

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2004年3月15日（13:59～15:56）

3月16日（8:59～11:48）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 福井俊彦（総 裁）

武藤敏郎（副 総 裁）

岩田一政（ ” ）

植田和男（審議委員）

田谷禎三（ ” ）

須田美矢子（ ” ）

中原 眞（ ” ）

春 英彦（ ” ）

福間年勝（ ” ）

政府からの出席者：

財務省

津田廣喜

大臣官房総括審議官（15日）

山本有二

財務副大臣（16日）

内閣府

中城吉郎

政策統括官（経済財政一運営担当）（15日）

伊藤達也

内閣府副大臣（16日）

（執行部からの報告者）

理事

平野英治

理事

白川方明

理事

山本 晃

企画室審議役

前原康宏

企画室審議役

山口廣秀

企画室参事役

櫛田誠希

金融市場局長

中曾 宏

調査統計局長

早川英男

調査統計局参事役

門間一夫

国際局長

堀井昭成

（事務局）

政策委員会室長

秋山勝貞

政策委員会室審議役

武井敏一（16日）

政策委員会室調査役

村上憲司

企画室企画第2課長

吉岡伸泰（16日 8:59～9:13）

企画室調査役

山岡浩巳

企画室調査役

正木一博

金融市場局金融市場課長

栗原達司（16日 8:59～9:13）

I. 開会

福井議長

1分前だがお揃いなので政策委員会を開催する。

(午後1時59分開会)

今日と明日の二日間の会合であるが、今日は金融経済情勢に関する執行部の説明を伺う。明日は色々議題があるが、「適格担保取扱基本要領」の改正、それから金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、あるいは金融経済月報の検討と議事要旨の承認ということが予定されている。明日は4月～9月の金融政策決定会合開催予定日の承認ということも最後に予定させて頂いている。今日は、財務省から津田総括審議官にお越し頂いた。内閣府から中城政策統括官にお越し頂いた。有り難うございます。宜しく願います。いつも申し上げているが、会合でのご発言は全て記録をさせて頂く。そのことを踏まえてご発言賜ればと思っています。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部説明を伺いたいと思う。各説明毎に若干の質疑応答の時間を設けたいと思っている。最初に、金融調節、金融・為替市場の動向について、白川理事と中曽金融市場局長から願います。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

中曽金融市場局長

それではいつものようにお手許の資料-1、2（追加分）であるが、こちらに沿ってご説明していきたいと思う。早速であるが、図表1-1、調節の実績の推移である。一番左側の日本銀行当座預金残高の推移をご覧頂き

たいのだが、前回決定会合以降均して見ると、当座預金であるが 32~33 兆円台で推移している。ただ 3 月 3 日だが、この日は税揚げであって、資金不足幅が大きくなったことから当座預金の方が 31 兆円を切っていて、新ターゲット移行後この水準が今のところ一番低い水準である。それから指標レートの無担オーバーナイトレートだが、こちらは 0.001% から全く動いていない。非常に安定していて、期末に向けた流動性不安が生じる兆しは今のところ見当たらない。それから図表 1-2 だが、当座預金の保有状況、主体別保有状況をご覧頂くと、まず都長銀が足許では 16 兆円ということとかなり大きくなっている。それから外銀が約 7 兆円ということで引き続き大きな保有主体となっている。それから図表 1-3、足許の資金需給の動向である。3 月だが、月初から 12 日までのところは -4.9 兆円の資金不足となっている。ただ今月末、31 日だが、この日は一日で財政資金、これは財政融資預託金の償還とか、利払い金、それから公共事業費の支払、こういったものがあるが、合わせて一日で 6 兆円の払いがある。期末日を挟む調節については、今後市場の動向をよく見極めながら対応したいというふうに思っているが、場合によっては 3 月末から 4 月の初めに掛けての数日間だが、当座預金残高 35 兆円を超える調節運営とする可能性もあるというふうに思っている。それから図表 1-4、最近のオペ結果の推移であるが、前回決定会合以降も各種のオペを活用しながら潤沢な資金供給に努めてきたところである。手形オペだが、3 月 1 日に全店、それから本店、期間の異なる二本の手形オペを同時にオフアしたところである。それから、3 月 9 日だが、この日は後で申し上げるように大量の外為介入資金が市場に流入してきたが、この日も全店手形オペを実行する一方、介入に伴う余剰資金を売手で吸収する、いわゆる両建てのオペを実行したところである。手形のオペの応札倍率だが、ご覧頂くように 3 倍~4 倍と総じて高い応札倍率になっている。これは銀行の期末越えの流動性確保需要がまだ残っているということ、それから一部の銀行だが、F B だとか中短期債券の投資のための資金をオペによって調達しようとしているからというふうに考えている。このため手形のオペレートなのだが、足許では若干、

僅かながらだが上昇している。それから、その下のCP買現先オペだが、2月中は2回札割れとなったけれども、3月に入ってから、月初にCPの発行残高が増えるので、札割れは3月これまでのところは回避できている。それから短国買入オペについてはFBの発行残高が累増していることから、市中金融機関の日本銀行へのFBの売却ニーズがかなり強い。従って、かなり高い応札倍率でオペが実行できている。それから吸収サイドの方だが、吸収サイドについては、本来この時期というのは吸収オペは想定をしていなかった訳だが、これも外為介入の財政資金の払いがあったことから、3月9日、それから10日に売手のオペをオファーして、合計1.6兆円を吸収している。ただオペレートについては、資金余剰感の強さといったものを反映して、0.001%から動いていない。それから図表1-5、ABC Pの買入だが、1.の表にあるように、前回決定会合以降3月5日と12日の2回オファーを行っている。このうち12日オファー分については、応札額をご覧頂くと1,500億円とこれまでで最高の応札額になっている。これはオペのタイミングがたまたま発行残高が増加する時期に重なったということが主因というふうに考えている。ただこの間、先般の要件緩和を受けて適格プログラムも増えている。これについては次の図表1-7に示している。この表の上側、買入適格ABC Pプログラム数7件と書いてあるが、これは前回決定会合以降1件増えている。実はこの表にはまだ記載できていないが、現在審査途上のプログラムが3件ある。このうちの2件が緩和された要件を満たすことによって「適格」と程なくなる見込である。我々としては、要件緩和の効果は着実に出てきているというふうに考えている。続いて金融・為替市場の動向だが、図表2-1でまず短期金利の推移である。ターム物の短期金利だが、総じて落ち着いた状況となっているが、短国レートをご覧頂きたいのだが、短国レートの特に3M、6M、この辺は3月の初めからじわりと上昇してきている。これは毎週発行されるFBの一回当たりの入札ロットが、外為市場の大量介入の影響もあって、3月から従来1ロット4.7兆円だったものが5.1兆円に引き上げられていて、そうしたことから、多少需給が緩んでいることが背景である。

ただ入札自体は、直近——これは3月10日であるが——でも応札倍率は60倍を超えていて、消化に問題が生じている訳ではない。次に長期金利を、図表2-3でご覧頂く。長期金利の方は、2月の末まで徐々に切り下がってきた訳だが、3月上旬に掛けて一旦上昇に転じている。3月5日に10年債で見ると1.425%というところまで上昇した。直接のきっかけは、3月2日の10年債の入札が不調ということだったのだが、株高、それから円安などによって日本の景気回復期待が強まったことが基本的な背景というふうに考えている。その後だが、3月5日の日本時間の夜に米国雇用統計が発表された訳だが、その後、米国の長期金利が下落している。それから日本の株高、円安も、先週は一服となったために長期金利も低下して、10年債は再び1.3%を切る水準まで戻ってきている。本日なのだが、また週明けは本邦株価が上昇していることから、長期金利は多少強含んでいるが、一番下のグラフのボラティリティが大きくは上昇していないことにも表れているとおり、市場は今のところ特に不安定化しているという訳ではない。これは基本的には、銀行セクターが中期ゾーン中心に投資を続けているといった要因のほか、ある程度金利が上昇してくると相応に押し目買いが出てくる。そういった投資家層のかなり底固い買い需要があることが、債券相場の下支えをしているのではないかというふうに考えている。長期金利、その次の図表2-4だが、前回決定会合以降のイールド・カーブの動き、これはほとんどないが、(1)、(2)のグラフに示しているように各ゾーンとも僅かながら上方ヘシフトしている。それから図表2-5、これはスワップ・スプレッドだが、一番上のグラフの黒太線で示す5年物のスワップ・スプレッドは、足許では落ち着いた動きになっている。先程銀行勢が中期ゾーンを買い増しているというふうにご説明申し上げたが、スワップ・スプレッドの動きを見る限り、銀行はヘッジをかけないまま債券ポートを積み増しているというふうに考えている。それから、国債市場でのこの間の一つのイベントなのだが、物価連動債の発行があった。これは下の表に第1回の、つまり3月4日の入札結果を示している。ここにあるように1,000億円の発行に対して応札倍率が4.8倍と、取り敢えず無難

なスタートを切ったというふうに評価をされているようである。募入最高利回りだが、一番下にある、1.295%と事前予想のほぼ中央値というふうに結果的にはなった訳だが、発行額が小さい、それから参加者も取り敢えず限定的であるということから、流動性のプレミアムの影響が大きいということもあって、この水準が適正価格かどうかという判断はまだ難しいと、困難だという見方が市場では多いようである。図表 2-6、クレジット・スプレッドの動きだが、社債の利回りについては大きな変化がない。従って、図表 2-7、次の銀行セクターに進む。銀行セクターについて、(1)のグラフだが、対国債スプレッドについても基本的には横這い圏内というふうに見ている。ただ個別には、例えばこの上側にあるりそなが縮小している。これは格付けの引き上げなどの影響もあるのではないかというふうに思っている。それから、真ん中辺りのUFJが若干上昇しているようにも見えるのだが、これは2月にシニア社債を発行したことが背景であろうというふうに思っている。従って、信用状態の劣化を示す訳ではなく、現にCDSのプレミアムをご覧頂くと、UFJも含めて3月入り後は株価が上昇していることもあって、幾分縮小してきている。それから株価、図表 2-8、株価である。株価については、景気回復期待の高まりを背景にして、3月5日だが11,500円台まで上昇している。(3)のグラフに示すように、主要国の株価と比べても、この間の日本の株価の上昇率は相対的に高くなっている。ただ先週はアメリカの株価の影響を受けている。すなわち、アメリカの雇用統計とかあるいは先週末のスペインのテロなどを受けて、(2)のグラフに示すように米国の株価が先週は軟化している。これを受けて、日本の株価も金曜日には11,100円辺りまで下落している。下落の背景には、NASDAQが2,000を切っていることも、市場心理を冷やした要因になったというふうに言われているようである。ただ、株式市場についても、市場の雰囲気は悲観的に大きく振れているかと言うとそうでもないようであって、実際、本日アメリカの株が反発していることもあって上昇していて、日本の株式市場については日本経済の持続的な回復期待というのがかなり根強いということがあるようで、これが相場を下支えしていると

いうふうに考えている。しかしながら、株式市場を、図表 2-9 で誰が買っているかという主体別の売買動向で見ると、相変わらずなのだが、ネットの買い手は (1) の表にあるように依然海外の投資家である。特に 3 月第 1 週の外人の買い越し額は、ここにあるように 9,678 億円であって、この数字は週間ベースの買い越し額としては過去最高の数字である。一方、国内の投資家はどうかということだが、信託の代行返上換金売り、それから銀行、事法の持ち合い解消、さらに個人については -5,280 億円、これは利益確定売りというふうに見ているが、おしなべて売り越し超となっている。だから、足許では外人投資家の買い、それから国内投資家の売りといった構図が一層鮮明になっている訳である。ただ極く直近では、この個人の投資家が益出しをした分、その分を押し目買いに充ててきているのではないかと、そういった観測も出てきているようである。それから (2) で業種別の株価の動向をご覧頂くと、不動産、それから建設、こういった内需関連株も含めて幅広い業種で上昇している。また、銀行株も上昇率が大きくなっている。銀行株については、次に示している図表 2-10 だが、銀行株の上昇は基本的には大手行の不良債権処理の進捗のほか、一部大手行については既往の公的資金返済報道等といったことも支援材料になっているようである。このため銀行株なのだが、全般に上昇していて、一部については上場以来の最高値を更新しているという状況である。最後に図表 2-11 の為替だが、為替については (1) のグラフで示している黒太線、これがドル/円相場で、ちょっとその経緯を振り返って見ると、いわゆるファンダ筋が、2 月の中旬に掛けて 105 円を何とか突破しようとしてドル売り圧力を高めてきた訳である。ただ介入警戒感が非常に強いということもあって 105 円をどうしても抜けきれないでいたところ、日本の 2003 年第 4 四半期の GDP など景気回復を示す良い数字が出てきた訳であるが、それでもなお 105 円を抜けて円高にならないということを一つの契機にして、ついにしびれを切らせそれまで持ち続けていたドルのショート・ポジションの巻戻しに出たということである。このためドル/円なのだが、一時 112 円台までドル高円安が進んだ訳だが、その後アメリカの雇用統計、それから

先週のスペインのテロ、あるいは円キャリー・ポジションの巻戻しといった要因もあって再びジワジワとドル売り圧力が強まっていて、110円台に戻ってきているというところである。一方(2)のユーロ/ドルだが、ユーロについては2月の中旬に対ドルで1.28を突破するところまで上昇した後、反落している。スペインのテロはユーロ買い材料にはなっているのだが、一方でユーロ経済のファンダメンタルズに対する慎重な見方があるようで、ユーロ/ドル相場はドル/円に比べるとやや方向感に欠ける展開となっているようである。そこで今後の相場展開だが、一つの手掛りとして、最後の図表2-13をご覧ください。まず(1)のIMMポジションをご覧くださいと、2月中旬以降、円ロング、ドルショートのパポジションの巻戻しが一挙に進んでいる様子が見て取れる訳であって、ポジションがドルロング、円ショートへ引っ繰り返っている。この間に先程申し上げたように円安が進んだ訳である。それでは先行きどうかという点なのだが、(3)のグラフ、リスク・リバーサルグラフで市場の相場観を示してある。黒い太線で示しているのが、1か月物のドル/円のリスク・リバーサルなのだが、足許、右側はちょっと見にくいのだが、一旦プラス、つまりドル・ブルになったのだが、極く直近では-0.45%ということで再びマイナス、つまりドル・ベアに振れてきている。一方の薄い線のユーロについては、足許ではやや方向感に欠けていて、リスク・リバーサルは、ここにあるようにプラスになったりマイナスになったりしている訳である。ただこのグラフは、1か月物の値を示すグラフであって、もう少し長い物、例えば6か月あるいは3か月、こういった物の数値を見ると、円もユーロも対ドルでマイナスになっている。つまりドル・ベアとなっていて、中期的にはやはりドル下落リスクが依然として意識されているようである。ただユーロについては、先程申し上げたようにファンダメンタルズに関する若干慎重な見方が出てきているので、ドル・ベアの度合いは円の場合よりも小さくなっているようである。以上が金融・為替市場の動向だが、若干要約すると、年度末を控えて短期金融市場では、F B金利が多少上昇しているが総じて落ち着いている状況である。それから銀行株価の上昇に表われているように、

金融システム不安が後退しているということもあって、目下のところ期末の流動性不安が生じる兆しは見えていない。この間、我が国の景気回復期待が強まっていることから、株価、長期金利は上昇基調にある。しかし、株価については外人投資家頼みといった構造に変化はない。それから、債券については、銀行などに根強い投資需要があることが急激な金利上昇を抑えているように見える。以上である。

福井議長

どうぞ、ご質問があれば。

須田委員

先程、場合によって期末は「なお書き」で数日間対応するという話だったが、数日間というのは具体的にどの程度を想定しているのか。

中曾金融市場局長

先程申し上げたが、財政の払いがあるのは期末日の一日なので、これを吸収するのに要するのは恐らく、4月の頭の需給にもよるのだが、二、三日か数日、その位あれば元に戻るであろうというふうに見ている。

須田委員

あともう一点。資金供給オペの応札倍率が高いことに関して、一つは期越えの流動性需要ともう一つは運用するための資金調達という二つの要因を挙げられたのだが、私は後者の方がかなりウエイトが高いのかなと思っているが、その辺はどうか。

中曾金融市場局長

然り。前者については取り急ぎがないというふうにこれまでご説明してきた。だから恐らく今残っている部分というのは、供給オペの期落ち分を繋いでいくというような部分だと思う。これもある程度順調に進捗してき

ているので、そういう部分もその底溜りの的には勿論あるのだが、特にこのところ目立ってきているのはご指摘の后者の点である。色々な運用の方法があるのだが、FB、TB、あるいは一部の銀行ではもうちょっと長い物、中期債、あるいは2年債とか5年債、こういったものをオペでファイナンスしながら運用するニーズがかなり目立っている。そういう意味で確かに後者は目立ってきているという感じではないかと思う。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。社債スプレッドについて、図表2-6でスプレッドが縮小しているのは非常にある意味ではカンファタブルなのだが、グローバルに見てもハイ・イールド・ボンドのスプレッドが急速に縮小していて、見方によってはフェアバリュー以下に落ちて、スプレッドが一服しているのではないか。つまりちょっと流動性相場と言うのか、流動性があるので、例えばこのBa格の物でも通常以上に買っているという、グローバルにもそういう点がある程度起こっているのではないかという気がするのだが、日本の社債についてはどういうふうにご覧になっているのか。

中曾金融市場局長

まず前段の、グローバルにそういうことが起きているのではないかという点だが、それはそのご指摘のとおりではないかと思う。最近私が出たBISのCGFSなどの会議でも、クレジット・スプレッドが相当縮小してきていると、これは一体どういう背景なのかというのが論点になっている。グローバルに見て非常に潤沢な流動性といったものが背景の一つにあるのではないかと。だからこれがアンwindしていく場合に何が起きるのだろうかというのが確かに問題意識の一つになっている。これは、日本で起きていることもグローバルな現象の一つの側面というふうに捉えることができると思う。従って、基本的に今の縮小というのはやはり超緩和の効果が出ているということであろうが、どこがフェアバリューかと言うとなかなか難しいなという気がする。

白川理事

一点だけ申し上げると、フェアバリューというのは一定のモデルを前提にして計算するしかないと思う。それで一つのメルクマールとして、格付け別にデフォルト確率を計算して、そこから出てくる数字とそれから現実に観察されるスプレッド、これが、今どういう関係にあるかというのがチェックするポイントの一つであると思う。日本について、R&Iが出しているデフォルト率で計算すると、ここに出ているダブルAについてはスプレッドの方が当然デフォルト率よりも大きいという感じに辛うじてなっているのだが、トリプルBについては今もうかなりスプレッドが縮まってきた、それで何かデフォルト率をカバーするようなスプレッドの数字にはないところまで実は縮まってきた。同じような傾向が今、岩田副総裁がおっしゃったように海外でもあるのだが、ただ海外の場合にはまだスプレッドの方が当然デフォルト率より大きいという感じが出ていて、日本の場合には格付けが傾向として下がるのみならず、格付けの低いものについては、デフォルト率とイコールになっている、そういう感じだと思う。ただそのうえで、そのフェアバリューが幾らかについては勿論、それはその時々のものであり方向感としてはそういう感じかなと…。

岩田副総裁

そうか。それと関係しているのだが、図表 2-3 の債券先物オプションのインプライド・ボラティリティについて、それ程は上がっていないのだが、それ程低いという訳でもないように見える。国際局の総務課のメモでストレス耐性に与える影響というものがあり、その中で面白いことを色々紹介しているのだが、インプライド・ボラティリティでも色々なものがある、例えば図表 2-5 のスワップのマーケットのオプション、解約権付きのスワップ、そういうマーケットではボラティリティがかなり上がっているというようなことが米国では見て取れるのだが、日本はスワップのスプレッドはかなり縮小の方向になっていると思うが、ボラティリティを

何か測るものはあるのか。

中曾金融市場局長

恐らく色々な測り方があると思う。今おっしゃったアメリカとの違いの一つで、特に米国のボラティリティの大きさを説明する一つの要因と言うのが例のMBSにかかるコンベキシティー・ヘッジングだと思う。あれでアメリカの場合は、一定期間は少なくとも長期金利の下落だとか上昇を加速する側面があるというのを、これはFRBなども認めているので、そういった部分がボラティリティの増加要因としてアメリカの場合は寄与しているのではないかと。

岩田副総裁

日本にはスワップションのマーケットというのはないのか。

中曾金融市場局長

ない。

岩田副総裁

ないのか。まだMBSが十分ではない。

白川理事

今おっしゃったアメリカの場合、スワップションから変動をよく見ているので。日本の場合はスワップション・マーケットは現状ない。

中曾金融市場局長

MBSと並行してヘッジングツールとして、現物もそうなのだが、スワップやスワップションというのが発達してきたアメリカならではの経緯があると思うが。

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
お願いする。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

本日配付したお手許の資料-3（参考計表）（追加分）というのをご参照頂きたい。図表1である。米国の経済指標を確認したいと思う。幾つか弱めの指標がない訳ではないのだが、全体として米国で景気拡大が進んでいる姿を引き続き示している。まず2. 実質可処分所得は、1月前月比0.5%と高めの伸びとなった。これは去年の所得に掛かる減税の影響が一部出始めているためであって、今後4月に掛けて本格的に出てくるものと予想される。5. 小売売上高だが、1月は東部・中西部での寒波の影響から低調だった訳だが、2月になって盛り返した。1、2月平均を第1四半期とみなして前期と比べると、そこにあるように+1.2%と堅調な伸びとなる。ただ6. 自動車販売に関しては、インセンティブの効きが鈍っている様子が見られる。設備投資の先行指標である9. 資本財受注は、1月+1.3%と引き続き増加した。この間、10. 貿易収支は、1月は過去最大の430億ドルあまりの赤字を記録している。これにはBSE絡みで牛肉の輸出減少が3億ドル程度の規模で効いているが、加えて輸入国での旧正月が例年よりも早めであったこととか、原油の輸入の増加など、一時的と見られる要因も影響している。供給サイドに移る。11. ISMは、製造業、非製造業とも分岐点の50を大幅に上回って推移している。両業種の雇用指数も、2月にはそれぞれ4か月、それから5か月連続で50を上回っている。14. 失業率だが、前月と変わらず5.6%だった。15. 雇用者については、2月、非農業部門全体で21,000人の増加にとどまり、民間部門では増減ゼロと、今回の景気拡大局面における雇用回復テンポの遅さを一段と印象づける計数となった。そこで、図表2のグラフで雇用者の動きを少し長い目で見てみたいと思う。細い方の実線、(1)のパネルだが、2001年11月を底と

する今回の景気回復局面では、初期においてかなりの期間雇用の削減が続いた。その後、雇用が拡大に転じた後も、最近まで拡大テンポが鈍い様子が見て取れる。最近6か月間の雇用者数の増加幅は、ここにあるように差額で40万人にとどまっていて、月平均にすると7万人ということになる。金融市場では、失業が増えない雇用の増加数として、月平均15万人とか13万人といった数字が流布している。これは労働力人口の増加を基に推計したものであって、また現に(2)のグラフで過去の景気回復局面を見ても、ずっと失業率が低下している局面の、この局面の雇用増加幅が、計算すると月平均18万人という数字になる。それから右の方へ行って失業率が微増した局面だと11万人だから、15とか13といった数字はそれなりにもっともらしいところである。これをもとに市場では現実の雇用増加ペースに対して失望感が強い訳である。企業の海外へのアウトソーシングと絡めて、保護貿易の主張にも影響を与えている訳である。しかし(1)のパネルで実際の失業率というのを見ると、丸のついている線であるが、景気回復開始後かなりの期間上昇した訳であるが、2003年夏にピークの6.3をつけた後は順調に低下している。最近までの累積低下幅は0.7%ポイントになっている。雇用の拡大が遅いにもかかわらず失業率が低下している点に関して、幾つかの原因が考えられている。一つは、同時テロ後、移民の増加ペースがスローダウンしているということ。従って、労働力人口の伸びもスローダウンしているということが考えられる。さらに、雇用者数の増加は鈍い訳だが、自営業者ないしは契約社員として働いている就業者が増えていると見られることである。実際、雇用統計ではなくて家計調査を見ると、過去7か月の間に合計で100万人、月平均にすると14万人増えている。契約社員の増加についてはアネクドータルな証拠しかない訳だが、企業が年金、医療費などの負担を避けるために最近急速に拡大していると言われている。このように点検してくると、15万人を下回る雇用拡大で失望する金融市場はそもそも過大な期待を持っていたと言えるかもしれない。製造業の労働時間が増加している点などを合わせて雇用情勢を一言で言うと、緩やかながら着実に改善を続けているということかと

思う。

図表 3、ユーロエリアの経済指標を見ると、寒波の影響もあって、3. の小売売上はセールの時期に衣服を中心に増加した一方、4. の自動車販売は減少したという数字になっている。昨年第 4 四半期に久方振りに増加となった設備投資に関連して、6. のドイツの先行指標だが、この受注を見ると 2 か月連続で減少している。また 8. のドイツの海外受注というのを見ても、12 月に伸びた後、1 月は反動減になるなど力強さに欠けている。いずれについても、これまでのユーロ高の影響といったものが指摘されている。物価面で、13. の 1 月の P P I だが、ユーロ高の影響が見られる。前年比が +0.3% まで小さくなっている。この間、H I C P だが、2 月は速報だけが出ていて 1.6% にまで縮小した。これについては、去年高騰したエネルギー価格の裏が出ているというふうに見られる。

次に図表 4-1 でアジア経済について見ると、実質成長率は、新しく追加した国もおしなべて第 4 四半期にしっかりした成長を示した。(2) で輸出を見ると、旧正月の時期のずれから計数はぎくしゃくしているが、均して見ると高い伸びを続けている。図表 4-2 (4) で物価について申し上げたいと思う。中国だが、食料品の価格の上昇からこのところ前年比が高まっていた訳だが、2 月になって食料品の値上がりが鈍ると、全体でも伸びも小さくなっているという絵になっている。

次に図表 5、金融指標を纏めて申し上げたいと思う。先程も少し話が出たが、図表 5 でアメリカの金融指標のうち、(1) で長期金利を見ると、先程申した雇用統計が 3 月初めに発表されて、F e d の利上げ観測が大きく後退するにつれて低下している。最近では 10 年物国債利回りで 3.7% 台になっている。(5) の F F 先物金利の動きからも利上げの予想の後退が読み取れる。(2) で株価だが、I T 企業の多い N A S D A Q は 1 月末から水準調整をしていたが、雇用統計発表後は S & P 500 も頭を下げ、スペインのテロで一段と水準を切り下げている。この点、図表 6 をちょっとご覧頂きたいのだが、業種別の株価で確認すると、この太い実線が I T である。I T だけは先程申し上げたように早めに下落した訳だが、他の業種はやは

り雇用統計の発表から全面安になったといった様子がこのグラフから読み取れる。最後に図表7である。ヨーロッパの金融指標も長期金利、株価ともほぼアメリカに似た動きを示している。この間、(5) 短期金利のユーロの金先であるが、短期金利の予想に関しては夏頃に利下げがあるということが一部に織り込まれ始めている。最後に本日配付資料には載せていないが、先週後半、韓国の国会でご承知のとおり大統領の弾劾決議が可決された。これを受けて先週末韓国では株価が急落した。今日は横這い程度ではあるが。大統領選挙の時期は未確定だが、4月には総選挙が行われる。韓国を含め今年是世界各国で選挙の年である。昨日はロシアで、これもご承知のようにプーチン大統領が予想どおり再選を決めたほか、スペインの総選挙では野党の社会労働党が与党の国民党を破り政権に復帰することになった。今後、台湾、インドネシア、マレーシア、フィリピンそしてアメリカと、各国で総選挙ないしは大統領選挙が行われる。さらに欧州議会選挙、それからドイツの州選挙というのものもあるし、勿論日本の参議院選挙もある。エマージングを含めて金融市場が政治に一段と注目する時期に入ってきたと言えるかもしれない。私からは以上である。

福井議長

どうぞ。

田谷委員

アメリカの雇用の数字をもう一回確認させて欲しい。第一に、図表2の(2)のグラフで、これは過去の平均だな。実線の方。

堀井国際局長

ジョブレス・リカバリーの時期を除いている。

田谷委員

それを除いた時、この月18万人増というのは、要するに、実線が上がっ

ている全ての期間についての平均か。

堀井国際局長

8.4%から7.2%に落ちている期間がある。これに対応する期間の増分を月平均にすると18万人になる。

田谷委員

分かった。それ以降は月11万人…。

堀井国際局長

然り。7.2%から7.5%のこの期間は月平均にして11万人になる。

田谷委員

もう一つ。(1)の表で、全体としての結論は、緩やかだけれども着実な改善と表現できるとおっしゃったが、その中で契約社員が相当増えているという数字を挙げられたが、これはいつからいつで幾ら位…。

堀井国際局長

契約社員だけのものはやはりない。アネクドータルな話しかない。今リファードしたのは、例のハウスホールド・サーベイの最近7か月間の雇用者の伸びというのが、雇用者と言うか、就業者の伸びが100万人になるので、これが月平均14万人。雇用統計の方、エスタブリッシュメント・サーベイの方は月平均で7万人なので、7万と14万の差を誰が埋めるかということで、これはかなりの部分コントラクト・ワーカーズではないかと。

田谷委員

色々な人が色々なことを言っているみたいだが、なかなか決定打がないということで…。

堀井国際局長

然り。

田谷委員

ちょっとしつこいようだが、契約社員だとおっしゃるその理由は何か。

堀井国際局長

それはエスタブリッシュメント・サーベイとハウスホールド・サーベイの差は他にもあるので正確には分からない。例えば農業が入っているとか、それからファミリー・ワーカーと言うのか、家族従業者が入っているとか。他にも理由があるのだが、これはアネクドータルとしか言い様がない訳だが、大企業でほとんど正社員を一旦レイオフするような形にして、それからもう一回コントラクト・ワーカーで採用しているというのがたくさんある。

田谷委員

こういうのは事業所統計には雇用として出てこないのか。

堀井国際局長

雇用者として採用しない限りは。コントラクト・ベースでやる分では入らない。要するにインディペンダント・コントラクターとして契約する場合は。

田谷委員

そうすると自営業の一種か。

堀井国際局長

然り。

田谷委員

ただ自営業で、例えばその説明できる部分というのは非常に小さいと。

堀井国際局長

今までは。それで最近言われているのは、やはり医療費、ペンションだが、そういうものの負担を避けるためにそういうふうに行っていると。

田谷委員

そういうことだな。以上である。

須田委員

今の件に関係することなのだが。アメリカの雇用の数字について、例えば7万人という話があったが、それは失業率を高めないために必要な数字なのか。

堀井国際局長

いや、7万人は実績で今のペースである。月平均にすると、この過去6か月間でこれだけ増えているので。月7万人増えているということである。

須田委員

失業率を増やさないためという観点からすれば、毎月どの位の雇用者の増加が必要なのか。

堀井国際局長

市場で言われているのが13万人とか15万人とかいう数字である。それはやはり過大推計ではないだろうかと思う。

須田委員

もう一方で、アメリカが持続的に成長するためには、例えば個人消費が

3%位増えなくてはならないと言われている。それでそのために必要な雇
用者の増加数は、15万人だの20万人だのというふうな形で言われている。
先程、言われた程度の増加で緩やかな回復が実現するということだが、そ
の判断基準は失業率なのかあるいは個人消費の増加なのか。

堀井国際局長

消費の方も雇用が前に回っている限りはマイナスにはならないのだと
思う。その15万人の方も、消費の方をサステインするための15万人とい
うのも、ベースはこの失業を増やさないと話とオーバーラップしてい
ると思う。そういう意味でも15万をずっと下回る、インベスメント・バ
ンクによってこれも差があるが、10万人というところもあるし、いやもっ
と少ないと、先程申し上げた7万人位というところもあるし、その辺は
色々な差があるかと思う。

岩田副総裁

関連でさらに宜しいか。雇用がどの位増えるかという見方も勿論あるの
だが、経済政策の目標としては雇用が幾ら増えるかというのを気にするの
はやはり失業率である。一方でもう一つ失業保険の新規申請件数という数
字がある。それで見ると割合低いのではないか。失業率をむしろ下げるよ
うな数になっているのではないだろうか。

堀井国際局長

然り。事前にお配りしてある計表の図表1-6に絵があるのだが、大体
今35万前後あるいは…。

岩田副総裁

若干切っているな。

堀井国際局長

若干切っている数字になっていて、こちらの方のルール・オブ・サムは40万というのが、失業を増やさない一つのレベルなので、これはこのところ大幅に下回って推移しているということである。それで変な話、個人消費統計の所得、それから先程申し上げた雇用者の数字、それからこの失業保険の受給というのを比べると、これは昔からの関係がコンシスタントである。パイロールのところだけが、先程申し上げたようにちょっと過去の関係からずれてきているということが言える。

岩田副総裁

そうすると失業率が要するに6.3%位だったのが今5.6%まで下りてきた訳だ。雇用は然程増えていないが、失業率が落ちてきた。恐らく労働参加率が若干落ちているのではないかという気がする、あるいは移民の数も落ちているのかもしれないが。供給面の変化が何かあるような気がする。それからもう一つ気になるのは、物価が下げ止まる、あるいは加速するような失業率として、NAIRUでは何%になるのか。この間はグリーンспан議長は4%だとどこかで触れたようなのだが、ちょっと常識がずれているような気がしてきたのだが、幾ら位と見ているのか。

堀井国際局長

我々にはない。一般的に過去は5.5%と言われた訳だ。

岩田副総裁

5.4%とか、5.5%とか。

堀井国際局長

それでこの間、この間と言うか数か月前にグリーンспан議長が4%になっても、4%だと言われても驚かないと議会のQ&Aの時におっ

しゃっていた。

岩田副総裁

だが金融政策がいつ変わりそうなのか、Fedがどちらを見ているかということは考えておいた方が良くと思う。雇用の数がもうちょっと増えるまでというふうに考えるのか、失業率があるところまで下がってくれば、と考えるのか。昔風で考えるとNAIRUは5.4%とかになり、そうするともう直ぐなのだ。しかし、生産性がこれだけ上がっているから、というふうに考えているとやはりまだ何かずっと先だなということになり、何を見て良いのかがよく分からないのだが。

堀井国際局長

人のせいにするのも良くないかもしれないが、グリーンスパン議長は1年位前に自分はNAIRUというコンセプトを有用だと思ったことは一回もないと発言している。

岩田副総裁

それでは仕方がないな。

福井議長

マイヤーは今どう言っているのか。

堀井国際局長

マイヤーはやはり下がったと言っている。

岩田副総裁

下がったと言っているが5.4%ではないのか、標準は。

堀井国際局長

標準は 5.4%、5.5%から下がったとは言っているが、それについてどこまで下がったとは言っていない。

岩田副総裁

4.5%位ではないのかな。私もこれは分からないのだが。GDPのギャップを幾らと見るかによるが、その位の可能性もあると思っている。また、グリーンSPAN議長がやはりニュートラルなポジションまで実質のフェデラル・ファンド・レートは上がっていくだろうというふうに証言した訳だが、具体的には何%位をイメージすれば良いのか。

堀井国際局長

これもアラン・ブラインダーの、例のセントラルバンキングの本のフットノートに出ているが、Fedの90年代をカバーするモデルの推計値でのニュートラル・ゾーンというのが、実質金利で2.5%という数字が出ている。ブラインダー自身はもう少し低くて2%とかいうことを言っている。だから90年代の法則が当てはまるのであれば、例えばインフレ率を1とか1.5とか見ると、それに2.5足すとニュートラルは4という数字…。

岩田副総裁

3~4%である。

平野理事

このグラフのインプリケーションの一つは移民の増加率の減少といった構造的要因が効いているかもしれないということである。岩田副総裁がおっしゃられたような労働参加率については、ITブームの頃に異様に高まった参加率の調整が今も続いているというある種の大きな循環の力が働いているかもしれない。仮にそういう要素があるとすれば、今マーケッ

トが見ている、いわば失業率ニュートラルな13万人という雇用者増、ペイロール・サーベイにおける雇用者増に関するルール・オブ・サムを変えなければいけないかもしれない。つまり、雇用情勢はひよっとしたらもっと良いかもしれない。その一つのサイド・エビデンスがハウスホールド・サーベイで見た雇用の増加かもしれない。確定的なところは分からないが、そういう目で見なければいけない面があるということを今、堀井国際局長は申し上げた。同じ現象はカナダでもあるし、日本にも見られる。

岩田副総裁

そうなのだ。若い人のところがやはりよく分からない。資料3の新規の失業保険の申請件数の左側にISMの雇用スタンスというのがある。これを見ると何かもう雇いたい雇いたいという方に動いているのに現実では雇われていないように感じる、そのギャップはどういうふうにお考えになっているのか。

堀井国際局長

これは右側の方と合っている。

岩田副総裁

この表は合っているのだが、数としては合っていてもどうも総合的な方向性が見えない。

堀井国際局長

だからやはりペイロールのところをやはり割り引いて考える、割引と言うか、膨らますと言うべきか…。

岩田副総裁

それは契約社員と言うか、コンサルタント的なアウトソーシングも含んでいるということか。正規社員の雇用ではないような、そういうものも含

んでいると。

堀井国際局長

雇用関連統計がそうした変化を含んでいると考えている。

福井議長

宜しいか。それでは国内の経済情勢について、山本理事と早川調査統計局長をお願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

ではご説明する。いつものようにまず計数からご説明するので、資料4の参考計表という資料をお出し頂きたいと思う。まずGDPだが、ご承知のように先だって昨年第4四半期の第二次速報が出て、僅かではあるが0.1%下方修正になり、前期比1.6%ということである。ただし、内容を見ると主に変わったのは寄与度で申し上げて、設備投資が+0.2%の上方修正、その一方で在庫投資が0.3%の下方修正ということなので、実力として見ると決して弱い方向の修正ではなかったということである。それにしても数字としては少し下がったので、恐らく2003年度、3%には乗らないかそのような感じかと思っている。

それから図表6は輸出の動きだが、ご覧のとおり1月の数字は昨年第4四半期対比で4.7%の増加ということでかなり大きな増加になった。中身を見ると、地域別にはご覧のとおり米国向け、これは去年の第4四半期が車の在庫補填とデジタル家電で伸びた訳だけれども、デジタル家電の季節需要の減退みたいなものと車の在庫補填が終わったのでアメリカ向けはマイナスになった。しかしながら、主力の東アジア向けが非常に高い伸びになっているということである。これには二点あって、一つは中国であり、これはWTO加盟後、毎年1月に関税引き下げがあるために1月に纏めて輸出が出るという傾向がある。加えてASEAN向けには、これはスポッ

ト案件で高額の船の輸出が出ていることもあり、アジア向けが凄く高い伸びになっているということである。輸出については、基調的に増加していると思うが、今、申し上げたように幾つかの要因があり、1月の数字はやや高めに出過ぎているかと思っている。具体的に申し上げますと、中国の1月の関税要因、あるいは今申し上げたASEAN向けのLNG船だが、これは特殊要因だと思うし、例えばEU向けが数字面は前期比二桁伸びているのだが、EUの景気情勢から考えてそんなに伸びるとはちょっと考えにくい。あるいは財別に、中間財辺りも一時的な伸びだと思っている。従って、恐らく1~3月通計で見ると、伸び率としてはもう少し下がってくる可能性が高いと思っている。他方、図表12は輸入サイドが書いてあるが、輸入の方も1月は3.9%増ということで、基本的に緩やかな増加が続いているということである。財別でご覧頂いて、情報関連、あるいはまた資本財・部品といったところが基調的に増加しているが、これは前々から申し上げているとおり、アジア域内での国際分業の進展によって、輸出・輸入両建てで伸びていく傾向にあるということである。これに加えて素原料のところ、これは何回も申し上げたと思うが、一頃、原油の備蓄のために積んでいて、それが余ってきたので減らしていったのだが、そろそろそれも尽きてきてまた増えているということである。3.9%はちょっと高めかもしれないが、基調的には今後とも国内生産の増加等に伴って輸入が増えていくと、このように考えている。

次に、図表13で設備投資の動きである。法人季報の設備投資が出ている。ご覧のとおり、法人季報の設備投資はどうも季節調整が上手く掛かっていないせいか、クォーター・バイ・クォーターで増えたり減ったりする傾向があるが、ご覧のとおり、10~12月については6.2%増とかなり大きな伸びになった。この綾のようなものがGDP統計のところでも設備投資の綾を作り出しているということは、前からご紹介しているとおりである。図表14で中身はどうかということを見ると、基本的にはやはり製造業中心の設備投資の増加である。業種別、規模別に見ると、増加が一番目立っているのは、製造業の中堅中小企業である。一方、製造業の大企業に関し

では、数字としては明らかに増加基調がはっきりしてきたということではあるのだが、実はこのままでいくと第1四半期結構伸びても、年度を括ってなかなか二桁という数字には達しない。短観の製造業大企業は二桁の設備投資計画になっている訳だが、ちょっと無理かなという感じである。やはり、そういう意味では進捗が若干遅れていて、結果としては設備投資の実行が2004年度にある程度ずれ込んでいく可能性が高いのではないかと考えている。他方、非製造業に関しては、ちょっと振れが大きくて読みにくいのだが、全体として少しずつ上向いてはいるのだろうなと思うが、今のところ非製造業に関してはあまりはっきりとした設備投資の増加は見られていない。次に図表15。設備投資の一致指標である資本財出荷に関しては、1月もかなり高い伸びになっている。ただ、先程の輸出同様、生産予測指数等で1~3月の生産の伸びが鈍化するということを考えると、このような勢いで1~3月の資本財出荷が伸びる可能性は低くて、総じて見るとこちら増勢は鈍化するのではないかと考えている。他方、図表16にある先行指標関係は、1月単月ではちょっと数字が荒れている。と言うのは、まず機械受注だが10~12月、非常に高い伸びになった後、1月単月では二桁の減少になっている。具体的にはご覧頂くように点線の非製造業のところとりわけ大きな減少になっている訳である。ただ、この点に関しては、まず第一に、機械受注というのは元々非常に振れの大きい統計なので、ひと月ではなかなか実勢は分からない。加えて、特に非製造業のこの動きに関しては、かなりの程度、携帯電話がいたずらをしている可能性がある。一部第三世代の移行に関して不具合が起こっている会社もあつたりするものだから、そのようなことも含めてちょっと携帯電話が落ち込んでいる影響が出ていると思うので、基調として考えれば設備投資がこれでもって何か弱くなるということではないと考えている。逆にと言うか、建築着工をご覧頂くと、1月単月では相当大的な伸びになった。ただ、これは逆に非製造業のところで大口径案件が動いたということなので、基調としては恐らく極く緩やかな増加程度ではないかと考えている。今度は図表17の企業収益だが、これも法人季報の利益率を見て頂きたいが、法人季

報の利益率は全体として見ると、ご覧のとおり着実に改善している。これを同じく業種別、規模別に見たものが図表 18 である。足許の特徴は、製造業大企業に関して見れば、確かにレベルは相当上がっているが、足許、何か急速に上がっていると言うよりは、高水準で推移しているということであり、逆に足許を見るとレベルは大したことはないが、足許だけ見るとむしろ非製造業辺りの収益の改善が目立ってきているというのが今回の法人季報の収益面の特徴だったのではないかと思っている。図表 19 は収益見通し等の数字だが、ご覧のとおり大企業については前から申し上げているように、大体 2003 年、2004 年とも二桁増益の見通しであり、その見通しについてはほぼ予想どおり、あるいは極く細かく見ると少しずつ上振れているという動きである。中小企業に関して中小公庫の数字は引き続き緩やかに改善している。さらに、これまでどうも改善が捗々しくないと申し上げてきた国民金融公庫の数字についても、レベルこそ確かに低い、ほんの少し良くなっている。そういう意味では、これも先程の法人季報の動きとほぼ整合的な動きということではないかと思っている。

次に図表 20、個人消費関係である。個人消費は今のところほとんど 1 月の数字しか出ていない訳だが、1 月の数字に関して申し上げると、1~3 月の三角カッコの中が 1 月の 10~12 月対比になる訳だが、ご覧のとおり旅行が去年の 10~12 月にかなり伸びたものだから、その関係で反動減になっている以外は、ほとんど根こそぎ全部プラスという数字になっている。この点は図表 23 にいつもの販売統計合成指数、消費財総供給、あるいは消費包括指数という三つの系列が並べてある訳だが、ご覧のとおり一番右端のところを見ると、いずれもそこそこ上がってきているという感じである。勿論、1 月単月の数字ではあるが、この数字を見る限り個人消費は足許少し強めの動きになっている感じである。図表 24 の消費者コンフィデンスについて一言申し上げておくと、例によって指標にばらつきはあるのだが、全体として見ると緩やかに改善ということかと思っている。一番新しいデータは、月次の消費動向調査というのがあって、これをご覧頂くと直近 2 月のところはこれは横這いなのだが、中身を見ると 2 月が横這った

主要な理由は物価の上がり方のところで、物価は上がるという人が増えて、これが指数上マイナスに効くために横這っている。それを除くと雇用を中心に改善しているということなので、実勢としては改善しているのではないかと思っている。

次に鉱工業生産を見たいと思う。図表 27 である。ご承知のとおり 1 月の生産はかなりの増加となった。確報で 0.1% 下方修正されているので、3.4% ではなく 3.3% になっているが、ほとんど変わらない。この間、出荷は増加、在庫は減少ということである。ただし、ご覧のとおり 2 月の予測指数がかなりの減少になっているために予測指数を 1~3 月で通計すると、前期比 0.5% の増加ということで、10~12 月の 3.7% と比べるとかなりの減速になっている。私共の企業ヒアリングの感触について申し上げますと、大体 1% 強位伸びるのではないかということである。そういう意味では、予測指数の数字よりは最近の修正率、動き等を考えても少し上ではないかと思っている訳だが、10~12 月対比で見るとそれなりに増勢鈍化ということである。先程、輸出とか設備投資について足許は強いけれど、1~3 月を括るとそれ程でもないのではないかと申し上げているのは、そうした理由であり、特に輸出とか設備投資は相当程度、生産面から押さえられるので、恐らくそうではないかと思っている訳である。他方、図表 30 をご覧頂きたいのだが、足許、非常に不思議と言うか異例の動きになっているのが在庫であり、ご覧のとおり出荷の伸び率が高まる中であって、在庫はむしろ減少しているために在庫循環の絵を描くと、(1) 鉱工業全体はなぜか今頃になって、一頃ずっと原点に向かっていたのだが、右下に降りてくるという極めて異例の動きになっている。この点、文章にも書いておいたのだが、いわゆる景気基準日付でいくと、景気の回復局面に入ってもう 24 か月を越えたという議論があり、であるから平均寿命でいくとあとはもう残り少ないという議論が時々聞かれる訳だが、基本的に基準日付で何か月という議論は、あくまで在庫循環の規則性に則った議論である。在庫循環がある意味で景気拡大入り後、24 か月経ってもまだ在庫が減り続けるような局面で何か月という議論がどれだけ意味を持つのかというの

はかなり疑問である。仮にそれを本当に信じるのであれば、近い将来に最終需要がそんなに加速しなくても、どこかで生産がグッと伸びる局面が出てくる訳だが、企業ヒアリングをする限り、1~3月だけではなく4~6月についても、どちらかと言うと需要見合いの慎重な生産という感じなので、ちょっとこの辺の規則性というのはやや変わってきているのではないかとこのような印象を持っている。

次に雇用関係、図表 32 である。大まかに申し上げて雇用関係には大きな変化はない。まず、労働需給関係の数字に関しては、有効求人倍率、これは1月単月では横這ったが、基調としてはかなり上がっているし、所定外労働時間、新規求人ともに高い伸びになっている。さらには労働経済動向調査の労働者の過不足についても、不足超というのがかなり大きくなってきているという意味で、労働需給はかなりはっきり改善してきている。ただ、それにもかかわらず、前から申し上げているとおり失業率のところで見ると、確かに僅かながら低下はしてきているとは言え、水準はまだ高く、1月単月で見ると僅かに上昇するといったことでそれ程捗々しい改善ではない。図表 33 の雇用者数をご覧頂きたい。先程もアメリカについて一種の労働乖離みたいなことで色々ご議論があったが、日本も同様であり、ご覧のとおり労働力調査(家計調査)でご覧頂くと雇用は僅かながら増加、他方、毎月勤労統計(ペイロール)の方で見ると僅かに減少ではある。どちらも方向としては少し良い方向に向かっているが、逆に言うと改善は捗々しくないということで、失業率などと同じ様な動きではないかと思っている。一方、賃金の面だが、図表 35、冬のボーナスだが、1月の数字も速報ではあるがかなり大きなマイナスが出て、この結果、冬のボーナスについては前年比-3.3%ということで比較的大きめのマイナスになってしまった。この結果、図表 34 の所得全体としてもご覧のとおり、季調後の絵でご覧頂くと概ね下げ止まりというところまでは言えている訳だが、明確に下げ止まったとはまだ言い切れない状況が続いている。

次に物価面に移りたい。図表 37 である。まず物価面に関して最近の一番大きな変化は、何と言っても内外の商品市況の上昇ではないかと思っ

いる。実際、(1) 輸入物価のグラフにある太線の私共の国際商品指数はかなりの勢いで上がっているということである。中身を見て頂くと、まず原油が高止まっている。しかし、原油はせいぜい高止まり程度なのだが、それ以上に例えば非鉄の価格は急騰している。ここに示していないが、例えば船舶のフレートなどもほとんどスポット船など暴騰に近い状況になっており、この辺は米国、中国を中心に、実はそれだけではなくて我が日本もそうだし、あるいはロシアもそうかもしれない、インドもそうかもしれない、世界的に見て成長率がかなり加速しているということの現われであると考えている。この結果、輸入物価に関しては、(1) のグラフの細い実線にあるように、これまではそういった国際商品市況の上昇が為替の円高によってある程度抑制されていた訳だが、足許はさすがに上がってきている。恐らく3月の数字が入ると為替が剥げてしまうので、かなり大きく上昇することは間違いないと思っている。では国内の商品市況はどうかということだが、図表 39、これも同様にかかなり上昇している。国内で見ると、実は、油はそれ程でもないのだが、やはり上昇が目立っている一つは非鉄。これは円高ではとても打ち消せない程度に国際商品市況が上がっているということに加えて、鋼材、この辺が相当大きく上がっている。ご覧のとおり、(1) 日経商品指数のグラフの太線の商品指数でご覧頂いても、去年の春まで上がって、その後、緩やかな上昇だったのだが、去年の年末位からまた勢いを付けて上がってきているということである。以上を踏まえて、図表 40 の国内企業物価をご覧頂くと、3か月前比で見て0.5%の上昇ということで、そこそこの上昇になってきている。グラフでご覧頂くと、上昇の主要な理由は幾つかあって、一つは素材類の価格上昇、縦線の鉄鋼関係以外に、斜め線、これは化学等が入っているがこの辺の上昇。加えて点点の輸入関係だが、今回の場合は主に非鉄の上昇ということになる。さらにはグレーの、いつも下に出ている機械類のところもまた少し下落幅が縮んできている。これは前から何回も申し上げているとおり、日本のエレクトロニクス辺りが従来とやはり行動様式を変えてきているために価格が下落しにくくなっているということである。前にもあったように、また新製

品が投入されるとまたちょっと下がると思うが、ある種の波を打ちながら下落幅は少しずつ縮んでいるということである。従って、実はこの2月について申し上げますと、米は下がった。白い部分、去年の12月のところが一番大きくて、どんどん小さくなっていることでお分かりのように米は下がったにもかかわらず、今のような数字になった。先行きに関しては、米が3月かなり下がるようなので、必ずしも数字面はどんどん上がっていくということではないと思うが、それは基調として見るとどちらかと言うと上昇方向の動きが続くということかと思っている。因みに図表41をご覧頂きたいと思う。普段、あまりお見せしていないのだが、ここには需要段階別の数字がある。これはご覧頂ければお分かりのとおり、輸入物価の上昇等を反映して素原材料のところではかなり価格が上昇している。それから中間財位まで実は転嫁が進み始めてきている状況である。ただ、川下の最終財については、まだ現状はマイナスが続いているということで、川下への波及はそれ程でもない。数字を見ると、何か最終財のマイナスも随分小さくなってきているように見えるが、これはどちらかと言うと、先程申し上げたエレクトロニクス辺りの価格が下がりにくくなってきているということであるので、必ずしも転嫁という動きではない。転嫁と言うのであれば、むしろ細かい話だが、金属製品だとかそういうところが動き出したらちょっと怪しいということかと思っている。従って、現状はそれ程転嫁の動きは進んでいる訳ではないと思っている。図表43、最後に消費者物価である。消費者物価はこのところ概ね前年比ゼロ近傍で推移している。ただ、一頃はずっと上がってきて一回プラスを付けたのだが、その後は米などがあるからゼロ近傍にはなっているが、どんどん上がる感じではない。ただ、逆に言うと、特に下がり始めたという訳でもなくて、このグラフで言うと、(3)一般サービス辺りがなぜか去年の夏、秋位に掛けて家賃であったり、宿泊料、外国パック旅行とかなぜか少し上がりめであって、それが今、剥げ落ちているといったある種の数字のランダムノイズみたいなものの影響だろうと思っている。ただ、いずれにしても遠くない将来に米の価格の上昇幅が低下してくるであろうこと、それから4月になれば例の医

療費の問題が出てくるので、遠くない将来にゼロ近傍よりは少しマイナスの方向へ行く可能性が高いとこのように思っている。計数の紹介は以上だが、全体を纏めて二点程申し上げたいことがある。

まず、景気だが、景気についての基本的な認識は2月の本席で申し上げたこととあまり変わっていない。2月は10~12月が強かったと申し上げたが、現時点では1月までとにかく数字が強かった。特に輸出、設備投資を中心に数字が強かった。繰り返しになるが、予測指数及び企業ヒアリング等から考えると、1~3月の生産の伸び率は鈍化するということなので、恐らく輸出、設備投資についても1~3月を括ってみれば伸び率は非常に強かった10~12月に比べて鈍化する可能性は高いのではないかと依然として思っている。もう一つは企業部門から家計部門への波及ということだが、この点に関して先程ご紹介したように、とりわけ賃金の面を中心に家計部門への波及というのはあまりはっきりした動きは確認できていないということである。従って、確かに足許までの数字は強い訳だが、基調的な動きあるいはそのメカニズムに則して理解すると景気回復のテンポは依然として緩やかである。このように理解しているということである。ただし、ただしと申し上げて、実は私共は頭を悩ませているのは消費であり、どうも雇用・所得が良くなっていないのに、そこを飛び越して勝手に消費が少し良くなっているように見えるということである。この点に関しては、私共、これを基調的な動きだとは理解していない。と言うのは、まず第一に、そもそも個人消費というのは2~3か月単位で見ると結構振れるということがあり、過去にも2~3か月単位で良かった後で悪くなったり、逆であったりということがあるので、もう少し見極める必要があるということ。二番目はあくまでも経験則だが、この国においてはこれまで、所得が良くなっていないのに個人消費が勝手に良くなって景気を押し上げたという経験はない。アメリカのように個人消費から設備投資へのパトンタッチをするという国ではないものだから、過去の経験則を重視するのであれば、そういうパターンは考えにくいと思っているからである。とは言え、気になる動きはない訳ではなく、すみません、あちこちいくが、要するに

先程もちょっと申し上げたように非製造業あるいは中小企業辺りの収益が法人季報で見るとちょっと良さそうに見えるとか、数字は紹介していないが景気ウォッチャー調査なども先行きについて何か楽観的に見ている人が増えているらしいとか、ついでだから申し上げてしまうと株価もそうなのである。株価も去年の夏の相場というのは国際優良株中心の相場だったので、これはある意味で輸出、設備投資の増加を織り込む相場だった。その後横這っていたのは、ある意味で波及はないということで横這っていた。ところが足許を見ると、先程の金融市場局の数字を見て頂いても不動産、建設、小売という動きになっていて、ある種内需関連になっているということ等々あるので、あながちあり得ないという訳にもいかないということである。ここは仮に個人消費が思ったより強い状態が長く続くということになると、そこから非製造業への波及ということ、あるいは逆にそこから雇用へ戻ってくるという波及もあり得て、景気のいわば持続性、自律性という議論をする場合かなりストーリーが変わってくるということで、ここは宿題にさせて頂いて、もう少し見ていきたいと思う。特にそういう意味では個人消費関係の数字の持続性、あるいは目先でいくと短観辺りで、これは大企業製造業ではなくて中小企業とか非製造業辺りでどういう動きが出るのか、この辺を見ていきたいと思っている。二点目は物価である。物価については、先程もちょっと申し上げたとおり、一番大きな変化は内外の商品市況の上昇である。ただ、これが川下にどこまで波及してくるかということについて申し上げますと、私共はこのように考えている。まず、川上、川中位までは恐らく波及していくと思う。素材産業というのを中心に考えてみると、コスト構造を考えた場合、やはり原材料コストのウエイトは非常に高い。従って、恐らくなにかの値上げを行わないと収益に食い込むということがある。方々、素材について見れば、先程の商品市況が表わしているように需給は総じてタイトなので多分通るということで、恐らく値上げは行われるだろう。しかし、では川下はどうかというふうに考えてみると、これはまず第一に川下までいくと、原材料コストのウエイトというのが実はコスト構造の中でそれ程大きなウエイトを占めていな

い。むしろ付加価値の方がウエイトが大きいということである。加えて、これはマクロの数字でもそうなのだが、実は生産性が上がっている。例えば去年の第4四半期は極端にしても、去年1年間とっても実質成長率は2.7%増え、雇用・所得は全然増えていないので、ユニット・レーバークストはかなり低下しているということになる。従って、川下産業に関して言えば、そんなに値上げをしなくても恐らく企業収益に食い込むということではないということなので、川下への波及は限定されるのではないかとというのが基本的な理解である。ただ、そうは言っても、どの産業を念頭に置くかによって違って、中には川下産業でも転嫁しなければならないような産業もあるので、この辺については物価統計課にも頼んであるが、もう少し細かく数字を見ていきたいとこのように思っている。ちょっと長くなってしまったが以上である。

福井議長

どうぞご質問があれば。自習の課題もちょっと残っているようだが。

田谷委員

一番目のポイントなのだが、未だ基調的な動きでない、しかし、法人季報のこの図表18を見ると、非製造業、特に非製造業大企業の売上高経常利益率がかなりトレンド的に上がってきている訳である。これはどういうふうに解釈したら良いのか。どの位続いている傾向なのか。

早川調査統計局長

これは確かに難しく、非製造業の大企業というのは物凄く異質の産業がこの中に入ってしまったので、例えば厄介なのは商社みたいなものが売上を、昔に比べて口銭商売みたいなものをあまり売上に立てず、売上を落としていくけれども利益は出ているということをやると、意外に非製造業全体の売上の分母が小さくなって利益率が上がってしまうようなはずらが少しある。だから、必ずしも全体で見るとこんなに上がっている

が、個々の産業でそんなに上がっているかと言うと、実はそれ程でもないとは思っている。ただ、それにしてもこの絵を見て頂くと大企業もそうだし、中堅中小企業も普段短観などを見てやはり中小企業は弱いと、非製造業は弱いというのと比べると実は必ずしもそうではなくなっていて、特に足許のところは中小まで含めて少し良くなってきている。勿論、法人季報には標本要因があるので、注意して見なければいけないが、若干標本を考慮したとしてもそのような感じであるし、それから業種別にもこれが例えば卸売業とか運輸業の改善であれば、素直にこれは製造業の波及であってと考える訳だが、割と全体にフワッと良くなっている感じがするものだから、そこもちょっとある意味では気になっているところである。私は半年位前に、ひょっとして非製造業とか中小企業のところが、短観の時だっただろうか、思ったより良いかもしれないということを申し上げたのだが、あの時点では理由がよく分からないと申し上げた。だが、現時点でこういうものを説明しろと言うと、少なくとも足許までは個人消費が思ったより頑張っているからだという説明以外になかなか出てこない。だから、そうだとするとこの個人消費が思いのほか頑張り続けてしまう、非製造業への波及、それから雇用も逆に言うと、雇用が良くなって消費が良くなるのではなく、消費が良くなった結果ぐるっと戻ってくるというストーリーも出てくる訳である。なかなか日本の過去の経験則というのを重視すると、そういうストーリーは組み立てにくいのだが、足許のデータに即して見ると、ひょっとして何か変わったことが起こっているかもしれない。

山本理事

企業をヒアリングしていると、人件費に対する抑制圧力は依然として変わっていない。むしろ強まっているというような感じもあるのだが、他方でリストラの一巡のようなことが言われていて、それが何らかの消費者心理みたいなものに影響を及ぼしているのか、いないのか、その辺のところがこれまでのデータだとまだ判断がしにくい。もうちょっと時間を下さいというのが率直なところである。

岩田副総裁

その点なのだが、アメリカでもちょっと似た感じだと思うのだが、日本だとフリーターというのが417万人。フリーターというのはずっと失業している訳でもないし、ずっと就業している訳でもないという中間形態だと思うのだが、そういう人達の数が果してどこで上手く掴まえているのか。労調とか毎勤でも良いのだが、ちゃんとカバーされているのか今一つよく分からないところがあって、法人企業統計季報を見ると、一人当たり人件費は落ち続けている。つまりユニット・レーバ・コストに当たるものはアメリカも同じで落ちているのだと思うが、人員数だと去年春位から実は増えている。プラスなのである。それはちょっとこういった他の統計と違う。実際は、非正規社員、契約社員と言うのか分からないが、コンサルタント的なアウトソーシングみたいなものも含めると、数としては結局、企業は増やしているのではないかという気がする。特にボーナスなどは悪いから、まだ賃金は良くなっていないが、雇用の方は私はある程度の数はプラスで出ているのではないかと見ている。雇用者数も前期比などで見ると、ここ半年近く僅かだけれどちょっとプラスになってきているというようなことがあるので、数は多少増えているのかなと。雇用者所得については、確かに前年同期比だと特に特別給与が悪いものだからバーっと落ちてしまっているが、前期比だと微増だったと思う。年率だと2%位増えていたと思う。であるから、雇用者所得も全く悪いというふうに必ずしも考える必要はない。それからやはりリストラがどうやら峠を越えたと言うか、そういう安心感がどこかに働いているのではないか。それと消費が出ているもう一つの理由はやはり、私は実質残高効果があるものと思っている。デフレがある限りはかなり強く、家計が正味資産を一定に保つのが可処分所得だという定義を採ると、現実の貯蓄率は下がっても、そこは調整した貯蓄率は実はそんなに下がっていない可能性もあって、その差が実は消費に向かうということもできる。それはあまりネグリジブルな程小さいものでもないと思っている。ということで、雇用について言うと若干少しトレ

ンドが少し変化しているのかなという印象がある。さらに消費がどこまでソリッドなのかということもやはりこの問題にリンクしていると思う。これは需要の統計を見ても、勤労者世帯、全世帯、消費水準指数がこのところふた月ではあるが強い。それから百貨店売上高なども前年と同じになるなど、何年振りか私は知らないが強めの数字が出ている。

早川調査統計局長

閏年があるからちょっと。

岩田副総裁

それもあんな。けれども全体としては非常に強い。供給側を見ると明らかにトレンド的に強い。半年位強い傾向がどうも続いているのではないかと思う。であるから、消費もある程度強い基調になりつつある。確かにまだ証拠は不十分ということかもしれないが。次に伺いたいのは、基調のコアのCPIは何%でご覧になっているのかということ。特殊要因とかを外すと、現実の数字はほぼゼロなのだが、どの位で見ているのか。

早川調査統計局長

-0.5~-0.6%位である。

岩田副総裁

-0.5%と見ておられるか。

早川調査統計局長

どこまで入れるかだが-0.5~-0.6%というところである。そういう意味では前から申し上げている数字とそんなに変わっている訳ではないが少し気持ち弱い位。

岩田副総裁

そうか。政策調査課のメモでは、要するに極端な5%とか10%の動きを示している項目を外して考えるという話が紹介されていた。それで見ると-0.28%とか-0.38%とかになる。私はそちらを見るのが正しいと思っている。つまり一時的に米が上がったと言っている時は、一時的に下がっているものもあるので、片方の上がっているものだけ除いて特殊要因であると言うと、やはりそれはちょっと嘘なのではないかと思う。

早川調査統計局長

むしろ前の方の話だが、雇用に関してはなかなか難しいところで、やはり先程アメリカの議論があったように日本でも例の労毎乖離が起こっている。正直言って労働力調査の雇用者数と毎月勤労統計の常用労働者数というのは、概念としてそんなに違うものではない。従って、限界労働力の差というのはそれ程大きくないかもしれない。ただ、他方で標本問題というのがあり、これはこの間、短観で新しい標本を入れると元気になるという説明をしたと思うが、やはり常に事業所ベースの統計というのはそういう問題があって、事業所ベースの統計でやると新しい元気な企業が十分反映されていない分弱い。一方、労働力調査のように家計から採ると、その部分は出てくるといふところがあるので、恐らくは毎月勤労統計の数字よりは少し強いというのが実態ではないかと思っている。ただし、そう考えた場合、今度は賃金の方はそういう人達が入ってくるので、少し本当は毎月勤労統計よりも低いという位の感じだと思う。消費については繰り返すことになるが、本当になかなか読みにくいところである。強気に読もうと思えば強気にも読めるが、要するにどういうファクターが効いているのかというのはなかなか明確な答えは出ない。前にも所得が減っている中で消費が横這っていることについて、いわば高齢化に伴うセキユラーな要因と、それからある種のラッシュ効果みたいなシクリカルな要因が重なっているということを申し上げたので、現状、例えばその枠組みで説明しよ

うとすると、やはり構造的な要因のウエイトが私達が思ったよりも大きかったという説明の仕方が一つあるかもしれない。それからもう一つは、岩田副総裁のおっしゃったようなことに近い説明の仕方をすると、やはり恒常所得と現実の所得、例えばこれまでは現実の所得はそこそこまだ入ってきているのだが、いつ首を切られるか分からないし、いつリストラされるか分からないので頭の中にある恒常所得というのは、現実の所得よりも低かったという感じ。これに対して現在は確かに、まだボーナスなどカットが続いているので現実所得は低くなってきたのだが、リストラされるリスクは薄れてきたし、ひょっとするとこれだけ企業が儲けていれば、いずれは良い事があるかもしれないと思っていると、現実の所得よりも今度は恒常所得の水準が高くなっていくかもしれない。そういう意味で見掛けの、いわば現実の所得で見たところの貯蓄率と何か違う動きをしているかもしれないという説明の仕方もできるかもしれない。それから最後に、サプライサイドの動き。これは昔から日本の消費業界においては、確かに所得は伸びなくても日本の家計はあんなに金を持っているのだから、良い商品さえ出せば売れるのだという議論がずっとあった。それに対して我々はいつも、いや、個々の業界ではそれはそうかもしれないが、マクロで見るとそうはいかないのだというのが我々の普段の議論だったのだが、しかし今のデジタル家電ブームみたいなものを考えてみると、ある程度貯蓄を取り崩しても使おうなどという人が出てくるとすると、サプライ・ドリブンの形で例えばなにがしか貯蓄率に影響が出てくる可能性もないとは言えない。色々な可能性があるが、現時点ではまだこれだというものがないし、もう少し状況を確認していきたいと思っている。

田谷委員

今のところだが、液晶テレビであるとかプラズマテレビ、DVD、デジカメ、これ全部を合わせても去年1年間の企業の国内向け出荷というのは5,000億円~6,000億円弱であるという数字を民生エレクトロニックのアナリストなどが言っているのだが、そうなると我々が今、それを中心に

色々なことを話しているが如何にも小さいと思う。

早川調査統計局長

GDPの0.1%。

田谷委員

一人だけではなくて二、三人に聞いてみたのだが、意外と大体数字が一致する。そこに携帯などを入れるとガバッと増えるのだが。だからそうなってくると、意外に小さいものだなと。

早川調査統計局長

それは出荷額ベースだろうか。

田谷委員

国内出荷額ベースである。

早川調査統計局長

厄介なのは、付加価値ベースだと割と大きくない可能性がある。なぜかと言うと、あれは中に入っている液晶だとかそちらの方の値段が大きいものだから、要するに生産動態などで捉える付加価値で見ると一番最後の電気機械のところの付加価値というのはそんなに大きくない。

田谷委員

然り。

早川調査統計局長

根っこの、中に入っている部品の方が大きいものだから、これを付加価値ベースで捉えているのか、付加価値ベースで捉えているのだとすると、実はその裏側にもっと沢山部品がいて、それらの付加価値が大きい。ただ、

工業出荷額ベースだとすると、それも部品の付加価値も含んだベースである。ちょっとまた計数を調べてみる。

田谷委員

私もちょっとパズリングだなと思っている。

早川調査統計局長

この辺は付加価値で計算しているのと、グロス・バリューで評価しているので随分違う。ご承知のように組み立てそのものにはほとんどバリューはないので、バリューは実は液晶とかそちらの方に入っているのです。

中原委員

過去の経験だと、消費が設備投資に波及して景気回復をさらに確かなものにするというようなシナリオは考えにくいとのことだが、白物家電ブームとか色々な断片的な消費ブームのことは聞く。厳密に分析されて、過去はやはり外需、あるいは財政の主導による回復であって消費が主要な役割を果たしたケースというのはなかったのか。

早川調査統計局長

ほとんどない。要するに、今言われたとおり、日本の場合は基本的に二つパターンがあって、一つはまさに今のパターンで、輸出が出て製造業の設備投資が出て、それが雇用に波及して消費に回ってくる。これは一つのパターン。パターンの二というのが、財政ないし金融政策の場合。そうすると、これは公共投資ないしはむしろ金利の効果が一番効くのは、非製造業の設備投資ないしは住宅投資というところからスタートして、これが生産に回って雇用・所得に回って消費に回るといふ、この二パターンがある。今回の場合は明らかに第一パターンであるので、いつもの第一パターンの、何か頭の中に二つの図式しか入っていないくて、そのそれぞれのパターンに応じて、そろそろここが出てきたかなとずっと見ていくのが我々の数字の

見方のパターンである。だから、パターンと違うことが起こると結構動揺するのだが、足許ちょっと起こっているのはややそういう雰囲気動きなのである。であるから繰り返しになるが、ただ先程言ったようによその国を言えばそのようなことは幾らでもある訳である。現にこの国は相当大きな金融資産を持っている訳だから、その気になれば半年や1年は所得と離れて消費してもそんなにおかしくはない訳である。

岩田副総裁

もう一点宜しいか。家計部門がやはりどの位消費支出するかという話だと思っただが、住宅の方もこのところちょっと強い。これが季節的なことで、たまたま少し強いのか、今の125万戸というのは明らかにちょっと強過ぎると思うが、けれど10~12月期辺りから戸数で見てもやや上向いてきているということはあって、勿論、分譲や貸家が中心なのだが、家計の消費行動、あるいは投資行動がもしかすると強い方向に伸びているのではないか。

早川調査統計局長

その点に関してはどちらかと言うと、強かったのは12月と1月、ふた月の話であり、元々12月、とりわけ1月辺りはいわゆる北の方、雪国では着工のない時期なので、ある種、元々季節要素が低いという時期である。であるから、ちょっと原計数が振れると季節調整後のレベルが大きく振れるような時期ではあるということ。及びヒアリング情報でも足許何かこう住宅が強くなっているという認識が住宅関連業界にそんなにあるということでもないものだから、これはあくまで数字の振れではないかと思っっている。個人消費については、まだちょっと本当に数字の振れなのか、もうちょっと基調的なものが見極めたいが、こちらはどちらかと言うと、やや振れではないかという方向に強いプレイヤーを持っている。

岩田副総裁

私はもうちょっと更新需要とか、第二次ベビーブーマー、私はベビーブーマーの時だが、ちょうど息子とか娘とかが買ってもおかしくない歳になっていて、必ずしも弱いまま続くというふうには思っていないが。

植田委員

設備投資で製造業中堅中小は強い。

早川調査統計局長

然り。

植田委員

ほぼそこだけ。それはどう見ているか。

早川調査統計局長

これは勿論、法人季報の数字というのは常に標本問題があるので、ほとんど常に丸ごと実勢という訳でもないと思うし、これもいつものことだが季節調整が相当荒れるという傾向があるが、前にもご紹介しただろうか、例の中小公庫の製造業設備投資調査は結構強かったというのをご記憶だと思ふ。短観だと必ずしも強くなかったのだが、中小公庫というのは標本数は短観よりもっと多いものだから、あの辺がそうだとすると、この一番右端のボコッとした上がり方はクォーター・バイ・クォーターの振れだと思ふが、基調としては製造業中堅中小企業までは付いてきているのではないかと思ふ。これは季節調整が荒れるから、一番端を一個隠すと大した事はなくなるものだから、常に法人季報の場合はそういう荒れを念頭に置いてご覧頂く必要があるので、あまり裸の数字で凄く強いと思われるのは如何なものかと思ふが、恐らく中小公庫などの動きを考えると、短観で出ているよりはもうちょっと強いかもしれないと思っている。

植田委員

そうすると、製造業大企業は図体が大きいのもう少し遅れているとか、あるいは海外とか…。

早川調査統計局長

然り。やはりその可能性が高いと思っている。どうしても同じ時期に意思決定を行った場合、中小企業は直ぐ出てくるのに大企業は遅れる。現に大企業製造業は相当前から二桁の計画を持っていて、新聞などを見ても次々と計画が発表されているのに、法人季報を見るとなかなか出てこない。そういうのは遅れているのではないか。関連業界から聞いてもそういう感じはある。これは逆に言うと来年にずれ込む可能性が高い。

福井議長

では、金融環境について、白川理事と山口企画室審議役、お願いします。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

山口企画室審議役

資料-5（参考計表・その2）に即して説明する。まず、図表1はクレジット関連のデータで、上の表が銀行貸出の残高である。2月は-1.7%である。従って、ここ数か月前年比-1.9%ということで横這ってきたが、マイナス幅が少し縮まるということになっている。これまでも銀行の貸出スタンスについては、量の方に少し力を入れつつあるということを通じて、計数的にはそれがこのところちょっと表われていなかったのだが、2月になってそのような感じのトレンドがはっきりと出てきている状況である。それから民間部門の総資金調達だが、企業、家計合わせた資金ニーズという点では、2月は-2.5%であり、これも昨年10月以来ずっと同じ水準という状況である。これについてもトレンド的にはジワジワとマイナスが縮まる方向だということを通じてきているのだが、計数的に

は横這いが続いている状況である。図表 2 では、そういう中で企業の資金過不足がどのような状況かというのを見てみようということである。折れ線グラフが資金過不足の数字だが、昨年と言うか 2002 年～2003 年を一つ境にして、資金余剰額はジワジワと縮まる。勿論、昨年の年末に掛けてちょっと余剰幅が拡大するような動きがあるが、流れとしては余剰幅が縮小される展開である。表をご覧頂くと分かり易いかと思うが、昨年の第 4 四半期、資金余剰額は 19 兆円弱ということである。流れとしては余剰幅が縮まるということなのだが、そういう中でキャッシュ・フローの動きと実際にどのように資金が使われているのかというのを見てみると、キャッシュ・フローの方は景気回復の中でジワジワと拡大していく一方で、資金使途の方、資金ニーズの方も拡大している。設備投資関連の資金ニーズということでは、これも拡大方向。また、運転資金に対するニーズも少しずつ増加方向への展開になってきている。それから手許決済資金については、昨年の第 3 四半期辺りを境にして資金ニーズが出てくるような状況になっている。従って、売上が拡大する中で運転資金需要とか、あるいは決済資金需要、これらが増加の方向を昨年の夏場辺りを境に見せ始めている。それが企業部門全体としての資金余剰額を小幅化するというような状況になってきている。ただし、いずれにしても、資金余剰幅がなお全体として非常に大きな規模にあることは間違いないということである。図表 3 だが、資本市場調達について見てみようということである。これまでと基本的に大きく変わるものではない。まず CP・社債の発行残高だが、折れ線グラフが CP と社債を合わせた前年比の推移をプロットしたものである。近いところでは大体 1%～2%位、多少の行ったりきたりはあるが、そういう展開である。これも CP と社債に分けてみると、2 月の CP が前年比 3.0%、社債が 1.6%ということである。CP は相対的に振れが大きいのだが、12 月が 5.9%、1 月が 2.7%、2 月が 3.0%といったような動き。社債についてはほぼ 1%内外ということであり、昨年の 12 月が前年比 1.1%、1 月が 0.7%、そして 2 月が 1.6%ということである。そういう中で発行環境を見てみると、発行段階の対国債のスプレッドは、CP については、

年度末越えが出てきているにもかかわらず、非常に低い水準で、安定的に推移している。社債は、1月に掛けては財投債の発行が少し嵩んだということで、その余波を受ける形でスプレッドが拡大した訳だが、2月はまた落ち着いてきている。この間、社債の流通市場でのスプレッドは引き続き低位安定ということであり、こうした動きから見ても発行環境は良好である。図表4は発行額だが、2月の公募社債の発行額は3,400億円あまりである。1月に比べて少し増えていて、昨年夏以前の規模に比べると、少なめではあるのだが、少し戻ってきている。ただ、こういう中で、エクイティ絡みの発行というのが限界的ながら増えているというのが2月の特徴である。公募社債の発行額の下の方に転換社債の発行額の数字を載せているが、2月は1,200億円あまりである。12月は大型案件が集中したということのでかなりの額になった訳だが、それに比べれば勿論少ないのだが、12月の反動で1月の発行が少し抑えられたのと比べるとそれなりに回復してきている。さらに株式市場調達額をご覧頂ければ、これは公募増資が主ということだが、2月は1,600億円ちょっとということであり、これもまた1月に比べて戻ってきている。いずれにしても非常に限界的な動きだが、企業の資金調達ルートというのがエクイティも含めて拡大してきているというような状況が窺われる。そういう中で、図表5、企業の資金繰り、それから企業から見た金融機関の貸出態度がどうかということである。まず、資金繰り判断のDIだが、通常、数字をお見せしているがビジュアルに見て頂くということでグラフで示した。太い実線が中小公庫の調査結果であり、細い実線が商工中金のものである。ご覧のとおり、基本的に中小公庫については、資金繰りが改善する状態が続いている。商中についても直近のところではちょっと下に落ちた感じはあるが、流れとしては改善方向での動きが続いている。全体感としては、水面下の動きであるので、なお厳しい状況にあるということは事実だが、これまで申し上げたとおり、資金繰りについては、中小公庫の調査、商中の調査、いずれにおいても改善方向での推移となっている。それから貸出態度判断DIだが、これまでも申し上げてきたように改善方向である。2月の中小公庫の結果は、計数的

には少し下に振れているが、流れは一目瞭然であり、引き続き緩和方向での推移と企業の方は見ている。図表6、マネーの関連だが、2月のマネタリーベースは、前回の会合でも途中ラップをご報告したが、結局16.2%ということである。日銀当預の水準を載せているが、これは65%と前年比伸び率を1月対比高めている。それから銀行券についても、1月2.6%の後、2月は多少戻って2.7%。これらの結果として16%程度の伸び率になった。ただ、このところちょっと気にしている銀行券の動きについて見ると、折れ線グラフは7日間の移動平均の前年比をとったものであるが、先週の金曜日までの前年比は2.3%である。2月の末位からこの7日間移動平均をとると2.4%ないし2.1%といった感じでの推移になってきていて、2月中2.7%の後、3月はもう少し伸び率を低めようかというような感じの動きである。それから、マネーサプライ、M2+CDだが、2月については1.7%ということで、ちょっと伸び率が高まっている。CDの数字を載せているが、前年比5.7%である。ヒアリング情報ではあるが、売上増、収益増の中でキャッシュ・フローが高まってきている企業がCDに手許資金を滞留させるという動きが2月については少し目に付いた。次、図表7は企業倒産の推移をグラフとしてプロットしたものである。件数はご覧のようなことであり、移動平均をとってみると、明らかに下方トレンドを辿り続けている。それから、前年比については、-20%というレベルを今年の半ば位から継続している状況である。以上、計数についてご説明した。全体の金融環境の評価としては、特に今までと変わるところはない。ただ、非常に限界的、かつ小さな変化のようにはまだ見えるが、銀行貸出のマイナス幅が少し圧縮される、そういう中で企業の資金調達ルートもエクイティを含めて少し広がりが見られる状況になってきている。勿論、資金繰り判断、それから企業から見た貸出態度判断についても、改善方向、緩和方向での推移がずっと続いている。以上である。

福井議長

どうぞ、質問があれば。宜しいか。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

銀行券の発行高、図表6なのだが、前年同期比でちょっと戻したようだが季調済みでは計算しておられるか。季調済みで前回も若干マイナスだったのではないか。それがまたプラスに戻っているという感じか。

山口企画室審議役

年末から年始に掛けてマイナスになり、少しプラスに戻っていたかと思うが、ちょっと確認させて頂いて別途ご報告させて頂いた方が良いかと思う。

岩田副総裁

どうも何か理論的に考えると、今戻ってくるのはよく理解しがたいので。つまりデフレも幅が小さくなり、金融不安も少しずつ剥がれてくるのであれば、むしろ減っていてもそんなにおかしくない。一万円札の割合というのがかなり落ちてきているのは、やはり金融システム不安が影響していると私は思っているのだが、そういう観点に立つと、もしかするともう少し下がってしまうかと予想していたにもかかわらず戻ってきているので、その理由が知りたくなってしまう。

山口企画室審議役

ただ、この図表6のグラフにもあるように7日間の平均の前年比を見ると、1月の初めに掛けて相当急ピッチで低下し、これが行き過ぎた感じが

ある中で、そこからの反動という面もある。いずれにしても計数等を確認したうえでご報告する。

福井議長

宜しいか。それでは、本日予定した議題は終了した。明日は午前9時から再開をする。宜しくお願いする。なお、毎回申し上げているが、厳正な機密管理を一つ宜しくお願いする。では、閉会する。

(午後3時56分中断、16日午前8時59分再開)

福井議長

1分前だがお揃いなので、政策委員会第二日目を開催する。今日は政府から財務省山本副大臣にお越し頂いた。有り難うございました。それから内閣府から伊藤副大臣にお越し頂いた。宜しくお願いする。今日の議事進行だが、最初に適格担保取扱基本要領の一部改正について執行部から説明を受け、宜しければこれを決定したい。その後は普段の議題であり、金融経済情勢に関する討議、それから当面の金融政策運営に関する討議。政府からもご意見を頂戴して、そのあと議案の取り纏め、採決に移りたいと思う。その他に金融経済月報の検討、あるいは議事要旨の承認、それから今年4月以降の金融政策決定会合開催予定日の承認ということを用意している。いつも申し上げているが、会合中でのご発言は全て記録をさせて頂く。それを前提にご発言頂ければと思う。それでは最初の議題、適格担保取扱基本要領の一部改正に関して、まず執行部から説明を伺いたいと思う。白川理事と前原企画室審議役からお願いします。

Ⅲ. 「適格担保取扱基本要領」の一部改正に関する執行部説明と決定

(資料-7)

前原企画室審議役

では、ご説明する。お手許にある「銀行等保有株式取得機構に対する証

書貸付債権の適格担保化について」というペーパーに沿ってご説明をさせて頂く。まず1ページ目、四角の中にあるように「金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、銀行等保有株式取得機構に対する政府保証付証書貸付債権を適格担保とするため、『適格担保取扱基本要領』の一部改正を行って頂きたい。」という案件である。経緯について簡単に申し上げる。1番だが、「銀行等保有株式取得機構による株式の買取りは、昨年7月の法改正により、株式売却の際に売却先に求める8%の売却時拠出金が撤廃されたことを受け、足許増加傾向にある。」。その下の表は、特別勘定での株式買取り実績であり、8月末をご覧頂くと2,223億円という残高であった訳だが、直近、2月末では7,174億円という具合に増えてきている。こうした状況を受け、取得機構では、資金調達の円滑化を図る観点から、これまでは原則として当座貸越という形で資金調達を行ってきた訳だが、今後は証書貸付形式も行いたいということであり、本行に対して証書貸付債権で借入れた場合には、その適格担保化をして欲しいという打診をしてきた。具体的には、証書貸付形式での借入れだが、初回が3月4日に行われた。落札額が1,813億円ということであり、そのうち証書貸付形式のものが1,150億円。残りの約700億円弱が当座貸越形式ということになる。借入れの実行日は3月11日であった。全体としては、来年度予算案において取得機構の政府保証による調達限度額は2兆円ということになっており、取得機構の話では、その一部を政府保証債の発行により調達することも予定しているということである。こうした証書貸付形式の借入れの適格性の検討だが、取得機構向け証書貸付債権の適格担保化を図るということは、金融市場調節の一層の円滑化に資するとともに、取得機構における株式買取業務の順便化を通じて金融システムの安定確保に寄与し得ると考える。実際に適格担保かどうかということについては、信用度がどの位あるか、市場性がどの位あるかということから検討する必要がある訳だが、以下に申し上げるように特に問題はないということなので、適格担保化を図りたいと考えている。まず、信用度だが、政府保証が付されているということで、信用度については特に問題がないのではないかと考える。市場性につ

いては、今回の証書貸付債権は譲渡制限が付されていないし、競争入札方式で実際の借入れが行われているということなので、市場性の面でも問題は無いと考える。従って、適格担保化を図ることとしてはどうかと考える次第である。仮に適格担保となると、担保価格掛け目ということになる訳だが、これについては交付税特別会計、預金保険機構、産業再生機構が既に適格担保となっているので、それらの証書貸付債権と同じようにしたいと考えている。具体的には、横棒にあるように、担保価格は残存元本額を基準に算定して、掛け目は当初貸付期間に応じて96～60%の間で設定したいと考えている。実施日は、ご決定を頂いたならば3月16日から実施したいと考えている。次に参考計表である。参考1だが、「銀行等保有株式取得機構の概要」ということで、法人の性質、当初拠出金、役員、意思決定機関等を参考までに付けているところである。次の参考2は、これは交付税特別会計、預金保険機構、産業再生機構との比較であり、今回の取得機構の部分が黒いシャドーのある一番右に書いてある。借入形態については、交付税特会、預金保険機構、産業再生機構がいずれも証書貸付であるのに対し、取得機構の方は当座貸越と手形貸付と証書貸付という三つのタイプを一応貸出人の方が選択できるという形になっている。民間借入金の残高は、直近の2月末で5,154億円ということになっている。政府保証枠は、先程申し上げたように2兆円ということであり、調達方法は競争入札、月に2回程度ということになっている。参考3だが、これは「担保の種類および担保価格」ということで、既に適格担保となっている交付税特別会計、預金保険機構、産業再生機構の担保価格、掛け目を参考までに付している。次に、政策委員会の付議文についてご説明させて頂きたいと思う。案件としては、『適格担保取扱基本要領』の一部改正に関する件」ということであり、「金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、銀行等保有株式取得機構に対する政府保証付証書貸付債権を適格担保とするため、『適格担保取扱基本要領』を別紙. のとおり一部改正すること。以上。」である。別紙だが、『適格担保取扱基本要領』中一部改正(案)」ということであり、4. の(3)という適格性判定手続の部分を横線のとおり

改めたいということである。次の別表1だが、これは「担保の種類および担保価格」ということで、「別表1を横線のとおり改める。」ということ、今回の株式取得機構の担保価格が新たに付け加わったということである。最後に別表2だが、「別表2を横線のとおり改める。」ということ、「担保の種類ごとの適格基準」のうち、一番左側の担保の種類、一番下の段に今回の株式取得機構に対する政府保証付証書貸付債権を加える、という改正を行いたいということである。私からは以上である。

福井議長

ご質問あるいはご意見等があればお出し頂きたい。

田谷委員

宜しいか。

福井議長

どうぞ。

田谷委員

基本的にこれで全く問題ないと思うが、参考までに3月に行われた証書貸付の期間というのはどの位のものだったのか。

前原企画室審議役

実際に全部で1,813億円であったが、そのうち600億円が2か月物ということであり、残りは7か月物ということであった。全体としては通常1年以内の借入期間ということなので、その範囲内で2か月と7か月であった。

田谷委員

いやに短い。

福井議長

株式保有資金だから、ある程度長い期間の金が要る訳だ。それを2か月で調達しているということは、ロール・オーバーしているということか。

前原企画室審議役

2か月のものは当座貸越形式のものだから、それを…。

福井議長

証書貸付のご質問であろう。

前原企画室審議役

証書貸付の方は7か月である。失礼した。

田谷委員

それにしても短い。

植田委員

長い調達への繋ぎということではないのか。

白川理事

そうだと思う。

福井議長

政保債による調達への繋ぎか。

白川理事

然り。

前原企画室審議役

然り。政保債は発行…。

福井議長

その繋ぎということか。

白川理事

そうだと思う。性格上短期で転がすというのはあまり意味がないから、多分そういうものだろうと思う。あまり立ち入ってこちらの方からその金の経緯を勿論聞く訳ではないが、そうだろうと思う。

中原委員

E T Fの組成の場合は調達資金は短期であろう。

白川理事

あちらの方は特別勘定で、E T Fは一般勘定であるから…。一般勘定の方はこれは政府保証がつかない。

中原委員

これは特別勘定の借り手か。

白川理事

然り。

前原企画室審議役

その売却先の方が資金調達をする。

中原委員

一般勘定は付かないと。

福井議長

宜しいか。では決裁をお願いしたい。

[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

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致でただ今の件は可決した。この件については、適宜執行部から対外公表をさせて頂く予定である。

次に第二の議案、金融経済情勢それから当面の金融運営に関する討議であるが、討議に入る前に前提として予めお配りしている金融経済月報の案について、執行部から簡単にご説明頂きたい。

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

では、A3の紙でご説明申し上げる。最初に現状の総括判断であるが、「わが国の景気は、緩やかに回復している」、ということで前月と同じ表現である。これは4か月連続で同じ表現ということになる。中身であるが、二点変更点がある。設備投資について、前月までは「緩やかな回復を続けている」としていたが、「緩やかな」を今月は削除している。もう一点は個人消費であり、前月までは「横ばい圏内」と申し上げてきたが、今月は「足もとはやや強めの動きとなっている」ということで、これは基調的に大きく判断を変えているという訳ではないが、足許の動きに言及するということで若干の上方修正ということになる。それから先行きであるが、「景気は緩やかな回復を続けるとみられる」ということで、基本的に前月と変わっている訳ではないが、語順をこのように変えて若干ニュアンスの変化を出している。すなわち、テンポが緩やかにとどまるという点を従来程は強調しないという表現にしている。その先行きの中身であるが、アンダーラインが三箇所ある。まず最初のアンダーライン、「輸出、設備投資を中心に最終需要の回復が続き、生産も引き続き増加していく可能性が高い」というところであるが、変更の理由は二点あって、一点は設備投資だが、足許既に「緩やか」を取ったので、前月までのような「回復傾向がより明確化していく」という表現が使いにくくなっているということで、そこを変えた。それから「最終需要」という言葉が入っているが、個人消費については今後明確に回復していくというふうなここで判断を変えるだけの自信がないが、最終需要、GDPのイメージで言うと、GDPの増加全般にはなにがしか個人消費も寄与していくと、それ位の気持ちは含んでいるということである。アンダーラインの二つ目であるが、企業の過剰債務などの構造的な要因は依然として根強いのだが、今月は「徐々に和らぐ方向にある」ということを言っている。これが先行きの総括判断の回復のテンポについて緩やかさを従来よりは強調しない、ということに繋がって

いる背景である。三つ目のアンダーラインは、「企業の人件費抑制姿勢も引き続き強く」と書いてある。ここについては、実はこれまでもこのように思ってきたので判断の変更ではないが、景気の回復のメカニズムを説明していくうえでこれもあった方が分かり易いのではないかということである。続いて物価であるが、国内企業物価については、3か月前比で見ると、米の上昇幅は縮まってきているが、全体としてはむしろ上昇幅が拡大している。「内外の商品市況高などを反映して、上昇している」と、前月の「強含んでいる」から「上昇している」に変更している。消費者物価については、「ゼロ%近傍」ということで前月と変更ない。先行きについても同様で、国内企業物価は「当面、上昇を続ける」、消費者物価の方は前月までと表現に変更はない。実体経済は以上である。

櫛田企画室参事役

続いて金融面である。金融面については、為替・資本市場の動きを除いてこれまでの動きに大きな変化は見られないため、内容について修正は加えていない。為替・資本市場の記述であるが、ここ数日の動きも加味して、本日お配りしたように、長期金利の動きについては、「前月と概ね同じ水準となっている。」。このようにさせて頂きたいと考えている。以上である。

福井議長

この文章についてまた後で議論させて頂くが、取り敢えず何か質問があったらどうぞ。討議が終わってから内容的な議論にしたいと思うが。宜しいか。

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

では、金融経済情勢についてまず討議をしたいと思う。金融政策の運営については、この後第2ラウンド目に討議したいと思うので、金融経済情

勢について、まずお一人5分ずつの発言をして頂きたいと思う。今日は、この後率直に申し上げて国会との関係の日程がある。必ずしもそれにとらわれて頂く必要はないのだが、なるべく効率的に議論して頂ければベリーハッピーということである。ご発言の順序は、福間委員、中原委員、須田委員、田谷委員、植田委員、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁という順番でお願いしたいと思う。まず福間委員からお願いする。

福間委員

我が国の景気情勢については、昨年後半以降に見られるアジア向けを中心とした輸出の大幅な伸びに牽引される形で高水準の生産が続いており、設備投資も中堅中小企業を含めて引き続き堅調に推移している。また個人消費も、私は昨年12月のこの会合で持ち直しの兆しが窺えるとしてきたが、足許においても、先行きはともかくとして、緩やかながら持ち直しの動きが続いており、それが1月の小売業販売額や2月の都内百貨店売上の調査に現われたものとみている。消費持ち直しの背景については、時間外賃金、雇用者数の増加あるいは株高による資産効果もなにがしか働いて消費者のムードが幾分明るくなっていることが影響していると考えられ、そうした中でデジタル家電や食料品、衣料の売れ行きが好調となってきたものと思われる。以上を踏まえると、日本経済は景気循環の観点からは自律的な回復局面が視野に入り始めたと感じており、今月の基本的見解で設備投資と個人消費に関する表現をやや強めに改める執行部の案については特段違和感はない。構造問題の足枷から景気の自律性の程度、高さは低く、持続性についても未だ予断は許さないという点は変わっていない。なお、電子部品を含む電気機械類生産財の在庫循環図が出荷好調にもかかわらず、在庫積み増しが加速しない形となっているが、これは供給が追い付かない程需要が強いという要因に加えて企業がサプライ・チェーン・マネジメントにより、より効率的な在庫管理を行うようになってきたことがあること、さらにはITバブル崩壊の教訓から能力増強のための設備投資については需要動向を慎重に睨みながら実行していることも影響している

と思う。景気の先行きについては、アジア各国の内需拡大と日本を含むアジア域内での相互間の貿易拡大並びに米国経済の動向に大きな変化がなければ日本経済も標準シナリオの上限で回復を続ける可能性が高いと思っている。ただ、世界経済の回復については、次に述べるような先行きのリスク要因が幾分増えていると思われる。すなわち、先行きのリスク要因としては、為替相場の動向や世界的なテロの再発、鳥インフルエンザの感染拡大に加えて米国やアジア諸国での大統領選挙等の影響、就中、米国の動向と欧州経済の動向にも注意が必要と思っている。米国については、「ジョブレス・リカバリー」という言葉に代表されるように、海外へのアウトソーシングも手伝い、雇用が伸び悩んでいることや医療等社会保障に対する不満から現政権の経済政策に対する批判が徐々に高まりつつあることである。この間、米国の株式市場は企業業績の回復等強材料を相当程度先取りして織り込んだため、足許は好調な決算や経済指標の発表があっても、利食い売りが出て相場の頭が抑えられる展開となっている。また昨日はマドリッドでのテロ事件の発生とそれに対するアルカイダの関与が公式に言及されたことから、欧州株とともに米国株も大幅に下落した。このような米国の政治経済情勢を踏まえると秋の大統領選挙に掛けてイラク問題とそれに関連するグローバル・テロリズムと言うか世界的なテロ発生懸念、雇用の空洞化、社会保障の問題等が焦点となることにより、先行き不透明感が高まり、その結果、金融資本市場が不安定化するリスクも念頭に置く必要があると思っている。一方、欧州経済については最近のユーロ高もあってか、2月のドイツの先行き景況感指数が約1年振りに低下するなど、ドイツ、イタリア、フランス等大国を中心に先行き不透明感が始まっており、今後のダウンサイド・リスクがやや気になるところではある。なお、円相場については、対ドルでは介入警戒感から、ドルのショート・カバーが入り円安に修正されているが、ドルの上値ではドル安修正に確信の持てない輸出筋を中心に実需のドル売りも根強いものとなっている。なお、為替相場は政府・日銀関係者の発言に敏感となっていることから情報発信には引き続き注意が必要と思われる。物価面では国際商品市況の急

ピッチな上昇に対する警戒感がやや出始めており、売りのオファーが手控えられていた一部の鉄鋼製品等についても少しずつオファーが見られるなど上昇に一服感が窺われる。もっとも、足許はテロ再発に伴う国際的な緊張やOPEC減産を受けたエネルギー価格の上昇からCRB指数は再度上昇するなど国際商品市況が落ち着いたとは言えない状況である。加えて、製造工業稼働率指数が2000年8月につけたピークを更新するなど企業にとってコストアップを製品価格に転嫁し易い環境になりつつある。今のところ自動車、家電、一般機械等の最終財メーカーはコストアップを過去のリストラ、合理化努力の効果で何とか吸収をしているが、今後、国際商品市況が一段と上昇した場合に原料高、製品安を回避するため、減産等を通じて企業業績に影響が出るか、あるいは最終財価格の値上がりにつながるかについては引き続き注意深く見ていく必要があると思っている。金融面については、銀行の積極的な貸出姿勢が続いており、これが中堅・中小企業の設備投資を促す一因ともなっている。取引先の大手企業に対して、3月末残高を落とさないよう依頼している銀行が多数見られるようになったと言われている。BIS規制のために銀行が毎期末貸出残高の圧縮を進めていたこれまでの時代とは様変わりの状況で、銀行間の貸出競争、期末残高競争が激しいことの証左とも言える。ただ、中堅・中小企業を含め企業のキャッシュ・フローは設備投資の伸び以上に増えており、銀行が貸出残高を増やすことは容易ではない。この間、長期金利については、米長期金利との緩やかな連動性が認められ、最近の金利低下は本邦株価の影響に加え、今月5日の米雇用統計の予想比下振れを受けた米長期金利の低下も一因と理解している。以上である。

福井議長

中原委員、お願いします。

中原委員

昨日の担当局室の説明に違和感はない。すなわち「緩やかな回復」を続け

ているという判断で宜しいと思う。標準シナリオとの比較では、その上限に近いところのパスを辿っているのではないかというふうに考える。まず米国経済であるが、その回復はよりバランスの取れた形になってきたと、これは確かだと思う。消費について、ここへきてちょっとガソリン価格などの高騰によってどういう影響が出てくるか見る必要があるかと思う。いずれにしても税還付が終了した後、第3四半期辺りから消費は若干伸びを鈍化させるのではないかという気がするが、回復の足を引っ張るようなことはないと思う。設備投資だが、これも、減税、時限性のある減税の駆け込み需要的なものもあるようだし、ライフサイクルの短いIT関連の更新投資を中心に今後も一定の伸びは期待できると思う。地政学的リスク、政治リスク、これは当然のこととして、足許でやや気掛かりという点は今までも申し上げているが二つある。一つはやはり雇用の問題であって、昨日大分議論があったけれども統計上の問題が色々ある、これも事実だと思うが、福利厚生費の増大による人件費負担、これを嫌う企業の雇用抑制意欲、これが非常に強く働いているという話であるし、雇用の増加が、また人材派遣とか教育・ヘルスケア、あるいは政府部門に集中していて業種の広がりがあまり見られないということ、さらに非製造業部門での海外へのアウトソーシング、これも事実としては進んでいると、こういうところから雇用創出のモメンタムがやはり構造的に弱い状態が続いていると見るべきだと思う。これが中長期的に内需と言うか、消費にどういう影響を与えてくるのか、これは政治にも絡んでくる話だと思うので、やはり今後の展開は注意をしておく必要があると思う。二番目は市場の問題である。現在の米国の金融資本市場では、デフレへの対応にバイアスの掛かった低金利政策、世界的な金融緩和から生じる潤沢な流動性ないし過剰流動性への期待というようなものが、長期金利とか株価にやや過剰に織り込まれているのではないかと思う。今後の実体経済指標の動きとか、金融政策のスタンスの変化に市場は過剰にかつナーバスに反応してボラティリティが高まるリスクが感じられる訳である。グリーンスパンのこのところの一連の発言が、資産インフレに対しての警戒感、こういうものを示しているように理解し

て良いのではないかと思うが、名目成長率の関係では低い長期金利、それから過去の平均と比べて低い株価収益率など、今後の実体経済の動きとどう平仄が合っていくのか、注視していく必要があるのではないかと思う。なおアジア経済については総じて順調と思う。中国の過熱リスク、これへのフォーカスはやや薄れつつあるという感じがするが、昨日の国際局の説明にもあったとおり、これからアジア各国でも大統領選挙など政治イベントが続くけれども、経済面にどういう結果が出てくるのかやはり注視していく必要があると思う。我が国の経済については、前回会合以降多くの指標が発表されているが、基本的判断として昨日の調査統計局長の説明に同感である。若干の重複を顧みず幾つかのポイントを纏めて申し上げると、10～12月の法人季報で見ると、企業収益の改善の裾野の広がりには予想以上という感じを持っている。素材、国際商品価格の上昇が今後どのように波及するのかが問題である。昨日説明があったが、最終財への転嫁が進まず、あるいは転嫁に時間が掛かるとなれば、企業収益をスクイズすることにもなる訳であって、それが株価、実体経済、市場にどういう影響を与えていくのか注意して見ていく必要があると思う。第二は、今後の企業のリストラの動向である。法人季報で見ると、増収・増益傾向が維持される中で、増収による損益分岐点比率の低下が続いている。既に大企業では90年代後半の2回の回復局面の水準を下回ってきているようだが、今後売上げの増加が続かない限り、収益の伸びは頭打ちとなってくるというリスクがあるのではないかと思う。労働分配率も低下傾向を続けているが、こちらについてはなお水準は高く、下げ止まりの様子は見られない。いずれにせよ、市場での価格支配力が確立できていない中で、企業のリストラの流れは今後も続くことになろうかと思う。第三点は中小企業の問題である。商工中金の中小企業月次景況観測、あるいは財務省の景気予測調査のBSI等を見ると、中小企業の景況感には改善はしているけれども水準はまだ低い。収益面で見られる裾野の広がりに対して、ややセンチメントな点で乖離感が感じられる。これは企業規模や製造業、非製造業の別にかかわらず、いわば勝ち組、負け組、この二極化が進んでいると。その中で今後の税制、

年金制度、あるいは企業に関わる税制負担、年金の負担等で極めて不透明な要因が中小企業の経営者マインドを慎重にしている面もあるのではないかと思う。今後の状況については4月の短観の結果を待ちたいと思う。なお、4月からの消費税免税適用の上限引き下げ及び表示方法の変更は、価格競争の極めて厳しい中で、コスト、税負担の価格転嫁は難しいという点からマインド面に影響が出る可能性もあるのではないかと思う。四つ目は家計の問題であるが、労働需給の改善が続いていること、また雇用と所得面でも下げ止まりの動きとなっている訳だが、さらなる改善に繋がるかは、まだ必ずしも予断を許さないと思う。10~12月の法人季報においては、非製造業の人件費が雇用者数の増加を通じて増加幅を広げているように思うが、この動きがさらに拡大するかどうかは注目したいと思う。10~12月に続いて、1月の個人消費関連指標はやや強めであるが、税制の問題、年金問題の議論の展開を考えると、消費の先行きについては慎重に見ておきたいと思う。最後に、金融資本市場だが、潤沢な流動性供給のもとで総じて安定的に推移している。クレジット市場、エクイティ調達にも動意が感じられている。米国同様、株価については上値が極めて重い現実である。持合い解消売り、代行返上に伴う信託の売りのペースは、昨年を上回るペースで今のところ続いていて、株価は専ら非居住者の買いで支えられている構図に変化は見られない。市場筋の説明では欧州のファンド、機関投資家を中心にアンダーウェイト是正の動きはなお続いており、期末に掛けて急落するリスクは感じられない訳だが、需給面ではなお脆弱であるという感じは否めないと思う。為替相場については、昨日の説明のとおりポジション的にニュートラルに戻ったというところかと思うが、市場のテーマも米国の双子の赤字から成長見通しや金融政策スタンスにフォーカスが変わってきている感じがする。株式市場への海外からの資本流入は高いペースで続いていて、我が国の経常黒字の大きさを考えると需給面からくる円高はなお続くと考えべきだと思う。以上である。

福井議長

次は、須田委員お願いします。

須田委員

政策のパートから少し時間を前借りしたいと思う。金融経済情勢についてだが、強い数字となった第4四半期に続いて、輸出は1月にも大幅に増加している。設備投資も法人季報や資本財出荷から回復している姿が見て取れる。また1月の消費も総じて強めとなっている。しかし、1~3月を均らせば生産の伸びが鈍化することが想定されていること、1月の輸出は中国の関税引き下げの影響など一時的要因が強く出過ぎている面があること、個人消費の指標は短期的に振れ易いこと、また過剰債務など企業を巡る構造的な問題は解消したとは言えず、企業の人件費抑制・有利子負債返済の姿勢は引き続き強いことなどを考え合わせると、足許の指標の強さをもって全体の表現を強めることにはやや慎重であるべきだと思う。従って、今月は現状、先行きともに、わが国の景気回復は緩やかであるという判断で良いと思う。

物価については、最近の内外商品市況の急騰により、川上の素材産業などでは投入財コスト増を転嫁する動きが広がり、国内企業物価が上昇する一方、川下の最終財産業ではユニット・レーバー・コストの低下で投入財の価格上昇分が吸収され、製品価格の引き上げの動きは広範化せず、消費者物価への波及は限定的となる可能性が高いと見ている。従って、消費者物価の先行きについては基調的には小幅なマイナスということで良いと思う。

とは言え、先行き景気が上振れ、内需を中心とした自律的な景気回復に繋がる可能性も無視できない。その可能性を見極めるための鍵は、持続的な個人消費の強さにあると思う。消費が堅調となるためには、何よりも雇用者所得の改善が望まれるが、まだその環境は整っていない。先に指摘したように企業の賃金抑制姿勢は強いし、労働分配率はまだ低下するものと

思われる。

ただ、そのもとで消費を持続的にサポートする可能性があるのがマインドの変化である。近頃では、倒産件数の減少や非自発的な失業の減少が続き、職を失う不安感は多少なりとも低下し、マインドが好転してきていることが、月次消費動向調査や景気ウォッチャー調査からも窺える。日本経済に対する悲観論がこのところあまり聞かれなくなったこともマインドにながしかなの影響を与えていると思われる。こういったマインドの変化が昨日の早川調査統計局長の説明にもあったように、恒常所得が増大しているという認識を高めるとしたら、今後も所得対比強めの消費が続く可能性があると思う。

他方、このようなマインドは簡単に反転する可能性もある。仮に今年の夏のボーナス支給額が思った程増加しなかった場合、所得環境の厳しさを雇用者が再確認する可能性がある。また、2004年度は社会保障負担の増加が見込まれていることに加え、年金改革に対する不信感が強まって、足許の消費を支えているシニア層の財布の紐が固くなるという可能性もある。その他、鳥インフルエンザやテロといった簡単にマインド改善の腰を折るような事象も見られるため、今後ともマインドの変化とその影響について注意深く見ていく必要があると思う。

その他、気掛かりな点は、欧米経済とグローバルな金融環境の変化である。まずは米国経済の回復動向が気になる。米国景気の回復の重要なポイントの一つは雇用環境が改善するか否かである。この間、失業保険新規申請件数は着実に減少しているほか、ISM雇用指数も上昇トレンドにあるように見受けられるが、2月の雇用統計は市場の予想を下回るものであった。この点について2004年は年4%台後半の成長を実現すると見ている人々は、未だ統計には現われていないがいずれ月15万人増のペースで雇用者数が増えるというシナリオか、昨日の国際局長の説明にあったように、9.11以降移民の減少等もあり、足許の月6~7万人の雇用者数の増加で失業率が5%台に低下したことから、4%台後半の成長は月7~10万人程度の雇用者の増加で十分であり、足許の雇用者増のペースなら大きな問題は

ない、というシナリオで説明をつけている。ただ、3か月連続で雇用統計が市場の予想を裏切ったこともあり、「安定的な景気回復というシナリオを修正しなければならないのではないか」という弱気の間接的な考え方も出始めている。この第三のシナリオが今後勢いを増すことによりマインドを収縮させることが心配である。

また、今秋の大統領選挙の争点の一つとして雇用対策が取り上げられているが、民主党が遅れている雇用回復を取り上げ、対ブッシュ大統領のネガティブキャンペーンを行っていることもマインドにながしかの影響を与えていると言われている。最近のアウトソーシングの拡大と雇用問題と直接結び付ける政治的な動きも同様である。さらに先日のテロが今後消費者マインドに悪影響を与えるということも十分考えられるだろう。回復を続けている米国景気においてこのマインドの収縮は下振れリスクとして認識しておく必要があると思う。

欧州経済については、景気は底を打ち、回復局面に入ったと思われていたが、依然として家計部門が低調であることに加え、持ち直していた企業部門もドイツの海外受注が前月比でマイナスに転じたなど、なかなか期待どおりに持ち上がってきていない。年金改革がマインドを冷やしているとも言われている。我が国企業は円安ユーロ高の中、欧州向け輸出増加の恩恵を受けていただけに、こうした欧州景気のもたつきにも留意しておく必要があると思う。

最後にグローバルに見た金融環境についてだが、対外不均衡問題や財政赤字問題の顕現化や、大量介入や金融緩和策からのイグジットを巡る思惑などがグローバルな資本移動に影響を与え、内外金融市場に影響が及ぶリスクにも注意しておく必要があると思う。以上である。

福井議長

田谷委員お願いします。

田谷委員

昨年未辺りから国内景気の回復に広がりが出てきたようだ。地域で見ても、業種、企業規模で見ても、そうした動きが見て取れると思う。最近の株価の回復も、そうした景気回復の広がりやその持続性に対する期待の高まりを反映したものと思われる。ただ、気掛かりは、年央以降の米国における景気回復の持続性と株価動向である。まず、国内経済金融情勢であるが、景気回復の動きに広がりが見られる。生産を地域別に見ると、電子部品・デバイスのウエイトが高い東北や、同分野の伸び率が高い東海の生産が特に伸びている。この間、低調だった北海道の生産も、同分野の増加により前年比プラスに転化してきた。このように、電子部品・デバイスの増加を起点に生産の増加が全ての地域で見られている。求人も全ての地域で増加し、失業率もほとんどの地域で低下してきた。また、昨年第4四半期の法人季報を見ると、企業収益の拡大が中小製造業や非製造業の一部に広がってきている様子が見て取れる。企業収益の拡大は、売上数量の拡大による増収効果によるものであり、一部業種における交易条件の悪化、つまり産出価格より投入価格の上昇が上回っている状況は、これまでのところ限定的なものにとどまっている。企業収益の改善が続く限り、雇用・所得情勢にもプラス効果をもたらすものと期待される。物価については、企業物価指数が強含みとなっているが、消費者物価指数は基調的に若干のマイナスを続けそうだということで良いと思うが、これは皆さん、福間委員以下皆さんが触れられているが、いわゆる川上から川下への物価上昇の波及については、引き続き注目していこうと思っている。これまでの雇用・所得情勢の改善に限られたものであったにもかかわらず、昨日調査統計局長から説明があったように、足許の個人消費の動きはやや強めの動きと言って良いと思う。その先行きについては、まだ慎重に見る必要があるが、場合によってはやや強めの動きが続く可能性も視野に入れておくということだと思う。企業設備投資は、緩やかな増加が続くということで良いと思う。最近、我が国の株価は、欧米の株価などに比べて相対的に堅調となっ

ているが、これは景気回復の広がりといったこともあるが、円高の一服もあって、回復が持続するとの思惑が強まったためであろう。大手銀行株価の上昇も、株価全体の上昇の結果でもあるが、それ自体、市場に安心感を与えている側面もあるようだ。米国経済については、民間の平均的な成長率見通しを見る限り、悲観することはないようだ。足許の個人消費、住宅投資は堅調であるし、設備投資も緩やかな増加傾向を示している。しかし、皆さんこの点がポイントということで合意されているが、雇用の改善ペースが如何にも遅いようだ。製造業ISM指数の雇用項目で改善が見られ、製造業の週間平均労働時間が若干増えたり、新規失業保険申請件数が比較的低い水準で推移したりしているが、事業所ベースでの非農業雇用者の増え方は如何にも限定的だ。時間当たり賃金の伸び率も低下傾向が続いている。雇用の先行きに対する悲観的見方が改めて注目されるようになっている。先週の初めから木曜までの米国株価の下げや、長期金利の低下は、主として雇用情勢の改善の遅れを反映したものだと思う。需要の伸びが続けば、緩やかなりとも雇用は増えるだろうが、あまりにも緩やかな改善しか実現しなければ、年央以降の需要の伸び自体が鈍化する可能性がある。雇用情勢の行方が、景気の持続性にとってますます重要になってきた。最後に東アジアについて一言触れたいと思う。東アジア諸国における輸出、生産の増加基調に変化は見られないし、内需も概ね堅調である。一つ注目されるのは、香港、台湾、シンガポールにおいて、昨年半ば以来、食料品価格などの上昇などを背景にして、僅かながら物価上昇圧力が強まってきているように見えることだ。中国の消費者物価も、2月こそ前年比上昇率が若干下がったが、一頃に比べれば高くなっている。国内物価情勢を考えると、何らか参考になる点はないかといった観点から注目している。韓国については、政治的な混乱にもかかわらず、現在までのところ株価は底固く推移しているし、実体経済への影響は限定的だと思っている。以上である。

福井議長

植田委員、お願いします。

植田委員

私は海外経済については皆さんの話にはあまり付け加える点はないので日本経済について、二、三申し上げたいと思う。全体感としては複数の方がおっしゃったように我々の標準シナリオの中の上限位を走っているという感じで宜しいかと思う。その中で、先程の今月の月報案ではマージナルな上方修正をしているという感じだが、今後はこれがもう少し本格的な上方修正、すなわち例えば「緩やかな回復」という表現の中の「緩やかな」というのが取れるところに行くかどうかというのが焦点であるし、そうなった場合にそれが本格的なデフレ脱却の動きに繋がるかどうかということだと思う。そこでまず日本経済であるが、循環論的にみると予想される第1四半期の減速の程度を現在見守っている状態ということだと思う。ただ、減速の一因であるデジタル家電等の分野の前四半期からの反動もヒアリング情報等を見ると、供給サイドの問題で新製品投入が遅れ、それが第1四半期の減少に繋がるという話があったり、あるいは大企業の設備投資、製造業設備投資が昨日見たように、第2四半期以降に遅れて出てくる可能性とかがあって、第1四半期の減速も先に繋がる要素も含んでいるということかと思う。また少し先を見ても、これも昨日議論があったように例えば在庫売上高比率等が極めて低い水準であって内生的に循環的な意味で上昇が近い将来に止まってくるという可能性は低いように思える。ただ、本格的に強く持続的な上昇波に繋がるためには、やはり根強い構造問題の対応がどれ位までできたかという点が重要かと思う。この点、直近のデータをやや仔細に見てみると、製造業と非製造業でかなり違うように思う。例えば法人季報では、どちらも収益がかなり出ている。しかし、製造業ではここにきて若干賃金変化率がプラスに転じる中で生産性を伸ばしつつ、ユニット・レーバ・コストを引き下げて収益を上げていると

いう格好が見られる。これに対して、非製造業では生産性のデータとかあまり良いのがないのだが、全産業活動指数から鉱工業を除いて、それと雇用から判断するようなことをすると、生産性はあまり伸びていずに、むしろ賃金の引き下げが続く中でユニット・レーバ・コストが下がり収益が出ているという格好が見て取れなくもない。いわば、まだリストラが続いている状態である。だからこそ、収益が上がっても設備投資に回る程度が製造業に比べるとやや弱いということかなと思う。また、当面収益はかなり債務返済に回るというパターンが続きそうな気もする。ただ、他方こうした構造調整圧力のデータを見る限り、例えば過剰債務とか労働分配率の高さというのはそこそこ修正されてきていて、ここ1~2年の改善傾向が例えばあと1年位続いていけば、かなりのところへいくような気もする。ただ例外としては、中小企業の資本ないし資産に対する利益率のところがあるかと思う。また、先週辺りに出回っていた某外資系投資銀行のレポートによると、今の話と関係するが、債務を返済できるような、つまり収益がそこそこ上がっているような企業による返済は終わりに近くて、その他大勢による債務の返済は余程経済が上昇しないと本格的には起こらないのではないかという面白いレポートがあった。もしこれが正しいとすると、前者の良い企業は、一段と収益を上げる中でやや早めにもう少し設備投資に回るという可能性もあるかな、と思う。物価との関連では、最後に、あまり自信はないのだが、本格的なデフレ脱却のシナリオであるが、一つは素材の上昇が世界レベルで最終財にある程度波及するというようなことかと思う。もう一つは、そこまでいかない、あるいは必ずしも矛盾はしない訳であるが、やはり国内で賃金上昇率が安定的にプラスの領域にあって、それがサービス価格にも波及していく、どちらかのシナリオが必要なような気がする。以上である。

福井議長

次、春委員お願いする。

春委員

足許の景気に関しては、10～12月の法人企業統計や1～2月の各種の指標、ミクロのヒアリング等から、昨日も説明があったが、海外経済の着実な回復を背景に、輸出、生産の増加に続いて、企業収益のさらなる改善や設備投資の回復が見られている。

先行き回復の鍵となる個人消費について、皆さんも触れられているが、1月、2月と強めの指標が見られている。雇用者所得がマイナス幅を縮小しているとは言え減少を続けている中で、いわばインカムレス・コンサンプションと言うか、そういう状況が今後どうなっていくのか判断が難しい状況と思う。また製造業大企業を中心とする回復の非製造業や中小企業への波及について、これも皆さんが言われているが、企業収益や景況感についてはその動きが見られているが、設備投資についての非製造業への波及はまだ不明確な状況と思う。

以上総括して、先行きも含めて、これも皆さんが言われていることであるが、10月の展望レポートの大勢見通しで示した緩やかな回復の上限に近い動きを着実に続けていると考える。また、このところの株価の上昇や円安への転換により下振れリスクは若干減少しているが、当面、特に為替、長期金利の動きについて注意を要する状況が続いていると思う。

何点かコメントさせて頂くと、まず設備投資については回復を続ける中で2003年の国内の工場立地件数が1,000件を超えて3年振りの増加となった。プラズマパネルの工場新設などデジタル家電を中心に高付加価値品の開発拠点を国内にとどめるという動きも期待の持てる動きと思う。

また、企業収益の好調さを背景に2004年3月期で上場企業の約4分の1で増配または復配を予定しているとの見通しがある。キャッシュリッチな会社へのTOBが仕掛けられたということもあったが、株主重視の視点が経営者に浸透してきたという面もあると思う。これまで企業はキャッシュ・フローの使い道として専ら債務の返済を行ってきた。このところ債務返済の動きは依然として続いているが、企業の発展に繋がる設備投資、技術開発投資、M&A投資あるいは株主還元としての増配や自社株買いな

ど前向きな動きが見られていると思う。

消費については1月の百貨店、スーパー、家電製品、1~2月の新車登録、2月の都内百貨店の数字は、微妙だが、明るい材料が見られていると思う。以上の点は2月下旬に実施された景気ウォッチャー調査にも現われていて、現状判断は、飲食関連が41.3とさらに悪化したにもかかわらず合計は50.1と4か月振りに50を超えている。先行き判断の合計も53.6と、調査対象を現在の規模まで拡大した2001年8月以来の最高水準を2か月連続で更新している。コメントとしてはデジタル家電、自動車、春物衣料それからバレンタイン商戦の好調さ、アテネオリンピックやサッカーのワールドカップに向けた映像機器需要への期待、また、3月1日施行の労働者派遣法改正等による求人や問い合わせの大幅増といった報告が複数地域で見られている。

金融資本市場については、3月に入って第1週、1日からの週の金利高、株高、円安の動きが3月5日の米国の2月の雇用統計の発表をきっかけに、結果として第2週は反転して金利安、株安、円高となり、振れの大きい動きが続いている。このうち長期金利については景気回復への期待が高まるにつれて上昇基調を示す可能性が大きいですが、それだけに急激な上昇は景気回復などに対する影響が極めて大きいので十分な注意が必要と思う。また、株価については、企業収益の着実な改善や経営姿勢の積極化が漸く市場での評価に反映してきているように感じる。これまでは専ら外人投資家の大幅な買い越しに支えられてきたが、個人投資家についても新規上場や個々の増資まで含めれば2004年度も1兆円程度の買い越しを予想しているアナリストもいる。日本株のPERは米国、英国のものと同水準に並んだという見方が多いようだが、金利差を考えると割安という見方もある。既に実施された証券税制の改善に続いて、増配や復配の動き、さらには銀行等による委託仲介の拡大や一任口座の規制緩和の動きなどもあり、勿論インターネット取引の主役であるデイトレーダーの存在も重要と思うが、長期保有タイプの個人投資家における投資活発化の可能性を期待したい。

最後に為替については、当面105円から100円といった方向への円高の

懸念は一応減少したと思うが、底流にある円の先高観は根強いものがあるので、これも引き続き注目を要すると思う。以上である。

福井議長

次、武藤副総裁お願いします。

武藤副総裁

最近の実体経済の動きを見ると、まず輸出が中国向けなどを中心にかなり大幅に増加している。輸出の背景にある海外経済の動向を見ても、米国や東アジアを中心に景気回復の動きが続いている。国際商品価格上昇の影響も今のところ先進各国では一般物価には然程現われておらず、海外経済の回復はある程度の持続性を備えているという見方が多いように思える。国内企業部門では製造業を中心に民間企業の経営体質の改善が進む中で企業収益が増加を続けている。こうしたもとで設備投資もこのところかなりはっきりと増加している。さらに家計部門を見ると、個人消費関連の指標も足許では増加しているものが目立つ。この点については各委員からご指摘があったが、企業の人件費抑制の動きはなお続いているものの、家計の所得は漸く下げ止まりつつある段階にあると思う。このように足許の消費の伸びは必ずしも明確な所得の伸びに裏付けられている訳ではなくて、デジタル家電需要などの一時的な盛り上がりなどを反映している可能性もある。従って足許の消費の伸びの持続性についてはなお慎重に見ておくべきではないかと思う。以上を踏まえると景気の認識としては緩やかに回復しているという判断で良いと思う。そのうえで幾つかの需要項目の足許の強さについては、それがどの程度持続性を持つものか、今後の指標などから見極めていく必要があると考える。物価面については国際商品価格が昨年秋以降かなり急ピッチで上昇しており、これを受けて国内の商品市況も上昇している。企業物価の前年比マイナス幅もかなり急速に縮小し、足許ではほぼゼロである。消費者物価は昨年末にほぼ前年比ゼロとなったが、その後概ねゼロ近傍での推移を続けていて、川上の価格上昇が川下に及ぶ

動きが今のところ然程見られていない。こうした傾向は先程も述べたように米国など先進各国でも共通している。すなわち、技術革新による生産性の上昇に加え労使関係の変化や雇用形態の多様化など労働市場の構造変化を反映した賃上げの抑制、これによる単位労働コストの低下によって川上の価格上昇圧力が川下に至るまでに相当程度吸収される傾向が見られる。このことは世界経済の持続的な回復や各国における緩和的な金融政策運営の背景になっていると思う。このようなメカニズムは企業の人件費抑制の動きが続く我が国でも当面は同じように働くと考えられる。このことを踏まえると足許の商品市況は企業物価の動向には当然注意すべきではあるが、現時点では先行きの物価上昇リスクを警戒すべき状況にあるとは言えないと思う。一方で国際商品価格の上昇が世界経済の回復を背景としているように、企業にとっては原材料価格の上昇は生産性の向上に加えて輸出あるいは販売数量の増加によってこれを相殺することが可能となっているために、全体としての企業収益の圧迫に繋がる可能性も当面は低いように思う。次に金融面であるが、3月期末を控える中でも金融市場は総じて安定していて、期末越えの流動性調達を巡る不安感は全くと言って良い程見られない。株価も足許では米国株価の反落などを受けやや伸び悩んでいるが、11,000円台を回復している。為替市場でもドルの先安感が幾分後退して円の対米ドル相場は1ドル110円台まで戻している。企業金融も総じて安定していて、金融環境は全体として現在の景気回復の動きをサポートするものになっているように思う。以上である。

福井議長

最後に岩田副総裁、お願いします。

岩田副総裁

まずアメリカの景気だが、個人消費の持続性について幾つか議論があった訳だが、私が注目しているのは家計部門の二つの変数で、一つは純資産残高、もう一つは雇用だと思う。純資産残高の方は、今年の第4四半期に

2000年第1四半期のピークを超えている。そういうことで、純資産残高の方はむしろ改善している。これは株価と住宅価格の上昇が続いているということであり、住宅の指標についてバブルではないかと言う説もあるが、ローカルにはそういうこともあり得るとは言え、全体としてそれが深刻なバブルになってそれが崩壊してという形にはなっていない。むしろ景気を今、押し上げるような要因として働いているのではないかと思う。雇用の方だが、確かに伸びは予想より低かった訳だが、基本的には医療保険負担がこのところ二桁で増加しているということで、企業が正規社員の雇用拡大に慎重だということの影響と見ている。それからこれは日本と際立った違いだと思うが、生産性が特にサービス部門で伸びが極めて高いことによるものだと思う。さらにサービス部門がアウトソーシングをやっている。金融サービスの1割、83万人位は2008年までに皆、インドへ行ってしまおうというような推計もあるし、あるいはインドだけではなくてイスラエルに医療サービスをアウトソースするというような話であるとか、金融だけではなくて会計、税務、建築、航空エンジニアリング、非常に広い分野でジャストイン・タイムの雇用と言うか、アウトソーシングが進んでいるということが作用しているのではないかと思う。こういった構造変化を前提にした時に雇用の増加だけを見るのが良いのだろうか。経済政策の目標は私はやはり失業率なのだと思う。失業率の方は雇用が増えないにもかかわらずむしろ6.1%から5.6%まで下がってきた訳であるが、これは、若年層の労働参加率が下がってきている、それから移民の数の増加率が大きく低下してきた、というようなことが作用していると思う。結果的に連邦準備がどちらを重視して決めるのか。失業率がもう十分下がったので良いではないか、というふうに考えるのか、それとも雇用が十分な増加水準と言われている17万人などという数字を示すところまで待つのか、このところがちょっと不透明なままではないか。その意味では昨日のFOMCの決定がどのような受止め方をされるのか注目をしている。失業率の方で考えると、NAIRUはグリーンズパン議長が信用しないとは言え、4.5~5%位の間に恐らくあって——供給側の変化というようなこともあるから、

その辺はぼやっとしているのだろうと思うが——、アメリカのデフインフレ傾向というのは夏位まででストップするのではないか。その時に同時に雇用もちゃんと増えてくるのではないかと私は申し上げた覚えがあるが、今もそのシナリオを変えていない。しかしながら、極く最近の雇用の伸びが思ったよりも低いことにより恐らく連邦準備の利上げの時期が大統領選後にずれ込むことになるのではないかと。つまり11月ないし12月というようなことになる可能性が強いのではないかと。一方、日本についてどうかということだが、日本について個人消費の持続性ということがポイントだと思う。私は現在の消費の強さは供給面の数字で見ると、明らかにここ1~2か月というのではなくて消費財の出荷というのがしっかりしていると思う。販売額等も。というような点、さらに私がもう一つ家計部門で注目しているのはデフレ下での実質残高効果である。デフレであると企業とか政府は実質債務残高が増える訳だが、家計は最終的には金を出している方だから、最終的にはそこに実質所得の移転が起こるはずであり、その実質所得のプラスの移転のうち、それを支出に回すということがあれば、これは明らかに消費を強くする要因として働いていると考えている。足許の貯蓄率、観察された貯蓄率の大幅な低下というのは、私はこの実質残高効果がある程度働いているというふうに思う。さらに個人所得の伸びだが、所定内給与がこのところプラスになっている。あるいは夏のボーナスについてもプラスを期待するというようなことが起こっている。それから法人企業統計季報で見ると、人員は増えている。これは雇用統計とちよつと違うところなのでよく調べなくてはいけないと思うが、現実には雇用の数は増えている。これは従来型の雇用形態ではないかもしれないが、増えている。同じようなことはアメリカでも恐らく起こっているのだろうと思う。以上のようなことで、私は消費については基調としてもう少し強いと思っている。その結果として、GDPの数字が第4四半期、前回危ないかもしれないが1.5%近くだと申し上げたのであるが、1.6%になったので良かったと思っている。その中でも私が注目しているのは在庫がマイナスだということ。今の段階でも、これは実は二段階の在庫調整という

アメリカと全く同じ姿が起こっている。しかし、違う点がある。アメリカでは流通在庫が実はもう積み増しに入っている。従ってプラス要因になっているが、日本はまだマイナスだということで、より何と言おうか、在庫循環の側面から見ると持続性は十分あるというふうに思っている。在庫の二段階調整と私は呼んでいるが、これが起こった時には景気の回復局面が長い傾向がある。いざなぎ景気は4年9か月、バブル景気は4年4か月、バブル崩壊後の一回目の景気回復期は3年7か月あった。私は一回目の景気回復期よりも今回の景気の腰は強いと思っている。そのインプリケーションは今回の景気回復が4年続いてもおかしくないということである。2004年度だけではなくて2005年度まで延びても、その内在的な要因、在庫とそれから設備投資の両方の面から持続性があると思う。設備投資についてはビンテージが既に非常に高いものになって更新需要がある、裾野が広がっているということを考えるとそういった可能性があると思う。年度の成長率で見ると私は11月の会合でも2003年度は3%近いのではないかと申し上げたが、大体そのとおりに動いていると思う。しかも2004年度についてもインプリケーションはさらにあって広範に成長率の伸びが加速しているので、2004年度の成長率は標準シナリオよりも足許調整だけで上がると思う。3%近くなると思う。2年続けて3%近いということは、潜在成長率が年率1.5%だというふうに考えても2年で3%分は上回る。展望レポートで出るフィリップス・カーブの傾きを見ると0.43なので掛け算をすると1.3%押し上げという計算になる。足許の需給ギャップは1%あるかどうか疑問で、それはもう恐らく今の段階では恐らくゼロにほとんど近いということを考えれば、私は10月の時から来年2004年度はデフレ脱却できるというふうに一人で言っていたのだが、大体そういうラインで实体经济の方は動いている。ただ、価格の方はどうかと言うと、企業物価の方は、私が思っていたよりもむしろ強めに動いている。標準予測で、これは-0.9~-0.5%というのが企業物価のコンセンサス予測だった訳だが、現実には恐らく-0.5%位に2003年度は収まると思う。つまり上限のところに行っているということかと思う。消費者物価の方はこれは標準シ

ナリオの全くそのとおりで落ち着くと思う。-0.2%程度で。私が想定していたよりもちょっと弱いのだが、標準シナリオのとおりでと思う。問題は皆さんご指摘の原材料価格の上昇がどこまで転嫁するかというところが一つの論点だが、交易条件が大幅に悪化している業種というのは、食料品、鉄鋼、金属、非鉄金属、電気機械で、鉄鋼辺りはむしろ少しずつ値上げ交渉が進んでいるのではないか。時間は多少掛かると思うが部分的に転嫁が進むのではないか。これは先程植田委員がご指摘になったような、アメリカのデフインフレ傾向がストップするといったかたちで、グローバルに波及する側面もあるので、時間がある程度、夏位まで見極めに時間が掛かると思うが、方向としてはやはり価格が上がっていく方向ではないかと思う。それからコアの消費者物価指数について言うと、どの位が基調なのかということについてはやはりよく認識する必要があると私は思っており、政策調査課の方でペーパーを用意された訳だが、私はそこで指摘されているとおりの極端な端っこの数値を示す品目を除いて計る方が経済学的には意味があると思う。それで言うと-0.28~-0.38%というのが基調的なデフレ率なのだろうというふうに思う。以上である。

福井議長

一通り意見を拝聴した。非常に沢山の側面について意見を出して頂いたので、私一人でこれを纏めきれぬ能力はないが、少なくとも執行部が最初にお示ししている、緩やかな景気回復が続いているという点については、ほぼ全員がサポートされているのかなと思った。足許の日本経済の動きについては、この1~3月は昨年10~12月に比べてある程度反動が出る、ある程度減速を免れないという想定のもとに我々は見てきている訳だが、思った程は減速しないで済むように今なりつつある。しかし、まだ1~3月のデータが全部出揃っていないので、ここはやはりしっかり見極めようということではないか。日本経済の景気回復メカニズムとして従来から我々が確認している生産の増加、企業所得の増加、そして企業の投資の増加については、引き続きしっかり働いている。加えて、どうやら個人消費

が、メカニズムは必ずしもまだ十分に解明し尽くされていないけれども、及び腰ながら入ってきている。今はこのようなところかなと思うが、この景気回復の持続性、あるいはよりロバストにしていくパスと、加えてデフレからの脱却への道にどう繋がるか、ここが我々の政策との関連では一番重要な点である。各委員ご指摘のとおり、やはり引き続き企業部門における構造調整の推進ということが欠かせないということだが、製造業の段階においては、単なるダウン・サイジング、リストラの段階を徐々に終えて、新しい段階、つまり投資の増加、生産性の向上、従ってそういう意味では前向きな収益の形成という段階に少し入ってきている面がある。非製造業の方は、引き続きリストラによる収益の捻出というプロセスを脱していないが、このリストラのプロセスはやはりそれなりに加速してきているという印象が述べられたように思う。景気の持続性、よりロバストな景気回復という点では、先程の個人消費、これが企業部門からの所得の移転を伴いながら、つまり個人所得の増加を伴いながらしっかりした回復のパスに入ったと確認できるのはいつか、また、その前の段階から既に従来の日本経済における消費の運動法則とは違う新しい運動法則が入ってきているのかどうか、ここが確認を要するということではないかと思う。デフレ脱却については、そういったプロセスが着実に進めばさらに需給が改善してデフレ脱却への道が開けるということだけれども、最近の国際商品市況の上昇あるいは海上運賃の上昇等の動き、つまり川上段階の物価のかなりシャープな上昇という要素が入ってきて、少し理解が複雑になっているという気がする。つまり海外商品市況の上昇、これは国際的な経済の回復を反映したものということだが、それが川下段階の物価にスムーズに波及するというのであれば、経済の動きと物価の動きの両面から日本のデフレ脱却への道もそれだけ速度が速まるとも理解できるのだが、川上段階の物価の上昇がシャープに続く一方、非常に川下段階の物価への波及が遅れるということになると、企業段階でのプロフィット・スクイーズのリスク、そしてマクロ経済へもある意味でエンジブレーキを掛けるリスクもあるということだと思うので、このところはこれからその複雑なメカニズ

ムがどう働くか、我々としてはよく分解的にこれを見ていく必要があるのかなという感じである。それから海外の経済だが、アメリカについては、あまり欠点が指摘しにくいような回復ということらしいが、皆さんが焦点を当てた雇用の問題が、今程度の増加で本当に良いのかどうか、あるいは失業率の方がより正直に実体を表わしていないか。この疑問をもう少し究明する必要がある。私の印象では、連銀は現在の景気回復、雇用の増加についてそんなにひどく失望しているようでもない、あるいは失業率が改善しているということをむしろアプリーシエイトしている面があるようにも思えるのだが、色々議論してみると、やはり今年は選挙の年であるので、雇用問題は社会的にも非常にナーバスな問題である。従ってこの問題についてのアメリカ国内の理解が複雑になれば、全体としてコンフィデンスに非常に強く響くリスクがあるという点は心配しているようである。そうした点をよく見ていく必要があるということだと思う。今日は、中国経済についてのご発言は比較的少なかったのだが、過熱リスクに対して今の人民銀行の対応で十分スムーズアウトできるかどうかという点は引き続き問題として残っている。日本と中国の貿易関係の相互依存関係が非常に強まっているので、中国経済がスムーズに成長を遂げてもらいたいという問題は残っている気がする。日本の株価は、最近また非常に底固さということが確認できるようになってきていると思うが、恐らくこれから先も景気の回復が順調に行けば、株価も順調に推移すると思うが、日本の株価を支える投資家の構造——外国投資家が積極的に買う一方、日本の投資家は売り越し続けているという2層構造——において、国内投資家の今後の株式市場における行動がどのように変わっていくのかという点は非常に重要だと思う。やはり日本経済、物価の動向等についての分析に基づく国内投資家にフィットした投資構造というのが待たれるところではないか。纏めきれないが、取り敢えずおっしゃったところを少しずつカバーすればそのようなところかなと思うのだが、さらにご議論頂きたいと思う。

須田委員

一点宜しいか。先程総裁が連銀は雇用の増加数についてそんなに心配していないとおっしゃったが、マーケットとの対話を考えるとどうか。例えば、連銀の理事達が雇用は強くなると言った後で、その数字が予想比かなり小さくなった時には凄くマーケットはショックを受ける。それに対して何の反応もされないと思うだろうか。だからこれで十分だということが少しマーケットに伝われば、皆が15万人だ、25万人だとかというふうなことを言っている、認識が変わると思うのだが。その点に関して連銀からは全然発言がないような気がするのだが、その辺はどのようにお考えか。

福井議長

欠点なき回復という言葉の中で全て包摂していて、雇用についても非常に強い不満があるという言い方はしていない。雇用の増加が過去のように十何万という数字でなくても良いのだと、大丈夫なのだということまでは確かに言っていないが、失業率が着実に下がっているということは言っている。それから、製造業は中国へ、非製造業はインドへ、さらにイスラエルへというアウトソーシングの話についても、これについては今確かに大きな構造変化として起こっているけれども、アメリカの経済全体あるいは雇用のスケール全体からいくと、まだ非常にマージナルな動きなのであって、そこはあまり過大に問題視すべきでないと言っている。しかし実際には、マーケットとかアメリカの社会の反応がやはりアウトソーシングに対して非常にセンシティブであるし、それから雇用についても、実数が少ないことに対しては政治的なキャンペーンの対象にもなり、問題がやはり、恐らく連銀が本心思っているよりは大きく取り上げられがちだということに当惑しているように思う。従って、そこはコンフィデンスに影響するから非常に心配しているということだと思う。

植田委員

福間委員が銀行の貸出姿勢が積極化したことが中堅・中小企業の設備投資に若干結び付いているのではないかとおっしゃったが、何かデータとか、アネクドータルな…。

福間委員

私は着任当初から言っていたと思うのだが、設備投資は、特に中小企業は銀行の積極的な貸出姿勢がないとなかなかピックアップしない。それがやっとこのところ出てきたということで——勿論私の把握している情報はアネクドータルなものだが——、要するに、金融機関が、企業に対し事業計画を見せて下さい、キャッシュ・フローがつく案件であればお貸ししますよというような格好で、非常に肌理細かな売り込みを図っている。一方、銀行が97、98年のようにいつ後ろから企業の足を引っ張るか分からないということになると、中小企業は、手金を持っている中小企業を別にすれば、銀行借入を通じて設備投資に向うようなことをしなくなる。大企業は自分で市場から資金調達できるので良いが、中小企業はそうもいかないので特に銀行の貸出姿勢に対してセンシティブである。現在は、業績が良くなったことと、もう一つは、銀行貸出姿勢が非常に積極化していること。勿論不良先には、セーフティーネットとして包括保証でもないと銀行は貸出を行わないが、そうではない先には、銀行は設備投資計画を洗うようになってきている。要するに、設備投資計画を細かく洗い出すようになってきた。そういう動きについてはここ約半年位、去年の秋口、その辺からよく聞くようになった。

岩田副総裁

関連で、植田委員のおっしゃった外資系のゴールドマンサックスのレポートでは、貸出は来年度下げ止まるということではないのか。

植田委員

あれは貸出が全体としては減っているのだが、新規の貸出と返済とに分けると新規貸出はずっとあると言っている。かなり安定的に。ただ返済が物凄くて、その返済の動きとネットの貸出減の動きがほぼ一対一に対応していて、従って返済が止まれば貸出は増えてくる。止まるのがここははっきりしないがもう直ぐではないかという、そういう議論だと思う。

福間委員

今日も何社か株式欄に出ていたが、復配を10年振りに行うとか。そういう会社は今から返済する訳だ。ここまでも返済したけどさらに返済するという格好である。そういう会社、要するに脱出組——債務構造を調整した組——がある一方、設備投資資金の一部を銀行から借りる企業もあるなど、色々多様な動きになってきたということはお指摘のとおりだと思う。返済ばかりではないと。

岩田副総裁

その関連でもう一点だけ付け加えさせて頂くと、住宅投資について、私は早川調査統計局長のご説明よりはもうちょっと強めに見ている。一つはやはり第二次ベビーブーマーの需要が潜在的にはあるはず。それから1970年位に相当新築された分のストックがかなりあり、それが30年位経つので建替え需要がある。その両方の理由で、単に1、2か月だけの強さというふうには必ずしも私は思っていない。それから貸出の方も、住宅ローンはやはりとてもよく伸びていて、勿論これは住宅金融公庫が民営化するので、その分肩代りされているということもあるし、それから証券化が進んでいくというようなことも住宅ローンをさらに押し上げる要因なのではないかというふうに思っている。そういう点で考えると、住宅投資も若干強い。それから消費ももうちょっと強めに見ていて、設備投資は強いということだから、ある意味でこの全体の総括のものをみると、基本的にはこれでも結構で、もう少し様子を見たいということは結構なの

だが、設備投資の所を上向き修正したし、個人消費の所も上向き修正した訳なので、実体的には基調もある程度上向き修正してもおかしくない状況ではないか。ただ、短観でこうした景気の強さの確認をもう一押ししたいということだろうというふうに思っている。短観は恐らくかなり良い数字が、これもあまり事前に言うとは危ないのだが、恐らく非製造業の方の-7ポイント位であったのがプラスに出てくるのではないか。製造業は10ポイントの大台までいかないでその半分位かもしれないが、いずれにしても強い数字が恐らく出るのではないかというふうに思っている。

福井議長

中原委員のご発言の中で一つ確認をさせて頂きたい。アメリカ経済について気掛かりな点として、雇用の次にもう一つマーケット絡みで、過剰流動性期待がマーケットにかなり織り込まれていて、ちょっとしたターンでボラティリティが非常に高まるのではないかと言われた。これは特にどういう市場を意識しておっしゃったのか。

中原委員

このところの長期金利と株価の関係がかなりコンシステントではない。同時に上昇した時もあるし、最近は逆に株とボンドに逆相関がある。何かやはり過剰流動性、現実に過剰流動性だが、そのもとでデフレイバياسの期待がやや強過ぎるような、長期金利もやはり低過ぎるという感じがあるものだから、实体经济との関係でこれはどう収束していくのかというのが関心ではある訳である。

福井議長

なるほど。

中原委員

グリーンスパンの発言というのは、明示的に資産インフレについての

ワーニングを出したという感じもないのだが、そういう解釈がマーケットでは結構あるものだから、そういうことかなと私は理解している。日本の介入政策や金融政策に対する批判のトーンも、これをインプライしているのかなと思うのだが、どうもはっきりしないので、実はその辺も本当はお伺いしたかった。

福井議長

田谷委員が指摘された香港、台湾、シンガポールでのCPI上昇圧力について、そのインプリケーションをもう少し議論したい。

田谷委員

台湾にしろ、香港にしろ、シンガポールにしろ、日本の消費者物価指数の動きよりもかなり足が速いと言うか。

福井議長

健康的だということか。

田谷委員

然り。そう思う。昨日の国際局長が配られた資料の一番後ろの表で見ても、去年の半ば位からこの三国は——実は昨日まで中国も含めて言おうと思っていたが、中国の数字が2月はちょっと前年比で下がってしまったものだからおやおやと思ったのだが——、継続的にマイナスだったものがそのマイナス幅が小さくなっているし、台湾などもマイナスからプラスになっているし、やはりどういう要因がこういう動きをもたらしたのかということに興味がある。ただ、中国を筆頭にこういった国の消費者物価指数に占める食料品のウエイトは確かに高い訳であるから、そういうところは割り引いて考えなくてはいけないとは思いますが、ある種、先行指標的な側面がないかということで申し上げた。

須田委員

日本などより景気に対してより敏感に価格や物価が反映するという見方もある。

田谷委員

然り。あと、例えば今、触れなかったのだが、香港には私は知らなかったのだが消費者物価指数A、B、Cというのがある。それは所得階層別の消費者物価で、例えば消費者物価指数Aというのを見たら、これは比較的
低所得者に適用される消費者物価らしいのだが、そのマイナス幅の縮小
というのはかなりこのところ急ピッチで、こういうものも何か参考にならないかということで見ている。

植田委員

一般的に成長率が高まっているのと、内需が強くなってきているということなのではないか。アジアの。

田谷委員

そうすると、かなり日本とオーバーラップしてくるところがあるのではないかなと思う。

福井議長

企業があまり在庫を持たないという動きについては、日本の企業が、やはり財務面から相当従来の姿と違ったコーポレート・ストラクチャーを築いてきたと思う。恐らく、財務面からその会社の企業経営全般に鋭く目を注いでいるということだと思う。新たにキャッシュ・フローが出なければ返せない長期の資金は、もう絶対に借りてはいけない、むしろどんどん返せという非常に強い動きになっている。同時に、必要運転資金は商売さえ回転すれば返せるのだから、これはキャッシュ・フローが出なければ返せない金とは意味は違うけれども、これも最小限にしろという圧力を非常に

強く掛けている。だからその動きが単にサプライ・チェーン・マネージメントが普及しているという以上にプレッシャーとなって効いているのではないかという気がする。これは良い方向に作用するのかもしれない。ただ、銀行側から見ると、要するに運転資金も設備資金もともに返済はするが、なかなか借りてくれないという動きが、なお暫く続くということではないかと思う。

岩田副総裁

今の物価に関してちょっと一点だけ補足させて欲しい。コアのCPIについて思ったよりもちょっと弱く——私が思っていたよりも動きが弱いと申し上げたのだが——、理由はやはり、サービスなのだろうと思っている。サービスと言っても、恐らく二つ考えられて、一つはやはり賃金。サービス部門で一人当たり人件費が上がってくるのかというところが一つ。もう一つは賃貸料がこのところ下がっている。これはアメリカもイレギュラーな動きを示していて、ちょっと傾向が掴みにくいのだが、しかし一般的なことを言うと、例えばアメリカだとあれ程強い住宅投資が続いていると、賃貸料が下がってもあまりおかしくはない。これは需要と供給の関係で決まる訳である。ストックがやはり増えているという可能性があるのではないかと思う。日本の場合はまだそれ程強くは出ていないが、しかしながら賃貸料は明らかに何か年央位からプラスだったものがマイナスになっている。これがちょっと見通しを難しくしていると思っている。

中原委員

銀行貸出だが、優良な中小企業に対する融資姿勢はこのところ凄く積極的になっているようだが、これにはやはり金融行政、金融庁の行政の影響もあると思う。かなり無理をして大会社の関連子会社に対する融資が中小企業融資とされるケース、それから外資系が中小企業になるものだから、外資系に対して相当積極的に貸すとか、色々なテクニックは使っていると思う。貸出はなかなか私は増えないと思う。全体の借入残高はGDP比で

はもうバブル前の状況にかなり近付いてきてはいる訳だが、かつては中小企業なども全部短期の運転資金、転がして借りていた。しかし、そういうものは、返済のキャッシュ・フローが確認できない限り不良債権になってしまうものだから、多少無理をしてでも長期に切り替えたうえで約定弁済を付け足して借りている。期間を経るにつれ、約定弁済が落ち、その減少分だけで相当な数字になってきており、現実には中小企業貸出残高を維持するために必死になっている。なかなかかつての融資形式がもう取れない状況で、貸出残高の減少はまだ続くのだと思う。ただ、全体のクレジット市場と言うか、企業の資金調達そのものは、若干なりとも実体経済とともに増えていく方向にこれから移っていくとは思う。

福井議長

さて、では一応金融情勢についての議論はこれで終わりとして、暫くコーヒープレイクにしたいと思う。10時55分から再開する。

(午前10時43分中断、10時54分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

それでは1分だけ休みを短縮して審議を再開したいと思う。今度は金融政策の運営についての議論である。改めて各委員からご意見の表明をお願いしたいと思う。やはり5分以内でお願いする。福間委員からお願いする。

福間委員

短期金融市場は本行の潤沢な資金供給が奏功し、期末越え資金の調達にはほぼ目途が付き、落ち着いた展開となっている。このため当面、経済・物価情勢や市場の動向を通じて1月の量的緩和の拡大や銀行の積極的な貸出姿勢の効果がどの程度浸透、拡大していくかを見定めることが必要であり、今次会合では現行の当座預金残高目標値を維持することが適当である

と思う。ただ、金融市場の安定に引き続き万全を期す考えに変わりがないことを示すため、従来同様、なお書きとして、「当面、年度末に向けて金融市場の安定確保に万全を期すため、必要に応じて上記目標にかかわらず一層潤沢な資金供給を行う」との表現に改める必要があるかと思っている。なお、前回会合以降、銀行の間でF B発行額の増加が短期金融市場に与える影響に関心が高まるようになってきたと思う。この問題については、私は円高のマグマが蓄積されると発言した1月の会合で申し上げた点でもあるが、現実にはF Bの一回当たりの発行額が5兆円規模に拡大するに及んで市場参加者もその影響を徐々に体感し始めるようになったと思っている。現状のように量的緩和政策のもとで本行が市場に対し、長めの資金を潤沢に供給し、また銀行サイドでは借入れ需要の低迷から貸出が伸び悩み、さらに長期国債への投資積み増しに慎重な状況下では、ある程度の時間を掛ければ短期金融市場で自律的にF Bを吸収していくことは可能である。ただ、これまではF B発行後にF Bレートが上昇しても長くて1か月程度でピークアウトしてきたのが、今年1月下旬にF B発行額が5兆円近くに引き上げられた頃から、F Bレートはジリジリと上昇し始め、1か月半以上経過した現在も強含みの展開が続いている。昨年も3月上旬に掛けてF Bレートが上昇したことを勘案すれば、目下のF Bレートの上昇には期末要因が働いていると考えられるが、今年はその上昇期間が長い点に変化である。こうした中で銀行サイドからはF BあるいはT Bへの投資のファンディングをそれらの発行期間つまり、3か月、6か月、1年という期間になるべくマッチングした形で行えるよう、本行が長めの資金供給オペを継続することを望む声も聞かれている。実際に手形買入オペが引き続き4倍台の高い応札倍率となっているのは、そうした市場のニーズも反映したものではないかと考えている。我が国金融システムが幾つかの個別行の問題は残しつつもシステム全体では安定性は高まりつつある状況のもと、先行き銀行が市場経由で自律的にALMを行う動きが出てくることを期待している。しかしその一方で、F Bの発行の増加が続けば本行の資金供給オペに対するニーズや関心もその分高まる可能性がある点には注意が必要

である。誠に悩ましいことだが、本行としては今後の市場機能の回復とF Bの発行が急増する中で金融市場の安定維持という二つの課題を抱えながら、適切な金融調節を行っていく必要があると考えている。以上である。

福井議長

今、なお書きの表現については何と言われたか。

福間委員

期末にいつも書くものである。

福井議長

そういう表現が要るだろうと、そういうご意見か。

福間委員

然り。

福井議長

次は、中原委員お願いします。

中原委員

デフレ克服への道筋という意味では、必ずしもまだ明確にこれを描ける状況には至っていない。今後、3月短観の結果とか、現在の素材、商品市場の価格上昇、商品の価格の上昇が川下へどう波及していくかその状況、さらにC P Iにおける特殊要因の剥げ落ちの帰趨等を見極めながら、4月末の展望レポート作成に合わせて今後の政策展開を考えていきたいと思っている。足許、金融市場は極めて安定的に推移しており、期末に向けての調節方針としては現状維持で宜しいと思う。大量介入の結果としてF Bの累積から、短国金利が高めに推移しているという報告が昨日あった。市場筋の話を見ると、介入による外貨の銀行預託が増えて、邦銀も含めて

外貨資金繰りに余裕が出てきている状況の中、一方で、短期の円転金利に若干マイナスが付いているということを利用してF Bとの裁定が行われているという話も聞いている。奇妙な循環が起きているということなのだが、現在程度の金利であれば、市場に裁定機会を残していささかでも金利機能を生かすという意味で問題視する必要はないと思うが、やはり福間委員もおっしゃったとおり、累積するF Bが短期市場への拡大要因に今後どうなっているのか、出口政策との関係ではどうか、さらに中長期的な国としてのデット・マネージメントの問題からどう考えるか等、課題であろうかと思う。金融システムも取り敢えず安定しており、期末流動性に問題が生じる懸念は薄いということから、昨年や一昨年の期末に行ったような期末を意識したなお書きの修正や対外公表文の作成はあるいは不要かと思うが、これは私はどちらでも良いと思っている。いずれにしても、期末当日の吸収は避けて、自然体で結果としてなお書きが援用されたという形で臨むことが適当だと思っている。以上である。

福井議長

須田委員、お願いします。

須田委員

次回金融政策決定会合までの金融政策運営方針については、現状の金融政策スタンスを継続することで良いと思う。

なお、昨日、執行部より説明があったが、財政要因により期末日に当預残高がターゲットを上回る場合には、なお書きで対応して頂き、市場への悪影響や的外れな思惑・期待の醸成を避けつつ、速やかにターゲット・レンジに戻って頂ければ良いと思っている。今期末はここ数年の期末と異なり、市場には金融システム不安等の攪乱要因が見られず「波静か」と聞いている。それであれば、財政要因というテクニカルな事象に対しては淡々と対応して頂ければと思う。従って、私はなお書きについてはこれまでどおりで良いと思っている。

今、「波静か」と申し上げたが、皆さんもおっしゃったように足許の市場を見るとF Bのレートが若干上昇していることが目に付く。他の条件を一定にしてF Bの発行残高が増えれば、その金利が上昇するのが自然な動きである。ただ、短期金融市場にはマクロで見て資金余剰感が漂っていること、F B入札における応札倍率を見ると高水準を維持していることなどから、単に増発が金利上昇に繋がったということではないのではないかと考えている。

また、この金利上昇を金融機関間の資金偏在に伴うものと解釈するのは無理があると思っている。確かに当預残高を見ると、都長銀と外銀の当預残高が増加し、地銀や証券会社で減少している。しかしながら、地銀が資金調達に窮しているという話は聞かれないし、証券会社が通常債券のファンディングに用いるレポ・レートも上昇していないことを考えれば、そういった先が資金調達に困っているということではないと思う。また、長めの全店オペまで含めて足許のオペの落札レートは1,000分の10を大きく下回っているほか、資金吸収オペにも支障がないことを勘案すれば、市場に資金偏在による不安感があるとは思えない。

足許のF B金利の上昇の背景には4月からの入札1回当たりのF Bの発行額が増加されることに加え、今後の為替介入如何でF B増発もかなりの額になり得るが、その額は事前には誰にも分からないということがある。つまり、先行きのF Bの増発計画が不確実であるということが金利にリスク・プレミアムをなにがしか上乗せさせているのではないかと考える。とは言え、F Bレートは直近ピークの水準からすれば十分低く、むしろF Bレートをこれ以上潰すと手形オペ等において先行き札割れが起りかねないと思う。

予てより申し上げているとおり、私は短期金融市場の機能をこれ以上低下させないために、できることなら混乱のない範囲で金利機能を僅かでも回復させることが必要ではないかと思っている。その観点からもこの程度のF B金利の動きは放置しておくことが望ましいと思っている。

なお、F Bについては今の外為特別会計制度のもとでは、外貨買い介入

を止めても外貨金利分に見合う額のFBを増発し続ける必要がある。従って、外貨の売り介入も行わないと介入資金調達コストが先行き高まる可能性がある。介入政策の目的が為替レートファンダメンタルズの動きは許容しつつ、為替レート変動をなだらかにするというものであるならば、外貨売り介入もシンメトリカルに行われるということが本来望ましいと思う。そうすれば、FBの発行残高が増加一辺倒ということにはならなくて済む。

今後も国債発行が増大していく環境にあって、物価安定目標の達成のための金融政策の発動を制約しないような形で、国債管理政策と金融政策との役割分担が上手くできるかどうか大きな問題を既に抱えているが、FB発行の増大はその問題をさらに難しくしかねない。いずれにせよ、市場介入は資金調達コストも含めたコストとベネフィットを比較考量しながら効率的に行ってもらいたいと思っている。以上である。

福井議長

次は、田谷委員にお願いします。

田谷委員

今までの方とほとんど同じなので短く申し上げる。政策運営については現状を維持することが適当だと思う。景気回復の広がりやその持続性についての期待の高まりはあるものの、消費者物価変化率の基調はまだマイナスと考えられる。量的緩和スタンスの変更を問題にするには、まだ相当距離感がある。この点も皆さんと同じなのだが、3月末のなお書き適用も適当と思う。このところ為替市場での大量介入によってFB発行が増えており、その影響もあって短期レートが若干上昇してきている。それが資金供給オペの金利にも若干影響しているようである。しかし、最近の短期レートの上昇も、これまでのところ限定的なもので、この程度の上昇はこの1年を振り返っても何度も経験したものである。マネーマーケットは全体として安定的な状態を保っていると思う。景気回復や株価の回復を受けて、

資金需給にも限界的な動きながら変化が感じられる。この点は福間委員が先程お触れになった点である。財務体力の強い金融機関の中には、クレジット供給にこれまで以上に積極的に取り組む先が見られるようになったし、資金需要サイドでも、一部、限定的ながら動きが出てきたように思われる。こうした変化は、現状、かなり限られたものにとどまっているようだが、非常に重要な動きなので細心の注意を払っていこうと思う。また、こうした中であって、金融機関の資金仲介機能を強化することに資する施策は引き続き考える必要があると思う。以上である。

福井議長

植田委員、お願いする。

植田委員

緩やかなデフレはまだ続くという見通しではあるが、景況感の方は先程来の議論にあるように標準シナリオの上限ないし、場合によってはそれを超える可能性も睨みつつあるというところだと思う。また、皆さんおっしゃったように、短期金融市場はF Bのところの極く僅かな波乱を除けば落ち着いているということなので、今回は現状維持で宜しいと思う。

福井議長

次は、春委員お願いする。

春委員

前回会合以降、本行による潤沢かつ機動的な資金供給によって、市場は平静な状態にあるし、年度末に向けて流動性不安も見られていない。実体経済指標も明るさを増している中で、今回は日銀当座預金残高の目標は現状維持とし、年度末に向けて現在の超緩和姿勢を堅持していくことが適当と考える。先程、福間委員が言われた、なお書きに年度末要因を書き込むかどうかという点については、今回、市場の情勢から特に入ればな

らない状況とは思えないが、これまでずっと入れてきた表現であれば入れる方が自然とも思う。昨日、期末の3月末に財政の払い超が出て、当座預金残高が現在の目標値の上限 35 兆円を超過する可能性があるということだったが、市場の地合いの状況を見ながら適切な対応をお願いしたい。以上である。

福井議長

次は、武藤副総裁お願いします。

武藤副総裁

先程申し上げた経済金融情勢についての判断を踏まえて、金融政策運営は現在の調節方針を続けることで良いと思う。先程来、先行きの見通しも含めて改善の傾向、あるいはデフレ的な予想形成も一頃に比べて後退しているという話があった。こういう状況下においてなお、現在の思い切った金融緩和政策を続けていくことは、大きな意味があると思う。とにかく金融面から民間経済活動をサポートし続けて需給バランスのさらなる改善を図ることを通じて物価が安定的にプラスとなる状況を実現していくことが今、我々にとって一番重要なことだと思う。以上である。

福井議長

では、岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

まず、金融市場にちょっと触れたいと思うのだが、グローバル・インベスターの行動を見ると、流動性の増加ということ为背景にしてリスク許容度が上がっているということかと思う。マーケットで先物の投機的な買い持ちポジション、これは5年物以上の長期債あるいは、原油、金等で観察される。さらにヘッジファンドに昨年後半以降、資金流入が増加している、あるいはハイ・イールド・ボンドへ資金が流入してその結果、公正価値以

下のスプレッド縮小というようなことが起こっている。これはリスクテイク志向が流動性増加を背景として強まっているのではないかと思う。債券市場ではその一方で物価連動債等で、デュレーションは基本的には短期化し、そして中期債にキャリー・トレードする。これは日本の銀行でもそういう傾向が出ていると思うが、言ってみると投機的なポジションをとっている。その巻戻しの可能性はある時期に起こり得る訳で、今、幸いにして日本もアメリカも長期金利は落ち着いているが、潜在的には長期金利は高いボラティリティを抱えているということかと思う。それから為替レートの方については、当局の介入によって遂にヘッジファンドが根負けしたと言っても良いのではないかと思うのだが、ヘッジファンドが円買いのポジションを解消したということかと思う。ただ、先行きについては、為替需給に関連した資金フローを見てみると、経常黒字それから株を中心にした日本への対内証券投資というようなことを考えると、なお、円高圧力というのは存在している。その圧力とアメリカの雇用の増加、それによる金融政策の変更というバランスの変化で為替レートは今後変わっていくのではないかと思う。ということで、金融政策の運営について現状維持で勿論異論なく、変更の必要がないということで良いが、やはりリスク要因としては長期金利、それから為替レート、もう少し長めで見ると財政政策、金融政策の先行き。私は先程、今回の景気回復は4年位続いてもおかしくないと言ったのだが、1回目のバブル崩壊後の回復期は早過ぎる財政引き締めで、いわば挫折したというふうに思うので、先行きについてこれは財政も金融もそうだが、やはり早過ぎる引き締めというのはリスク要因だというふうに思っている。その意味でも、金融政策は現在の量的緩和をやっている訳だが、そのコミットメントをもっと強化するというのも十分有益な方法だと思っている。具体的にはコアの消費者物価上昇率が1%上昇というのを確認するまでは、例えば量的緩和を続けるとか、あるいは上限についても私は長期金利を安定化させるという意味で、アンカーを提供するという意味で、2%程度の上限も置くということも考えられる。私は昨年3月20日にこちらにきた時に最初にターゲティングということをし上げ

たのだが、ある意味でターゲットイングは先進国間でベスト・プラクティスに近いものになっていると思う。しかも、各国でやり方は物凄く違うので、日本は日本型でステップ・バイ・ステップでやっていけば良いと思う。クレディビリティを損なわないように、むしろ強化するために。透明性を議論するというのはそういう流れできたとは私は位置付けている。ということで、別にターゲットイングという名前には全然こだわらなかつもりはなく、例えば物価安定の数値表現ということでも良いし、参照値と言っても良いし、他の名前を付けたければ他の名前を付けても全く構わないが、量的緩和をきちっとやるということを透明性を持って言うためには、そういったことを事前に言うておくというのは有益な方法だと考える。その点については全く確信は変わっていないということを申し上げる。以上である。

福井議長

次回の政策決定会合までの間の金融政策の運営、金融調節の運営方針については、各委員とも当面現状維持——当座預金残高目標が30～35兆円程度——、これを維持しようということで意見が揃っておられたし、私も同様に思う。それと同時に、期末は——現在は金融市場は極めて平穏だが——、どういう事態が起こっても、必要な流動性は十分供給する。必要があれば、なお書きのもとで上限を超えてでも流動性を供給する。一時的な措置としてこれを行う。これもご異議はなかったと思う。そういうことで、後程議案を作成させて頂きたいと思っているが、一つ議論があったのは、なお書きの表現をどうするかということである。今我々が持っているなお書きの表現は、極めて一般的な表現である。「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。」つまり特定のイベントということとは意識しないで、「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」ということになっている。去年の春以来の経緯を振り返ると、去年の春、ちょうど今頃は3月末の期末は今回よりは遥かに心配される状況だった。去年の3月末について、当委員会が採用した

なお書きは、「なお、当面、年度末に向けて」という言葉を入れている。「なお、当面、年度末に向けて金融市場の安定確保に万全を期すため、必要に応じ、上記目標にかかわらず一層潤沢な資金供給を行う」と。つまり、「当面年度末に向けて金融市場の安定確保に万全を期すため」というややスペシフィックな表現にしている。その後、イラクとの戦争とか色々なことが起こって、表現を少しずつ修正していった。その時、特に問題意識を持ったことを多少具体的に取り込みながら修正してきて、個々のリスク要因が一応平準化した後は、今の一般的な表現のなお書きを使い続けているという状況である。従って、今回はこういう一般的な表現をそのまま適用して、「期末」も一つのファクターだということに対応するのか、それとも「年度末」ということをやや特別に意識した表現にするか、こういう意識レベルの差だと思う。もし「年度末に向けて」という表現にすると、これが終わった後また一般的な表現に戻さなければならないという負担もあると思うが、「年度末」に念を入れるという意味では確かに一つの案だということ、どちらが良いかを少し議論して頂ければ有り難い。

白川理事

宜しいか。ちょっと事実関係なのだが、「年度末に向けて」の表現を変えた時期は、今、総裁の説明にもあったが、去年は1~3月期、非常に銀行株価が下落してくるというような形でシステム不安が高まっている時期で、そういう意味では早めに2月14日に、今総裁が紹介された表現をもって、年度末に向けて必要に応じて資金を供給するということをアナウンスした。一昨年も2月にやっていて、つまり3月という年度末時期に入る前にそういう構えを示していくということで、それはそれで当時の経済金融環境を踏まえて行ったことであると思う。私の記憶するところ、前回の決定会合での2月になお書きの表現、若干の議論があったけれども、2月は一応従来どおりやって、今回3月、もう今日は16日だから、残りの営業日ベースは極く僅かなもので、そこで出すことがちょっとバランス上どうかなという感じはする。反対している訳ではないが、発表の時期が去

年とあと一昨年とそれから今年は1か月ずれているということも事実としてはある。

福井議長

どちらの案が良いかについては如何か。

田谷委員

私はどちらでも。

福井議長

どちらでも良いか。

須田委員

そのまま。これまでどおりで。要するに今年度は金融システム不安がないというところが昨年度とは異なると思う。

福井議長

今使っている一般的な表現でいくということか。

須田委員

然り。私は表現を変えるとかえって誤解を招くのではないかと思う。

福井議長

中原委員、如何か。

中原委員

こだわらないが、出すことあるいは出さないことがどういうメッセージを市場に発するのかというのをちょっとよく議論した方が良いのではないか。毎年やっているものを出さないと、では景気実体の認識について今

までの期末と違うのか、それは確かに違うのだが、それで良いのかどうか。あるいは、期末当日にまさか株が暴落するとは思わないが、株でも暴落した時にいつものメッセージと違うからなどと言われたいか。あまり変なことをしなくても良いのではないかという気もする一方、やや責任回避的には、敢えて変える必要があるかという気もする。どういうメッセージを市場に発するかなのだが…。

武藤副総裁

少し宜しいか。

福井議長

はい。

武藤副総裁

前回の会合で、年度末はなお書きを活用すれば良い、と発言した記憶がある。先程タイミングの話があったが、前回会合で発言した時は「年度末に向けて」という表現を入れるのであれば2月位がちょうど良いタイミングであるという気持ちがあったが、ここまで潤沢な資金供給と安定したマーケットの状況を見ると現状のなお書きで良いという意味で発言したつもりである。「年度末に向けて」という表現を入れることにこだわるかどうかということになると確かに難しいのだが、前回会合では、一応そういうつもりで発言したものだから、私は現時点においてもその考えは変わっていない。

福井議長

春委員、如何か。

春委員

私は先程も申し上げたように、去年と今年はかなり状況が違うので、特

にどうしてもその「年度末」を強調する必要があるとは思わないが、毎年入れていたことでもあるし、「年度末」というのは非常に重要な節目でもあるから、どちらかと言えば…。

福井議長

入れた方が良いというお考えか。

春委員

万全を期してとまで言うかどうかは別として、スラッと入れるやり方があるのではないかと思う。

福井議長

植田委員は如何か。

植田委員

やはりアクションとしては今の文言のままですることができる訳だから、アナウンスするという事は早目にアナウンスして若干のアナウンスメント効果を狙うということだと思う。それで言えばタイミングは従来やってきたように2月位かなと。その時にやっていなくて安定しているということはアナウンスメント効果を狙わなくても大丈夫ではないかというふうに判断されるような気がするので、私は今年は現在の文言でとおしても大丈夫のように思うが。

福井議長

岩田副総裁は特別意見はないか。

岩田副総裁

現在のままで結構である。

福井議長

それでは、議長提案としては現在の文言のままで一応提案をさせて頂きたいと思う。市場が平穩に推移しているので、今、特にスペシフィックにやや肩に力を入れて意識しているという感じではないと思う。ただし記者会見では、期末はきちんとなお書きで対応します、ということを確認に申し上げたい。福間委員あるいは春委員から別途の提案があるかもしれないという前提で、議長提案としてはそのようにさせて頂きたいと思う。他の論点で何か意見があれば願います。

福間委員

昨日 6 兆円の話聞いたのでそういうものへの対応も含めて「年度末」と入れた方が良くはないか、ということを上げた。勿論 6 兆円については説明のつく問題ではあるが。

福井議長

それでは政府の方からご意見を頂戴したいと思う。ではまず山本副大臣から願います。

財務省山本副大臣

我が国経済の現状を見ると、設備投資や輸出の増加に加え、個人消費も持ち直しているなど、景気は着実な回復を続けている。

このような中、依然として継続しているデフレの克服こそが我々の直面している最大の懸案であり、引き続き金融政策の役割は重要であると考えている。

日銀は、この 1 年間、デフレ克服に向けて、累次にわたり追加的な金融緩和措置を採ってこられると同時に、量的金融緩和政策を継続するという日銀の政策スタンスを明確化することによって、市場や人々の期待に対して積極的に働きかけることに重きを置いた金融政策運営にあたってきておられる。

政府としては、こうした日銀の取組みは、中長期金利が低位かつ安定的に推移するなど金融市場の安定に大きく寄与し、金融政策の実効性を高め

る効果があるものと評価している。

日銀におかれては、引き続き、景気回復を持続的なものにするにはどうすれば良いかとの観点から、一段と工夫を講じられないかさらなる検討を進めて頂きたいと考えている。

今後とも、政府との意思疎通を密にしつつ、金利や為替の動向を含め、経済・市場動向について十分注視しながら、年度末における資金需要には迅速かつ的確に対応するなど、機動的な金融政策運営を実施して頂きたいと考えている。以上である。

福井議長

有り難うございました。それでは伊藤副大臣お願いします。

内閣府伊藤副大臣

景気の基調判断については、昨日の月例経済報告で、「景気は、設備投資と輸出に支えられ、着実な回復を続けている」と判断した。引き続き為替レートなど、金融・資本市場の動向には留意する必要があると考えている。一方、物価については、総合的に勘案すると、依然として緩やかなデフレ状況にあると考えている。日本経済の重要な課題は、デフレを早期に克服すること及び内需主導の自律的回復を実現することである。このため政府は、11日にこれまでの改革の成果と今後の対応を一覧的に取り纏めた「経済活性化のための改革工程表」を作成した。デフレ克服のためには、構造改革の加速・拡大の政策努力を進める中で、政府の行うより強固な金融システムの構築に向けた取組みと、日本銀行による金融政策の波及メカニズムの強化等を通じ、資金供給が拡大していくことが重要である。日本銀行におかれては、金融・資本市場の動向にも留意のうえ、「構造改革と経済財政の中期展望－2003年度改定」で示した中期の経済の姿を実現するために、金融政策運営の基本的枠組みの検討を進め、さらに実効性ある金融政策運営を行うことを期待する。

福井議長

有り難うございます。ただ今の政府のご意見に対して、特に意見があり

ましたら、遠慮なくおっしゃって頂きたい。宜しいか。それでは議案の取り纏めに移りたいと思う。議長としては先程申し上げたとおり、現状維持の議案の提出をしたいと思う。なお書きについても、現行の表現のなお書きを入れた議長提案である。他に、今のなお書きについて福間委員あるいは春委員から別途の提案があればどうぞ遠慮なく。

春委員

私は自分で提案を出すつもりはないが、提案が出たら多分そちらへ賛成する。

福井議長

福間委員、如何か。

福間委員

会見等でそういうところも留意して頂くとすれば、敢えて提案を申し上げることはしない。

福井議長

会見では十分に申し上げる。

福間委員

それであれば結構である。

中原委員

すみません。

福井議長

はい。

中原委員

なお書きの書き方は形式的な問題なのだが、現実に6兆円の財政の払いを放置するかどうかについてはコンセンサスができたと考えて良いのか。

福井議長

放置するとは如何なる意味か。

中原委員

36兆円にするということである。

須田委員

その前からどう調節で対応するかという話ではなかったか。

中原委員

少なくとも期末当日は、私は吸収オペはやらない方が良いのではないかと、いうことを申し上げた。そこは本当は決めておかなければいけないのではないか。

福間委員

6兆円が大き過ぎるから。おっしゃるとおりである。

中原委員

私はもう敢えて期末当日に吸収をかける必要はないのではないかと、思っている。

福間委員

私もそれはやめた方が良くと思う。

中原委員

前日に翌日の吸収をかけるのか。

福間委員

できるだけ落としておく。

福井議長

具体的にどういうオペをするかは、金融市場局長の腕に任せたいと思うが、基本的には、やはり財政資金が大幅に出て、それを一挙に吸収するというこのリパーカッションの大きさ、その弊害ということは十分考慮して調節をする、ということで善処して頂けるのではないかと思う。絶対にこの日はオペをやってはいけないとか、そこまでいくとかえって硬直的に過ぎる。

福間委員

逆にそうするとまずい。

中原委員

現在の調節目標にはこだわらないという趣旨か。

福井議長

おっしゃるとおりである。金融市場局長においては、そのようなことで対応可能か。

中曽金融市場局長

はい。

福井議長

では、議案を一つお願いする。読み上げて欲しい。

櫛田企画室参事役

では読み上げさせて頂く。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。日本銀行当座預金残高が 30～35 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。続いて別添である。「2004年3月16日、日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成多数）。日本銀行当座預金残高が 30～35 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。

福井議長

それでは採決に移るので、政府の方々には大変申し訳ないが…。

[政府からの出席者退室]

では、採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁
岩田副総裁
植田審議委員
田谷審議委員
須田審議委員
中原審議委員
春審議委員
福間審議委員

反対：なし
棄権：なし
欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決をした。この方針に則って白川理事、金融市場局長には宜しく調節に努めて頂きたい。なお、先程のご指示のとおり記者会見できちんと説明しようと思う。この後一旦国会へ行くので頭が1回切り変わるけれども、その点は忘れず記者会見では申し上げるつもりである。それでは政府の方に入室をお願いします。

[政府からの出席者入室]

大変恐縮であった。原案どおり可決された。では、金融経済月報の基本的見解を決定したいと思う。

VI. 金融経済月報の検討

福井議長

本日最初に説明のあった点である。改めて今日の議論も思い起こされながら本当にこの文章で良いのかどうか再度点検頂いて、議論して頂きたい。先程の議論から、執行部の方で修正するという点はないか。

門間調査統計局参事役

このままで結構である。

福井議長

各委員ともこのままで宜しいか。

田谷委員

二つばかり。一つは住宅投資のところだが、これはもう1か月待つてというニュアンスで理解して良いのか。12月、1月と住宅着工戸数が上がっているが、ちょうど振れの大きい月でもあり、もう少し見てからこの表現は考えるということであれば、今月はこれでも良いかな、と思うのだが。

門間調査統計局参事役

これは1か月と敢えて限定はしないが、もう少し様子を見てということである。

田谷委員

もう一つ、先月までは企業の過剰債務など構造的な要因云々という表現は、設備投資の増勢が力強さを欠くものにとどまるということを言うためにこれを入れていた訳だが、今月現状のところ設備投資は回復を続けていると若干上方修正したものだから、この文章を入れる理由が少しはっきりしなくなったと同時に、次の文章の「また」以下が、「企業の人件費抑

制姿勢も引き続き強く、当面、雇用・所得環境に目立った改善は期待しにくい。」という文章にかかってしまうようなニュアンスも読めなくはないと思う。例えば、こういう過剰債務だとか人件費抑制姿勢があるために雇用・所得環境に目立った改善は期待しにくいと読める可能性がある。どうしたら良いかよく分からないのだが。ここでどういう…。

門間調査統計局参事役

今回の考え方は、設備投資、それから先程申し上げた最終需要の中に若干個人消費のようなこともイメージとしては置いているということで、最終需要の基調的な判断は上の二つ、二行目までで大体終えたというイメージである。ただし、その後いわば景気回復のメカニズムとしてそれを抑制する要因がまだあるということを述べて、そういうのがあるからトータルの先行きの総括判断は緩やかというのを変えていない、という考え方である。前回までの表現は、弱点といえば、設備投資というのが二回出てくるので若干そこは読みにくくなっているという見方もできるので、この際そこはすっきりさせて全体は緩やかな回復ということで纏めようかということによってこの案を提示させて頂いた。

田谷委員

そうは言っても、過剰債務が依然として根強いというのは、何に影響するからこの文章を入れたかということがこれでははっきりしないような気がするのだが。

中原委員

「もっとも、」というのが入っていれば、読めないことはないという気がするが。

植田委員

設備投資と見ても良いのではないか、はっきりとは言っていないが。増

加は続けているのだが、まだ先行き若干の不安が残るとというのが言外に盛られている。

田谷委員

皆さんがこれであまり違和感がないのなら、特に代案がある訳ではないので結構である。

福井議長

その他にないか。では決裁に移る。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

福井議長

それでは全員一致で可決した。この金融経済月報であるが、今決定をみた基本的見解の部分は今日公表である。本日の15時に公表を予定している。また、後ろの方の背景説明は必要に応じ執行部で修文を施したうえで、17日（水）14時の対外公表を予定している。

VII. 議事要旨（2/4～5日開催分）の承認

福井議長

それでは次に議事要旨——2月4日、5日の会合分——の承認である。既に皆様のお手許に配付済みであって、ご確認頂いたかと思うが、ご異議はないか。それでは採決をお願いします。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決をさせて頂いた。

VIII. 2004 年 4 月～9 月の金融政策決定会合開催予定日等の承認

福井議長

もう一つ議題がある。2004 年 4 月から 9 月の間の金融政策決定会合開催予定日、それから金融経済月報の公表日、議事要旨の公表日、お手許に一枚紙をお届けしているが、これについて異議がないことを確認させて頂きたいが、如何か。宜しいか。ではこれも採決をしたいと思う。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で決定をさせて頂いた。この件は、本日の会合終了後速やかに公表する。なお、申し忘れたかもしれないが、先程の 2 月 4 日、5 日会合分の議事要旨であるが、これは金曜日、3 月 19 日の 14 時に対外公表を行う予定である。

IX. 閉会

福井議長

以上で今日の議題を終了した。次回は 4 月 8 日、9 日と二日間の開催である。宜しくお願いする。それから機密保持関係であるが、毎回申し上げて恐縮であるが、決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め厳に出席者限りということである。議事要旨、あるいは議事録という一定のルールに従って開示する取扱いとなっているので、強くご留意頂きたいと思う。決定会合への信認を確保する観点から、皆様方におかれては厳正な機密管理を是非お願いしたいと思う。ご協力に感謝する。本日は、これで閉会とする。

(午前 11 時 48 分閉会)

以 上