在庫投資が減少したことから、潜在成長率並の成長となった訳である。その後の主な需要項目に関して見ると、3. 実質個人消費だが、7 月は前月に続きかなり増加している。これは 6. 自動車販売が、大幅なメーカーの値引きによって大きく増加したことを反映している。その後、8 月については 6. 自動車販売に鉤カッコで示している業界速報、これに大型トラック分の 30~40 万台を載せた 1,700 万台程度になった模様である。既往二番目の高さであった前月から減ってはいるが、ガソリン価格の上昇にもかかわらず、メーカーの値引き戦略の下支えもあってそこその水準を保っている。8. 住宅着工についても 7 月も 200 万戸を超える高い水準を維持した。企業投資に関して 9. 資本財受注を見ると、6 月増加した後、7 月は減少している。さて、供給サイドに目を転じて 11. ISM だが、先程も話が出たが 7 月に上昇した後、8 月は 6 月並の水準に戻しているが分岐点の 50 を上回っている。また、昨日出た非製造業は 65 と、50 をかなり上回っていて、景気拡大モメンタムの強さを示している。14. 失業率だが、8 月には 4.9% と 2001 年 8 月以来 4 年振りに 5% を下回った。また、15. 雇用者数は 7 月、8 月を平均すると、その第 3 四半期の欄にもあるように 206,000 人としっかりしたペースで拡大している。この間、労働市場への参加率も上昇している。つまり、労働供給が増加する中で、それ以上のペースで労働需要が拡大しているということである。にもかかわらず物価に関しては 16. PPI、17. CPI、全体はエネルギー価格の高騰から上昇しているが、コアについてはこれまでのところ安定基調に変化が窺われない。このように、しっかりした景気拡大が続くもとでハリケーン「カトリーナ」が大きな被害を出した訳である。この影響について図表 1-2 である。カトリーナの被害状況については、まだ確たることが分からない訳だが、現時点では犠牲者が数千人以上、経済損失は 1,000 億ドル、その

うち 1/3 程度が損害保険でカバーされるといった推定が平均的なところである。過去の大型ハリケーンの襲来を調べると、その後の経済活動に然程大きな影響は残さなかった訳だが、今回は石油関連施設の被害が大きく、悪影響が心配される場所である。メキシコ湾岸地域にはエネルギー関連施設が集積している。アメリカの原油、天然ガス生産の全体の 2 割強、それから石油精製能力の 5 割弱を占めている。このうち、昨日段階で原油生産の 6 割弱、石油精製の 2 割～3 割が停止していると言われている。また、パイプラインの方は輸送能力の 8 割強の操業水準ということである。それなりのテンポで復旧は進んでいるが、大方が復旧するまでにはなお時間が掛かると言われている。そうした状況下、原油価格、石油製品価格も図表 1-2 にあるように一旦急騰し、WTI はほぼ 70 ドルとなった。その後、メキシコ湾岸の石油施設の復旧、それから IEA 加盟国による備蓄の協調放出などを受けて幾分軟化しているが、それでも 65 ドル前後の高値が続いている訳である。アメリカのガソリン価格もこのように供給制約が意識される中、1 ガロン 3 ドルを超えたところであるし、一部のスタンドでの売り切れも出ている模様である。カトリーナ被害のアメリカ経済への影響だが、生産、所得の減少に伴う景気下振れ圧力が出る一方で、復興需要が顕在化する。それにつれて、その分が需要の追加になるといった短期的な振れを生むと考えられるが、より持続的には原油、石油製品価格の高騰による家計、企業の実質購買力の毀損によって影響が出てくると考えられる。そして支出意欲の後退などがあると、それを通じてマイナスの影響が増幅されるかもしれない。そもそも被害規模自体が不明確な現状で先行きを見通すことは憶測の域を出ない訳だが、目下の市場関係者の中心的な見方を纏めたのが図表 1-2 の一番下である。つまり、「2005 年後半の実質成長率を低下させ、物価も上昇させるが、大きな長期的影響は残らない」というものである。ただ、少し突き放してみると、これは金融市場でインフレ期待が安定しているために、インフレ高進を通じた成長パスの長期的低下を、そもそも想定していないだけかもしれない。つまり、金融市場のいわばデイスインフレ慣れというものの反映かもしれない。そういった可能性

も考慮に入れつつ、アメリカ経済にスタグフレーションのリスクが高まっているか、引き続き検討して参りたいと思う。次に図表 2 だが、ユーロエリアの経済指標は 1. 第 2 四半期の実質 GDP 成長率は上方改定されて年率+1.2%となった。内容的には、在庫投資の寄与が実は+0.7%ポイントと高く、最終需要は弱い訳である。その後の情勢についても、11. 製造業 PMI だが、50 程度をずっと続けており悪化はしていないとはいうものの浮揚感に乏しい展開となっている。この間、物価に関しては、13. 生産者物価は 6 月、7 月とエネルギー価格の上昇を主因に前年比+4.0%の上昇となっている。14. 消費者物価についてはコアが前年比+1.3%と一段と落ち着いている一方で、エネルギー価格の上昇から、全体では前年比+2.1%となっている訳である。なお、ECBでは、9 月初めにスタッフの 2005 年、2006 年の経済予測を発表している。これによると原油価格の高まりなどを勘案して 6 月時点の物価見通しを上方修正する一方、実質経済成長率見通しを下に振っている。図表 3-1、1. 中国経済に関してだが、このところの基調に変化はない。強いて挙げるとすると 5. 直接投資流入額の実行ベースが第 2 四半期には大きなマイナスとなっていたが、7 月はマイナス幅が縮小している。実は前年同月の前年比というのは 50%増であったので、これを合わせて考えると直接投資の実行がある程度復調しているのかもしれない。2. (1) では NIEs、ASEAN の GDP が揃っている。概ね高い成長を記録した。しかし、タイに関しては実は前期が津波の影響で減少しているもので、その反動による部分が大きい。タイの個人消費の実勢は後で述べるエネルギー価格上昇を背景に弱まっているとみられる。図表 3-2、(2-1) 輸出を見ると、韓国、シンガポール、タイ、フィリピンなどで輸出の増勢が明確化している。いずれも IT の増加が寄与している。図表 3-3、(6) 消費者物価指数を見ると、韓国では食料品が高騰した前年の裏などからインフレ率が低下している。インフレターゲットを下回る情勢になっている訳である。一方、タイ、それからインドネシアといったところでは、エネルギー価格上昇の直接的、間接的な影響、それから食料品の値上がりというのも加わって、ここにあるようにインフ

レ率が高まっている。金融市場に移りたいと思う。図表4だが、アメリカの金融指標を見ると(2)株価は前回政策決定会合以降、原油価格の上昇などを嫌気して下落していたが、ハリケーン後は復興需要関連銘柄が買われて全体としても戻している。一方、(1)長期金利だが、経済指標に反応してやや低下していた訳だが、ハリケーン後は景気減速予想の強まりとFedの金利引き上げ予想の後退といったものから、さらに低下している。

(5)FF先物金利をご覧頂き、ここから金融政策に関する市場予想を窺うと、9月のFOMCで25bpの利上げがあるという確率は数週間前はフル、100%であったが、直近では8割程度の確率にまで後退している。それから11月のFOMCについては金利据え置きの見方が大勢となっている。25bpの利上げを行うとしても11月、12月のいずれかだという見方がほぼ半数。それもないという見方が半数となっている。つまり、年末のFFレートについては、4%に達しないという見方が半分を占めている。

なお、(3)、(4)のリスク関連指標については、ジャンク債のスプレッドが幾分広がっている。最後に図表5で欧州の金融指標を見てもほぼアメリカと同じ動きを辿っている。(5)ユーロ先物金利をご覧頂くと、ECBの金融政策に関しては、来年半ばまで金利据え置きとの見方が大勢となっている。なお、エマージング市場に関してだが、原油価格が上昇する中で産油国であるロシアの為替相場と株価は上昇している。さらにメキシコについては、ハリケーン被害の復興需要期待というのも加わって、株価は上昇している。一方、NIEs、ASEANの為替・株価だが、やはりこれらの経済のオイルに対する脆弱性というものが意識される中で総じて軟化している。とりわけインドネシアは、石油製品への補助金を通じて財政赤字が拡大するとの見方がインフレ懸念と重なって、先月下旬に為替が大きく売られた。このためインドネシア銀行は、8月30日に緊急利上げを実施するとともに為替市場対策を発表している。また、政府も補助金削減の方針を発表した。この結果、金融市場は目下のところ小康状態を取り戻している。また、昨日はさらに50bpの利上げというのを追加で行っている。日本、インドネシア間の第二次スワップの調印がたまたま先週東京で行わ

れた訳だが、これも市場に対して一定の心理的効果を与えたという市場関係者もある。以上、世界経済全体として景気拡大が続いているが、ハリケーンを契機に直接その被害に遭ったアメリカのみならず、アジアでも物価面、成長面に悪影響が少し気になるような情勢である。私からは以上である。

福井議長

海外経済についてご質問等があればどうぞ。

須田委員

一点質問させて頂く。ハリケーン「カトリーナ」の影響だから現時点では分からないということであろうが、海外の資料を見ているとルイジアナは全米第2位のポートであって、かなり色々な物の物流センターになっているということであるにもかかわらず、輸出・輸入に与えるマイナス面の影響についてあまり取り上げられていない。それは、マイナス面の影響はあまりないということなのか、それとも本当に現時点では分からないということなのか。

堀井国際局長

実は今読んでいたコマーシャル・バンクの分析にはそれが出ている。特にスチール、アイアンの陸揚げが非常に多いらしく、ここの影響も気にはなる。それから当然のことながら自動車部品等々の陸揚げも影響が出てくるのではないかと思うが、取り敢えず今はまだ一番インパクトの大きいところに集中しているということだと思う。

水野委員

穀物も。

堀井国際局長

然り。穀物輸出もそうである。

須田委員

同じサプライショック、供給制約という意味では中国のガソリンの問題等、供給面での制約の話を時々新聞などで見るのだが、その辺はどうか。

堀井国際局長

中国は油荒、油が乱れるという言葉を使っているようだが、市場で物が
ない、ガソリンがなかなか出てこないという状況である。上海から始まっ
て杭州、深圳でもかなりガソリン不足と言われていて、現地に行った人の
話を聞くとガソリンスタンドでの行列待ち 1 時間というのが常態化して
いるとのことである。ご承知のように中国には二つの大きな石油会社があ
るが、彼等の言い分だと「台風がきてなかなかタンカーの陸揚げが予定の
ペースで行かなかったの」ということらしい。ただ、色々な意見が出て
いる。そもそも中国のガソリンの国内販売価格が安いと、精製したものを
国際市場に輸出してしまうということが原因になっているという説も
ある。これに関しては国家改革発展委員会が取り敢えず通達を出し、9月
以降輸出を止めろということになっているので、その部分は緩和する可能
性があると思う。また、台風の影響もシーズンが終わればということにな
る。それでも、なおかつネックが出てくるとすると、やはり成長のペース
自体が速過ぎるということと、それからエネルギー全般ということになる
と去年から無理して掘削をしてきた結果、大型の炭坑の事故が相次いでい
る石炭の補完として原油をまた使っているという悪循環に入っているとい
うことがある。中国全体のシステムが色々な矛盾を抱えている中で、表
面に矛盾が一つ出る形でその原油の問題というのが出てきている可能性
もあると思う。これはもう少し先程の台風、それから通達の影響をみて、
収まるかどうか見ていきたいと思っている。

須田委員

今のところ物流とか自動車の販売に影響が出たという声は聞こえてこ

ないか。

堀井国際局長

物流はやはり滞っているという話がある。

岩田副総裁

一つ宜しいか。カトリーナなのだが、被災地域の原油生産、天然ガス精製能力は、これは全米の中でのシェアはどの位あるのか。

堀井国際局長

原油、天然ガス生産全体の2割強があな地域にある。

岩田副総裁

生産も、精製能力もか。

堀井国際局長

精製の方は5割である。

岩田副総裁

2割あってそのうちの半分位と言うと、1割位が例えば天然ガス、原油は全米でみると1割位がカットされていると。

堀井国際局長

精製の方は2割位である。

岩田副総裁

2割位がカット。それで備蓄の供給によって価格上昇は一応少し鎮まっているようなのだが、その効果は一回限りだな。

堀井国際局長

日量 100 万バレルであったかどうか少し忘れたが、その日量を 30 日間続けて出す。そして 30 日間続ける途中の 15 日のところで見直しをして、それで 30 日で切れて良いものか、延長するべきかという判断をする。こういうことになっている。

岩田副総裁

改修といっても、1 か月で直ぐ直るとは考えにくい。破壊の程度にもよるのだが。そうするとむしろ、やはり 1~2 か月は少なくとも掛かると考える方が普通か。

堀井国際局長

90%を超えるような稼働位に原油採掘、それから精製も、全てが戻ってくるにはやはり 3~4 か月掛かるだろうというのが、幾つかのソースの今日時点での平均的な見方である。実は去年はアイバンがヒットしたのだが、これが完全に最後の最後まで戻るのには 1 年掛かった。アイバンですらである。

平野理事

先程須田委員のご質問について、中国の原油の供給不足の原因と影響なのだが、絶対的な供給不足というよりは、原油価格が上昇している割には石油製品価格が低位に抑えられているという、いわば市場の歪みが原因で供給が不足しているということだと思う。対応としては、規制しているガソリン等の製品価格を上げることによって供給を引出すというオプションが一つ、中国当局としては残されているということだと思う。それを上げたという事実はまだないのだが、しかし、上がるであろうということを唱えているエコノミストは結構多い。同じ供給不足でも市場の歪みからくる供給不足であるということをし頭に入れる必要がある。すなわち、そのプライスによって解決は可能であろうと思う。

水野委員

インド、インドネシアなどはポンドを買ったな。ああいう動きというのはむしろ長い目でみると良いということか。

平野理事

これは少し状況が違ってきて——堀井国際局長が得意かもしれないが——、インドネシアの場合は要するにサブダイズしているのだが、中国の場合は直接のサブダイゼーションはない。これまでのところは、多少ラグはあっても製品価格の方が順次グローバル・プライスの方に収斂されていったということで問題が表面化していなかった。

水野委員

財政支出はしていないのか。

平野理事

直接的にはしていない。ただ、国有企業であるので、それは色々な形でサブダイゼーションが出ていると言えは出ているかもしれないが、直接的な補助金の支給はないと認識をしている。歪みがここへきて非常に大きくなってきた結果として、今の供給不足をもたらしたというのが基本的な構図であり、問題の構図がインドネシアとは違う。

福井議長

二大石油会社というのは両方とも国有企業か。

堀井国際局長

然り。

福井議長

中国の。

堀井国際局長

然り。ペトロチャイナとシノペックである。中国石油というものと中国石化というものである。

福井議長

赤字補填をしているのか。

堀井国際局長

赤字補填と言うのかどうか。

平野理事

表立ってはしていない。

須田委員

素材の方で儲かっているからということではないのか。

堀井国際局長

そうらしい。

福井議長

なぜか。

須田委員

素材の方は原油価格の上昇分を上乗せして利益を上げている。

福井議長

井戸を持っているから。中国人民銀行の幹部に「おかしいではないか」といつかここへきた時に言ったら、「いや、指導価格なのだ」と一所懸命強調していた。

平野理事

収益は良いのであろう。

堀井国際局長

然り。

平野理事

ただし逆鞘なのだな。

中原委員

今朝の日経新聞の一面トップ記事として、中国がいわゆるソフトランディング路線を修正し、成長スピードを加速することで、例えば所得配分の歪みといった社会問題を解決していこうという政策への大きな方針変更を行うという趣旨の記事が載っていたが、そもそも信憑性を含めてどうみているのか。

堀井国際局長

4 中全会は 10 月の初めに開催が予定されているので、それまではまだ色々なところで喧しく様々な意見が出てくるということだと思う。これは既にこの政策委員会でも議論があったように成長率は 10% でも良いのだ、11% でも良いのだという人は常にいるし、それからやはりスローダウンしなければならないという人もいる。4 中全会の中でそのコンセンサスができたとの話は私共は聞いていない。

福間委員

ハリケーンについては、先程少し説明の中にあつたように、1,500億ドル程度の復興費用を要すると言われており、復興関連業種を中心とした株価上昇に繋がった。こうした復興需要に対する最大の供給国はどこになるのか。そういった点についての情報はあつか。

堀井国際局長

一番明らかなのはメキシコのセメントメーカーの株が物凄く上がっていること。これは復興にはセメントが必要だとのことで、現地に近いところで上がっている。あとは一応、アメリカの場合、建設資材が考えられるが、そこに日本の鋼材などが入るかどうか、そこは聞いていない。

福間委員

日本のコマツなど建設機械に対する需要はまず間違いなくある。他のものについてはよく分からないが、意外に中国が世界の工場化しているから、昔であれば日本が受注していたものが中国に行く部分もあるし、あるいはASEANに行くこともあろう。サプライ・ソースは多様化していると言える。

堀井国際局長

それとオイルの関係では製油所である。これも福間委員がいつもおっしゃっているように、アメリカの製油所は古い。もう大体平均30年位経っているものがあつて、本来はもう少しリプレースしなければならない。その時に効率良く軽い油種、ガソリンというか、を沢山出すような転換を行うだろう。従つて、ちょうどこの機を捉えて石油会社はその方向で投資するのか、そこに連邦政府の政策が加味されるのか。多分その辺も今考えているのだと思う。

水野委員

先程、堀井国際局長が指摘したスタグフレーションのリスクについてであるが、私もスラックが小さくなっている点が気になっている。FOMCの議事要旨を見るとこれまでスラックについて書いてある。スラックがなくなっている一方、住宅価格が第2四半期は13%の上昇を続けていて、賃金も時間当たり賃金ではなく、ECIで見ると上がっているし、ストック・オプションその他を含めると企業が負担するコストはもっと上がっているという議論もある。そうした状況で先程から議論されているカトリーナの話について、追加分の図表1-2は結局復興需要の後に出てくる話、言い換えると最初に短期的に景気は落ちるのだが、その後復興需要やその他の要因で物不足、原油高になるということを指摘している。基本的にはスラックがない中で復興需要が出てくるとインフレーションの話になってくる。そういう意味では今、金利が下がっているので、金融政策の面では、多分Fedは金利を上げると私は思う。待つことのリスクが結構大きいのではないかと思っている。短期的なリスクは景気下振れだが、多分その局面が終わってみると、インフレのリスクが大きいということになるのではないかと思っている。今まで考えてもいなかったが、来年の米国におけるインフレの見通しを変える必要が潜在的に出てきたと少し思っている。

堀井国際局長

私もそれに近い懸念は持っているのだが、ただ、この間、10位のインベストメント・バンクのレポートを見ると、ほとんどがインフレについては等閑視している。

水野委員

目先は皆、金利低下のポジションを採っている。

堀井国際局長

来年もそうである。それからブッシュ大統領、あるいはグリーンズパン議長の合言葉ではないが、アメリカ経済はレジリエントである、これまでこんなに色々な危機の種を全部乗り越えてきたではないか、従って、長期的には全然心配ないのだと、このように言っている。ただ、気になるのはおっしゃったようにスラックが小さくなっていることが急に表面化することである。例えば、物がどんどん入ってくる間、それから潜在的な供給者がいることが見えている間は良いのだが、急に供給が止まってしまい、そこでバッファーがなくなると表面化してしまう。

水野委員

先程須田委員がおっしゃったが、供給制約が現実のものになると、結構大変なことになる。

堀井国際局長

そこはまだ今の時点で明らかではないものだから、そういうリスクも一応あるかもしれないということを、少しインベストメント・バンクの中心値よりは警戒的にみていった方が良いかなとは思っている。

岩田副総裁

スタグフレーションになるかならないかについては、生産性の伸びがやはりクルーシャルだと思う。それで少し伺いたいことがあるのだが、生産性については二つメジャーがあって、アウトプットで数字を測っているものだからかなり伸びがスローダウンしてきた。この表でも 2.2%か 2.3%となっている。一方、インカムの方で測ると実はまだ 5%位の伸びがあって、グリーンズパン議長はどちらかと言うと、そちらの方を見ていると言われている。生産性が高ければ、インフレ圧力をアブソープしてしまう。仮に生産性がそれ程高いと、労働市場のいわゆる自然失業率は 4.9%ではなくてもっと低いかもしれない。そこは本当のことがなかなか分からないが。

ただ、私は何かの記事で読んでよく分からなかったのだが、インカムで測る生産性というのは、恐らく収益と賃金を足して、それを実質化してというやり方でやると思うのだが、それとアウトプットで測ったものとの差が物凄く大きく出ている。前年比で5%と2%程度あると、そういう記事を読んだことがあるのだが。

堀井国際局長

一時そういう話も出た。ご指摘のグリーンспан議長の発言というのは恐らく7月頃あったものだと思うが、その後、GDPの統計の大幅改定があった。

岩田副総裁

PCEが0.5位変わったのだな。

堀井国際局長

PCEが上がってその分リアルが落ちてという修正の結果、かなり足許の較差というのは縮まったというふうに理解している。それから、そもそもNAIRUがどこにあるかというのは、いずれにしてもなかなか決め手がないのだが、生産性との関連で言うと、実際起こっていることは3.3%成長という第2四半期のもとでも、やはり失業率は下がったのである。であるから、そこはやはり労働需給に跳ねているということで考えて良いのではないかと思う。それから同時に数か月前まであった見掛けの数字よりはもっとヒドゥン・アンエンプロイメントと言うか、隠された失業、潜在失業があるのだという議論も、色々こう吟味してみると然程でもない。それから特に年前半まではレイバー・マーケット・パーティシペーションが上がらないということも一方であったのだが、これが既に上がってきている中で、やはり失業率が下がっているということである。需要が全般的に強いという中で、実質で3.3%という数字でもそういうことが起こっているということは、あまり生産性だけで大丈夫とも言い切れなくなっているの

かなという気が私はしているのである。

平野理事

今のは鶏と卵のような議論だと思うが、生産性をどうメジャーするかとか、どう概念するかというのは難しい問題である。鶏と卵的な議論を取えたとすると、例えば、先程堀井国際局長が指摘したように、この先、インフレ率、あるいは期待インフレ率が上がっていくとするならば、多分その裏では生産性上昇率の低下ということが起こっていて、ユニット・レーバ・コストが物価を押し上げているというような現象が起こっているのではないだろうかと思う。そういう見方が割合一般的にされることが多い。リアルタイムでデータが取れない生産性そのものを決め手にしてみているというのは、政策当事者からするとなかなか難しいという感覚を持っている。

岩田副総裁

ただ、コアCPIなどは本当に安定している。驚くべき安定である。

水野委員

期待インフレ率が本当に安定しているなら良いのだが。あまりにも美し過ぎる。

堀井国際局長

この間、ある企業——日本の国内のメーカーにも、それからアメリカのビッグ2にも納入している自動車部品のメーカーなのだが——で別々に二人の方にお聞きしたのだが、3年~4年の長期契約にもかかわらず、毎年3%、あるいは一社は5%値下げするということをビルト・インして計画を立てているというのである。変な話だがデフレ期待が安定しているとか、インスティテューショナルライズされているのである。ところが先程申し上げたように物がこないと、つまり供給ネックが出てくるとなると

——多分そういう契約、あるいはインプリシットな契約の場合はなおさらそうだが——、フォース・マジュールによる改定ということが行われるのだと思う。そういうことが起こった時、ガラッと変わるということかと思う。この今のコアCPIの安定もそういうインスティテューショナルライズされたものをベースに動いているというふうにみられるのではないか。

福井議長

戦略備蓄オイルの放出というのは、どれ位の期間でリカバリーされるのか。つまり、石油価格へのショックというのは備蓄の放出で一時緩和されたとしても、その後補填していくとすれば、長期的にはやはり油の今回のダメージ分は石油価格の高止まり要因となると思う。そこだけは、当面の経済見通しに明確に織り込んだ方が良いのかなという気がする。

堀井国際局長

規制としては、要するに「何日分」と言っているのを、何日分ではなくて、「それから3日減らした分で良い」というやり方で放出する訳である。後は戻していく時に、例えば90日としているのを87日とすると、それからゆっくりと87、88、89、90と上げていけば良いのである。それを放出が終わったからといってキュッと上げるとやはり当然変なことになる。そこは当局が考えて慎重にやるのだと思う。

福井議長

そうは言っても、アメリカだけではなく非常に多くの国がやっている、やはり割と早くリカバーしようというモメンタムが働くのであろう。

堀井国際局長

日本もそういう規制の仕方をしているのである。

福井議長

復活ルールが決まっている訳か。

堀井国際局長

私は存じ上げないが。

水野委員

決めたら大変である。

西村委員

一つ少し細かい話、GMについてなのだが、今回自動車販売は他にも悪かったがGMは酷く悪かった。在庫がないというところにきてこのカトリーナがあって、供給面でGMに対して大きなショック、プレッシャーが掛かる可能性がある。

堀井国際局長

販売店に物が行かないということか。

西村委員

カトリーナを外してみると、まずGMそのものが8月は非常に業績が悪かった。在庫がなくなってしまった。

堀井国際局長

7月に売り過ぎた。

西村委員

然り。その意味でGMは非常に悪い状況なのだが、私はGMがどこに工場を持っているのかよく分かっていないのだが、カトリーナの影響が何らかの意味で今のGMの状況にさらに供給的な制約を掛けるということが

あるのかどうか。それがマーケットに対して何らかの影響を持つのかどうかという点なのだが。少し細かい話で申し訳ないが。

堀井国際局長

私はそこはまだ全く聞いていない。自動車の在庫についてはおっしゃるとおりで、ビッグ3は7月の半ば時点だと60日——大体在庫は60日というのが一番良い水準なのだが——の在庫があったが8月1日時点まで、僅か一月弱の間で40日までガクッと落ちているのである。在庫が払底して売れなかったというのはGMについては事実だが、今後ルイジアナ絡みでさらにこの供給の隘路が強まるという話は今のところは聞いていない。調べてみたいと思う。

福井議長

それでは国内経済に移る。山本理事と早川調査統計局長から願います。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それでは資料4（参考計表）と先程お配りしている法人季報の（追加図表）を使ってご説明させて頂きたいと思う。まず最初に（参考計表）の図表1をご覧頂きたいと思う。暫く前の話のようではあるが、(1)は前回会合の後に第2四半期の数字が出たということであり、計数については皆さんご承知のとおり第2四半期の成長率は+0.3%で、第1四半期の+1.3%に比べてかなり減速した。ただし、これは在庫の影響が相当大きいので、仮に在庫を除いて考えてみると第1四半期の成長率が+1%、第2四半期が+0.8%ということなので年率+4%の後に+3%台ということで、国内民需を中心にしっかりとした成長になったということかと思っている。先般申し上げたように、いわゆる踊り場というのを何で定義するかというのは色々議論があり得る訳だが、一応、経済活動が全体に停滞している状態ということで考えるのであれば、第1四半期だけではなくて第2四半期も

こういう成長になったということを考えれば、経済全体が停滞している状況ではもうないと考えて良いのではないかと思っている。なお、この数字が出た後、民間調査機関の成長率の見通しが上方改定されており、これもどれを集めるか次第だが、私共の集計している範囲内では 2005 年度が +1.9%、2006 年度は +1.8% というような形になっている。4 月展望レポート時点では我が方が中央値 +1.3% の後の +1.6% という数字で、これが世間からは相当強気な見通しだと言われた訳だが、現状はそういうことになっている。

次に輸出入だが図表 5 をご覧頂くと、輸出に関してはご覧のとおり緩やかな増加を続けているが、逆に言うと 7 月はまだ緩やかな増加にとどまっているということかと思っている。図表 6 (1) で地域別のところの数字をご覧頂きたいのだが、まず第 3 四半期の 7 月の数字は、第 2 四半期に前期比 1.5% 増えた後、7 月の第 2 四半期対比が +0.9% ということである。地域別に見るとまず、アメリカが実は 7 月は反動減になっている。これまで好調に伸びてきた訳だが、自動車の反動減が起こっている。ただし、自動車現地販売自体は好調なので、これはあくまで日本からの輸出がこの時期やや減っているということである。EU については、このところの横這い基調からほとんど変化がない。アジア向けについては、実は 7 月については N I E s 向けがやや弱い数字であった訳だが、その一方でご覧のとおり中国向けが第 2 四半期対比 9% 増という形でかなり大きな増加になった。ただ、この 9% 増は、いわゆる半導体製造装置等の結構振れの大きいものを中心とした増加であるので、これをもって中国向け輸出が増え始めたのかどうか、この辺の判断はもう少し様子を見たいと思っている。(2) 財別をご覧頂くと、特徴的なのは消費財がデジタル家電を中心に順調に増えている一方で、先程申し上げたように、自動車が足許は反動減になっているということである。それ以外は情報関連、資本財・部品は増加基調ではあるが今のところまだパツとした動きにはなっていない。後程申し上げるように I T 関連の調整がほぼ一巡しつつあると考えているので、その辺の動きがこの辺に出てくるかどうか注目してみたいと思う。図表 13 は輸入サ

イドである。輸入サイドは7月単月だが第2四半期対比-0.4%と若干の減少になった。(2)財別でご覧頂くと背景は二つあって、一つは素原料がこのところ相変わらず弱含み、減少基調で推移しているということと、もう一つは消費財。これは実は4~6月が欧州からの自動車輸入で相当嵩上げされたものに対して反動減が起こっているということである。ただ、ご覧のとおり情報関連とか資本財・部品は順調に増えているので、基調としては輸入は増加基調だと思っている。ただし、先程話題があったように、石油製品の備蓄の放出が起こると、この辺は輸入に影響する可能性があるので、それを除いてみれば一応輸入は増加基調ということかと思っている。

それではここで(追加図表)で法人季報の数字をご覧頂きたいと思う。法人季報については図表1が全体の動きである。設備投資に関しては(1)をご覧のとおり、第1四半期、名目で4.8%増えた後、第2四半期は7.6%と一段と伸びを高めるような数字になっている。ご承知のとおり、法人季報はこの4~6月にはサンプルの段差があるので、この段差調整によって数字が変わってくるという性質のものだが、これは一応私共の調整ではこういう数字になったということである。一方、(2)企業収益をご覧頂いても特に経常利益率が順調に伸びていて、足許のピークであった今年の7~9月をさらに上回るような水準になっているということである。設備投資の内訳を図表2でご覧頂きたいと思う。まず第一に、(1)製造業大企業はご覧のとおり着実に増加している。それから(2)製造業中堅中小企業及び(3)非製造業大企業、この辺りは確かに四半期の振れはあるが、四半期の振れを均してみれば、これも着実に増加しているということがお分かり頂けると思う。ただし、今回数字を大きく嵩上げしているのは(4)非製造業中堅中小企業で、これはなかなか実勢の読みにくい動きである。ご覧のとおり、2003年の後半から去年の前半まで思い切り上がった後、去年後半に物凄く下がって、足許また猛烈に上がっているということなので、少しこの四半期の数字としての先程7.6というのは、これに押し上げられた面があるので、その分は若干割り引いてみる必要があると思っている。ただ、同時に実は一昨日、法人季報と一緒に法人年報が出ていたのだが、

これを見るとこれまでの法人季報の積み上げよりも 2004 年度の設備投資は年間で見た年報の方が圧倒的に高い伸びであったので、どこが疑わしいかと考えてみると、去年の非製造業中堅中小企業のこの扱れが本当に実態であったのかどうかは少し疑問が残るという感じかと思っている。去年の GDP 辺りは結構これに影響されてしまったのだが、どうも年報を見るとこれは本当かなという感じに今なっている。図表 3 をご覧頂いて企業収益の方だが、企業収益についてはご覧のとおり (4) 非製造業中堅中小企業、この辺は少し頭打ち感があるが、それ以外についてはご覧のとおり、振れを均してみると利益率で見ても上昇傾向にある。ご承知のとおり売上高は増えているので、利益の実額で見ると相当増えている。これは結構重要なポイントなのでちょっと敷衍させて頂きたいと思うが、元々、今年の景気を考えるうえで一つの大きなポイントは、一方において当初の予想では今年利益の伸び率がかなり鈍化するとみられていた。その一方で原油価格がご承知のように相当大きく上がっているので、その時に収益が持ち堪えられるかどうかというのが非常に大きなポイントであった訳で、ご承知のとおり短観などで見ると、今年の上期は減益のはずであった。それが法人季報でご覧頂くと実は 4~6 月の前年比は二桁増であるということで、これは実際、私共の当初の予想からみても相当強い利益であったということである。まだ数字が出たばかりなので完全に解明できていないのだが、若干分かっていることだけ申し上げると二つ位あって、一つはこれは分解できるのは製造業だけなのだが、いわゆる日本企業は、特に中国との分業等を進めているので、恐らく国内生産に限ってみるとかなり高付加価値化が進んでいるはずである。若干収益の要因分解をしてみると、いわゆる生産指数とか、物価指数だけで計算したのではこんなに利益が出るはずがない。従って、これは恐らく何らかの高付加価値化を反映しているだろうと思われるものが、それなりに収益を押し上げているということが分かっている。もう一点、もっと分かりやすい話をする、この図表 3 で特に (1) 製造業大企業をご覧頂くと、営業利益率と経常利益率に結構乖離がみられているということかと思う。営業利益率で見るとさすがに高水準頭打ちであっ

て、やはりそれなりに交易条件悪化の影響は出ているにもかかわらず、経常利益率では上昇している。この背景の一つは、いわゆる営業外の受取り、利息配当金等のものである。これは多分想像するに、海外現法等からの配当金及びパテント料、そういったものではないかと思っている。ご承知のように日本企業は海外展開をかなり活発にしている。通常は海外で儲けても、これは連結には出るが単体には出ないと申し上げているのだが、しかしそれは配当金なりパテントなりでリアライズしたのものについては単体にも出てくるということであり、それが現われているのではないかと思っている。これもまだ解明しきれていないが業種別にみると、やはり機械業種、電気機械、輸送機械、一般機械辺り。あとは非製造業では卸売業、これは商社だと睨んでいるのだが、この辺でそういう動きが起こっている。ということを見ると多分そうではないか。ご承知のように国際収支統計の動き等から考えても、これは十分あり得る話ではないかと今思っている。現時点で確たる証拠はないが、大事なポイントなので一応そういうふう考えているということをおし上げておきたいと思う。少し長くなったが（参考計表）へ戻り、図表 14 で設備投資の残りについてだが、ご覧のとおり機械受注はまだ 6 月の数字だが、6 月が増加したために 4~6 月が前期比+0.8%で着地。7~9 月についても+0.9%と、機械受注にしては珍しい位、四半期でみると滑らかな動きという感じである。一方、建築着工については 7 月はかなり落ちた。しかしながら何分にも 1~3 月にかなり大きく増加し、4~6 月高水準キープの後の減少、しかも 1 か月ということであるので、基調としてはしっかりとした動きだと思っている。現に図表 16 でご覧頂くと、(1) 機械受注は滑らか、かつ緩やかに上向き。それから(2) 建築着工は結構ギクシャクはしているが、均してみれば相当強いということがお分かり頂けると思う。

それから図表 19 は個人消費だが、さすがに反動が出ているということである。1~3 月、4~6 月、随分頑張って GDP を押し上げてくれた後は少しさすがに弱いということである。販売統計をご覧頂いてもまず、乗用車については 7 月減少した後、8 月も減った。7 月時点ではそもそも 4~6

月が出来過ぎであり、元々新車が少ないことを考えると、業界は「このようなものだ」という評価だったと申し上げたのだが、8月はさすがにここまで減って、やや業界の方も「弱いな」と今思っているようである。従って、この9月辺りはセールス・プロモーションを掛けようということになってきているようなので、それで果たしてどうなるか注目ということかと思っている。家電販売についてもご覧のとおり、一応7月の4~6月対比はプラスを維持しているが、前月比で見ると若干マイナスになっていてやや頭打ちということである。百貨店については前期比マイナスではある。ただ、百貨店はむしろ6月、7月と2か月連続で前年比プラスになっているために、どうも業界自身は弱いというよりは、むしろクールビズもあって好調という感じに捉えているようである。スーパーはご覧のとおり相変わらず弱含み。あともう一つ、コンビニエンスストアが今回不可解な動きであって、季調後でみるとコンビニにしては凄く大きなマイナスである。ただ、これも業界は去年凄く暑かったのも、その反動で飲み物が売れなかっただけで、そんなに何か大したことが起こっていると思っていないようなので、それが少し季調の綾でこうなっているかもしれないということである。ただ、ご覧のとおりさすがに7月、8月はやや反動減が出ている。そうしたもとの消費水準指数だが、これは勤労者世帯しか書いていないが、昨日全世帯が出た。これをご覧頂くと7月の前月比が-4.3%、7月の4~6月対比が-4.6%ということで相当大きな減少になっている。確かに1~3月、4~6月が好調だったので、その反動という面があるということ、及び販売統計から見ても足許は少し弱かったことは事実だと思うが、何が何でも5%近いマイナスというのはやはり、例によって家計調査のサンプルの振れのようなものが影響している可能性が高いと思っている。このように少し反動が出ているが、後程申し上げるように所得面はむしろ改善を続けていること、それからなかなか発表が遅れていた消費動向調査のコンフィデンスも昨日出て、まずまず高水準をキープしていたので、多分、そんなに先行きの息切れを心配するような動きではないと考えている。それから図表 25、家計支出関係で住宅について、一言だけ触れておきたい

と思う。(1)でお分かりのとおり、7月の住宅着工戸数は130万戸台ということで、久々の高水準になっている。勿論これは単月なので、これでもって横這い基調から変わったと申し上げるつもりはない訳だが、グラフをご覧頂くとお分かりのとおり、持家は相変わらず横這い、ないし弱含みなのである。にもかかわらず、分譲と貸家をご覧のと通りの動きであり、7月単月の動きを除いてみても、このところどちらかと言うと上向きの動きという感じである。この辺がいわゆる地価の動向、あるいは金融機関の融資動向等々の関係でこういうふうに動いているのかどうかはよく分からないが、少し注意してみていきたいと思っている。

図表26は生産だが、生産に関しては1~3月1.7%増加の後、4~6月は-0.4%。その後、7月も単月で見ると1.1%の減少ということになっている。ただ、8月、9月がご覧のとおりそこそこ予測指数で伸びるということになっているので、これを信じて計算すると7~9月は1.3%の増加ということである。一方、気になるのは在庫の方であり、今月大きく上がった訳ではないが、またしても0.4%上昇してしまったということである。まず、生産サイドだが、これはなかなか最近の説明が難しくなっていて、まず第一に、7~9月の生産は+1.3%だが、私共の企業ヒアリングの感じではここまでは行かないということである。恐らく+0.5%近傍の数字にとどまってしまわないかと思っている。最近、必ずしも予測指数からの下振れがそんなに大きい訳ではないが、若干は下振れ傾向があるということと、ここに入っていない鋼船の影響等があるために、それを考慮するとその位になってしまうということである。ただ、逆に言うとそれを抜いて考えると、例えば鋼船と医薬品を抜いて考えると、そもそも第1四半期の増加が+1.7%ではなくて+0.9%であり、第2四半期は-0.4%ではなくて+0.7%であるという感じで、そのもとで現在7~9月の中心値はこの実勢+0.7%位でみていて、その後、10~12月が鋼船の減少がなくなることもあって1%位とみているということである。これまで概ね1%近傍とみてきたので、それとの対比で見ると幾分弱め、足取りが重いという感じではあるが、生産が増加基調にあるという判断自体はそれで良いと

思っている。あとここで一点だけ見ておいて頂きたいのは、7月の生産は、出荷も同じだが、前年比が結構大きなマイナスになっている。これは7月が休みが多かったために稼働日数が低いことによる影響である。実際、予測指数通りいくと8月辺りは一気に生産・出荷ともに前年比が上がってくるので、この点については頭の片隅に置いておいて欲しい。それを申し上げたうえで図表29の在庫循環についてだが、まず(1)鉱工業全体で見ると、ご覧のとおり左上に大きく上がって随分悪い格好になっている。ただ、今程申し上げたように7月単月で前年比で計算しているために、先程の稼働日数要因が影響しているということになるし、その他、言い訳がましいが、去年の7月というのは実は在庫水準が極めて低い月であったために、在庫が前年比で大きく出ているということもあると思っている。恐らく7~9月で括ってみると私は45度線の下までは行かないと思うが、もう一度第1象限で着地する可能性は高いと思っている。ただ、逆に言うと軽い在庫調整局面にあるということも事実である。この動きで特徴的なのが(5)、(6)であり、まず(5)のIT関連をご覧頂くと、IT関連は4~6月のところからさらに丸が右の方に動いて、この結果、出荷・在庫ともに今はほぼ前年比ゼロ位になっている。逆に言えば、45度線にもほぼ乗っているという状態である。かつ、マイクロ・ヒアリングでもそうであるし、生産予測指数でも8月、9月と相当生産は増える見通しなので、それを合わせて考えるとIT関連の調整はほぼ一巡したと考えて良いと思っている。ただ反面、(6)の方が形が悪い訳であり、その他生産財、素材関係について見ると左上に上がっている。これも繰り返しになるが日数要因等の影響はあるにしても、実勢として考えても、例えば紙辺りは恐らく在庫バランスがかなり悪くなっているし、この7月というタイミングで見ると鉄辺りも結構実は汎用鋼材で在庫が溜まっていた時期である。ということなので、やはり足許はITの調整は進んだが、素材関係の在庫バランスが悪くなって全体として軽い在庫調整局面であるということかと思っている。ただ、ご承知のように鉄鋼辺りは市況を見ていても大体底を打ってきたので、どんどんバランスが悪化していくというよりは、軽い調整を経

て、私の感じではこの素材関係は、年末に向けて45度線の方へ行くというような感じではないかと考えている。

次に図表30の雇用関係だが、雇用関連については、まず求人倍率は引き続き緩やかな上昇である。新規求人、新規求職ともに7月は大きく減少したように見えているが、これは日数要因である。これはX-11で季調しているために日数が十分考慮されていないので、日数が減ると両方減るように見えているだけである。〈労働力調査〉においてはご承知のとおり失業率が4.4%へと上昇した。ただ、これは前から申し上げているとおり、1か月1か月は0.1~0.2%は振れを伴って動くので、基調として見れば緩やかな低下基調が続いているという判断で差し支えないと思っている。雇用者数については前からマイナスになってみたり、+1%近くになってみたり困ったものだが、今月は+0.5%位ということで、恐らく毎月勤労統計とも合わせて考えると、この限界が実勢ではないかと思っている。さらに〈毎月勤労統計〉については、常用労働者数は特に変化はない。むしろ、ポイントは特別給与であり、夏のボーナスが6月+3.1%の後、7月も+4.7%ということで、2か月連続ますますの伸びになった。この結果、図表34をご覧頂くと、6月、7月で夏のボーナスは+3.7%という数字になっている。先月6月段階では製造業がまだ出遅れていると申し上げたのだが、予想通り7月は製造業が出てきて全体の数字が上がってきた。まだ8月が残っているが、8月は夏のボーナス全体の数%しかウエイトがないので、余程ひどいことにならない限り全体としては今年の冬を上回る伸びで着地すると申し上げて良いと思っている。この結果、図表33の雇用者所得でご覧頂いても、足許のところは前年比でまあまあそこそこの伸びになってきているということである。

次に物価面である。物価に関しては図表35をご覧頂きたいのだが、輸入物価、この3か月前比四角カッコのところをご覧頂くと、+8.5%、+6.6%、+4.0%と、このところ伸び率が下がってきているように見えるが、実は三角カッコのところでご覧頂くと、むしろこれは4月に思い切り上がったものが剥落したためであり、むしろ月次で見ると5月、6月がほ

ば横這いの後、7月に大きく上がったということである。同様に国内企業物価も同じであり、3か月前比の四角カッコだと+0.9%、+0.5%、+0.2%と下がっているように見えるが、実勢は5月、6月若干の下落の後、7月はそこそこ大きく上がったということである。こうした動きを創り出しているのは簡単であり、図表36にあるように国際商品市況の動きである。ご記憶のように原油価格は春先に上がった後、4月、5月一旦下がり、その後また上がってきているので、それが若干1か月位のラグを置くような形で日本の輸入物価とか国内企業物価に出ていると考えて欲しい。(3)にある非鉄金属なども実は同じような動きをしていた。そうしたもとで図表38、国内商品市況についても大体同じであり、春頃、一旦反落した後、足許また上がってきている。上がっているのは言うまでもなく石油、化学辺りが中心だが、極く直近は非鉄なども上がっているし、一頃ずっと下げてきた鋼材も②のグラフでは分からないが、足許はスクラップを中心に上がってきている。従って、図表39の国内企業物価については、繰り返しになるが、グラフで3か月前比をご覧頂くと、機械類の低下幅が縮小しているにもかかわらず、例えば素材関係、鉄関係、化学関係が足許まで横這っていたために、この寄与がなくなっていく。それから点々の石油関係でさえ3か月前比で見ると、むしろ寄与は小さくなったということだが、8月以降はもう一回この点々のところの上昇幅が拡大する。それから鉄鋼、化学等もマイナスの方へ突っ込んでいく訳ではないということで、全体としてまた上昇テンポが少し上がってくるということかと思っている。一方、消費者物価については図表42。除く生鮮で見て5月は前年比ゼロになった後、6月、7月と前年比-0.2%ということだが、こうした動きを創り出しているのは、(2)財の要因分解でご覧頂いて、石油製品がこれは前年もちょうど上がっているものだから、前年比で見ると5月に非常に高い上昇率だった後、6月、7月と実はやや低めになっているということと、(3)一般サービスの要因分解で、これは5月のところで斜線のサービスが押し上げに効いている。これはゴールデン・ウィーク要因で宿泊料とかパック旅行費が上がっていたのが剥落したということである。図表43で特殊要

因を除いたベースでご覧頂くと、このところ5月、6月、7月と一見+0.1%、0%、-0.1%と下がっているように見えるが、グラフでご覧頂ければお分かりのとおり、ほとんど四捨五入の範囲であり、いずれにしてもほぼゼロ近傍で推移しているということである。8月、9月に関しては、ガソリン価格が上がる。ただ、去年も例えば9月辺りは上がっているので、上昇寄与がどんどん大きくなっていくという程でもない。従って、恐らく8月、9月辺りは-0.1%か-0.2%、この限界で推移する可能性が高いと思っており、その後、10月、11月に掛けて米のマイナスが剥落していくこと、及び電気・電話料金のマイナス幅が縮小していく形で、ゼロないしプラスに転じていく可能性が高いと思っている。

計数の説明は以上だが、極く簡単に纏めさせて頂くと、冒頭も申し上げたように、GDP統計で第2四半期は結構高い成長率になった。従って、繰り返しになるが経済活動全体が停滞している状態という意味での踊り場からは脱却したというふうに思っている。そのうえで、エンカレッジなサインは、一つはやはりボーナスを中心に企業部門から家計部門への波及がかなりはっきりしてきているということ。もう一つは、企業収益が法人季報で見た場合、当初思っていたよりも結構高い水準でスタートしているということである。勿論、今後は原油価格の問題、あるいは先程来議論になったカトリーナの影響等の不透明要因は結構大きい訳だが、こうした二つのファクターは日本経済の回復に対してそれなりのレジリエンスを与えるファクターであると考えている。ただ、同時に回復の勢いというところについてみると、先程申し上げたように、個人消費はさすがに少し反動減が見られているということ、あるいは7月の輸出は相変わらずまだあまり高い伸びではなくて、生産指数は単月で見ると減少している。それから在庫面でみてもITの調整は終わったという感じだが、素材まで含めると軽いものだとは思いますが、まだ調整局面にあるということであり、これは必ずしも踊り場から脱却したからと言って、それで直ちに回復テンポが加速していくという情勢にはないということかと思っている。これは実は先月申し上げた話とも同じであり、先月時点で元々のシナリオ、すな

わちIT関係の調整が終わって輸出が増えて生産が増える、というようなパターンであれば比較的どこまでが踊り場で、どこからが踊り場脱却かというのは非常にクリアであるし、恐らくある程度段差を付けた景気展開が予想できた。しかしながら、実際に起こっているのはそうではなくて、内需に支えられてジワジワと改善しているという面が大きいために、そもそもどこまでが踊り場であり、どこからが踊り場脱却かという線を引くこと自体が非常に難しい。従って、段差を付けたような展開にならないということではないかと思っている。そういう意味で、日本銀行は踊り場脱却と言ったからといって、別に段差を付けて回復速度が加速すると思っている訳ではない、ということを行うために総裁にもわざわざ何かぼかして、この間はぼやけた写真判定だとか何とか色々なことを言って頂いた訳だが、やはり実際、そういうような景気展開になっているということかと思っている。私の説明は以上である。

福井議長

あれは早川調査統計局長の説明がぼやけていたという意味ではないので、念のため。

早川調査統計局長

皆さんもあまり明快に言わないで欲しいということであったが、具体的な表現はお任せという感じであった。

福井議長

ご質問があればどうぞ。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。生産について1%弱位で少しずつ増えているという判断なのだが、図表27を見ると例えば(1)の出荷——細かい実線——を見ると、2004年の初めから足許まで、これは7月まで入っていると思うが、

ほとんど変わっていないのである。7月は特殊要因で少し落ちているのかもしれないが、生産の方はジワジワと確かに右上がりの感じがあり、在庫はその分だけ、つまり当然だが、生産と出荷の差だけ在庫が積み上がる姿になっている。8月はもう少し変わっている可能性があるかもしれないが、いずれにしても出荷で見ると——出荷はある意味では需要で引っ張られるものなのだが——、それで見るとGDP統計に見られるような動き、要するにマイナスになったり、凄く強くなったりというような動きは必ずしも生産統計で現われていない。GDP統計について言えば、法人企業統計季報で見る中小企業の設備投資というのは家計調査と同じように非常に振れが大きくて、強い時は非常に強く出るが、悪いと急に落ちてしまって、その振れがGDPの振れを創り出しているようなところもある。GDPもQE段階から全部供給面でやった方が実は安定したデータになるのではないかと前から思っている。それと同じ発想で、出荷面で見るとほとんど横這いになっていて、それから資本財の出荷というのも、図表28にあるが、多少増えているかもしれないが、むしろ機械受注に沿った動きである。ジワジワ増加しており、10何%増えているとか、そういうイメージで捉えてしまうと少しギャップが出てしまうのではないかと思う。

早川調査統計局長

まず第一に、GDPについては正におっしゃるとおりである。特に先程少し申し上げたように年報と季報の乖離も相当大きかった訳で、頭の中の体操として考えると、去年後半の例えば非製造業中小企業の扱れがあのようになく——むしろあれは扱れたからこそ今足許が物凄く伸びている訳であるが——、タラタラと伸び続けていたと考えると、むしろ年報などの数字とは割と整合的になったのではないかと思う。多分実勢はよりそれに近かったのではないかと思っている。そういう意味ではご指摘のとおり、GDPを計算するには家計調査と、それからこの法人季報が要るので、どうしてもその辺は相当調整してみなければならない。だからこそ逆に言うと、第1四半期で凄く高い伸びになった時も確か申し上げたが、これだけ

見ると単純に言えばこれでも踊り場脱却なのだが、やはりもう少し均してみないと分からないということである。生産について図表 27 は、10 年近い数字を入れているために、相当動きが小さく見えていて、図表 26 で数字をご覧頂くとこのような感じなのである。これは、例えば見掛けの生産で 1~3 月に 1.7% 増えて、4~6 月は -0.4% という数字と、出荷が +0.4%、+1.0% というのは何か合わない。ところが先程申し上げた鋼船などを抜いたもので見ると 1~3 月の生産は +0.9%、4~6 月が +0.7% なのである。確かに出荷は 4~6 月の方が高いからおかしいではないかという感じがするが、それに対応するのは、在庫が 1~3 月に伸びていて 4~6 月は横這いであるから、多分先程の +0.9%、+0.7% という数字でここを入れてみると、生産・出荷・在庫のバランスというのは割合素直になってくる。決して捗々しい伸びではないが、それ位で伸びている。出荷の方もこれ位の伸びであるというふうにお考え頂ければと思う。7~9 月はこれはあくまで 7 月単月で落ちているので、8 月、9 月が予測指数通りでなくてもある程度増加すれば 7~9 月の出荷が減少するという感じにはならないのではないかと考えている。従って、生産指数で見る限り決して捗々しい伸びではないが、少なくとも去年後半に一回ゼロ、マイナスのところに落ちた状態と比べると少し改善しているということかと思う。事後的にみれば、やはり輸出などが伸びると生産がパンパンと伸びて、どこまでがいわゆる踊り場で、どこからは脱却かが非常にクリアになるが、内需で行っている場合はなかなかそういうところが何月で、なおかつ線を引いてみてここから脱却だというのは本当かという感じに多分なると思う。

水野委員

法人企業統計の年報を見て気付いたことがあるので、一点確認したい。今までの全国短観などを見ても分かるのだが、要は 2004 年度の積み残しが 2005 年度の設備投資を引き上げたと言いながら、2004 年度も実は凄く出ていた。2004 年度は前年比で +26.7% であったか。製造業は 3 割程度伸びている。その状況をみると、慎重な企業行動という説明を日本銀

行としてやってきたが、少しじっくりこない。9月短観というのはあまり情報量がないと思っていたのだが、設備投資の数字については修正があり得るのか、これは。

早川調査統計局長

短観の世界で見ると限りは間違いなく実際に積み残しが起こっている訳であり、あれは事実である。

水野委員

あれは事実としてみれば良いのか。

早川調査統計局長

正直言って、私も一昨日この数字を見てから頭を抱えてしまっている。要するに季報の積み上げで見ていくと全く低いのである。それに対して年報で見ると爆発している。季報は先程申し上げたように、非製造業中小企業を中心にあの袂れがどうも怪しいと前から思っていた。勿論、少し強い方が実勢に近いなと思っているが、他方でこの年報の3割増は、確かにサンプル数が多いから季報よりは当てになるということは間違いのないのだが、これを丸ごと信じるかと言われるとどうかと思う。逆に言うと供給面の積み上げ、すなわち鉱工業生産などは去年もそんなに物凄く伸びている訳ではないので、これが正しいとすると、何か消費で減ったのか、何が減ったのか、とやらないと整合性が取れない。従って、年報は年報でやや強過ぎるような気がする。

西村委員

年報もあまり信用できない。それはどうしてかと言うと、年報はサンプルは確かに多いのだが、ただ、小さい企業に関してはまた極端にサンプルが小さいものをそのまま使う。そういうことから考えれば、どっこいどっこいということであり、季報と年報、両方を細かく比較してもあまり意味

はない。季報を足したら年報になる訳ではない。そういう形に作られていない。従って、先程、私も元政策統括官も同じようなことをずっと言ってきた訳なのだが、今度は供給側をデータとして正しいかと言うと、これはまた非常に問題があって、その辺はなかなか難しいところがあるのだが、ただ今回の例えば非製造業の中の強いというところを業種別で見ると、これは不動産が強い。この不動産が強いのを着工で見ると結構7月は凄く強く出ているので、それから考えるとこれはある程度は説得的かなと思う。この程度しか言えないのだが、そういう点では今回の方が比較的説得力のある数字が出ていると思う。ただ、+7%というのは少し高過ぎると思うが、単なるサンプルエフェクト以上のものが少し出ているという気はする。

水野委員

短観の9月調査では2004年度は何か数字が変わるのか。変わらないという理解で良いか。

早川調査統計局長

変わらない。ご覧頂いたとおり短観に関しては2004年度グッと積み上がった後、2004年度着地は落ちて、それが2005年度にずれ込んできたという感じであり、恐らく2005年度も同じような展開になるのではないかと私共は思っている。実際、最近特に日経新聞を読んでいると、相変わらず設備投資計画の記事が出続けているので、あれでいくと多分、9月短観辺りは設備投資はもう一段上がる可能性が高いなと思う。一方で、ではそれが全部また2005年度に実行されるかということになると、そのようなことはないだろうと思う。今頃になってアナウンスしている計画だから、全部必ずしも今年度に着地する訳ではないものが出ているという気がする。従って、同じようにまた今年も一回上がって、最後にまた落ちて、来年度に持ち越すような展開になると思う。逆に言うと、その結果がある種の何と言うか例の慎重な企業行動、均してみるとそれなりに着実にいくと

ということと繋がっていると思う。

福間委員

短観でみられるそういった慎重な企業行動は、各会社が発表する設備投資計画にも、現われている。

早川調査統計局長

多分、ディスクロージャーのスタイルが変わったせいだと思う。以前であればこっそり始めていたのが、今はやはり設備投資をやる前に「予めいついつから始める」ということをアナウンスするので、それで逆に言うところダーッと一旦積み上がって行って最後に落ちるという傾向が——これは前からあったのだが——やや強くなっている気がする。

水野委員

もう一つだけ聞いて良いか。短観では売上高経常利益率が、過去のピークにかなり近いので、これを抜けるかどうか厳しいという早川調査統計局長の意見に私も賛成なのだが、法人季報では特殊要因があるにしても抜ける可能性があるようにみえるがどうか。これが抜けてくるとまた絵が変わってくる。

早川調査統計局長

その点は先程少し申し上げたので、繰り返しになるが実際問題、営業利益率で見ると確かに頭打ちなのである。生産指数の動きと物価指数から計算される交易条件等々から計算すると、そんなに利益率がガンガン上がっていくはずがないということではあるが、繰り返しになるが、法人季報を締めてみるとそれが一つはどうも高付加価値化要因と思われるものが生産指数、物価指数だけでは計算できないような形で収益を押し上げているふうであることと、もう一つは先程申し上げたように、多分海外現法からの配当金とかパテントとか、そのようなものが押し上げているので、経常

利益で見ると、私共が頭で生産指数と物価指数によって先行きを考えるよりも少し強めに出ている感じがする。

水野委員

短観でもそういうことがあるということか。

早川調査統計局長

短観の場合は4～6月の数字だけなので、果してこういう形で出てくるかどうか分からないが、現に最近の企業決算でもそうなのだが、結構4～6月が強かったのに年度計画を変えない、中間期を変えないという企業が沢山ある。そうだとすると短観にはまだ出ないのである。7～9月が終わって、やはり中間期が増えてしまったというところで初めて出てくるということになる。

水野委員

そうすると9月短観には少し間に合わないはずである。

早川調査統計局長

少なくとも企業の決算の発表の仕方を見ていると、この法人季報の感覚が9月短観に出るかと言われると、私はクエスチョンだと思う。逆に言うと、12月短観位では出るかもしれない。

福間委員

その時にはポジティブ・サプライズになると思う。今の時代は、初めから収益目標のハードルを高くすることはない。

水野委員

今、市場の期待値は上がってきている。以前は低かったが。

福間委員

海外現法からの配当金とパテントというのは、単体ベースで計上される短観には反映されない。これらは決算の着地をみながら最後の方で調整しながら決めてしまうものである。

早川調査統計局長

然り。これは、先程申し上げたように海外で幾ら儲けてもそれ自体は別に連結でなければ入ってこない訳であり、それは要するにパテントなり、配当金という形でリアライズ、リパトリした瞬間に初めて単体に出てくる。ではこれは何時の利益だと言うと、去年の利益であるという可能性もある訳である。ただ、そういうものが結構押し上げ要因になっているので、頭の中で生産指数で幾つ、物価の交易条件が幾つだから利益は幾つ、というよりも少し出てきてしまうということがある。

福間委員

前回説明があったことだが、もう一度確認したい。生産における鋼船および医薬品の統計上の振れの問題は、どこかで一回転してノイズにならないということであったか。

早川調査統計局長

多分、鋼船はもうこれは駄目である。戻らない。それから薬剤は多分、来年の年間補正で直ると思う。

福間委員

では鋼船に関する統計上の振れは先行きも続くということか。

早川調査統計局長

続いてしまう。

福間委員

分かった。

福井議長

他に宜しいか。では金融環境について白川理事と山口企画局長、願います。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

山口企画局長

お手許の資料5(参考計表・その2)に即して説明する。実は貸出とマネーサプライの数字は明日の朝公表なので、数字が出たところで必要があれば簡単にご説明させて頂きたいと思っている。本日は図表1の資本市場調達からである。まず(1)CP・社債の発行段階のスプレッドだが特に大きな変化はなく、8月はCP・社債ともにスプレッドは非常に低水準である。発行環境としても良好な状態が維持されている。(2)公募社債の発行額だが、8月は6,000億円弱の発行なので、まずまずの発行量であったということになる。特にBBB格、相対的に格付けの低いところの発行が比較的膨らんだということが背景にある。図表2、(3)で社債の発行残高の前年比をプロットしたもののだが、8月は前年比+1.0%であり、多少振れはあるが今年に入ってからトレンドに沿った動きを続けている。(4)エクイティファイナンスだが、転換社債については、これまでご説明してきたとおりであり、低水準の発行になっている。特にめぼしい案件もなく600億円弱のレベルにとどまった。株式調達、増資だが1,500億円弱であり、総じて堅調な調達地合いが続いている状況である。図表3だが、法人季報が出たので企業部門の資金過不足がどうなっているかという資料を作った。グラフは折れ線が資金過不足額だが、ご覧頂いてお分かりのとおり、資金余剰額自体は小さな動きだが引き続き縮小方向の動きが続いている。内訳を見てみると、シャドーの掛かったところが「キャッシュ・フロー」-「設備投資」、つまりフリーキャッシュ・フローであるが、これについ

てはほぼ頭打ち感が出てきている一方で、斜線の付いた部分の運転資金が増える形で全体としての資金の余剰額が縮まるという感じになっている。表で数字を追って頂ければと思うが、第2四半期は資金余剰額としては15兆円少しである。第1四半期に比べて小幅縮小である。資金使途の中身を見てみると、一貫して設備投資関係の資金需要が増えてきている訳だが、第2四半期についてもそれが維持されている。さらに運転資金だが、小さな数字ではあるが、これも増加トレンドを継続している。他方、キャッシュ・フローは、高い水準を維持しているが、今申し上げたような資金使途の動きから、資金余剰額は小幅ながら縮小している。それから図表4、

(1) は企業から見ての銀行の貸出態度はどうかということだが、中小公庫の結果が出ており、ご覧のように、8月は46.7である。2002年辺りにボトムを打って、そこから貸出態度に対しては緩和方向であるという評価が一貫して強まってきている。少し過去を遡ってみると、この8月の数字は、ほぼ1990年頃のレベルに匹敵するところまで、企業から見た銀行の貸出態度の緩和感が広がってきている。それから(2)は資金繰り判断である。8月については商中と中小公庫の調査結果が出ている。中小公庫については、これまで申し上げてきたとおり、やや頭打ち感と言うか、当面良い水準まできているという感じがある訳だが、商中については、少し見にくくて恐縮だが、0.7であり、辛うじてではあるが水面上に掛かってきている。これも過去を遡って見て頂くと、ほぼ1990年頃のレベルに匹敵し、企業の資金繰り感も引き続き緩和方向、余裕含み方向での展開が続いている。最後になるが図表5、(1)はマネタリーベースであり、8月は前年比+1.1%である。このところジリジリと前年比伸び率が低下してきている訳だが、その傾向が続いている。内訳としては銀行券が前年比+3.1%であり、これもまた伸び率が低下している。日銀当座預金については前年比-3.1%である。(2)で銀行券の発行残高の推移を一応プロットしておいた。折れ線グラフが7日間の移動平均前年比だが、ご覧のように4月頃をピークとして、ほぼ一貫して伸び率が低下している。直近は8月31日から9月6日までが+2.8%であり、2%台まできている。9月中について

はなかなか見通しが難しいところだが、2%台の半ば位で着地しそうだという取り敢えずの見通しを持っている。当月の資料として用意したものについての説明は以上である。なお、貸出についてだが、7月の前年比は、償却等特殊要因調整後のベースで-0.1%まできている。マイナス幅の圧縮ペースがやや加速している感があるということであるが、それについては、都市再生機構向けの貸出の動き、すなわち、都市再生機構が従来、財融から借りていたものを民間に借り替える動きが一部効いているということを示し上げた。実はその分が寄与度としては+0.1%程度だったので、実勢の民間の資金需要としては前年比-0.2%位であるが、8月については都市再生機構向けの民間貸出がさらに増加しそうであり、結果的には8月の前年比がプラスになる可能性が高いということである。当面プラスになるのは今申し上げたような特殊要因のためだが、企業向け貸出のマイナス幅がジワジワと縮小するという状況は多分続いているとみられるので、都市再生機構を除いた実勢ベースでも、早晩、前年比プラスの領域に入っていく可能性がそれなりに高くなってきているとみて良いのではないかと思う。いずれにしても明日、数字が出たところで必要に応じ説明させて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。

水野委員

山口企画局長の個人的な見解で良いのだが、図表3の資金余剰額はピークアウトしたと言うか、運転資金や設備投資が増えて良い形になってきている。これはISバランス上どういうインプリケーションを持っているか。これは企業部門の貯蓄超過分が、これから減ってくる方向を意味するのか。

山口企画局長

まず、ご覧のように全体としては資金余剰額が15兆円もあるといった

状況である。余剰額が縮小してきていると言っても、企業部門の資金過不足ということでは、基本的になお大きな余剰を持った状態に変わりはないということである。

水野委員

もう少し先の話をするれば、これはどういうふうに見ていけば良いのか。これはまだ1期だけの動きと見ていけば良いのか。

山口企画局長

このグラフをご覧頂くと、2002年から2003年辺りを資金余剰のピークに少しずつ資金余剰額が縮まってきている。その背景には、売り上げの増加に伴う運転資金の増加が、資金余剰額の圧縮に寄与してきている。それから、「キャッシュ・フロー」－「設備投資」というベースでも、設備投資についてはキャッシュ・フローの範囲内とは言いながら、やはりフリー・キャッシュ・フロー自体は頭打ちになってきている。従って、設備投資についてはかなり強い地合いが続き、また、景気が踊り場を脱して、売上げ等もそこそこの回復が見込まれるということであれば、運転資金需要についても、それなりに増加する可能性がある。さらに、全体としての取引額が増えるということになれば、手許に置く決済資金についても当然増やしていく可能性もある。それらを考え合わせると、非常に緩やかだとは思いますが資金余剰額はジワジワ縮まっていくという方向感かと思っている。

水野委員

ただ、緩やかな方向感ということは、なかなか銀行に借りてまで設備投資をするというふうな頭がないのだろうな。それも変わってくるのか。先程の貸出の話と絡めると。

山口企画局長

全体の企業部門の資金過不足ということでは今申し上げたようなことだが、個別に企業を見ていくと、当然のことながら設備資金について借入れをしてみようというような動きであるとか、あるいは配当やボーナス資金について借入れをしてみようとか、そのような動きはちらほら見られるようになってきている訳であり、そういった小さな動きが集積して貸出についてもそれなりの資金需要になって出てきているということだろうと思っている。

須田委員

一点だけ宜しいか。ハリケーンの影響でアメリカでは低格付債の部分について対国債スプレッド幅が少し拡大したというような話があったが、この信用スプレッドの動きを見ていて、そういった動きというのは日本には全く反映しないというふうに思っているが、その点についてはどうか。

山口企画局長

図表1で見る限りは、取り敢えずそういった動きは出ていないというのが実態である。これまでもご説明してきているが、若干のスプレッドの拡大が発生すると、そこを狙って直ぐ買いが入るというような状況にあるので、おっしゃられたような形で海外の事象等を反映して信用スプレッドが拡大するといった展開にはなかなかかなりにくいということだろうと思っている。

白川理事

この春のGM、フォードのショックの時も、海外では反応していたが、日本では、若干の反応があったとはいえ、やはり小さなものであった。同じクレジット・マーケットでも、例えば外国人投資家の多いCDSのマーケットと社債のマーケットを比較すると、これはやはり若干の差があって、そういう意味ではなにがしかあの時は変化があり、その後戻ってきた訳で

ある。今回もそういうふうに見れば、あるいはこれから出てくるのかもしれないが、いずれにせよ、今山口企画局長が言ったような状況の中で全体としてはあまり大きな変化はないなという感じはしている。

福井議長

宜しいか。それでは本日の議事は全て終了した。明日は午前9時から再開する。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への信認確保の観点からこの場にご在席の方々全て、厳正な機密管理を宜しくお願いする。以上で閉会する。

(16時06分中断、8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。今日は昨日も申し上げたが、最初に担保掛け目等の見直しの実施および手形買入オペの取引方式の見直しに関する検討についての執行部説明を聞いたうえ、議論頂きたいと思う。これは決定案件である。その後は通例通りと言うか、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、議案の取り纏め、採決と行って、その後月報、議事要旨、そして今日は10月から来年3月までの金融政策決定会合の開催予定日等の承認となっている。政府の方から、財務省杉本総括審議官にお越し頂いた。宜しくお願いする。内閣府は浜野内閣府政策統括官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いする。昨日も申し上げたが、会合の中でのご発言は全て記録をさせて頂く。それを前提として各委員方及び政府からのご出席の方々ご発言頂ければと思う。早速、第一の議事に移る。担保掛け目等の見直しの実施および手形買入オペの取引方式の見直しに関する検討について、最初に白川理事、鮎瀬企画局参事役から説明をお願いする。

Ⅲ. 担保掛け目等の見直しの実施および手形買入オペの取引方式の見直しに関する執行部説明と決定

鮎瀬企画局参事役

まず、資料-7である。宜しいか。それでは資料に沿って説明させて頂く。1頁目であるが、まず第一の案件、「1. 担保掛け目等の見直しの実施について」である。四角の囲みにあるように、本件は「本行適格担保の担保掛け目等について、本行資産の健全性確保や市場参加者の担保利用の効率性向上に資する観点から、近年の市場金利の変動状況等を踏まえて、これを見直すこととし、「適格担保取扱基本要領」等の一部改正を行って頂きたい。」という案件である。まず、(1) 担保掛け目等の現状であるが、現行の担保掛け目は、当座預金決済のRTGS化と合わせて本行の受入担保を共通担保化した際に、平成12年10月の金融政策決定会合において設定されたものである。この現行掛け目は平成13年1月より実施している。その後、極く部分的な見直しは実施されているが、担保掛け目体系の大枠は現在まで不変である。この現行の掛け目を設定した際の基本的な考え方であるが、「担保を換価処分して与信額の回収を図った際に、担保割れが極力発生しない水準に設定する」ということで掛け目を設定している。担保割れが極力発生しない水準の具体的な考え方であるが、「過去の金利変動等に基づき、担保割れの発生する確率が1%以下となるよう」に設定している。また、その後国債現先オペの売買対象国債の時価売買価格比率、マージン調整担保国債の担保掛け目、ならびに国債補完供給における売却対象国債の時価売却価格比率についても、適格担保の担保掛け目に準じて設定されている。(2) 検証の部分であるが、今般、現在の担保掛け目を設定した時点から相当の期間が経過したことから、近年における債券価格の動向等に基づき、現行掛け目等の適切さについて検証した。検証の方法であるが、市場価格が得られる国債等の債券については、直近5年間の各営業日において、市場価格と現行掛け目等に基づく評価額を比較して、いわゆる担保割れが生じた頻度を算出した。市場価格を取得できない証書貸付債権については、直近5年間の金利データ、信用リスク・プレミアム、流

動性リスク・プレミアムに基づいて理論価格を算出し、その分布から信頼区間 99%での価格下落率 (VaR 値) を推計して、これを現行掛け目設定時において推計した VaR 推計値と比較している。検証の結果、債券については、残存期間 10 年を超える国債で、1%以上の頻度で個別銘柄の担保割れ等が生じていたが、残存期間の短い国債及び国債以外の債券では、担保割れの頻度は 1%を下回った。このうち、国債の担保割れの発生頻度の状況は表にお示ししたとおりである。次に、証書貸付債権であるが、これについては今回の 99%VaR 推計値が、現行掛け目を設定した際の推計値よりも小幅になっていて、これをカバーするための掛け目水準は上昇している、との計算結果が出ている。99%VaR 値をカバーする掛け目水準の上昇幅は表にお示ししたとおりである。全体としてみると、本行の適格担保等について、掛け目の保守性は確保されていたと考えられるが、超長期の国債について想定を上回る頻度で個別銘柄の担保割れが生じていた一方、その他の資産については、総じてむしろ掛け目を引き上げる余地があると評価することができる結果となっている。こういった検証結果を踏まえての (3) 対応案であるが、検証結果を踏まえ本行資産の健全性確保、あるいは市場に対する中立性といったことに配慮して、担保掛け目等を以下のとおり変更することと致したいと思う。まず、適格担保の担保掛け目であるが、資料 3 頁 (3) ①イ. の表にお示ししたとおり、残存期間 10 年超の国債については、小幅ではあるが 1%ポイントの掛け目引き下げを行う一方、他の適格資産については掛け目の引き上げを行う、ないしは掛け目を据え置くこととする。4 頁目、②国債現先オペおよび国債補完供給における時価売買価格比率、ならびに③国債現先オペにおけるマージン調整担保の担保掛け目については、残存 20 年超の国債について、極く小幅ながら掛け目等を厳しくする一方、他の国債については掛け目等を緩和する、ないし据え置きとすることとする。また、今後は担保掛け目等の適切さについて、概ね一年を経過する毎に検証を行って、その結果を金融政策決定会合に報告させて頂き、必要に応じて担保掛け目等の見直しを諮っていくこととする。その際、取引先の予測可能性に配慮して、担保掛け目等の見直しを行わな

いという場合においても、検証をした結果「担保掛け目等の見直しを行わない」ということを対外的に公表していく扱いにしたいと思う。(4)の本件の実施日であるが、所要の実務面の準備があるので、それを進めたうえで、本年10月末までに実施させて頂く扱いとしたいと思う。次に二つ目の案件、「2. 手形買入オペの取引方式の見直しに関する検討について」である。本件は「金融調節実務の効率化を図る観点から、手形買入オペについて、ペーパーレス化を実現するため、取引方式の見直しに関する検討を進めることとしたい。」ということである。(1) 本件の経緯であるが、近年、金融市場取引全般についてペーパーレス化が進展していて、そうした中で、本行においても既に国債現先オペなどについてはペーパーレス化を実現してきている。こうした中で、本行取引先からは、現在の主要な資金供給手段である手形買入オペについても、ペーパーレス化を図って欲しい旨の要望が寄せられているところである。本行としても、手形買入オペのペーパーレス化が実現すれば、本行・オペ先双方において金融調節実務の一層の効率化に資すると認められるので、これを実現するに当たっての実務的な論点等について、検討を進めてきた。(2) 今後の対応であるが、これまでの検討を踏まえて、手形買入のペーパーレス化を実現するために6頁にお示ししている(見直しの概要)に沿って、取引方式の見直しに関する検討を進めることとする。見直しの概要のポイントであるが、手形買入オペの特徴である、共通担保の利用を引き続き可能としつつ、手形の振り出しを不要とするため、取引の形式を貸付に変更する必要がある。なお、金融調節のための貸付利率については、日本銀行法上、金融政策決定会合において決定すべきこととされている。この点、見直し後のオペ方式においても、金融政策決定会合において入札の方法を具体的に決定頂いたうえで、その入札の結果として決定された金利を貸付利率とするものであるので、金融政策決定会合で貸付利率を決定しているということになる。(3) 今後の取進め方であるが、本日、ただ今申し上げた手形買入オペの取引方式の見直しに関する検討をこの見直しの概要に沿って進めるということについて、対外公表を行った後、オペ先に対して実務的な通知を行い、本

行及びオペ先におけるシステム対応等の準備を進めたうえで、来年央を目途にして新方式への移行を図っていきたい。新方式オペに掛かる基本要領については、改めて諮りたいと思う。次に、ただ今説明をさせて頂いた2つの案件に関しては、8頁にお示しした対外公表文によって、対外公表をさせて頂きたいと考えている。「担保掛け目等の見直しの実施および手形買入オペの取引方式の見直しに関する検討について」と題して、柱書きは「日本銀行は、9月7・8日に開催された政策委員会・金融政策決定会合において、金融市場における取引実務の変化等に対応して金融調節を円滑かつ効率的に実施していくため、以下の決定を行った。」とさせて頂き、「1. 適格担保の担保掛け目等について、現行の掛け目を設定後、相当の期間が経過していることから、その後の市場金利の変動状況等を踏まえて見直しを行う（別紙1参照）とともに、今後は、概ね1年を経過するごとに見直しの要否を検証していくこととする。」として、9頁、10頁にお示しした別紙1を添付させて頂く。8頁に戻って「2. 金融市場取引のペーパーレス化が進展する中で、取引先金融機関等からの要望も踏まえ、現在の主要な資金供給手段である手形買入オペについて、ペーパーレス化を実現するため、取引方式の見直しに関する検討を進めることとする。現時点で想定している見直しの概要は別紙2のとおりである。新方式への移行時期は、所要の実務的な準備が完了すると見込まれる来年央以降を予定している。」ということで、11頁であるが、別紙2に先程説明したものと同様の表を添付させて頂く。なお、本件、対外的には、この公表文の公表に加えて、事務方において本日夕刻に記者レクを行わせて頂いて、案件の趣旨につき誤解等の生じることのないよう丁寧に説明してきたいと思う。それでは本件に関する政策委員会付議文、12頁である。「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する件。近年の金融市場における金利の変動状況や取引実務の変化等を踏まえ、本行資産の健全性確保および市場参加者の担保利用の効率性向上、ならびに金融調節実務の効率化を図る観点から、下記の諸措置を講ずること。記。1. 次の政策委員会決定を別紙1から別紙3までのとおり一部改正すること。(1)「適格担保取扱基本要領」。別紙

1。(2)「国債の条件付売買基本要領」。別紙2。(3)「補完供給を目的として行う国債の買戻条件付売却基本要領」。別紙3。2。「手形買入基本要領」に基づく手形買入について、別紙4に沿って見直しのための検討を進めること。3。1. および2. について、別紙5のとおり対外公表を行うこと。以上。」として、13頁以下は別紙となっている。13頁から16頁までは「適格担保取扱基本要領」の一部改正案である。別表1の掛け目を横線のように改正したうえ、16頁にあるように附則において、附則の「(2)3.に定める担保の種類および担保価格については、原則として年1回程度の頻度で、金融市場の情勢等を踏まえた検証を行い、その結果に基づいて必要な見直しを行うものとする。」と定めさせて頂く。17頁、18頁は「国債の条件付売買基本要領」の一部改正案で、19頁は「補完供給を目的として行う国債の買戻条件付売却基本要領」の一部改正案、20頁が「手形買入の見直しの概要」である。21頁以下の別紙5は先程ご説明させて頂いた対外公表文案である。私からは以上である。

福井議長

それでは内容について、ご意見あるいはご質問も含めどうぞ。

須田委員

付議文の16頁のところに、「原則として年1回程度の頻度で」と書いてあるのに対し、対外公表では「概ね1年を経過するごとに見直しの要否」とあるが、付議文について、なぜわざわざ「原則として年1回程度の頻度」というような書き方になっているのか。

鮎瀬企画局参事役

基本要領では、堅い言葉というか、厳密に言葉を使い分けるような形で規定していて、「原則として」というところはいわば「定例的な見直しについては」ということであって、これ以外にも何らか特別の事情があれば、当然定例的なもの以外にも異例な形での見直しもあるということである。

それから「年1回程度」としたのは、その1年というものは若干のズレを持ってくるといふことも考えて幅を持たせてあるといふことである。意味するところは対外公表文と同じであり、対外公表文の方はむしろ一般の方に分かりやすく記述したといふことである。

中原委員

掛け目の変更については、今がタイミングとして適当かどうかという問題がある。今回の手当ては、確かに早くやるべきことではあるが、今のよう金融政策が微妙な時期に、敢えて長期国債の担保掛け目を下げる必要があるのかどうかという点について若干疑問を感じていた。ただ、どのタイミングが良いかといふことを色々比較検討すると、やはり早めにやった方が相対的に良いだろうと思ひ、今日の説明では十分に市場等に説明して頂くといふことなので、問題ないかと思ふ。次に、二番目の案件であるが、実施時期が「来年央」となっている。決めたからには早くやった方が良いと思ふが、システム開発負担が相当大変なのか。また、この取引の勘定科目は銀行側も日銀側も変わる訳か。

鮎瀬企画局参事役

本行の勘定科目は貸付になる。これまでは貸付ではなく、買入手形である。

中原委員

銀行側も同様か。

鮎瀬企画局参事役

銀行側の方も、これまでは売却手形といった形になっていたものが、借入金というような形に変わることになるかと思ふ。

中原委員

そうであれば、双方にとってかなりのシステム対応が必要になるということか。

白川理事

現在、システム情報局において開発の作業を進めている。これは双方にとってのSTP化、ペーパーレス化であるから、双方で実務的な対応が必要になってくる。従って、今日この案でご了解頂ければ発表して先方の準備もして頂いて、そのうえで来年の半ば以降、いつでも実施できるという状況になるということである。そういう意味では、ご質問に返ると、多少実務的に準備が必要であるということである。

中原委員

その程度の準備期間はどうしても必要だということか。

白川理事

然り。

中原委員

売出手形の扱いはどうなのか。

白川理事

売出手形については、現状、ペーパーレス化は図られていない。売出手形についてもペーパーレス化を図るということも勿論理屈のうえでは考えられるのだが、色々な全体の優先順位を考えて、今回これは見送った。資金吸収で今どういうオペ手段があるかということ、一つは売出手形、もう一つは国債の売現先、これはもう既にSTP化を図っている。現実にも、国債の売現先はSTPで時々実施している。従って、将来、資金吸収の手段として売出手形と、国債売現先をどういうふうに使分けしていくのかと

いう問題とまた絡んでいるので、今ここで急いで売出手形のペーパーレス化を図る必要があるとは判断していない。元々システム負担も掛かるので、今申し上げた国債売現先のSTP化が既に図られている売現先と、それからそうではない売出手形を今後どのように使っていくのか、これはこれから考えていく話であると思っている。

中原委員

売出手形のペーパーレス化も、今後案件として出てくる可能性はあるのか。

白川理事

現実に売出手形は活用もしているが、ただ、今回の買入手形については、これは本行のオペの基本手段である。最も主要なオペがSTP化が図られてないということなので、まずこれをやっていくのが良いかと思っている。他方、国債向けオペについては、既にもうSTP化が図られている。残っているのは、そういう意味では、売出手形とあるいはCPオペであるが、CPオペについては、これは多少、現在の特殊な環境下で活用しているというものであるし、これに色々なリソースを掛けてシステム対応するのはどうかなという感じもある。売出手形については、使ってはいるが頻繁に使うという手段ではないし、別途同じ目的が達成できる売現先もあるということで、今回は見合わせる。いずれにせよ、これからまた考えていく対象ではある。

福井議長

他に宜しいか。それでは採決をさせて頂きたいと思う。掛け目の見直しのことと、買入オペの取引方式の見直しのこと、そして対外発表文、一括して採決に付したいと思う。

[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

中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げます。賛成9、全員一致である。

福井議長

それでは全員一致で本件は可決させて頂いた。次に、金融経済情勢の討議に移りたいと思うが、議論の前提として、事前にお配りしてある金融経済月報の案について、執行部から簡単に説明をお願いします。

IV. 金融経済月報に関する執行部説明

門間調査統計局参事役

それでは、後からお配りした差し替えというバージョンの方で説明する。差し替えA3の対照表である。前月の決定会合以降、生産、輸出、個人消費辺りでは、反動減ないしあまり強くない指標もちらほら出ていたが、GDP統計が出て、内需の底堅さが改めて確認された。それから、夏季賞与

の伸びが高く、企業部門から家計部門への所得の波及も確認されている。しかも、その企業収益についても、法人季報では高水準を維持しており、しかも足許は結構強いという姿であった。そういったことを踏まえると、前月から景気の回復というのは着実に続いていると考えている。加えて今月は、確かに生産は7月単月でみると若干弱かった訳であるが、8月、9月は電子部品・デバイスを中心に増加が見込まれている。かつ、その電子部品・デバイスの足許の在庫も、在庫循環図から見るとほぼ一巡していると考えられる。以上を踏まえると、前月付けていた「IT関連分野における調整が進むもとで」という表現についても、今月はこれに言及し続ける必要性は薄れてきていると考えている。そこで、今月の冒頭の判断であるが、「わが国の景気は、回復を続けている」と非常にシンプルな形に戻させて頂いた。このシンプルな形は、因みに昨年の10月以来ということになる。それから各論であるが、細かい修文も含めるとご覧のように数箇所修正があるが、比較的大きな点は二点である。一点目はまず生産の部分であるが、「IT関連分野の在庫調整が進むもとで、」という表現が前月はあったが、今月は削除している。これは冒頭の判断と平仄があっているということである。それから二点目は、雇用者所得のところであるが、前月位までの段階では、賃金は漸く増え始めたかなという感じであったので、前月は「雇用面の改善や賃金の持ち直し」と若干言葉を変えていたが、今月辺りになってくると、賃金の増加傾向もある程度安定的になってくると判断されるので、「雇用と賃金の改善を反映して、緩やかな増加を続けており、」と、よりすっきりと表現している。以下、個人消費等には変更はない。以上が現状であって、次に先行きであるが、「先行きについても、景気は回復を続けていくとみられる。」ということで変更はない。「すなわち、」以下の説明文についても、ご覧のようにほとんど修文なしで、一点だけである。足許のIT関連の調整がほぼ一巡しているという判断であるので、先行きについても前月までの「調整進展」というのを、今月は「調整一巡」というふうに言葉を若干変えている。次に物価にいく。物価の現状については、ご覧のように前月対比で変更点はない。物価の先行き

であるが、前月は国内企業物価について、これは3か月前比で見ているので、3か月前比で見ると4月の大幅上昇分が剥落するというので、「当面の上昇テンポは鈍化するとみられる。」と書いていたが、そのこと自体はもう足許起こってしまった。ここから先については、むしろ目先は上昇テンポが一旦また速まると考えられるので、今日は「国内企業物価は、原油高等を反映して、上昇を続けるとみられる。」とシンプルに書いている。それから次の消費者物価、今月中で一番大きな変更点はここだと思うのだが、前月までは「当面は小幅のマイナスで推移すると予想される。」と書いてきたが、10~12月中にプラスに転化する可能性がかなり高まってきている。そして委員の方々もインタビューあるいは講演等で、既にそれぞれのご見解という形でおっしゃって頂いているが、そろそろそのことを基本的見解にも織り込んでいくタイミングであると考えている。具体的な表現は、最初にお配りしたバージョンと若干違って、この方がより分かりやすいのではないかと考えた訳であるが、具体的に申し上げると「消費者物価の前年比は、需給環境の緩やかな改善が続く中、米価格のマイナス寄与が剥落していくことや、電気・電話料金引き下げの影響が弱まることなどから、年末頃にかけてゼロ%ないし若干のプラスに転じていくと予想される。」という表現である。实体经济の方は以上である。

内田企画局企画役

続いて金融面であるが、まず前提として、今朝程公表になった幾つかの計数について簡単に説明する。まず、民間銀行貸出であるが、お手許にある原計数、銀行計で-2.2%ということであるが、特殊要因調整後計数についてはプラスに転化し、+0.2%ということである。これは金融機構局等の説明でも申し上げているとおり、都市再生機構の要因があるので、その要因を除いてみると前月とほぼ横這い-0.2%ということになる。従って、前月7月からの変化はほとんど都市再生機構で説明がつくということである。CPについては、CP発行状況8月というところが前年比で10.9%ということ伸びが高まった。これは若干細かい背景があって、み

ずはフィナンシャルグループが公的資金返済のための資金をCPで調達しているということ。取り敢えず繋ぎということだと思うが、7.4%から10.9%というところはほとんどそれで説明できる。従って、こちらの実勢は大きくは変わっていないと判断している。この結果として、CPと社債を合計した発行残高の前年比は+2.5%となる。後程、これに伴い多少文章を変えさせて頂こうと思っている。それからマネーサプライであるが、これも今朝程出て8月は+1.7%ということで、前月の+1.7%からほぼ横這いである。因みに広義流動性の方は、7月の+2.6%から8月は+2.5%ということで、こちらもほぼ横這いという動きになった。以上を踏まえて、金融面の文章である。順に申し上げますと、まず4行目を見て頂ければと思うが、「民間銀行貸出は」ということだが、「前年並みの水準となっている」というふうに変えさせて頂こうと思う。次に、CP・社債の発行残高のところについては、これは前月まで「前年並みか前年をやや上回る」というふうに申し上げていたが、先程申し上げたように前年比で+2.5%という数字である。因みにここ3か月は、6月から+1.3%、+1.7%、+2.5%ということであるので、「前年並み」と言うよりは素直に「前年を上回っている」という表現の方が適切かと思うので、この場で文章を変えさせて頂ければと思う。「民間銀行貸出」のところから少し繋ぎの関係で直させて頂く。「民間銀行貸出は前年並みの水準となっており、CP・社債の発行残高は前年を上回る水準で推移している。」。「このところ前年並みか」というところと、それから「やや」という表現を取らせて頂ければと思う。もう一度申し上げます。「民間銀行貸出は前年並みの水準となっており、CP・社債の発行残高は前年を上回る水準で推移している。」と変えさせて頂ければと思う。その他、数字の動きに伴って変えるところが幾つかある。一つはマネタリーベースの伸び率、これは+1.1%となったので「1%程度」、前月までは「1%台」と言っていたが「1%程度」と変えさせて頂く。マネーサプライについては、今申し上げた数字であるので、前月と同じ「1%台」で行きたいと思う。それから銀行券については+3.1%という数字であるので「3%程度」と変えさせて頂ければと思う。そのうえでもう一点大き

な変更点は、前月のところを見て頂ければと思う。「日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、」の後に、前月まで「資金供給オペレーションに対する「札割れ」が続くなど、」と言っていたが、札割れがほとんどなくなっているという現状を素直に反映して、この部分は削除したいと思っている。なお、為替・資本市場については、指標を踏まえて変更ということだが、若干申し上げておくと、株については恐らくこのままで良いと思うのだが、為替相場が若干微妙であるので、今日の終値を見て、もしかすると変更をお願いするかもしれない。具体的に申し上げると、株については前回決定会合時が11,800円から11,900円の間だったということであるので、これは上昇ということで間違いないと思う。為替については、112円前後の数字であったので、もう少し円安の方に振れると大体2円位離れてきたので、若干微妙なところにあるということである。それから長期金利であるが、1.4%をやや上回る、1.41%とかその位の水準であった。これも若干微妙であるが、今の水準であれば、これは0.1%位で大体考えているので、このまま行けるかなと考えている。いずれにしても、こちらは後程数字を見たとえでもう一度申し上げたいというふうに思っている。以上である。

福井議長

この内容および表現は後でまた議論するが、取り敢えず今の説明について質問があればどうぞ。

春委員

質問であるが、「カトリーナ」の影響で、特にアメリカ経済についての不確実性が少し高まっているように思うが、特段ここで織り込まれなかった理由について教えて頂きたい。

門間調査統計局参事役

1回か2回か前に説明したかと思うが、基本的にリスク・ファクターについては、今は展望レポート及び中間評価の中で書いておき、その後の経

済の情勢の変化を月報で反映させると、そのように基本的に考えている。勿論、その中間評価とかでも読み込めないような膨大なリスクが発生した場合には、それはその時に考えるということだが、それにその「カトリーナ」が該当するかどうか。海外のリスクは中間評価に書いてあるので、その中で読み込める範囲内かどうかということがあるので、そこは後程ご議論頂きたいと思う。

福井議長

他にあるか。それでは今の紙は別途置いておいて頂いて、先に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

金融経済情勢と金融政策とは分けて2ラウンドで議論したいと思う。各ラウンド毎にお一人大体5分位ずつといつものルールでお願いしたいと思う。最初に金融経済情勢への各委員のご意見の表明であるが、今日は福間委員、西村委員、中原委員、須田委員、水野委員、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁の順でお願いしたいと思う。それでは福間委員からお願いする。

福間委員

海外経済について、景気は世界的な規模で拡大しつつある。注目されるのはASEAN諸国の動向である。これらの国々の中には原油高が進む中でガソリン等についての補助金を支払う国もあったが、昨日の執行部の説明にもあったように、最近そうした制度が徐々に廃止され、その原油高についても今のところ心配された程の影響を受けず、従来 of 景気拡大基調を維持している。これは、原油高で潤う中東諸国への輸出が増えていることも影響しているのではないかと思っている。日本、アジア、中国に加えて、中東がASEAN諸国にとっても大きなマーケットになってきている。ア

アジアと中東との貿易については、2、3年後には現在の300億ドル位が3倍程度に増えるのではないかという予測もあり、貿易・投資面を通じて、急速に関係を深めつつある。景気的世界的な拡大を反映して、これもいつも言っていることだが、国際商品市況も上昇を続けており、代表的なCRBインデックスは9月1日に約25年振りの高水準を記録した。商品のうち、エネルギー・原材料については、需給逼迫感が強いもとで相場の先高感は依然として根強いものがある。これは一部に投機的な動きの影響があるとは言え、基本的には、「資源の供給能力に比べて世界の需要の拡大ピッチが早過ぎる」という市場からのメッセージとも言える。資源の供給能力については、開発権が外資に開放されていない国があることや、開発に伴うリスクは高いといった問題がある。具体的には探鉱から開発までの時間を要し、多大な資金もいるといった問題があるためであり、その増強は容易ではない。このため、資源節約や需要抑制、代替エネルギーへの転換、省エネ技術等のイノベーションを通じて、世界的にエネルギー効率の一段の向上も必要ではないかと思う。

この間、先日のハリケーンが米国経済に与えた影響については、被害状況や今後の対応策については確たる情報がないため、早計に判断はできないが、執行部の説明にあったように、今回のハリケーンが米国経済にとってサプライショックであったことは間違いなく、その意味で短期的にはデフレ要因でもあり、インフレ懸念を強める要因でもある。ただ、そのデフレ・インパクトについては、本格的な復興需要がいつ出てくるかに掛かっており、現段階ではその時期やスピードは見定めがたいが、スノー米財務長官が言うようにGDPを0.5%引き下げる程度にとどまれば現在の米国経済は、昨日発表されたベージュブックでも示されているように——勿論それはハリケーンの前状況であるが——非常に力強いロバストな、あるいはレジリエントな経済になっているため、十分吸収可能ではないかと思われる。なお、復興需要が本格化すれば、日本の建設機械やパイプライン等の鋼材の米国向けの輸出が増加することが見込まれる。

我が国の経済については、景気は内需と外需のバランスがとれた形で、かつ地域的な広がりを伴いながら回復を続けており、先行きについても現在の回復基調が維持されると予想される。前回会合以降発表された経済指標の多くはこうした見方を裏付けているが、今月で戦後3番目の長さの景気拡大となっており、我が国の経済はインフレなき持続的成長軌道に移行しつつあると思っている。需要項目のうち設備投資については既に短観にも表われていたが、先日の法人季報で示されたように、業種や企業規模を問わず、裾野が広い形で増加を続けている。このうち製造業の投資拡大の背景には、国内においてビンテージの長い設備が多くなっているため、設備の更新需要が根強いという構造的要因のほか、内外の景気拡大や、環境問題への対応という要因も働いている。内容面では引き続き補修・改修が中心ながら、最近では能増投資も増えている。一方、非製造業の設備投資も着実に増加しており、特に不動産業の伸びが大きい点が注目される。また、個人消費については、その堅調の背景には雇用・所得環境の改善があるほか、それに加えて株高による資産効果や配当の増加、あるいはここへきて活発化しているジャスダックやマザーズ、ヘラクレス等新興市場への上場に伴い多額の創業者利益・投資家のIPO利益が発生していること等も消費拡大に寄与している。この間、生産面については、執行部の方から説明があったように、自動車、造船、工作・建設機械、あるいは高級鋼板等のフル生産が続いており、IT分野での在庫調整も一巡し、生産の持ち直しが見込まれるため、全体としては前期比+1%程度のペースで増加していくものと期待されている。物価面については、国内企業物価はエネルギー・原材料価格の動向を反映して、引き続き上昇基調を続けると予想している。なお、汎用鋼板については、一時中国からの輸入品の流入等により、価格が軟調に推移していたが、日本製に比べて品質に劣るこれら輸入品は次第に不良在庫化しており、足許では汎用鋼板の在庫調整は実質的にほぼ終了したとの見方が強まっている。こうした状況を反映して、電炉の東京製鐵は、新聞で報道されているように、8月下旬にほぼ全品種に亘って1年5か月振りに値上げを実施している。一方、コア消費者物価につい

ては、今後電気・電話料金等、特殊要因が順次剥落していくうえに、景気回復継続に伴う需給ギャップのさらなる縮小やエネルギー・原材料価格の高騰、さらには石油関連製品等の一部でコスト増を製品価格へ転嫁する動きも見られていることから、先行きプラスに転化することが視野に入ってきている。ただ、価格転嫁については、それが困難な企業では、収益の減益要因となっており、そういう企業も散見されている。物価については、今月の基本的見解の執行部案では国内企業物価の先行きについて、「当面上昇テンポは鈍化する」との文言が削られ、また消費者物価については、「年末頃に掛けて次第に下げ止まっていく」との表現に変えられている。いずれも私の見通しに近いことから、これらの修正には特段の違和感はない。最後に金融面であるが、企業金融については、収益の好調を背景にキャッシュ・フローが引き続き潤沢であることや、金融機関の貸出態度が引き続き積極的であること等から極めて緩和的な状況が続いている。昨日の執行部の説明にあったように、商工中金の資金繰りD. I. がほぼバブル期並みの水準に回復したことは、企業金融が中小企業を含め全般的に緩和的であることを示している。一方、株式相場については、当面上値と見られていた12,000円を上抜けた後、一段と腰の強い相場展開となっている。最近の動きはやや一本調子であることから、目先スピード調整の可能性もあるが、次に述べる理由から日本の株価は米国株とディ・カップリング的な動きをすると予想している。その理由は、第一に、企業の4~6月期四半期決算や同時期の法人季報に表われているように、企業収益の好調が続いていること、第二に、そうした中で日本株は米国株等に比べて出遅れ感があること、第三に、需給面では外国人投資家に加えて個人や国内機関投資家も「株式を持たざるリスク」を意識して、着実に押し目買いを入れていること等である。日本企業がバランスシート調整を終え、攻めの経営に転じながら、ここ3~4年収益を拡大させていることや、現下のエネルギー・原材料価格の高騰に直面しても、エネルギー効率の高さから然程深刻な影響は受けず、むしろ日本の優れた省エネ技術を利用した自動車や、その他省エネ機械に対する需要を増している面もあることから、外国人投資

家は日本の企業ひいては日本の株価の先行きについて若干強気である。この間、長期金利については、概ね米長期金利に沿った動きとなっているが、今後もインフレなき持続的成長が維持され財政再建も引き続き進められていることから、我が国の長期金利も従来のレンジ内の動きに止まるのではないかと予想している。以上である。

福井議長

次は西村委員からお願いします。

西村委員

足許の情勢判断という点では、総体として調査統計局、国際局の判断は妥当なものであると考える。踊り場脱却がホームラン攻勢のような形でV字型回復ではなく、小粒の脇役が頻繁に交替しながらヒットを積み上げるという形になっており、緩やかな、しかし着実な回復という前回の情勢判断に沿った動きをしていると考える。確かに、非常に近く、極く直近のデータを見ると、若干弱みを帯びている。従って、足踏み状態と言わざるを得ない。ただ、家計調査で弱く出ている家計消費についても、基調としての強さは維持していると思われる。この点は、特に自動車、ITについて判断を述べたいと思う。

今般の第2四半期以降、個人消費の堅調を象徴してきたのは自動車であった。しかしながら、8月の自動車販売は7月とは逆に営業日が1日多かったにもかかわらず、ほぼ、前年同月と同じ状況にある。ということは、7月、8月を通すと、若干の弱含みという判断が正確だと思う。相変わらずトヨタ、ホンダは良くなって、日産が良いという状態である。この足踏み状態の判断は難しいところであるが、4月以来の「派手ではないが底堅い回復」という基調には変化はないと考える。ガソリン価格高騰にかかわらず、大型のSUV系のホンダのステップワゴン、日産のセレナが依然として好調で、生産が需要に追い付いていない嫌いがある。従来型の車種の不振から全体としては足踏みに見えるが、市場の変化が現われてきている

というふうに考える。トヨタは9月から高級車であるレクサスが本格的に市場に出てくるので、レクサス効果はかなり大きく出る可能性がある。大型高級車が出て、消費者態度の変化が目に見えるようになれば、回復は本物であるというふうに思う。IT関連は半導体市況および関連最終需要が期待された程良くない。DRAMの企業者価格はほんのここ数日は持ち直しているが、このところ低下傾向にある。最終需要者価格も底から上昇したものの、ここ数週間はほとんどフラットから若干の弱含みである。NEBA家電販売額は季節調整済で名目も実質も下落している。ただ、逆に大きく巻き戻すという状況とも言えない。一進一退の状況であると考え。IT関連では、全般に企業行動が極めて慎重になっており、大きく下げることはないと考え。ただ、絵に描いたような回復とはとてもみられなくて、豊作貧乏型の量的回復が続くと考えるのが妥当だと思う。今後、フルハイディフィニションのプラズマテレビといった新しい需要牽引要因があることから、現在は一時的な足踏みであると考えるのは妥当だと思う。ただ一点、昨日法人企業統計年報と季報についての差に議論が集中し、少し混乱した議論があったと思うので、この点について一点付け加えたいと思う。第一に、この二つの調査は全く性格の異なる調査である。法人企業統計年報は、これは調査統計局では既にご存知であるが、当該年の前半と後半に決算期を迎えた企業の確定決算計数を纏めたものである。従って、企業の決算期は共通でないことから、時期的には最大2年近い期間がオーバーラップするという形になる。例えば、平成16年度の法人企業統計年報の数字は、平成15年4月1日から平成16年3月31日の全企業活動の結果を纏めたものではない。これに対して、法人企業統計季報は、当該四半期の企業活動を当該期末で仮決算を行った計数で纏めたものである。従って、平成17年第2四半期の法人企業統計季報の数字は、実際にこの四半期に行われた企業活動を纏めたものである。第二に対象が異なる。資本金1千万円以上の標本抽出は法人企業統計年報も季報も同じであるが、年報はさらに資本金1千万円未満も対象としており、かつその標本抽出率は当然ながら低いため、誤差が大きい統計である。従って、この両者の計

数を単純に比較することは非常に危険である。なお、全国短観は資本金2千万円以上であるので、短観と法人企業統計季報との比較も注意が必要である。最後に、米国経済及び世界経済のリスクについて付け加えたいと思う。米国経済の先行きの不透明さ、そして世界経済の先行き不透明さは、今般のハリケーンの被害拡大でさらに大きくなったと言える。原油・ガソリン価格の高騰であるが、一般に価格の高騰は時間を掛けて起こる場合には、将来に対するある程度の予想が可能であり、それに対する需要の代替も起こる。従って、価格高騰が悪影響を及ぼし、ショックは大きいものの、比較的マネージャブルであると思う。これに対して、供給の遮断が起こる場合には、ショックは急激でかつパニック的になり、市場もワンウェイマーケットになって、過剰な反応を起こすことが多いと思う。今般のハリケーン被害はこうした供給の遮断をもたらさないか、あるいは供給の遮断の思惑を生まないか、慎重に判断する必要があると思う。現在のところ、そのような思惑は発生していないということだが、今般の被害で供給ラインがさらに細くと言うか薄くなったことで、将来、追加的な遮断要因が現われた時の耐性度が落ちているということには今後注意しなければならないと思う。言い方を変えれば、今後は単発事情によるリスクよりも複数事象の相乗作用のリスクの方が、深刻になりつつあるように見える。その点で注意をしなければいけないと考えている。以上である。

福井議長

中原委員から願います。

中原委員

前回会合以降発表された景気指標では、輸出、生産について基調に大きな変化はないと思う。「踊り場脱出」という語感が与える程の回復感が強まっている気配は今のところ明確ではない。個人消費も好調だった春先の反動もあり、総じて不冴えという感じである。しかしながら、法人季報にも見られる好調な企業収益・強い設備投資意欲や改善の続く雇用・所得環

境を勘案すれば、全体感として引き続き緩やかな成長軌道へ復帰しつつあるというこれまでの判断の変化はない。

第 2 四半期の GDP 及び 7 月の鉱工業生産は事前予想を下回るものであったが、ヘッドライン程内容は悪くないと思う。GDP は在庫の動きで減らされている。鉱工業生産は好調だった素材産業の一部にやや翳りが見られるなど、業種により区々である。IT 関連でも情報通信が改善しているのに対し、電気機械、電子部品・デバイスが対照的な動きになっている。ただ、先行きの生産計画にみる企業のセンチメントは総じて強気である。なお、足許 14 号台風の影響が若干懸念するところである。一方、世界の IT 関連財の市場環境は、緩やかに改善しているということは確かだと思うが、S I A による世界半導体出荷は力強さを欠いているし、また地域別の数字で見ると、日本の動きが特に弱いように思う。先日の調査統計局の企業懇談会報告「IT 業界の現在と将来」や香港事務所による「台湾 IT 関連産業の現状」というレポートに見られるとおり、IT 企業の先行き見通しは今一つ慎重という感じがする。この間、企業部門全体をみると、一昨日発表の法人季報に見られるとおり、好調な企業収益と旺盛な設備投資意欲が確認されているし、中小公庫、商工中金、国民金融公庫による中小企業関連調査でも、マインドは総じて改善の方向にあると思う。先日のロイター短観、前のテレレート短観であるが、これは足許で改善があまり見られず気になるところだが、間もなく発表される 9 月短観の結果を注視する必要があると思う。家計、消費周りについては、このところ供給側の統計は弱いし、家計調査でもサンプルバイアスがあるとは言え、消費支出は不冴えとなっている。ただ、雇用・所得環境の改善が続いており、足許では消費の底堅さは続くと思う。先行きについては、今後の税制議論や社会保障の議論、あるいは人口動態の変化といったことがどう影響してくるのか注意していきたいと思う。

海外要因としては、米国経済を中心に不透明要因が増加している。具体的には、ハリケーンの被害とこれに伴うガソリン価格の急騰が米国経済にどう影響を与えるのか、さらに、高値を追う気配の強い原油価格が世界経

済、就中ASEAN、NIEs等に与える影響はどうか、また、資源価格高止まりの中で一向に減速の気配を見せぬ中国経済をどうみるのか、といった点が引き続き世界経済にとってのリスク要因かと思う。米国経済については、総じて堅調な指標が続いてきたが、ここへきてハリケーンの被害をどうみるかが問題である。too early to assessということだと思うが、暫く生産や雇用の数字も不安定なものが出る可能性がある。また、家計のコンフィデンスなど消費への影響も避けられないと思う。今回は、供給面でのショックであって、インフレ期待を増幅するリスクがある。さらに、空運や自動車産業への影響も懸念されるなど、持続的な影響になる可能性も注意しておきたいと思う。予測機関によっては、既に成長率見通しの下方修正、CPIの上方修正を行うところも出ているようである。加えて、原油価格の上昇の影響がアジア諸国に今後どのような影響を与えていくのかも重要だ。インドネシアは一応小康状態のようであるが、エネルギー価格上昇が財政負担の増大をもたらす構造は他のアジア諸国の多くでも見られるものであり、原油価格上昇に伴う購買力の産油国への移転がどこへ向うのか、貯蓄に向うのか、あるいは需要としてリアライズするのにもよる問題ではあるが、やはり今後の影響については十分注意が必要かと思う。中国についての最近の指標は一向に減速の気配が見られない。むしろ再加速という見方も出ている。引き続き輸出が高水準のもとで、輸入の伸びの減少が続いているのも懸念材料である。昨日の日経新聞一面の記事の内容が事実だとすれば、今後の資源価格や世界経済にとってのリスク要因になる可能性はあると思う。経済の過熱を防ぎ、所得配分の是正により社会安定を狙うということではなくて、むしろ成長の加速で所得の底上げを狙うという政策変更とすれば気になるところである。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、内需についてであるが、法人季報を見ると4～6月期の設備投資は予想以上の強さであり、業種別に見ても不動産業、卸・小売業など裾野が広がっている。また、売上高経常利益率も製造業、非製造業、大企業、中堅中小企業とも予想以上に改善している。原油を始め素原材料価格が上昇した中での増益基調は非常に心強く、設備投資は先行きも増加していく可能性が高いとみている。なお、総務省や国民生活金融公庫の調査によると、個人企業や小企業の業況見通しも足許改善しているが、コストアップが今後も続くとその負担が中小企業など弱い企業に降り掛かる可能性があるため、景気回復の裾野の広がりにはブレーキが掛からないかどうか、丁寧に見ていきたいと思う。次に、個人消費については、7月の関連指標に弱めのものが多くみられたが、反動減やサンプル要因と捉えることができ、トレンドでみれば着実な回復を続けるという判断で良いと思う。消費者心理は改善しているし、雇用環境の改善が顕著だからである。雇用者所得は緩やかに改善し、若年層の失業率は低下し、失業者の失業期間も短期化している。8月の労働経済動向調査では、常用労働者過不足判断DIで不足超幅が13年振りの高水準になったとのことである。

次に海外経済についてであるが、足許までの海外経済動向を見てみると、米国では着実に、中国では力強く景気が拡大している。外需は勿論、堅調な内需の背景に、このような海外経済の拡大がある。先行きについては、復興需要を含めたハリケーンの影響によって米国の経済成長は振れを伴う可能性が高いと思うが、今のところ海外経済は潜在成長率程度の景気拡大を持続できるのではないかと考えている。

なお、いわゆる踊り場脱却について、シンボリックな意味で見極めたかった電子部品・デバイスの在庫調整は、在庫循環図を見ると、ほぼ45度線に到達している。さらに7～9月の生産は増加に転じる見通しである。また、携帯電話とデジタルカメラの国内出荷台数も持ち直しているし、デジタル家電の輸出も増えている。NIEs・ASEANでもIT関連分野やエレクトロニクスの輸出が改善している。これらから、IT関連分野の

調整は終わったと判断しても良いと考えているので、基本的見解の総括判断は、執行部案で違和感はない。ただ、この修正が、日銀が景気判断をもう一步強めたと受取られる可能性がある点が気になる。この点については、今回の修正は景気判断を強めた訳ではなく、例えば、前回決定会合後の記者会見で総裁がおっしゃったように、「振り返ってみればIT関連分野の調整は終わっていた」という事後承認的な修正である旨を周知して頂ければと思う。調整が終了したといっても、今後IT関連分野の最終需要の目覚ましい回復は望めない。実際、日本からの情報関連財の輸出の伸びはまだ回復していないし、足許の中国に対する輸出増は、振れの大きな半導体製造装置によるとのことである。非IT財も含め、中国の在庫調整については、信頼できる統計がないだけに、今後とも丁寧にミクロ情報をかき集めて判断していきたいと思う。

こうした中、当面のリスク要因として最も重要なのが、原油価格の高騰であり、ハリケーン「カトリーナ」の影響である。私は、景気拡大が原油高を招くのであって、価格高騰による需給調整や投機の収まりにより原油高と景気はいずれ適当なところに落ち着くと考えていたが、今回のハリケーンの影響は原油の価格上昇の問題だけではなく、量の制約の問題も惹起した可能性がある。今のところ、ハリケーンの影響は米国政府やFRB関係者の言うように、一時的である蓋然性が高いと思っているが、原油・ガソリン価格の高騰の持続性如何では、米国の実質購買力やコンフィデンスを変化させ、ひいてはインフレと景気のパスを変えてしまう可能性も無視できないと考えている。また、ニューオーリンズは物流の拠点としても重要な場所であり、この面の影響も考慮しておく必要がある。足許ではエネルギー生産は徐々に回復しており、急騰していた原油価格やガソリン価格もやや落ち着きを取り戻しているほか、株や金利といった金融市場も概ね落ち着いている。ただ、低格付けの社債やエマージング債の対米国債スプレッドが足許幾分拡大しているほか、インドネシアやインド等、エネルギー原単位が高く、財政等の懐の浅い国で通貨や株価が軟調に推移している。他方、日本については、財政が抱える問題を除けば、構造問題が解決

に向いつつあるとともに、エネルギー原単位が低いこともあって海外からは、日本を見直し、日本に期待する声が聞かれる。このような状況下、今後のFOMC如何で日米金利差が想定対比縮まるようなことがあれば、株高のほか、多少の円高が生じるかもしれない。いずれにせよ、不確実性の高まり自体、金融市場になにがしかの影響を与えると考えられるので、エマージングマーケットを含め、今後の為替・金融市場の動向を注意して見ていきたいと思う。なお、中国ではエネルギー価格の統制下、価格上昇による調整が見込めないために、量の不足の深刻さが増しつつあり、エネルギー制約が経済成長の足枷になる可能性も無視できないように思う。

最後に消費者物価について一言述べておきたいと思う。消費者物価については、生鮮食品と特殊要因を除いた消費者物価の前年比はほぼゼロであり、今後特殊要因の剥落によって10月以降、インフレ率がプラスとなる可能性が大きいと思っている。それに加えて需給ギャップの縮小や賃金の上昇が特殊要因を除いた物価にどのような影響を与えるのかを今後見ていきたいと思っている。以上である。

福井議長

水野委員からお願いします。

水野委員

景気の現状については、前回会合までと同様、皆さんからのご指摘があったが、設備投資、個人消費が主として牽引する回復が続いていると評価している。先行きについても、基本的に民間内需が主導する景気回復が続き、輸出及び生産の増加が付いてきて、その回復のモメンタムが内需を後押しするシナリオを想定している。こうした景気の評価は7月から8月中旬に掛けて、金融市場参加者の間でも浸透し、金融市場とは景気・物価情勢の判断を概ね共有できている状況にある。8月下旬に公表された幾つかの統計には冴えないものがあったが、株高トレンドが続いているように、金融市場の景気認識は弱気化していないと判断して良いと思う。堅調な我

が国の株式相場は、日本経済の外的ショックに対する耐久性が高まっていることを示唆している。ただ、日本株に強気な海外投資家の一部は、我が国の先行きの経済の景気のみならず、総選挙後に誕生する新政権による改革優先の政策への期待感も織り込んでいるため、総選挙後に株式の益出し売りがあるかもしれない。景気の先行きについては、ハリケーンの「カトリーナ」と原油高が経済に与えるマイナスの影響を懸念する声が聞かれている。まず、過去最大級のハリケーン「カトリーナ」の影響については、被害状況の全貌の把握に時間が掛かっているが、金融市場では、局地的、一時的な被害ではなく、全米経済全体に影響を与えるマクロ経済イベントになるリスクが高いため、FRBが20日のFOMCでは利上げを見送るのではないかという見方が台頭している。しかし、Fedとしては、8月の雇用統計が非常に堅調であったため、雇用・所得環境の改善が確認されたこと、住宅バブルの懸念がある中で、利上げを見送った場合には、景気に過度に悲観的になったと受止められるリスクがあり、さらに今後2、3四半期先までみた場合には、リスクは景気減速よりもインフレ加速の方にあると思われるので、利上げを見送ることのメリットとコストを天秤に掛けた場合には、コストの方が大きいように思われることから、仮に利上げを見送った場合でも、利上げ局面が終焉するというような思惑を持たれないような細心の注意を払うのではないだろうか。米国債市場では、今後暫くハリケーンの影響で経済統計が弱めになるという読みから長期金利が低下する一方、金利先高観の後退を好感して、株式市場は底堅い動きを見せている。主要国の長期金利低下、日米の株式相場の安定など、健全な市場メカニズムが働いていることは勇気付けられるし、今のところ金融市場は冷静であると解釈している。ハリケーン「カトリーナ」の影響が如何に甚大だったとしても、米国経済は懐が深いいため失速する可能性が低いのではないかと思っている。個人的には長期金利が急騰するか、原油等の供給制約がさらに強まらない限り、ほぼ潜在成長率に沿った経済成長を続けていけると考えている。こうした点を踏まえると、我々としては米国経済は来年に掛けて潜在成長率、トレンド・グロースに沿った景気拡大を続け、

F R Bは基本的にはメジャーペースの利上げを継続することを前提にここで議論した方が良いと思っている。次に、原油高が我が国経済に与える影響であるが、我が国は世界で最も石油消費効率が良い国の一つであるため、直接的な景気抑制効果は限定的である一方、原油の純輸入国かつ原油の消費効率が悪い東南アジア諸国にとっては景気下振れ要因になることが懸念される。このため、我が国経済に与える影響としては、東アジア諸国の経済と金融市場の混乱を通じたものになる可能性があるため、この辺は注意していく必要があると思う。今のところ、インドネシア、シンガポール、タイ経済への影響は懸念されていた程ではないということである。また、原油高については、うがった見方をすればアメリカ、中国経済の過熱を回避するエンジン・ブレーキ的な効果を与える役割を果しているということも言える。もし原油価格が上がらなければ、アメリカ、中国経済はもっと成長が加速していたリスクもあるとも言えるのではないだろうか。従って、原油高が景気に与える影響というのは、現時点ではまだ不透明ということもあるが、悪影響をあまり過大に評価しない方が良いのではないかと思ってみている。以上の経済情勢のもとで消費者物価についてであるが、10月以降、コア・インフレ率がプラスに転じる蓋然性は高まってきたという皆さん及び調査統計局の見方に同感である。今後、消費者物価の動向に再び市場の注目が集まることになるかと予想されるが、対外的にはもはや特殊要因による説明よりも、以下の三つの点を重視したい。一点目として、我が国の物価変動は、需給ギャップの大きさによって基本的には決定される面が大きいということ。二点目としてインフレ率がプラスに転じた後、安定的にプラスで推移するかどうかは経済の正常化への自信が高まると同時に、景気は地味ながらも持続的に拡大し続けるとの展望が描くことができるかどうかにかかっていること。三点目としては雇用者所得の下げ止まりや原油価格高騰の持続など、物価を取り巻く環境そのものが変化してきていること。この三点を強調していった方が良いのではないかと思う。また、ポスト量的緩和政策ということをお睨むと、安定した政策運営を行うためには、市場やマスコミに中立的な政策金利の概念を理解してもら

うことが必要だと思う。それをサポートするためにも、これは時間は掛かるので、物価の安定とは何かという理論面のサポート、説明にも執行部を中心に力点を置いて頂いて、色々なレポートを出して頂けると良いのではないかというふうに考えている。以上である。

福井議長

春委員からお願いする。

春委員

申し上げる。前回会合以降の動きとしては、米国では7月の鉱工業生産指数が自動車の減産を背景に市場予想を下回ったが、自動車以外の生産指数は底堅く推移しているほか、8月のISM製造業指数も50を上回っており、基調としては緩やかな増加傾向が続いている。また、個人消費についても、ガソリン価格の高騰を背景に8月は一部の消費者信頼感指数が市場予想を下回ったが、雇用環境は引き続き堅調で、消費も総じて底堅く推移している。この間、住宅市場についても、7月の住宅着工が年率200万戸のオーダーを維持するなど、好調を持続している。このところエネルギー価格の高騰や住宅市場の過熱に加えて、被害総額1,000億ドル、あるいは復興費用1,500億ドルと言われるハリケーン「カトリーナ」の影響が懸念される。被害の一方で復興需要も期待できるので、基本的に米国経済は潜在成長率近傍の着実な成長を続けるとの見方が最大公約数ということであるが、短期的には若干の減速は避けられないと思うし、先行きについても十分な注意が必要と思う。

一方、中国は固定資産投資が高めの伸びを持続しているほか、国内向け輸入も拡張しつつある。いわゆる「油荒」問題が広がりつつあるようだが、足許は着実な成長を続けている。

こうした中で、原油価格は「カトリーナ」以降さらに高騰した。WTIで約70ドル、ドバイで約60ドルと過去最高値を更新した。ただ、このような状況で、IEAが戦略原油備蓄の協調放出を決定した後、WTI、ド

バイともほぼ「カトリナ」以前の水準まで戻している。かつての石油危機と比較すれば、消費国のエネルギー多様化や利用効率の向上もあって、世界経済への影響は限定的との見方もできるが、中国等の需要拡大がある一方でOPECの増産余地は乏しく、また今回はメキシコ湾岸に集中している米国の石油関連施設に大きな被害が出ていることもあって、原油の需給や価格の動向については、これまで以上に警戒的にみていくことが必要ではないかと思う。

国内では、7月の鉱工業生産指数が市場予想を下回る減少となったほか、家計調査による7月の消費水準指数など、個人消費関連の指標も落ち込むなど、弱めの指標が見られた。鉱工業生産や商業販売額の影響で景気一致指数も5か月振りに50%割れとなった。ただ、このうち生産については、8月、9月の予測指数を前提とした7~9月の生産見通しや調査統計局のヒアリングの内容等からは、増加基調が続いているのではないかと思う。また、個人消費についても、7月の減速は1~3月や4~6月の反動減によるもので、百貨店売上高など健闘している指標もあり、また雇用・所得環境が引き続き改善傾向にあることを踏まえると、堅調に推移する可能性が高いと思う。日本経団連の調査では、今年の夏季賞与は2年連続で過去最高となったほか、毎勤統計による7月の特別賞与の前年比伸び率も6月、7月合計では+3.7%と1991年以来の高い伸びと想定されている。上場企業の4~6月決算や法人企業統計で確認された企業部門の業績改善の家計部門への波及は続いていると考える。この間、設備投資は、4~6月の法人企業統計季報が2四半期連続の堅調な増加となったほか、機械受注や建築着工床面積などの先行指標も改善傾向が続いている。また、輸出も海外経済の堅調を背景に緩やかな増加が続いており、懸案の中国向け輸出もまだ安心はできないようであるが、7月は取り敢えず相当の増加となっている。

8月12日に発表された4~6月のGDP一次速報は市場予想を下回ったが、在庫を除いた最終需要については個人消費や設備投資を中心に1~3月に続いて底堅い内容であった。また、今回の踊り場入りのきっかけとなったIT在庫調整もほぼ最終局面を迎えている。2004年の4~6月から

3 四半期続いたほぼゼロ成長の踊り場状況は、2005年の1～3月から2四半期連続の底堅いプラスの成長を確認したことで、先行き不透明要因や地域間格差などの問題を残してはいるが、少なくとも一旦踊り場を脱却したということができるのではないかと思う。

物価面では、7月の全国CPIコアが前年比-0.2%と、小幅なマイナスが続いているが、ガソリン、軽油を始め、石油製品、航空運賃など、原油高を製品価格に転嫁する動きはさらに広がりを見せている。物価を下押ししている特殊要因も解消している中で、燃料費調整によって電気料金が引き上げとなる10月以降、CPIコアが前年比プラスに転じる可能性は高まっていると思う。マーケットでは、景気回復期待や日本株の出遅れ感から、株価が上昇傾向を辿っている。7月以降の外国人の大幅な買い越しのもとで、約4年振りとなる12,600円の水準に乗せた。先程のご発言にもあったように、これまで慎重であった長期保有の個人投資家も今後色々な条件が整ってきているので、投資スタンスが積極化することを期待したい。

最後に景気判断については、基本的にこれまでの見通しに沿って緩やかな回復を続けているものと考えられる。今月の基本的見解については先行きも含め、基本的に8月の判断を維持することで良いと思う。ただ、緩やかな回復が続いている一方で、先行きの不透明さはやはり拡大していると思うので、緩やかな回復を確認したということだけが強調されて受取られることのないような配慮が必要と思っている。以上である。

福井議長

武藤副総裁から願います。

武藤副総裁

前回の会合では、我が国の景気がほぼ踊り場を脱却したとの判断が共有されたということかと思う。今回の会合では、前回以降発表された景気指標等を踏まえて、踊り場脱却後の景気回復の強さの程度について、検証す

ることがポイントとなると考える。

まず、海外経済であるが、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。米国では、家計支出、設備投資ともに伸び率こそ鈍化しているものの、着実に増加している。先行きについても住宅価格の動向などには注意が必要であるが、基本的には潜在成長率程度の景気拡大が続くと考えられる。なお、多くの方が触れられたとおり、先月末のハリケーンの影響については、被害状況の詳細が明らかではないために、現時点では見極めがたいが、エネルギー関連施設が集中している地域であるだけに、原油・ガソリン価格高騰の長期化や消費者や企業のコンフィデンスの悪化などを通じて、景気に悪影響を及ぼす可能性もあり、注意して見ていく必要があると考える。中国は堅調な内外需要に支えられて力強い拡大を続けている。伸び悩んできた輸入についても、足許では復調しつつある。中国経済は物価安定のもとでの高成長を続けており、調整圧力は次第に弱まっていくとみられるが、その進捗度合いについては情報面での制約もあって、不透明な部分が多く、引き続き注意が必要である。

こうしたもとで我が国の輸出は、緩やかながら増加を続けている。7月は米国向けが自動車の反動減などから減少した一方、これまで伸び悩んできた中国向けが大幅に増加した。もっとも中国向けについては、振れの大きい半導体製造装置の増加といった要因に押し上げられているという執行部からの説明にあったとおり、直ちに基調的な回復に繋がる動きとみるのは早計であろうかと思う。先行きについては、中国向け輸出の本格的な回復のタイミングには不確実性が大きいものの、海外経済が拡大を続け、世界的なIT関連の調整圧力もほぼ一巡する中で、我が国の輸出も次第に伸びが高まっていくと予想される。

一方、内需は、設備投資と個人消費を中心にしっかりとした動きが続いている。企業部門では、高水準の企業収益を背景に設備投資の増加が続いている。法人季報によると、4～6月の設備投資は全産業で前期比+7.6%と、1～3月に続いて堅調であった。また、先行指標である機械受注も製

造業を中心に増加を続けている。こうしたもて、企業部門から家計部門への所得の波及は一段と明確になってきている。雇用について見ると、雇用者数は前年比で見て緩やかな増加を続けている。特に、概ねフルタイム労働者に相当する毎勤統計の一般労働者の前年比が、新卒採用増加の影響もあって、4月以降はっきりとしたプラスが続いている。また、賃金については、夏のボーナスのほとんどをカバーする6月、7月の特別給与が前年比+3.7%の高い伸びとなったほか、所定内給与もパート比率の低下等を背景に極く緩やかに増加している。このような雇用賃金の改善を反映して、雇用者所得は緩やかな増加を続けている。個人消費を見ると、全国百貨店売上高などの各種の販売統計は、7月は総じてやや弱めとなったが、好調であった4~6月の反動という側面もあり、個人消費の基調に変化はないと考えられる。先行きについても、雇用者所得の緩やかな増加を背景に着実な回復を続ける可能性が高いとみて良いのではないかと思う。このような需要動向のもとで、生産は4~6月に続き7月も前期比で小幅の減少となった。もっとも8月、9月の予測指数や企業ヒアリングを踏まえると、7~9月は前期比+1.0%程度の増加が見込まれている。4~6月も鋼船や医薬品における統計上の振れによって押し下げられていることを踏まえると、生産は振れを伴いつつも増加傾向にあると言える。IT関連分野の状況を見ると、電子部品・デバイスの在庫調整は、4~6月は幾分足踏みする格好となったが、7月の出荷が4~6月対比で増加していることや、7~9月の生産が増加に転じる見込みであることなどを考え合わせると、IT関連の調整は概ね一巡したとみて良いのではないかと思う。

以上を纏めると、7月単月の経済指標については、好調であった4~6月の反動減となったものも見られたが、総じてみれば、海外経済が拡大を続け、企業部門から家計部門への所得の波及が一段と明確となる中で、我が国の景気が着実に回復していることを示すものであったと言える。ただし、輸出の伸びが依然緩やかなものにとどまっていることや、生産も力強さを欠いていることなどを踏まえると、当面景気回復のテンポが加速していく状況にはなくて、息の長い緩やかな景気回復が続く可能性が高いと考

える。

こうした見方に対してリスク要因があるということについて触れておきたいと思う。一つは高騰を続ける原油価格の動向、二つ目は米国経済、とりわけ住宅価格の動向である。原油高が景気に与える影響は、これまでのところ過去の局面に比べれば相対的に軽微なものにとどまっている。その理由としては、今般の上昇は供給面の制約よりもエマージング諸国を含めた世界経済の順調な拡大に伴う需要増加を背景としたものであることや、世界的にインフレ期待が落ち着いているもとで大幅な金融引締めが回避されていることなどが指摘できる。もっとも、今後一段の原油高が進行するような場合、例えば、先日のハリケーンの影響から需給が逼迫するケースなどの場合にはインフレ期待に変化が生じ、ひいては長期金利の上昇をもたらす可能性も否定できない。その場合には、これまでグローバルな低金利を前提としてきた世界経済の構図に変化が生ずる可能性がある。米国の住宅価格についても長期金利の低位安定を背景に上昇を続けてきたが、長期金利の上昇をきっかけに調整が深まることも考えられる。今後の原油価格や米国の住宅価格の動向については、このような認識を踏まえてみていく必要があると考える。

次に、コアの消費者物価であるが、7月は前月に続き前年比 -0.2% となった。もっとも米価格や電気・電話料金などの特殊要因を除いたベースでは、このところゼロ近傍で推移している。先行きについては、米価格のマイナス寄与が剥落していくことや、10月以降電気・電話料金の引き下げの影響も弱まっていくことを踏まえると、年末に掛けて前年比で 0% ないし若干のプラスとなる可能性が高いと考えられる。金融面の動向であるが、本日公表された8月の民間銀行貸出は、特殊要因調整後で前年比 $+0.2\%$ であった。もっとも8月の計数は特殊要因によって嵩上げされていて、この特殊要因を除くと -0.2% ということで、7月と同じであった。ただ、趨勢的に見ていくと、貸出の減少に歯止めが掛かりつつあるということも事実であろうかと思う。企業の資金需要にもなにがしか変化が生じつつあるのではないかということが考えられるので、貸出の動向については金利

面の動きや資本市場調達の状況なども合わせて注意してみていく必要があるだろう。

最後に金融市場の動向について一言申し上げたいと思う。市場では暫く前までは景気の先行きに対して慎重な見方が多く、日経平均株価も長らく11,000円台での揉み合いとなっていた。しかしながら、このところは過度に慎重な見方が修正されていく中で、日経平均株価は昨年4月以来の12,000円台となって、さらに上昇を続けている。一方、長期金利は8月中旬には、1.4%後半まで上昇したが、その後は幾分低下していて、足許では株式市場とはやや異なった動きとなっている。最近の長期金利低下の理由は必ずしも明らかではないが、市場では原油高騰の長期化を受けて、景気の先行き不透明感が意識されつつあることや、こうしたもとで米国の長期金利が低下していることなどが影響していると考えられている。金融市場の動向については、市場参加者の景況感がどのように変化するのかといった点を含めて、引き続き注意を払っていく必要があるのではないかと思う。以上である。

福井議長

それでは最後になったが、岩田副総裁からお願いします。

岩田副総裁

二点だけ申し上げたいと思う。ハリケーンのインパクトについてと、もう一つは日本の生産・出荷・在庫の動きとGDPについて、この二点だけに絞って申し上げたいと思う。

まず、「カトリーナ」の影響であるが、アメリカの原油精製能力の2割位にダメージがあると言われている。8月下旬のジャクソンホールシンポジウムにおいて、ブラインダー教授が、論文を発表して「グリーンズパン議長が後継者に与える10の原則」について述べたが、その8番目の原則は「石油価格上昇は多くの場合景気後退に繋がらない」というものであった。これまでは確かにそのとおりであるが、今回も同じ原則が当ては

まるかどうかというところ少し危ない面もあると思う。マクロエコノミクス・アドバイザー社の最新の予測によると、第3四半期の実質成長率は想定より1.5%下回り、第4四半期は0.25%程度下回るということで、均せば1%程度という姿を想定している。私は、経済的な被害もさることながら、政治的なリスクにも注意が必要だと思う。ブッシュ大統領の指導力は選挙後、やや貧乏状態で、さらにこのハリケーンのショックがあって、対イラク戦への批判、それから地球温暖化対策を真面目にやらないからそのツケがきてハリケーンが暴れているのだという批判が集まってくる可能性がある。冷静に考えるとハリケーンがきたから直ぐさま利上げを止めるというのはあまり賢明ではないかもしれない。しかしながら同時に政治的な力学も考える必要があるだろう。議会でも恐らく1,000億ドルから1,500億ドル位の費用を覚悟しなければいけないという議論が出てくる中で、どのようにしてバランスを取るのか。シカゴ連銀のモスコウ総裁は、やはりインフレを警戒すべきだという話をされたようであるが、長期金利が下がっているのは、やはり利上げの停止を先取りしているのではないかと思う。逆に利上げを停止しないと、裏切られたと思って、却って金利が反発してしまうリスクもあると思う。その意味で、9月、11月のFOMCでは利上げ停止の可能性もかなりあると思っている。それからアメリカの景気情勢については、ベージュブックの報告では、かなり強い感じが出ている。ただ住宅投資については、このところ若干変調が感じられる。住宅在庫が少し増えるとか、売買回転率が下がるとか、モーゲージ借入の頭打ち傾向が見られるなど、もしかするとグリーンSPAN議長が強調している自動調整メカニズムが少しずつ動き始めているのかもしれない。仮に住宅価格のフロスがなくなっていくとすると、-0.6%まで低下している貯蓄率が上がってきて、経常赤字の縮小という観点では非常に良いことなのだが、景気という観点では、それ程良いとも言えない。他のショックと重なったりすると、景気の足を引っ張るリスクがあると思う。それから自動車販売は、今はインセンティブを手厚くして販売努力で頑張っているのだが、自動車ローン金利が3%から6%へ段々高まるとか、あるいはストック循環から

みると、アメリカではこれまで長く自動車が売れてきたが、それが息切れしてくる可能性もあるということで、その辺は少し要注意かなと思う。それから、インフレ・リスクに対する見方であるが、これについては、生産性の指標が二つあって、昨日も少し申し上げたが、アウトプットベースで見ると、第2四半期には前年比1.8%と、従来の3%位から半分位に落ちてきている。その結果、その指標が正しいとすると、単位労働費用は4.2%上昇ということになる。一方、インカム・ベースの指標では、PCEについて、医療関係や銀行利子収入などの計り方を少し変えたために、上方修正が行われている。私はこういう微修正はあった方が良く思っており、日本の場合も消費者物価を改訂する際とか、あるいは何が本当の生計指数か考える際に、この非市場性の価格をどう考えるべきかという論点は、我々にとってもよく考えていかなければいけない話と思っている。そうすることで、インフレ・リスクについては、生産性の伸びが、5%というのと2%位というのでは恐らく相当違いがあって、マーケットは恐らく生産性の伸びを高い方に見ているのではないかと思う。そのために、インフレ・リスクはあまりないとみているのではないかと思っている。

二点目の生産と在庫であるが、皆さんは、生産予測指数は曲がりなりにも大体良いのではないかというお話であるが、私は少し抵抗がある。と言うのは、8月、9月の生産は、電子部品・デバイスなどが中心で増えるという予測になっているが、2か月前の予測の実現率の標準偏差は、製造工業全体で1.4%の一方、電子部品・デバイスは5%と、3倍位大きい。このように振れが大きくて、本当にソリッドに増えていくのかどうか疑問である。輸出も、情報関連財はあまり増えていない。NIEsの輸出は割合立ち上がってきているが、日本は遅れているということを考えると、予測指数は額面通りには受取れないと思っている。それから在庫率指数が、素材関係を中心に130.7%とかなり高水準のところまできていることも注意すべきだと思う。非ITの生産指数はあまり伸びておらず、横這いである。そうすると、非IT部門中心に在庫調整圧力がまだ残っていることも考えると、在庫調整は第2四半期にかなり進展したというイメージがあるのだ

が、過去1年位の在庫の積み上がりを計算すると、まだ大分残っていると考えた方が良い。それはやはり景気とか生産とかに対しては頭を抑える要因ではないかと思っている。それから、電子部品・デバイスについては、生産能力指数がとても高い。在庫水準もまだ高い。それからDRAMの価格は、これは恐らく一時的だと思うが、また少し下がっている。企業業績を見ると、ハイテクは明らかに足踏みではないか。主要電子部品メーカーの第2四半期は前年比で減収減益ではないかと思う。民生用エレクトロニクスを見ても、シャープと松下を除くと他は赤字ではないかと思う。携帯とかPCの全世界ベースの需要をみると、2004年に前回のピークがあり、これは3~4年のサイクルがあるようなので、本格的に立ち上がってくるのは2007年ということになる可能性が高いのではないかと思っている。そういうことで、IT部門の在庫調整は4~6月で終わるが、その後の回復力が問題だと、半年前から言っていたのだが、大体そのとおりの展開ではないかと思っている。8月、9月の電子部品・デバイスの急回復を当てにしていると、少し危ないと思う。踊り場を脱却したか否かは、踊り場の定義が最初からあまり明らかでないので、争っても仕方ない問題だと思っている。私自身は要は在庫循環だと思っており、最初IT部門でミニバブルの崩壊があって、その後、もたもたしている間に非ITの在庫調整が始まってしまった。そして在庫調整はまだ残っている。在庫循環という観点からみれば、今は最終局面にあるとしか言いようがない。7月は少し悪い方向に振れ過ぎていると思う。もう少し戻ってくると思うが、それでも在庫調整の観点からすれば、最終局面と言うしかないと思っている。それから出荷とGDPであるが、出荷の数字は2004年の春からほとんど横這いで伸びていない。GDPの大きな振れに対して、どうしてこのように安定しているのか、不思議であるが、出荷を見ると需要の強さが本当にどこまで強いのか、良く考えなければいけない。そうは言っても何も当てにならないと言っても仕方がないので、GDPを前年比で見るしか仕方がないのではないかと思う。そうすると、第1四半期、第2四半期は、それぞれ1.3%、1.4%である。その辺の穏当なところで緩やかに、1%台半ば位の

ところで、つまり潜在成長率すれすれのところで何となく推移している。であるから、ファンダメンタルズが改善していることは間違いない。安定性は増していると思っているが、強さについてはその程度のところで推移していると思っている。出荷との関連で言うと、消費財の出荷もあまり良くない。総供給の指数を見ると最近少し落ちてきている。液晶とかカーナビは非常に良いが、PDPテレビ、DVDレコーダーやビデオ一体型カメラは、どうも一巡感が出ているのではないかと思う。デジタルカメラも、業界では2005年の出荷台数を26.8%増と読んでいたが、最近は8.4%に修正している。まだプラスの予測であるが、どうも成熟局面に変わりつつあって、一服感が出ている。そういうことで、消費については、勿論、労働市場とか賃金が良くなってきているので、悪くなるということは考えにくいですが、それにしても勢いはこのところ少し落ちていると思う。最後に一言だけ。企業マインドが私は大事だと思っている、私の印象では中小企業関連のマインドは改善というところまでいかずに、今まで出ているデータは一進一退と思う。それから先程、中原委員からもご指摘があったが、テレートの業況判断は、7月27日から8月18日までの期間で採ったものであるが、これは全くの横這いだった。製造業が16で、非製造業が1ポイント悪化して17となっている。ただし、先行きはかなり明るい見通しで、10ポイント位改善するというふうに、期待感は凄く高まっている。だが、8月の半ば位までの企業の実感として、本当に強い方向に向っているかどうかという、ややどうかかなと思っており、私も9月短観に期待したいと思っている。以上である。

福井議長

一通りご意見を頂戴した。前回の決定会合で、日本経済が踊り場を脱却したかどうかということにかなり焦点を当てながら議論させて頂いたことを思い起こしながら、各委員のご意見を拝聴していた。前日も経済のどこに視点を定めるかによって、踊り場脱却を巡る意見にもかなり濃淡の差が出るという状況であったが、経済全体の動きがどうかという点のみを限

り、ジリジリと前進している。その限りにおいては踊り場をほぼ脱却したのではないかという形でこの場の意見を纏めさせて頂き、記者会見では「少しぼやけた写真判定だが」という言い方でリザベーションを少し残した説明をしたのを思い出している。今日、皆様方のご意見を伺っていて、前回のそういう判断ならびに説明振りが基本的に間違いなかったのではないかと感じた。引き続き経済全体としてはジリジリと前進している。前回以降、踊り場を脱却したということであっても、その後の景気拡大のテンポは引き続き着実だがスローである。こういう認識でご意見が揃っているように感じた。我々の情勢判断は常に我々が持っている展望レポートで示した基本シナリオとの関係でどうか、世界経済についても日本経済についても、そこを中心に吟味していこうというスタンスになっている訳だが、今日のご意見では世界経済の方は引き続き我々の基本的なシナリオに概ね沿って動いている。米国や中国を中心に着実な拡大が続いていて、この先も潜在成長率近傍の景気拡大を続ける可能性は失われていないということであったと思う。とりわけ世界的なIT関連財の調整がほぼ一巡という材料も明確になってきているということだったと思う。ただ、ある委員もご指摘になられたとおり大きな不確定要因、ハリケーンの被害の影響、それとの関連で原油価格の一段の高騰が世界経済にこれからどういう影響を与えていくかということをしかり判断していかななくてはならない。現時点であまり早計な判断はできないというのは中原委員のおっしゃるとおりであり、しかし逆に言えば、少し時間を掛けてここはきっちり判断できるだけの余裕はあるということではないかというふうに思う。我々の基本シナリオとの関係で将来、このインパクトがどう出てくるかということになると、恐らく原油価格の高騰についてこれまで、今回はこれはショック先行型ではなくて、やはり世界的な需要の増加ということを背景にした原油問題である。従って、世界経済全体としてコスト上昇をどうこなしていけるかということが基本の視点だったと思うが、ハリケーンが加わって、供給限界というものをもう少し強く織り込みながら考えなければいけないかどうか。そこのところをこれからよく見極めていかなければな

らない。それから米国経済との関係で言えば、こうしたハリケーン絡みの原油価格の高騰、原油の問題というのが米国の消費者心理に影響して米国の個人消費の動向、さらには住宅ブームにどれ位ダメージを与えるか。そこにダメージが与えられた場合には世界経済全体にも二次的な波及が少なくないかもしれない、そういった視点に目を据えながら今後の分析をしっかりとやっていく必要があるのかなと拝聴した。国内経済については引き続き内需・外需、バランスの取れた姿でジリジリと前進している。内需の中では設備投資が堅調な企業収益に支えられて引き続き想定以上に強めの推移というように捉えて良いのではないかということだったと思う。個人消費の方も予ねてのシナリオというものより、最近の動きは、比較的底堅い動きを続けている。ただ、夏場の指標は販売統計等で見てやや弱めの動きであったが、所得面では逆に強い指標が出てきている。それから消費者マインドもしっかりしているということからみれば、個人消費の動きも引き続きやや強めの動きを想定してそう間違いないのではないかと、というご判断であったかと思う。一方、外需の方だが、これも輸出が少しずつ増えているということは指標で見ても確認できるということであったと思うが、ただ、仔細に見ると中国向け輸出の本格的な回復時期というものがまだ若干不透明だということがあるし、もう一つは世界的なIT関連分野の調整がほぼ一巡したとみられる割には、少なくとも我が国の情報関連輸出が微増という段階にとどまっていて、この繋がりがあまり明確でないというご指摘があったと思う。それから経済全体の動き。生産・出荷・在庫という循環的な流れで捉えた場合に、我が国においてもIT関連分野の調整が概ね終了したことが確認できるという点はポジティブである。しかし、鉱工業生産等の、あるいは在庫の動き等、全体としてみた場合には素材関連を中心に軽度の在庫調整圧力がなお残っている、あるいはみられるということで、こうしたことからみれば、「引き続き写真判定はややぼやけているところが残っている」というふうなことかと思う。内外ともに今後きちんと判断していかなければならない点も今回の議論でかなり明確になったのではないかと思われる。なお、物価情勢は皆さんのご意見に不

一致はなかったと思う。国内企業物価は原油価格高騰の影響などから上昇しており、これからも上昇を続ける。消費者物価指数については年末頃に掛けて前年比が0%ないし若干のプラスに転じる可能性が高いという、こういうご認識であったと思う。金融情勢についても大きなご意見の相違はなかったと思われる。企業金融の面で民間銀行貸出の前年比マイナス幅が着実に縮小してきた。8月の計数は前年比小幅プラスに転じたというようなこともポジティブな材料ではないかと思う。纏めになったかどうか分からないが、皆様のご意見を概ね集約すればそういう感じではなかったかと思うが、なお、そうではないというような面からもご意見があればどうぞおっしゃって頂きたい。宜しいか。もしあれば後でまた金融政策運営に絡んでもご発言頂いて結構である。それではここで少しコーヒーブレイクにしたいと思う。

(10時51分中断、11時00分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

宜しいか。それでは議論を続けたいと思う。次は金融政策の運営について改めて各委員からご意見を頂戴したいと思う。最初に福間委員から願います。

福間委員

前回会合以降の当預残高を巡る動きをみると、以前に比べて札割れが減少していることに加え、資金余剰期にあることも手伝って残高目標を維持しやすくなっている。もっとも、最近の札割れの減少は、先程述べたように余剰期にあるためオペが必要ないということが一つの理由でもあるが、ファンダメンタルズの改善を背景に市場の金利先高観が強まり、オープン市場の金利や短期の先物金利が上昇しているにもかかわらず、オペ金利は現行の残高目標に基づく巨額の資金供給により低めに抑えられている結

果、収益獲得動機に基づくオペ需要が増加しているためである。これは言い換えれば、オペの対象先という限られた金融機関に収益獲得機会を与えるということである。また、オペ金利が現行の残高目標のもとで低めに抑えられている限り、裁定取引等を通じて他の市場金利の自由な形成も間接的に妨げられている。こうした状況は、量的緩和政策の枠組みのもとではある程度まではやむを得ないとしても、量的緩和政策導入時の「市場メカニズムをできるだけ損なわないように配慮しつつ」という考え方とは相違している。この「市場メカニズムをできるだけ損なわない」という考えについては、コアCPIのプラス転化が視野に入り、来年度に掛けて量的緩和政策の解除が展望されている中では、その重要性が一段と高まっている。本行としてはポスト量的緩和政策への円滑な移行を図るため、市場メカニズムをできるだけ活かしながら市場との対話を行っていく必要がある。そうした観点から言えば、自由な金利形成の阻害要因となっている本行の巨額の資金供給については、量的緩和政策の枠組みの堅持に支障を及ぼさない範囲でこれを是正していくことが望まれている。また、残高目標を必要以上に据え置くことについては、市場にエネルギーを溜め、先行きの金利変動リスクを高める惧れがあるほか、残高目標維持のため再び長めのオペを実施していけば、量的緩和政策の解除に要する期間はその分だけ長くなり、金融政策の機動性、柔軟性を低下させるという問題もある。また、売りオペによる短期間での当預残高削減は落札金利の上昇を招き、本行にとっても大きな損失が出ることにもなる。解除に要する期間についてはオペの期落ちにより、当預残高を所要準備額まで減少させるためには、現在4か月以上の期間を要する。このため、今後はできるだけオペの期間の短縮化を図ることが求められるが、30兆～35兆円程度というベースキャンプを変えない中では、そうしたオペの期間の短期化にも限界がある。以上を踏まえると、私は上ってきた階段を一つ一つ降りるように残高目標を段階的に引き下げることが適当であり、その第一歩として、まずは残高目標を27兆～32兆円程度に引き下げ、「なお書き」についてはイベント・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必

要があると考えている。残高目標を引き下げても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、我が国が小幅ながら物価の下落する状態からの脱却を十分サポートすることはできると思っている。ただ、長期に亘るゼロ金利のもとで既に市場にはゼロ金利継続を前提としたショートファンディング、デリバティブ、あるいはキャリートレード等のポジションが内外で積み上がっている。こうした状況のもとで可能な限りペインレスに、あるいはシームレスにポスト量的緩和政策への移行を図るためには3条件が達成される前の事前の段階だけではなく、達成されて金利政策に移行するまで事後の段階も含めて、金融市場の安定に万全を期す必要がある。そのため、残高目標の引き下げに当たって、その時々金融経済環境を慎重に点検し、ある程度の予見性を持ちながら、焦らずゆっくりと引き下げていくことが重要なポイントと思っている。3条件が達成された段階で仮に所要準備額を超える当預残高があったとしても、急激に残高を落とすということは極めてリスクであり、焦らずゆっくりと金利政策に進んでいく必要があると思っている。環境変化にもかかわらず政策を変えないことは、それ自体がリスクであり、一方で急激に政策の修正・変更を行うこともまたリスクである。以上である。

福井議長

西村委員、お願いします。

西村委員

まず、金融政策運営方針の説明の前に、今般国庫金の効率的な管理を目指した重要な政策変更が実施された点について一言述べておきたいと思う。今回の措置は国庫収支の無用な振れを多くの場合減少させるものであり、歓迎すべきものであると考える。国庫金は財務省のみならず多くの行政機関に跨る問題であり、各行政機関におかれても基本的な方向性をきちんと理解し、相応の対応を採られることを強く望みたいと思う。それでは金融政策運営方針について述べたいと思う。足許の国内景気は、もはや踊

り場ではない状況であった前回に比べて若干の足踏み状態ではあるが、基調に変化があるとは思えない。従って、次回までの金融政策運営方針は「なお書き」を含め現状維持が適当であると考え。量的緩和解除の最初の2条件を満たす可能性が年末から来年に掛けて高まる状況で、かつ、市場もそれを織り込みつつある状況であると考え。従って、市場との対話の重要性は認識されるべきであり、実物投資を含め、長期的なポートフォリオを考えている人達に無用なサプライズを与えないようにする必要があると思う。ただ、手段に関しては、予め自らの手で手段を縛るべきではないと考える。その時点、時点の状況で、望ましい手段は一様とは限らない。様々なあり得る可能性に関して、市場参加者がコンテンジェンシープランを持っておけるようにする必要があると思われる。そのために市場に対する慎重な情報提供が必要であると考えている。最後に3条件の基礎になっているCPIについてこの時点で頭に入れておくべき二つの点を指摘したいと思う。まず第一に、来年8月に予定されている2005年基準への移行の影響についてである。改訂によるウエイト変化の影響の大きさを見るには、現在の2000年基準指数と現在試算されている年平均リンク連鎖指数の最新の数字を比べるとその大きさを測ることができる。年平均リンク連鎖指数が、来年8月改訂時の2005年基準指数に近い動きをするため、こういうことが可能になる。今利用可能な今年3月の数字を見ると、生鮮食品を除く総合で年平均リンク連鎖指数の方が公式指数よりも0.13～0.14%ポイント低く出ている。つまり、基準改定において0.13～0.14%ポイント程度の見掛け上のCPIの低下が起これると考えられる。原因は白物家電とパソコン関連の影響である。その他、今次の改訂については様々なアイテムに対してモデル方式というようなものを作るが、これについてどのような影響があるか分からないが、今までのところ然程大きな影響はないと思われるので、大体この程度の動きが出てくるのではないかと思う。それから第二に、新しいバイアス。特に価格下落を過大にみるバイアスがCPIに生じている可能性ということについて説明したいと思う。ボスキーン・レポート以来、数年前まではCPIには様々な価格下落を過少にみる

バイアスがあるとされてきた。特に新製品が入っていない、新店舗が入っていない、また、IT関連で品質調整が十分でないというようなことが指摘されてきた訳である。そのため、価格の高い従来型店舗がオーバー・リプリゼントされて価格が高めに出るというバイアスになると考えられてきた訳である。しかしながら、これについては総務省の努力によってかなりの程度解消されたと考えて宜しいかと思う。これに対してIT関連では、逆に過度の品質調整における価格下落を過大にみるバイアスが発生してきているように見える。2001年の9月から2003年半ばまでは消費者物価指数において日本と米国のパソコン等関連機器の価格下落率はほぼ同じであった。この2年はほぼ同じだった訳である。IT関連機器は世界商品であり、基本的なアーキテクチャーが違う訳ではない。そして使われ方も極端な差がある訳ではない、と考えると日米で品質が大きく違っているとは考えにくいので、日米の価格の動きが似ているというのは理解できる訳である。しかしながら、2003年半ばから日本と米国の差は急激に拡大している。現在、日本の下落率がCPIで大体32%であるのに対して、米国ではその半分の16%である。米国方式がしばしば標準とされるのだが、もし、そういった形で日本のCPIを計算し直すと、簡単な計算の結果、大体0.1%近くCPIが高くなる。つまり現在のCPIには0.1%ポイント——正確には0.087%だが——近く下落を過大にみている可能性がある。なぜこういうことが起こるかと言うと、日本のCPIではIT関連製品は物理的な性能の固まりであると考え、その機能の価格を市場価格から推計し品質調整を行うという需要側からのヘドニック価格法で推計している。しかしながら、最終需要者にとって品質とはCPUとかハードディスクの物理的な性質ではなくて、実際の業務や家庭でどのような機能を果たしているか、それがどの程度向上したかということである。ノートパソコンで言えば、確かに一昨年以前は、つまり日米の価格の動きが共通だった時期には2年前のモデルはほとんど使い物にならない状態であった。しかし、最近では2年程経ったものも十分に現役で使える状況である。このことは物理的な性能で考えると品質が著しく向上し、価格は著しく低下したとい

うことになるが、業務や家庭での機能で考えれば品質の向上は然程でもないという形になり、そのため価格はそれ程下がっていないということになる。そう考えるとアメリカの指数の方が直感に合う。ではなぜアメリカでそういうことが起こったかと言うと、アメリカは2003年の9月に需要面から推計するヘドニック法を止めてコスト面から推計する、いわゆるアトリビュート法に変えている。現在の米国方式が望ましいかどうかは別として、こうしたCPIの下方バイアスという可能性は重要であるし、また同時に日米間の比較ということからも積極的にこれから説明して大方の理解を得ていきたいと思う。因みに、米国のこの変化はまだ公表されていない。今、プレリミナリーなプレス・リリースを作っている状況である。以上である。

福井議長

中原委員、お願いする。

中原委員

先程、市場についてコメントしなかったので一言だけ申し上げたいと思う。昨日の金融市場局、あるいは国際局の市場に関連する説明に違和感はない。世界的に株高、債券高の流れが続いている訳である。長く続いた先進国のリフレ政策、あるいは資源国や途上国での貯蓄率の向上、こういうものによる高い流動性供給に加え、中東産油国やロシアによるオイル・マネーの市場への還流が大きいのではないかと考えている。同じような現象が我が国の市場でも生じているが、債券については实体经济の動きよりは、当面の需給感、米国金利動向に係わる思惑、引き続く運用難などから下値には着実に買いが入っている。昨日も説明があったが、銀行ポジションにおけるデュレーションも若干長期化しているものの、基本的に、足許のキャリーで稼ぐというポジションにある。従って、短観や10月の我々の出す展望レポートの内容にもよるが、年度を通じた動きとしては相場レンジが次第に上方にシフトするのではないかと考える。株価については堅調

だが、日本株が欧州や米国に比べてやや出遅れ感があったこと、原油価格上昇の中での日本経済の強さ、実体経済の強さや改革継続に関する期待の高まり等々が背景だと思う。比較的足の長い欧州投資家による資金流入という話も聞いている。世界的なP E Rが収斂する中で、今後の上値は重くなるだろうと思うが、基本は、実体経済と企業収益の緩やかな改善が続くのであれば、業績に基づいた銘柄選択の動きの中で大きく値を下げるようなことはないのではないかと思う。足許の短期金融市場は引き続き極めて落ち着いていると判断している。足許及びニア・タームの実体経済に関する市場の認識はかなり収斂しており、違和感はない。これを背景として時間軸が多少短期化、期待が安定し、オペ需要もそれなりに高まってきているのは自然であって、ある意味では目標残高維持を含めて量的緩和政策の運営姿勢を崩すことなく、市場対話の円滑化に努めてきた結果ではないかと思う。

当面の調節方針は不変ということで宜しいと思う。財政資金の余剰地合いが続くこともあって、目標残高維持を前提にオペ残高の平均デュレーションを短期化していく方向に持っていくことについては特に異存はないが、ターム物の金利ボラティリティには注意しながら機動的な対応が必要だと思う。また、今後は展望レポートの作業に入る訳である。2006年度に掛けて3条件充足の蓋然性が高まるとの市場の見方が強まっていることを考えると、次回展望レポートでは、期待の安定を図り、不必要なボラティリティの上昇を防ぐ意味で、3条件の解釈や量的緩和レジームの変更プロセスに関連して、政策運営の基本スタンスの予測可能性を実質的に高めるよう、市場との対話を進める必要があるのではないかと考えている。最後に先程の西村委員のC P Iのコメントに関して、特にP Cの品質調整の部分については私にとって極めて衝撃的であり、是非、調査統計局や企画局の方で今後詰めて頂きたいと思う。以上である。

福井議長

須田委員からお願いする。

須田委員

まず、次回決定会合までの金融政策運営方針だが、現状維持で良いと思う。足許のオペ環境を見ると僅かながら金利が付いているため、収益機会の確保という意味合いでのオペ需要があり、無理なく当座預金残高目標を維持できている。また、次回決定会合までの間に中間期末を挟むが、昨日の説明ではターゲットの上限に近い水準に収められそうだとのことである。前回は申し上げたが、景況感の改善及び物価や金融政策に対する見方の修正によって、市場参加者の金利観や時間軸が変わる中でオペで無理に長めの金利を潰さないようにすれば、僅かに金利が付いただけでもオペニーズは強まり、ひいては当座預金残高目標の維持に資するということは足許のオペの状況をみれば容易に理解できる。そうした中で当座預金残高目標割れの状況下で長期化したオペについては、過度に長めの金利を潰して、金利の情報発信機能を阻害しないように順次無理のない範囲で引き続き短期化して頂きたいと思う。私共の採用している量的緩和政策の解除については、3条件を遵守することは当然のことである。ただ、量的緩和政策の枠組みの中においても将来に備えて多少なりとも機動性や柔軟性を確保しておくべきだと考えており、オペ期間の短縮化はそれに資するものであり、また金利の情報発信機能の保持にも繋がる。なお、8月26日に公表された財務省による「国庫金の効率的な管理について」は、必ずしも全ての期間に亘ってではないが、大方の期間で調節の負担を軽減することにも繋がっているので、私共としても歓迎すべきことだと思っている。

さて、我が国では政府を除く全てのセクターが資金余剰となっていることもあり、オーバーナイト金利が0.001%であるといった現在のゼロ金利の世界からの脱却を望む声が日に日に高まっている。量的緩和政策の解除後に通常の金融緩和策における金利水準をどの程度にすれば良いのか、あるいはどの程度時間を掛けてどのような方法でそこまで持っていくのか、その後の金利のパスをどう考えるのか、といった具体的なパスについては3条件のクリアが見えた然るべき時期に市場動向、实体经济の状況、

物価情勢、資金需要、オペ需要等を勘案して決定会合の場で議論すべきことだと考えているので、今回は言及しない。ただ、展望レポートにあるように「枠組みの変更後の金融政策運営について」も「余裕を持って対応を進められる」ように、つまり、急な金利上昇を余儀なくされないように、通常の金融緩和政策への移行が遅くなり過ぎることのないようにすべきだと考えている。また、量的緩和政策の効果は、量の効果、ゼロ金利の効果、時間軸の効果に分けられると思うが、流動性需要が減退している状況下、量の効果は薄れており、ゼロ金利の効果と時間軸の効果がその主な効果であると言えるが、市場の一部で言われているように量的緩和政策の解除後に一度ゼロ金利政策を採用するというのでは、量的緩和政策の枠組みを本質的に変更したことにはならないと考えている。なお、「既に昨年6月に長期金利で1.9%台を経験しており、量的緩和政策採用前の短期金利の水準程度であれば十分緩和的であり、実体経済にほとんど影響ない」、との意見も多く聞かれる状況下、量的緩和政策の解除後に緩和的な金融環境を長く続けるためにも、実体経済の回復度合いに応じた緩やかな金利上昇は現状においても見守るべきだと考えている。

最後に当座預金残高目標の引き下げについてだが、先月も申し上げたとおり現在の金融経済環境のもとで純粋な技術論として当座預金残高目標を引き下げるのは難しいと思っている。今は量的緩和の解除の条件が整うかどうかをじっくりと腰を据えて検証する時期であると認識している。もっとも、足許の市場参加者からは量的緩和政策の解除から通常の金融緩和政策に戻る間にゼロ金利を挟むのではないかという声が多く聞かれるようになっている。このゼロ金利の水準が具体的にどの程度なのか、また、その期間をどの程度にするかは人によって区々だが、市場参加者が現在のようなゼロ金利が当分続くと想定すると、実際に長めのものも含めて短期金利がゼロに張り付き、現在のオペのやり方では「なお書き」の発動が一時的と言えなくなるような場合も考えられる。従って、今後も技術論で当座預金残高目標を引き下げることを完全に排除している訳ではないが、その場合であっても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、仮に市場参加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なければならないと考えている。私からは以上である。

福井議長

水野委員からお願いします。

水野委員

当面の金融市場調節方針についてだが、当座預金残高目標を25～30兆円程度——前回と同じである——に引き下げ、「なお書き」を付けない案を提案する。その理由としてだが、まず、金融機関の予備的需要が趨勢的に減退している状況には変化なく、それに応じて当座預金残高目標の引き下げを図ることは受身的な対応であり、自然であるということ。そして将来の量的緩和政策を解除する際に市場の安定化を図るうえでは、当座預金残高の引き下げは短期間に集中させることなく、市場の実勢に合わせて修正に着手することが適当であるということも挙げておきたいと思う。この点に関して量的緩和解除前に当座預金残高目標を引き下げるのはプロアクティブな対応であると政策的な意味合いを誤解される恐れがあるため、着手しない方がよいのではないかという意見もあるが、私は敢えて先送りするコスト、例えば本来であれば金利先高観が高まるような経済情勢であると思うが、巨額な量の効果によってターム物金利を抑制することにより、せっかく付いてきたなと思っていた金利機能の復元力が損なわれ、そして量的緩和解除後に短期間で当座預金残高目標を引き下げることによって、金融市場のボラティリティを著しく高めてしまうコストを敢えて負担する必要はないと思っている。また、金融引締めと誤解される恐れを強調し過ぎることは我々の意識している政策意図を探られかねないことになるのではないかと考えている。従って、現時点では、市場の実勢に合わせて当座預金残高目標を引き下げておくことには意味があると思うし、検討する意味もあると思っている。本日の決定事項については以上だが、若

干、将来の議論ということで問題提起をさせて頂ければと思う。私は前回の会合で「金利先高観が想定以上に、想定したペースよりも早く出てきたため、量的緩和政策の出口戦略及び量的緩和政策の枠組みを変更した後の金融政策運営の大枠についてコンセンサスを形成するための作業をスピードアップする必要性が出てきたように思う」とここで発言した。実際、長期金利は前回のMPM直後から一時的に急上昇した。早ければ今年度下期、遅くとも来年度上期までには量的緩和政策が解除されるとの見方は一旦、金融市場では織り込まれた。現時点に至っては市場参加者は既に量的緩和解除の後を具体的な材料と扱い始めている。このことは、誤解されるされないの問題ではなくて、もうある意味では誤解されてしまっているということである。金融政策決定会合の議論を若干振り返ってみると、量的緩和の3条件が満たされない中で金融機関の資金需要減退という環境変化に対して、如何に対応すべきかという点に議論の焦点を当ててきた。少なくとも、議事要旨ではその点がハイライトされているため、金融市場参加者からは本質的な議論が全くなされていないのではないかと懸念する声が聞こえている。実はそうではないのだが、議事要旨には出口議論については一切触れていないので、そういう声があるのだと思う。これまではそれでも特に問題がなかったと思うのだが、金融市場で景況感、金利観が変わってきたという意味では、金融市場を攪乱させないため、我々も議論の中心点を少し調節方針という技術的な問題から本質的な金融政策のあり方、将来の金融政策運営に移していく必要があるように思う。今後のスケジュールを考えてみると、10月末の展望レポートは政策変更に現実味を帯びたタイミングの公表になると思われる。そういう意味では、量的緩和解除の3条件について、2006年度の消費者物価指数の前年同月比上昇率、前年比上昇率の大勢見通しの中央値が0.5%以上になると、金融市場は量的緩和解除条件の第二条件は満足されたと解釈する公算が高くなる。その解釈がきっかけとなって、量的緩和解除後の政策運営に関して市場では様々な思惑が生じることになる。その思惑は内容によっては我々の政策運営を妨げるため、思惑を交通整理する意味を込めて展望レポートを通じ

て金融シナリオが実現した場合に想定される具体的な金融政策運営方針について、ある程度は情報発信をすべきではないかと思う。少なくとも、政策変更の準備としてMPMの場で量的緩和解除のディテールを十分議論していく必要があると思う。次回の展望レポートまで金融政策決定会合の開催回数は本日を含めて3回と限られている。次回以降の議論のために問題提起をしておきたいと思う。量的緩和解除後にゼロ金利政策を相当期間維持することを前提にするならば、最もシンプルな解除の方法は比較的簡単なのだが、量的緩和解除の3条件を満足した時点でゼロ金利政策への復帰を宣言してしまう。そして現行の30~35兆円程度の当座預金残高目標を非常に緩やかなペースで引き下げていくという「なお書き」を付ける金融市場調節方針を出せば良いということである。そして、ゼロ金利政策を維持している限り、債券市場の安定に配慮して、当座預金残高目標を今の半分程度である15~20兆円程度に維持して、国債買切オペも現在の水準を維持していれば良い訳である。こうしたイメージは市場でも簡単に描くことができるため、あまり議論にならないと思う。しかし、当然、ゼロ金利政策を一定期間にとどめ、政策金利を引き上げていくことまで展望することになるだろうから、議論を進めるべき論点は、先程須田委員からもあったが、量的緩和政策からゼロ金利政策に復帰する手法、あるいはゼロ金利政策からプラスの金利に転換するまでの期間とプロセスになる。それから敢えて付け加えさせて頂くと、国債買切オペを含めての供給オペの減額のテンポや中立的なオーバーナイト金利の水準等が挙げられるのではないかと思う。市場参加者は来年度に掛けて量的緩和政策が解除される、と漠然としか考えていない。一方、ポスト量的緩和の金融政策についてはイメージがまだできていないということであるから、量的緩和政策の枠組み変更は日本銀行のみならず、主要国の中央銀行が経験したことがないという認識を持って、我々サイドから金融政策の予見性を高める努力を怠らないようにしなければならない。仮にその努力を怠ると金融市場が混乱するリスクが高いと思う。また、市場では長期に亘ってゼロ金利政策及び量的緩和政策における時間軸効果、コミットメントの効果に依存して金利観

が形成されてきた。そのため、量的緩和解除後の金利政策に関する基本的な考えを徐々に浸透させ、実務担当者に市場規律を伴った感覚を取り戻させる必要があると思う。時間も必要であるということだと思う。その際、一つの経済指標にコミットした新たな時間軸を安易に設定することは、市場機能を回復させるためには逆効果になるため、個人的には慎重である。この点を踏まえて、ある程度時間を掛けて日本銀行の考え方を説明するだけでなく、理論的な理解を促すことも効果的ではないかと思っている。中長期的な政策金利の適正水準や金利の正常化に要する期間に関して、市場との対話が重要である。具体的には最近、日銀レビューで分析されているが、テイラー・ルールなど中立的な政策金利水準を市場に予測させるツールを使った分析や実質実効金利に関する分析等の結果について情報発信を適宜行っていくことも一案だと思う。以上である。

福井議長

春委員から願います。

春委員

では申し上げる。次回会合までの政策運営方針については、「なお書き」をそのまま継続するとともに、日銀当座預金残高についても引き続き 30～35 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当と考える。7 月末から積極化した金融機関のオペに対する応札姿勢は前回会合以降も続いているようである。全店手形オペは期間を 8 か月とやや短くしたものの、応札倍率は 4 倍を超える高い倍率となった。期間の短い資金供給オペの応札状況も先行き不安は若干あるようだが、総じて改善している。金融システムの安定化を背景とした金融機関の流動性資金需要の弱さは基調としては続いていくとみられるが、景気回復期待を反映した金融機関の応札意欲の高まりが、この後どう推移していくのか注意深くみていくことが必要と思う。こうした中で当面は資金余剰基調が続いて下限割れは回避できるようだが、引き続き市場機能の維持に配慮しながら当座預金残高

の維持に努める調節をお願いしたい。

また、ただ今お二人から今回もご提案があった当座預金目標の引き下げについては、私としては当面は現状維持が適当と考えるが、量的緩和の枠組みを維持しながら、また、状況を見極めながら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することは引き続き選択肢の一つと考えていきたい。

このところマスコミ等の取材を受けて感じることだが、着実な景気回復やコアCPIのプラス化の時期に関する大方の見方が前倒しになることを受けて、量的緩和政策解除の時期や段取りについての関心が高まっている。前日も申し上げたが、一方で具体的な時期や段取りについて必要以上に予断を持たれないような工夫は必要と思うが、景気や物価に関する見方とともに、今後の金融政策に関する考え方についてしっかりと発信していくための検討を続けることが必要と思う。

もう一点、BOEの約2年振りの利下げについて一言申し上げたい。私が6月の初めにBOEを訪問した際に、たまたまお会いした委員の方が今回は利下げの賛成に回られたために、逆転して1票差の決定となり、キング総裁は利下げ反対を継続されたため、結果として少数派という、やや異例の状況になった。BOEでは昨年8月までインフレ率がターゲットの2%を下回っている局面で政策金利を3.5%から4.75%まで引き上げてきた。今回は逆に、足許のインフレ率が2.3%とターゲットを上回っている中で、長期的な判断からの利下げを決定した。6月にも申し上げたが、インフレターゲットのフォワード・ルッキングで、かつ、柔軟な運用の例として興味深く思った。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

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。最近のオペの結果をみると、長めの期間のオペを中心に応札状況が改善しており、札割れも減少している。これは景気見通しの強気化や物価の先行き上昇予想等から、金融機関が長めの資金調達をやや積極化したことによるものと考えられる。一方で、金融システムが安定しているもとの、金融機関が資金繰り上必要とする流動性需要が趨勢的に弱まっているという基調には何ら変化はない。景気・物価についての市場の見方や、金融機関の資金運用スタンスなどに何らかの変化が生じれば、再び札割れが頻発する可能性もあるので、そういう意味で現在の「なお書き」は引き続き必要であると考え。今後の市場調節については、オペに対する応札が好調であり、無理なく当預残高目標を達成できるもとの、自然体でオペ期間を短縮していくことができるので、これは市場における円滑な金利形成という観点からも望ましいと考える。

ところで、やや長い目でみると、消費者物価の前年比は年末に掛けてプラスに転じていく可能性が高い。さらにその先についても、特殊要因が順次剥落して、景気が潜在成長率を上回る成長を続けていくとすれば、再びマイナスとなる可能性はそれ程大きくないと思われる。そういう状況のもとで、量的緩和政策継続の約束に伴う時間軸効果は薄れていくと思う。そういう状況下で、マーケットに対してどういう情報発信をしていくかということが非常に重要であると考え次第だが、金融システムが安定する中で、量的緩和政策の中心的な効果が金利チャネルを通じるものとなってきていると考えられる。そのように考えると、この先の金融政策は、実質的に考えてコミットメントのないゼロ金利政策に移っていくということになっていくのではないかと思う。今後、経済・物価見通しや先行きの金融政策運営に関する情報発信を行っていく場合に、このような政策効果の変化についての認識を踏まえたうえで対応していくことが重要であると思う。当面は10月の展望レポートでどのような情報発信を行うかということが大切であると考えており、それに向けてしっかりと議論していきたいと考える。以上である。

福井議長

岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

まず、金融調節方針については現状維持ということで宜しいと思う。

二点目は、私はこの場で何度か財政資金の効率的な運用をお願いした覚えがあるので、今般、財務省から財政収支の平準化に向けた国庫受払事務の調整ということで、普通交付税及び個人向け国債、2年物国債の発行日を調整する、それから各行政機関の税揚げ集中日を第2営業日とするというような措置を採られた。これは財政資金の効率的運用に非常にプラスで、また私共の金融調節もこれで随分容易になると思っている。感謝申し上げたいということなのだが、ただ、残された問題もあって、例えば地方の特例交付金であるとか所得の贈与税であるとか、カバーされていない部分がある。あるいは今回の措置を踏まえてもやはり12月の初めの時は、7兆円位と相当の不足になってしまうということも残っているので、そこも引き続きご検討頂ければと思う。

三点目として、多くの方から、コアのCPIがプラスになってきた時にどうするのだという問題提起があったので、私はどう考えているかということをお話したい。仮に、安定的にコアのCPIがプラスになることが確認できるということがあった時にどうするのか。金利面のプロセスを整理すると、先程水野委員がおっしゃったように、今は1年物位までがゼロ金利になっている。当預残高目標を引き上げる過程でゼロ金利のカバレッジが1年位までずっと伸びてきた訳だが、これは、コアのCPIがプラスになるということをマーケットが確信するにつれて、段々縮まっていき、同時にオペの期間も短縮する。結果的には次第にゼロ金利のカバレッジが短くなって、最終的にはオーバーナイト物のみゼロ金利となる。つまり、1999年に行っていたゼロ金利政策と同じになる。その過程で恐らく当預残高目標の引き下げも同時に進行する。オーバーナイト物の金利がゼロになった時点がピュアなゼロ金利政策である。今度は、中立的な水準までどう上げ

ていくか。今度は金利を上げていくプロセスになる。大まかに言えばそう整理して良いのではないかと考えている。その二つのプロセスにおいて、コミットメントを何もしないで良いのか、ということがやはり一つの 이슈だと思う。過去の経験を踏まえると、私共はやはり量的緩和の継続に掛かる3条件のように、きちっとした条件を明示して、つまり安定的にゼロを上回るまで頑張るということをアナウンスしたことによって、いわばデフレ・スパイラルを抑えることができた。これが、私がこの間の経験から引き出したレッスンである。このアナウンスは、物価安定のアンカーに実際上なっているので、その意味では暗黙のターゲティングだと、就任する前からそう申し上げている。必ずしもコンセンサスになっていないと思うが。コミットメントに暗黙のうちに含まれている物価安定のアンカーが-1%位からゼロのところまで引っ張ってきた力ではないかと思う。金利がゼロでも、遠いところまでやってこれるという力になってきた。であるとすれば、本当にデフレ期待を払拭して、簡単にはデフレに戻らないという状況を作るためには、やはりそのレッスンを活かしていけば良いと思う。であるから、そこで水野委員がおっしゃったことと多分意見が違ってくる可能性があるのだが、最終的にどの位の物価上昇率が良いのかを示すべきだと思う。また、その途中であっても、簡単にはデフレに戻らないと言える物価上昇率はどの位か、示す必要がある。これは特に消費者物価指数の改訂というのがあって、先程も西村委員から色々お話があったが、そういう改訂があってもデフレに戻らないというところまでゼロ金利を継続するということについて、はっきりコミットした方が良いと思う。これは理論的に考えると、やはり物価の非決定性という問題があって、金利がゼロである間は非常に厳しいのである。バンク・オブ・イングランドのインフレ・フォーキャストに用いられるファンチャートは金利を一定に置いて作られているのだが、それは理論的には本当はおかしいという指摘を、ウッドフォード教授はジャクソンホール・シンポジウムに提出した論文で行っていた。日本はゼロ金利でやっているのだから、誰かが物価のアンカーを出さないと、望ましいところに行かない。マーケットに任せておけば良

いかと言え、そこは難しいと思っている。むしろ数値的な目標、コミットメントの一つの要件として——これは要件として色々なことが考えられると思うが——、はっきり掲げた方が望ましいと思っている。勿論、連邦準備のように、相当の期間はゼロ金利を続けるという言い方もあり得るのだが、ただ、連邦準備は1%のインフレ率から出発して、それからデフレのリスクがあると思って必死の対応を採ったので日本の状況とは異なる。そういうことも合わせて考えると、物価安定のアンカーというものを積極的な要件としてコミットしていくことが、最終的にはデフレを本当に脱却することに繋がる。これは一遍に一番望ましいところには行けないにしても、ステップ・バイ・ステップで、少しずつ近づいていくということの良いのではないかと思っている。以上である。

福井議長

先程議論して頂いた経済と金融の情勢判断、これを前提に当面、次回政策決定会合までの金融調節の運営方針をどうするかということで、皆様、委員方のご意見はお二方を除いて次回決定会合までは現状維持。「なお書き」を含めて現状維持というのが多数意見であったと思う。加えて、さらにその先々のことについて次第に議論を深めていくべきだということであった。年末に掛けてCPIがプラスの領域に転じていく可能性が高い中で、物価の見通しが徐々に変わってきている。今後、先々の物価の安定性はどうかという点について、マーケットも含めて次第に認識が収斂していく過程となる。これは、我々の運営している量的緩和政策との関係で言えば、いわゆる時間軸効果が同時に薄れていくということなので、そのことを念頭に置きながら、先々の政策の新しいフレームワークをどう考えていくかということに関する議論を深めていくべきだと、この点についてご認識の不一致はなかったというふうに思っている。一つは市場にショックを与えない、あるいは政策フレームワークの変換時点での吸収負担と言うか、ショックの吸収負担を事前に均していくという福間委員、水野委員のご提案、これがあったと思うし、また別に量的緩和のフレームワークの修正過

程、あるいは修正後、その後の金融政策の運営について何らかの形で予見可能性を与えていくとすれば、どういう形かということについて事前に十分検討が必要だと、こういうご意見があったと思う。また、その系として、予見可能性の中に新たな時間軸といったものを巧妙に入れられないかどうか。多分その時には政策のフレキシビリティとのバランスが重要なテーマになると思うが、そこを十分吟味したうえで、新たな時間軸補強と言うか、そういうことができないかという点も含めて、議論を出して頂いたというふうに思う。これらは全てこれから十分研究もし、議論も練っていかなくてはならない点だと思う。本当に慎重に吟味を続けていかなければならない。大事なことは二つある。まず、我々のコミュニケーション・ポリシーをさらに充実させていくということから始まると思う。最終的にやはりその時その時の経済・金融の実勢に合った、本当に正しい結論に持っていかなくてはならないので、事前にあまりコンセプチュアルに走り過ぎないということもまた大事である。もう一つ重要な点として、外とのコミュニケーションで事前にあまり具体的なイメージを与え過ぎるといった問題点もやはり認識しておく必要がある。与え過ぎて将来の時点になって実態と合わなくなった時にかえって混乱を招き、政策に対するクレディビリティを損なうという大きなリスクもある。その辺を念頭に置きつつ、今後非常に重要な局面に入ってきていると思うので、検討を続けていかなければならないと思われるところである。追加的コメントがあればどうぞ。

水野委員

一つ宜しいか。実は岩田副総裁のおっしゃった話は予想していて、新たな時間軸はやはり必要だと言われると思っていたのだが、それならば量的緩和は解除しなければ良いということだけであると思う。なぜかと言うと私ももう一回少し振り返ってみたのだが、2003年10月10日に皆さんが——西村委員はおられなかったと思うが——量的緩和政策継続のコミットメントの明確化というところで、第二条件に関するところで消費者物価

指数の前年比上昇率が、これは読み上げだが「先行き再びマイナスとなると見込まれないことが必要であるという量的緩和解除の第二条件については、展望レポートにおける記述や政策委員の見通し等により、明らかにしていくことにする。」。ここからだが、「具体的には、政策委員の多くが見通し期間において消費者物価指数の前年比上昇率がゼロ%を超える見通しを有していることが必要である。」とされているから、どういう数字が10月に出るか分からないが、その数字が駄目かどうか、そこで議論すれば良いことで、まずそこで判定をされるということになると思う。新たな時間軸を入れるということは、ここで今何人かの人が少しずつ同意してくれた市場機能を活かしていくということについては、市場機能を取って殺してまで自分を縛って、逆に言うとマーケット参加者の思考を停止にさせて、それで効果を出してきたという、私には非常に申し訳ないという気持ちがある。マーケット参加者は、慣れ親しんだ時間軸、コミットメントに甘えている、オペも日銀に甘えているという状況が経済が正常化した時に正しい市場との対話の姿なのか。今の金利機能であると、幾ら市場と対話をしようと思って金利をみても、景気が回復していくと言っても何か景気はまだ不況の真っ只中みたいところに金利が付いている。これでは対話にならないのではないかなと思っている訳である。従って、経済が正常化するかどうかが大前提で、経済が正常化していないとの判断ならば、量的緩和の枠組みを堅持ということで良い訳で、経済が正常化した場合には、我々も市場参加者に相当人的、それから質的なダメージを与えているので、少し苦しい道のりで大変時間が掛かるだろうが、そこはやはり何と云うのか、担当者にまたそういう金利観を養って頂くような環境を整備してあげるのが筋ではないかと思う。

福井議長

水野委員のご意見を正しく理解したかどうか少し不安があるのだが、時間軸効果と言った場合に量的緩和のフレームワークを残している状況での時間軸効果と、何と云うか完全なる金利レジームに戻った後の時間軸効

果とはかなり意味が違うのではないかと私は理解している。量的緩和政策のフレームワークを残したもとでの時間軸効果というのは、イールド・カーブのショーター・エンドだけではなくて、ある広い範囲のイールド・カーブに金利抑止力を働かせた状況での時間軸効果である。ところが完全な金利レジームに戻した後だとショーター・エンドがゼロか、あるいは一定のプラスの数値か。そこはしかし政策的にいずれにしてもセットする訳なので、そのセットしたショーター・エンドのところについて時間軸効果をどの程度持たせるかということであるから、質的に違うか、量的に違うかは分からないが、私はかなり本質的に違うと理解しているのだが、おっしゃっている議論は…。

水野委員

なぜこの量的緩和政策を行ったかということ、経済が正常ではないという状況から始まった訳なので、経済が正常化しつつある——今は正常化しつつあると思うのだが——、あるいは経済が正常化したという話ならば金利の正常化の過程で多少のボラティリティはやむを得ないものであり、市場参加者はお互い切磋琢磨して金利を形成していくというのが筋ではないかと思う。

福井議長

であるからそれは純粋な金利レジームに戻す時点における経済の判断が、単に表面的なCPIがもうマイナスにならないだろうと思うだけでは足りないのではないかと。つまり、実体経済的にみてデフレに戻るリスクがないかどうか、その可能性の判断によって、時間軸が全く初めから必要ないということもあり得るし、やはりある保険を掛けると言うとおかしいのだが、そういう安全装置を施しながらの運転でいくかという点の判断かと思う。

水野委員

私もそのことを全く否定する訳ではないのだが、望ましい姿はピュアな金利レジームだと思っていることだけを言いたかった。

中原委員

水野委員の発言に多少反論させて欲しい。量的緩和の3条件が市場機能を封鎖すると言われたが、実際に影響力を持つのは3条件の中の第一条件である。実績値にコミットしたというところに物凄く強い効果がある訳である。これはもう何人でも推測や予想によって行動することを封じ込んでいることを意味しているためである。岩田副総裁がおっしゃる時間軸効果というのは、むしろ第二条件の部分でフォワード・ルッキングな立場からソフトな時間軸効果を持たせる必要があるのではないかということだと思う。私自身はその意見に賛成なのだが、中央銀行の政策が信認されるかどうかにもよるけれども、それが必ずしも市場機能を封鎖するとは言えないのではないか。

水野委員

そこなのである。

中原委員

しかし、量的緩和の3条件が市場機能を封鎖してしまうものであり、避けるべきものであるとは私は思わないのである。

水野委員

言葉は少し強かったかもしれないが、経過措置が必要かどうかということとはやはり議論しなければならないと思う。

武藤副総裁

私がコミットメントのないゼロ金利政策ということを少し申し上げた

ので、念のために誤解のないように少し補足したいのだが、私の議論は3条件が満たされて量的緩和からのイグジットが始まった後のポストイグジットについて申し上げているものでは全くない。今言ったように消費者物価の足許及び第二条件がプラスに転じていくということになった時に、現状の量的緩和政策の時間軸効果は薄れていく、短くなっていくであろうと思う。金融システム不安が払拭された現状において、量のチャネルは限りなく小さくなってきて、実際には今の政策が事実上のゼロ金利ということで、金利のチャネルが効いているというふうに人々の量的緩和政策への理解に変化が生じてくるということが申し上げたかった訳である。こうした現状の量的緩和政策について日本銀行としてどのように理解しているかということ、10月の展望レポートで整理をして発信していくことが重要であろうということも申し上げたつもりである。今水野委員と岩田副総裁から少しお話のあった量的緩和政策の後については、日銀の発信として例えば10月はタイミングが合わず、いずれ必要になる時がくるのかもしれないが、私はそこはまだ少しオープンにしておいた方が良くはないかと思う。そうでないと不必要に手足を少し縛る結果になってしまうのではないかと思う。

水野委員

そういう意味では前回4月の展望レポートでは、量の効果よりもゼロ金利の効果の方が次第に強まっていく旨の言い方はしているので、多少の評価は加えているような気がする。

福間委員

先程の話のように、量的緩和政策というのは、金融あるいは経済が非常に調子の悪い時に決めたものであるが、現在の景気がどうかというと、踊り場を出たかどうかは色々な意見があるとしても、あれだけ企業業績が良くなっているのに、オーバーオールでみて景気が悪いというと、やはりそれは少し一面を見過ぎているのではないか。個別に見れば個々の会社に

よって好・不調はあり、今良くない企業も恐らくこれからの企業努力でまた復活してくると思う。そういう具合にこの景気回復が、インフレなきとは言わないが、持続的成長に入った、あるいは入るとなると思えば、これは賢い金融機関、マーケットであれば裁定取引を行うのは当たり前なのである。量的緩和を行うと、オペ金利が抑えられ、ユーロ円との裁定取引などは、これは赤子の手を捻るごとく簡単にできる訳である。オペで調達しておいてロンドン市場に出すとか、あるいはさらに上がると思えば、上がるまで当預に置いておけば良い。こういう非常に多面的な裁定取引は、特に7月頃からはっきり出てきている。それは円/ドル委員会でリーガン財務長官が——これは福井議長の方がよくご存知だと思うが——例の金利の自由化をやった時にデュアル・マーケットが手形市場とオープン市場であったように、少し性格は違うのだが、直截的に言えば現在も二種類の市場があるのである。金融機関が調子が悪い時に、こういった市場間の裁定取引をある程度エンジョイするのは仕方がないのだが、今、金融機関が攻めの経営となってきた時に、なぜそこまでやるのかという問題がある。我々はデュアル・マーケットを正常化してきた歴史があり、それを元の鞘に返すのかということである。私としては、そうした金利格差がある程度残るのは構わないとしても、やはりその解消に向っていかなければならない段階に入ってきていると思っており、そのために30~35兆円というベースキャンプを移した方が良いという議論をしている。要するに量の問題から金利の二元性の問題が出てきている。現在、裁定取引により0.06%位の鞘が抜けるのであれば銀行は飛び付いてくる。もし飛び付かなければそれは不作為の損失であって、誰であってもやっていくことだと思う。

福井議長

かつてのデュアル・マーケットとはインターバンク市場のレートがいわば指し値であったことによる。今のは量的緩和によって高圧力で抑えている、その二重だな。

福間委員

然り。

福井議長

であるからそれは金利レジームに戻り、他の規制がなければ解消される。

福間委員

おっしゃるとおりである。そういうことを実は申している。

岩田副総裁

一言宜しいか。水野委員から少しお話があったのでコメントしたい。私も最終的には金利機能が完全に働くというところまで行きたいのだが、その時にどういうプロセスを経ていくのが一番良いのかということが重要である。私は徐々にやっていく、つまり、まずはゼロ金利で縛り付け、長い時間軸を段々短くしていくことがやはり大事だと思っている。その過程で、デフレにまた戻ってしまうリスクをどう抑えるか、そこは本当にコストとベネフィットの問題だと思っている。私と水野委員とはやはり最後のところが違うのかなと思う。これまでの政策はデフレ脱却のためにやっていて、今もそうだと私は思っているのだが、そのこのところのウエイトがやや違うのかなと思う。私はやはりデフレ期待をきちんと払拭できるような経済に持っていくことが私共の任務だと、少なくとも私の任務だと思っている。そのためにはどういうプロセスが一番良いのかを考えている。金利を不安定化しないための仕組みは色々あり得ると思うのだが、これまでやってきたコミットメントを活用するやり方はかなり有力な方法だと思う。

福井議長

それでは継続審議ということで、今日の議論は一応ここで打ち切りにさせて頂く。政府の方からご意見を頂戴したいと思う。財務省の方から願

いする。

杉本財務省大臣官房総括審議官

財務省の方から申し上げる。我が国の経済の現状をみると、景気は企業部門と家計部門がともに改善し、緩やかに回復しているが、消費者物価指数、GDPデフレーター、これらがマイナスであるなどデフレは依然として継続している。また、原油価格はさらに高騰を続けているし、原油価格の動向が内外経済に与える影響については、今後明らかになっていくハリケーン被害の影響とともに、注意深くみていく必要があると考えている。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、今後とも政府・日銀一体となって取り組むべき最も重要な政策課題であり、その達成のために最大限の努力を払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、日本銀行におかれては、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、国民や市場に引き続きご説明願いたいと考えている。以上である。

福井議長

それでは浜野政策統括官、お願いします。

浜野内閣府政策統括官

景気の現状については、企業部門と家計部門がともに改善し、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、改革の総仕上げである18年度の予算編成に当たり、さらに構造改革を加速・拡大するとした18年度予算の全体像を8月10日に経済財政諮問会議で決定した。その際、マクロ経済動向等を踏まえるため、内閣府による17年度の経済動向試算及び18年度のマクロ経済の想定を公表した。ここでは、政府及び日本銀行一体となったデフレ脱却に向けた政策努力を前提として、17年度はGDP成長率で実質1.6%、名目1.0%。

18年度は実質2%弱、名目2%程度という経済の姿を示した。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で、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ことを期待する。

福井議長

ただ今の政府のご意見に委員方からご質問、あるいはご意見等あればどうぞおっしゃって頂きたい。特に宜しいか。それでは金融市場調節方針の議案の取り纏めに移りたいと思う。議長としては多数意見を踏まえて現状維持に関する議案の提出をしたいと思っているが、恐らく福間委員、水野委員からは別途のご提案があるのではないかと思う。議案のご用意をお願いします。

[事務局より議案配付]

それでは執行部の方から議案を順次読み上げてみて頂けるか。

内田企画局企画役

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。」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。」である。

最後に議長案である。「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。」である。別添、公表文案である。「2005年9月8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。」である。

福井議長

それでは採決に移りたいと思う。大変恐縮だが一時退席願いたい。

[政府からの出席者退室]

それでは福間委員案からお願いします。

[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

本件は否決となった。福間委員から追加的なご意見はあるか。

福間委員

ない。

福井議長

宜しいか。それでは水野委員からのご提案をお願いします。

[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

本件、否決に相成った。水野委員から特に追加的にご意見はないか。

水野委員

ない。

福井議長

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

賛成多数で議長案が可決された。今可決された調節方針に則って執行部の方で宜しく調節をお願いする。それでは政府の方を呼んで頂きたい。

[政府からの出席者入室]

議長案が賛成多数で可決された。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。

VI. 金融経済月報の検討

福井議長

もう一度この文章をご覧頂いて今までの議論を踏まえて如何か。ご意見があればどうぞおっしゃって頂きたい。

内田企画局企画役

なお、市況のところだがこの今お示ししている案で宜しいかと思う。

福井議長

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

中山政策委員会室長

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

全員一致で可決をした。ただ今の基本的見解だが、これは即日公表。つまり本日の 15 時、午後 3 時に発表する予定である。なお、背景説明だが、これは必要に応じ執行部で修文を施したうえ、9 日金曜日、14 時に対外公表を予定している。

VII. 議事要旨（7 月 27 日、8 月 8～9 日開催分）の承認

福井議長

それでは次に議事要旨の承認である。7 月 27 日の開催分、それから 8 月 8 日、9 日開催分。2 回分の承認を頂戴したいと思うが、前もってお配

りして既にチェックをして頂いたかと思うが、さらにご意見があればどうぞおっしゃって頂きたいと思う。宜しいか。それではこれも採決に回して頂きたい。

[金融政策決定会合議事要旨（7月27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

中山政策委員会室長

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

今のは7月27日分である。

[金融政策決定会合議事要旨（8月8、9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

中山政策委員会室長

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

ただ今のが 8 月 8 日、9 日の分である。これで 7 月 27 日開催分と合わせて両議事要旨とも承認を頂戴した。これらの議事要旨は 9 月 13 日火曜日、14 時に対外公表を予定している。

VIII. 2005 年 10 月～2006 年 3 月の金融政策決定会合の開催予定日等の承認
福井議長

もう一つ案件があり、2005 年 10 月から 2006 年 3 月までの金融政策決定会合開催予定日等の承認である。これについても事前に案をお配りしており、ご確認頂いていると思うがご異議はないか。宜しいか。それではこれも採決に回して欲しい。

[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

中山政策委員会室長

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。この件については、今日の会合終了後、速やかに公表の扱いとなっている。

IX. 閉会

福井議長

以上をもって本日の議案は全て終了した。次の決定会合は 10 月 11 日、12 日と二日間に亘る開催である。宜しく願います。最後に機密保持関係のことである。いつも申し上げているが、決定会合における議論の内容は御自身の発言も含め、厳に出席者限りである。議事要旨及び議事録とい

う一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、この場にいらっしゃる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したいと思う。今日の議論にも既に見られるように、これから段々、先々の議論を詰めていくという段階に入る。そうした場合に、この断片的な意見が不規則に外に出ると非常にカウンタープロダクティブなことになっていくということである。これらは全て一定の開示方式に則って整齊とやっていく必要があるということであり、くれぐれも御自身の発言も含めて、そのルールを守って頂きたいと思う。宜しくどうぞお願いします。閉会とする。

(12時26分閉会)

以 上