

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2004年4月8日（14:00～15:58）

4月9日（8:59～12:31）

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（8日）

石井啓一

財務副大臣（9日）

内閣府

中城吉郎

政策統括官（経済財政一運営担当）

（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（9日11:20～12:31）

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（9日8:59～9:47）

企画室調査役

内田眞一

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（9日8:59～9:47）

I. 開会

福井議長

宜しいか。それでは政策決定会合を開催する。

(午後 2 時開会)

今日と明日と二日間のセッションである。今日は、金融経済情勢に関する執行部の説明を伺い、質疑応答をして頂きたいというふうに思っている。明日は、補完供給を目的として行う本行保有国債の買戻条件付売却の導入に関する件、これを最初に議題としている。その後は、通例どおり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等と続いている。本日政府から財務省津田総括審議官にお越し頂いた。有り難うございます。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。宜しくお願ひ申し上げます。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。委員及び政府からのご出席の御両方、このことをご承知のうえでご発言お願ひしたいと思う。今日はコーヒブレイクを取らないが、コーヒは用意してあるので途中で随時お取り頂きたい。

II. 金融経済動向についての執行部からの説明

福井議長

では最初に、金融調節、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ひする。各説明毎に質疑応答の時間を設けるので宜しくお願ひする。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告 (資料-1、2)

中曾金融市場局長

それではお手許の追加資料 1、2 というものに沿っていつものように説明したいと思う。まず金融調節の方だが、図表 1-1 である。前回決定会合以降の金融調節だが、年度末を挟む金融市場の安定を確保することを念

頭に実施してきた。前回決定会合でご説明申し上げたように月末日、3月31日に財政資金の払いがあって、かつ、この日は金融機関が期越え資金の放出を多少消極化するという期末特有の傾向もそれなりに予想されたところなので、市場の安定のため念には念を入れるということで期末日スタートの吸収オペは見送ったところである。この結果期末日31日の当預残であるが、36.4兆円と既往ピークの水準で着地して、なお書きの発動ということになった。ただ翌日には資金吸収を行って、当座預金残高は一日でターゲット・レンジの中に戻っている。期末に掛けての市場だが、極めて平穏であって、市場関係者の言葉を借りるとここ何年かで最も静かな期末であったということであった。実際期末日のオーバーナイトのコールレートなのだが、0.005%ということであって、去年の9月末が1,000分の13%、0.013%、去年の3月末が1,000分の21%、0.021%ということであったので、これと比べると随分低い水準に収まっている。それから補完貸付だが、これもこちらは、今年は実績がなかった。因みに昨年度末の発動実績が1,271億円ということであるので、これも対照的であった。図表1-2だが、この図表は今年の年度末と去年の期末を比べているものなのだが、無担オーバーナイトだけでなく、レポ・レートもお示ししている。このグラフにあるようにレポ・レートも今年は期末のプレミアムが去年などに比べて格段に低かったということが見て取れる訳である。それから図表1-3、当座預金の保有状況であるが、都長銀それから外銀、この辺りが大きな保有主体ではあるのだが、年度末の要因も若干見られていて、例えば郵政公社だが、期末に受けた財政融資資金の償還金などが滞留しているということで、足許でもまだ3.7兆円とかなり高い数字である。それから非準預先だが、一部系統の上部機関なのだが、期末資金を手当てをしたために3月の積み期が1.7兆円とかなり積み上がった状態になった。続いて図表1-4だが、資金需給の方を見ると、3月は2.5兆円の不足であった。月中はやはり銀行券の伸びがやや弱かったかなという感じである。それから3月前半については外為介入の影響もあって不足幅は当初私共見ていたより小幅に止まっている。それから4月なのだが、4月は前半に交付金の払いが

ある。月央に至ると今度は年金の定時払いもあるので当面は余剰の地合いがかなり強くなってくる。こういった中でのオペの実施状況なのだが、図表 1-5 をご覧頂くと、まず期末に向けてだが、私共としては金融機関の期末越えの資金需要への対応に万全を期す構えで臨んだところである。具体的には、手形の買入全店オペであるが、23 日にオファーをしている。ここで本店ではなくて全店オペとしたのは、資金を取り損ねた地銀がいてもアクセスできるようにするためにした訳である。それから、通常全店オペは数か月程度の長めの資金供給手段として用いるけれども、今回はそこにあるように 3 週間として期末越えの短期資金需要に応えるようにしたところである。それから同様の趣旨から、国債買現先オペを 25 日にオファーをしている。私共としては、ほぼこの時点で金融機関の期末越えの資金需要が充足されたかなというふうに判断をしたところである。これから先なのだが、先程申し上げたように 4 月の前半というのはかなり資金余剰の地合いが強くなってくるので、吸収サイドのオペの方に書いてあるけれども逐次吸収の方を実施してきた。短期市場の落ち着きを確認しながらだが、25 日から 29 日までの間、売り手による期末越えの吸収オペを連続的に行ってきた。オファーをする際にはエンド日を分散させるなど工夫をしながらやってきた訳である。期末越えの売り手レートについては、平均落札レートで見ると 0.002%~0.004%。若干のプレミアムが乗った形になっているけれども、これも実は去年の 9 月末越えの売り手レートが 1,000 分の 15 とか 1,000 分の 21 だったことに比べるとかなり低いというふうに言えると思っている。それから 31 日からは期明け後スタートのオファーを開始した訳だが、資金余剰感の強さを反映して、レートの方は直ぐに 0.001%と元の水準に戻っている。続いて図表 1-6 で、ABC P の買入オペである。図表 1-6 の 1. にあるように、3 月中は 3 回 ABC P の買入れを実施した。この結果、直近残高が約 1,200 億円、累積買入額が一応これで 5,000 億円を超えたことになる。それから図表 1-8 の買入適格プログラムの件数なのだが 9 件と、これは前回決定会合の時に比べて 2 件程増えている。実はこの 9 件のうち 3 件が先般の要件緩和を受けて適格と

なったものなので、要件緩和の効果は着実に出ていているというふうに見ている。続いて金融・為替市場の動向である。まず図表 2-1 の (2) ターム物のレートの推移であるが、短国レートをちょっとご覧頂きたいのだが、前回決定会合の頃、つまり 3 月の中旬頃なのだが、F B の発行が増加している点を嫌気してレートが若干強含んでいた。ただ期末に掛けては他のレートが非常に低い水準にある中で短国についてはむしろ値頃感が出てきたため買い進まれていて、レートは期末に掛けて低下している。ただ期明け後なのだが、F B や T B の入札が相当頻繁に行われている。しかも 4 月からは F B の入札のワンショットが従来 5.1 兆円だったのだが 5.5 兆円に引き上げられているので、需給面の問題が改めて意識されるようになっている。このため 3 か月物の F B で見ると直近の足許では 1,000 分の 16 位まで上昇してきている。それから図表 2-2 の黒い太線で示したユーロ円金先からみたフォワード・レート・カーブであるが、債券相場が軟調となったことから前回決定会合と比べると若干だが上方シフトをしている。その債券相場なのだが、図表 2-3 である。債券相場は前回決定会合の直前は 10 年債レート 1.3% を切る水準であったが、その後色々マクロの良い景気指標が出てきた。これを受けて 4 月 6 日には 1.5% 台に乗せている。最近の債券相場を見てみると、特に株価に敏感に反応するようになっているなという感じを持っている。下側のインプライド・ボラティリティをご覧頂くと、足許幾分であるけれども上昇してきている。次に図表 2-4 のイーールド・カーブの動きについて見ると、(1)、(2) のグラフにお示ししているようにほぼ全ゾーンに亘って上昇している。こういった辺りを見てくると多少気になるのが、去年の夏の金利上昇局面を思い出して、銀行の行動がどういうふうに出るのかという点なのだが、この点については図表 2-5 をご覧頂きたい。上側のグラフである。銀行は主として中期ゾーンの国債を持っているので、このポートフォリオのヘッジ状況を見るために 5 年物のスワップ・スプレッドの動きを見てみたいと思う。上のグラフの黒い太線がそれであるが、こちらを観察すると、足許では若干上の方へ跳ねているように見える。跳ねてはいるのだが、ただそれは去年の夏などに比べると

と比較的低い水準で落ち着いているというふうに見ている。つまり銀行が自分の債券ポートについて固定払いのスワップ・ポジションを焦って作って慌ててヘッジをしようと、そういった様子は今のところ窺われないなというふうに思っている。4月6日に行われた10年債の入札も比較的無難だったので、目下のところなのだが売りが売りを呼ぶというような形で相場が崩れていく兆しは見えていない。今後どうかということだが、長期金利には、色々な要素が影響し得ると思うのだが、その一つは海外の金利かなというふうに思っていて、下のグラフに示しているが、海外金利、とりわけアメリカの金利については過去振り返って見ると連動性が高まる局面があっただけに、今後とも留意して、動きはフォローしていく必要があると思っている。それから図表2-6で、債券の市場関係者がどういった点を相場の変動要因として見ているかというグラフを見ると、(1)にお示ししているように格子縞の株価、それから景気動向は黒塗りの部分だが、こういった要因を注視するようになっている。そして(2)のグラフがお示ししているように、この二つの要因が当面の金利上昇要因として次第に強く意識されるようになっているようである。続いてクレジット周りなのだが、図表2-7は社債利回りの動きでこちらはあまり大きな動きがないので飛ばして頂いて、図表2-8である。銀行債の対国債スプレッドだが、このうちまずシニア債、(1)のグラフであるがシニア債について見るとほぼスプレッドは横這い圏内である。一方(2)のグラフで、より、リスク性資産であって、従って利回りの高い劣後債について見てみると、スプレッドは一段と縮小されてきている。これは銀行の信用力が回復するといった動きの中で、投資家がクレジット・リスクを段々積極的に取っていることを示唆しているというふうに見ている。それから(3)がクレジット・デフォルト・スワップのプレミアムなのだが、こちらも銀行株の一段の上昇を受けてさらに縮小してきているという状況である。次に株価である。図表2-9だが、株価は内需の回復期待が高まり、それから特に今週に入ってから、(2)のグラフにあるように雇用統計の改善を受けたアメリカの株価の回復も支援材料になっていて、日経平均は4月6日には、こ

れは 2001 年 8 月以来になるが、12,000 円台に乗せている。それで (3) のグラフにあるように 2 月下旬以降の我が国の株価の上昇率を見ると、海外市場を凌駕している。これは我が国における内需回復期待の強さを示していると思っている。ただ株価上昇のドライバーなのだが、誰かと言うと次のページにお示ししている。図表 2-10 の (1)、主体別の売買動向なのだが、引き続き海外投資家が大幅な買い越し主体である。海外投資家には年金とか、要するに機関投資家とかヘッジファンド、こういったところにおいて、多少投資ビヘイビアが違うようであるが、全体として見てみると目先 3 か月位はオーバーウエイトを維持する、ないしさらにポジションを積み増すということを考えている外国人のファンドマネージャーが多いようである。一方、国内の投資家はどうかと言うと、期末に掛けては年金基金の代行返上の換金売りだとか、あるいは持合いの解消売りといったことから、金融機関が大幅に売り越しになっている。次に業種別の動きだが、一つの特徴は銀行株ではないかと思っている。銀行株については次のページにお示ししているが、図表 2-11 の上側である。銀行株は、去年の春頃から上昇を続けてきていて、基本的にはその背景としては不良債権の処理の進捗ということがあると思うが、最近は公的資金の一部返済であるとか、あるいは今週に入ってからだが、一部の外証が P E R から見た場合の邦銀の、彼等の言葉で言うと目標水準というものが、予想値みたいなものなのだと思うのだが、上方修正をさらにされていて、それがさらに銀行株価を押し上げる結果となり、ちょっと過熱感を帯びる状態にもなっているようである。もう一つの特徴が次のページなのだが、図表 2-12 である。もう一つの特徴は、いわゆる内需関連株の強さではないかと思っている。(1) のグラフでお示ししている銀行株を含む金融株、今申し上げたように去年の 4 月以降一貫して上昇しているのだが、今年の 2 月以降、2 月頃から内需関連株がぐっと上がってきている。一連の景気指標の改善、それから都心部の地価の底入れ期待、こういったものが背景になっているというふうに言われているようである。内需関連株がぐっと上がってきたちょうど 3 月中なのだが、この間は輸出関連株が円高によって、それからハイテク株

が、アメリカのNASDAQが調整局面に入っていたのでやや伸び悩んでいたのだが、内需株の上昇がこれを上手く補う形になったということが言えると思う。あと、直接株価とは関係しないのだが、環境改善という点から(2)のグラフをちょっとご覧頂きたいのだが、企業の格付の改善という点である。このグラフにお示ししているように、98年以降格下げが格上げを上回るという状態がずっと長い間続いていたのだが、2004年の第1四半期になって格上げ数が格下げ数を久方振りに上回ったと、こういうことが生じている。最後に為替である。図表2-13である。為替は(1)のグラフ、黒い太線がドル/円なのだが、やや目まぐるしい動きになっていて、3月の中旬に一旦大量介入の効果などもあって112円位まで円安になったのだが、その後は介入スタンスの後退であるとか、あるいは日本の景気回復期待、さらには外国人の株買い、こういったものからまた反転をして4月1日には103円台に円高が進んでいる。その後は、米国の雇用統計発表後はアメリカの景気の見方が強硬化したということ、それから期明け後は若干なのだが日本の機関投資家が外債を買っている、これ絡みのドル買いも出てきているようであって、それでドルが上昇している部分がある。現在どうかということなのだが、景況感という面では日米が割と拮抗している感じがする。ただ昨日、今日辺りから新たな、ドル安材料なのだが、イラク情勢の混迷、それから格付機関による日本の外貨建て政府債務の格付引き上げ、こういったものが円高ドル安方向への材料として意識されるように、極く極く直近ではなっているようである。これに対してユーロについては(2)のグラフにあるように、どちらかと言うと方向感を欠く、あるいは欧州のファンダメンタルズが弱い分だけドルに対してはやや軟弱になっていて、円とユーロがやや対照的な動き、姿になっているということだと思う。最後、図表2-15だが、これまで何回かご紹介させて頂いているIMMの円ポジションなのだが、(1)のグラフである。3月の初めに円ロングからショートに大きくポジションが引っ繰り返った訳であるが、その後極く極く直近はまた円ロングの方向に若干マイナスの方へ、下の方へ振れている。ただポジション自体は大きく張っていない。どうも聞

いてみると、投機筋と言うかファンド筋は今は地政学的なリスクもあるので大きなポジションは張りにくい環境になっているようである。当面の相場観を探るため(3) リスクリバーサルなのだが、こちらを見ると黒い太線が、ドル/円なのだが、これはマイナスの領域になおあって、中期的にはやはりドル下落リスクが意識されているようである。これに対してユーロについては方向感を欠いていて、ゼロを挟んで行ったりきたりしている状況が続いている。私からは以上である。

福井議長

どうぞ、ご質問等あれば。

岩田副総裁

一点お伺いして宜しいか。株なのだが。代行返上であるが、代行返上して政府にお金が戻って、年度が変わるとその政府がまた今度は買う方に回るとのではないかと考えられるのだが、それは何らかの影響が、どの程度あるのか。ほとんどないのか。

中曾金融市場局長

代行返上なのだが、全体で5兆円位あって、4兆円位既に大企業の部分で行われていると。残っているのは中小企業関係の基金と言われている。この4兆円が、まずご指摘のように、一旦厚生年金特別会計歳入というものに入る。それから年金運用基金というものに改めて寄託をされる。その一部が市中運用に回ってくるのだが、市中投入される金額が16年度は6兆円弱、5.8兆円位というふうに言われている。これが全部株式にいく訳ではなくて、2割位が株式に回ってくるというふうに言われている。単純に考えればだから5.8兆の2割位が新しく株式として回ってくる。ただこの2割というのは既存の株式運用の残高にも適用されるもので、しかも時価ベースなので既存分の時価が膨らんでしまうと新たな株式として回ってくる分があまり多くないのではないかと。だからどうもあまり期待でき

ないかなという感じである。

岩田副総裁

もう一つは、個人がインターネット取引で株を相当買っているとか。あるいは投信も今増えているのではないか、買う人が。でもこれを見ると、株の売買で見ると両方マイナスが続いていて、ややちょっとどうなっているのかと。

中曽金融市場局長

まず個人の方は、これも我々ちょっと定量的なものがないのだが、基本的には回転売買である。だから売ったり買ったりしてきている。

岩田副総裁

ネットではむしろ売っていると、そういうことか。

中曽金融市場局長

ただ、今株価が上がってきているので益出しをして、一旦。今後もう一回それが新たに買いに入ってくる可能性もあるのではないかと。それからネット売買の裾野はかなり広がってきているのではないかという感じである。

岩田副総裁

あまりこれには上手く反映されていない。

中曽金融市場局長

今はまだ出ていないのだと思う。今後どういうふうに出てくるかということだと思う。ただ回転売買して基本的には売りながら益を出していくことのようなのだ。銀行株などにもネット売買の個人が入ってきているようである。銀行株過熱気味という中には、個人投資家の投資というのにもか

なり入ってきているやに聞いている。それから投信なのだが、投信は、ずっとマイナスが続いている一つの理由というのは、色々調べつつあるのだが、途中経過なのだが、非常に古い投信が売られているのではないかと。つまり、昔に設定されていたものがその後純資産が物凄く減ってしまって、売りに売れなくなったものが少し株が今上がってきているので損切りのような形で売られている。そういう部分があるので結構マイナスが出てきているのではないかと思う。ただ、期明け後は先程若干申し上げたが多少新しい設定というのが出てきているようである。だからネットではまだマイナスなのだが、少し動意があるのかなという感じで見ている。

須田委員

二点程聞きたいのだが、一つは期越えのオペについてであるが、このオペにより最後になお書きを使ったということだが——別にそれがどうこうと言う訳ではないが——、市場が非常に落ち着いていたということなので、もしこの日に即日で吸収していたとしたらどうであっただろうか。市場がどの程度落ち着いていたのかを知りたいのでその点を教えて欲しい。

中曾金融市場局長

感覚論になってしまうのだが、調節は注意深くやってきたつもりであるし、レートの方は非常に落ち着いていたので、私の感じでは、この上振れた分が、1兆円ちょっとなので恐らく吸収できたであろうなど。即日吸収してもレートにはあまり大きな変化はなかったのではないかというふうに思う。

須田委員

それからもう一点は、資産担保証券の買入適格審査の要件緩和についてであるが、今回、適格になったものは、どの部分の要件緩和の効果があったのか。

中曾金融市場局長

それは各種あったと思う。大企業の部分、それから…ちょっとお待ち頂きたい。ちょっと今手許にないのだが…。

須田委員

結構である。一つという訳ではないということか。

中曾金融市場局長

間違いなくあったのは中堅中小企業関連の割合を件数ベースにしたもの、それから格付数を複数から単数にしたもの、こういったもの。だから要件緩和のうちどれかに偏っていたということではなかったと思う。

福井議長

他に宜しいか。それでは海外経済情勢に移る。平野理事と堀井国際局長
お願いします。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

それでは本日お配りしたお手許の決定会合資料-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。アメリカの主要経済指標であるが、アメリカで景気拡大がバランス良く着実に進んでいる姿を示している。まず3. 実質個人消費である。2月は前月比横這いとなった訳だが、1~2月平均を第1四半期と見なして前期と比べてみると+0.8%と前期並みの比較的しっかりした伸びが続いている。ただし消費の内訳に関しては、6. 自動車販売は鈍っている。11. ISMは製造業、非製造業ともに高い水準で推移している。12. 鉱工業生産も堅調な増加を続けている。この間、14. 失業率の3月だが、前月から0.1%上昇して5.7%となったが、15. 雇用者数は非農業部門全体で+30万8千人と大きく増加した。寒波の影響で前月一時的に落ち込んだ建設がかなり増加した以外にも、非

製造業の幅広い業種で増加している。製造業についても、2000年8月から43か月連続して実は減少してきた訳だが、当月はついに横這いとなった。1月と2月の計数も同時に上方修正された結果、第1四半期の雇用者の増加、左にあるが171,000人と2000年の第2四半期以来の増加となっている。先月の決定会合で、ここにある事業所統計ではなく家計調査で見るとよりしっかりした増加が見られると申し上げた訳だが、今回の雇用統計はこの家計調査の結果を後付ける形となった訳である。この間物価であるCPI前年比は、2月、前年同時期にエネルギー価格が高騰した裏が出て、伸び率が鈍化しているが、コアで見ると前年比1.2%とその前2か月と比べ変化が然程ない。なおGDP統計の個人消費デフレーターはこの程、ここに載せていないが、この程上方改定されて、昨年(2000年)の第4四半期の年率上昇率はPCE全体では1.0%、コアでは1.2%と、その前の二つの四半期を上回っている。全体から見るとディスインフレ傾向に漸く歯止めが掛かってきたという感じがしている。図表2で、アメリカ経済の拡大モメンタムを供給サイドのグラフで改めて確認したいと思う。(1)のグラフからは雇用者が業種別に広がりを持ちつつ全体として拡大している様子が窺われる。(2)の細線の生産を見ると、最近の右端の方の上がり方であるが、そのちょっと前の2002年と異なりしっかりと右肩上がりとなっているのが分かる。在庫も漸く増加に転じたものの、拡大ペースは然程でもない。今後の生産拡大に繋がるモメンタムが蓄えられている様子を窺わせるところである。(3)のISMは先程も触れたが、絵でご覧頂くとよりビビッドに製造業、非製造業ともかなり高い水準で推移しているのが分かる。次にユーロエリアについて、図表3をご覧頂きたい。ざっと見て個人消費、設備投資ともに弱さを示す計数が多いところである。また、7. 輸出についてすら伸びているとは言え、勢いが弱く、さらにその下の生産は一段と弱いところである。この間物価については、一番下の方だが、ドイツ、イタリアでたばこの税金が引き上げられてその効果がある一方、前年のエネルギー価格高騰の裏というのが逆に効いて、それが相殺する形で前年比は2月、3月と連続して+1.6%となった。なお図表には載せていないが、実

はスイスのCPI3月というのがある、これは前年比でマイナスの0.1%と1998年12月以来久し振りにマイナスとなった訳だが、これも昨年のエネルギー価格高騰の裏といった理解が一般的である。因みにスイスのコアの前年比は本年の初めから3か月連続して0.2%である。次に図表4-1である。東アジア経済について、(1)のGDPの成長率だが、韓国がやっと出てここでアジアの国が出揃った訳だが、いずれも高成長である。その後の動きについて(2)輸出を見ると、旧正月のずれに伴って単月では振れている訳だが、均して見ると——特に前年比でご覧頂くとよく分かるが——、高い伸びが続いている。次の図表4-2、(3)の生産も同様の動きとなっている。この間(4)の消費者物価については、中国、韓国とも総合では幾らか、ここに出ている総合では幾らか振れているが、振れの大きい食料品などを除いて計算してみると前年比はこのところ横這いで推移している。それから台湾、タイ、フィリピンなどで、前年比が幾分高まっているように見えるが、これもいずれも主に食品の値上がりによるものである。さて図表5のアメリカの金融指標である。先程言及した個人消費デフレーターが3月末近くに上方改定されるに伴って、(1)の長期金利が上昇に転じた。さらに予想を上回る雇用増加が発表されると一気に上昇して、極く最近では10年物の、ここにある国債利回りで4.1%台半ばという水準となっている。この背景に関して(5)のFF先物金利というのを見ると、雇用統計などに反応して金利先高観が強まっている。極く最近では8月10日のFOMCでの利上げ予想というものがかなりの程度織り込まれている。この間(2)の株価だが、企業業績見通しの上方改定が続いたうえに、景気の強さを示唆する物価統計、雇用統計が発表されるにつれて上昇している。なお長期金利の急騰にもかかわらず、社債金利のスプレッドやそれから株価のインプライド・ボラティリティなどリスク関連指標は(3)、(4)のグラフにあるように低位で推移している。図表6である。欧州の金融指標だが、まず長期金利、(1)であるが、アメリカの経済指標に反応して3月末より上昇している。ただし上昇幅はアメリカに比べると小さく、このため10年物の長期国債利回りはここへきて米欧で逆転して

いる。欧州の方が低いといった状態になっている。(5)のグラフで短期の金利観を見ると、4月初めのECB政策理事会に掛けて一旦利下げ期待が強まったのだが、ECBの利下げが実際には見送られ、その後の記者会見でトリシェ総裁が「現在はユーロ経済は緩やかな回復を続けている」というふうに発言され、またその後アメリカの雇用統計が発表されるといったことがあって、一旦利下げ期待が後退、ただし極く最近ではまた少し利下げ予想が出始めているとこういった動きをしている。一方、ここに載せていないBOEだが、BOEは本日ないしは来月のMPCでの利上げというものが予想されている。株価、(2)のグラフだが、欧州の株価もアメリカと同様にほぼ同幅で上昇している。最後に、表はないがエマージング債について。アメリカの長期金利が上昇するとエマージング債の利回りが急騰するというリスクが気になるころではあるが、これまでのところそうしたリスクが顕在化する兆候は見られていない。現に、アメリカ国債に比べて流動性が乏しいアジアの国債の金利は上げが緩い訳であるし、流動性が比較的高いブラジル債でも雇用統計発表当日は利回り格差がやや広がったがその後収縮している。またアルゼンチン、ロシアなどについても然程変化は見られない。以上纏めると、現在は世界経済の拡大基調が定着し始め、つれて物価面でもデイスインフレ懸念といったものが幾らか薄らぎつつある状況と言えるかと思う。私からは以上である。

福井議長

どうぞ質問があれば。

岩田副総裁

宜しいか。やはりアメリカの長期金利の先行きが、アメリカだけではなくて実は日本のマーケットでも、ある意味最大の論点ではないかと思っている。アメリカの長期金利について、4%を下回っているような状況を、ある意味ではバブルではないかと。スワップションなどのボラティリティなどが随分上がっているというような話もあるし、それからもう一つは日

本などが介入で、ある意味では長期金利を抑えていた面があると思うのだが、その効果が剥落したところで介入の効果については何もないという判断なのか、それとも多少は影響しているという判断なのかそれもちよっとお伺いしたいと思うのだが。それからもう一つは短期金利が少しずつ上がっていくというグリーンSPAN議長の中立的なポジション——一説では350bpまで上がるという話もあるのだが——、そのつまり長期金利の上がり方、先行きについてどんな感じで見ておられるのか。

堀井国際局長

まず長期金利の方だが、アメリカの国債市場がバブルではないかということに対して、4月1日にコーン理事が比較的長い講演で答えており、幾つかの論点を潰したうえで、バブルではなかろうというふうな結論を出している。先日、私自身も、恐らく平野理事からも補足頂けると思うが、アメリカの当局者と話をした時も自分もコーンの意見に賛成だという方がまだ有力者でおられた。さらに日本の為替介入がアメリカの国債市場を支えてきた効果について、これについても先月も話題に出たが、FRBは比較的小さいと、たかだか30bpというふうに言っていて、その後介入が止まった後についても、アメリカのFRB当局は、「止まってもやはり関係なかったね、自分達が言っている方が正しい」という判断をしている。

岩田副総裁

そういう判断か。

堀井国際局長

FRBはしている。それから短期金利を中立的ポジションに上げるパスについてだが、これも実はコーン理事がその前日、あるいは前々日に別のところでまた講演されていて、要するに、じっと長く辛抱していて最後に上げるのが良いのか、あるいは比較的スムーズに上げた後、その後にゆっくり上げていくのが良いのか、どちらが良いのか。

岩田副総裁

レジャーにスローリーに…。

堀井国際局長

結局、論点の中にははっきり結論は出されていなくて、難しい問題だねということが終わっている。中立的なポジション 350bp についても、先月話が出たが、FRB自身のマクロモデル、あるいは別途の推計で実質金利が2%と言う人、あるいは2.5%と言う人、そのような人がいるので、それに1%位のインフレ率を乗せたところが350bpということではあるのかと思うが、いずれにせよどちらの経路を取るのが良いのかを踏まえ、一生懸命FRB自身が考えているというふうな事情かと思う。

福井議長

他に。どうぞ。

中原委員

雇用統計だが、確かに良い数字が出て、また過去に溯って上方改訂されたがこれが本物なのかどうか。消費者コンフィデンスの方の雇用、将来の雇用の部分というのは改善はまだ勿論見られていないし、過去に溯ってそこまで改訂される位であれば、本来もうちょっと強くても良いのではないかという気もする。この辺、むしろラグをもって後から上がってくると考えるのか、そもそも171,000という数字の評価をどう考えるのか、この辺どうだろうか。

堀井国際局長

171,000というのは、これでも本格的回復初期、あるいは先程のモメンタムの絵で言うと生産がぐっと立ち上がって、加速度が付く局面では、20万人というのがこういう初期では普通だという人もいて、それに比べると

やはり、171,000でもまだ遅いことは遅いという評価をする、これもFRBの当局者がいる。私もそういうことかなと思っている。ただ、同時にやはり今まで見ていたよりは、しっかりとこれが上がってきているので、消費、これまでアウトプットのところだと、生産周りと言うか、製造業のところでもそういう回り始めているモメンタムがさらに需要面でもサービスで上がってくるということで、今までサービス経済化を映じて医療とか教育で雇用はそこそこ伸びてはきたが、さらに広がりが出てくるような形になってくるのかなと思っている。そういう意味で、バランスの取れた着実な回復局面に入り始めたという一つの証左と思っている。それから消費者のコンフィデンスの評価だが、これも数か月前も一つの仮説として申し上げたが、やはり民主党のネガティブキャンペーンでコンフィデンスが振られているというのが現地からの報道であって、政治の年になってその辺のキャンペーンにもやはり影響されるのかもしれない。

岩田副総裁

もう一点宜しいか。住宅投資なのだが、ある説によればバブルというのが国債価格と住宅価格の両方にバブルがあってそれが危険なのだという話があるのだが、住宅投資の着工の数字がちょっとこのところ弱くなっているのかなという感じもする。住宅価格の方は第4四半期まで結構上がっていたと思うのだが、そろそろスローダウン、これまで相当強かったので、伸びが若干むしろ弱ってくるような、流れとしてはそのような方向か。

堀井国際局長

まず、着工件数の方はこれは第4四半期にピークを付けた後、もっと早く落ちるかなと、金利の情勢から見て、思っていたのだが、金利がまたちょっと雇用統計前は下がったものだから、また最後の駆け上がりといった形でなかなか落ちてこなかった訳である。ただ、伸びはもう既になくなっていくし、長期金利が4.1とか4.2とか、あるいはそれより上を見ていくようになると投資は下がってくるだろうと思う。価格については、

おっしゃるとおり既に数か月前からバブルではないかという議論があつて、その当ても先程言及したコーン理事が公式なスピーチの中で、「色々やってみるとハウジングについても、バブルとは言い切るだけの証拠は足らない」ということをおっしゃった後、4月1日になってあれからああ言った後、また上がっているということで、「これはやはり逆にバブルではないと言い切る自信も大分なくなってきた」というふうなことをおっしゃっている。であるから、この辺、引き締め、あるいは金利の影響の出方で収まる、綺麗な形でソフトランディングするのか、あるいはパーストするのか、そこは注目点かと思う。

福井議長

ヨーロッパ経済は、今、世界経済の拡大傾向が定着しつつあるという判断の中で、少しアイソレートしつつあるのかどうか。欧州委員会の数字だと今年1.7%、来年2%台とされているが、今出てきている数字から判断してオントラックなのか、そうではなくてオフトラックなのか、どうなのだろうか。

堀井国際局長

私共で四半期の絵を見ていると、1.7%を実現するのは結構難しいと思っている。そういう意味ではオフトラック。

福井議長

オフトラックか。

堀井国際局長

だというのが、私の見方である。それで今回も欧州委員会の年次の予想が出て、僅か0.1%しか前回から下げていない。しかも、中身を見ると個人消費を0.1%落としただけなのである。とすると今のトレンドから見て、先程もちょっと輸出ですらモメンタムがそれ程付いている訳ではないと

申し上げたところからいくと、なかなか数字を実現するのは難しいのかなという気がする。これに関しては、幾つか仮説、相互排他的ではない仮説があり、一つはやはり何と言っても実質賃金が高い。生産性の伸びが低い割に実質賃金の伸びがまだしぶといので、やはりプロフィット・スクイズが、恒常的に回復を阻害している。これに対してアメリカは逆転している。日本も逆転している。中国は大体オントラック、こういうことを一つ指摘する向きと、それからやはりユーロ高と言うか、アメリカの去年からの保険としての金融緩和の流れの中で、それが当然ドル安を拍車する訳だが、それに対して緩和策を採った国、これはアジアの国が多い訳だが、その一方緩和策を採らなかったECBというそのコントラストで語られるシナリオと二つあるかと思う。冒頭申し上げたように、相互排他的ではない。

平野理事

今の話の経緯で言うと、実質賃金は、相対的に高めに維持されている。当然、消費に期待が掛かる訳である。しかし、年金改革や構造改革を巡る政治の混乱もあって消費者のコンフィデンスが低下しており、なかなか消費も出てこないというのが悩みの種だということであろう。また、先程のハウジングの話に関連し、仮に住宅バブル的な要素があるとして、これが弾けた時に何が起こるのかという議論が、今盛んに行われている。一般的に言われているのは、モーゲージ市場を通じてリスクは比較的分散されているし、金融システムは総じて健全に維持されているので、金融システムに何か大きな混乱が生ずる可能性は小さいのではないかということである。ただし、住宅価格の上昇率がスローダウンするだけでもいわば資産効果を通じて、消費には予想外にマイナスのインパクトが掛かる可能性があるという指摘もある。その裏には、住宅市場が非常に効率的な市場になっており、住宅資産は実物資産であるにもかかわらずかなりの程度金融資産に近い形で認識をされ、保有されているという部分があるのではないか。例えば、オランダの例がよく話題にされるのだが、オランダでは住宅価格

は上がっているのだが、上昇ピッチが去年から相当大きくスローダウンした。それだけで相当消費が落ち込んだという例があり、そういうルートを通じた实体经济へのマイナスインパクトというのは無視できないのではないか、といった議論もある。

福井議長

バンク・オブ・イングランドの場合、实体经济よりは資産価格の上昇を主な理由として、既に二回利上げを行い、さらなる利上げも予想されているが、様々な面から見て、アメリカ、日本、アジアに比べて、そんなに急いで利上げをしなければならないという材料は一体何なのか。

堀井国際局長

やはりそのハウジングの…。

福井議長

ハウジングか。

堀井国際局長

然り。ハウジング・ブーム、ここにも数字が、事前にお配りしている資料の方の図表 2-8 にあるが、住宅価格、ネーションワイドの指数でご覧頂いて、四半期で言うと 3Q から 4Q に 16.6 から 15.6 に落ちるかと思ったところが、16.0 と落ちてこない。月によってはこの 2 月にあるように 17.1 と非常に高い伸びをまたツイン・ピークスと言う人もいるが出てきている。この裏側でと言うか、同時に家計の債務というのが非常に積み上がってきているということに警戒感がある。それがこの CPI の実績のところではこういうことではあるが、BOE としては彼等の今度新しくなった HICP、イギリスの CPI のターゲットを 2 年位先のところでは上に切っていくのではないかと、心配する根拠になっている訳である。

須田委員

それに関係するのだが、イギリスにおいて住宅ローンはフローティングが多いため、金利の上昇が家計にそのまま影響を与えてしまう。それが早めに金利を上げるという方向に向いているという考え方もあるのか。

堀井国際局長

まさに短期の、短期にペッグするような住宅のローンの負担というのが組み立てられているから、従って金利が低めにいくといつでもバブリ易いと言うか、というところで金利の金融政策の経路がやはり住宅を通じて一番よく効くと言われている。従って、現にこういうところでバブっていると言うか、価格上昇幅が落ちてこないというのは、やはり金融政策が過度に緩和的になっているのではないかということの証左と見られがちであり、BOE自身も非常にそこが気になっている。

平野理事

イギリスとアメリカを比較すると、住宅については双方ともに過熱の要素が多かれ少なかれある。イギリスの方がよりはっきりしているが。この間、アメリカサイドは住宅バブルとは言えないという見方が示されることが多いが、逆に、イギリスサイドからはそんなに楽観視していて良いのかというような話がよく聞かれる。同じものを見ていても捉え方が多少違う点が印象深い。

福井議長

インフレーション・ターゲティングをやっていなければ、まだ理解し易い。ターゲティングを導入していて、今、消費者物価指数が1.3%に過ぎないのに引き締めが必要ありというのが分かりにくい。

堀井国際局長

然り。

福井議長

将来これがリスクーだとそんなトラジェクトリを上手く示して透明性を確保できるのか。

堀井国際局長

恐らくイギリスの中ではそういうことなのだと思う。私も先週のちょうど今頃、ECBのエコノミストのパネルによって、そのパネルと一緒に喋っていたのが、チーフ・キャッシャーであったが、ベイリーと言い、この間まで国際局長でありエコノミストであり、彼と少しそういう話もしたのだが、私の方からやはりUKの社会的、文化的風土の中で起こることではないかということを申し上げたところ、彼は敢えて否定はしないと。ただ、自分達としてはこれでフレキシブルに十分やれていると。社会的、文化的と申し上げたのは、例えばBOEの内部のボードメンバー、執行部の、これは全員ケンブリッジで、しかもオプスクリスティとかキングスカレッジとか、非常に名門中の名門と言われるところを出ていて、外部の人でも一部オックスフォードの人がいるが、要するにオックスブリッジである。そういう人達に金融政策をエントラストすると言うか、そういう枠組みができ上がっているように見える。

平野理事

イギリスはこれまでいわゆるトゥー・スピード・エコノミーという現象に悩んできた。国内部門は住宅を中心に結構強い。一方で、輸出、製造、企業部門が弱い。BOEとしては、企業部門の弱さを意識しながら緩和をしてきたということだが、ここへきて企業の方がしっかりしてきたという点に、利上げに踏み切った一つ背景がある。この間、住宅価格のような資産価格をインフレーション・ターゲティングの枠組みの中に取り込んで議論していくというのは、極めて難しい挑戦である。彼等は公式には一応もってもらしく説明するが、中では相当悩んでいるというのが実態であろうと

いうふうに思う。

福間委員

過去の失敗から見たら、彼等がハウジングに非常にプリ・コーシャスであるというのは、例えば76年の…。

堀井国際局長

セカンダリーバンク。

福間委員

セカンダリーバンクのレスキュー、あるいは90年の初めもそうであったように、結局、住宅価格の高騰後に必ず金融危機がくる、そこを物凄く意識している。結局資産インフレというものを非常に恐がる体質になっている。大きな月謝を払っている。私はそうした過去の失敗から見れば分からないでもない、今の金融政策が。ただ、そういう具合にそういうチャネルで上手くいくのかどうかというのは今からの問題だが、イギリスと兄弟の豪州も全く同じであろう。今、豪州が連続的に金利を上げている。アングロサクソン、カナダは今もそうでもないが、豪州とイギリスというのは全く同じパターンで動いている。

堀井国際局長

総裁がおっしゃったのは、過去の経験を素直に言えば良いのに、それをどうしてインフレーション・ターゲティングと言わねばいけないかと、そのご質問にはなかなか…。

福井議長

前回の利上げの時のキング総裁の説明は、やはりあの利上げがなければ、何か月先か、ちょうど物価がターゲティングの上限、あるいはその上に達してしまう。だから利上げしたのだという説明であった。資産価格をどう

絡ませたのだという私の質問に対しては明確な答えがなかった。それで堀井局長に質問している。

堀井国際局長

いやいや。

平野理事

豪州の例で言うと、豪州は何回か利上げしている訳である。これは住宅が気になっているからである。に、今回の利上げとインフレーション・ターゲティングの間には如何なる関係があるのか、あるいは、インフレーション・ターゲティングを採用していることが利上げに役に立ったのかと聞いてみたことがある。すると

利上げの説明は一応ターゲティングの枠組みに引き付けて行っている。

植田委員

公式にはあまり言っていないのだが、よく話をすると、インフレーション・ターゲティングと言っても、特定の、例えば2年先の予想という意味で当てるというだけではなくて、少し長い期間をとってその期間でなるべくミスの累積和を小さくするというふうに考えたい。その場合は、現在の資産価格の動向がある程度は留意されるべき変数として入ってきて、その結果、足許ないし近い先のインフレ、あるいはその見通しがターゲットから一時的にずれるということもアクセプトした方が長期的にメリットがある、そういう理屈を言う。公式にあまりはっきり言わないかもしれないが。

須田委員

特にキング総裁はそうである。こういう問題を頭に入れて、自分のタイムスパンは2年よりももっと長いと言う。

福井議長

彼の任期は何年なのだ。

堀井国際局長

5年である。

田谷委員

もう一つあって、これは全然今までの話と違うのだが、先程の岩田副総裁のアメリカのボンド市場のこととも関係するかもしれないが、日本の介入というのは3か月で14兆円あった訳である。その間、経常収支の黒字というのは今までどおり位のマグニチュードであったし、対内証券投資、対外投資といってもそんな特別大きな動きがあった訳ではない。1~2月、相当対内証券投資があったが、3月になれば随分出て行く方もあった訳で、要するに、今までの国際収支上でそんなに大きな目立った動きがない中で、14兆円というのは、相手となる国際収支上で勘定というのはどこになるのか。例えば、資本収支の中の多分、その他投資というところになると思うのだが、そうすると多分、銀行の本支店勘定だとか何かというところになる。實際上、例えば10兆円位の相手として、ドルを売って円を買うという動きは何なのか、これは。実体は何か。要するに、介入は円を売ってドルを買っている訳である。相手がいなくてはいけない。

堀井国際局長

銀行にヒットする。

田谷委員

銀行にヒットする。その銀行は何をして例えば10兆円位の逆のポジションを作ったのか。

堀井国際局長

ドルを調達しないといけないので、昔は本支勘定でやっていたのだが、今はレポにシフトしている。これは例の、前回のMPMの時に市場局長から話があったと思うが、STP化をするためにそうしているが、どちらにしても銀行勘定と言うか資本収支のその他のところの受けで調達したドルは回ってくるということになる。

植田委員

あるいは国際収支表に出ないポジションが多いのではないか。

福間委員

そうそうビロー・ザ・ライン。

植田委員

デリバティブとか。

田谷委員

しかし、国際収支上ではその本支店勘定とかそういうところに出てくる訳だな。出てこないとおかしくないか。

植田委員

色々なところを…。

堀井国際局長

オフセットするから当然。

須田委員

買った人がいるならそれを売った人が誰かという。

田谷委員

でもそんなに大きな動きをしたというのはどうもピンとこないのだが。

平野理事

例えば去年の介入は 20 兆円である。はっきりしていることは、經常の黒字が 15 兆円、株のネットの流入が多分 10 兆円、両者の合計で 25 兆円の資金が、介入を含めてリサイクルしたということであった。この 1~3 月はどうだったかと言うと、經常の黒字のペースは大体同じであるから 3~4 兆円程度、それに株式市場へはネットで引き続き相当の資本流入がある。

田谷委員

2 兆とか。

平野理事

そうすると、去年と比べ大きな構図はそんなに変わっていない。その中で、去年に比べれば介入の額はペースとしては多い訳だが、そのこと自体によって何か非常に異様な動きが起こっているというように解釈しなくても良いのではないかと思う。

田谷委員

そういう訳ではないと。ただ、先程の岩田副総裁のお話にあったアメリカのボンド市場の影響に関して言えば、巨額に介入したら急に全部証券にはいかないから、預託の格好で結構残っていると思う。

岩田副総裁

預金の格好で。

田谷委員

それが出てくるから、ここ暫くはその影響云々というのはまだ分からないと思う。

岩田副総裁

そうであろう。

田谷委員

それが、ある程度証券化した後、どうなるかというのはまだちょっとよく分からない状態ではないかと思っている。そのような理解で良いのだな。

堀井国際局長

結構である。現に預金の形で、外準の中身はインスツルメント別には細かく公表されていないが、外銀ないし邦銀の預金、ドル預金という形でかなり積み上がっているのは事実である。

岩田副総裁

もう一点すまない。デイスインフレが止まったというのも雇用が増えるのとちょうど裏腹のような気もするのだが、凄く明るいニュースだと私は思っているのだが、それはユニット・レーバー・コストの下げ幅がここへきてかなり変わってきた、それでストップしたのか、それとも何か別の要因で。もしかしたら、ある報道だと自動車の価格がたまたまちょっと上がってコアCPIの財が少し上がったとかそういう報道も見たことがあるのだが、そこの判断はどのようにされているか。

堀井国際局長

ユニット・レーバー・コストは然程動いていない。成長で、要するにウエイジの方はフリンジを除けば前年比2%位ですっとこのところ動いてい

て、FRINGEを入れても4%とかそういった感じ。GDPの方はこれは風速になるが、多分第1四半期も4%、4.5%位の年率成長になるだろうから、そちらの方はあまり変わらない。今、岩田副総裁がご指摘の自動車というのは、新車のインセンティブが少し止まったというのが10~12月に比べてあるのが一つなのだが、実はもっと大きいのは、CPIベースだとPCEは別なのだが、CPIのベースだと去年、中古車の価格がめちゃくちゃ統計上は落ちて、と言うのは、新車が売れるものだから中古は供給が増える訳である。従って中古車の値段がどんどん落ちてきたというのが、少し止まったというのがCPIにはそれなりに効いているということである。もう少し長い目で突き放して見ると、やはりGDPギャップが緩やかに縮む中でFedの言葉で言えばスラックということになるが、スラックが緩やかに縮む中でデシインフレの懸念が徐々に薄らいできているというこのようなことである。

福井議長

それでは、山本理事と早川調査統計局長に国内の経済情勢について願います。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それではいつものように、資料4の参考計表をお出し頂き、ご説明を始めさせて頂く。最初は輸出からである。図表6をご覧頂きたい。輸出は2月までのところ、かなり高い伸びを続けている。ご覧のとおり昨年の第4四半期前期比で8%増えた後、2月までは10~12月対比で4%の増加ということである。地域別に見ると、アメリカは減っている。これはデジタル家電の季節需要の剥落と、昨年の第4四半期に自動車の在庫の積み増しを行ったのでこの反動が出ているということである。しかし、アジア向けは非常に高い伸びを続けており、とりわけ中国が1月の関税引き下げの影響もあって非常に高い伸び。さらにこの1月はASEANでも船舶のスポッ

ト輸出で相当数字が嵩上げされている。ということで、財別をご覧頂いてもマイナスになっているのは自動車、それから消費財がこれはデジタル家電の影響で第4四半期に爆発的に伸びた後横這い。それ以外のものは全て伸びているとこのような姿になっている訳である。ただ、伸び率ということに関して申し上げますと、1~3月を括って見ると、今の4%よりは少し下がるのではないかと考えている。後程ご説明するように、生産予測指数から見てもちよっとこれだけは伸びない。具体的に考えてみても先程申し上げた中国とかASEANなどは1月の特殊要因がかなり数字を押し上げているということもあるし、よく分からないが2月までヨーロッパ向けの輸出が1割近く伸びていて、向こうの景気からしてそんなに伸びるはずもないなという思いもあるものだから、多分、もう少しおとなしい数字で着地するのではないかとこのように思っている。それから図表11の為替レートだが、為替レートは足許、実効レートではそこそこ円高になっている。これは足許は対ドルもさることながら、実は対ユーロでも相当円高になっているので、割と足許の円高というのは実効で見ると結構、急ではある。ただ、レベル感をご覧頂くとこのグラフにお示ししているような程度であるので、海外経済が堅調を続ける中で、これ位の円高で直ちに輸出に大きなブレーキが掛かるといった状況ではないと思っている。輸入に関しては、緩やかな増加が続いているとだけ申し上げて、企業部門の動きを見ていきたいと思う。

図表14で企業収益を見ていく。短観の企業収益については、足許のところでは非製造業の中小企業がやや出遅れている感じはあるが、2004年度まで見ると全体として増益が続くという動きである。先般ご紹介したように、これは経常利益でこのような感じだが、最終利益で見ると伸び率は2003年度、2004年度ともにもっと高いという姿である。それからあと、図表16もご覧頂きたい訳だが、まず、(1)の大企業のところを見ると、このところ毎月、ほんの少しずつ上方修正という感じである。先程の短観もそうなのだが、こういった動きは足許なにかの円高、あるいはなにかの商品市況高というのを織り込んだうえでも、企業の増益基調が維

持されているということを示すものだと理解して良いと思う。それから、

(2) の中小企業を見ておきたいのだが、中小公庫のデータは引き続き順調に改善しているということであり、特に注目しておきたいのは、国民公庫の数字である。国民公庫の数字は、私共の短観の中小企業よりももっと小さいところを捉えていると思う。そういう意味では、D I のレベルを見ると、確かにこれは 2000 年のピークにすら届いていない訳だから、やはり相当弱いという感じがするが、足許の変化としては、一番出遅れているところでも改善が見られるということで、そういう意味ではこれは短観と同じような動きがここでも確認できるということだと思っている。それから次に設備投資の方に移り、図表 18 の設備投資の一致指標のうち、資本財出荷だが、資本財出荷は 10~12 月に掛けてかなり伸びた後、また 1~2 月も相当高い伸びになっている。ただ、ここも若干数字が嵩上げされている感じがあり、一つはトラックを入れるともうちょっと伸びが低いという事実がある。それから 3 月の予測指数で一般機械が落ちるとされているということがあつたし、それから先程の輸出の中では、実は資本財の伸びが非常に高い訳なので、国内の設備投資関連ということでは、ここまでは伸びていないのかなというふうに思っている。図表 19 の先行指数関係だが、これも数字的にはちょっと細かく荒れている。機械受注は前回もご紹介したとおり 1 月は恐らく携帯電話と思われるが、この減少によってかなり大きな減少となった。恐らくこの数字の作り方、細かいことは申し上げないが、数字の作り方からして 1~3 月は見通し比若干、下振れる可能性が高いのではないかと考えているが、そもそも 10~12 月に相当伸びているので、均して見れば増加基調という判断に変化はない。他方、(2) の建築着工については、1 月に大口案件があつたこともあり、1~2 月は相当高い伸びになっているが、これもそういった特殊要因を除いてみれば、むしろ極く緩やかな改善ということではないかと考えている。今度は図表 20、短観の設備投資計画、むしろここは 2004 年度を見ておきたい訳だが、2004 年度設備投資計画について一言で言うと、製造業は強い。製造業大企業は 2003 年、10%弱の伸びの後に 2004 年が 7%台の伸び率で出てきた。恐ら

く 2003 年度の実績は 6 月調査で下方修正されると私は思っているので、多分、その反射効果もあって 6 月には 2004 年度の伸び率は二桁に達する可能性が高いと判断している。それから、中小企業の製造業、これが強いという感じである。ご覧のとおり、確かに 10%減のスタートではある訳だが、過去の平均が-25%位なので相当高い訳である。去年も高かったのだが、去年と違って今年 2003 年度の実績見込みが二桁増に近いところにおいて、そこからの-10%ということでもかなり強い。さらに今回、土地調査で分かったことは土地を除いてみると、実はもう、現時点で既に±0%ということであるので、中小製造業はかなり強い。他方で、非製造業関係は例えば非製造業大企業で見てもマイナスのスタート。今後若干上がってきてもそれ程大きなプラスになりそうにないということである。非製造業の中小企業については実は、ほぼ例年並みのスタートである。今年が一応プラスであるということを考えれば弱くはないが、製造業と比べるとやはり相対的に出遅れ感がある。そういう意味では、企業収益という観点で見れば、非製造業も大企業が良かったし、中小企業も実は法人季報では良かった訳だが、そういったこととの対比で見て、今のところ設備投資に関してはまだ非製造業は慎重だということだと思っている。

次に家計部門への波及というところを見ていきたいと思う。図表 22 の労働需給である。有効求人倍率の動きは去年の第 3 四半期、第 4 四半期に急上昇した後、足許は横這いということである。この辺は短期的な動きとしては求人の動きはやはり生産の動きと非常に連動性が高いと感じている。ただ、その割には、新規求人の伸びを見て頂くと白いところ、製造業の寄与が小さいという感じである。実はこれは 99 年からしかデータがないので、99 年からしかここにはデータを示していないのだが、もっと前を見ると増える時にも減る時にも、やはり白い部分の寄与が大きかった。しかし恐らくはこれは請負とか派遣のウエイトの増加によってなかなか求人のところでも製造業は出てきにくくなっていると思う。これは 2000 年と比べても今回はさらに小さい。多分、それがサービスというところで数字のうえでは化けて出てきているという可能性が高いと思っている。他

方、失業率については、月々の振れはあるが、極く緩やかな低下ということかと思っている。ただ、その中であって非自発的な失業がこのところ少しずつ減ってきているということだと思う。次に図表 24 の雇用者数である。(1) のグラフで見ると、このところ労働力調査ベースの雇用者数は極く緩やかながらプラスで推移しており、毎月勤労統計で見てもまだマイナスではあるが、マイナスは着実に減少しているということである。そういう意味では、労働需給、あるいは雇用といったところで見ると、少しだけ前向きの動きが見られ始めているということだが、図表 25 の所得を見ると、なかなかそうはなっていない。概ね下げ止まりとまで言えるのだが、まだ下げ止まり切ったと言えない状況が続いているということである。実は今回、毎月勤労統計の標本替えが行われて、どうなるかなと思ったのだが、標本替えの結果、むしろ所定内給与を中心に幾分なりとも下方修正になってしまったものだから、少なくとも賃金まで含めてみると家計への波及はかなり限定されたものにとどまっているという事実は今月も変わっていない。

その割には、図表 26 の個人消費をご覧頂くと、強めの動きが続いているということであり、1~3月の三角カッコの中は、主に1~2月のデータだが、旅行が10~12月大きく伸びた後、若干反動減になっているのを除くと軒並みプラスである。さらに図表 29 で、例の幾つかの総合的な指数でご覧頂くと、販売統計合成指数は10~12月にかなり増えた後、1~3月は店舗調整後だと横這い位、店舗調整前だとますます伸びているという感じであるし、消費包括指数で見ると、これは家計調査が強いということもあって、10~12月、1~3月とかなり順調に伸びている感じである。一点、

(2) の消費財総供給だけちょっと合わないという感じである。直ちに明らかではないが、我々が今持っている仮説はこのようなことである。実は10~12月の消費財総供給は凄く強かった。疑っているのは、家電の流通在庫である。実は、デジタル家電は年末商戦で売れたとは言われているのだが、これはヒアリングでもそうだしNEBAの統計でもそうなのだが、実は1月に凄く売れたという事実がある。従って、これはひよっとすると

工場出荷ベースでは10~12月で出荷されて、瞬間タッチ、年末は流通において年初に売れたと考えると一応辻褄は合うということではないかなと、あまり根拠はないが想像をしている。

今度は図表33の生産である。生産についてはご承知のとおり2月の生産がかなりの減少となった。この結果、3月を予測指数で繋ぐと1~3月の生産は+0.7%、10~12月の+3.7%と比べるとかなりの減速という姿になる。私共の企業ヒアリングでも着地は1%位ではないかということなので、やはり数字としてはかなりの減速になる。他方、4~6月については、今のところ4月の予測指数だけ出ていて、これは非常に高い伸びになっているのだが、私共の企業ヒアリングは今のところ1%台位の伸び率を予想している。ただ、この数字はまだ相当柔らかい数字であり、例えば、アテネオリンピックに向けて一度大ブームになったデジタル家電関係がどれ位売れるか、これ次第ではもうちょっと数字は上がってくるかもしれない、このような感じで今見ている。図表36の在庫の方だが、先だっても申し上げたとおり、一旦、在庫循環は原点に向かって走っていたものが、最近むしろ右横へ向けて動いているということである。何回も申し上げているが、企業の在庫投資姿勢が非常に慎重だということなので、これはなかなか景気に勢いがつかないということも言えるが、他方で逆に、余程最終需要にマイナスのショックがこなければ、生産の増加は途切れにくい環境にあるということである。今日、紹介はなかったが国際局の資料編を見て頂くと、実はアメリカでも最近極めてよく似た動きが起こっているということはお覧頂けると思う。

物価の方に移りたい。まず、図表38の国際商品市況である。国際商品市況は改めて申し上げるまでもなく急騰している。足許、ほんの1週間位はちょっと横這いではあるが、とにかく相当な勢いで上がったという印象である。ただし、(3) 交易条件をお覧頂きたい。交易条件を計算してみると、輸入原材料が上がっている割には、実は交易条件は悪化していない。このことは後程申し上げるように企業収益に対する圧迫の程度は小さくなるということの意味している。次に図表41で国内の商品市況も見てお

きたいと思うが、国内商品市況も改めて申し上げるまでもない。直近、1週間程度は横這いだが、年明け以降、相当な勢いで上がってきた。加えて、この数字には実は必ずしも反映していないのだが、最近は半導体市況も特にアジアのスポットマーケットが相当上がっているようである。そういうことで図表 42、CGPI。これは実はもう既に数字はご紹介してあるが、一応復習として申し上げておくと、ご覧のとおり 2 月まではかなり上がってきた。主だった要因は勿論、機械の下落幅が小さくなっていることもあるが、主因は言うまでもなく内外の商品市況の上昇である。目先 3 月辺りは米がかなり落ちると私共は思っているので、ひょっとすると前月比ではちょっとマイナスが付いたりするかもしれないが、均して見れば上昇基調だと思っている。ただ、前回も申し上げたとおり、図表 43 にあるように需要段階別の動きをご覧頂くと、素原材料の値段が上がっており、また、確かに中間財——特にこれは素材である——への波及までは見られているが、最終財のところでは必ずしもそうではない。確かにグラフを見ると最終財の下落幅が小さくなっているように見えるのだが、図表 42 の一番下のグラフ右側をご覧頂くと、月次のデータの機械というもののマイナスの動きと、この最終財の動きがそっくりのはずであり、足許は何か波及が起こっていると言うよりは、主に機械類の価格の低下のテンポが小さくなっていることが表われたということだと思っている。そういう意味では、先般も申し上げたが、確かに内外商品市況は上がっている。恐らく中間財位まではそれなりの波及が進んでいくと思う訳だが、最終財への波及ということについて申し上げますと、ただ今申し上げたような、そもそも交易条件がそんなに悪化している訳ではないとか、あるいは、生産が増えているにもかかわらず雇用・賃金が増えていないので、ユニット・レーバ・コストがかなり下がっているなどということによって、相当吸収されてしまう。その結果、企業収益がそれ程圧迫される訳でもなく、川下への波及は限定的にとどまるとというのがマクロとしては成り立つと思っている。ただ、個々にはそうはいかない、多分、生産性がそんなに上がっていないような業種、あるいは最終的なコストに占める素原材料の高いような業種におい

ては、なにがしかの最終財への波及、あるいはまた、それができなければ企業収益の圧迫も出てくると思うので、その辺は個々に見ていく必要があると思っている。あまり詳しく調べた訳ではないが、ざっとした感覚から言うと食料品とか、金属製品とか、プラスチック製品とか、この辺が大体候補者。自動車はあまり関係ないと思うがその辺が候補者ではないかと思っている。それから図表 45 は消費者物価だが、足許まで前年比 0% 近傍で推移している。ただし、今は 4 月なので、4 月以降について申し上げると、前から申し上げているように一つは医療費の押し上げが剥げ落ちてくるということ、それから米辺りも恐らく、卸が相当下がっているからどうだろうか、4 月、5 月位からひよっとすると前年比上昇幅が縮んでくるだろう。7 月にはたばこ税の影響も剥げていくということなので、遠くない将来に基調は変わる訳ではないが、表面の数字は小幅のマイナスの方向へ入っていくという可能性が高いと思っている。

以上、全体を纏めてみると、まず、景気のスPEEDという観点から見るとちょっと評価しにくくなっている。と、言うのは生産指数に重きを置いて考えれば少なくとも 10~12 月対比減速していることは間違いない訳だが、では何が減速しているかと言うと、1~2 月まで見ると、先程ご覧になったように、輸出は強かった。設備投資も資本財出荷は強い。個人消費も確かに消費財の出荷は弱いのだが、販売統計は強い。誰が減速しているのかよく分からない。多分、特にこの 1~3 月は 2 月に閏年があり、それぞれの指標を別に季節調整を掛けているために必ずしも季調が上手く合っていないので、なかなか数字が読み取りにくいということが起こっているように思う。ただ、何度も申し上げているように、例えば 1~3 月の輸出を閉じて見ればもう少し低くなる可能性は高いと思うし、恐らく設備投資も同様。ただ、個人消費について申し上げると、基調が特に変化しているとは思わないが、3 月に限って言うと、休みが少なかった、寒かった、雨が多かったということなので多分ヒアリングでも 3 月は悪かったという話が多いので、締めてみると色々な形でそれなりに少なくとも 1~3 月に関しては減速ということではないか。そういう意味では特に景気の勢い

がさらに加速しているという感じはない。他方で、もう既にご存知なのでご覧頂かなくてもよいが、例えば図表1の短観の数字を見てみると、むしろ景気の広がりという観点から見れば、今回の短観は景気回復の広がりを示すものであったということである。勿論、レベル差はある訳だが、変化幅に着目して言うならば、製造業、非製造業、大企業、中小企業を問わず、同程度の改善が見られていた訳である。さらに申し上げますと、個人消費について私共と言うか、特に調査統計局は依然として眉唾の気分が強いのだが、短観を見ると本人達——小売業とか——は、それなりの手応えを感じているらしいということが確認されたことも重要なインフォメーションだったと思う。そういう意味で申し上げますと、これまでいわゆる輸出、製造業、設備投資主導、であるから短観の世界で言うと、大企業製造業主導という姿から、もう少し広がりが出てきた。あるいは逆の言葉で言うと、輸出依存の程度が少し下がってきた。あるいはもう少し別の言葉で言うと、要するに現状既に自律的回復軌道に乗ったとは全く申し上げないが、方向として言えば、そちらの方向へ半歩だろうか一歩だろうか、少し踏み出したというのが今回の短観の示すところだったと思う。そういう観点から考えると、先行きについても依然としてパズリングな面のある個人消費の動きがどうなっていくか、それからこれは我々の経験則からは非常に理解しにくいのだが、逆にむしろ後から所得が付いてくるということはあるかどうか。これは実は理屈、経済理論から言えば後から付いてきても全然おかしくないのだが、そういうことが本当にこの国でも起こるのかどうか。さらには収益面、マインド面から少し条件が整ってきているので、果して今のところ設備投資態度についても慎重な非製造業への設備投資の広がりというのが出てくるか、こういったところが今後の注目点になっていくとこのように思っている。私の説明は以上である。

福井議長

質問があればどうぞ。

岩田副総裁

一点宜しいか。その消費のところなのだが、消費包括指数というのを見ると伸びがかなり強いままで、総供給とちょっと差があるのだが、もしかして包括指数の方が閏年要因を上手く調整しきれていないのかなというような気がするのだが、それは大丈夫かということと、それから輸入品というものがある。輸入品のシェアというのは総供給に占める割合というのはどの位あるものなのか。

早川調査統計局長

すみません、シェアは後程答えさせて頂く。今直ぐ分からない。そんなに高くはないはずだが。それから季節調整の問題は別に包括指数だけの問題ではない。先程ちょっと申し上げたように全ての統計に季節調整を掛けている訳だが、それぞれの統計に別々に季節調整を掛けていて、これは必ずしも特に閏年みたいな時には、本当に非常に信頼度の高い季節指数が得られているかどうかは疑わしい訳である。であるから先程申し上げた時に、足許1~2月までの段階でそれぞれのスピード感を比べるというのはかなり難しいと思っている。ただ、一点申し上げておくと、消費包括指数に関してはやはり家計調査の強さというのがそこそこ影響している。家計調査がなぜ強いかと申し上げると、実は家計調査の標本に限って言えば、実収入が増えている、所得が増えているということがあるので、ちょっと強く出過ぎているのだと思う。ただ、いわゆる販売統計等を見てもそんなに弱い訳ではないので、逆に言うと、先程の消費財総供給の方は、先程申し上げたような在庫みたいなものが若干いたずらをしている可能性がある。恐縮だが本当に今までの1~2月のデータだけ見ると、生産面から見れば減速しているはずなのに、誰がどれ位減速したのかというのは実はちょっと分かりにくい状況になって、その辺の評価はもうひと月データを見ないとなかなか上手く捉えられないと思っているが、多分全体としてはなにがしか強かった10~12月対比の減速が起こっているということだと思う。

岩田副総裁

それとまた関係しているのだが、今の1~3月期がGDPの規模で考えるとどの位の速度で動いているかという話と関係あるのだが、第4四半期の数字というのは前期比年率で6.4%増えた訳である。アメリカの場合だと明らかに去年の後半というのはその位、6%位伸びている訳だが、ほとんどが労働生産性の伸びで説明できて、いわば労働生産性が一度嵩上げされたような形で経済が拡大している。日本の場合、どうもアメリカのように労働生産性のオフィシャルな数字がないもので、法人企業統計季報とか何か分散したもので観察せざるを得ないのだが、仮にそれに近いような、アメリカと同じようなやり方で、つまり労働生産性の伸びと雇用の伸びと言うか、労働投入の伸びと言うべきかもしれないが、雇用などを見ている限りあまりはっきりしていない訳である。日本の場合も。そうすると、では全部それは生産性なのか、6%が。そうするとそれ程強い証拠もないが、日本の場合には他の色々なサイドエビデンスから見て、もし生産性が本当にここで少し嵩上げされたのであれば、私は1~3月は結構底固い可能性があると思っているのだが。

早川調査統計局長

まず、確かにオフィシャルな統計はないが、労働総投入というのはそれなりに計算できる訳である。労調とか毎勤の人数があるし、毎勤には時間もある。

岩田副総裁

労働時間を掛ければ一応大まかには出る訳か。

早川調査統計局長

然り。計算できる。そうすると季節調整後の労働総投入の伸びはほぼゼロである。

岩田副総裁

そうすると全部生産性。

早川調査統計局長

従って、計算上は全て生産性の上昇である。ただし、生産性の数字はクォーター・バイ・クォーターで見ると相当激しく振れるので、従っていわばクォーターの伸び率が丸ごと生産性の伸びであったからと言って、それが基調的に生産性の伸びでどれだけ上がったかというのは、これはなかなか判断しにくい訳である。ただ、何分にも実は第3四半期もそんな数字ではないがそこそこ労働投入が増えていない中で成長している。少なくとも足許半年位はそのような感じになっているので、果して足許の生産性がヒュッと上がっているのが、どれ位がベースラインの力でどれ位がたまたま起こっているのか。特に、経済が比較的スラックを多く持っている状態でフッと景気が加速する時には瞬間風速で相当大きなスピードが出る。アメリカなども去年の第3四半期、第4四半期辺りの数字は必ずしも全てが実力ではなくて、日本と同じようなスラックを持った経済がフッと加速する時に出る数字の部分が多いとは思っているが。

岩田副総裁

稼働率が低い状態からそういう流れは急に…。

早川調査統計局長

要するに、なかなか計れないレーバーのインテンシティのような部分が、混んでいる食べ物屋のウェイトレスとかコックはとてもよく働いている訳だが、空いている時はほとんど何もしていない訳である。労働時間は同じなので、それはインテンシティの違いで、そういうことは実は起こる。

岩田副総裁

第4四半期、前年比で見ると3.7%伸びている訳である、実質GDPで。

これもほとんど生産性で考えて良いか。

早川調査統計局長

そうなる。ほとんどそうなる。

岩田副総裁

前年比で見ても。

早川調査統計局長

ほとんどである。若干労働時間が増えているので、1年間で考えるとLの増加よりはHの増加がちょっとあるので、丸ごとではないが、それでもやはり圧倒的に生産性である。

福井議長

宜しいか。では、金融環境の現状について白川理事と山口企画室審議役、願います。

4. 金融環境に関する報告・(資料-5)

山口企画室審議役

お手許の資料-5(参考計表・その2)に即してご説明する。図表1だが、まず資本市場調達からである。実は貸出、民間の総資金調達、これらの計数はまだ出ていないので、本日は資本市場からである。まず、CP・社債の発行段階における信用スプレッドだが、CPについては3月はご覧のような状況である。非常に小幅だがスプレッドは縮小している。年度末に向けてのプレミアムも生じていないし、今回から調査を始めた短観でのCPの発行環境判断も緩和方向の動きが昨年末対比出ている。そういったところから見て、CPの発行環境は全体としてこれまでも申し上げてきたが、非常に緩和的な状況が続いている。なお、CPの発行額の計数はまだ出ていない。次に、社債の信用スプレッドを見ると、多少上昇している感

じはあるが、水準的にはかなり低く、良好な発行環境が、相対的に信用度の低いものについても継続している状況である。それから社債の発行額だが、下の表である。公募社債の発行額は3月、2,800億円ちょっとということである。1月、2月に比べて少し減った感じはあるが、特に大きな要因があるということではない。一方で転換社債の発行額は、3月、3,100億円ということでもかなり増えている。特に海外での転社の発行がかなり見られた。国内を多少抑え気味にしながら海外にシフトしていると、マクロ的にはそのような感じが出ている。それを受けて図表2の発行残高である。これは前年比をプロットしたものだが、昨年の秋位からトレンド的には前年比が伸びるという状況だった訳だが、年が明けてもそうした状況が継続している。3月については、前年比+1.7%というところまできている状況である。それから株式調達額を載せている。3月は、増資による資金調達は1,750億円ちょっとであり、1月が12月の反動から少し落ちた後、2月が1,600億円、3月が若干それを上回るといった形での推移である。従って、転換社債まで含めて考えれば、エクイティ絡みのファイナンスが限界的ながら目に付くようになってきている。これまで申し上げてきたとおりの状況が続いているということである。図表3は企業金融周りの計数である。まず資金繰り判断だが、載せているのは短観の結果と中小公庫・商中、それから国民公庫についてはまだ新しいデータが出ていないので昨年の暮れまでの計数である。短観は既にご承知のとおりだが、細い実線が大企業であり、この3月は15%ポイントというところまできていて、前回ないし前々回のピークに匹敵するところまで回復している。それから中小企業、太い実線の方は3月-11%ポイントというところなので、これについても前回のピークまで戻ってきているという状況である。いずれにしても短観から見てもお分かりのとおり資金繰りは緩和される方向での推移である。中小公庫・商中だが、中小公庫は太い実線の方である。ご覧のようにともにまだマイナスの世界ではある。従って、資金繰りは厳しいというのが実情であるが、そういう中で中小公庫については-9.3%ポイントというのが3月の結果である。2000年の7月が-13.6%ポイント、97年の7月が

-10.5%ポイントということであるので、前々回の回復局面のピークを超えるところまできている。それから商中については-2.3%ポイントということであり、なお水準自体は過去の回復期と比べてそこに届くということまでできていないが、それでもベクトルの向きは回復の方向に向けてしっかりしている。なお、国民公庫の調査だが、先程、調査統計局長からも話があったように、調査対象先が相対的に規模の小さい企業群となっている訳だが、それについては昨年暮れまでの計数を見る限り、まだ明瞭に資金繰りが良くなるという感じにはなっていない。敢えて言えば、多少好転方向への動きが去年の暮れまでの段階で出ているかなという程度である。いずれにしてもこれについては、この3月の結果が出るのを待って確認していきたい。図表4は企業から見た金融機関の貸出態度である。これは短観、中小公庫、国民公庫、この三つを並べている。まず短観については、大企業は3月12%ポイントである。まだ過去の回復局面までは戻ってきていない。一方で、中小企業については水面下ではあるが-2%ポイントであるので、前回の回復期に匹敵するところまで一応復している。他方、中小公庫だが、これは25%ポイント弱というところまで緩和感が強まってきている。前回は20.9%ポイントであるから、それを上回っている。国民公庫については、資金繰り判断に比べると企業から見た金融機関の貸出態度は、その改善のペースがより鮮明に出ている状況である。いずれにしても、資金繰り感、それから企業から見た金融機関の貸出態度判断ともに緩和方向での動きというのが大分定着しつつある、このような感じになってきている。次に図表5である。マネーサプライの計数はまだ出ていない。従って、本日はマネタリーベースの計数と銀行券についてご説明する。マネタリーベースについては3月の前年比は11.9%である。銀行券は1.7%であり、1月、2月と2%台後半だった訳だが、結局1%台まで落ちてきた。1~3月を締め括って見ると、去年の7~9月が5.2%、10~12月が4.1%の後、1~3月は2.3%とこのような形で漸次伸び率を低めてきている姿である。日銀当預についてはご承知のような動きである。なお、銀行券に関しては、折りに触れてご説明してきているところだが、今日は

取り敢えずファクトと若干の背景、それから当面をどんなふうに見ておくか、この辺りをご説明しておこうかと思う。まず、銀行券の発行残高だが、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。昨年9月位から下方トレンドがはっきりしてきたということだが、それが継続している。直近の4月の1日~7日までということ言えば、前年比1.2%というところまできている。ただ、4月についても一旦0.何%というところまで落ちた後、実は若干戻ってきている。これと同じような現象は昨年末から今年の初めに掛けても起きていて、季節的に年末、あるいは3月期末というのは、銀行券が出易い時期だが、そういう時期に発行が伸びない形で前年比が大きく圧縮され、その後反動で多少伸び率が戻ってくる、しかし結局トレンドに抗することはできずタラタラと伸び率が低下するという動きを続けている。次に下の方のグラフだが、前日比をプロットしたものである。これは90年度から5年おきに2003年度まで、前日に比べて何%残高が動いたかをプロットしたものであり、縦軸にその日数、横軸に前日比を並べている。真ん中はゼロ%近傍ということであるので、前日対比銀行券の動きがほとんどないということである。ご覧のとおり点線が90年度、細い実線が95年度、それからややグレー掛かった太めの実線が2000年度、太い線が2003年度ということだが、どんどん中心部分に収斂していくという動きになっている。従って、特に2003年度に掛けては前年比が小さくなっていく中で、毎日の動きとしても非常に小幅化してくる、季節性も失われていく、このような感じの展開になっている。この辺りがファクトだが、ではどのような事情かというのが図表6である。これまでも申し上げているとおり、金利が0%近傍まで落ち、低下するだけ低下した結果として、銀行券需要が伸び悩んでいるというのが一つだが、もう一つは、金融システムに対する不安感の後退、このようなことがバックグラウンドとして考えられるということである。まず、それを見ようということで、銀行債の信用スプレッド、それから銀行の株価、これらをそれぞれプロットしたものである。太い実線が銀行券の発行残高の7日間移動平均をプロットしたものである。ご覧のとおりそれ自体は直近に掛けて右

下がりのトレンドということであり、信用スプレッドは 2003 年の半ば頃までかなり下がった後、一旦ちょっと反発して、その後は大体横這いである。非常に低いレベルでの横這いというのを続けている。それから一つ下のグラフをご覧頂くと、これは東証ベースの銀行の株価だが、ここにきても——これは逆目盛りであるが——上昇傾向を辿っている。こうした銀行債の信用スプレッド、あるいは銀行の株価に反映されるような金融システムに対する見方、銀行の経営に対する見方、こういったものが落ち着いてきていて、それを反映して銀行券の発行残高の伸び率も低下している、このようなことである。さらにやや細かく見てという感じになるが、下のグラフに銀行券の券種別の前年比をとっている。1万円券と5千円券と千円券を並べたものであり、太い実線が1万円券、その他が5千円券と千円券ということである。注目して頂きたいのは1万円券である。1万円券はなかなか決め付ける訳にもいかないのだが、退職用に使われる可能性が強いのではないか。どちらかと言うと千円券を持っているよりは嵩張らずに筆筒の中にしまって置き易い、そのような連想からそういう可能性があるのではないかということだが、実際に 2002 年のペイオフの一部解禁以降、イベントをこなしつつ先程申し上げたような金融システムに対する不安感の後退、銀行経営に対する信認の回復が続く中で、1万円券の伸び率が落ちてきている。このようなことであるので、金融システム等に対する見方も背景に銀行券の伸び率が低下してきているというのが昨今の状況だろうと思う。それではこれから先どうなるかということだが、図表 5 にちょっと戻って頂くと、先程申し上げたように、昨年9月以降、一段の低下トレンドに入ってきている訳だが、金利が非常に低い状態で変わらない、それから金融システムに対する見方も落ち着いた状態が続いているというようなことを考えると、引き続き伸び率は縮小トレンドを辿る可能性が高いということだろうと思う。ただ、先程申し上げたことだが、最近の特徴として銀行券の動きについて、季節性が失われてきているという感じがある。例えば3月末についても先程そのような動きをご説明したが、これから5月の連休、この辺りは例年であると銀行券が伸びる時期だが、こ

の季節性が失われる結果として例年対比ということで見ると銀行券の伸びがより大きく圧縮される、そういう可能性はあろうかと思う。ただし、その後はその反動もあって多少伸びを回復するというような展開が予想される。従って前年比でマイナスの世界まで突っ込んでいくのかどうか、それはなかなか読みがたいところではあるが、当面のところとしては、3月に掛けて少し前年比の落ち込みが大きく出たので、若干それが回復し、5月の連休辺りでまた伸びが縮小し、そういう中で6月、7月はトレンド的には伸び率が縮小する方向での動きが続くということではないか。私からの説明は以上である。

福井議長

どうぞ、何かお尋ねがあれば。

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

銀行貸出なのだが、設備投資資金貸出残高という数字はあるのか。

山口企画室審議役

ある。

岩田副総裁

あれは何か、今度、今、マイナスだったのがゼロになってきているというようなものを読んだことがあるのだが、そういうことはあるか。

山口企画室審議役

計数は確認したうえでご連絡させて頂きたいと思うが、アネクドータルと言うか、ヒアリングベースだと多少設備資金についても、例えば店舗の開設資金だとかそのような形での動きが出てきているようではある。従って、これまでに比べると極く小さな動きとは言え、そのような感じの展開が見えてくるだろうと思うが、しかし全体感としては依然として設備資金需要が出ているというような状況ではないというのが取り敢えず我々の判断である。今までの前年対比の動きがここに来て大きく変わってきている、そういうことは多分ないのではないかというふうに思っている。いずれにしても計数的には確認のうえご連絡する。

春委員

銀行券だが、給料の銀行振り込みやカード支払の増加とか、そういうものの影響もあるのではないか。

山口企画室審議役

あろうかと思う。ただ、それは既に大分進展してきており、ここに来てそれらの影響が銀行券の伸びを小さくする方向に作用しているということではないだろうと思う。

福井議長

他にないか。それでは、今日は予定した議事はこれで終了である。明日は午前9時に再開するので宜しく願います。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、この場の皆さん方全て厳正な機密管理をくれぐれもお願いしたいと思っている。宜しく願います。閉会する。有り難うございました。

(午後3時58分中断、9日午前8時59分再開)

福井議長

宜しいか。1分前だが、政策委員会第二日目を開催する。今日は最初の議題がいわゆる国債の品貸し、本行保有国債の買戻条件付売却の導入に関する件。あとは金融経済情勢に関する討議、金融政策の運営に関する議案の取り纏め、採決、金融経済月報の検討、議事要旨の承認等の順で進めたいと思っている。政府の方から財務省石井副大臣にお越し頂いた。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。宜しく願い申し上げます。いつも申し上げているが、ご発言は全て記録をさせて頂く。その前提でご発言を頂きたいと思う。では、最初の議題。補完供給を目的として行ういわゆる品貸しの導入について、まず、執行部から願います。

Ⅲ. 「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」の制定等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、お手許にある資料7、「補完供給を目的として行う本行保有国債の買戻条件付売却の導入について」というペーパーに沿ってご説明をさせて頂く。今回ご決定頂くのは、この上の四角にあるように、「金融調節の一層の円滑化を図るとともに、国債および資金決済の円滑確保にも資するとの観点から、本行が保有する国債を一時的かつ補完的に市場に対して供給し得る制度を導入するため、『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』等の制定」ということである。基本的な考え方を申し上げます。次のような理由から本制度を導入することが望ましいと考えている。一点目としては、下の四角にあるように「国債市場の流動性向上と円滑な市場機能の維持」ということである。国債市場においては、時として、特定銘柄の調達が困難化する。あるいはその懸念によって市場流動性が低下し、円滑な市場価格の形成が損なわれるといったようなことがある。本制度の導入によって、国債市場の流動性や市場機能が向上するということが期待できる訳であり、こうしたことを通じて金融調節の円滑な実施、あ

るいは金融調節の効果の浸透といった点でも好影響が期待できるところである。二番目として、「国債および資金決済の円滑化への寄与」ということである。本制度を導入すると、災害あるいはシステム障害などを背景として、国債市場においていわゆるフェイル、決済日に予定どおり国債の受渡しができないといったような事態が多発・連鎖することに伴う混乱を回避することにも資する。公的当局によるこのような補完的な国債供給制度というのは、望ましい効果を持っている訳だが、同時に本制度が市場に対する過剰な介入となって、市場が本来持っている機能を損なってしまう事態に陥らないように制度を設計する必要があるとも考えている。以上のような基本的な考え方に基づいて、以下、スキームの骨子をご説明する。

「取引形態」は売現先とするということであり、既存の国債現先オペと同一のシステムを利用する。「売却対象先」としては国債系オペ、すなわち国債売買オペ、短期国債の売買オペ及び国債の現先オペの対象先のうち、予め希望する先を売却対象先としたいと思っている。(3)の「売却対象国債」だが、基本要領において「本行が保有する利付国債、割引短期国債および政府短期証券のうち、本行が適当と認める銘柄」ということを売却対象国債としたいと思っている。「売却期間」だが、原則として1日とするということであり、これは一時的かつ補完的な国債の供給制度であるという趣旨を明確にするということである。また、原則として約定当日に決済するということにしたいと思っている。次に「発動条件」だが、基本要領上は金融市場の情勢などを勘案して決定すると定めている。具体的に申し上げますと、以下の二つのような場合を考えており、一番目としては、原則として1銘柄につき3先以上から売却依頼を受けた場合に実施する。あるいは、金融市場の情勢などを踏まえ、金融市場局長が必要と認める場合にも実施するということにしたいと思っている。今、申し上げた原則として1銘柄につき3先以上から売却依頼を受けた場合実施する、という考え方としては、市場において特定銘柄の需給の逼迫度合いを確認するとともに、本制度の利便性を過度に損なわない範囲で、濫用に対する一定の歯止めを掛けるという趣旨である。二番目の市場局長が必要と認める場合にも実施

する、というのは本行の主導で売却を行える余地を残しておくという趣旨である。次に「売却方式等」だが、期間利回りを対象とした競争入札方式で実施したい。期間利回りについては、市場取引に比べてコスト面で有利になることを回避するために上限を設定したいと考えており、市場での国債調達を優先させるという趣旨である。同様の趣旨から、競争入札をオファーする場合も市場取引がピークアウトする午後から実施するということを想定している。今申し上げた期間利回りの上限だが、これは無担コール翌日物金利から α %という一定のパーセントを引いたものを目安として設定したいと考えている。この点については別紙3をご覧ください、期間利回りと品貸料の関係が示されている。今回の場合には、本行が売却対象先に対して、買戻条件付で国債を売却するという取引になっており、本行が売却対象先に国債を渡すとともに売却対象先が本行に資金を渡すという取引である。従って、期間利回りと先程申し上げたのは、売却対象先という資金を出した側から見た場合の利回りということであり、売却対象先が本行に資金を渡す関係上、それに対する運用の利回りとして受取利息というものを入手する一方、本行から国債を借りているので、品貸料を本行に対して払うということになっている。従って、期間利回りは売却対象先にとってみると無担コール翌日物金利というのが受取利息であるので、それから品貸料を引いたものということになる。先程申し上げた期間利回りに上限を設けるということは、品貸料を引いているので品貸料に下限を設けるということであって、この品貸料の下限が最低品貸料 α となり、これが先程申し上げたところである。この最低品貸料 α について、市場取引における品貸料の推移、あるいは市場参加者の意見等を踏まえて、過度に市場参加者が本制度に依存するということがないように金融市場局長が適切な水準に決定し得るような扱いにさせて頂きたいと考えている。具体的に申し上げますと当面の間、最低品貸料としては100bp、1%を目途として考えている。この場合期間利回りの上限ということで計算すると、現在無担コール翌日物金利がほぼ0%であるので最低品貸料を1%という設定にすると、0から1を引いて、期間利回りの上限は-1%ということに

なる。このことは売却対象先が本行に対して1%のコストを支払って国債を借り入れるという仕組みになる。従って品貸料を大きくすると、より大きなコストを売却対象先が本行に対して支払う必要が生じる関係になっている。恐縮だが3ページにもう一度お戻り頂きたい。「実施規模」であるが、一日の売却総額に上限を設定するということを考えており、売現先であるので資金吸収効果があるということで、日々の金融調節に及ぼす影響等を勘案して、当面は1,000億円程度を上限とすることを想定している。なお、この程度の実施規模であれば必要ないが、将来的には場合によっては買現先などによる資金供給と合わせて実施することも念頭に置いて対応していきたいと思っている。次に銘柄別・取引先別の売却額であるが、それぞれについて上限を設定したいと思っている。この趣旨は特定先による独占的な利用を排除したいということであり、当面は銘柄別の売却額を本行保有残高の50%、取引先別の売却額は売却総額、銘柄別売却額の50%をそれぞれ上限とすることを想定している。次に「再売却」の条項だが、エンド決済が仮に未了となった場合、決済が行われなかった場合への対応としては、一定限度で再売却、ロール・オーバーを認めていきたいと思っている。再売却、ロール・オーバーの回数だが、市場におけるフェイル慣行に則って最高21回まで再売却を可能としたいと思っている。さらに、再売却を行う時にはその当日の国債の時価に基づいて、改めて売却代金を算出するというようにして、国債の受渡しについては必要ないという扱いにしたいと思っている。それから、再売却の際の期間利回りだが、これは当初の期間利回りを上限としたいと思っている。これも安易な売却期間の長期化を抑制するという趣旨からである。当面の運用としては、当初の期間利回りと0%のいずれか低い方の利回りを適用するということを想定しており、現在のところは当初の期間利回りがマイナスになる可能性が高いということなので、その場合には当初の期間利回りが適用されることになる。「リスク管理」については、国債の売現先オペと同様のヘアカットを実施するというようにしたいと思っている。この点については、例えば国債の時価を100とすると、本行が受取る売却代金、すなわち国債を先方に

渡したことに對する資金の受取りの部分は、100を若干上回るレベル、例えば102とか103といったような数字になる。このようなヘアカットを実施することにより、価格変動リスクが十分にカバーされるだろうということである。さらに再売却時には、売却代金の洗い替えを行うということを一先申し上げたが、こうしたことにより、取引期間中の国債価格の変動に伴う担保の調整であるマージン・コールは行わないこととしたいと思っている。その他、本制度のスキームについては必要に応じて見直すこととしたいと考えている。最後に「今後の予定」であるが、4月12日から売却対象先の公募を開始し、5月中旬を目途に本制度の利用を可能としたいと考えている。次に別紙1だが、これは海外の状況ということで、アメリカ及びイギリスにおける国債の補完供給制度の概要を示している。アメリカの場合にはニューヨーク連銀、イギリスの場合には政府の機関であるデット・マネジメント・オフィスが同様の補完供給制度のシステムを提供している。いずれの場合も国債流通市場に対する補完的、一時的な証券の供給源を設けるということであり、流動性向上に資するという趣旨から行っている。次に別紙2だが、こちらは「本行保有国債の補完供給制度導入に関するオペ先の主な意見」ということで、オペ先の対象先から意見を募集したものを記してあり、これは先程ご説明したスキームの中に盛り込まれているものである。別紙3は先程申し上げた「期間利回りと品貸料の関係」ということである。次に政策委員会付議文を読み上げさせて頂く。「『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』の制定等に関する件。金融調節の一層の円滑化を図るとともに、国債および資金決済の円滑確保にも資するとの観点から、下記の諸措置を講ずること。記。1. 『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』を別紙1. のとおり制定すること。2. 『補完供給を目的として行う国債の買戻条件付売却における売却対象先選定基本要領』を別紙2. のとおり制定すること。以上。」である。別紙1. だが、国債の買戻条件付売却基本要領については、既存の売現先の基本要領に先程ご説明したような今回の制度導入に伴う必要な修正を加えたものがこちらにお示ししてあるので、ご説明は割愛

させて頂く。12 ページをご覧頂くと、この基本要領の附則がある。実施に関する附則だが、「この基本要領は、平成 16 年 5 月末までの総裁が別に定める日から実施する。」となっている。これは先程申し上げたように、ご決定頂ければ 5 月中旬を目途に実施する方向で準備を進めていきたいと考えている。ただし、売却対象先の選定については、4 月 9 日以降、行い得ることとしており、予定としては 4 月 12 日から対象先の公募を開始したいと考えている。別紙 2. だが、こちらは売却における売却対象先選定基本要領の案である。2. の売却対象先の選定基準等という項目だが、これは先程申し上げた、国債系オペの対象先から希望する先を公募して、その公募に応じた先を選定するものとすると思いたいと思っている。3. 以下については既存のオペの対象先選定基本要領と同様であるので、説明は割愛させて頂く。また、最後に附則において、この基本要領は 4 月 9 日から実施するということである。(2) にあるように、第 1 回目の売却対象先選定は 4 月を目途に実施するということであり、具体的には繰り返しになるが、4 月 12 日から公募を開始することにしたいと思っている。なお、以上でこのペーパーに即した説明は終わりだが、お手許に配付してある紙について若干ご説明したい。1 枚紙だがタイトルは「国債の補完供給制度の導入について」である。本件は、ご決定を頂いたならば対外公表を行いたいと考えており、お手許にお配りしたような案文についてご決定を頂ければと思っている。以下、読み上げる。「2004 年 4 月 9 日。日本銀行。国債の補完供給制度の導入について。1. 日本銀行は、本日の政策委員会・金融政策決定会合において、日本銀行が保有する国債を市場参加者に対して一時的かつ補完的に供給し得る制度（いわゆる「品貸し」）の導入を決定した（全員一致または賛成多数）。2. 国債市場においては、時として特定銘柄の調達困難化やその懸念によって市場流動性が低下することがある。そのような場合でも、市場参加者が自ら市場で最大限の調達努力を払うことが求められるが、補完的な手段として、市場参加者が日本銀行から国債を一時的に調達できる途が開かれていることは、市場流動性の低下を防ぐうえで効果がある。3. 日本銀行としては、本制度が、国債市場の流

動性向上や円滑な市場機能の維持に貢献することを期待している。以上。」。私からは以上である。

福井議長

技術的なことが幾つか含まれているので、恐縮だが三つ程説明して欲しい。一つは、フェイルとは何かということ。フェイルが起こったら実際はどう処理されているかということを知り易く説明して欲しい。二番目はヘアカットとは何か。それからマージン・コールとは何か。少し知り易く説明して欲しい。

前原企画室審議役

まず、フェイルから申し上げる。フェイルは先程言及したように、取引当事者の信用力とは異なる理由によって決済日に予定どおり債券を引き渡せないというようなことをフェイルと市場では呼んでいる。フェイルが仮に起きた時にどのようなことが起こるかということだが、今の市場の慣行によると、一般的にどう対処するかという方法を定めたルールというのが2001年初めに国債決済がRTGS化を行った時に、市場参加者の間で検討チームを作って導入されている。主たるポイントは三つ程あって、一番目のポイントは、仮に引き渡しが行われず、フェイルが発生したとしても、債務不履行としては扱わないということであり、その時点で直ちに契約は解除しないということである。それから後日フェイルが起きたとしても当初の約定どおりの資金、債券の受渡しを行うということであって、その間は追加的なコストは課さないということである。それからフェイルが仮に持続していった場合であるが、その場合には21営業日までは債務不履行としては扱わないという状況が続けていく訳だが、21営業日が経っても決済されない場合には債務不履行ということになって、通常の法的手続により債権・債務関係を解消する方向に向かうということがフェイル慣行ということで市場で定められている。次にヘアカットということだが、ヘアカットは一般的には担保の価格を算出する際において掛け目という

担保の価値の比率みたいなものであるけれども、それによって時価から割り引かれている部分というのを指している。従って、仮に時価を100として掛け目を95と言うと、どの位割り引いているかと言うと5%時価から割り引いているので、この5%をヘアカットという具合に言っている。私共の今回の場合においては、本行が品貸しとして国債を売却対象先に渡す訳だが、渡した国債の価格が仮に上昇して、見合いで受入れている現金を上回る状態が起り得るので、そうした状態を避けるためにリスク管理上時価よりも売却代金を割増しておく必要がある。先程申し上げたヘアカットについて見れば、売現先のケースでは、時価を100としてヘアカットすると102とか103という時価よりも高い値段を先方から売却代金として受取るということである。それからマージン・コールであるが、現先取引あるいはレポ取引などにおいてはほぼ同じような価値を持つ債券と資金等を一時的に交換するという取引であるので、取引期間中に当該対象債券の価格が上昇した場合あるいは下落した場合が起こる。上昇した場合については債券の出し手が、あるいは債券が下落した場合には債券の受け手が、当初設定していた資金と債券との価格の差が発生するので、その分については追加的な担保の差し入れを要請することができるということで、この追加的な時価の変動に伴う担保の調整の部分のことをマージン・コールと市場では呼んでいる。以上である。

福井議長

どうぞ。

須田委員

宜しいか。四つ質問がある。一つは「一時的かつ補完的」の具体的なイメージは何なのかということである。つまりこれに日銀が市場に参入する頻度というのが含まれているのかどうか。その頻度ということについては、品貸料の方で「過度に市場参加者が本制度に依存することのないように」というところで定めているとした場合、以前に品貸料の水準を150bpに設

定した場合には年間3回から5回位になるというような説明も受けたのだが、100bpに設定した場合どの程度になると考えているか、というのが一点目である。

それから二番目は発動条件のところなのだが、3先が必要とした場合、これは、一体どういう制度なのかということがよく分からないところもある。もし本当に3先から申し込みがあり、入札するということになり、かつそれに皆が参加すると言った場合、100bpから一体どの程度まで品賃料が上がるのだろうかというその実際のイメージが掴めない。ひょっとしたら②を使って1先だけでも実施するということがあるのか、また、その場合の品賃料は100bpで良いというようなことも起こり得るのかどうか。1先だけが本当に困っていた時に、この②を使って実施するということがあるかどうかというのが二番目である。それから三番目は、「必要に応じて見直す」とあるが、我々が決定する「必要に応じて見直す」とは一体どの程度のことを指すのかというのがちょっとよく分からない。それから本件を検討するに当たって市場関係者に話を聞いた時に、国債保有銘柄明細を1か月に一度ではなくてリアルタイムで公表して欲しいというような話もあったが、それについてはどうか。公表頻度を増やすのか、それとも問い合わせがあった時に個別に対応するのか、この点についてはどういうふうを考えておられるか。

前原企画室審議役

では私の方からお答えできる部分についてまずお答えする。第一番目のご質問の「一時的かつ補完的」というのはどういう具体的なイメージなのかということであるが、一時的という意味においては長く貸す状態というのは想定していないということで一時的と申し上げている。スキームとして売切ということではなくて原則として1日の売現先で行っているので、一時的に債券を貸付するということである。それから補完的という意味は、市場での調達を優先させるということであって、これは先程申し上げたような期間利回りに上限を設定していること、あるいは競争入札のオファー

を市場がピークアウトする午後から実施するというようなことによって市場での調達を優先させるようにしたいと考えている。それから頻度について、100bp でどの位の頻度で起こるかということであるが、これは過去1年位の統計で見ると恐らく9回位というようなイメージであるので、先程おっしゃったような3~5回よりはちょっと多くなる位の頻度で起こるとのことである。それから発動条件のところの3先以上ということであるが、これは先数が少ない場合には安易に利用されるというような面もあり、先程申し上げたような市場での調達を優先させるということにも関連してくる。具体的に3先であればそれでは客観的に市場での調達を優先させるということもなかなか言えないのであるが、この位の先数が売却依頼を受けた場合には市場でそれなりの必要性があるのではないかと考えた次第である。1先でも起こり得るのかということであるが、勿論、先程冒頭に申し上げたような形で災害とかシステム不安とか色々なことがあった場合には、仮に3先でなくても金融市場局長が必要と判断をした場合には行うということも当然含まれているので、先数が何先と言うよりはむしろ金融市場の情勢、国債市場での流動性の状況を的確に判断して行っていきたいということである。逆に申すと、3先以上から仮に売却依頼を受けた場合も自動的に実施するというのではなくて、市場の状況に応じて、場合によってはもう少し市場での自助努力を促すというようなことも必要かと考えている。それからこの「必要に応じて見直す」というところであるが、これは何しろまだ始めておらず、先程申し上げたように仮に100bpであると9回位というのは過去の実績ということになるので、色々な状況を見ながらこの制度の趣旨である一時的かつ補完的に中央銀行が国債市場に供給するシステムということに沿ったような形で運用できるように不断に見直していきたいということである。それから…。

白川理事

若干マーケットが関係していることであるので、市場局を担当している立場から若干補足させて頂こうと思うのだが、何回位利用されるかという

時に一応去年のレポ・レートを前提にすると、先程申し上げたような回数が一応浮かび上がってくる。ただご案内のとおりレポ市場が、特にS Cレポ市場についてはまだまだ日本では十分発達していなくて、マーケット全体を必ずしもよく見えるという訳ではないところもある。従ってそのレート一つがインディケーションではあるが、確実に9回だという訳でも必ずしもないのかなという気もするが、去年はそういうデータが浮かび上がってくるということである。それから以前、150bpという話を申し上げたが、それとこの100bpとの関係である。先程前原審議役が説明したが、実は原則これはオーバーナイトだが、相手先が国債を当日、翌日も返せないというようなこともあり得る訳である。そうするとその翌日、高いレートでもってチャージされていく訳で、従ってこのコストがずっと倍加していく訳である。もし、返済においてフェイルがもしなければ、これは一日ということで単純に計算できる訳だが、実際には伸びてくる可能性もあり得る。そうすると返還するうえでは、実は平均的なフェイル日数——これは去年は1.2日なのだが——を掛けたものが実はコンパラブルな数字になってくる訳である。それから今回はオペ先から色々意見を聞いていて、この100bpという数字は十分にそういう意味では「最後の貸し手」としての数字になるなということも一応今回の見極めの一つの理由である。それから、日本銀行が持っている銘柄の情報を公表することについてのご質問であるが、現在日本銀行は長期の国債とそれから短期の国債について月に1回発表している。これはマーケット参加者から見て国債の大きな保有主体である日本銀行がどういうふうな国債を持っているかということについて情報を出すことによって全体の状況が分かって、それを通じて流動性について好影響を及ぼすことを期待している訳である。これの頻度をもう少し高めて、例えば1週間ということも勿論理屈のうえでは考えられるが、一方で出すことでまたその投資家の行動にどういうふうな影響を及ぼすか、これはまた考えていく必要があるというふうに思う。それから日本銀行自身についても色々な事務負担もあるし、そういう意味で当面その1か月ということでスタートして、その後マーケットの状況を見てそのうえでもう

少し頻度を上げることが望ましいということであれば勿論それも排除はしないというふうに考えている。それから最後に総括的な感想なのだが、

そこでも実はこういうSLFについての議論があったが、やはりNY連銀の話聞いていても一応ガイドラインを決めていてそのうえでこのやはり最終的にはレポ市場の特性からしてある程度の裁量の余地を残さざるを得ないということであった。そこはマーケットの状況をできるだけ一貫性をもって把握していくこと、そのうえで対応すると。ただ基本は勿論そのルールを決めて、しかしなにかがしかやはりディスクレッションは残るという感じだと思う。従って、今、運営時点で直ぐ見直していこうという訳では勿論ないが、今後そのレポ市場がもっと発達をしていくとかそういうことを考えると、今のルールを先程言ったように不断に検証していこうとそういう趣旨である。

福井議長

宜しいか。はい、どうぞ。

中原委員

今のご説明でちょっと申し上げたいのだが、元々、この流動性付与と濫用を防ぐバックストップ的な運用をしたいということ、これは矛盾する部分があってそこをどうするかということだ。この説明の中で「利便性を過度に損なわない範囲」と、「過度」という言葉を入れているので裁量権と言うか、非常に裁量が大きいという感じがする。基準をある程度明確にすることによって流動性を与えることは、市場に安心感をもたらすということだが、先程のご説明の中で3先以上から申し込みがあっても、状況によっては発動しないという発言もあったけれども、ここにおける裁量権というのは、どちらかと言うと、その決めた条件が成立していなくても流動性が損なうと思ったらやるという方向での裁量権であって、3先以上から要求があっても、どうもそれはお前達の自助努力が足りないのだからやら

ないよと、こういう裁量権というのは私はあまり持つべきではないと思う。

白川理事

勿論そのとおりである。先程、前原審議役が申し上げたのはそういう趣旨では勿論なくて、今中原委員がおっしゃった趣旨で申し上げたものである。つまり、こういうことはまずないのだが、ないとは思いますが、例えば3先が結託して意図的にスクイズをしてくるという可能性、これはないとは言えない。NY連銀でもそういうケースが起り得るということであった。彼等の場合は実は3先の要件は課していないのだが、しかしそのうえで、めったに発動しないけれども権利だけは一応留保しており、

というふうに言っている。今現在我々が考えていることは、今中原委員がおっしゃったようなことであり、裁量権を行使しようということでは全くない。

中原委員

この3先というのは発表するのか。

前原企画室審議役

発表する。

須田委員

この3先は競争入札を行うということなのか。

白川理事

希望先が…。

前原企画室審議役

3先以上というのは売却の依頼先である。

須田委員

先程おっしゃったその最後の貸し手という部分に関連するが、本当に欲しい人が取れないということもあり得るということか。

白川理事

ただその場合、日本銀行が持っている銘柄、これは勿論日本銀行が持っている国債に規定されるが、その中で誰に配分していくかという時に、その一番欲しいのだというのは最終的には入札のレートに表われてくる訳である。日本銀行が持っている国債をアロケイトする時には入札以外に方法はない。これは、相反する二つの要請があって、一方でいざという場合に備えて流動性を確保する手段があった方が良くということではあるが、しかしあまりそれが禁止的だとこれはワークしない、そのバランスが難しく、これはそういう意味では悩みながら制度設計を考えた訳だ。今回実はオペ先からきたコメントもそういう意味では両方の要素があって、それはそれぞれもっともなコメントだと思うが、そのうえでどう調和点を見出していくか、ということだ。繰り返しになるが、今回のルールが未来永劫ベストということでは勿論なくて、そういう意味では常に虚心坦懐に見ていきたいと思っている。

須田委員

品貸料の水準の変更については、委託する、つまり我々が決定することではないということか。

白川理事

然り。

須田委員

そうであれば結構である。

白川理事

最低品貸料は、日本銀行の方がこれを決める訳であるから。

須田委員

いや、そうではなくて。

前原企画室審議役

金融市場局長の方で決めるということになる。

須田委員

その変更については、執行部が、決めるということで良いか。

白川理事

ただこれは、100bp は効くということなので、当面これはもう、勿論100bp でやっていくという訳である。

須田委員

あと、9 回になるか 10 回になるかそれは分からないが、金融調節を担当する部署が行うこととなれば、事務的な負担というのも大変だと思う。現場としてはどの程度までなら耐えられるという感じなのか。

白川理事

どの程度というのは、勿論最後はこういう制度を導入して、もし実際の応募が多かったらこれは勿論しっかり対応するが、まず先程の説明で申し上げたとおり、今回のこの現先については従来からある現先のスキームを使ってはいるので、その面も従来同様 S T P で一貫して処理される。そういう意味で出てくる事務は、例えば相手先から希望を募るとか、それについてオファーをするとか、結果を連絡するとか、若干のバックの事務は発生する。勿論これは回数が非常に増えれば負担が増えていくが、このため

に通常の金融調節ができなくなってしまうということは勿論ないし、これは我々なりにこれをやれば十分回していけるという判断でやっている。ただ、正確にこれが何回だと言われるとそれはなかなか答えにくい訳である。

中原委員

その先程の話だが、例えばスクイーズのような明らかにマーケットルールに反している場合はやらないということか。問題はスクイーズに遭っている方の話ではないか。そういう状況がまずマーケットに起きていることを確認できるのか。

白川理事

これはスクイーズの…。

中原委員

噂は別としても。

白川理事

スクイーズに遭っている話もあるのだが、実はそのスクイーズは仕掛けられている方はさらに万全を期すためと言うか、彼等から見て…。

中原委員

そういう意味か。

白川理事

そういう趣旨である。

中原委員

受けて困っている方には出してやると。

白川理事

そういう趣旨である。ここで言っているのは悪意に基づくスクイズであって、そういう人が日本銀行から国債をさらに調達してどこからも出てこないようにしてしまうという可能性、可能性で言えばある。そういう意味で、一方でこの制度を是非設けて流動性を確保して欲しいと。しかし万が一そこでやった場合の備えも同時に作って欲しいということもオペ参加者は言っていた。

中原委員

そういう意味でスクイズを仕掛ける方に対して締め上げるのだったら、こんな制度は作らない方が良いということになる。

白川理事

ただそれは、いずれにしても、日本銀行のファシリティがなくても、出てこない訳である。しかし、スクイズがあって、そのうえで今度、被害を受けてと言うか、マーケット全体の流動性が下がる場合、これはもう全体に損害が及ぶ。その時には日本銀行が公益に基づいて出していくという、これはやはりプラスだというふうに思う。

春委員

その品貸料の水準は上限1%ということになるのか、あるいは $1\% + \alpha$ となるのか。

前原企画室審議役

当面1%ということである。

春委員

品貸料の上限を規制することとなるのか。

前原企画室審議役

然り。そのようにさせて頂きたいと思っている。

白川理事

実際に入札するから、実際のレートは勿論それよりも…。

春委員

いや、マーケットでの品貸しのことだが。

白川理事

マーケットの品貸料は勿論それよりも安い訳である、数字上は。日本銀行は…。

春委員

上限が1%ということになるのか。

前原企画室審議役

然り。私共が行うオペレーションの上限である。

春委員

マーケットでの品貸料と言うか。

白川理事

これは…。

中原委員

なるほど。

春委員

マーケットでの品貸料は $1\% + \alpha$ もあり得るということで良いか。

白川理事

勿論ある。

前原企画室審議役

然り。

春委員

そういうことか。

白川理事

実際には、これは資金の最後の貸し手と全く同じなのだが、例えば日本銀行の最後の貸し手も公定歩合 $+0.5\%$ でやっている。 0.5% を付けてはいるが、それは調達する人から見ると、そのレートでも実はマーケットで調達できないという意味においては、インプリシットと言うか、インプライされたレートよりも安いが、しかし、マーケットで観察されるレートよりは高いというレートになっている訳である。同じことが実はこの国債の貸出についても起こるということである。

福間委員

大体議論が出たのだが、この3先は——3先というのは一応目安として3先なのだろうが——、今のようにホールディングの形になっている金融機関で、証券系と銀行系と、あるいはサーベイを実施した証券とこういうものが言い方はともかくも結託してベア・スクイーズを謀る、そういうものを含めて市場局長が判断すると考えて良いのだろうと思うが、そういうものが頻発するようであれば、例えばブラックリストに載せるとか、どこ

かで隠して持つておかないと、この制度を定着させることが難しくなる。濫用されるとちょっとまずいな。

白川理事

おっしゃるとおりである。日本銀行自身がポリスのように対応するのはこれもしないと思うが、しかしマーケットで何が起きているかについてはできるだけ正確に把握しておきたいと思っている。

田谷委員

ちょっと今までの議論と関係するのだが、アメリカの連銀は品貸料を100bpよりも低く設定して、かなり発動が頻繁であるという話を聞いたことがあるのだが、どうしてそれをこういった趣旨で100bpなり何なりに引き上げて一時的、補完的な制度にしていないのか。なぜ、そういうふうに頻繁に使うようなファシリティのままに連銀はしているのか。どうしてか。

白川理事

まず、連銀の最低品貸料だが、今現在75bpである。以前は実はもう少し高く150bpからスタートして段々下げていった訳である。現在、なぜ75bpにしているかというところをご説明すると、今、GCレポ・レートがこれは1%であるから、そうすると最低品貸料が75bpだと辛うじてSCレートが一応プラスの世界になってくると、一応、そのSCレートを若干のプラスにしておきたいなという感じがどうもあるようである。それで現在、多く使われているということであるが、これはまず、当初、もっと厳格にスタートして、それからその後、このマーケット、SCレポマーケットにおける状況、それから実際の連銀のファシリティに対するニーズがやはり高まってきているということがある。例えば、去年の春以来、アメリカの国債市場では随分とフェイルが発生してきて、そういうのがあるがためにやはりその分、去年の夏から秋に掛けて随分利用されていた。それで常時使われているのだが、それでもSCレポ市場全体から見ると、これは

勿論メインの手段ではなくて、これはあくまでもやはりテンポラリ・アンド・セカンダリーという彼等の謳い文句どおりの役割になっている。アメリカの場合、SCレポマーケットが非常に発達しているから、その規模との比較で見ると非常に小さい。額からすると今、連銀のこのファシリティは大体毎日10億ドル位今、使われている。日本円で言うと1,000億円位使われているが、しかし、金額としてはやはりそういうものだという事である。

福井議長

他にないか。宜しいか。それでは一括採決したいと思う。一括と申し上げるのは、今の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制定。それから、対象先の選定基本要領の制定、それから最後に対外公表。この三つ一括付議で宜しいか。

〔「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」の制定等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

〔「国債の補完供給制度の導入について」の公表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

採決の結果を申し上げる。「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」の制定等に関する件。賛成が9、全員一致である。それから、「国債の補完供給制度の導入について」の公表に関する件、賛成9、全員一致である。

福井議長

では、全員一致で可決をした。次に当面の金融経済情勢についての討議に移りたいと思う。まず、議論の前提として、事前にお手許にお配りしている金融経済月報案について執行部から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、A3の紙を出して頂きたいと思う。まず、実体経済の方からご説明する。冒頭の現状の総括判断だが「わが国の景気は緩やかな回復を続けており、国内需要も底固さを増している。」とさせて頂いた。まず、この中で「緩やかな」という表現を前月同様残している点だが、一つには足許の景気のテンポが非常に読みにくい中で生産に関して言えば、かなり足許減速しているということが一点。それから二点目は、景気回復メカニズムに即して考えてみても、企業から家計への波及の程度というのが、依然として明確ではないということで、「緩やかな」という表現を残している。その一方で「国内需要も底固さを増している」というのを加えているが、ここについては、そうは申しても設備投資、個人消費そういった主な内需項目についてこのところ総じて堅調な指標が出ているということ。それからこれが一番大きいのだが、そういったことの裏付要因になるが、短観で業況判断の改善に中小企業、あるいは非製造業といったところにも広がりが見られてきているということである。そういうことであるので、その後の各論だが、輸出、設備投資、生産までは前月と同様だが、その後に「企業収益は増加を続けており、企業の業況感は広がりを伴いつつ改善している。」というのを今回短観を踏まえて挿入している。その後の雇用者所得は前月と同様だが、個人消費、前月は「足もとはやや強め」と言っていたが、今月少し続いているので「やや強め」と単純に申し上げている。「足もとは」というのを落としているということである。その後の住宅投資、公共投資は前月と変更ない。先行きだが、現状判断を今申したように少し変更したので、先行きの言い方もそれに合わせて変えていく必要があるということで、どういうふうに変えたかということだが、「景気は当面緩やかな回復を続ける中で、前向きの循環が強まっていくとみられる。」というふうに今回は変えている。この「前向きの循環」という言葉だが、10月の展望レポートで、2003年度下期には前向きの循環が働き始めると予想

されるといった件があって、それとの連続性を意識して「前向きの循環」という言葉を使っている。足許は既にこれが働き始めているという判断になるが、先行きに掛けて「前向きの循環が強まっていく」というのが今回の新しい判断である。その意味をもう少し申し上げると、足許既に強まっている循環というのは、輸出、生産、企業収益、設備投資といったいわば製造業中心の循環であり、まだそこまでは十分には働いていない企業収益から家計へ、あるいは、場合によっては非製造業の設備投資とそういったこれまで十分に働いていない循環の波及経路もこれからは少しは強まっていくだろうということで、その部分を今回は判断させて頂いているということである。波及経路が複線化していくことによって全体として循環のメカニズムが強まっていくとそういう論理である。ということなので「すなわち」以下の各論をご覧頂くと「海外経済」から「生産」まで二行目の途中まではこれはいわば主に製造業中心の循環であり、ここはこれまでどおり今後もこういう形でいくということであるが、その後の「企業の過剰債務」以下のところがもう少し広い意味での循環のメカニズムに関わることであり、そこについてまず第一点は、「企業の過剰債務など構造的な制約要因はなお根強いが、徐々に和らぎつつある。」ということで、前月までと入っている表現はあまり変わらないのだが、語順を引っ繰り返して少しポジティブな印象の表現にしているということである。その後の「また」以下だが、「企業の人件費抑制姿勢は引き続き強い」、これもこれまでと同様だが、その後、「生産活動や企業収益からの好影響が、家計所得へと徐々に及んでいくと考えられる。」ということで、前向きの循環が強まっていくという一つのサポート材料にしている訳である。それから公共投資は変わっていない。物価であるが、国内企業物価は前月から新しい指標が出ていないので、現状判断は変えていない。消費者物価は出たが判断の変更はない。「ゼロ%近傍で推移している」ということである。先行きだが、国内企業物価は変更なし。消費者物価だが、まず一つ微妙な変更なのだが、二行目のところ「需給バランスが徐々に改善しつつもなお緩和した状況」と書いているが、前月は「なおかなり緩和した」というふうには書いていた。

従って「かなり」というのを落としているということだが、これは短観の需給判断DI、あるいは設備・雇用判断DIで見た需給ギャップ、そういったものを見ても少しずつ水準が上がってきているということで、今月は「かなり」というのを落とさせて頂いた。そのうえで、「診療代などが前年比押し上げに働かなくなるにつれて、小幅のマイナスで推移すると予想される。」というふうに書いているのは、現在もう4月なので4月の数字辺りからは表面計数がゼロで基調的にマイナスと言うよりは、表面計数自体がマイナスになっていくということ踏まえてこのようにここは変えている。実体経済は以上である。

櫛田企画室参事役

続いて金融面だが、変更点は三点である。一つは、企業金融を巡る環境についての記述である。先般の短観においては、企業から見た金融機関の貸出態度判断、あるいは資金繰り判断は中小企業を含めて改善していることが確認されたということである。このため、企業から見た金融機関の貸出態度の改善が続いている点を本文中に付け加えるとともに、企業金融を巡る環境についての冒頭の一文、この表現を若干強めたということである。具体的には三行目「企業から見た金融機関の貸出態度も改善が続いている」と、この一文を入れた。それで冒頭の表現だが、企業金融を巡る環境は総じて見れば「やや緩和される方向にある」という表現について、「やや」を取る格好で「緩和される方向にある」とした。なお、当初お示した案は、先月の「やや緩和される方向にある」という部分の「緩和される方向」という部分について、若干表現を強める趣旨で「緩和している」としてみたが、この表現自体、状態を示しているのか改善変化を示しているのかやや分かりづらいと考え直し、そうであれば前月の「やや緩和される方向にある」の「やや」を取った方が強める趣旨ははっきりするという事で手書きのように変えさせて頂いているということである。二つ目は、マネタリーベースの伸び率について、数字に即して前月の「前年比1割台半ば」から「前年比1割程度」に変更している。三つ目は為替資本市場の

動向についての記述である。なお、この点も当初お示しした案では、「前月と比べ幾分上昇している」とこうしていた。この資料提出後、株価が12,000円台に乗せ、また長期金利も1.5%に乗せたということ。それと「幾分」かどうかやや微妙かともここも考え直し、本日若干調整が起こっているが、「幾分」はそうした趣旨で取ってはどうかということで、ここでは「幾分」を取る格好でお示ししている。私からは以上である。

福井議長

表現の内容については後でまた議論したいと思うが、取り敢えずテクニカルな何かご質問があれば。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

それでは委員から金融経済情勢について見解を表明して頂きたいと思う。お一方5分ずつ位という感じでお願いしたい。今日は、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、福間委員の順でお願いしたいと思う。その後、自由討議をしたいと思う。まず、中原委員からお願いする。

中原委員

前回会合以降発表された経済指標を見ると、総じて緩やかな回復過程の中で、裾野の広がりというものを物語るものだったと思う。今月の基本的見解、先程説明があったが、概ね判断としては結構だと思うが、表現において後程議論したいと思う。まず海外経済だが、全体として政治的、あるいは地政学的なリスク要因はむしろ高まっている訳だが、実体経済面でのリスク要因は縮小しているということ、エマージング経済も含めて総じて順調な拡大が続いていると感じる。米国経済は比較的バランスのとれた回復過程に入ってきたと思うが、企業収益は好調を継続しているし、在庫の

積み増しも始まっている感じがある。家計では住宅と自動車にやや減速感があるが、なお伸びている。3月の非農業部門雇用者数、これは非常に良い数字が出て、懸案の雇用の回復についての明るいデータとなった訳だが、やはり低賃金労働、あるいはパート労働についてどうかというような構造的、質的变化がやはり底流にあるのではないかという見方もある。Fedや一部のエコノミストのコメントにもあるが、雇用回復の確認にはもう少し時間を掛けるべきだろうと思う。米国経済に関わる先行きのポイントとしては四点。今、申し上げた雇用回復の再確認ということが大事だと思うが、中間財に波及している原材料価格の上昇と企業収益への影響、それから三点目はエネルギー価格、ガソリン価格の上昇の影響。四番目にFedの政策スタンスと長期金利の動向を挙げておきたいと思う。欧州、アジアについては昨日のご説明に特に申し上げることはない。一方、我が国の景気だが、先日の短観における業況判断、これは回復の裾野の広がりや内需の先行きに対する明るさを感じさせるものだと思う。敢えて弱い材料ということで申し上げれば、設備投資について慎重姿勢が見られる。特に非製造業では動意が弱い。それから引き続き非製造業の中小企業の業況判断が相対的に弱い、格差が縮まっていないということ、あるいは、円高、原材料価格の上昇による交易条件の悪化予想が、一部の素材、加工業種の先行き判断を悪化させているというようなことが挙げられるかと思う。一部に景気は既に成熟段階にあるという見方も出ているが、低い在庫率、在庫循環の動向等を見ると、回復の持続性はある程度強いように思われる。当面の実体経済面におけるリスクとしては、外需、それから為替動向などの先行きの輸出環境がポイントだが、加えて設備投資、消費という内需の動向。それから三点目として、原材料価格の上昇や品不足、供給面におけるネックが企業収益にどういう影響を与えてくるかということ、これを挙げておきたいと思う。まず設備投資だが、非常にピンチが高くなっているというようなこと、あるいは潤沢なキャッシュ・フロー等、資金の Availability も高まっていること、好調な収益、それから損益分岐点は低下していること、また、一部に見られるハイテク高付加価値商品の生産の国内

回帰の動き、デジタル家電用半導体の能力増強投資の動きなどポジティブな環境が整いつつあるように思う。いずれどこかで内需としては主役を消費に引き継ぐ必要が出てくるのではないかと思う。消費については年初来、需給両面の統計で底固さが見られているが、確かにリストラの一巡、雇用環境に改善が見え始めたこと、所得の低下に歯止めが掛かり始めたこと、株価が上昇、地価もまだら模様だが下げ止まりの気配が一部出始めたこと等によるマインドの改善、こういうものが消費を押し上げ始めているのかもしれないと思っている。一方で、これから顕現するであろう色々なネガティブな要因、社会保障費の関連とか、あるいは雇用のパート比率の上昇、ミスマッチ、こういうものを考えると今後の消費動向については、必ずしも楽観する訳にはいかないと思う。このところ電通とか博報堂の大手広告会社による消費態度意欲調査などを見ると、あまり前向きな方向への変化は見られない。一部大企業、大手の小売業のヒアリングなどもやってみたのだが、春物衣料、紳士服、あるいは婦人靴などで消費態度にこれまで見られなかった変化が出てきたという話もあるが、経営者のマインドは非常に慎重で、今後の年金、消費税の議論は97年の状況の再来を招きかねないのではないかという懸念を持っている声もあるようである。素材価格の上昇の影響については、現在のところ円高、需要増加による数量効果、リストラによる生産性向上などにより上手く吸収されていると昨日説明があったが、今後の動向次第で価格支配力が十分でない中、企業収益を圧迫する可能性があると思う。また、中国の需要拡大の煽りを受けて、鉄鋼原料とか鋼材、非鉄、また、これらを運ぶ船舶などで需給が非常に強く逼迫している模様であり、一部に今後のバランスの取れた回復のボトルネックになりかねない。以上、実体経済について申し上げたが、金融資本市場については時間の配分の関係で調節方針のところで申し上げる。

福井議長

須田委員、お願いします。

須田委員

金融経済情勢についてだが、まず海外経済については、ユーロエリアの景気のもたつきと米国の景気動向が気掛かりである。ユーロエリア経済の問題については、昨日議論があったのでここでは割愛して、我が国経済にとって影響のより大きな米国の景気動向に絞って若干触れさせて頂く。

米国の景気は足許では着実に回復しているが、減税効果剥落後の景気の持続性については、雇用者数の回復が思わしくなかったため、これまで慎重に見てきた。漸く3月の雇用統計において非農業部門雇用者数が市場の予想の+12万人を大幅に上回って増加し、+30.8万人増であった。同時に1、2月の統計も修正され、1~3月の月平均増加数は+17.1万人になった。「そのうち、雇用が大幅に増える」と繰り返し発言していたFed関係者等も一息ついたのではないかと思う。ただ、これで安心した訳ではなく、何人ものFed関係者が「こうした状況が数か月続くかどうか見極めたい」と慎重な姿勢を見せている。確かに3月の雇用統計は他の雇用関連統計とのギャップを解消させ、雇用増大の加速、産業の広がりという面からも強気の見方をサポートする。しかし、雇用増には10万人程度と言われている一時的要因があること、人材派遣業の雇用が僅かだが減少していること、労働投入量の減少と時間当たり賃金上昇率の低さから、雇用者所得の伸びは前月比横這いとどまるとみられることなどを考えると、推計誤差がかなりある雇用統計だけに——これも10万人とも言われているが——、私もFed関係者と同じ思いでいる。

足許、ドル安や国際商品市況の高騰により、原材料価格が上昇しているため、企業収益確保の観点から企業の雇用拡大への姿勢がなにがしかマイナスの影響を受けるのではないかと思う。また、消費マインドへの影響という面では、雇用者の増大はプラスだが、雇用のアウトソーシングを巡る中間所得層の不満、16歳から24歳までの若年層の労働力人口の著しい低下、所得の不平等化など、マイナス要因も無視できない。IBD/TIPP経済楽観度指数によると、3割の人が失業に敏感で楽観度指数が低く、また年収が低い程楽観度指数が低いという結果が出ている。このように雇用を

巡る環境は決して良いとは言えない。堅調な消費が持続するかどうか、米国民にとって身近なガソリン価格の上昇や、テロ等の地政学的リスクの高まりもあるので、暫くは慎重に見ておきたいと思う。

他方、雇用環境の改善とデイスインフレからの脱却の蓋然性が高まると、金融政策の変更時期を巡って議論が活発化することが予想される。データが出る度に、あるいはF e d関係者の発言によって金利が上昇・変動し、エマージング・マーケットをはじめグローバル経済に大きな影響を与えるリスクがある。その点からも米国の雇用の動向については、注意深く見ておく必要があると思っている。

次に国内経済に目を向けたいと思う。短観から国内景気動向について見てみると、業況判断D Iは足許、大企業・中小企業、製造業・非製造業を問わず比較的はつきりと改善しており、景気回復の視野が広がりつつあることを示している。経常収益については、全規模・全産業で見ても増益が計画されており、これまでの円高や商品市況高を吸収してきたことが窺われる。なお、業況判断D Iについて 96~97 年のピーク水準をほぼ回復した製造業に比べると、中小の非製造業のレベルはまだまだである。設備投資計画は製造業は強いが、非製造業については製造業に比べて出遅れていることは否めない。このように景気回復の動きは着実に広がりを見せ始めたものの二極化の縮小にまでは至っていないことが分かる。足許の消費については、新年入り後、昨年第 4 四半期の反動が出ると思っていたが 1 月に続いて 2 月も強く、前期比で見ても消費関連指標の多くはかなり強めの数字となった。他方、消費財総供給は悪化している。生産が減速しているというミクロ情報もある。これらをどう解釈するかについて執行部からも指摘があったように、2 月 29 日が日曜日という 28 年に 1 回という特殊要因が季節調整で上手く調整されていない可能性があると思われるので、1~3 月の各種統計を見て再度判断したいと思う。先行きの消費の動きについては、雇用者所得はまだ下げ止まったとは言えず、企業収益から所得へのリンクが未だ見えてきていない。可処分所得については年金保険料引き上げ等各種負担増の影響も出てくる。また、消費性向についてはシニア層

の支出増、マインド改善がプラスに働くと思われるが、やむを得ず取り崩した貯蓄の復元というマイナス要因も考えられるので、上昇が続くとは言い切れない。消費についてしっかりとした回復傾向が確認できるまでにはまだ時間が掛かると思う。いずれにせよ足許の国内需要は底固さを増している。内需の強さは内需関連株の上昇にも現われていると思うが、日本の景気が自律的回復軌道に乗ったとはまだ言えない。もっとも、その方向に向きつつあるとは言えると思う。従って、基本的見解においては現状、先行きともに「緩やかな回復」としつつも、判断を強めた執行部の案が良いと思う。

最後に資産価格の動きについて少し述べておきたいと思う。先日公表された公示地価を見ると、平均ではなお下落基調にあるが、東京では地価の上昇地点が増加している。短観によると 2003 年度の土地投資額は前年比 10%以上伸びている。不動産関連株価や J-REIT 指数も上昇しているし、ゴルフ会員権価格も上昇傾向にある。こうした資産価格の上昇がどのように波及するのか、注視していきたいと思う。

我々の金融政策は CPI を基準に据えており、コミットメントが達成されない限り、資産価格の上昇は見ているしかないだけに、資産価格の上昇は自律的な景気回復をサポートする力となるので望ましいと思いつつも行き過ぎることはないのか少し気になるところである。以上である。

福井議長

田谷委員、お願いします。

田谷委員

内外ともに景況感が改善してきた。アメリカでは雇用の拡大が確認され、景気拡大の持続可能性が高まった。東アジアでも中国を中心として輸出、生産の高い伸びが続いている。また、東アジアばかりではなく、中東、アフリカの一部を除いて新興国全般に経済が好調である。日本にとっての輸出環境はかなり良い状態が続いているようである。国内経済についても、

足許、景況感がかなり改善してきた。先行きについては、楽観的になれるサイドエビデンス、状況証拠は多くなってきているが、ハードエビデンスがまだ不足しているように思う。内外の金融市場では経済実態の改善を反映して、株価、長期金利が強含んできた。まず米国だが、雇用情勢の改善を示す指標が出て、景気拡大の持続性に対する期待が高まっている。株価の回復も明るい材料である。市場では、利上げが前倒しになるといった思惑も出ており、長期金利も強含んでいる。しかし、減税効果が減衰するにつれて、消費がどうなるのか。既に自動車販売には頭打ち感も出ているようだ。エネルギー価格上昇の影響もある。住宅投資についても、高水準ながら頭打ち感が出ているようだ。米国における雇用情勢の改善、また、今後の景気拡大ペースについてはもう少し時間を掛けて判断する必要があるように思う。米国以外の主要先進諸国の経済情勢に特段の変化はないようである。ユーロエリアにおける景気回復の動きは依然としてはっきりしない。一方、東アジアでは、景気の拡大基調がよりはっきりしてきた。輸出、生産が高い伸びを示し、内需も底固く推移している。東アジア以外の新興国全般についても、景気情勢が好転してきているようだ。今年に入って以降も、多くの中南米諸国、中欧、ロシア、トルコ、エジプトなどで株価がかなり上昇してきている。米国を中心とした先進諸国での金融緩和や株高の影響もあるだろうが、実体経済の好転を反映している面もあると思う。米国や東アジアだけでなく、多くの新興国の景気拡大は、相乗効果を持って良好な我が国の輸出環境を維持することを可能にすると思う。国内景気については、景況感がかなり改善してきた。短観では、業況の改善にも広がりが出てきていることが確認された。企業収益の改善は続きそうであるし、設備投資の回復も続きそうである。また、消費はやや強めとなっている。企業金融に関わる環境も改善してきた。金融機関の融資姿勢も積極化の兆しがあるし、資本市場での資金調達環境も改善してきた。株価も、銀行株を含め、中低位株の底上げを伴って上昇してきた。為替相場も現在までのところ円高一服となっている。先行きの景気について楽観的になれる状況証拠は多くなってきた。しかし、雇用・所得が本当に増加・上昇に

転じていくのか。現在までのところでは雇用・所得の下げ止まりが確認できていない。企業収益の改善が続けば、雇用・賃金の下げ止まりがよりはっきりしてくるだろうということまでは言えると思う。しかし、それらが増加・上昇に転じるかどうかはまだ不透明である。足許の消費の堅調が続くかどうか不透明なところがある。その結果、設備投資拡大の非製造業への波及についても、今一つはっきりしないところがある。つまり、今後の景気拡大の持続性に関するハードエビデンスである雇用・所得の回復が見られるのか、そしてその結果として消費拡大の持続性と設備投資の広がりが見られるかどうかといったことについて不透明感が残っているということである。この関連で言えば、月報の景気の現状、先行きの表現は若干強いのではないかと感じる。この点は後程議論させて頂こうと思う。以上である。

福井議長

植田委員、お願いします。

植田委員

皆さんおっしゃったように地政学的リスクの面を除くと経済情勢は全般的に好転しつつあるということだと思う。海外については、これもご指摘があったように米国において漸く雇用の若干の回復傾向が見え始めて、もし持続すると、恐らく雇用が伸びる中で生産性の上昇率はある程度低下し、しかしその中でGDPの成長率も若干低下すると思うが、消費、設備投資双方に支えられたバランスのとれた上昇波へと移行していく。それとともにデスインフレ傾向の終息、いわゆる双子の赤字懸念に対する過度の注目という辺りも後退していく可能性が出てきたということだと思う。中国については私の見た感じではまだソフトランディングの心配がもう一つはっきり見えないと思っている。例えば昨年未低下しつつあったマネーやクレジットの伸びは、1、2月また上昇に転じたようなデータもあるようである。さらにこの裏に中国の地方政府絡みの設備投資、融資の伸

びがあるようである。人民銀行の先日の引き締めはこうしたマクロ、ミクロの状況を踏まえたものというふうに解釈している。であるから、ある種のハードランディングのリスクはまだ払拭できていない、ここはリスク要因として念頭に置いておくべきだと思う。他方、逆になるが中国絡みの世界的な財の動き、あるいは投機資金の動きの変形指標の一つであった国際船賃の動きに、かなりはっきりピークアウトの兆しが見えている。ここも若干気になるところであるが、一応取り敢えずは行き過ぎた投機の一部が鎮静化しつつある結果というふうに見ておきたいと思う。日本経済であるが、第1四半期、皆さんおっしゃったようにある程度の減速はありそうだが、需要・供給サイドのデータが今のところ上手くマッチしていないという状況の中で、全体像の確認はもう少し先になるということだと思う。ただ同時に、第2四半期についての生産予想、あるいは短観等企業コンフィデンスなどを見ると、2004年度入り後の経済もまあまあの姿となる確度が高まってきたということだと思う。短観についてももう少し指摘させて頂くと、設備投資計画であるが、これまでの短観とやや読み方が変わりつつあるのかなというふうに思う。これまでは非製造業、中堅・中小のところがウエイトが高く、そこがどうなるかというのは設備投資の先行きを見る際に大事だった訳だが、今度のを見てみると、大企業の製造業、非製造業、さらに中堅の非製造業、製造業を加えると、全体の設備投資のシェアが85%位になっている。中堅を取っても相当高い3分の2位のシェアである。ここの2004年度計画が名目で1.9%、設備投資デフレータのそのままの動きを取ると実質で8%前後ということで、その他の中小のところが最後はゼロまで戻ってくるということだとすると、既にこれだけで2004年度のGDPに1.1%位の上昇寄与ということになって、かなり好調な設備投資計画が既に出ているというふうになって、これは含むソフト除く土地・家のベースである。むしろ中小のところは設備投資と言うよりは雇用の判断のところが今後は重要という見方もあり得ると思う。ここについての判断は今度の短観ではまあまあということであるので、全体像として色々構造圧力はあるものの、少しずつ改善が進んで、2004年度についてまあま

あの、先程申し上げたような姿となる可能性がかなりあるということだと思ふ。物価面については須田委員も指摘されたように、首都圏の地価に底入れの兆しのようなものが見えて、そして場合によってはこれが短観に見られたような昨年度の中小企業——特に不動産、小売等の業種であるが——の土地融資の増大、土地投資の増大に結び付いたのかもしれないという辺りを注視したいと思ふが、こういう動きが土地価格の上昇の行き過ぎに繋がるという心配は今のところあまりないのではないかというふうに私は思っている。最後に、一般物価の一部であるサービス関連については、企業収益の改善、生産の基調的な上昇傾向、さらに賃金が徐々に下げ止まっているという中で、4月以降どういふふうに変動していくかに着目していきたいと思ふ。以上である。

福井議長

次は春委員にお願いします。

春委員

それでは申し上げます。昨日の人質事件は新しい不安定要素と思ふが、足許の景気については、3月の短観や米国の3月の雇用統計を始め、2、3月の各種指標から、海外経済の着実な回復を背景に輸出、生産が増加し、企業収益の改善、設備投資の回復が続いていることが確認されたと思ふ。個人消費についても雇用者所得は僅かながら減少を続けている中で、強めの指標が見られている。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は、格差は継続しているが、景況感、企業収益等の改善が進んでいる。こうした状況から株価もこのところ堅調である。

以上総括して、先行きも含めて10月の展望レポートの大勢見通しで示した上限の周辺の緩やかな回復が着実に続いているように思ふ。リスクについては、実体経済面での下振れリスクは若干減少しているが、当面イラク、イスラエルの情勢や米国の雇用改善の持続性、高止まりしている原油価格、また為替や長期金利の動きに注意を要すると思ふ。また、先行き本

格回復の鍵となる個人消費については、雇用者所得の回復が重要と考えている。先程ご説明にあった執行部の基本的見解の案には特段の異論はない。

以下、三点簡単にコメントをさせて頂く。まず、皆さんもお触れになったが、3月22日に2004年公示地価が発表されて、東京圏の住宅地や商業地の一部で地価上昇が見られたことや、全国平均全用途の下落幅が縮小したことが地価の動向に変化の兆しとして評価されている。しかしその縮小幅は僅かなものであり、地方圏全用途の下落幅はむしろ拡大しているので地域格差は拡大していて、今回の公示地価はまだそう高く評価することはできないように思う。土地価格に関連して、まず不動産業の需給判断DIを見ると、供給超過幅は若干縮小しているが、マイナス幅は非常にまだ大きい状態が続いている。一方で2003年度は中小企業を中心に土地投資が大幅に増加している。さらに製造業の国内回帰や小売業の新規出店の動きもあり、新設住宅着工戸数も1、2月均して見れば堅調であるというように、確かに変化の兆しを裏付ける指標も見られている。全国の土地価格総額は、ピークの約2,400兆円から約1,400兆円まで減価しているそうだが、景気の回復とともに地価が漸く土地取引が活発化する水準に近付きつつあるのかどうか、特に地方における土地価格や土地取引の動向に注目したいと思う。

二番目は、原油価格についてだが、OPECは3月31日の総会でかねて2月10日に決定していたとおり、4月1日からの生産枠の削減の実施を改めて決定した。原油価格は、今年に入っても不安定な中東情勢、米国や中国における需要増、米国における低水準の民間在庫などから高値を続けていたが、3月11日のマドリッドでのテロを受けて3月17日にはWTIで90年10月湾岸戦争当時以来となる38ドル台まで上昇して昨日も37ドル台となっている。米国ではガソリン等エネルギー関連支出が家計支出の7%程度を占めているそうだが、ガソリン代の急騰が週間チェーンストア売上の低下に繋がったという指摘もある。行楽シーズンを控えてガソリン価格抑制のための戦略石油備蓄の放出が大統領選の争点の一つとも伝えられている。今後の原油価格の見通しとして、米国エネルギー省は、昨

日も予測を出しているが、年内に 30 ドルまで低下するとしているが、調査会社等では年末に掛けて 37 ドル程度と見るところもある。昨日の日経金融には 40 ドルを超えるかという報道もあった。中期的には、一般的に旧ソ連あるいはアフリカ等の非 O P E C 産油国やイラクの増産等で 2005 年度以降は W T I は 26~27 ドル程度で推移すると見込まれているようだが、中東情勢の推移等、不確定要素が多いので今後とも注意を要すると思う。

最後に、個人消費は堅調な動きが続いている。その中で昨日公表された 3 月下旬の景気ウォッチャー調査では、現状判断 D I は前月比 +3.6 ポイント改善の 53.7 と 2 か月連続で 50 を上回った。2 月に 41.3 と低下していた飲食関連も 51.2 と回復した。また、先行き判断 D I も 53.6 と前月横這いだが、50 超過は 3 か月連続となった。コメントとして幾つかの地域で共通に報告されている中で、「国内旅行、海外旅行とも増加している。一部に団体旅行も増加している」とか、レストラン、スーパー、コンビニあるいは家電販売店等から「高級品や良質な商品への志向が高く、客単価が上がっている」、あるいは一方で、「消費税の総額表示による消費の抑制が懸念される」というようなことがある。また、企業について「受注が増加して忙しい一方で、原材料価格が上昇している」、「労働者派遣法改正もあって、製造業も含め企業からも派遣の求人が増加しているが、一部その中で正社員雇用の動きもある」などがあった。これも景気の着実な回復を裏付けるものとなっているように思える。以上である。

福井議長

武藤委員、お願いします。

武藤副総裁

先月の決定会合以降明らかになった経済指標を見てみると、輸出、設備投資が堅調な増加を続けているほか、個人消費についても昨年末からやや強めの動きが続いている。また今月初めに公表された短観では、景況感の

改善が製造業、大企業にとどまらず、非製造業や中小企業にも広がりつつあるということが確認された。まず輸出については、世界経済の回復を背景に、東アジア向けを中心に大幅な増加が続いている。設備投資は、企業収益が増加を続けるもとで製造業を中心に回復を続けている。設備投資の一致指標である資本財出荷を見ると、1～2月は半導体製造装置やコンピュータ関連を中心に10～12月に続いて高い伸びを示しており、設備投資回復の足取りははっきりしてきている。個人消費については家電販売や百貨店、スーパー販売額などの販売統計を見る限り、昨年末以降のやや強めの動きが持続している。もっとも企業の人件費抑制の動きが続く中で家計所得は漸く下げ止まりつつある段階にあって、足許の個人消費の動きは必ずしも雇用・所得環境の明確な好転に裏付けられている訳ではない。所得が伸び悩む中で、個人消費が強めに推移していることをどう評価するかは難しい問題であるが、多少期待感を持ちつつももう少し見極めが必要かと思う。このように我が国の景気は、設備投資、個人消費を中心に国内需要が底固さを増しているが、所得面を見る限り企業部門から家計部門への波及はなお限定的なものにとどまっており、回復が加速していく状況には至っていない。こうした点を踏まえると、景気の現状判断については緩やかに回復しているという基調的な判断を維持しつつ、国内需要が底固さを増しているという点を記述として付け加えるという判断で良いかと思う。先行きについては、海外経済が高めの成長を続けるとみられるもとで、輸出・設備投資を中心に回復が続くと予想される。さらに短観の結果を見ると、業況感や収益の改善が広がるとともに水準としても前回2000年ないし前々回97年頃のピークに概ね匹敵するものとなってきている。そうしたもとで、第一に2004年度の設備投資計画は製造業を中心に比較的しっかりとしたスタートとなっていること、第二に企業の人件費抑制姿勢は引き続き強いものの企業収益増加の好影響が徐々に家計所得にも及んでいくと考えられることなどを踏まえれば、輸出を起点に生産、企業収益の増加、設備投資の回復、さらには緩やかながらも個人消費の復調といった前向きな循環が強まっていくと見て良いのではないかと思う。従って先行き

の総括判断は、これも先程執行部から説明があったような書き振りで良いかと思う。次に物価面であるが、内外の商品市況の上昇が続いており、これを受けて国内企業物価の前年比マイナス幅は昨年末以降急速に縮小し、足許ではほぼゼロで推移している。消費者物価は昨年末にほぼ前年比ゼロとなった後、概ねゼロ近傍での推移を続けており、川上段階のカーブ上昇が川下に及ぶ動きは現時点では限定的なものとなっている。こうした動きの背景としては、生産性の向上などによる単位労働コストの低下に伴って企業におけるコストの吸収余地が拡大していることや、原材料価格の上昇は世界的な景気回復に起因するものであるために、輸出、販売数量の増加が企業のコスト負担をある程度相殺していることなどが指摘できると思う。こうした状況を踏まえると、最終財への価格転嫁は当面ある程度限定されたものにとどまるとみて宜しいのではないかと思う。経済物価情勢の総括は以上であるが、先行きに関する注目点、留意点として、次の三点を挙げたいと思う。第一に、このところ企業の業況感の改善の広がりが見られるが、これがより確かなものとなっていくかどうか。第二に、企業収益の増加が想定どおり徐々に家計所得の改善に波及していくのかどうか。その結果として個人消費の回復の持続性がある程度はつきりとしたものとなるかどうか。第三に、物価面について、川上段階の上昇が予想以上に速いテンポで川下段階に及んでくるリスクがないかどうかといった点であると思う。次に金融面の動向であるが、金融・資本市場の動向について見ると、短期金融市場は本行による潤沢な資金供給のもとで極めて緩和的な状況が続いている。景気回復期待の高まりなどを背景に株価は上昇していて、長期金利もやはり上昇している。為替市場では、前回会合以降円高が進行しており、円の対ドル相場は一時103円台まで上昇した。足許では105円、今日は106円、107円を窺うところで推移している。こうした金融・資本市場の動きは、全体として緩やかな景気回復の動きにほぼ沿ったものとなっているが、景気の回復が一段と明確になるにつれて神経質な動きとなる局面も予想される。金融・資本市場の動向やこれが実体経済面等に与える影響については、引き続き注視していきたいと思う。以上である。

福井議長

次は、岩田副総裁にお願いします。

岩田副総裁

それではまず海外の方だが、アメリカについては私、二つの良いサインが出たと思っている。一つは、雇用がはっきりと現実の数字で増加したという点と、それからコアのCPI、コアのPCEあるいはコアのPPI、いずれを見ても下げ止まり傾向が出た、つまりデスインフレ終息の動きが出たというふうに思っている。このデスインフレ終息の動きがなぜ出たかということなのだが、稼働率は実はアメリカはまだ低い。日本は良いところまでいっているがアメリカはまだ低くて、設備の需給、需要、その稼働率あるいは労働の方を見てもまだスラックがあるというのが恐らく一般的な見方で、その意味で考えると需給ギャップの水準で考えるとまだスラックが、つまりマイナスのギャップがまだあるというふうに考えて良いと思うのだが、にもかかわらず下げ止まったのは何か。一つは私、需給ギャップが縮小すると、これは変化分ということになる訳だが、変化分がマイナス幅が縮小することで実は物価上昇圧力が生ずるとというのが私の考えだが、それが影響している。それから勿論ドル安、あるいは原材料価格というようなものが中間財に波及している。こういった点があるのではないかというふうに思っている。以上アメリカだが、ユーロ圏では私、ドイツの消費がやはり弱い点をやや気にしている。それは改革が、年金改革についても政治的に上手く纏まるかどうか分からない。GDPデフレータの変化率が実はちょうどゼロになって、日本の94、95年に似てきたなと思っている。どうも金利を引き下げるタイミングを逃してしまったのではないかという感を深くしている。アジアでは、中国が仮に9%位の成長から7%の成長に上手く移行できれば、これが持続的なものになれば、これは一時的に成長率が減速しても日本にとってむしろ望ましい姿ではないかと思っている。また、インドについても、10.8%、第4四半期急成長し

ていて中国を上回っている。この辺もアジア全体を考えるうえでは見逃すべきではないと思っている。次いで日本経済であるが、日本経済、年が明けてからどのような姿か。既に今4月なので1~3月まだ数字は全部出ていないがどのような感じかなど。アメリカは恐らく4~4.5%のラインで動いていると思っているが、日本経済について言うと、前期比0.5~1%位の間で動いているのではないかとと思っている。それから短観で一言申し上げると、注目しているのは雇用の過不足あるいは設備の需給の度合い——こういうものは稼働率なのだが——、これが実は2000年の時よりも実は良くなっていると。ご覧になると96、97年のところまで戻ってきている。それから販売価格についても実は96、97年の、2000年の時よりも製造業については上回って、非製造業がまだついてきていないというような状況であって、全体のこういう需給バランスと言うか、GDPギャップだけで見るとちょっと危ないところがあって、幅広い指標で確認する必要があるのではないかとと思っているのだが、割合良いところ、少なくとも2000年のレベルを超えつつあるのではないかというふうに思っている。それから交易条件については、輸出入物価で見ると、輸出入の価格であるユニット・バリューで見るとでは実は逆さまになっている。物価で見ると、輸出入物価で見ると実は悪化、単価指数で見ると実は改善している。これは質の向上等の効果が勿論ある。高付加価値が進んでいる。実はこの高付加価値が進んでいるということ自体が実はその収益の悪化を妨げる一つの要因。これは労働生産性の上昇というようなことのほかにである。それから輸出販売数量が増えていくというようなことと合わせて、収益をあまり悪くさせない。一般的には投入産出価格で見ると2~3%確か悪化というようになっていると思うが、それが思った程悪影響を与えていないという裏側には、高付加価値化、というようなことがあるというふうに思っている。消費については確かに所得との整合性が問題であるが、私は企業収益が増加した時に、アメリカの場合は株価を通じて資産効果で消費が伸びる。日本の場合は賃金を通じてである。言ってみれば、夏のボーナスがプラスになるのではないかと。そちらの効果、期待所得効果と言う

か、それプラス実質資産残高効果というのはずっと、これは今ではなく、むしろ95年以降デフレになってからと言っても良いかと思うが、ずっと働いていると思っている。それから、注目されていないが、住宅投資は住宅ローン減税が1年少し延びたということに加えて、ベビーブーマーの潜在的な需要あるいは更新需要、こういうものがまだ十分出ていない。今後出てくる芽としては残っていると思っている。最後に物価について一言申し上げたい。物価についてまず技術的に言うと、一つは医療費の前年から上がったということが——0.17%一時的に上がっている——、こういう話があって、それが4月剥がれる、こういう話になっている。同時に消費税の中小企業に対する特例措置、これで5,000億円増税になる。これはどうも経済学的に考える限りは、これはコスト・プッシュ要因なので。今285兆円位個人消費がある。この5,000億ということは0.2%、需要と供給でタックス・ウェイジであるから、需要と供給が半々負担するとしても、その半分位、だから0.1~0.2%位の間で実際はコスト・プッシュ要因としての働きがあると思う。総額表示はこれはどういうレッテルを貼るかという話なので、むしろ中立的であろうと思っている。だが、税金が実際に上がった分というのは0.1~0.2%押し上げ要因に成り得るとしている。その結果医療費のところがキャンセルアウトされる可能性もあると思っている。もう一点、物価と関連するのだが、先行きに関連してGDPギャップの足許の大きさと、GDPギャップがどの位の大きさと速さで縮小していくのか、それから輸入物価がどうなのかと、三つに注目している。一番簡単なものから言うと、輸入物価は去年の秋頃から3~4%低下している、マイナスである。消費に占める輸入財の割合が一割ということなので、実は-0.3~-0.4%位消費者物価の足を引っ張っている。つまりマイナス方向に働いていると思っている。需給ギャップの水準についてであるが、これは測り方で色々調査統計局でやっておられるが、生産関数を使った場合、NAIRU、NAILOを使った場合、これで物凄い幅がある。-3%から+2.7%までである。NAIRUだとほぼゼロに近い。NAILOだと第4四半期で+2.7%だと。生産関数でやった場合に、これは-3%からある

は-1.5%か、フィリップスカーブの物価が上がり始めるところで需給ギャップを測るのか、やや機械的に測るのかということで差があるが、ここが物凄い差があって、実はクリティカルなところで今ゼロ近傍にいると私は認識しているのだが、日経センターでは月次のGDPを発表しているが、これは去年の第4四半期-1.5%位の需給ギャップだったのだが、足許の1~2月は+0.3%になっていて、実はかなりゼロ近傍、NAIRUで考えてもおそらくゼロ近傍。ところがこれが今後、今度は需給ギャップの変化分だが、例えば潜在成長率を1%を上回るということがあるとすると、フィリップスカーブの傾きで0.4%というのがあるからその分押し上げ要因になって、実は需給ギャップがプラスとなり以前と反対の方に効く訳だ。今度はプラスの方になるから、合わさるとむしろプラスがもっと強くなる、ということになる。そうすると先行きについて、需給ギャップの要因で考えると、この水準と変化分。私は、プラスになる可能性が強いというふうに思っている。ただ、輸入物価が足を引っ張っているので、私が去年の秋に想定したよりもCPIの方の上がり方と言うか、デフレの終息の仕方が少し遅いのだが、輸入物価、円高が秋以降少し進んだということが効いている可能性があるというふうに思っている。以上である。

福井議長

次、福間委員お願いする。

福間委員

世界経済については、皆さんがおっしゃっているように全般的に引き続き順調に景気拡大が続いているが、地域別に見ると、昨日からあるように欧州には力強さが欠け、堅調な米国経済についてもガソリン価格の上昇、雇用改善の遅れ、税還付の予想比伸び悩み等幾つか気になる要因がある。それらの推移を見守っていきたいと思っている。このうち雇用に関しては、先週末発表された非農業部門雇用者数が市場予想以上に大幅に上がった訳だが、失業率は予想に反して小幅悪化しており、今回の雇用者数の増加

がトレンドかどうかについては今しばらく見守っていきたいと思う。我が国経済については、足許の生産は昨年10～12月の伸びが高かった分、予想どおり短期的な踊り場局面を形成しているが、基調的には4月短観で確認されたように、外需の好調さに加え、内需も底固さを増すという形で景気は緩やかながら回復を続けており、回復の動きは中堅・中小企業に広がりを見せている。標準シナリオとの関係では、引き続き上限で推移しているイメージである。最終需要のうち個人消費についてはここにきて短観以外にも1月の第3次産業活動指数が消費関連業種を中心に4年振りに高い伸びを示したほか、2月の小売販売高も前月に続いて約3年振りの伸びになるなど、消費持ち直しのエビデンスが出始めている。なお、設備投資については4月短観で中小企業の本年度設備投資計画が当初計画に見られる下方バイアスがあるとはいえ、市場の予想・前年比-8.6%を大幅に下回る前年比二桁のマイナス、18.1%減となっている点が若干気に掛かっているが、全体的には設備投資も中小企業まで良くなってきているという認識は持っている。以上のようにフローの面では引き続き前向きな景気循環メカニズムが働いているが、ストックの面では地価下落の継続やそれを映じた大都市圏と地方圏の経済格差の残存、同一業種内での企業間格差、銀行の不良債権問題、企業のバランスシート調整、さらには財政再建等幾つもの構造問題が残されている。これらの問題は景気回復の中で改善方向にあるものの、例えば地価については都市部で下げ止まりの兆しはあるが、地方では小幅ながら下落率が拡大するなど、構造問題の根は深くかつ広範囲に亘っている。経済が自律的、持続的な成長軌道に乗るためには、現下の景気回復の動きをより強く、より高い水準で相当期間持続させ、構造問題を氷解していくことが不可欠と考えている。この点、新日本石油、伊藤忠、新日鉄の例に見られるように、ここにきて減損会計を導入し、保有固定資産の損失処理を行う動きが増え始めたことは大いに評価できるものである。ただ全体的にはこうした動きは緒についたばかりで今後2006年3月末の減損会計の導入期限に向けてさらに本格化していくことが予想される。企業にとっては相当の財務負担になるが、バランスシートの最終仕

上げという意味で避けて通れない道である。この間企業業績については、最近の原材料価格の上昇により交易条件が悪化した製造業では、売上数量の増加とリストラ効果で収益への影響を何とか吸収してきたが、今年度の収益については2期連続で大幅増益が続いた後ということもあって、短観にあるように企業は増益率の低下を予想している。現在の景況感の明るさが多分に株価上昇に依存していることもあり、今後前期の実績とともに発表される今期の企業業績の内容とそれを受けた発表後の株価の動きに注目したいと思っている。先行きのリスク要因としては、一つは為替相場の要因、二番目はイラク等中東情勢と世界的なテロ再発の懸念、三番目は中国経済の動向に注目したいと思う。第一の為替相場については、実効為替レートで見ると過去に比べてそれ程大幅な円高になっていないこと、企業業績の回復に伴い日本経済の円高抵抗力はある程度高まっていることもあって、現状程度の円高であれば、景気、企業業績へ与える影響は限定的ではないかと思っている。ただ、企業マインドへの影響という観点から見れば、引き続き為替相場の安定が望まれるところである。第二の中東情勢であるが、一昨日、イラクで米軍がモスクを攻撃する事態となった訳だが、宗教施設に直接手を加えたということで今後中東情勢の一段の混迷化が憂慮されるところである。第三に中国経済については、今や中国は世界第4位の貿易大国であり、特に我が国にとっては最大の輸出先であることから、その動向は注意深くフォローしていく必要があると思っている。同国経済は、先程、植田委員がおっしゃったが、現在過剰投資やその背景にある過剰融資あるいは原材料、電力不足等による過熱が懸念されており、先月行われた全人代で今年の成長目標が昨年実績の9.1%よりも低い7%に設定され、安定成長へのソフトランディングが最優先の課題とされている。実際中央政府は各省、各市に対して工場団地の半分を農地に戻すといった通達とか鉄鋼、アルミ、セメント業の重複投資の抑制等が掲げられ、ビル建設等の不動産投資を規制するなどの動きを見せ始めており、その影響もあってか、次に述べる建設用鋼材の価格も下落している。経済成長の巨大な慣性、あるいは投資環境やインフラの改善計画があることを踏まえると、

政府目標の7%まで減速することは大変なことだと思うが、いずれにしてもある程度のスローダウンは避けられないと予想している。物価面では国際商品市況は全般的に高値圏にあるものの上昇は一服している状況である。ただ個別に見ると、中国国内では先程述べたようにやや調整色も出始めていて、棒鋼やH型鋼等のビル用建設用鋼材の価格については、過剰在庫の調整が始まっており、それに伴う原料の鉄スクラップ価格の下落から値を崩している。日本国内では逆に鉄スクラップが高いために企業が今まで生産制限をしていたが、鋼材のそういう生産制限から供給が縛られる一方、マンション建設の増加等から需要は旺盛で、需給がタイトなことから鋼材全般が高値取引となっている。この結果、建設用鋼材等非常に限定的分野の価格については、従来中国高、日本国内安がここに来て中国安、日本国内高となり、これにつれて、日本国内では輸入物が目立つなど、このところ目まぐるしい変化が出ている。中国経済の変調の兆しかどうかはともかく、昨年度5倍に上がった不定期船の運賃もこのところ2割下がっている。高値の波乱と捉えるべきかあるいはトレンドになるかは分からないが、いずれにせよ変化が起きているということである。金融面については4月短観の貸出判断D I等に表われているように、銀行の貸出姿勢の積極化から緩和的な状況が続いている。この間、債券市場では国債のイールド・カーブのベアスティープ化や、債券先物オプションのインプライド・ボラティリティの上昇に示されるように債券相場にやや下値不安の兆しが見られる。もっとも量的緩和政策のもとで緩和的な金融環境が続き、企業のキャッシュ・フローが潤沢な中で設備投資の増加は見られるものの、銀行借入に対するニーズは弱い状況において、株価の上昇も手伝い、狼狽的な債券売りの動きは見られず、今のところ昨年来のボックス圏での動きとなっている。ただ、中東情勢の緊張や原油高を映じて、米長期金利に上昇の気配も窺われ、それが我が国の長期金利に及ぼす影響の程度を見定める必要もあると思っている。以上である。

福井議長

一通り詳しくご意見を拝聴して、それ程大きな見解の相違はなかったかなと思う訳である。重複を避けて私の感じを申し上げますと、海外経済、世界経済全体としては引き続き様々な注目点あるいはリスク要因をしっかりと念頭に置かなくてはならないということである。アメリカの雇用の回復が続く、あるいは中国経済についてマクロの調整が円滑に進むという前提を置けば、世界経済の拡大傾向は一層定着する方向にある。つれてディスインフレーション傾向に、より明確に歯止めが掛かる方向にある。そのようなことではないかと思う。国内の方は、足許のスピードという点では昨年の第4四半期対比での反動減という現象がある程度出ているということであるが、景気実態という目で見ると、色々な面で広がりが出てきている。やや強めの表現で言えば、前向きな循環メカニズムが徐々に強まる方向にある。このようなことではないかと思われる。物価の方はなかなか難しいのだが、消費者物価指数の前年比がゼロ、しかしそのバックグラウンドはまだネガティブゾーンで動いているという感じから、徐々に改善しつつあるが、当面は表面的な物価指数がマイナスになるという局面を予想せざるを得ない状況かと思う。金融面の方は、様々な動きが出ているが、従来のように何か特別の市場だけが特別の動きをする、つまり長期金利が突飛高になるとか為替が突出するというのではなくて、最近は為替相場、長期金利、株価、それぞれ相互の連関性を比較的保ちながら動いている。総じて実体経済あるいは物価の動きにコンシステントな動きを示しているのかな、と思われる。引き続き早川調査統計局長から若干コメントを求めた点、先程の岩田委員の、これは新しいことだが、中小企業特例措置の厳格化による5,000億円のコストアップ要因について何かコメントがあれば議論して頂きたい。需給ギャップの計測についても現時点でもしコメントがあれば、お願いしたい。

早川調査統計局長

まず、最初に、例の今度の消費税の扱いの変更についての影響ということであるが、岩田副総裁がおっしゃったとおり、総額表示自体はどちらに影響するか必ずしも明らかではない。ただ、現在分かっているのは、一方において幾つかの大手の業者において、消費税分を必ずしも値上げしないという動きがある。固有名詞を申し上げると、ユニクロとかしまむらとか、そういうことを言っている。他方で岩田副総裁がおっしゃったとおり、いわゆるこれまで簡易課税の扱いになっていた業者については、これはもう明らかにコスト上昇であるので、聞いている話でも一部そういう分を実際に値上げしているという動きがあると思う。従って、両者の綱引きなのであるが、我々としては概ねその両者が相殺してあまり目立った影響は出ないのではないかと考えている。岩田副総裁がおっしゃるとおり、理屈から言えばこれは明らかに供給カーブの上方シフトであるので、当然なにがしかの影響が出るはずであるが、我々がヒアリングをしている限りはそういうことは影響ないと思っている。この点についてはもう少し技術的なことを申し上げておくと、消費者物価指数の価格調査の方法ということは具体的に申し上げますと、調査地区というのは場所を決めてその中での代表的な店舗で価格を取りなさいというのが調査の方法になっている。この結果、実は先程申し上げたユニクロみたいなディスカウント店というのはあまり価格はとられていないと言われている。逆にこれまで実は消費税を払っていなかったような零細業者も代表的な店舗という観点からはとられない可能性が高い。従ってどちらも影響しにくい。実態は岩田副総裁がおっしゃるとおり経済学的にはなにがしかの消費者物価上昇要因ではないかと思うが、恐らく統計上はニュートラルである可能性が高い。そういうことではないかと。実態としては、先程申し上げたように両方あって、そんなに影響はないであろうと思っていることと、やや技術上の問題として、ということである。

二点目は需給ギャップの話であるが、これは先程、岩田副総裁が挙げら

れた数字は先般私共の手許で推計したものを差し上げているので、数字としてはまさに岩田副総裁がおっしゃったとおりである。これは、前々から申し上げていることではあるが、まず大きく分けて二つあって、一つはいわゆる最も簡便なやり方として、要するに需給ギャップのレベルとCPIの上昇率を対応させるという、単純なフィリップスカーブという考え方をとっているものがあるが、これでいくと現状はほんの少しマイナスということで、従来から言われているように1%位あるので、それがどの位上がっていけばと。もう一つは、元々フィリップスカーブというのはそういう考え方なのだが、これはいわゆる現在の経済学の考え方からするとその長期に安定的なフィリップスカーブが存在するのは一応おかしいということになっていて、そういう意味では我々は時々別のアプローチで、すなわち先程の言葉で言うとNAIRU型、あるいはNAILOと言われている、それがゼロの時に物価の上昇率が加速も減速もしない、上にも下にもいかない、ということである。そういうタイプの指標で扱ってみると、最近の感じは幾分実はプラスの領域にある。これは厄介なのは若干トートロジーの面もある。トートロジーの面と言うのは、実際問題として過去1年あまり物価上昇率が物価のマイナスの程度が小さくなってきたので、これをそういう手法で計算するとなにか物価のマイナスが小さくなったこと自体が、そのNAIRUとかNAILOで言えばプラスでなければいけないだろう、という形で推計の手法にも依存する訳だが、トートロジーの面もあるが、そういう領域にあるということである。従って両方が言っていることはそんなに違わなくて、要するにNAIRUとかNAILOで見て、ゼロよりも上にあるということは現在マイナスである物価のマイナスの程度が縮んでいくということを申し上げていて、一方レベルの需給ギャップというのはまだマイナス圏内にあるが、これが今後潜在成長率を上回っていけば同じ様にマイナスが縮んでいくということであるので、あくまでそのレベルが違うが、両方が言っているインプリケーションも基本的には違わないということである。ただ、もう一点だけ申し上げておくと、ただ今、同じ概念であるはずのNAIRUとかNAILOにしても実はレベル

を見ると結構違う。ことほどさように、要するに需給ギャップというものは日本に限らずどこの国でも言われている話であるが、元々かなり大きな計測誤差を含んだものであって、そんなに細かくこれは0.幾つ動けば0.幾つというような対応関係をあまり強く考えるのは難しい。何も指針がないと議論ができなくなってしまうので、ある種藁をもすがる気持ちでああいうものを使っている訳であるが、あまり藁にしがみつくと流されてしまう惧れがあるということは、これは本当に日本だけでなく皆がそう思っているということを申し上げておきたいと思う。

福井議長

地価の上昇についての須田委員のご指摘は、普通のインフレ率に先行して何か上昇方向でのリスク要因になる可能性を論じたものか。

須田委員

まだそこまで強く思っていないが、やはり一部にそういう動き——多分凄く二極化していて、例えば東京都内だと相当上昇しているという部分があるといったようなこと——をただじっと見ていられるかな、ということが頭にある。ただ、それは仕方ないことかなとも思う。

福井議長

他にどうぞ。

岩田副総裁

もう一点宜しいか。要するにGDPギャップはこういうように予測の誤差が凄く大きいので政策にどれ位使えるのかというところから実は変化分を見た方が良いという話だ。ところが、変化分の方もこれは日本の特殊なことであるが、デフレーターの問題があって本当にどの位デフレになっているのか分からない。その結果、潜在成長率と現実の成長率の差が幾らあるのかも実はこちらも分からない。普通は水準が分かりにくいから、仕様

がないからもう少し手っ取り早いメジャーで潜在成長率はそんなに短期には変わらない、現状の成長率と比べればその方が却って間違いが少ないのではないか、というのがそもそもスピードリミットの話だというふうには私は理解している。そちらの方も実はデフレータの問題があるものだから、潜在成長率についても0.7%から2%まで幅があって、これはデフレータのバイアスをどの位見るかによって、これだけ大きな差がある。2%を使えばあまり縮まらないという話になるし、0.7%だったら物凄い縮まるという話になって、私も本当には誰にも分からないことなので、数字がきちんと出て貰わない限りは分からない話なのだが。潜在成長率は色々考えると1.5%位ではないかと。これはゴールデン・ミドルウェイではないが、その位の可能性があると思っていて、しかも成長率は分からないが2003年度恐らく3%近いというのは間違いはない。来年も恐らく対外環境は同じ様に国内の方はむしろ改善の方向に動くと、消費等が当然出てくればという前提であるが、それと3%程度行くと言うと実は1.7%位そちらのGDPギャップの縮まる速度も実は1ではなく1.5%だと言うとさらに私の議論が強くなって、+0.6%位アップワード・プレッシャーが掛かると。それに需給ギャップのところがゼロから出発すれば、それにさらにオンしてくる、0.2位。というのが今の私の事態の理解である、ということは一言付け足したい。

福井議長

中原委員は、アメリカ経済についてオイルプライスとか、商品市況の上昇がプロフィット・スクイーズに繋がるリスクを少し強調したと理解して良いか。

中原委員

ガソリン価格が消費にどう影響を与えるかというのは色々な議論があるので、私も分からないのだが、必ずしもイラク戦争開戦当時や90年代初めの頃を見ても、そんなに影響がないのではないかという反面、またそ

れを強調するエコノミストもいて、ここは皆さんの意見を伺いたい位だが。

福井議長

如何か。

中原委員

中間財への波及はアメリカの方がやはり大きいように思う、早い。日本はまだ…。

福井議長

それでは特になければ、一応ここで議論を中断して、コーヒーブレイクを暫く取りたいと思う。ちょうど11時10分なので、11時20分から再開する。

(午前11時10分中断、午前11時20分再開)

2. 金融政策運営方針の決定

福井議長

それでは宜しいか。後半の部、当面の金融政策運営方針について議論をしたいと思う。同じく5分以内ということをお願いしたいと思う。まず、中原委員。

中原委員

イラクの情勢でややマーケットが不安定化しそうな感じも見える訳だが、先程の実体経済の状況の判断を踏まえて、調節方針としては現状維持が適当と思う。若干、金融資本市場についてコメントする。市場は総じて安定感が出ていると思うが、潤沢な流動性供給のもとで信用リスクプレミアムが縮小しているし、株価上昇、円高一服感も出ているようである。企業の資金調達に大きな動きは見られないが、昨日説明もあったように、エ

クイティ調達に活況が見られるし、一部、銀行の融資担当者の話を聞くと、金利の先高観が多少出ていること、貸出姿勢が積極化していることから、中小企業を中心に前倒しの調達意欲も見られるという話がある。市場は全体として実体経済の回復の流れに対してポジティブかつ整合的な動きとなっていると思う。為替については、米国の経常赤字、財政赤字の悪化に一応歯止めが掛かったのではないかとと思われること、我が国株式市場への資本流入、今年度はかなりモデレートなものになると見られるようなこと、それから新年度に入って機関投資家の外債投資が活発化してきているということ、輸出業者のカバー率が足許高い状況にあるということなどから、為替市場の当面のテーマはどちらかと言えば実体経済の成長率格差とか金利差というような方向にシフトしているのではないかと思われ、一方的な円高方向へのオーバーシュートのリスクはやや遠のいているかと見ている。足許で若干懸念を感じるのは、中長期金利に上昇圧力が掛かり始めていることであるが、今後の動きには注意は要するものの、現在程度の水準であれば、実体経済の回復と整合的な動きの範囲内ということが言えようかと思う。当面の金融資本市場に関わるリスクとして、まず第一は、政治的イベント、それからイラク・中東情勢の変動に市場が過敏に反応する状況にあるということである。二番目は米国のインバランスの問題は今のところ市場の焦点からやや外れた感じがあるが、これに対する米国の政策対応、スタンス如何では改めて世界の潮の流れに影響が出かねない。また、円相場については小康状態とは言え、G7を控えて再び円高方向への圧力が高まる可能性も否定できない。三点目は長期金利が実体経済の回復を受けてやや上昇圧力が掛かり易くなっているが、内外の金利の連動がここのところ高まっている感じがあり、米国景気の動向とFedのスタンスの変化により、日本の長期金利に上昇圧力が掛かる惧れがあるように思う。最後にデフレだが、その解消の時期について未だ目途が立たないと言って良いのかと思うが、これについての検討は今後後半の展望レポート作成の際に改めて検討されることになるかと理解している。今後のデフレ解消の過程としては勿論、内・外需の持続的拡大が成長期待を醸成し、緩やかな金利

上昇のもとに需給ギャップが縮小を通じてデフレが整齊と解消するという経路が最も望ましいことは当然だが、現実には、原材料価格、エネルギー価格の上昇、あるいは土地、株などの資産価格の上昇を通じてインフレ期待が強まり、それが量的緩和出口の思惑と結び付く。それから回復のペースにおいて我が国の先を走る米国が引き締めに転ずるといような場合に、現実のデフレ克服の目途が立たないうちに長期金利が急上昇するというボラタイルな動きになるという可能性を否定できないと思う。このような動きに対して、どう対応するのか、どのようなメッセージを事前に、あるいは事後に発していくのか、どのような手法で市場にスタンスを示し、期待を安定させていくのか、十分考えておく必要があるように思う。この点からも中央銀行としてどのようなインフレ率が望ましいというようになことを考えているかというようなことも早めに示していき、期待のアンカーとしていくようなことも考えるべきではないかと思う。以上である。

福井議長

須田委員、お願いします。

須田委員

次回決定会合までの金融政策運営方針については、現状維持で良いと思う。この期末・期初の短期金融市場の動向を見ると、期末日に当預残高が36.4兆円とターゲット・レンジを上回ったが、翌4月1日には34.0兆円とターゲット・レンジ内に戻っており、なお書きでの対応は期末日1日のみであった。この間、無担保コールレートも期末日は0.005%までしか上昇せず、4月1日には元の0.001%に戻っている。期末という市場が荒れがちな特別な時期に波静かな期末・期初を過ごせたのは、金融システム不安の後退があったからであることは言うまでもない。実際、ここ数年、期末には必ず聞かれた「3月危機」といった報道等が全く聞かれなかった。それに加えて、銀行券や財政要因の振れといった要因を抱えつつも、なお書きを1日だけに限定できたのは、調節の工夫によるところも大であった

と評価している。この間、必要以上の資金供給を行わなかったこともあり、僅かながら付いている金利も潰れずに済んでいる。足許、需給悪化懸念やプライマリー・ディーラー制度導入を睨み積極的に落札した先が早めにポジションを外そうとしていることなどから、F B金利はやや上昇しているが、絶対水準からすれば、まだミクロのレベルである。前回は申し上げたが、金融調節をやり易くするためにも、この程度の金利は放置しておいた方がよいと思う。

また、一連の経済指標の改善や株価の上昇等を受け、長期金利が1.5%程度まで上昇している。もっとも、今回の金利上昇については、昨夏に1.7%程度までの金利の上昇を経験していること、銀行等では自己資本の改善を受け、債券投資へのキャピタルの配分も多少多くなっていること、今回の金利の上昇が景気の回復に見合ったものである一方で、時間軸が揺らいでいないこともあり、マーケットから今般の金利の上昇を問題視するような声は聞かれない。スワップ・スプレッドも比較的落ち着いている。売りが売りを呼ぶという状況ではなく、むしろこのレベルでは、超々低金利に悩まされていた年金や生保といった機関投資家からの投資も見られる。この間、政府関係者からも「今の金利は自然」というコメントも出されている。我々としては、「長い目で見れば、長期金利が景気回復に伴い上昇することは自然である。今後とも景気回復に見合った金利上昇かどうかを注視したい」旨、繰り返しアナウンスすることが必要だし、大事だと思っている。

さて、昨年9月頃から日銀券の発行残高の前年比伸び率が低くなりつつある。その理由は昨日の説明にあったように、金融システム不安の後退によるところが大きいと思う。また、リスクなど調整後の期待収益率がプラスである金融商品等の出現も、これまで筆筒の中に眠っていた銀行券を動き出させることになるのではと思っている。勿論、物やサービスの購入を通じて保蔵されていた日銀券が回収されることもある。いずれにしても現在のような状況では、マネタリーベースの伸び率の鈍化が金融引き締めには当たらないということを知り易く説明する必要もあると思っている。

以上である。

福井議長

田谷委員、お願いします。

田谷委員

政策対応は現状維持が適当と考える。景況感は改善してきたが、特殊要因を除いた消費者物価は、今年度は若干のマイナスが続くと思われる。先程の総裁のサマリーのところの表現ということで、私は全く良いのではないかと思う。それから岩田副総裁がおっしゃっていた点もそのとおりで、一、二、三とおっしゃったけれども、それに加えて私は特に短観の設備判断D Iと雇用判断D Iの加重平均の動きということをかなり注視しており、それで見てもやはりギャップというのは縮小方向であるから、マイナス幅というのは昨年度から今年度に掛けて、若干、小さくなると思うが、その他の要因を考えないとなかなか結論は出ないなというのが私の実感である。来年度のプラスの物価変化率を視野に入れて政策を云々するというのは、全く時期尚早であると思う。年度末越えのマーケットは、昨日の金融市場局長の説明にあったように、非常に落ち着いていた。短期金融市場はほとんど無風状態だったというふうにも思う。年度末直前の吸収オペについても無理な点はなかったと思う。新年度入り後の吸収オペは、落札レートが最低水準に低下して、資金の過剰感の強い状態に戻っている。ただ、この点ちょっと須田委員とは違うかもしれないが、F Bのレートが供給増もあって、若干今、強含んでいる。ただ、他の金利への波及は今のところ見られない。今後はF B金利がどうなるのか、強含みが続くとした場合、その他の金利への波及はあるのか、あったとしてどの位のものになるかといったことには、かなり注意が必要ではないかと思っている。長期金利については、今まで中原委員あるいは、総裁、その他の方々がおっしゃった点に同意する。若干上昇したが、これまでの上昇は、景況感の改善、そしてそれを反映した株価の上昇等と整合的であるし、アメリカの長期金利

の上昇と比べてもかなり限定的なものにとどまっている。ここで特段問題視することはないと思う。一部に今後のマネタリーベースの伸び率低下を問題視する動きもあるが、これについてもその必要はないのではないかと考えている。現金通貨の伸び率低下については、これは須田委員と同じ意見だが、これまでの伸び率が高過ぎた反動であって、昨日の執行部の説明にもあったように、低金利効果の減衰であるとか、金融システム不安といったものの後退によるものだと思う。特段の問題は今のところないと考えている。以上である。

福井議長

植田委員、お願いします。

植田委員

私も現状維持で宜しいと思う。このところのデータ等を確認した結果、恐らく今年度中にはっきりとデフレ脱却という目途はまだ立たないのだと思うが…。

福井議長

今年度というのは。

植田委員

今年度は 2004 年度と…。厳密な話ではないのだが、むしろ先程来、議論があるようにコアCPIそのものの前年比は一時的なプラス要因が剥落して下落する可能性もあるということだと思う。ただ、それらをとった基調部分が当面、極めて緩やかながら上昇していく——CPIの変化率がであるが——、ということも確認できたかと思う。それを延長すればその動きが仮に継続するとすると、そういうところについては、まだ数値的な見通しを置く段階ではないと思うが、少し先でデフレ脱却の可能性もゼロではないと言うか、あり得る情勢になってきていると思う。という辺りを

睨んで今回は現状維持で宜しいかと思う。

福井議長

それでは、春委員、お願いします。

春委員

前回会合以降、本行の潤沢かつ機動的な資金供給によって短期金融市場は資金余剰感が強く、平静な状態で年度末を越えることができた。今回の問題の影響は予測しにくい訳だが、現在まで平静な状態が続いているように思う。次回会合までの日銀当座預金残高の目標は現状維持とし、レンジの中央を目標にレンジを有効に活用しながら、必要があれば、なお書きを適用することも含めて、市場の状況に応じて潤沢かつ機動的な資金供給を続けることが適当と思う。

なお、これまで日銀当座預金残高をターゲットとして量的緩和政策を行って、潤沢な資金を供給してきた結果、マネタリーベース残高の名目GDPに対する割合は現在 20%を超えるかつてない水準まで増加した状態にある。昨日、銀行券残高の伸び率が鈍化しているというご説明があったが、私としては現在の状況にあっては、実体経済の下振れリスクや金融システム不安に対応して、機動的に金融政策を運営するとともに、金融機関の体力強化支援や資産担保証券市場の育成など、いわゆる波及メカニズムの強化方策をさらに推進してストックとしてのマネタリーベースを活かしていく努力を続けていくことが重要と思う。

また、今後、経済が着実な回復を続ける場合、本行の量的緩和政策の先行きについて、市場で様々な解釈が行われ、その結果長期金利が大きく変動することもあり得ないことではない。実体経済の回復の中での緩やかな長期金利の上昇は自然なものだが、この自然な動きの範囲を超える急激な上下の動きを回避するためには、その時々状況に応じて、難しいこととは思いますが、本行の考え方を繰り返し明確に発信していくことが重要と思う。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

先程申し上げた経済金融情勢の判断を踏まえて、金融政策運営については、現在の調節方針を維持することで良いと思う。昨日、執行部からマネタリーベース及び銀行券の伸び率の鈍化について話があり、今日は何人かの方がその点に触れられた。私も大体同じような考えである。特に銀行券の動きが非常に鈍化していることについては、これも既にご指摘があったが、超低金利が長期間に亘り続いているために銀行券に対する需要がもはや飽和状態に達しつつあるということと、この3月の金融市場がここ数年の期末とは様変わりの落ち着いた動きとなっていることに示されるように、不良債権処理の進捗、株価の上昇等を背景に金融システムが安定していることがその理由であろうと思う。ある意味では、最近の銀行券の伸びの鈍化というのは、むしろ望ましい金融情勢を反映しているとも見ることができる。銀行券の動向やマネタリーベースの動きを見ると、90年代後半以降、経済情勢と必ずしも同じ方向の動きを示していないという状況もある訳で、いずれにしてもこういう分析については、広い視点で注意深い観察が必要だと思う。現時点でまず重要なことは、現在の思い切った量的緩和政策を堅持するということで、潤沢な資金供給を継続して、金融面から民間経済活動のサポートを続けることに尽きると考えている。以上である。

福井議長

岩田副総裁、お願いします。

岩田副総裁

それでは、三点程。最初に政策運営については現状維持で宜しいと私も思う。そのうえで、三点程コメントを申し上げたいと思う。一つは為替レートであるが、為替レートについては前から申し上げているが、二つの力が

働いていて、一つは本来あるべき自然利子率格差。恐らくアメリカの自然利子率が他の国より高い、それでドル高になる要因があるはずだという話と、それから経常収支の不均衡などによる資金のフローでこれはどうしてもドル安になりがちだという、この二つの力が働いている。雇用の増加というのが出た段階で、やはり自然利子率の高さというのが認識されて、幾らかドル安の傾向が止まったというふうに私は理解している。それから、二番目は長期金利であるが、アメリカの長期金利が果してどの程度のスピードで今後推移するのかというのは、日本の金融政策運営にとっても非常に大きなインパクトを持つ問題だというふうに思っている。この点で言うと、介入政策はストップしたことで効果がなかったという説もあるのだが、私は前に連銀のスタッフのローバックが推定した0.3%位、実は金利を押し下げているという効果はやはりあったのではないか。今直ぐに表われていないとすれば、それは昨日の田谷委員のご指摘があったが、実は預託されていて買っていないのではないかという考え方もあるだろうし、介入政策の先行きがこれで本当に全面ストップしたということであれば、センチメントは変わるかもしれないが、必ずしもそこは明瞭ではないということもあれば、直ぐには表われないにしても、効果自体は私はあるものだというふうに思っている。それから、この長期金利について、やはりアメリカでは、長期金利が上がっていった場合に、住宅投資に相当悪い影響が出得る。実際に長期金利のボラティリティが高まっているというようなことをインプライド・ボラティリティが高まっているという動きを合わせて考えると、あまり早過ぎる長期金利の上昇というのが起こると、これは金融面だけではなくてアメリカの景気回復にとっても、リスクがあるというふうに思っている。これは二点目で、三点目はこれは皆さんがご指摘になったマネタリーベースだが、伸びをどういうふうに見るか、これは前々から私は貨幣の流通速度がどの位変化するのか、変化の内容を分析することが是非必要だということは何度も申し上げていて、昨日、山口審議役の方からご説明があつて、良かったと、多少議論が前進したのではないかと喜んでいて。それで私もこのことはずっと気になっていて、日銀券発行残

高に占める 1 万円札の比率というのが、2002 年に実はピークになって、その後少し下がっている。95 年までは実は安定していて、金額で言うと 88% だったのが 2002 年の初めに 91% まで上がっている。私はこれはある意味で、広い意味で言うと金融不安を表わすものだ、表わす指標だというふうに考えても良いというふうに思っている。95 年から実は 2003 年まで現金通貨、これは日銀券だけとっても良いのだが、コインなどを入れると実は 40.9 兆円から 74.3 兆円へ 33.4 兆円この間増大している。その間に例えば、名目 GDP はどう変化したか。95 年には 496.9 兆が 2003 年は 498.6 兆ということで 0.3% しか増えていない。ほとんど増えていない。であるから、名目所得の増加に伴って現金通貨の需要が増えた分は恐らく 2.2 兆円位だろうと、この間。現実に増えたのは 33.4 兆円だと。では残りは何で説明するのか。私の簡単なリグレーションだが、マネーデマンドではない、キャッシュに対する需要関数で弾くと恐らくデフレ率、私前から申し上げているのだが短期金利、金利の他にデフレの率、それから金融不安、これが影響を与えていると思っている。消費者物価の方は実は 95 年にゼロ%であった。2003 年は実は -0.3% である。私の計った需要関数でやると 1 兆円ちょっと貨幣需要を強めた、デフレが進展したということ、勿論途中で -1% 位になっているので途中ではもっと影響あったと思うが。金融不安の方はどうか。88 から 91 に上がったことによって、私の計算では 21 兆円位、20 兆円位実は増やした要因になっている。残りは恐らく金利の方の変化ではないかというふうに私は思っている。そういうことと言うと、纏めて言うと、この間のデフレと金融不安で実は 21.6 兆位余分に貨幣需要があった。名目 GDP がちょっと増えた分に合わせても約 24 兆位が説明できる分で、あと残りは多分短期金利の分とこういうことになっていると思う。それで問題はこの先どうなのか。先程田谷委員の方から、先行きのこと考えてやるのは尚早だとおっしゃったが、私は常にフォワード・ルッキングな政策運営というのは必要で、つまり認識論として事態がどのように推移するかということを考えて、そこでリスクが何かあるかということを探り当てながら、勿論政策論はその後の問題だが、少

なくとも認識論としてはフォワード・ルッキングに。と言うのは、現状と言うのは先を見て後ろを見てやっと今の位置が分かるというふうに私は常に認識している。これは景気の判断自体もそうだが。先がどうなりそうか過去がどうだった、従って現在はどこなのだというところが非常に重要なところだというふうに思っている。これは内閣府にいた時もずっとそう思ってやってきたが。ということで先行きどういうことが起こりそうなのかということをやめよく議論することは私は極めて大事だというふうに思っている。その観点で今度引っ繰り返して言う。名目GDPが仮に正常な経済では2%成長したとする。そうするとこれはマネーデマンドが恐らく15兆円位増えると思う。だけれども、金融不安でどの位減ったかと言うと実は20兆あまりマネーデマンドが増えていたものがこれが落ちる訳だ。それからデフレがこれ例えば2%今から上がっていくと——1%でも良いのだが——、2%上がっていくと7兆円実は減る。デフレから脱却するので、貨幣需要が落ちるということになる。貨幣を持っていることのメリットが落ちるからである。合わせると27.7兆円位これから先行きキャッシュに対するデマンドが減少する。その一方で名目GDPが増えていくことで15兆円位プラスが上がると。差はどうなのかという、さらに金利はむしろ上がっていく方向なので、キャッシュをさらにエコノマイズする方向に私は働くと思う。問題はこれがどういう形で表われてくるかのスピードだと思っている。つまり順序である。名目GDPが上がってくる速さと、それから金融不安が剥がれていく速さ、それからデフレが解消していく速さ、この辺はまさに極めてデリケートだと私は思っているが、これがどういう速度で進展していくのか。これ如何によっては日銀券の伸び自体がマイナスになるということもあり得る。その時にどうするかという問題が私はあると思っている。私はデフレ脱却の基本的な戦略として、マネタリーベースは安定的に伸ばすということが望ましい。基本戦略として。これは国債残高が安定的に増えるというのと合わせて必ずデフレ脱却できるというのが私の基本的なシナリオなのだが、金融政策というのはやはり足許あるいは過去マネタリーベースが沢山伸びたということの影響

は勿論ある訳だが、より重要なのは先行きどう動くのかということが重要な訳で、政策運営の態度としてそういうそのデフレ脱却を明朗にして、しかも物価も1、2%のところまで上げていき、潜在成長率を実現する、こういうことを強くコミットするということが実は先行きについて実は非常に重要な点であるというふうに同時に考えている。その時にこういう急減するというのが起こった時にどういうふうに対応するのか。これは色々エクササイズしておくべき点であるというふうに思っている。以上である。

福井議長

福間委員、お願いします。

福間委員

短期金融市場は量的緩和の効果に株価の堅調も加わって、既に終了した期末取引も含めて極めて落ち着いた状態になっている。また直近の金先のフォワード・レート・カーブから見ると、2005年3月限以降、すなわち来春のペイオフ全面解禁以降の先物金利、来年3月からスタートする3か月物ユーロ円金利は幾分持ち上がった格好となっているが、それ以内のところは概ねフラットになっており、市場の時間軸効果に対する見方には大きな変化が窺われない。このため当面は、これはいつも申し上げていることだが、経済物価情勢や市場の動向、特にマネーサプライとイールド・カーブの動きを通じて、引き続き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預残高目標値を維持することが適切であると思う。ただ先行きの留意点としては、金融システム自体は安定性を増しており、しかも例えばそのエビデンスとしては金融庁の特別検査の結果を懸念するような市場の動きは今のところないということであるが、金融市場の安定に万全を期すという立場からは、それでもそうした個別行の動きには引き続き留意が必要であると思っている。二番目に景気回復に広がりが見られる中で、量的緩和政策のいわゆる出口に対する市場参加者の関心は強い

ものがある。例えば3月下旬に本行が3年振りに期末越えの資金吸収オペを実施し、4月初めに市場予想を上回る資金吸収オペを二本立てで実施した際には、期末期初における技術的な金融調節にもかかわらず、市場の一部では、ある程度誤解があるのは仕方がないのだが、金融政策のトーンに変化があるのではないかと取り沙汰されたことや、あるいは今日決定した品貸し制度についても、そういう面では今日のステートメントは非常に良いと思うのだが、この導入はむしろ今後の金利上昇に構えた動きではないかというような見方をしていることを踏まえると、まだまだ市場との対話と言うか市場への情報開示のこの微妙なところはやっていかなければいけないなという感じであった。ただマーケット自体は今言ったようなことである。一方で、減損会計の導入による企業のバランスシート調整の最終仕上げは始まったばかりで、本行としては経済の自律的、持続的な成長基盤の整備という観点からは、現在の緩和的な金融環境を維持していくことが必要である。このためかねてから申し上げているように、忍耐を持って現行の金融調節方針を維持し、合わせて市場の期待形成を攪乱することがないように引き続き日々のオペや様々な情報発信に当たっては細心の注意を払う必要がある。先程の岩田副総裁の発言であるが、私も経済はフォワード・ルッキングで見ることは必要だと思うし、やはり相場を長くやっていてどうしてもそちらになる訳だが、ここで忍耐と申し上げている私の意味は、私が持っている感覚は、リアクティブに動く必要があるということである。私は今年の初めまではプリエンティブに金融政策を行うべきと言ってきたが、私がここへきてリアクティブに動く、忍耐を持って待つということを申し上げているのは、13年間複雑骨折した経済であるので、今の段階で引き続きプリエンティブに動くというのは非常に危険であり、今後はリアクティブに、確認した後で動いても、まだまだ構造問題が残っているということで、そう心配されるようなことは起こらないという趣旨である。経済はおっしゃるようにフォワード・ルッキングで、金融政策はリアクティブにというのが今後のポイントではないかなと。あまりこのような将来のことを私が言うのはおかしいが、私はそういう具合に見て

いる。以上である。

福井議長

今の福間委員のご意見は、経済が悪い方向に進行する、デフレについても悪い方向に進行する時にはプリエンティブに、アップターンした後は構造問題を引きずっているから、まあ何と言うか、リアクティブという言葉がどうか分からないが、ペイシェントリーに、そういう意味か。

福間委員

然り。

岩田副総裁

その点だけちょっと確認しても宜しいか。私もスローリー・レジャリーと言うか、先回りして動く、ともに動く、遅れて動くという三つの道があって、やはりそれは三番目が現実の政策運営というふうに勿論思っている。ただ認識はよく議論する必要があるというふうに思っていると。

福井議長

田谷委員もあまりその点は基本的認識は相違はないかなと思うのだが如何か。

田谷委員

認識の相違はあまりなくて、来年度プラスになるからどうしようかという議論はちょっと早いと言っているだけで。ただ、今のところ、今年度の物価変化率がプラスに浮上するということは依然として見込めない訳だから、デメリットよりメリットのある政策があって、それが金融市場安定化に資して、しかもそれを通して経済を支えるというのであれば、そちらの方向の政策の方がまだ良い状況が続いているという認識だから、あまり変わらないとは思う。

福井議長

分かった。F Bについて、一つだけ市場局長に質問したい。波及の可能性など、問題点として我々が留意しておくべきことがあれば、コメントして欲しい。

中曾金融市場局長

F Bは昨日も若干申し上げたのだが、来週発行のピークを迎える。通常のF B3か月というのは外為特会のファイナンスの部分が主体なのだが、来週についてはいわゆるCMB、金繰り債というものが出てくる。それに加えてT Bの1年、それから6か月物も来週発行されるので、恐らく市場はその辺を見て、特に需給面での懸念、荷もたれ感が出てくるといふ感じを今非常に強く持っている状況ではないかと思う。逆に言うと、一時的な荷もたれ感はあるものの、それ程不安も一方ではないと、つまり3か月物だと昨日も申し上げたように1,000分の15位になっていくとそれなりに最終投資家が動いてくるので、市場の見方としてはその辺りで推移をしていくのではないか。だから来週は若干緩む可能性があるが、1,000分の20を抜けていくような感じではないのではないかというのが今の市場の見方である。

福井議長

どうぞ。

田谷委員

昨日のマーケットを見ると、昨日あるいは一昨日、F Bのレートはちょっと上がったのだが、その他のレートが微動だにしないのだが、これはかつて、かつてと言うか例えば暫く前にF Bが上がった時も同じ様に観察された現象か。

中曾金融市場局長

然り。割とこのF Bの部分というのは特に外為特会、外為の介入とリンクされて受取られがちだったので、割とそういう意味では期末に掛けて、3月半ばに掛けての上昇もF Bだけちょっと上がったというのが特徴だったと思う。他の金利への波及なのだが、恐らくそういう意味では少ないというふうに見ている。ただ一点だけ申し上げると、先程申し上げたようにT Bの1年物というのが来週発行、入札を控えていて、1年物になると、2年とか要するに長国とオーバーラップしてくる部分も若干あるので、この入札がどうなるのかというのが割と注目を集めているようだ。この入札の応札倍率や価格が低いと中長期金利への波及もあり得ると。ただ、今は、これまでは委員がおっしゃったように割とF Bの世界にとどまっている。

福井議長

皆さん現状維持という意見を出して頂いたが、私もそれで良いかなと思っている。ここから先は恐らく実体経済にしてもマーケットにしても、次回の政策決定会合でアウトルックを描き直すということであるが、仮に描き直してもそのとおりにいくと言うよりは、様々な予想外の変化がこれから起こり得る。国内要因だけではなく海外の金利が不規則な動きをする可能性がある。あるいは真っ当にマクロの調整をF R Bなり中国が行ったとしても金利環境の変化はある訳で、我々の方のアウトルックとの間にずれが生じた時には、こちらの方のマーケットの対応がやはり必要になるということだと思うので、その点は前向きに相当洞察力を働かせながら物事を判断していかなければならない。しかし、基本的には構造調整をこなしながらデフレ脱却のパスを確実に掴んでいくということだから、基本的なスタンスは相当ペイシェントリーにやっていく。多分こういう認識は相違ないのではないかと思う。政府の方からもご意見を頂戴したいと思う。

石井財務副大臣

それでは申し上げる。政府は、先日成立した平成16年度予算において、

活力ある社会・経済の実現や国民の安心の確保に資する分野に重点的に配分するなど、メリハリのある予算配分を行っており、景気回復に向けた動きを確かなものとするためにも、本予算の着実な執行に努めて参りたいと考えている。

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おり、ここ数年懸念された年度末も今年は平穩に乗り越えることができた。

他方、デフレは依然として継続しており、その克服こそが我々の直面している最大の懸念であることに変わりはなく、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、新たな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。

なお、今般導入を決定された日銀保有国債の補完供給制度は、円滑な市場機能の維持に寄与するものと期待している。

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、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。

福井議長

有り難うございます。中城統括官お願いします。

中城内閣府政策統括官

次回の月例経済報告は来週 16 日に予定しているが、足下の景気は設備投資等に支えられ着実に回復を続けている。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、国内企業物価が素材価格の上昇によりこのところ僅かながら上昇し、消費者物価は横這いとなっているが、GDPデフレーターが引き続き下落を示しているほか、消費者物価には一時的な押し上げ要因も働いていること等を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。従って日本経済の重要な課題はデフレを早期に克服すること及び内需主導の自律的回復を実現することである。このため政府は先月取

り纏めた「経済活性化のための改革工程表」に示された改革を始めとし、さらに加速・拡大すべき政策について経済財政諮問会議で議論し、6月初旬を目途に取り纏める予定の「基本方針2004」に繋げることとしている。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。今回議論があった日本銀行が保有する国債を補完的に市場に供給する制度については、国債市場の流動性向上や円滑な市場機能の維持を通じて金融市場の安定化に寄与する措置であると考えている。日本銀行におかれては、最近のマネタリーベースやマネーサプライの動向に十分鑑み、今後とも政府との意思疎通を密にしつつ、金融・資本市場の動向にも留意のうえ、より効果ある調節手段の実施も含め適切かつ機動的な金融調節を行っていただきたい。また、現在の情勢を踏まえた物価の安定を巡る諸問題も含め、「構造改革と経済財政の中期展望－2003年度改定」で示した、政府・日本銀行一体となった取組みによりデフレ圧力は徐々に低下し、集中調整期間の後にはデフレが克服できるという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われることを期待する。

福井議長

有り難うございました。ただ今の政府のご見解に対して委員の方からご意見ございましたらどうぞお願いします。宜しいか。それでは議案の取り纏めに移りたいと思う。議長としては金融市場の調節方針、次回政策決定会合までの方針については現状維持ということで議案の提出をさせて頂きたいと思っているが、別途議案提出ご意向の向きはないか。それでは議長提案を執行部の方から配付をして頂けるか。

[事務局より議案配付]

それでは読み上げて欲しい。

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4月9日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成多数）。日本銀行当座預金残高が 30～35 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」である。

福井議長

では採決を。申し訳ない。

[政府からの出席者退室]

それでは議案をお願いします。

[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
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

それでは満場一致で可決をした。今決められた方針に沿って白川理事と金融市場局長におかれては宜しく調節をお願いします。それでは政府の方をお願いします。

[政府からの出席者入室]

福井議長

原案どおり可決をさせて頂いた。では金融経済月報基本的見解の検討並びに決定に移りたいと思う。

VI. 金融経済月報の検討

福井議長

原案については既にご承知のとおりである。私共の議論を踏まえてこれで良いかどうか改めてご議論頂きたいと思う。田谷委員、何かご意見はあ

るか。

田谷委員

基本的に先行きについての表現がちょっと強いのではないかなということである。その由ってきたるところは、この一行目の現状の認識では幾分強いかなというふうを感じる。それともう一つ、「国内需要が底固さを増して」いて、パラグラフ四つ目に、「企業収益からの好影響が、家計所得へと徐々に及んでいくと考えられる」と、この二つから結局その先行きの結論である「前向きの循環が強まっていくとみられる」というふうになっていると思うのだが、強く思うのは、先行きについて、前向きの循環が例えば「強まっていく」というのはちょっと強いかなというふうに思っている。例えば「前向きの循環が働いていく」あるいは「強まっていく」のままであれば「徐々に強まっていく」とか、何か言葉が必要ではないかと。結構今回注目されていると思うので、ここまで強く言うのはどうかなというふうに思う。さらに言わせて頂ければ、一行目も「国内需要も底固さがみられる」位にしておいたらどうかなと。このパラグラフ四番目の「企業収益からの好影響が、家計所得へと徐々に及んでいく」と言う代わりに、例えば「好影響から雇用・所得の下げ止まりがはっきりしてくると考えられる」という位にしたらどうかなと。強く思っているのは先行きに例えば「徐々に」と入れて頂く方が良いと思っていて、後の二つは私の感じはこうだ、ということである。

福井議長

はい。どうぞ、他の委員方。

中原委員

私も田谷委員のご意見に全く賛成である。現状の文章はどうかなと思ったが、後段の先行きのところの「前向きの循環が強まる」それから「家計所得へと徐々に及んでいく」と。強まるという感じはある種のスピード感の印象を

与える訳で、確かに展望レポートの中の表現と平仄を合わせるという感じは分かるが、田谷委員がおっしゃったような修文が適当ではないかと思う。「家計所得へと徐々に及んでいく」という、かつてのダム論のような表現となっているが、まだそこまで断定できないのではないか。前月が「雇用・所得環境に目立った改善は期待しにくい」と先行きについて言っている訳で、そこからの段差がやや大き過ぎるのではないかという感じがする。

福井議長

他にご意見は如何か。今のご意見に対して。どうぞ。

春委員

幾分上方修正ということだが、ただ、上方修正の程度はあまり強くない方がよいという意味で、田谷委員のご意見は良いご意見ではないかと思う。

福間委員

「家計所得へ」のところは、その前段があるから。「人件費抑制姿勢は引き続き強いが、」とこれで抑えてあるから、そのうえでならということで、この位で良いのかなと思った。なかなか増えない、残念ながら。

福井議長

重要な点であるので、それぞれご意見を頂戴できるか。植田委員は如何か。

植田委員

少しヘッジした方がよいという若干の全体的な…大体賛成だが、個別の表現は色々あり得る。

福井議長

須田委員は如何か。

須田委員

「徐々に」というのがどの程度のものかというのがあり、私も強いかなと思ったのだが、ゆっくりという意味だと言われたら、そういう意味かと納得した。

福井議長

どの点か。

須田委員

家計所得の「徐々に」というところが、かなりスピードが遅いという意味だと捉えている。

福井議長

その前の方はどうか。前向きの循環が云々というところは。

須田委員

それも説明をされると、展望レポートだとか、あるいは製造業中心の循環が、ということであるならばそれはそれで良いのだが、ただ読んだ時の印象ということで、皆さんが強過ぎると思われるのであれば、外の人もそう思うであろうから、その場合はやはりもう少し変えた方が良いかなと思う。

福井議長

如何か。岩田副総裁はどう思われるか。

岩田副総裁

増しているとか強まっているとか、やや加速しているという印象がもし生まれると、それは少し強過ぎるのではないか、という話とそれから先行

きについては、長さがあると思う。どの位の先を見て考えるかと。本当に短い先行きだと多少は慎重な言い方になる。少し長く考えれば、私は楽観的なのだが。

福井議長

武藤委員は如何か。

武藤副総裁

先行きの一行目の「徐々に強まっていく」というのは、これは確かに「徐々に」というのが本当に不可欠な言葉なのかどうかは私も分からないが、「徐々に」を入れてもその位の感じがあってもおかしくはないかと思う。ただその次の家計所得が今の田谷委員の話だとどういう案であったか、もう一度聞かせて頂きたい。

田谷委員

先程どなたかがおっしゃったように、100ノッチ位上がってしまっているという感じがした。

武藤副総裁

それでその…。

福井議長

明確な歯止めの表現が必要か。

田谷委員

当然、門間調査統計局参事役の考えでは家計所得が徐々に及んでいくから雇用・所得の下げ止まりがはっきりしてくるのであって、ということは分かるのだが、ぱっと見ると、先程ダム論とおっしゃったが、そういうイメージが強く感じられるのではないか。だから私の考えでは、「企業収益

からの好影響から、雇用・所得の下げ止まりがはっきりしてくると考えられる」と。要するにプラスになるとははっきり言う前に一つ…。

武藤副総裁

その雇用・所得の下げ止まりでとどまって、そうすると家計所得も下げ止まりか。

田谷委員

月報の表現の中に全て入っている、これは。

武藤副総裁

下げ止まりだと先行きに関する表現としては少し弱過ぎるのではないか。現状の表現としては良いのかもしれないが、先行きについて幾つかの情報から多少その明るさを出すことがあっても良いのではないかと思う。

「徐々に及んでいくと考えられる」という言葉がもう少し上手い表現にならないかどうか私も考えているのだが。

中原委員

雇用と所得で違うのではないか。雇用の方は若干改善の兆しが出ていると言っても良いと思うが、家計所得の方は下げ止まったかどうかはまだ厳密には確認できないのではないか。

武藤副総裁

今、雇用者所得とおっしゃったか。

中原委員

雇用・所得と。

武藤副総裁

雇用、中ぼつ、所得という意味か。

門間調査統計局参事役

宜しいか。

田谷委員

結構である。

福井議長

先程皆さんの議論を集約しながら私がややサマライズした形で自分の意見を申し上げた時の表現を注意深く聞いて頂いたとすれば、前向きの循環の部分はこのように申し上げた。「前向きの循環が強まる方向にある」と。強まるとは断定しなかった。家計所得のところは特にコメントしなかった。この部分は私はこれで良いかなと思ひ、敢えてコメントしなかったということである。

門間調査統計局参事役

それでは、先行きの総括の文案であるが、今総裁がおっしゃられた「前向きの循環が強まる方向にあるとみられる」で良いか。

福井議長

「ある」と「みられる」は重複していないか。

門間調査統計局参事役

「強まる方向にある」で宜しいか。

福井議長

暫定的にそうしておこう。

門間調査統計局参事役

仮に、あるいは「強まっていくとみられる」という原案を残すとすると何か副詞を入れたほうが良いのではないかということで、「徐々に」というのが少し弱過ぎるというイメージであれば、「時間の経過とともに」というのを一番ニュートラルに表わせば「次第に強まっていくとみられる」ということで、ある種これがある程度の時間の幅を取ればそうだという考えであれば、一番広い表現になり得るのかなと。「次第に強まっていくとみられる」、という考え方もあろうかと思う。それから、家計所得のところであるが、おっしゃったように雇用と賃金では多少違うかもしれない。足許実際に2四半期連続で労調の雇用者数はプラスになってきているし、それから現に、少し先の話になるが新卒採用、来年度だがかなり増えるという情報も結構入ってきている。それから賃金については、夏のボーナスについては増やすという企業もかなり出てきているという話はあるが、トータルでどうなるかは今のところはよく分からないので見ていく必要があるということであるとすると、田谷委員のおっしゃったように前月使った「雇用・所得」という表現で、「雇用・所得へと徐々に及んでいくと考えられる」という折衷案、つまり家計所得を単純に雇用・所得というふうに置き換えて、いわば雇用面に及んでいくということもこれで読めるようにするというのがあり得ると思う。

福井議長

その場合は英語ではどのように表現するのか。

門間調査統計局参事役

employment or income か、あるいは and/or income か。ちょっとそこは…。

福井議長

and/ or などと言えないな。英語で説明できるようにしておいてくれな
いと困る。

武藤副総裁

こちらは環境というのが付いているから中ぽつが不自然ではないのだ
が、環境がなくなって雇用・所得というのは少し不自然な表現のような印
象を持つが。

門間調査統計局参事役

確かに所得は雇用と賃金の掛け算であるから、掛けられた積が後ろに並
列的にあるというのは、確かにおっしゃるとおり論理的には少し不自然か
もしれないが。

武藤副総裁

雇用や所得に、中ぽつという手法は通じないのではないか。環境という
のは雇用環境、所得環境と、こう読むのであろう。

門間調査統計局参事役

早川調査統計局長の案だが、雇用、黒まる、所得面へも、と。面という
言葉を付けて環境という程明確ではないかもしれないが、雇用面、所得面
ということで少し並列しても良いような雰囲気を出すという手はあるか
もしれない。

福井議長

もう一回言って。

門間調査統計局参事役

少し前から言うと、「生産活動や企業収益からの好影響が、雇用・所得面へと」あるいは「面へも」、「も」とすると少しオブラートに包んだ感じになるというふうにも言えるので、「と」にするか「も」にするかというのも微妙ではあるが、表現の選択肢としてあり得るかと思っている。もう一度言うと、「生産活動や企業収益からの…」。

福井議長

一つの案として、今の「も」抜きにして。

門間調査統計局参事役

「も」抜きであると、「生産活動や企業収益からの好影響が、雇用・所得面へと徐々に及んでいくと考えられる」。

福井議長

「へ」で良いのではないか。「と」とかなぜそんなに色々言葉を尽くすのか。

門間調査統計局参事役

「所得面へ」で。「雇用・所得面へ徐々に及んでいくと考えられる」。

福井議長

これで如何か。まず、この点について。

福間委員

その方が何となく入りが良い。

福井議長

OK。ではここはこれで仮決めしておいて、本体の方は如何か。循環のところは、二案出た訳だ。「前向きの循環が強まる方向にある」、それが一つ。もう一つは「前向きの循環が次第に強まっていくとみられる」。あるいは、元どおりにするという案もあろうかと思う。

須田委員

「次第に」を付ければ良いような気がする。

福井議長

これは採決ということではないが、元どおりの表現が良いという人、「方向にある」が良いという人、「次第に」が良いという人、いずれも駄目だという人に分けて仮に手を挙げてみよう。全く原案でも良いと思われる方。私は原案でも良いと思う。それから、「次第に強まっていくとみられる」が良い方。それから、「方向にある」に賛成の方。私は2票入れた口だが、「次第に強まっていくとみられる」という方が一番多かった。如何か。それで宜しいか。

田谷委員

もう一つだけ。第一行目は如何か。「底固さを増している」というのをなぜその底固さが見られると言ったかということ、2月の数字がどういう数字かよく分かっていないということもあり、1~3月の数字が出てからこういうことが言えるのではないかなと私は思ったので、足許数字は強い訳だが、「国内需要も底固さがみられる」位にしておいた方が良くないかなと思った。どうしてもという訳ではない。

門間調査統計局参事役

我々が今回、ここを変えたのは先程申し上げたように、一番大きな材料は短観であった。であるから、勿論2月の数字自体は読みにくいのだが、

その裏付け、企業から見た業況感というのがかなり広がりを持って、特に小売りも含めて良くなってきていると、その辺りを一応判断材料にしてこのような表現を加えているということである。

田谷委員

私もそこはそう思ったのだが、業況判断の先行きの見通しのところが、どこもちょっと弱い。そうでもないか。

門間調査統計局参事役

レベルが上がってきた割にはそんなに先行きの方が落ちるというこれまでの癖が出ていないという面もあるから、必ずしもそんなに、一部素材の上がっているところが少しその影響で弱くなっているという点もあったが、全体としてそういう感じはあまり受けなかった。

田谷委員

分かった。基本的にこの表現が新聞に出るものだから気にしていただけで。

福井議長

では宜しいか。金融面の方はこれで宜しいか。

門間調査統計局参事役

では変更点を読ませて頂く。先行きの最初の文章だが、「先行きについては、景気は当面緩やかな回復を続ける中で、前向きな循環が次第に強まっていくとみられる。」である。それから「すなわち」から始まるパラグラフの「また」から読ませて頂く。「また、企業の人件費抑制姿勢は引き続き強いが、生産活動や企業収益からの好影響が、雇用・所得面へ徐々に及んでいくと考えられる。」。以上である。

福井議長

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

全員一致で可決された。ただ今の基本的見解は即日公表である。今日の15時に予定している。それから全体、背景説明については必要なサニタイゼーションを施して12日月曜日14時に对外公表をさせて頂く予定である。

VII. 議事要旨（2/26日開催分、3/15～16日開催分）の承認

福井議長

最後に議事要旨 2月26日開催分と3月15日、16日開催分、既にお手許に届けているが、ご承認を頂きたいと思う。宜しいか。

[金融政策決定会合議事要旨（2月26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

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

[金融政策決定会合議事要旨（3月15、16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
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。二回分の議事要旨とも賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決した。本件は 4 月 14 日、来週水曜日 14 時に対外公表をする。

Ⅷ. 閉会

福井議長

これにて本日の議題は終了した。次回は 4 月 28 日、一日だけの開催である。宜しく願います。いつも申し上げているが、決定会合における議論の内容はご自身の発言も含め、厳に出席者限りということであり、議事要旨、議事録と一定のルールに従って開示する取扱いとなっている。厳正な機密管理を宜しく願います。これをもって閉会とする。有り難うございました。

(午後 12 時 31 分閉会)

以 上