

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2004年4月28日（9:00～12:53）

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	石井啓一	財務副大臣
内閣府	大守 隆	大臣官房審議官（経済財政運営担当）

（執行部からの報告者）

理事	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
政策委員会室調査役	村上憲司
企画室調査役	内田眞一
企画室調査役	加藤 毅

I. 開会

福井議長

それではお揃いなので政策決定会合を開催する。

(午前9時開会)

今日は一日のセッションで、少しコンデンストにやらせて頂きたいと思うので宜しくどうぞお願いします。議事進行だが、金融経済動向及び、あとは経済・物価情勢の展望、いわゆる展望レポートについての検討もお願いすることになる。通常どおり金融経済情勢、それから当面の金融政策運営についての討議も当然お願いします。少し時間の制約もあるので、今日は全ての発言をより効率的にお願いしたいと思う。政府の方から、財務省の石井副大臣にお越し頂いた。誠に有り難うございます。宜しくお願いします。内閣府の方から、初めてだが大守審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いします。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させて頂く。委員及び政府からご出席頂いた方、宜しくそのことを踏まえてご発言頂ければと思う。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

それでは最初に金融経済情勢についての執行部説明に入りたいと思う。各説明毎に若干の質疑応答の時間を設けたいと思う。最初は、金融調節、それから金融・為替市場の動向について、白川理事と中曾金融市場局長からお願いします。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

中曾金融市場局長

それではお手許の資料、追加資料の1、2に沿ってご説明申し上げたいと思う。早速だが図表1-1、金融調節の実績の推移である。当座預金残

高の推移であるが、均して見ると 33 兆円前後の水準で推移をする調節の運営をした。指標レートの無担オーバーナイトであるが、4 月 13 日、それから 19 日にマイナスになっている。これはアメリカの積み最終日、それから国債発行、こういった要因が重なってドルに対する需要が強まったためである。このため円転コストのマイナス幅が拡大したということである。19 日については、コールのマイナス幅が 1,000 分の 6 ということで、やや深くなっている。これは、この日は常連の出し手の他にやや纏まったロットを放出した外銀がいたことによるものである。次に、図表 1-2 で、当座預金の保有状況についてご覧頂くと、都銀とそれから外銀が主たる保有主体である。一部の都銀だが、この 7 月にシステム統合を控えているところがあって、こちらがゴールデン・ウィーク中にシステムのテストを行う予定であって、不具合に備えてやや厚めの当座預金を保有しようとしている模様である。それから、図表 1-3、資金需給の推移である。4 月中に入ってからだが、基本的には余剰地合いが続いている。月初の交付金、それから月央の年金の定時払い、それから月末には財政融資預託金の払い戻しといった要因がある。ただ、足許まではご覧頂くように -2 兆円と、26 日が国債発行日に当たるので一時的に不足の状態になっている。一方の銀行券だが、20 日頃までは相変わらずあまり出ないなという感じがあったのだが、今年は大型連休が近づくにつれて、曜日並びが良いということもあってか発行の方が増加してきている。ただトレンドを判断するには、やはり連休後どの位、銀行券が戻ってくるか、そういったところも含めて見ていく必要があると思っている。こういった中でのオペの実施状況を次の図表 1-4 でご覧頂く。先程申し上げたように、基本的には余剰地合いなのだが、一定の供給オペを行う一方で吸収オペを併用するという、いわゆる両建てのオペを行っている。手形のオペについては、本店または全店手形オペを週 1 回のペースで行ってきている。供給オペについては、手形のほか国債の買現先、それから週 1 回ペースの短国の買いオペ、こういったものを組み合わせて行っているが、オペレートの方は全般に期明け後は低下傾向、低下気味になっている。それから吸収オペの方だが、こちらは売

手と売現先を併用しながら資金吸収を行っている。余剰地合いなので吸収オペの頻度はどうしても上がってくるということに加え、大型連休中はやや厚めの流動性を維持したいという先もあるので、足許だが、多少だがレートが上昇してきていて、売手のレートは平均落札レートで見ると直近のもので1,000分の3%、0.003%というところまで上がってきている。それから、ABC Pの買入オペ、図表1-5の1.の表だが、これは前回決定会合以降13日に1回実施しているだけで、この時は応札額が330億円ということで、買入上限額に到達していない。次に金融・為替市場の動きについて見ていく。図表2-1の(2)でターム物の短期レートだが、短国レートのところをちょっとご注目頂きたい。4月12日の週だが、この週はFB、TB、こういった発行ラッシュがあったので、需給が多少悪化するのではないかということが懸念されていた。従って、例えばTBの1Yなどをご覧頂くと、1,000分の20%位まで若干上昇する局面があったのだが、結果的に入札が割と無難に終わった。それから、ある程度レートが上昇してくると投資家の買い需要というものも現われてきたので、レートの方は低下傾向を辿っている。次に長期金利、図表2-3である。長期金利の方は、図表2-3のグラフにあるように、前回決定会合以降、株価が底固く推移していたので、これにいわば反応する形で長期金利が上昇し、一旦は10年債で1.57%位まで上昇していたのだが、その後は再び低下していて、昨日辺りは1.515%という水準で引けている。債券市場は比較的落ち着いているというふうに見ている。インプライド・ボラティリティのところをご覧頂くと、概ね横這いで推移している。イールド・カーブの動きを次の図表2-4でご覧頂くと、前回決定会合以降通じて見ると実は大きく動かなかった。ただ、細かい動きを(2)のグラフでご覧頂くと、中期ゾーンである4、5、6年、この辺が銀行の押し目買いということから若干低下している。一方で、20年とか30年の超長期ゾーンだが、ここは4月中に入札があって、需給が若干緩んだ、そういったことからレートが上昇している。ただ、入札の結果自体は無難だったので、上昇幅としては小幅にとどまっている。落ち着いているという意味では、図表2-5でスワッ

プ・スプレッドにもそういった面は表われていて、グラフで黒い太線の5年物のスワップ・スプレッドをご覧頂くと、概ね横這いで推移している。邦銀がスワップを使った債券ポートのヘッジを急いでやっていると、そういった動きは引き続き見られないというふうに見ている。それからグラフで、アメリカの長期金利との関係をご覧頂くと、勿論、足許連動関係は見られるのだが、直近のところではアメリカ程上昇幅は大きくなっていない。日本の場合、銀行などの潜在的な投資需要というのは割合根強いものがあって、これが日本の金利上昇圧力がある程度減殺しているというふうに考えている。図表2-7の社債の対国債スプレッドだが、(1)のグラフに示すように低格付け債、ここで示すのはダブルBであるが、こちらのスプレッドが大きく足許で拡大している。これは三菱自動車に対するダイムラークライスラーの支援打ち切りによる影響である。ただ、中身をよく見てみると、実はスプレッドの拡大が見られているのは目下のところこの三菱自動車だけであって、このグラフは平均値になっているので、どうしても引きずられてしまうのだが、よく中身を見てみると他の個別銘柄への波及は今のところ生じていない。それから銀行債スプレッドだが、図表2-8である。シニア債、(1)のグラフはあまり大きな動きはない。それから(2)だが、劣後債は一時は縮小傾向を辿っていたが足許は一服している。(3)のCDSのプレミアムだが、こちらは、銀行株は先週に掛けて下落していたので幾分足許では拡大している。次に株式市場、図表2-9であるが、こちらは日本の景気回復期待、それからハイテク企業の業績好調、こういった要因から底固く推移していて、日経平均は12,000円台をキープしている。最近では、アメリカの株は若干下がっても日本の株は持ち堪える、そういう意味で下値の固さが確認できるような地合いになっている。(3)のグラフにあるように、主要国の株価、株式市場の中ではやはりなお日本の上昇率というのが相対的に高い状態が続いている。図表2-10、最近の一つの特徴なのだが、取引が非常に活発であるという点を指摘できると思う。この点を(1)のグラフでご覧頂くと、売買高、つまり株の出来高。それから売買代金。こういった二つの指標について見る

と、非常に振れは大きいのだが、いずれもバブル期に迫る水準になってきている。それからもう一つの特徴は、(2)のグラフ、外国人の投資家、それから個人の投資家のシェアの増加という点である。四半期のグラフでやや長いトレンドで見ると、外国人は細い線の方だが、趨勢的に上昇してきている。一方、個人だが、バブル崩壊後一旦シェアは低下していたのだが、特に最近、去年位からは上昇ピッチが増してきているという感じがする。それからやや短いタームで今年に入ってから動きを週次ベースでトレースしてみると、シェアが交互に入れ替わっているのが一つの特徴である。特に4月に入ってから個人のシェアが上昇している一方、外国人が低下しているといったことが見て取れる訳である。主体別の売買動向、図表2-11でご覧頂くと、外国人だが、ずっと買い越しを続けていたのだが、4月12日の週に売り越しになっている。これは2月の第1週以来である。これは恐らく相場上昇局面を捉えて、外国人投資家のうちのいわゆるファンド筋といった人達が、利益確定売りを行ったことが背景というふうに見ている。一方で、個人投資家なのだが、こちらは買い越しに転じている。これは信用買いによる買い越しであって、恐らく4月の中旬に掛けて日本の株が一旦下落した時に買い戻しに出たと見ている。なお、業種別の動きで一言申し上げると、先程の三菱自動車の影響なのだが、今のところ三菱グループの一部の企業の株価に限られているようで、そういう意味では影響は限定的と見ている。それから銀行株、図表2-12で一言申し上げておくと、銀行株については、メガバンクの他、いわゆる低位地銀株、そういったところも含めて買い進まれてきていた。元々そういう意味で高値警戒感というのはかなりあった。そこへきて先週だが、一つはUFJの不良債権処理のコストが増加するというような報道、これをきっかけとして売られた。さらに先週末には、横浜銀行の公的資金返済が、優先株を普通株に転換したうえで市中へ売却する、そういった方式が採られるというふうに伝えられたため、この方式が他の大手行についても採用されるようになった場合は、いわゆる希薄化リスク、ダイリューション・リスクというものが意識されるようになって、これが新たな売り材料になったところである。為替相場

に参る。図表 2-13 である。為替相場については、4 月に入ってからドルの買い戻し基調、そういった基調になっている。要因については図表 2-14 をご覧頂きたいのだが、ドル/円については四角で囲んでいる部分にあるように、米国の雇用統計をはじめとする景気回復を示す各種指標が出てきたほか、グリーンズパン F R B 議長がデフレは “no longer an issue” であると、そういう発言からドルが買われている。それからドル/円については本邦サイドの要因として、新年度に入ってからだが、本邦のいわゆる機関投資家が対外証券投資を再開していることも足許のドル買い円売りに繋がっているというふうに考えている。このように、今足許ではドル/円は 109 円台というところであって、今月の初めに比べるとかなり円安の水準になっている。ただ、どんどん円安が進むかと言うと、やはり我々聞いているところによると、110 円位では相当輸出予約が待ち構えているようなので、110 円を一気に抜けていくだけの上昇力はないというふうに見ている。それからまた、中期的にも、図表 2-15 に示している、

(2) の経常赤字、それから (3) の財政赤字、こういったインバランスがやはりドル安の材料として意識されている。特に財政赤字については、イラク戦の長期化の影響、つまり追加的な戦費が必要になるのではないか。500 億ドル位という数字が言及されるようになってきているが、こういったものが今後市場の材料になっていく可能性もあると思っている。そういったことを背景とした市場のセンチメントを図表 2-16 の (3) リスクリバーサルで若干見ておくと、黒い太線がドル/円のリスク・リバーサルなのだが、依然としてドル・プット・オーバー、マイナス値をとっているけれども、その幅は最近減少してきていて、ドルのベア感というのは 3 月後半ないし 4 月の初めに比べると弱くはなっているということである。全体としての金融市場だが、比較的整合的なバランスの取れた形には今のところはなっているのではないかというふうに見ている。私からは以上である。

福井議長

ご質問があればどうぞ。

須田委員

一点だけ宜しいか。個人の株式の投資家についてなのだが、基本的には売買を繰り返すことで儲けようとしているのであって、ストックとして保有しようというところまではいっていないというふうに考えて良いのか。

中曽金融市場局長

もう少しよく見てみる必要があると思うが、今のところ、回転売買である。ただ、裾野は広がってきているみたいである。今ちょっと計数の方色々追っているのだが、例えば株のネット・トレーディングの開設の口座数みたいなものを見てみると、400万位あるというふうに言われていて、相当広がってきている。だからニューマネーもそれなりには入ってきていると思う。ただ、今までのパターンは基本的には回転を上げていく、つまり、売買を繰り返していく、そういうパターンではある。

福井議長

他に宜しいか。では海外の金融経済情勢、堀井国際局長お願いする。

2. 海外経済情勢に関する報告 (資料-3)

堀井国際局長

本日配付したお手許の資料、決定会合参考計表の(追加分)というものをご覧頂きたい。図表1である。米国の主要経済指標。いつものとおりシャドーが掛かっているのが、前回会合以降判明した計数である。僅か2週間あまりの計数ではあるが、引き続き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、1. 実質GDPの今年の第1四半期の分は、アメリカの東部時間で29日朝に発表される予定である。目下の市場予想は5%前後である。個人消費に関して5. 小売売上高を見ると、3月は前月に比べて1.8%増加した。第1四半期の前期比も2.3%と高い伸びとなった。減税、それから雇用回復を背景とする堅調な消費動向を示

している。8. 住宅着工を見ても、天候が回復した3月には増加し、3か月振りに200万台、年率200万台に乗せた。モーゲッジ金利が当時低下していたことも響いたと見られる。設備投資についても、9. 資本財受注に見られるように堅調な伸びが続いている。品目別に調べてみても、コンピュータ、電子機器のみならず、一般機械、輸送機械など、広い分野で増加している。12. 鉱工業生産の3月だが、前月寒波の影響で伸びたエネルギー生産が減少したため、前月比では-0.2%となったけれども、第1四半期を括って見ると、前期比+1.6%としっかりした伸びとなった。この間、物価である16. PPIは3月食料品の上昇を主因に前月比+0.5%となったが、コアでは+0.2%にとどまっている。ここ数か月PPIのこのコアは大体0.2%前後の上昇が続いている。CPI、17. だが、前年比は全体では3月+1.7%と前月並みになった一方、コアの前年比は+1.6%と跳ね上がっている。掲載していないが、チェーンウエイトのCPIコアでも、2月の前年比+0.8%が3月には+1.2%というふうに上昇している。多くの品目で少しずつ上昇率が高まっている。ただし、春、夏物投入時期に当たる衣料品、それから振れの大きい宿泊費の値上がりが目立っている。今後この分については反動が出るかもしれない。こうした点を含めて見ると、前回会合ではアメリカのデスインフレ傾向に漸く歯止めが掛かってきたと申し上げたが、当月もその線上にあると見ている。次にユーロエリアである。図表2をご覧ください。10. 鉱工業生産はこのところ一進一退となっている。回復力の弱さを端的に表わしているところである。この間、物価については、14. コアCPIは、ドイツ、イタリアでのたばこ税の引き上げがあつてその影響から3月は前年比は引き続き+1.8%となったが、たばこを除くと実はこの前年比は+1.4%になって、しかも2月よりも0.1%上昇率が低下している。図表3-1である。東アジア。本年第1四半期の実質GDP成長率が、中国とシンガポールについて出ている。いずれも高成長となった。(2)の輸出について、ざっとご覧頂いても各国で好調が持続している様子がお分かり頂けると思う。図表3-2、(4)のCPIについて、中国の3月は前年比+3.0%となったが、前回会合で

も申し上げたが、振れの大きい食料品などを除いたベースで見ると、前年比は2月が+0.3%、3月が+0.5%位と、要するにデフレが止まった後幾らかプラスになった程度の動きである。台湾、シンガポールについては、今年に入ってデフレ懸念が後退している。他のアジア諸国に関しては基調的に変化は見られない。次に図表4である。アメリカの金融指標だが、4月20日と21日、グリーンズパンFRB議長が議会証言を行っている。20日の質疑に答えての発言、つまり「昨年懸念が強かったデフレの脅威は今や問題ではない」とこういう発言に金融市場が反応して、市場での金利の先高観が一段と強まった。グリーンズパン議長は21日の質疑では、「インフレ懸念も視界にはないのだ」ということもおっしゃっている訳だが、この点については然程注目が集まらなかった。結局この二日間でFFの先物、(5)にあるが、これがシフトアップしている。最近の4月27日の数字、グラフをご覧頂くと、8月10日にFOMCがあるが、そこでの利上げというのがもうフルに織り込まれている。また、年末までに、合計75bpの利上げが織り込まれている。一部には、市場の一部には6月末でのFOMCでの利上げを見込む向きすらある。なお、こうしたことから、長期金利も大幅に上昇している。(1)のグラフだが、前回会合時には10年物国債利回りで4.1%台であったが、最近では4.4%程度になっている。この間、株価、(2)であるが、長期金利高の一方で、企業の好決算のニュースがあった。こういう材料が交錯して結局横這いの動きとなっている。なお、長期金利の上昇にもかかわらず、(3)のグラフだが社債金利のスプレッド、それから株価のインプライド・ボラティリティなど、リスク関連指標は低位で推移している。図表5である。欧州の金融指標。まず長期金利、(1)だが、アメリカの長期金利高並びにユーロ高の修正といったものを受けて、幾分上昇している。ただし上昇幅はアメリカに比べると小さく、水準的にも10年物の長期国債利回りで、ドイツの国債をここに載せているが、アメリカに比べて25bp程度水準的には下回っている。(5)のグラフで、短期の金利観を窺うと、利下げ予想が一時あった訳だが、現状ほぼ姿を消している。なお、英蘭銀行については、来月初めのMPCでの利上げが予想

されている。(2)の欧州大陸の株価を見ると、アメリカに比べて弱い景況感、それから低い長期金利のもとで、アメリカ同様に横這い圏内で推移している。最後にグラフはもうないが、エマージング債について、前回会合でも申し上げたとおり、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リスクが気になるところであるが、これまでのところ、ブラジル債、ロシア債、トルコ債の対米国債スプレッドが一時拡大した程度である。ロシアとトルコに関しては、ロシア国内の大手石油会社の問題とか、キプロスの問題といった固有の要因も影響している。アジアのエマージング債に関しては全くと言って良い程影響は見られない。この間、中国でのSARSの再発、それから金融引き締め強化といった観測を受けて、香港、台湾の株価が下がっている。以上総括すると、世界経済の拡大基調が定着を始めた。つれて物価面でもデフレーション懸念が薄らいできており、金融市場もそうした情勢を比較的平穩に読み込んできているとこういうことかと思う。以上である。

福井議長

ご質問があればどうぞ。

岩田副総裁

一つ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

住宅なのだが、私が予想したよりも強いなと思っている。モーゲッジ金利がまだ下がっているということなのだが、リファイナンス指数を見ると4月の半ば以降かなり落ちてきている。先行きについては、金利が上昇にどっちにしろ転じていくので、ラグを置いて、住宅は少し弱くなるの

ではないかと思うのだが、それはどうご覧になっているか。

堀井国際局長

モーゲッジ金利は足許は上がっている。申し上げたのは3月の住宅の着工が強かったのは、3月末まではむしろ下がっていたということである。それから、おっしゃるように金利には非常にセンシティブであって、色々なモデル、FRBのモデルなどで見ても住宅投資はかなり金利にセンシティブに動く。1%位上がると3四半期位後に一割程度落ちるというモデルの計測結果も出ているので、まずこの分についてはいずれ剥落、落ちてくる可能性があるが、ただ一方で、まだ住宅価格自体が上昇しているのと、それから所得環境が改善に向かっていくと、こちらが引き続き下支えに対応するかとこういう感じである。

岩田副総裁

そうか。その住宅価格の方も、実はちょっとバブルではないかという議論もあって、それで国債の価格もちょっとバブルではないかという、二つのバブルがあって、潰れる時は両方が潰れるので、それがかなりリスクなのではないかというふうに議論する方もいると思うのだが。それでやはり長期金利がどの位の速さで上がっていくか、言葉を変えて言うと、グリーンSPAN議長がどの位のスピードで金利を上げていくか、それをマーケットがまたどういうふうに読むかというその辺のところが一番面白いところ、注意しなくてはいけないところではないかと思っている。グリーンSPAN議長が前に議会証言で実質短期金利が中立的な水準にいずれ上がるというふうにおっしゃったのだが、実質のフェデラル・ファンド・レートとおっしゃったので、あれは明らかにテイラー・ルールを頭に置いていると思う。その辺はFedでは、テイラー・ルールで言うと短期の自然利子率、短期の名目利子率、それはどういうふうに見ておられるか。テイラー・ルールだと確か、私の記憶が正しければ2+2で4%というのが名目の短期の自然利子率で、一方で最近の議論だとあと3.5%上がるだろうという

予測があるのだが、それだと何か短期の自然利子率を4.5%と見ているのかなと思う。そこはどのようなふうにご覧になっているか。

堀井国際局長

前回会合でも申し上げたと思うが、90年代のデータを使ってのFedのモデルの中立的な実質金利というのは、2~2.5%と言われている。それで、そこから最近はどうなるかと。実質的な当期収益率みたいなものが技術革新の成果で上がってくるということになると、そこはむしろ上に上がるし、一方ノミナルということになると、インフレのボラティリティが下がってくるということになると、そのボラティリティからくるリスク・プレミアムの分は下がるということになるので、どちらになるかその辺はよく分からない訳だが、一応今の時点でも恐らく2~2.5%位のレンジで実質金利については見ているのではないかと思う。

岩田副総裁

そうすると望ましいインフレ率は普通1.5~2%位とこういうふうに言われている。これも議事録などを見る限りはそういう議論をしていると思うが、そうすると名目だと3.5~4.5%というか、そのようなレンジで考えれば宜しいか。

堀井国際局長

然り。4%周辺ということになるかと思う。

岩田副総裁

4%周辺になるか。

堀井国際局長

ただ、そこまで一気に持っていくかどうかについては、この間、この1か月の間にグリーンSPAN議長やコーン理事も含めて各地で発言されて

いるけれども、「ゆっくり」というふうな言い方をされるケースが多いと
思っている。

岩田副総裁

どうも有り難う。

須田委員

米国の実質GDP成長率の市場予想は、5%前後ということだったが、
雇用も増えていることを勘案すると、非農業部門の労働生産性の伸びとい
うのはどの程度と想定しているのか。それともそのようなことは考えてい
ないか。

堀井国際局長

定性的には、これもグリーンSPAN議長がおっしゃっているけれども、
雇用が増えていく中で労働生産性のシクリカルな部分の伸びは下がって
くるだろうと、ただそれが景気全体のバランスの良い拡大の姿であろうと
いうこともおっしゃっている。私共もそういう今までのシクリカルな高い
部分は剥げていくだろうと思っている。

福井議長

宜しいか。国内の経済情勢について、山本理事と早川調査統計局長お願
いする。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それでは、資料4の参考計表でご説明したい。何分にも中間会合なので
それ程数字が出揃っている訳ではないが、主だった指標を拾ってご説明
していく。最初に少し申し上げておくが、やはり閏年の要因があつて季節
調整が上手くいっていないところが多いので、なかなか実勢が掴みにくい

ところがあるが、その点の一つずつコメントしていきたいと思う。まず最初に図表1を開いて頂きたい。いつもあまりご説明しないのだが、公共投資について申し上げますと、請負金額は3月前月比で12%の減少になって、1~2月横這いだったのだが、結局、1~3月を締めて見ると前期比6%減、前年比で19%減ということである。従って、先だって支店長会議の報告等でもあった公共投資の依存度の高い地域を中心に、地域間の格差の原因の一つになっているということは明らかだろうと思う。それから図表5である。輸出入の話をしたと思う。図表5の(1)をご覧頂くと、3月の貿易統計が出て1~3月の実質輸出は前期比で4.2%の増加となった。私はもう少し伸び率が下がるのではないかと申し上げてきたのだが、実は今回、季節調整替えをしている。その結果、これまで8%伸びていた去年の第4四半期の伸び率が6.4%に下がった一方で、実は1~3月は4%の増加になったということである。地域別に見ると、大体これまでご説明していたことと大きな変わりはない。やはり去年の第4四半期、今年の第1四半期ともにウエイトの高い東アジア向けの輸出が全体を引っ張っているということである。敢えて細かいことを申し上げますと、1月の関税引き下げでこれまで中国向けの1月の輸出が二桁、20%増だったのが13%と少し伸び率が下がった。この辺りは季節調整替えが影響しているということである。それ以上に(2)をご覧頂いて、財別に見て頂くと、ここにかなり大きな変化が出ている。まず、基調として情報関連及び資本財・部品、この二つが堅調に増加しているということには変化はない。中間財、これが中国需要に引っ張られて素材の輸出が伸びている。この点にも変化はない。実は大きく変わってしまったのは消費財であり、これまで私は第4四半期に爆発的に伸びて、あとずっと横這いと申し上げてきたのだが、今回、季節調整を変えたら、そういう季調後の季節性を織り込んでしまって、ご覧のとおりずっと増えているという姿になった。これが先程申し上げた、去年の第4四半期が下がって今年の第1四半期が上がってしまった主要な原因だと思っている。それから図表11の輸入だが、輸入に関してはこれまで申し上げていることと変化はない。ご覧頂いてもお分かりのとおり、輸

入の方は緩やかではあるが着実に増加しているという姿になっている。

(2) の財別をご覧頂くと、情報関連、資本財・部品、この辺が先程の輸出入が同時に動く傾向もある訳だが、そういったことも反映して堅調に増加しているということ、及び素原料、主に原油だがこれまで抑制されていた原油の輸入が増加しているといったところが特徴かと思っている。続いて今度は図表 12、設備投資関係である。設備投資については機械受注であるがご覧のとおり、2月は単月で5%位増えたのだが、何分にも1月の減少が大きいため1~2月では今のところ7.8%の減少ということである。元々振れの大きい統計なのであまり強いことは言えないが、この感じだと1~3月で括ってみて、業界見通しの横這いよりは少し弱そうであるかなと思っている。とは言え、二つあって、一つは前にも申し上げたかと思うが、この非製造業の減少には恐らく携帯電話がいたずらをしている。特に去年の10~12月、携帯電話が増加して相当押し上げた後、携帯電話の反動減ということで、必ずしも設備投資に関係ない動きが影響しているということ、及び元々10~12月の伸びが相当高いものだから、ある程度の減少になっても基調としては、設備投資が増加基調という判断を変える必要はないと思っている。なお、先程、生産指数が出たので資本財出荷の数字も1~3月の数字が出ている。ここでは1~3月で+6.2%になっているが、3月下がったためにこれは前期比で3.1%の増加。前年比が12.4%の増加である。10~12月と比べれば伸び率は下がっているが、資本財出荷で見るとかなりの伸びが続いている。続いて設備投資関係で図表 15 をご覧頂きたいと思う。これは中小公庫の調査で設備投資実施企業割合というのを時々ご紹介している数字だが、これをご覧頂くと、去年の半ば位にこの数字が相当上に上がった後、高水準をキープしている。併せて実は、図表はお示ししていないのだが、この中小公庫のアンケートを見てみると、例えば業況判断はずっと良くなってきて、今回3月調査で全産業ベースでプラスになった。その水準は90年代の二回の景気の山を越えて、バブル期以来の水準になった。純利益のDIとかそういったものも同様である。勿論、短観よりもちょっと強い感じがする訳だが、短観がレベルを聞いて

いる、すなわち、業況で言うと良いとか悪いとか然程良くないに比べて、これは変化を聞いている。すなわち業況であれば好転、不変、悪化という聞き方なので少し違うということはある訳だが、いずれにしても3月短観同様に景気回復の裾野が中小企業まで広がっているということを示す統計であったと評価している。続いて図表18の個人消費関係である。個人消費に関しては、まだ統計はそんなに出ていない。2月まではこれまでもご紹介しているようにかなり強かったのだが、3月を含めるともう少し全体として弱くなると思っている。ここでお示ししているのは、例えば都内百貨店が出ていて、ご覧のとおり3月はかなり落ち込んでしまった。これは一つは日数要因、休日が少なかったということ。それから寒かったということ、雨が多かったということが影響している。先程、商業販売統計が発表されて、ここで言うと小売業販売額とか全国百貨店、全国スーパー、コンビニエンス・ストア等々の数字が出ているが、まだちょっと季節調整などをできる状態ではないので前年比しか分からないが、どちらにしてもやはり3月は悪かったという感じである。因みにここも季節調整がかなりいたずらをしていて、都内百貨店はこれで見ると1~3月はマイナスになっているのだが、このマイナスになってしまった理由は、季節調整を変えたら、強かったはずの1月とかが下がってしまったことが影響している。とすることで、正直言ってかなり季節調整の関係で数字が読みにくくなっている。とは言え、例えば旅行取扱金額に関しては2月の数字は弱かった訳だが、ご承知のとおり5月のゴールデン・ウィークの予約は日並び要因もあってかなり良いと言われているし、マインド関係の数字が総じて良いという感じである。供給サイドのマインドについては先般、短観で小売業等の業況判断が良かったということを申し上げたし、景気ウォッチャー調査も相当良かった感じである。加えて消費者サイドのマインドについても、図表22だが、グラフでお示ししているところでは、月次の消費動向調査がご覧のとおりかなりの改善になっており、2000年のピークに近い水準になっている訳だが、昨日、実は3か月ベースの全国の消費動向調査、細実線で書いてある消費者態度指数が出て、これもかなりの改善になってい

た。そういうことで、季節調整の問題プラス曜日、それから天候等で数字がかなり振れているので、実勢値がちょっと判断しにくい状況になっている。ということで、いずれにしても所得が伸びない割に強めの動きをしている個人消費の持続性ということに関しては、もう少し数字を見ていく必要があると思っている。それから、生産である。図表 25 のところと、今お配りした鉱工業生産指数（2004/3月速報）をご覧頂きたいと思う。生産指数はご覧のとおり3月が生産で前月比0.1%の増加で、1~3月を括って0.3%というかなり低い伸びになった。出荷に至っては3月は0.4%減少して、1~3月を括っても0.2%ではあるが減少という姿になってしまった。ところが、先行きの予測指数をご覧頂くと4月が5.6%の増加、5月が2.2%の増加で、仮に6月横這いと計算すると、何と5.8%の増加という爆発的な数字になっている。これもどう考えても季節調整が上手くいっていないと申し上げる以外に手が無い感じである。例えば、今回、実は生産指数も季節調整を変えていて10~12月が少し下がってくれると良いなと思ったのだが、生産指数に限って言うと季節調整替えて第4四半期が3.7%から3.9%にむしろ駆け上がっているために、余計に1~3月が弱くなるという困ったことが起こっている。もうご覧頂いてお分かりのとおり、基本的にはこれは均して見る以外に手が無いということだと思う。恐らく第2四半期はさすがに5.8%の伸びということはないのだろうと思っている。予測指数を見てみると一般機械、それから電気機械辺りが物凄い伸びになっている。一般機械に至っては2か月連続二桁増という凄い数字になっているのだが、恐らくは一つは5月の連休に工場を開けて生産するところが今年もかなり見られているために、恐らくそこが数字を少し押し上げている。と言うことは、逆に言えば6月は反動減が出易いということだと思っているし、最近よくあるパターンなのだが、こういった電機とか一般機械が非常に高い生産計画を出してくる月は大体何かボトルネックがあって、そこまで生産できないということが通例のパターンなので、恐らく伸び率はもう少し下がるということだと思うが、全体を均して頂くと、強い、弱い、強いだが均して頂ければ着実に増加しているという判断で良

いと思う。併せてこの際、もう一つ申し上げておくと、図表 25 に第 3 次産業活動指数・全産業活動指数があって、ご覧のとおり 1~2 月の全産業活動指数は前期比で 0% の伸びになってしまった。私は以前から 1~3 月については 10~12 月の高い成長から比べればそこそこ減速すると申し上げてきた訳だが、現時点ではそこがなかなかどれ位減速したのか見えにくい状況にある。と言うのは、需要サイドないしは支出サイドの統計から見ると、先程ご覧頂いたように輸出はそこそこ高い伸びをキープしている。設備投資も減速はしているがそこそこ伸びている。個人消費も販売統計は弱いが家計調査まで考えると恐らくマイナスということは考えられないので、基本的には需要サイドから足していくと、そこその成長がキープされている。一方で生産サイドを見るとこういうことなので、恐らくゼロ成長近傍になってしまうということで、なかなか見極めにくいのだが、これはやはり繰り返しになるが季節調整のいたずらがかなり影響していると思っている。隣におられる大守内閣府大臣官房審議官が作られた現在の Q E の推計方法では、大雑把に言うと足して 2 で割る形になっているので、結果的にはある程度の減速、ただし、生産指数のようなことにはならないということだろうかと思っている。それから物価について申し上げたい。図表は 34 である。今月、この間出た統計で一番注目すべき統計は 3 月の C G P I の動きであった。この点まず、図表 34 で前提になる商品市況について申し上げておくと、これはこれまでも申し上げてきていることではあるが、海外商品市況は原油が高止まりをしているだけではなく、軒並み上昇と言うか急騰に近い動きになってきた。足許、さすがに 4 月入り後は頭打ち感があるが、3 月までの上昇は相当な勢いであったことは皆さんご承知のとおりである。この結果、図表 35 の輸入物価についてご覧頂くと、例えば 3 か月前比で見ると、4.1% の上昇ということで相当な上昇になっている。中身をご覧頂いても金属・同製品これは非鉄、鉄辺りが中心だが上昇が非常に大きい。原油以上に大きいということである。次に図表 36 は国内の商品指数だが、これも基本的には同じであり、3 月まで相当な勢いで上昇した。主役は非鉄もそうだが、とりわけ鋼材の上昇が顕著であっ

た。こちらもただ、4月入り後はさすがにちょっと頭打ち感があるという状況かと思っている。図表37でそのC G P Iだが、C G P Iをご覧頂くと、3か月前比で見て2月が+0.5%であったものが3月+0.6%である。これだけ見るとそんなに大したことはないように見える訳だが、グラフをご覧頂くと、実は2月までは白いところ、これは主に米の上昇だが米価の上昇が全体を押し上げていた。ところが3月は米価が卸売段階で反落しているの、むしろ米は全体を下に引っ張っている。米を抜いてみると3か月前比、2月が+0.4%位。3月が+0.8%位であるので、かなり駆け上がったということがお分かり頂けると思う。上がっているのは一つはこの点々のところ、為替・海外市況連動型、石油、非鉄だが、それ以上に縦線の鉄鋼・建材関係が上がっており、これには鉄鋼だけではなく金属製品辺りの上昇もかなり影響している。図表38をご覧頂いて、需要段階別にどうであったかということだが、今月の特徴は実は中間財への波及である。素原材料は3か月前比で見ると伸び率が少し鈍化している。これは実はスクラップの値段がもう3月から反落していることが影響している訳だが、ご覧のとおり中間財のところはかなりの上昇になっている。それから最終財は確かに低下幅はかなり縮小してきているが、これは必ずしも素原材料からの波及というよりは、どちらかと言うと需給要因等を中心とする機械類の下落幅低下が影響している。ご承知のとおり電子部品の需給がタイトなのでなかなか電気機器の価格が下がりにくいとか、一般機械でも同様なことが起こっているし、それからこれも前から申し上げてきていることだが、白物家電等については、メーカーサイドの価格戦略が変わってきていて、高機能を付けて値段を下げないということをやっているものだから、そういうことの影響の方が大きいと取り敢えず見ている。併せて、前から申し上げているような交易条件の悪化幅はそれ程大きくないとか、それからユニット・レーバー・コストが低下しているといったことを考えると、依然として川下、とりわけ消費者物価段階への波及はそれ程大きくないという判断は変えていないが、ちょっと気になる動きがない訳ではないということをお知らせしておくと、一つは先程申し上げた中間財への波及がちょっと思っ

たより早い。中間財も、金属製品で例えば、鉄骨——これは実は採っていないのだが——みたいなものであればこれは言ってみれば相当川上で、中間財と言ってもほとんどこれは原材料に近いところにある訳だが、実は今回上がっているものを見ると、ボルト、ナット、金網などというものが上がっていてこれは中間財と言っても広くて、どちらかと言うと、割と最終財に近い中間財である。その辺が3月段階で上がっているというのはちょっと早いなという感じがある。それから併せて先程、主に需給だと申し上げたが、工作機械などでも値戻しの動き——先般、支店長会議の報告でもあった——がある。私共の理解では、これは需給である。需給がタイトで納期が遅れる位になっているので値段を上げられるのだと思うが、業者はこれを原材料価格が上昇したせいだと言っている。恐らく顧客に対してそのように説明しているということだと思うので、こういった動きがもう少し広がってくると最終財に関しても思ったよりも影響が出てくる可能性があるので、この辺、もう少し注視して見ていく必要があると思っている。最後に図表39、CSP Iが昨日出ているが、こちらについては前年比で見て頂いて総平均が-0.6%、国内需給-1.2%ということであり、ほとんど変化がない。以上申し上げたように、いわゆる閏年プラス2月に日曜日が5回もあるという異例の曜日構成によってどうしても季節調整済みの数字が読みにくくなっているが、生産指数でご覧頂いたように、やはり均して見れば景気の回復基調は続いている。1~3月は恐らくなにかが減速したうえで、むしろ4~6月はそれなりの成長が続くということが数字に表われているのではないかと思っている。併せて、ただ今申し上げたように川上の素材価格上昇の波及が川下にどう出てくるかということをもう少し注意深く見ていく必要がある、このように思っている。私の説明は以上である。

福井議長

お尋ねがあればどうぞ。

岩田副総裁

一点お伺いしたいのだが、消費なのだが、やはりトレンドがよく分からないところがあるのだが、包括指数というのは生産面と両方入っていたのだったか。

早川調査統計局長

然り。両方入っている。

岩田副総裁

両方入っていて、例えば図を見ると結構伸びているのだが、1~2月平均するとどの位か。前期と比べて。

早川調査統計局長

0.9%か。

門間調査統計局参事役

然り。

岩田副総裁

0.9%か。

門間調査統計局参事役

年率にする前である。

早川調査統計局長

前月比であるが。ただし、これは数字が3月の数字が入っていないので恐らくもっと下がってくるはずである。

岩田副総裁

0.9%か。そうか。

早川調査統計局長

下がってくるはずである。

岩田副総裁

前期の実質の消費が確か+0.9%である。であるから包括指数も今のところで見ると限りでは…。

山本理事

0.7%である。

早川調査統計局長

0.7%だったか。

岩田副総裁

0.7%か。

山本理事

少し減速という感じである。

岩田副総裁

そうか。それから供給指数というのは、これはマイナスなのか。

早川調査統計局長

これは厳密には分からない。と言うのは輸入と合わせてみなければいけないが、先程出た生産の統計を見ると消費財出荷は耐久材・非耐久財ともにマイナスになっているので、多分ここで輸出入を調整して総供給が出て

くるので、恐らくはマイナスだと思う。正直言って、繰り返しになるが、非常に季節調整で分かりにくくなっている。変な話をすると、先程、経産省の資料を見ていたら、技術的に申し上げるとデフォルトと言ってほとんど何も考えない季節調整、曜日などあまり考えない単純な季節調整を見たら、生産が去年の第4四半期+3.5%、今年の第1四半期は+2.7%、出荷は+3.8%、次に+1.9%という何も考えない方がむしろ何となく自然である。

福井議長

実感にあっている。

早川調査統計局長

閏年は元々4年に1回でそれに加えてその閏年の2月に日曜日が5回もあるなどということは滅多に起こらないところに季節調整を掛けると上手くいかないということはどうしても起こっていて、かえってこういう時は単純な方がもっともらしい。

岩田副総裁

もう一点。前回もちょっと申し上げたが、住宅について、私はローン減税とか団塊第二世代の購入とかで、幾らか出始めているのかなという感触をどこか持っているのだが、この図を見ると若干持ち直しているように思う。これも消費と同じで上がったたり下がったりでよく分からないのだが。

早川調査統計局長

微妙なところである。正直言ってずっと大まかに言って年率110万戸台で推移してきたものが、12月、1月と120万戸台になって2月は少し落ちたが、これが120万戸台に乗っていくような動きなのか、あくまで110万戸台の小さな動きなのかまだ判断をし兼ねているところである。必ずしも業界の声を聞いても強気一辺倒ではない。一部むしろマンションの値段が

下がっているという議論もあるし、なかなか現時点で良くなったとまではまだ言い切れない。ただ、他方でおっしゃるように少し色々な意味で地価の状況も変わってきているので、変化はあるかもしれない。もう少し見極めたいと思う。

福井議長

他に宜しいか。では金融環境について白川理事と山口企画室審議役、お願いします。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

山口企画室審議役

それではお手許に資料5の（参考計表）があろうかと思うのでそれに沿ってご説明したいと思う。まず、図表1、クレジット関連、(1)の銀行貸出の部分だが、3月は前年比-1.6%である。2月-1.7%であったので、微妙ではあるがマイナス幅が縮小したということである。1~3月を均して見ても前年比-1.8%なので、10~12月-1.9%に比べて同じような形でマイナス幅が圧縮された。トレンドについては、これまで申し上げてきたとおり、銀行が少しずつ貸出の量を増やすという方向に軸足を傾けており、そういう中で前年比のマイナス幅が少しずつ縮まるということを申し上げてきたが、この3月を見ても、それから1~3月を通して見ても、そうした傾向が維持されている状況である。なお、業態別に見て地銀Ⅱだが、3月は-0.8%ということで大きめにマイナス幅が縮小している。昨年、地銀Ⅱの合併、営業譲渡があってその関係で他業態に預金、貸出がシフトしたという動きがあった訳だが、今年はその裏が出るという形でマイナス幅が縮まっている。(2)の民間部門総資金調達であるが、貸出と同じ流れであり、3月は-2.4%で前年比マイナス幅は縮まっている。1~3月を均して見た場合の動きは、ほぼ10~12月と横這いということだが、トレンドは、これまで申し上げてきたような形でジワジワとマイナスが縮まるという動きが続いていると見て良いかと思っている。次に図表2の資本市場

調達関係である。まずCP・社債の発行段階の信用スプレッドだが、4月は、シャドーの掛かったところだがご覧のようなことであり、CPのA1格それからA2格ともにスプレッドが縮小するということである。社債についてもAA格、それからA格ともに同じような動きである。この表には載せていないが、非常に緩和された発行環境であったエンロン以前の2001年の第3四半期と比較しても、それを下回るような信用スプレッドになってきている。それから公募社債の発行額だが、4月は4,600億円程度である。3月に比べて発行量は伸びてきている。昨年第4四半期が4,100億円ちょっとということだったので、それをも上回るようなところまできている。その間、相対的に信用度の落ちるBBB格の発行額についても800億円弱というようなことなので、これもそこそこの発行が続いている状態である。それから転換社債についても4月は1,750億円で、今年第1四半期が1,500億円ちょっとであったから、それを多少上回るような形での発行が続いている状況である。今度は図表3、(3)のCPの発行残高だが、グラフをご覧頂くとお分かりのとおり、3月は前年比がほぼゼロ、正確に申し上げると前年比+0.5%である。2月が+3.5%であったので、伸び率が縮小したということである。グラフを一見してお分かりのとおり、昨年夏頃をピークにしてCPの発行残高の伸びは低下傾向を続けている訳である。背景としてどのようなことが考えられるかだが、二つ、三つあるかと思う。一つは、企業、特に大企業——CP発行ということになると大企業が中心になる——では、潤沢な手許資金をバックに置いているため、短期の資金需要が弱い、これが一つである。もう一つは、発行環境が総じて良好な中、企業の発行態度としても必要最小限の発行にとどめておこう、このようなスタンスが徹底しているというのが二つ目である。それから三つ目は、昨年夏場に掛けてABCの発行がかなり出た訳だが、それが時とともに落ち着いてきていることである。これらを背景に置きながら、昨年夏以降、CP発行の伸びが低下トレンドを辿っているということである。次に社債の発行残高だが、これはCPの動きとは逆であり、2月は前年比+1.2%だったが、3月は+1.6%ということで伸び率を高めている。短期

の資金ニーズとは反対に、長期の資金ニーズについては幾分それが強まるという動きが見られている。それから最後がエクイティ絡みだが、4月は2,000億円ちょっとである。これまでに判明している案件を集計したもののだが、引き続き堅調に推移している。図表4は金融市場局のローン・サーベイの結果である。まず、(1)の資金需要判断だが、第1四半期は、シャドーの掛かったところをご覧頂くと-12%ポイントである。昨年(2000年)の第4四半期に掛けては資金需要が、多少オーバーに言えば急ピッチで回復してきた感じだった訳だが、それが-12%ポイントとやや大きめに後退した格好になっている。これは大企業、中小企業いずれについても同じ方向の動きである。個人向けについても第4四半期の16%ポイントに対して第1四半期は7%ポイントということであり、同様に下向き方向になってきている。正直言って、背景は今の段階ではよく分からない。ちょっと意外だというのが率直な印象である。ただ、業態別に見てみると、企業向け資金需要の判断を後退させているのは地域金融機関が中心である。従って、中小企業辺りについて都銀等の貸出攻勢と言うか、貸出姿勢が前向き化しているの、それに多少やられてしまった地銀辺りの見方が弱気化しているのかもしれない。それから個人については、住宅ローンの住宅金融公庫からの振り替りが少しずつペースダウンしてきており、住宅ローンの増加幅が縮まるということになっている。この辺りが効いているのかもしれない。次に、企業向けの貸出運営スタンスだが、これは資金需要程ドラスティックな変化はなく、ほぼ横這いである。大企業向け、中小企業向けともに同じように言えると思う。それから計数は載せていないが、国民金融公庫の1~3月の数字が出ている。金融機関の貸出態度については10~12月-15.8%ポイントの後、1~3月は-12.7%ポイントで、引き続き水面下ではあるが企業から見ての金融機関の貸出態度は緩む方向での推移となっている。それから、企業の資金繰り判断についても10~12月-28.2%ポイントの後、-26.9%ポイントという形であり、引き続き緩むということになっている。比較的小規模な企業を調査対象としている国民金融公庫においても、今申し上げたような金融機関の貸出態度判断であり、企業の

資金繰り判断である。次に図表5だが、(1)は企業の債務残高対売上高比率であり、太い実線が非製造業、それから細い実線が製造業である。一見してお分かりのとおり、93年をピークにして比率は下降トレンドを辿っている。特に製造業については、バブル前の水準を下回るところまで低下している。それから短観の結果だが、有利子負債残高の先行きに対する見方を、製造業、非製造業に分けてプロットしている。業種、規模を問わず先行きは有利子負債残高を減らすという構えである。ただ、非製造業の大企業については、ご覧のように引き続き減らす度合いが大きくなっている。過去との比較ということと言うと、2000年に掛けて収益が回復する中で、返済圧力が高まった訳だが、今回は収益が回復する中であっても、そのような形で特に返済圧力が高まるということは見られない。裏を返せば企業の債務返済は、そこそこ進捗してきているということかもしれない。次に図表6はマネー関連である。まず、(1)のマネタリーベースだが、4月は+6.5%ということで一桁の伸びにとどまった。日銀券が前年比+1.5%である。3月+1.7%の後伸び率が縮まり、日銀当預の方も+20%の伸びにとどまった。なお、4月の数字は26日までの平残である。(2)の銀行券の方だが、このグラフをご覧頂ければ、7日間の移動平均前年比は折れ線グラフである。前回もご説明したが、3月末に掛けて前年比が大きく低下するということだったが、その後やや回復している。それでも直近の7日間の前年比は+1.6%ということである。先程、金融市場局長の方からゴールデン・ウィークの曜日構成について、日並びが良いという指摘があったが、その辺がどう影響するか。前回もご説明したように銀行券については、季節パターンが失われるといったことが続いている訳だが、そうした動きと今年のゴールデン・ウィークの曜日構成が良いということの綱引きの結果として、実際の銀行券の伸びがどうなるか注目したい。それから、マネーサプライだが3月は+1.9%である。1~3月を通して+1.7%なので、伸び率が高まるということである。企業の余資がCDを中心にして流入しているようである。私の方からの計数の説明は以上である。今回は、貸出について今まで申し上げてきたトレンドが続いているということが、3月

の計数を見て改めて確認された。それから資本市場調達絡みでは、長めの資金需要の見合いという形で少し前向きの発行が行われるような感じが続いている。また、企業の有利子負債の返済状況については返済圧力が多少低下するといったニュアンスが出てきている。私は以上である。

福井議長

お尋ねがあればどうぞ。

須田委員

一点だけ宜しいか。先程の貸出の方のアンケート調査で2003年度の第1四半期もかなり落ちているが、第1四半期にはそういった季節的な要因というのはあるのか。

山口企画室審議役

ひょっとするとそれはあるかもしれない。そういう意味では第2四半期がどうなるかというのを見てみたいと思っている。先程も意外だということも申し上げたが、要因としては、特に地域金融機関——地銀、第二地銀——、この辺りの受止め方が反映されているのではないかと見ている。ただ、おっしゃられたような、ある種の季節的なパターンもあるかもしれないので、今後の動きを見ていきたいと思う。

白川理事

一点補足だが、これのアンケート先は50先である。回答数の多い地域金融機関——これは50先中36先なのだが——、どうしても単純平均であるからやはりそこに数としては引きずられる訳である。そういう意味で仮に、残高で加重平均してみると、こういうふうな鋭角的な落ち込みではなくて横這いという感じにはなる。ただ、いずれにせよこのサーベイデータは単純に平均するところに良さがある訳であるから、計数は勿論、そういう目で見たいと思うが、多分、最近の資金需要の動きが不動産、ノン

バンクとか、あるいは一部製造業、あるいは都市部集中ということがあるのだろうということと、それから先程の都銀の浸食ということかなとも思うが、事実を今後よく見ていこうと思う。

植田委員

細かいことを言えば、でもその動きは1年位続いている訳であろう。実態として。

白川理事

然り。

植田委員

であるからこのデータ上のウエイト付けたものと、そのままのものの乖離は今回の四半期だけであろう、資料を見ると。そうでもないのか。

白川理事

いや、おっしゃられるようなことでもない。例えば、これは先程の季節性とも関連するが、1年前も若干そういうことがあった。ただ、あまりそういう特殊要因を強調するつもりもないのだが、色々な可能性を一応、両方の可能性を見て、意識しながら見ていく必要があるかなということ、先程の山口企画室審議役の説明と同じである。

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

先程のアメリカで中立的な実質短期金利ということを知ったのだが、日本ではどの位に見ておられるか。テイラー・ルールで言うと短期の名目自然利子率ということになる訳だが。

白川理事

先程、自然利子率に関するご質問がアメリカのコンテキストであったが、例えば、私自身が幾つか出席している主要国中央銀行の金融政策の担当者の会議でそういう議論というのは時々行われる訳だが、やはり自然利子率の推計は相当な幅があるという感じである。そういう意味で「ザ・自然利子率」という感じで数字が共有されているかと言うと、そうではないという気はする。一定の計算方法でやるとこういう数字が出るという意味では勿論あるが。日本の場合、この自然利子率について以前企画室でレポートを纏めて対外公表したものもあるが、しかしこれも相当に幅があるなという感じがあるもので、点推定として幾らであるというふうに言うのはやはりちょっと自信がないなという感じがする。テイラー・ルールでいった場合、このメンバーの中でも需給ギャップを何で測るか、生産関数アプローチでいくのか、そういう方法もあるし、それから短観DIでいくという方法もあるし、色々な方法があって、ある意味では「お好み」に応じて出せるというところがある訳である。そういう意味で私自身は、これは別に意味がないという意味ではなくて、相対的に幅があるのだらうなという気がする。

岩田副総裁

私もまさにそうだが、過去に公表したものはあるか。

白川理事

自然利子率についてはある。

岩田副総裁

その時はどの位の数字を使ったのか。

白川理事

自然利子率は每期每期変動していくということで、そういう意味でこの期の自然利子率というそういう感じで一本の自然利子率ではなくて、ずっとこう変動しているということである。

岩田副総裁

時間変動か。

白川理事

然り。

山口企画室審議役

多少マイナスが付くようなこともあった。

白川理事

あった。

岩田副総裁

マイナスの時期もあったということか。

白川理事

然り。これは確か去年の……。

山口企画室審議役

一昨年のものである。

白川理事

一昨年の暮れだったか、公表したのは。

岩田副総裁

分かった。

福井議長

宜しいのか。

岩田副総裁

結構である。本当は知りたいのだが結構である。

植田委員

ディスカッションで決めるような話ではない。

白川理事

そうだと思う。それは皆さん方がそこをどういうふうに判断するかということだと思う。

福井議長

他にあるか。次は経済・物価情勢の展望に関する原案の説明をお願いします。

5. 「経済・物価情勢の展望」についての説明

山口企画室審議役

それでは、お手許の2ページ辺りを見て頂きたい。横棒が引いてあり、いわば見え消しのスタイルになっているので、既にお配りした段階から何が変わったかということをお最初に説明したいと思う。まず、1ページの終わりから2ページに掛けてである。ここは国内企業物価についての記述

なのだが、「国内企業物価は」というところから次のページに掛けて、当初「本年度は」以下は点線であったが、お手許に既にお配りしているとおり、2004年度の企業物価についての政策委員の大勢見通しが+0.1～+0.3%、中央値で+0.2%ということであったので、それを念頭に置いて「前年比若干のプラスとなる可能性が高い」という記述にしている。それからその下の方、「本年度の消費者物価指数」についても中央値で-0.2%、レンジで見ても-0.2～-0.1%ということだったので、それを踏まえて「基調的には依然小幅の下落が続くと予想される」と、このようにしている。それから4ページで、金融緩和のフレームワークがどのようなルートを通じて経済活動をサポートするかという記述についてだが、当初、「物価に対する市場の予想が落ち着いている限り」と書いていたが、これはあたかも消費者物価指数が前年比マイナスであるという状態が続く限り、というようにも読めてしまうので、そこを削除し、「前述のような約束を通じて、先行きの金利予想の安定が維持され」云々という書き方に直したものである。なお、非常に細かい話ではあるが、お配りしてある資料では「前述のような約束を通じて」の後に点が付いているが、この点は要らないので、「前述のような約束を通じて先行きの金利予想の安定が維持され」というふうに続けてしまいたいと思っている。今、申し上げたような手直しを受けて、背景説明の方も当然のことながら変えている。ご参考までだが、まず8ページである。「本年度の国内企業物価は、前年比若干のプラスとなる可能性が高い」と修正している。それから9ページで、消費者物価の記述についても手直ししている。最後15ページだが、ここでは、先程の金融緩和の効果との関係で「物価に対する市場の予想が」云々というところを削除した。それを踏まえて前後と次のパラグラフの方を基本的見解に合わせて修正している。さらにちょっと細くなるが、8ページのGDPデフレーターに関する注書きについて、内閣府等の意見も踏まえて少し書き方を改めた部分がある。以上が既にお配りした資料との関係での修正点である。では、それらを前提に、今回の展望レポートについて、10月の展望レポートと比較して形式的な面と中身の面、それぞれに関し特に変わっ

ているところを説明したい。まず、形式に絡むところを幾つかご説明しておく、最初にタイトルである。従来は「経済・物価の将来展望とリスク評価」ということにしていた。それを今回からは「経済・物価情勢の展望」と改めている。これは既にお読み頂いているのでお分かりと思うが、従来のリスク評価という部分を、今回は上振れ・下振れ要因に変えているので、それとの関連でタイトルの方からもリスク評価という言葉をととした方が良く考えた。それから将来展望という言葉も、実は展望自体将来を含意しているので、すっきりと展望だけにした。そうすると経済・物価の展望となってしまうと、ちょっと寂しいということで情勢を付け加えたということである。これが今回のタイトル修正の事情である。また、細かいところであるが、「経済・物価情勢の『2004年度見通し』」としているが、ここは従来は、標準シナリオと書いていたところである。標準シナリオという書き方にすると、日本銀行が望ましいと考えるシナリオというように世の中から受止められてしまう可能性もあるので、その点を踏まえてすっきりと「2004年度見通し」と、このようにした。もう一つは2ページである。これは先程ご説明した部分だが、従来はリスク評価としていたところを「上振れ・下振れ要因」に改めている。リスク評価とすると、語感として既に下振れ要素を含んでいる感じになりがちであるし、また定量的な評価も行うとの印象も与えがちなので、ここは上振れの要因と下振れの要因を定性的に記述するということをはっきりさせるためにも、このような形の表現が良いのではないかと判断した。内容に関わる部分は既にご承知のところであるので、極く極く簡単にご説明する。まず1ページの冒頭のパラグラフだが、今の経済情勢、景気情勢をどう見るかについて、冒頭の3行程で、「わが国経済は、昨年後半以降」と書いて「景気は緩やかな回復を続けた」という記述にしている。それから「本年度も」からの部分は先行きということになるが、「前向きな循環が次第に強まるもとで、景気は回復を続けると予想される」というようにしてある。それらの動きを踏まえて、昨年10月の展望レポートで示した標準シナリオとの比較については、「総じて上振れて推移していると考えられる」との評価にしている。

それから、2ページから3ページ、上振れ・下振れ要因全体に絡むところだが、ここに載せているファクターは四つで、基本的に10月の展望レポートと変わっていない。ただ、記載の順番として従来、不良債権処理あるいは金融システムに関する部分は三番目に書いていたが、これを四番目に落としている。実態的にも大分不良債権処理が進捗しつつあることを踏まえて、これが下振れの要素として働く可能性はこれまでに比べて低下しているのではないかと、こういったことを頭に置いて、順序の問題ではあるが四番目に置いた。3ページの下の方、デフレ克服の展望と金融政策運営のパートだが、このパートの二つ目のパラグラフ、「こうしたもとの」から始まる中程に「今後」と始めて「景気回復の動きがさらに確かなものとなっていけば」、「デフレ克服の可能性が高まっていくと考えられる」というようにこれまでの書き方に比べると少し踏み込んだ形にしている。私の方からの説明は以上である。

福井議長

ご質問があればどうぞ。内容的なことは後で議論をしたいと思うので、それ以外の質問、説明者の説明振りについて取り敢えず宜しいか。ではちょっと早いのだが、一回ここでコーヒーブレイクを取らせて頂く。

(午前10時25分中断、午前10時35分再開)

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

それでは審議を再開したいと思う。金融経済情勢と金融政策の運営方針に関する討議に入りたい。議論の進め方だが、いつものとおり、まず情勢と政策運営の両方について、一纏めでご発言頂きたい。展望レポートの公表もあるので、やや長めの視点を踏まえた経済情勢の見解、それから展望レポートそのものについての意見も併せてお願いしたい。いつも5分だが、今日は7分強、強というのは極く僅かな強ということでお願いしたい。須

田委員、田谷委員、植田委員、春委員、武藤委員、岩田委員、福間委員、中原委員の順でご発言頂く。最初に須田委員からお願いしたい。

須田委員

まず、金融経済情勢についてだが、前回会合以降予想外の指標が幾つか内外で発表されたが、4月の月報の総括判断、つまり「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」という判断を変えなければならないようなものはなかったと認識している。以下、前回会合以降で私が特に関心を持った点に限って、簡単に幾つか述べておきたいと思う。まず海外経済についてだが、米国では月初の雇用統計に続き、小売売上高、消費者物価指数など予想外の強い数字が発表され、それに続いてグリーンズパン議長の議会証言があって、金融政策の変更を巡る議論に、より一層注目が集まるようになってきている。それは金利や株価への影響を通じて、世界景気の回復に悪影響を与える可能性がある。とりわけ対外債務が大きく経済状況が脆弱なブラジルやトルコなどの国にはその影響が強くなる可能性があるので注視しておきたいと思う。また、中国について、これまでの引き締め政策にもかかわらず、固定資産投資の増勢が幾分増しており、政府が過熱部分に適切に対応できるのか懸念している。国内経済については、注目点の一つは国際商品市況がなお強含みで推移している中、3月の国内企業物価の上昇が予想外に高かったことである。内外需給環境が改善してきたもとの、川上から川中への波及は明確になってきたが、最終財への波及は依然として限定的である。また消費者物価への波及の程度については、展望レポートで示されているように限定的と捉えているが、そうであるならば他方で雇用・所得面や企業収益にマイナスの影響が及ぶので、いずれにせよこの点、今後とも注意深く見ておきたいと思う。もう一つは計数上、1月に続き2月も良かった個人消費関連において、季節調整替えによる計数の下方修正が見られたことである。前回の決定会合で閏年問題と季節調整に問題があるため、消費財総供給は悪化しているもとの消費の強さについての判断はもう少し時間を掛けて行う必要がある

ると述べたが、その思いを強くしている。もっとも消費者マインドは改善しているの、そのことと併せて消費の強さの程度を判断するのはもう少し待ちたいと思っている。

次に展望レポートについてだが、「2004年度見通し」のうち、海外経済や輸出・生産・企業収益の見通しについては、これで良いと思う。設備投資についても、企業の設備投資は製造業を中心に増加傾向を続けるということ、つまり、非製造業の設備投資は製造業に比べて弱めの回復にとどまるという姿を展望している、ということであるが、私もそのように考えている。物価の見通しについても「2004年度見通し」のとおりである。ただ一点、生産や企業収益の増加から雇用・所得面へ、そして消費への波及効果については、この波及効果が景気を見通すうえで非常に重要だと考えているため、気になっている。私は雇用・所得への波及効果については、派遣労働者の台頭などによる構造的な賃金押し下げ要因がある中で、雇用者所得がまだ完全に下げ止まったとは言えないということ、ボーナスについてもここでの見通しは前年比ゼロを想定しているが、プラス・マイナス両方の見通しが出てきているし、素原材料価格の高騰が人件費抑制に働く可能性があることなどを踏まえると、その波及効果についての判断はもう少し様子を見てからにしたいと考えている。消費への波及効果についても同様である。従ってこの見通しよりも僅かに慎重に見ているということだと思う。もっとも、基本的見解での書き振りは、「生産活動や企業収益の増加の好影響は、雇用・所得面や資産価格の変化を通じて家計部門にも及んでいく可能性がある」ということであり、また背景説明では、「生産活動や企業収益増加の家計部門への波及は緩やかであるとみられる」、ということであるし、また「個人消費は緩やかな回復に向かう」ということであり、非製造業の投資までの波及効果を明示的に示していないことなどから、波及の程度の判断にそれ程違いがあるようにも思えない。私も景気回復は徐々に強まっていくと考えているが、波及効果の広がりや強さという点から判断すると、今年度の波及効果をこの程度に想定するのであれば、私の判断では「緩やかな回復」の範囲内だということになる。景気回復の

スピードという面でも、昨年10月の展望レポートで描いた2004年度の風速と同程度の風速を想定をしている。もっとも2003年度の下半期に上振れたので、その分を反映するだけで、数字のうえでは前回の想定よりも上振れることになる。

緩やかかどうかの判断は主観的な部分もあるので、ここで「緩やかな回復」とすることが望ましいと言っている訳ではなく、私の判断を述べさせて頂いただけである。ただ、前回の展望レポートの基本的見解と比較した時に、単に文章表現上の理由で誤って受取られることがないかが気掛かりな点である。具体的には、今回の展望レポートでは、10月までの展望レポートにあった、「ただし、過剰債務や過剰雇用などの構造的な制約要因が残存するとみられるため、先行きの景気の回復テンポは緩やかなものにとどまる可能性が高い」という一文が削除されたことについてである。これが、市場等に、日本銀行は構造問題が解決し、景気回復のステージがワンランク・アップしたとの判断を下した、と捉えられることを懸念している。通常、経済が連続的にしか変化しない中で、こうした発表文における表現の変更はなかなか難しいものがある。ただ、言葉尻のみを捉えて過剰に反応する人々がいることも事実である。本日は基本的見解の部分しか公表されないこと、また月報表現との関連に注目している人がいることも考えると尚更である。

今回の見通しでは、2004年度中のデフレ克服は無理であるが、その先、景気回復の動きがさらに確かなものになっていけば、デフレ克服の可能性が高まっていく、として、デフレ克服の見通しも示している。つまり、デフレ克服にはもう少し景気が確かになるまでの時間が必要であるとの見方である。この見通しとの関係で、今年度の景気について日本銀行の見方が非常に強いという印象を持たれると、なぜ物価の見通しはまだデフレなのか、意図的にマイナスにしているのではないかと捉えられかねない。消費者物価がプラスにならないと想定しているのは、現在の需給ギャップの水準がなお大きめだと捉えているからである。実際、失業率はまだ高いし、設備稼働率についても2000年程度には回復しているが、96～97年のピー

クよりも低く、80年代に溯ると、景気の谷の時の稼働率の程度である。そのもとで、2003年度下期には想定以上に経済が成長したものの、結果的には需給ギャップは縮小していないということも対外説明を難しくしている点である。要するに文章が独り歩きしないように、対外説明を丁寧にすることが非常に重要だということである。構造問題については、構造的な制約要因は残存しているが、これについての記述は文中に散りばめられていること、また回復のテンポについては、背景説明にあるように、「景気拡大のテンポが目立って加速するまでには至らない」ということ、あるいは、日本銀行の判断はこれまで徐々に強まっているが、ここにきて認識が大きく変化した訳ではない、といった説明を行い、市場が必要以上に時間軸を短くするような誤解をしないようにすべきであると思う。

上振れ・下振れ要因については、基本的に異存はないが、海外経済について明示的に示されていないが注目している点について補足しておく、原油価格をはじめとした国際商品市況の動向や、先程述べたように米国の低金利政策の変更を巡る議論が与える影響は気になる。中国経済については、過熱部分だけでなく農業問題を含め全体として経済をコントロールできるのか、巨大な国だけに中央政府のガバナビリティが気になる。

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

福井議長

次、田谷委員お願いします。

田谷委員

最初に前回会合以降の金融経済情勢の変化点、次に展望レポートについて、そして最後に政策対応についてコメントする。

まず金融経済情勢に関する最大の変化点は、須田委員もおっしゃったが、先週のグリーンSPAN議長の議会証言以来、米国で利上げ観測が強まってきたことである。米国では、企業収益が拡大を続け、遅れていた雇用の改

善も確認され、企業、家計の支出が堅調となっている。そうしたもとでの3月の消費者物価指数の動きは、心配されていたディスインフレ傾向が多分過去のものとなった、といった認識に結び付く要因になったものと考えられる。先物金利は夏までにも利上げがあることを織り込んでいる。米国長期金利は上昇し、ドルも堅調となっているし、新興諸国の金融情勢にも影響が若干出始めている。しかし、今のところそれらの影響は限定的である。米国における雇用・物価情勢についてはまだ見極めが必要であること、従って、仮に米国の利上げがあるにしても、いつからどの位の利上げになるかは不透明なことなどがあり、米国を中心とした世界的な金融経済情勢の潮目の変化がきたのか、あるいは近々くるのかは不透明である。この点が、ここ暫くの最大の関心事だと思う。それ以外では、この点も須田委員が今お触れになられた点だが、中国の経済情勢に注目が集まっている。第1四半期の成長率が前年同期比10%近くになったし、特に固定資産投資の伸びが維持可能な程度を越えているようだ。昨年夏以降の金融引き締め動きが今後どうなるのか、またその効果がどう出てくるかが注目点である。ただ、これまでがそうであったように、引き締め効果は短期的には出にくいのではないかと思う。その結果、長期的にはともかく、短期的には中国経済の大幅な成長鈍化は見通しにくいと考えている。国内経済情勢については、先日の支店長会議においても北海道を除いて景気回復の動きが地方へも波及してきていることが確認できた。また、最近の——先程調統局長のご説明にもあったように——中小企業動向調査その他から景気回復の動きが製造業大企業から非製造業や中小企業へも広がりを見せつつあることが観察される。雇用・所得情勢の改善はまだ目に見える形には必ずしもなっていないが、来年度の新卒者採用などは好調のようである。全体としては、国内景気の動きは時間の経過とともに良い方向に動いているように思う。ここで、展望レポートについて若干コメントしたいと思う。現在の成長率見通しは、昨年10月の見通しと比べると若干上振れている。強めに見たつもりであったが、輸出と消費が予想以上に強いようだ。私は今年度の成長率は3%を超えると見ているが、支出項目別に言うと、平均的

見方に対して、多分僅かずつだが、住宅投資と設備投資は強めに、公共投資と輸入については弱めに見ていると思う。企業物価指数の変化率については、川上における物価上昇の波及を考え若干のプラスとした。消費者物価指数変化率については、僅かながらマイナスにとどまると考えた。この関連では、以下の点を考慮した。第一に、需給ギャップの縮小程度を幾つか試算し、それらの物価変化率への影響について、展望レポートの図表7を参考にしながら考えた。第二に、前年度中に消費者物価を一時的に変化させた幾つかの特殊要因が、今年度どうなるかを考慮した。第三に、川上から川中へ、そして川下へと、素原材料価格上昇の波及は限定的かもしれないが、全くない訳でもないであろうと考えた。レポートの字句についてのコメントは後程させて頂く。今お聞きしていると、須田委員と幾つかの点で認識がちょっと違うかなと思うので、後程議論させて頂きたいと思う。最後に、政策についてであるが、現状を維持することが適当と思う。マネーマーケットの金利は低位で安定している。F Bレートは、0.01%を超えるところでは需要が強い状態が続いているし、他の金利への波及は依然として見られない。また、長期金利、株価、円相場は落ち着いた展開となっている。イールド・カーブは、微細に見ればスティープ化しているが問題はないであろう。株式市場で信用買残や裁定買残の高まりを指摘する動きもあるが、2000年初めの水準などと比べれば、極端に高いとも言えないように思う。銀行株はボラティリティが高くなっているが、一頃に比べて水準の切り上がったところにあり、特段問題はないと思う。円相場は、ドルの買い戻しの動きを受けて、円高圧力が緩和した状態となっているようである。企業金融面では、緩やかながら改善方向での動きが続いている。銀行貸出の減少率は緩やかに縮小しているし、企業から見た金融機関の貸出態度の改善が続いている。C P・社債の発行あるいはエクイティ・ファイナンスの環境は良好である。以上、国内の金融・資本市場は落ち着いた状況にあるが、最初に触れたように、米国の金融政策と資本市場の動きを注視したいと思う。以上である。

福井議長

植田委員、お願いします。

植田委員

全体感だが、今年入り以降の海外経済の、ある種予想を上回る強さもあって、第1四半期の減速の程度は思っていた程ではないのでは、と言おうとしていたのだが、今朝の生産と消費のデータを見て、数字上は今のベスト・ゲスとしては、第1四半期、年率2~3%の成長度合いがせいぜい位かなと思った。と言うことは、ここ1~2か月見ていた程度のメインシナリオ内での動きであったと思うが、昨年10月の展望レポートで見ていた線からすると、去年の第4四半期、今年の第1四半期は上振れたということで、そのレポート対比では、その分が今年度へのゲタとして残されたということかと思う。そのうえで足許の状況は、今年度の前半について、まあまあ良い滑り出しとなりそうだ、従って経済は暫く大丈夫そうだ、というふうなことかと思うが、様々なリスク要因も残っているということもあって、このまま展望レポートのメインシナリオどおり年度末を迎えられるかどうか、あるいは来年度へ掛けて良い展望が描けるようになるか、まだまだ不透明ということだと思う。ただ、そういう中でも、アップサイドのリスク要因もそこそこ出てきているということかと思う。須田委員、田谷委員と若干重複するが、海外経済については、こここのところ強いデータが出ている。中国の、第1四半期のGDPを中心とする過熱気味のデータの結果は、大体予想どおりであったということかと思う。一方、アメリカの設備投資関連データの広がりとか、若干ディスインフレ傾向に打ち止めの気配が見えること等は、やや予想より強めの動きであったかと思う。そういう中で、先程申し上げたように、昨年10月のレポート比、日本経済はやや昨年度中は上振れ、来年度へのゲタが大きくなったということだが、これが、言うまでもないことだが、どれ位の波及効果を持つのかという点が一つの焦点かと思う。第1四半期を見る限り、雇用者所得が下げ止まったという感じはまだはっきりとは見えないということだが、他方、設備投

資については、ある程度の動きが続いている。しかしそれもキャッシュ・フロー対比では、まだかなり下を走っているということだと思う。要するに、企業サイドの色々な意味でのリストラの動きはまだ続いているということかと思う。これは、雇用・所得面では、賃金が下落傾向を続けている、あるいは雇用そのものでもパートタイマーの活用の動きがまだ止まっていないということに表われているし、金融面では先程の貸出サーベイにもあったように、弱まりつつあるとは言え、いわゆるデレバレッジの動きはまだ続いていて、英語で言う、リレバレッジ、ここまではいっていないということかと思う。アメリカも似たような状況にあるので、今後の動きを見るということかと思う。物価面では、これも出たようにCPIが予想比上振れ、その中にコスト・プッシュ、ダイヤモンド・プル両方の要因が入っているということで、注意深く見守りたいと思う。CPIについては、ギャップが思っていたよりも大きいから、なかなか上がっていかないという見方もあるのかもしれないが、もう一つの言い方は、ギャップに対する反応の弱さという方かと思う。この点、ここ5、6年の動きを振り返ってみると、98年末に掛けてデフレ傾向が強まっていく中で、あるいは全体として、賃金の方はもう少しギャップに対して敏感に動いてきたかと思うが、これに対してCPIの方はそれ程でもなかったという印象である。その中で、例えば98年末に掛けては賃金はかなり大幅に下がっていったのだが、物価はそれ程でも、という感じがあった訳である。この時出た一つの説明は、賃金の付加価値に占めるシェアが高い、あるいは高過ぎるということに対する是正という相対価格の動きがあったのか、という話もあったかと思う。次に99年、2000年の景気上昇過程では、思った程はデフレ傾向が止まらなかった。これに対して出てきた説明として、輸入ペネトレーション比率の上昇というようなことがあったかと思う。今回を見ていると、そうしたペネトレーション比率の上昇、あるいはそれに伴うビジネス、その背景にあるビジネスモデルの変化みたいなものが一服している。一方で、海外発の素材関連のインフレ要因があったり、国内の需要増に広がりが見られるということで、CPIのギャップに対する反応

の程度に変化が見られるかどうか注目していきたいと思う。中長期のリスク要因としては、これも複数の方がおっしゃったように、例えばアメリカの大統領選の結果も含めて、米国を取り巻く政治経済情勢の不透明さがあるし、中国のハードランディングの可能性、それから既に出たが、アメリカの金融引き締め予想が強まるにつれて世界の金融・資本市場にどのような変化、あるいはディストラクションの可能性があるかということかと思う。先進国の長期債市場は言うまでもないが、商品市況、いわば米国のモーゲージ関連のビジネス、それから一部のエマージング・マーケット辺りが要注意ということかと思うし、日本でも、仮に市場金利が先に上昇を始めた場合に、低金利に隠れていた構造問題が表面化してくるというリスクもある程度注意が必要かと思う。いずれにせよ、当面そこその成長が日本経済は続くと思うが、中国、あるいは米国で今年度後半にかなりの減速があっても日本は自律的成長が見込めるところまではまだいっていないという判断である。しかし、こうした中で、展望レポートにあるように、若干でも期待インフレ率が高まり、かつその中で名目金利の上昇がそれを下回る程度に仮にとどまるとすると、イールド・カーブの左側はほぼ必ずそうなる訳であるが、今後現行政策の緩和効果は強まっていくということかと思う。という中で、当面の金融調節は現状維持で宜しいかと思う。以上である。

福井議長

春委員、お願いします。

春委員

まず、足許の景気については、中国の1~3月のGDP、あるいはグリーンズパン議長の議会証言等で示される海外経済のやや強め、かつ着実な回復を背景に、通関統計に表われた輸出の増加から生産も増加傾向を続けている。企業収益の改善、設備投資の回復も続いている。個人消費についても、雇用者所得のマイナス幅は若干減少傾向にあるし、「生活意識に関する

るアンケート調査」や、3月の全国消費者態度指数を見ても、やや強めの基調が続いている。ただ、製造業と非製造業、大企業と中小企業、都市部と地方との較差は継続しており、支店長会議での各支店長の報告にもあったように、全体として較差を残しながら回復基調を続けているということかと思う。

こうした状況から、株式市場は、個人投資家や外人投資家を中心に、既往最大の東証売買高を記録し、株価も26日には年初来高値を記録するなど堅調で、長期金利も緩やかな上昇傾向と思う。物価については、国内企業物価は前年比プラスまで上昇したが、原油価格等、商品市況に示される原材料価格上昇の消費者物価への波及はまだ限定的と思う。為替は、介入警戒感が薄れている中で、米国経済の強さが評価されて、このところドルが堅調である。以上踏まえると、2003年度は10月の展望レポートの大勢見通しに対し、実質GDPは若干上限を上回り、企業物価については上限周辺、消費者物価についてはほぼ見通しどおりの実績になった可能性が大きいと思う。

展望レポートについては、2004年度、米国や東アジアを中心とした海外経済の成長とともに、輸出の増加がこれまでどおり製造業を中心に、生産や企業収益、設備投資に波及していくものと考え。こうした前向きの循環が、緩やかに雇用や所得環境にも及び、個人消費も緩やかな回復に向うものと考え。2004年度の実質GDP成長率は、概ね2003年度実績程度の水準ではないかと思う。物価面では、需給ギャップが若干減少するほか、素原材料の上昇、年度末のゲタといった要因を受けて、企業物価は2004年度としては若干のプラスになる可能性が大きいと思う。一方、消費者物価は、2003年度にマイナス幅を縮小させた一時的要因の影響や、小売段階での競争が激しいこと等から、基調的に下落テンポを縮小させるが、2004年度としてプラスに転じるには至らないと思う。

上振れ・下振れ要因として、執行部の挙げた四点について特に注目したいのは、まず海外経済については、米国及び中国の強めの成長の持続性、イラクなどの中東情勢である。特に米国については、ガソリン価格の上昇

や、長期金利の上昇、予想されている利上げ、さらには大統領選挙の結果の影響などである。二番目に、金融・為替市場については、景気回復に伴う長期金利や円ドルレートの動き、株式市場については、特に国内の個人、年金基金、投信等の動向かと思う。三番目に、内需については、雇用・所得環境の改善及びその個人消費への波及、また、非製造業や中小企業の設備投資の動向である。四番目に、金融システムについては、ペイオフ解禁に向けた収益力の強化や信頼の確保、特に現在審議中の金融機能強化特別措置法の活用等による地域金融機関の体力強化の動きなどである。

デフレ克服の展望に関連して、2002年1月に始まった今回の景気回復は既に2年あまりを経過しているが、過去2回の90年代の回復局面と異なって、相当の持続性を持った回復となる可能性があるのではないかと思う。その理由は、よく言われていることだが、一つは、回復を主導している海外環境に、米国に加えて中国を中心とする東アジアという大きな柱があること。二つ目には、産業界における構造改革とともに、金融機関の経営健全化も進み、内需が公共投資主導ではなく民需主導になっていること。三つ目には、今回、回復の代表商品である、デジタル家電を含む高付加価値・高機能の家電、あるいは乗用車といったものが、日本のモノ造りの技術蓄積を活かせる商品であると同時に、海外を含め、家庭における幅広い需要が期待できることなどである。

一方、回復のスピードが緩やかなものとなる可能性も大きいと思う。その理由としては、一つは、内需の柱である個人消費について、企業の人件費抑制指向が根強く、雇用者所得の縮小が続いていることに加えて、生活意識に関するアンケート調査を見ても、雇用不安、収入不安に加えて、税や社会保障の負担増、年金や社会保険の給付縮小を懸念する意識が強いこと。二つ目には、企業の投資姿勢についても、設備投資はキャッシュ・フローの範囲内とし、出荷が増えても在庫は増やさないといった慎重な姿勢が続いていること。三つ目には、製造業と非製造業、大企業と中小企業、都市部と地方といった格差を残しながらの回復であって、このために土地価格を見ても、都心部で一部に下げ止まりの兆しが見えるが、地方も含め

た全体としての地価の下落は続いていること。また最後に、このところ原油をはじめとする内外の商品市況は上昇しているが、厳しい競争環境等から、最終財、サービス価格、さらには消費者物価への波及は限定的なこと、などである。こうした回復を緩やかにする要因のうちの幾つかは、同時に回復の持続性を高める要因ともなり得るのではないかと思う。

こうした中で、日本銀行としては、景気の着実な回復とデフレ克服を目指して量的緩和政策を堅持するとともに、ストックとして積み上がっているベースマネーを活かして、金融緩和の波及メカニズムを強化する観点から、考査等を通じて金融機関の体力強化を支援する一方で、引き続き証券化市場の整備等を支援する努力を続けていくことが必要と考える。

当面の政策運営スタンスとしては、前回以降、本行の潤沢かつ機動的な資金供給により、短期金融市場は資金余剰感が強く、3か月物のTB、FBのレートが4月に入って若干上昇して0.01%台の水準となっているが、このことを含めて総じて平穏な状態が続いていると思う。次回会合まで日銀当座預金残高は現状維持とし、レンジの中央を目標にレンジを有効に活用しながら、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考える。

また、景気が緩やかながら着実な回復を続けている中で、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ており、その中で今回の展望レポートに関する関心も高いものがある。实体经济の回復の中での緩やかな金利上昇は自然な動きであるが、自然な動きの範囲を超える急激な動きを回避するために、引き続き本行の考え方をその時々状況に応じて繰り返しかつ明確に発信していくことが、従来にも増して重要になると思う。

最後に、昨年11月以降本行が主催してきた証券化市場フォーラムの報告書が発表された。本フォーラムは、幅広い市場関係者の参加を得て、金融緩和の波及メカニズムの強化に欠かせない証券化市場の発展のための具体的な課題や解決の方向性について活発な議論が行われており、極めて意義が大きかったと思う。関係者のご努力に敬意を表するとともに、引き

続き情報開示の条件整備をはじめ、課題解決のための努力を続けたいと思う。以上である。

福井議長

宜しいか。それでは武藤委員、願います。

武藤副総裁

まず、前回会合以降に公表された計数について申し上げたいと思う。第一に、米国の雇用と物価に関する点である。3月の雇用者数が前月比308,000人と、市場予想を大幅に上回って増加したことなど、雇用の改善はより明確になってきている。物価面でも、3月のコアCPIが前月比+0.4%と伸びが高まっている。ただ、原材料やエネルギー価格の上昇は、生産性の向上が著しい企業部門で大方吸収されているようであるし、3月の計数は振れた可能性もあるので、もう少し計数等を確認してみる必要があるだろうと考える。第二に、通関統計から、輸出は昨年10~12月に続いて1~3月も高い伸びを示したことが明らかになった。併せて輸入が増加基調にあることにも注目して良いと思う。IT関連財を中心とする国際的な分業体制のもとで、日本経済も世界経済と歩調を合わせて回復していることだろうと理解する。第三に、国内企業物価の上昇テンポがやや加速している点である。商品市況、一次産品価格の上昇の影響で素原材料価格が引き続き上昇しており、銅線、鋼材、ガソリンなどの川中製品まで波及が明確化してきている。賃金がなお弱含みであることや、個人消費は足許多少強めであるものの、まだ明確な回復は予想しにくいことを考えると、消費者物価への影響は限定的なものになるだろうと見られるが、先行き家計所得、個人消費の動向とともに注目していく必要があると考える。次に、展望レポートについて申し上げたい。まず第一に、今回の展望レポートのポイントは、企業部門の生産、収益面での改善が家計部門にどの程度波及するかという点であると思う。この点、企業部門の業績の改善と広がり、短観や最近の中小企業金融公庫の調査でも確認されている。海外経済が高

めの成長を続けるもとで、今後も企業部門の改善の動きは続くと予想されるので、これが先行きながしか家計部門にも波及していくと考えるのが自然である。ただ一方で、企業の人件費抑制姿勢は根強く、見通しの期間である今年度中に関して言えば、なお波及は緩やかなものになると考えておくべきであろうと思う。こうした二つの点をどうバランスを取って記述するかということであるが、まず原案の記述は、私は基本的に宜しいのではないかと思う。細かい字句についてはまた後程ご議論あるかもしれないが、そのように思う。第二に、これと関連して、総括判断で、前回展望レポートのように、緩やかな回復が続くと言うべきか、それとも「緩やかな」を取るべきかという点である。これまで日本銀行は回復の広がりがないというメカニズムに注目して「緩やかな」という形容詞を付けてきたと私は理解している。今回の展望レポートでは、企業部門の回復の広がりに加え、家計部門への波及もある程度織り込んでいるということであるから、どこかの時点ではこの「緩やかな」という言葉が取れる可能性があるということであろうかと思う。今年度のGDP成長率が大雑把に言って3%程度ということであれば、これは比較的高い成長率でもあるので、「緩やかな」という語感とはやや乖離があると思う次第である。最後に、物価に関する見方についてである。国内企業物価の見通しをほぼゼロ近傍と表現するか、あるいは若干のプラスと表現するかという点であるが、最近の動きを踏まえると、世界経済が高めの成長を続け、商品市況や一次産品に上昇圧力が掛かるもとでは、若干のプラスと言って良いと思う。消費者物価については、以下の三点を踏まえると、小幅の下落が続くということであろうかと思う。第一に、需給ギャップが潜在成長力以上の成長が続くもとで縮小していくと予想されるものの、なお小幅の物価低下圧力が残る可能性が高いということ。第二に、制度要因や、米価などの一時的な押し上げ要因が剥落すること。第三に、川上の物価上昇の影響は、ユニット・レーバ・コストの低下である程度吸収されて、最終財価格やサービス価格への押し上げ圧力が全体として限定的なものにとどまると見られることである。最後に、金融政策運営について申し上げる。金融経済情勢全般につ

いての判断を踏まえると、金融政策運営については現在の調節方針を続けることで良いと思う。そのうえで、前回決定会合以降の金融市場の動きに一言だけ触れておきたいと思う。米国では、経済・物価面での強めの指標を受けて、先物金利や長期金利が上昇した。またその影響もあって、我が国の長期金利も幾分上昇し、為替相場ではドル高・円安方向に進んでいる。こうした動きは、日米の経済の状況を踏まえれば、統合的なものと評価できる。また、世界的な物価の安定や、そのもとでの金融緩和、低金利という状況が今後どのように変化していくのか、これは大勢の委員方が既にお触れになったのでこれ以上申し上げないが、短期間の動きをもって判断すべき問題では勿論ない。これは、我が国の経済・物価や金融市場に対する影響も大きいので、注目していきたいと思う。以上である。

福井議長

次は岩田委員、お願いします。

岩田副総裁

それでは、展望レポートの関係で金融経済情勢、それから金融政策運営ということで、二つに分けてお話申し上げたいと思う。10月の時点の展望レポートと比べて、まず世界経済、日本経済ともに成長率という意味では上振れしているということかと思う。特に、昨年後半以来のアメリカ経済の成長加速、これは私自身の見通しも上回っていたと思う。足許の、年が明けてから第1四半期、第2四半期も、私は、前期比年率で4~5%の間を動いているというふうに申し上げたことがあるのだが、どうもそのレンジの上限の5%近いところで動いているのではないかと思う。設備投資、特に耐久財の受注等で強い数字が出ているという点、また消費の方も依然としてアメリカでは強いという点を考えると、どうやら思っている範囲の上限で動いているというふうに思う。アメリカの特に重要なニュースは、3月の雇用の回復、それから同時に物価の上昇傾向というのが明瞭になったということである。私は、そうした傾向が明瞭になるのは今年の半ばで

はないかとずっと申し上げていて、私自身は6月以降かなというふうに思っていたのだが、それよりも2か月位、あるいは3か月早い動きだというふうに思う。その意味で、私にとってはサプライズであったと、マーケットにとってもサプライズだったのではないかというふうに理解している。3月のコアの消費者物価指数は、前年比+0.4%、3か月前比+2.7%ということなのだが、コアのPCEの方も3か月前比だと+1.5%というような数字になっている。コアのPPIも前年比+0.2%ということなのだが、年明け後の3か月前比——アメリカでは3か月前比でそれを年率にしてみるというのもよく行われて、そういう見方もあるのかと——で見ると、コアのPPIが3か月前比年率で+2.1%で、私が注目しているのはコアの中間財が1~3月期に3か月前比年率で+8.9%上昇している。9%近い上昇である。前年比は勿論+2.8%とこれより低い。原材料価格の方は随分上がっていて、3割近い上昇率になっている。このコアの中間財、3か月前比年率+8.9%という数字なのだが、実は今日の早川局長の話にあったように、やはり同じように計算すると前期比年率で+6%位になっているのではないかと思う。その意味で、日本においても生産者物価と言うか、企業物価のレベルで考えると、同じようなサプライズが起こったのだというふうに私は理解している。なぜこのサプライズが起こったのかということを考えてみると、生産性の伸びが去年の後半より明らかに少しずつスローダウンしてくるということの他に、実は稼働率で見た需給ギャップや、労働市場のスラックの度合いは日本よりもアメリカの方が大きい。NAIRUは5%位だと言われていて、現実の失業率は5.7%である。稼働率も正常な80というのをかなり下回って74とか75なので、明らかにアメリカの方が足許の水準としての需給ギャップは大きい。それなのにどうして上昇傾向に転じたのか。私の理解は二つ。理由は二つあって、一つは前から申し上げているように需給ギャップ縮小の速度。これは現実の成長率と潜在成長率の差である。図表7で言うとフィリップスカーブの傾きということになる訳だが、それが明らかに作用していると思う。もう一つの要因はドル安である。ドル安になり、それが一次産品価格を押し上げるという、

そこの相乗効果が働いて、ある程度強めに動きが出ているというように思う。ただし、中間財価格の上昇というのは、単に上流からの価格転嫁だけではなくて、需給要因というのも明らかであるというふうにも理解している。これも日本も同様だというふうに思う。これがアメリカについてである。日本についてなのだが、日本の展望レポート、実は 2003 年度について私は成長率についてアウトライアーで外れてしまって 2.7%と言っていたのだが、現実には恐らく 2.8%か 2.9%かということで近かったのではないかと思う。実際の成長率は、アウトライアーである私の予想を上回ってしまった、そういう状況だと理解している。第 1 四半期、分からないが、前期比 0.5%から 1%ということなのだが、どうも 1%の方に近い方に行くのではないかというふうに思っている。そうすると、2003 年度というのは実はゲタが恐らく 0.6%位あった訳だが、今年はゲタが 1.3%かその位になる可能性があって、実は 2003 年度よりも 2004 年度の方がその分高くなっても全然良い訳だ。同じ成長速度で成長したとしても、その分乗せても全然おかしくないというふうに私は理解しているので、2004 年度は——またアウトライアーだと思うが——高い、3%台半ばが十分あるというふうに考えている。これはこれから雇用等が良くなってくるはずなので、個人消費も勿論 2003 年度よりも少し強くなってむしろおかしくない。IMF は暦年ベースで 3.4%という数字を出している訳だが、年度ベースでもそういうことは十分あり得ると思う。それから私が注目しているのは、今回の景気回復の持続性だが、設備の除却率が大企業を中心にかなり高まってきている。スクラップを随分してきて、1.4%まで除却率が上がっている。これはやはり老朽化している設備について、やはり早くスクラップにして投資を進めようということなので、ある程度大企業については期待成長率がやや持ち直し始めたのかなというふうに思っている。戦後の日本の景気回復局面は、平均すると 33 か月だが、既に今、2 年と 4 か月目ということなので 28 か月で、多分もう平均を超えることは間違いない。最長はいざなぎ景気の 4 年 9 か月で、その次が平成バブルだが、4 年を超えたのは多分この 2 回だと思うが、今回はそれに私は近いと思う。

なぜなら、インフレの制約がない。それから固定レート制のような国際収支の制約もない。もしあるとすれば、地政学的に物凄く変なことが起こって、エネルギーに第1次、第2次ショックのような物凄く大きいショックが起こるといえることがあれば別だが、全体として成長の制約要因が今回の回復局面というのではない。その意味では、非常に快適な環境にある中で回復が起こっているということだと理解している。それから、物価の方であるが、2003年度の企業物価指数、私は-0.5%と言ったのだが、どうやらピッタリとこちらは当たったと。ところが、コアのCPIの方は、2003年度についてはゼロと見たのだが——これもアウト라이어だったが——現実はそうではない。プラスではなくて、これは若干のマイナスになりそうだというふうに思う。どうして間違ったかというふうにこれを分析してみると、一つは、為替レートが9月、10月以降、実効為替レートでも8%位上がっているということと、サービス、特に家賃も上昇がややスローダウンしてきたというようなことが作用していたというふうに思っている。だけれども、いずれにしても私は物価の動向を見る時に、1年だけで見るとやや危ないので、2003年度、2004年度合わせて考える方が良いと思っている。私も田谷委員のように、展望レポートの図表7というものは極めて注目しているのだが、あの図が出たので私は絶対0%以上になるということを確認を強めたのだが、2年纏めて考えるということが良いというのは、特殊要因というのは1年目上がって2年目が下がったりする、そういう要因もあるので、そこはむしろキャンセルアウトしたりなどすることを考える。それから需給ギャップの水準も、これは本当に見えにくいのだが、2年纏めて見たら、ほとんど私はニュートラルだと思う。成長率の見通し如何によるが。そうすると考えなければいけないのは、スロープのところだけだというふうに思う。スピードリミットの方だけではないかと思う。それで、あともう一つは、日本経済で不確実性の多いのは雇用・賃金ということなのだが、雇用についてはやはりフリーターの部分が重要である。高齢化する中で若者がフリーター化しているという現象をどのように把握するか。統計上は私は上手く掴まえていないのではないかと

思っている。だからリタイアする人は雇用減って賃金減って。だけれどもリタイアした人はハッピーであるかアンハッピーか分からないが消費は続ける。それで消費は根強い。だけれども雇用も賃金も見たところ純減になっている。ところが企業は若い人を、例えばアウトソーシングで使うということになれば賃金も雇用も直接は出てこない。400万超える人がいたらそれはやはり大きいインパクトではないかと思っている。最後に金融情勢であるが、アメリカのやはり金利が今後どういうふう動くかということが重要で、そこでやはり一つの目途はテイラー・ルールだというふうに私は思っているが、名目のいわゆる自然利子率は、恐らく4~4.5%というようなところに向かって段々上がっていくということかと思う。勿論、現在の生産性の伸びとかというのを考えるとインフレのリスクは低いので、94年、あるいは99年の利上げの局面と比べれば恐らくスローだと思う。ただ、ビハインド・ザ・イールド・カーブになったり、あるいはアヘッド・オブ・ザ・イールド・カーブになると、短期金利の動きが、日本にもかなりのインパクトが生まれる。私自身は、アメリカの国債の長期金利はやはりドイツと比べた場合、明らかに低いと言うか、あるいはアメリカの国債の価格は過大評価になっていると思う。これは名目GDPの伸び率と金利との関係を考えて、アメリカの方が明らかに国債は割高で、その修正の速度がどの位になるかということに注目している。これは私は、予想外に長期金利が動くという事態もあり得て、それは金融面で見た一番大きなリスクではないかというふうに考えている。アメリカ過去100年の長期実質金利の平均は2.9%。現在、物価連動債で計った、30年物で計ったものは1.9%であって、この面でもやはり国債価格は割高だというふうに私は思っている。最後に、金融政策運営については、現状維持が適当であるというふうに考えている。ただ、最後に一点だけ。仮に私が考えているように、私はコアCPIで考えた場合に2004年度は必ずデフレ脱却できるというふうに去年の10月から考えていて、益々その確信が深まっているというところであるが、ただそうした場合に、先程植田委員からお話があったように、インフレ期待が少しずつ動いてきた時に、今のままのコ

ミットメントで良いかどうかと言うと、私はもう少しそれを、時間軸をより強化して金融政策の効果を強めることが有用だと。具体的には、コアのCPIをゼロを上回る予測をするという二番目の条件をもうちょっと強めて、コアCPIで1%というのをこの解除の条件に考えるということが適切だというふうに思っている。以上である。

福井議長

次は、福間委員。

福間委員

我が国の景気動向に関する基調判断に変化はない。物価面については、国際商品市況と海運市況は調整局面にはあるが、中国経済の拡大の勢いに衰えが見えないことから、目下の調整一巡後は再度上昇に転ずることが懸念される。我が国では、国内企業物価の上昇テンポがやや加速しているだけに、今後、国際商品市況の高騰が、企業収益に与える影響や、川下の最終財価格へどのように波及し、それがどういうスピードで行われるか、引き続き十分見ていく必要があると思っている。二番目に金融面であるが、前回会合で量的緩和政策や銀行の積極的な貸出姿勢の効果がマネーサプライにどの程度浸透・拡大していくかを見定める必要があると申し上げたが、先程の執行部の説明にもあったように、マネーサプライは小幅ながら伸び率を高めており、銀行の貸出姿勢の積極化や経済の前向きな循環に沿った動きとして捉えている。一方、債券相場については、引き続きボックス圏内の動きが続いている。前回会合以降、某自動車メーカーの突如とした再建策の再検討や、大手行に対する特別検査の結果通知といった動きがあったが、市場全体に対してのショックは今のところ限定的で、金融・資本市場がリスク吸収力を一段と備えつつあることを示しているのではないと思われる。次に、展望レポートだが、執行部が取り纏めた基本的見解及び背景説明については特に異論はない。ただ、景気の持続性に関わるポイントとして、二点付言したいと思う。第一は、私は内需の持続的成

長の基盤が緩やかながら形成されつつあるという見方から、外需のウエイトが低下し、内需のウエイトは高まる可能性をより強く見ていることである。すなわち、個人消費については、貯蓄の取り崩しや株価上昇による資産効果に加え、雇用者数の増加が見込まれる中でレイオフ不安が後退し、消費者コンフィデンスの改善が続くと予想されることから、個人消費はより底固さを増すものとみている。企業の中には、過去の徹底したリストラや、雇用のミスマッチにより臨時社員を含め人手不足に直面する一方、技術伝承や自社のDNA維持が困難になっていることを訴える企業が増えている。さらに、近い将来、団塊世代の定年到来もあることから、最近新規採用の復活・拡大に踏み切る企業が増え始めている。このため、雇用者数は当分の間は基調的に緩やかながら増加傾向を辿るものと予想されている。一方、設備投資については、予想どおりのためポジティブ・サプライズにはなっていないが、発表されているとおり企業収益は非常に好調で、それを背景として設備投資は根強く、その水準はキャッシュ・フローの範囲内となっており、今後さらに設備投資を行えるだけの余力を持っている。また、最近ではバランスシート調整の最終仕上げとして減損会計に取り組む企業が引き続き増えているが、減損会計は設備の破棄、工場閉鎖を促し、いずれ新規の設備投資が行われ、より競争力のある高い設備、工場が再生されることに繋がる。言い換えれば、スクラップ・アンド・ビルドが見込まれるという点では景気の持続力にとってはポジティブ・サインであると思う。本年度はこうした減損会計の動きも下支え要因となって、企業は中国特需に慎重ながらもそれに対応する一方、デジタル、IT関連等の設備投資にも積極的で、このような要因が重なり、設備投資はある程度持続性をもって堅調に推移するものと期待されている。第二は、私の見通しとしては、中国及び米国経済の先行きをより慎重に見ている点である。中国経済については、展望レポートでは上振れ・下振れ両論になっているが、下振れについては確かに中国経済の固定資本形成が現在のハイペースで続けば将来的には設備投資の生産力効果が実現し、過剰設備に基づくデフレ・インパクトが顕在化することは十分予想される。ただ、本年に限って

言えば、前回指摘した中国経済成長の巨大な慣性と活発な設備投資の需要効果も手伝い、政府目標の7%成長へのソフトランディングはかなり難しいのではないかと思っている。すなわち、現状程度の準備率の引き上げや行政指導では景気回復が収まる気配は窺われず、今後財政・金融政策及び行政指導を総動員して一段と強力な固定資産投資抑制策を実施し、過熱の抑制を図るものと思われる。その際、総合的な景気過熱抑制策の一つとして、場合によっては人民元切り上げ問題がクローズアップされる可能性も考えられるが、最近の貿易収支の赤字とか銀行問題もあり、難しい選択になると考える。日本の企業にとっても、中国特需は、短期的には企業業績へ非常に大きな貢献をしている訳だが、それがあまりにも大きいため、中国経済の成長の持続性に不安を持ち始めている。加えて電力不足も深刻であるため、現在の需要に対して既存設備のフル稼働で対応し、本格的な大規模設備投資や対中直接投資の拡大にはここへきて慎重になっている企業が増えている。一方、米国企業については、展望レポートでは上振れ・下振れ両方に言及しているが、私はこのうち金融市場の変動に伴う金利リスクをより重視している。米国では長期に亘って金融緩和が続いた結果、企業・銀行・家計いずれも金利が相当の期間上がらないことを前提としてショート・ファンディングに偏重したため、銀行・企業・家計のバランスシート上やフレディマックやファニーメイ、あるいはヘッジファンドのオフバランス上に膨大な金利リスクが潜在する形となっている。このため、今後の金利上昇のスピードと幅によっては、銀行や企業の業績ひいては株価あるいは住宅投資への影響が懸念される。かつてFRBは90年代初頭に超金融緩和を続けた後、94年2月以降相次いで金利引き上げを行い、国内の市場のみならずメキシコ危機という形で国際金融市場の混乱を招いた事実もある。今次局面においてFRBは98年のLTCMの件を含め過去の教訓を生かし、慎重に金融政策の舵取りを行うと期待される。実際、経済、物価の動向を踏まえて市場との対話を行いながら、ある程度時間を掛けて超金融緩和からの脱却を図ることができるかどうか注目が集まっている。これは米国の金融資本市場あるいは経済のみならず我が国を

含め世界の金融資本市場や経済にとっても重要なポイントとなる。当面の金融政策運営であるが、短期金融市場は量的緩和の効果と株価の堅調を背景に引き続き落ち着いた展開となっている。このような状況下で、本行としては現行の金融調節方針を堅持するとともに、米国金利の動きを受けて、より神経質になっている市場だけに、その攪乱要因とならぬよう情報発信に細心の注意を払う必要がある。また、引き続き量的緩和政策や銀行の積極的な貸出政策の効果がマネーサプライの動向にどの程度浸透・拡大していくか、またイールド・カーブの動きを通じて、経済・物価情勢の先行きに対する市場の見方がどのように変化していくかを、市場との対話を行いながら忍耐を持って——グリーンズパン議長はどうも先週は忍耐という表現を外したらしいが——、忍耐を持って見守ることも必要であると思う。この辺は日米の金融経済情勢がデカップリングした状態にあることを反映したものだろうと思うが、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当と考えている。この間、銀行の格付け引き上げやクレジット・ラインの復活・拡大の動きが続いている。こういう好環境を背景に市場機能が回復するための素地が徐々にでき上がりつつあるように思われる。こうした中で本行も、短期金融市場の自律性回復に向けた動きを大切に見守る姿勢が重要となってきている。以上である。

福井議長

最後に中原委員、願います。

中原委員

前回会合以降の世界金融経済の動きで特筆すべきは、世界的な商品価格、素材価格の上昇を背景に、デフレリスクの認識が後退してきたこと、欧米の金融政策の軸足に変化も見られ始めたこと、これらが挙げられると思う。まず、米国景気であるが、ここのところ発表された指標は、生産、投資、企業収益、消費、住宅、全般に亘ってさらなる改善と広がりが見られた一方で、物価にも若干の圧力が感じられ始めた。先般の、グリーンズパン議

長の議会証言をきっかけに市場は金融政策のリスクバランスの変化、夏以降の金利上昇、これを織り込み始めている。欧州では引き続き川下段階が弱いのだが、ここへきてのユーロ安、エネルギー価格の上昇、これらがあって物価見通しあるいはECBの政策スタンスにやや変化をもたらしているような感じがする。東アジアは活況が続いているが、皆さんがおっしゃったとおり中国の過剰投資がなお続いている。政策当局が狙うソフトランディングが可能かどうか、このところむしろ過熱リスクがさらに高まっているように思われる。また、米国金利の上昇がアジア全体に影響を与える可能性が高いと思う。注意していく必要がある。日本経済について発表された前回以降の諸指標では、輸出・生産の増勢テンポに若干の一服感が出ているが、景気は裾野を拡大しながら緩やかに回復しているという月初会合の判断を裏付けるものが出ていると思う。2月の機械受注、それから第3次産業活動指数にやや弱さが見られるが、季節調整の問題が影響しているということもあって、振れの範囲内と考えている。消費については、コンフィデンスが改善し、底固さは増しているという感じがするが、先行きの判断はもう少し時間を掛けたいと思う。また、一昨日発表の法人企業動向調査の方を見ても、足許の景況感が大幅に上昇している訳だが、経済全体に、前向きな回転であるモメンタムに強さと広がりが出てきたというのはそのとおりであるが、一方で企業の先行き判断は慎重なものを感じさせる。例えば、非製造業を中心にした設備投資の持続性については、手放しで楽観する訳にもいかないように思える。企業が価格支配力を取り戻せない中で、今後、素材価格、原油価格の上昇の最終財への転嫁が進まない場合には、このところの労働需給改善に一服感が出始めた気配が見られるだけに、企業収益を圧迫し雇用・賃金への調整圧力が出てくる懸念もあると思う。金融市場については引き続き潤沢な流動性供給が行われていて、為替・資本市場は、総じて安定した展開となっている。銀行決算の発表時期が迫ってきたが、システム全体としての不安感が生じていない。実体経済の回復と量的緩和の出口に対する関心の高まりもあり、イールド・カーブはロングエンドで立ち始めている。一方、昨日のローン・サーベイ、

ややパズリングな内容であるが企業の資金需要はなお基本的に低迷しており、中期ゾーンの債券に対する銀行の運用ニーズは引き続き強いと思う。Fedの金利の引き上げ予想については、米国市場、日本市場とも取り敢えず無難に織り込んだという感じであるが、米国の長期金利は、経済の瞬間風速と比較すると相対的に低過ぎる水準にあると思われる。また、今後の米国の雇用・賃金、物価動向如何で年末に掛けて累次に亘るFedの金利引き上げも予想されていて、日本のみならずアジア、欧州にも今後金利上昇圧力が働き始める懸念があると思う。このような状況を背景に、当面の市場調節方針としては、現状維持が妥当だと思う。次に経済・物価の見通しであるが、2003年度から2004年度への、いわゆるゲタがかなり高いことから、本年度後半の景気失速でも予想しない限り、2004年度のGDPの前年度比はかなり高めに出ることが確実のように思える。米国経済の安定成長入りと中国経済のソフトランディングを前提として、企業収益の増益基調が維持される限りにおいては、その好影響が次第に家計にも及び始め、前向き循環がさらに明確になってくると思う。ただし、当然のことであるが、展望レポートで挙げている上振れ・下振れ要因、この展開如何では年度後半に掛けて失速とはいかぬまでも、前向き循環に減速感、ピークアウト感が出てくる可能性は否定できないと思う。特に、国内民間需要の面で、設備投資の持続性及び非製造業への広がり、それから消費底上げの蓋然性について未だ十分に確認し得ていないということは考慮しておく必要があると思う。2004年度の予想される潜在成長率を上回る高めの成長は、かなりの程度ゲタの高さによってということもあり、年度間の風速としてはむしろ2003年度に比べて若干落ちるのではないかと考えている。さらに、今回対象期間ではないが、IMFの見通しでは2005年大幅なスピードダウンを予想していて、このような状況にもし万一なるとすれば、2004年度後半にはピークアウト感が出てくることになる。基本的見解の表現では、2004年度を通じて前向き循環にやや加速度が付いていくかのような印象を私は受けるのだが、私自身は年度後半については若干のリザーベーションをもって見ていく必要があるだろうと

思う。またリスク要因についても、背景説明ではある程度詳細に述べられているが、グローバルなデフレバイアスからインフレバイアスへのセンチメントの転換のもとでの金利上昇リスク、それから価格転嫁が進まない中で見られる国際的な素材価格、エネルギー価格の上昇というある種の供給ショック、あるいは企業マージン・スクイーズの影響、それからASEANやその他の東アジア諸国、日本は勿論だが、これに与える影響が極めて大きい中国経済の動向、過熱とその失速のリスク。この三点については、表現の中でもう少し具体的に、明示的にリファーしておく必要もあるのではないかと感じている。CPIについては、2003年度が前年度比3%程度のGDP成長で、CPIが約0.3%程度マイナス幅が縮小したように見える。潜在成長率はむしろ少しずつ上昇しているのかと思うが、2004年度もかなりの成長を遂げぬ限りは、マイナスを脱却するのは難しいのではないかと思っている。企業物価は、最近の円安方向へのバイアス、中国関連需要から国際商品素材価格の押し上げ圧力はなお残ると見られるので、2004年度を通じ水面上に出る可能性はかなり高いものがあると思っている。以上である。

福井議長

一通り意見を頂戴して、拝聴していてもあまり私自身も違和感なくお聞きした。前回の会合以降比較的期間が短かった訳だが、注目すべき動き、新しい動きは結構出てきているような感じも確かにある。米国については、申すまでもなく遅れていた雇用の回復が相当程度確認される状況になってきたということがあるし、需要の動きの中でも、これはグリーンSPAN議長が特に強調しているのだが、投資の中身に広がりが出てきている。それから住宅投資、個人消費は引き続き順調に拡大しているということであるし、物価の面で少し早め、あるいは予想外に強めの動きが米国内では出てきている。まだ実勢はよく確かめられないのだが、そういう感じが出てきているという目立った変化がやはりあったと思う。中国も高成長が続き、1~3月は9.7%という、それ自身かなり印象的な数字が出ていますが、こう

した動きをもとにやはり総需要の調整が円滑にいくかという問題意識が非常に強まってきているという感じがする。国内の方は10~12月の反動があるし、3月の消費については悪天候等の影響が若干出ているということがあるが、景気全体の動きとしてはむしろ好循環が少しずつ広がりつつあるという良い面も見られる。物価面ではC G P Iのベースでやはり海外の商品市況の上昇の影響が国内に明確に波及してきているし、国内でもそれが中間財の段階位までは少し、じんわりと響いてきているという変化が認められると思う。これら全体の動きを全て踏まえながら、国内の金融市場は、量的緩和の目標どおり、ショックを相当程度吸収しながら平穏に推移しているということではないか。そして個々の金融市場、あるいは金融指標の動きを見ていても、従来のように何か特別の指標だけが飛び出して動くと言うよりは、株価、長期金利、そして為替相場の動きが相互に牽制しながら目下のところ経済全体の実勢の方向に沿うような動きをしているということではないかと思う。当面の金融調節については、皆様方これは一致してノーチェンジというご意向であったし、私自身もそういう感じを持っているところである。展望レポートについても、多くの意見を出して頂いた。原案で出ているところは、新年度——もう新年度に入っているが——、2004年度が「前向きの循環が次第に強まるもとの、景気は回復を続けると予想される」と、これがメインのアウトルックということになるが、大方これについては異論がなかったのかなという気がする。内外の環境の中から観察されるリスク要因——リスク要因という言葉はもう使わなくなった訳だが——、上振れ・下振れの要因については、今後ともよく注意して見ていかなければならない点があると思う。去年から認識されているリスク要因のうちで完全に消え去った要因はないと思うのだが、しかし、現在の状況では昨年から意識されていたリスク要因、特に下振れ要因と言われるものの中で、かなりのものが薄れてきている。しかし一方で、地政学的リスクと言われるもののように、内容の変質を伴いながら継続している、根強くリスク・ファクターになり続けているものもあるし、新たにより注目されるリスク・ファクター、一つには、皆様方異口

同音にご指摘されたとおり、中国経済がもしオーバーヒートだとすれば、これが上手くスムーズに調整されるかというリスク、それから米国については、雇用の問題が消えたと思えば、今度は逆に上手く金融引き締めでスムーズ・オフできるかという、こういう新たなリスクがより強く意識されるものも出てきているということなので、それらを十分注目しながら今後の日本経済を見通していかなければならないということだと思う。もっとも、そうしたリスク要因が大きく悪い方向に顕現化しない限り、国内経済は、引き続き企業部門においてリストラが進み、そして民間需要が高まるという好循環が少しずつ強まるという方向で推移することが展望できるのではないかというのが、この原案の骨子ではないかと思うし、私自身もそのように思っている。もしそのように、リストラがさらに進み、民間需要がさらに高まり、企業の持つ成長予測が高まるということになれば、あるいは個人部門においてもコンフィデンスが強まるということになれば、物価の面ではコスト・プッシュ要因に加えて、需要面からもデフレ脱却の契機が少しずつ芽生えてくる可能性があるというシナリオになるのではないかと思う。皆様方の認識を集めれば、CPIについては、2004年度を平均すると、極く僅かなマイナスが残るという予想、ということになりそうだが、2004年度を平均してそういうことになるとしても、リスク・ファクターの大きな顕現化がなく国内経済の好循環がさらに進むということであれば、時の経過とともにやはりデフレ脱却への展望はより強まる可能性は十分あり得るのではないかと思う。それぞれの意見をもう少し交わして頂ければと思う。展望レポートとごちゃまぜになるとややこしいかもしれないが、取り敢えず、次回決定会合までの金融市場調節方針を決める前提としての、当面のアウトルックや市場の状況について、皆様方の間で認識の特に一致しない点があるようであれば意見交換をして頂ければと思う。特にないか。

岩田副総裁

一つだけ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

民間の予測はまだ大部分そうだと思うが、やはり 2004 年度の後半失速というシナリオが、基本的には支配的だと私は思っている。この場のコンセンサスというのは市場の予測から見るとやはり高い方、高めの上振れの指数を出している。でも市場はもっと低い訳で、どうして低く考えるかと言うと、どこかで失速するということである。その理由が私は今一つよく分からなくて、通常言われているのは、減税効果が剥がれてアメリカが失速するということ。国内がどこかでピークアウトするというのは、在庫循環上、あるいは設備投資循環上、これも私は直ぐにピークアウトすると思えないのだが、その辺はどういうふうにお考えになっているか。

中原委員

失速するとは言っていない。ただ、回復のペースがスローダウンするのではないかと見ている。雇用情勢などもそろそろ改善は頭打ちだとか、機械受注の動きとか。それから非製造業の設備投資とか、その辺を見るとやはり後半はちょっと拡大のペースはピークアウトする傾向が出てくるのではないかということ、これは私はある程度頭に入れておきたいと思っているのだが。

須田委員

成長率というふうに見た時には、相当なゲタを履いているし、かなりのマーケットの人も 3% 成長ということを既に織り込み始めてきているので、その辺については多分違和感はないと思っている。では、その方向性はどうかと言うと、私は一応、矢印は上を向いているというふうに思っている。要するに、景気回復の時間が長く持続しているということの持つメリット、

段々波及効果が出てくるというそのメリットはあると思っているので、矢印は上なのだろうなと思う。それが蓋然性が一番高いと思っている。もっとも、ここに出しているメッセージについては、先程言ったように色々消えてしまっている部分が結構あって、強く出てしまうということがもたらす影響を私はちょっと心配している。

福井議長

持続性という点では、春委員のご指摘に非常に重要な点が含まれていたと思う。リストラが着実に進む、それから雇用などの回復が遅れつつもゆっくり進む、物価も川上の物価が川下に波及するのが遅いという現象。全く波及しないとすれば、企業にとってコスト・プッシュ要因になる一方、例えば物価上昇、インフレによって早く景気循環が終わるということもないというように、ゆっくり進むということと持続性があるという、その両面があるというご指摘だったと思うが、確かにそういう面があるのではないか。この間アメリカに行って議論した時もそういう議論であった。本当に雇用の回復が遅ればなしで消費者コンフィデンスにダメージが与えられるようだとこれは駄目だということになる。むしろゆっくり回復して、ユニット・レーバ・コストの上昇もゆっくりしているというのが望ましい。それから投資の方もキャッシュ・フローの範囲内で行われているというのは、頼りないようだけれども持続性はあるのではないか。そういう面から言うと、おっしゃるとおり民間の予想の早く終わるぞという意味が十分分からない。谷からの時間がもう大分経っているからという意見はあるのだが。

須田委員

今の件は私も賛成である。要するにあまり過熱感がないということが持続性に繋がるというのは、本当にそのとおりではないかなと思う。例えば、設備投資を増やすとしても一步一步慎重であるということだと思う。

福井議長

そのとおりだと思う。ただ、CPIをターゲットにして我慢強く緩和をやっている我々の立場から言うと、手っ取り早くないという意味で痛し痒しという感じだ。今のところは着実に道を切り開いていくということで、あまり急ぐとかえって妙なことになるのかもしれないのだが。

岩田副総裁

あともう一点宜しいか。先程、植田委員の方から需給ギャップに対する消費者物価の感応性の話があった。確かに私も99年、2000年と今回というのは凄く似ているところがあると思っていて、これは前から申し上げているギャップの動きとか、あるいは企業物価指数。卸売物価はあの時確か+0.3%位まで99年位から上がり始めてプラスになった。であるが、CPIの方はどういう訳かむしろマイナス幅を拡大した。だけれど景気の方は勿論上向き、それで3%成長ではないかというので、そういう意味でも私は似ていると思っているのだが、ただ、今回と99年、2000年と違うというのは、やはり一次産品市場があの時と比べると——あの時も若干上がっているのだが——、今回の上がり方はやや圧倒的というか、倍位上がっている。品目も裾野が広く上がっているというのと、もう一つは、私はやはり為替レートが、先程から展望レポートの図表23を見ているのだが、円ドルレートが98年の時にやはり物凄く一度円安に振れて、一時147円までいったのだが、それが一挙に戻ってきて99年から2000年に掛けて4割近く実は円高になった。あの実は調整こそがメルツァーによれば日本のCPIを本当にマイナスにしてしまった、為替レートも無駄だったのだというふうにおっしゃる方がいる位、あの時のインパクトというのは物凄く大きいと思っている。ところが今回も確かにそれは円高になっているのだが、幅が半分位だし、それから時間を掛けてゆっくり——これもゆっくりゆっくりなのだが——、少しずつやっているのので、その現われ方がやはりかなりインパクトが小さい、半分か1/3か、実質実効為替レートだと多分1/4に近いのではないかと思っている。そういうことで為替レートの方が

やはり何だかんだ色々介入政策についてご議論あるが、私は相当貢献した——これも須田委員と意見が違ってしまふかもしれないが——、というふうに思っている。

植田委員

スロープと言うのが良いのか、ギャップ以外の要因でCPI等に影響を与えた要因が幾つかあったというのが、微妙なところだが。広がりがあるというのは厳密にはスロープのところだと思う。ただ、何となく次のピークで漸くCPIはプラスに出て、というリスクはまだ頭の中にある。

須田委員

為替レートが物価に与える影響を考えると、やはり今は、物価がマーケット・オリエンティッドの価格と言うか、その形成において為替以外の要因のウエイトがかなり高まってしまったと思う。それぞれの国でも、例えばアメリカでドル安になっても物価に跳ねないとか、あるいはヨーロッパでもそういう話が議論されているとか、やはり日本でも同じ部分はあると思っている。つまり為替の影響を企業収益の方で吸収してしまうという、企業行動は強まっているということがあるので、かつてよりは為替の影響がそのまま物価に影響するという部分は少なくなっているのではないかというふうに私は捉えている。

福井議長

展望レポートの方も表現は後で調整するにして、中身についてのご議論で特に、さらに確認し合っておくことはないか、宜しいか。それでは一応、討議は宜しいか。表現はまた別として。それでは政府の方からご意見を頂戴したいと思う。

石井財務副大臣

我が国経済の現状を見ると、企業部門の改善に広がりが見られ、景気は

着実な回復を続けている。他方、物価については、3月の国内企業物価が対前年比でプラスに転じたものの、消費者物価は基調的にはマイナスで推移しているなど、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案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。

日銀は、量的金融緩和政策継続のコミットメントを明確にし、それを堅持することとされているが、最近、足許の景気回復や好調な経済指標の相次ぐ発表等を背景に、市場関係者の一部からは、早期の量的金融緩和政策の転換を予想する声も聞かれている。本日公表予定の「経済・物価情勢の展望」における見通しが、この観点から世間の注目を集めていることは十分に勘案して頂きたいと思う。

日銀におかれては、引き続き、緩和的な金融環境が当面維持されるという予想が揺らぐことのないよう、新たな工夫を講じられないか検討を進めて頂きたいと考えている。

今後とも、政府との意思疎通を密にしつつ、金利や為替の動向を含め、経済・市場動向について十分注視しながら、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

有り難うございました。それでは、大守大臣官房審議官からお願いします。

大守内閣府大臣官房審議官

景気の基調判断については、景気は企業部門の改善に広がりが見られ、着実な回復を続けている。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6月初旬を目途に「基本方針2004」

を取り纏め、これに基づき構造改革の取組みをさらに加速、拡大していくこととしている。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。日本銀行におかれては、量的緩和政策を引き続き堅持する姿勢を示されておられるが、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頂きたいと思う。今回の「経済・物価情勢の展望」におかれては、今後、幅広い経済主体による取組みにより需給バランスの改善が進み、デフレ克服の可能性が高まると展望されている。また、本年1月に閣議決定した「構造改革と経済財政の中期展望－2003年度改定」では、「名目成長率についても徐々に上昇し、2006年度以降は概ね2%程度、あるいはそれ以上の成長経路を辿ると見込まれる」としている。これらを踏まえ、集中調整期間後のデフレ克服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。以上である。

福井議長

有り難うございました。政府のご意見に対して何かコメントがあれば、委員の方々。ないか。

岩田副総裁

質問だけ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

GDPの数字を今、改定をされるという話が出ているのだが、具体的には何年位の数字から新しいデフレータの基準改定も含めて出る予定になっているのか。今、2006年度というお話があったので、そこはかなりクルーシャルなようにも思っているのだが。

大守内閣府大臣官房審議官

まだ国民経済計算会議で検討プロセスに入ったばかりであるので、多分、決まっていることはまだ何もないのではないかと思う。基準改定という大きなタイミングがあるので、それと合わせるような形で作業的には検討しているのだと思う。

岩田副総裁

基準改定だけだと普通は何年。レギュラーであるとすれば2000年基準は…。

大守内閣府大臣官房審議官

何年まで遡るかということか。

岩田副総裁

ではなくて、改定して数字を発表する時点がいつ頃か。つまり、2005年度からは新しい基準でいかれるのか、それとも2006年度位まで。

大守内閣府大臣官房審議官

通常のスケジュールだと2005年の末位に…。

岩田副総裁

2005年の末か。

大守内閣府大臣官房審議官

というふうに記憶しているが、ちょっと記憶を確かめてみる必要はある。

岩田副総裁

分かった。

大守内閣府大臣官房審議官

ただ、今申し上げたようなアディショナルな要因があるので、スケジュール的にはまだはっきりしないということだと思う。

福井議長

他にないようであれば、金融市場の調節方針の議案の取り纏めに移りたいと思う。皆さん方のご意見も踏まえ、議長としては現在の当座預金残高目標維持を内容にした提案をしたいと思っている。他に議案の提出者がいらっしゃればおっしゃって頂きたい。いらっしゃらないか。それでは、執行部に議長案をお示し頂きたいと思う。

[事務局より議案配付]

では、読み上げて欲しい。

櫛田企画室参事役

それでは、議長案を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28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

それでは採決に移るので、大変恐縮だがほんの僅かな時間お願いする。

[政府からの出席者退室]

では、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

全員一致で可決した。それでは、ただ今決まった調節方針に沿って、白川理事と金融市場局長におかれては宜しく調節に努めて頂きたいと思う。

IV. 「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」の取りまとめ

福井議長

次に展望レポートの見通し計数の再提出ということで、今までの議論を踏まえて成長率やインフレ率の見通しをそれぞれ再提出して欲しいと思う。変更がない場合にも、変更なしと明記して頂きたいと思う。政府委員はもうお入り頂いて良いのか、もうちょっと待った方が良いのか。結構か。では願います。

[政府からの出席者入室]

原案どおり可決をさせて頂いた。それでは、最後に「経済・物価情勢の展望」、展望レポートについて再度議論をして取り纏めに入りたいと思う。内容については既にかなり議論が進んだが、改めて内容及び表現、両方についてご意見があれば是非ご発言頂きたいと思う。

田谷委員

宜しいか。先程、須田委員のご発言をお聞きして、その後、色々な委員のご発言をお聞きしていて、ちょっと一つ気になる点がある。1ページ目で、下から3行目から「雇用・所得面や資産価格の変化を通じて家計部門にも及んでいく可能性がある。」というふうになっているのだが、一部の方はなかなか及んでいくことにはちょっと自信がないというようなことをおっしゃっておられるのだが、福間委員も先程おっしゃったように、情

報発信をかなり慎重にやらないといけないと思う。今月の初めの月報で、我々は何をどういうふうに言っていたかというところについては、「生産活動や企業収益の好影響が雇用・所得面へ徐々に及んでいくと考えられる」と言っている訳である。ここでかなり議論した。私は「徐々に」、あるいは「段々と」と、これを入れて欲しいと、少しトーンダウンをして欲しいと申し上げてこうなったのだが、さらにこれを「可能性がある」と言うのと、また一つ、一步後退の印象を与えるのではないかと思う。同じ月に同じような文章を、後退させる何か理由があれば良いと思うのだが、特にこの間、この判断を後退させる理由は私はちょっとなかったのではないかなと思う。その点がちょっと気になるのだが。

福井議長

念のため、前回の文章はどうなっていたか。

山口企画室審議役

この4月の月報では、「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。」。そこで終わっており、「この間、公共投資は」云々というように繋がっている。

須田委員

ただ、その時の「徐々に」というのは本当に限りなくゼロに近いイメージかもしれない。要するにほんの少しずつという意味で、私は「徐々に」という言葉を捉えている。一方、可能性があるということではなくて、後ろの方では「緩やかに」という表現がある——11 ページに「家計部門への波及は緩やかであるとみられることから」と書いてある——。従って、そこまでは言っていないというふうに私は思っている。

福井議長

後ろの方とは何ページか。

須田委員

11 ページである。国内民間需要の動向のところの 4 行目から 5 行目である。

山口企画室審議役

そこを引かれるよりは、7 ページの方をちょっとご覧頂いて、2004 年度の経済の展望というパートだが、その二つ目のパラグラフの「すなわち」から始まるところの中程だが、「企業の人件費抑制姿勢は」云々とあって「企業収益の増加の好影響が雇用・所得面や資産価格の変化を通じて家計部門にも及んでいく可能性がある。このため、個人消費は」と。

須田委員

これは同じ意味であろう。

山口企画室審議役

これは同じである。

須田委員

しかし、後ろは「波及が緩やかであるとみられる」となっているから。

山口企画室審議役

上振れ、下振れ要因として記述するところではそのような書き方をしているということである。

福間委員

なるほど。

須田委員

そこら辺の何か微妙なところが、ちょっと気になる。

植田委員

あとむしろ、足許既に個人消費は理由ははっきりしていないけれど、緩やか+ α 程度の動きな訳である。その中でこの表現が「向かうと考えられる」というのが、本来は厳密に言えば、足許よく分からない個人消費の強さがあるけれども、雇用者所得が回復してくれば、それが持続するかもしれないというような意味であるな、本来は。

山口企画室審議役

然り。

植田委員

そこまでギリギリやることは。

須田委員

これは年度を通しての話だから、ここの書き振りとしては、その振れのところは均さなくてはいけないというふうに思う。であるから、その足許で引っ張られるというのはと思って見ていたのだが。

白川理事

基本的見解の方は全体の長さを大体 3 ページ位に収めたいということでスタートした。今回 3 ページで収まらなくて実は 4 ページにちょっと入ってしまったのだが、基本的にはここは 2004 年度の経済がどういう時間軸で回復をしていくのかという、そのロジックを明らかにしている。そういう意味ではまた、一方ですっと議論になっている前向きの循環についておおよそどういう判断をするのかというところで、そういう意味でこう

いう表現を使った訳である。あと、先程の「可能性があると考えられる」で、非常に技術的な話でいくと、恐らくここは1ページの下から3行目を読んで頂くと「家計部門にも及んでいく可能性がある」と、それからあと、個人消費については「考えられる」となっている。実は前回の月報の表現は、この二つのことを合わせて最後を「考えられる」で結んだ訳だが、厳密に一応こう二段階に分けて書いて、その時に「考えられる」という文章が二回続くのもどうかなというのもあった。ただ、ここは単に表現だけではなくて実態的な判断の問題である。

田谷委員

私が申し上げたのは、雇用・所得やこういった資産価格の変化を通じて家計部門に及んでいくというのは、要するに下げ止まりがはっきりしていくとか、そういうことも含めたものであって、「及んでいく可能性」と言うと、及んでいくかどうか分からないということになってしまう。であるから、そこを後から随分バックアップしたなという印象を持ったのである。

山口企画室審議役

繰り返しになるが、ここでは可能性があるという表現にしているが、「このため、個人消費は緩やかな回復に向かう」という言い方もしている。一方、月報では、「雇用・所得面へ徐々に及んでいくと考えられる」としながらも、個人消費がその結果としてどうなるかという記述まではしていない。今回は2004年度についての見通しを出すということなので、そこは避けて通れないとなると、個人消費については「緩やかな回復に向かうと考えられる」という書き方にした訳で、その前段としての波及がどうかという部分については、ここはある種修辭上の配慮もあってこういう書き方にしている。いずれにせよ結論的には「個人消費は緩やかな回復に向かう」ということである。

田谷委員

修辞上は…。

武藤副総裁

これは確かに、純粋な文章作成上の技術からいくと、今の事務局の説明はむしろ「個人消費は緩やかな回復に向かう可能性」があって、それで「家計部門にも及んでいくと考えられる」というのであれば何となく論理的だと思うが、こちらの方が「可能性」で、その後に「向かうと考えられる」というのでは、論理としてはややおかしいと思う。一方、この「徐々に及んでいくと考えられる」という、今月の基本的見解について、まず、期間か足許かという問題が提起されたが、足許で「徐々に及んでいくと考えられる」と言っているのに、期間の方が「可能性がある」というのもやはり論理的におかしいのではないかと思う。田谷委員がおっしゃったのは「徐々に及んでいくと考えられる」と同じ文章をこの家計部門にも使うことも一つの案、という意味であるか。

田谷委員

然り。

武藤副総裁

「徐々に」というのを入れて「及んでいくと考えられる」と。それなら宜しいのだろう。それが一番合理的な解決策であると思う。

山口企画室審議役

目的は…。

福井議長

今の武藤委員のご意見は、前回のものと同じように「徐々に及んでいくと考えられる。このため、個人消費は緩やかな回復に向かうと考えられる」。

もつとも、「考えられる」とすると、前文と同じ言葉なので、例えば「想定される」というような表現を使うということか。

武藤副総裁

何と言うか。

春委員

可能性。

田谷委員

可能性がある。

須田委員

可能性。

田谷委員

いや、そこは…。

武藤副総裁

そこはそんなにトーンダウンする必要があるかどうか。

福井議長

「可能性がある」とトーンダウンしてしまうと、せっかく雇用・所得面への波及が「考えられる」と書いてあるのに弱過ぎないか。

武藤副総裁

少しトーンダウンし過ぎてしまうことになる。

福井議長

「考えられる」と書いてあるものを文章上「可能性がある」と後退させるのはおかしい。

山口企画室審議役

そう思う。

福井議長

だから、ここは「想定される」とするか。

武藤副総裁

単に「考えられる」ということを二度繰り返さないための修辞上の問題として処理すると、そういうことだけである。

福井議長

それであると、須田委員如何か。前段は前回と同じ。

須田委員

月報と同じということなら、そこはそれで良い。

田谷委員

そうすると同じように。

福井議長

であるから「徐々に」というのが入る訳である。「徐々に及んでいくと考えられる」。

須田委員

それから。

福井議長

後ろの方も直してみたい。

山口企画室審議役

それは基本的見解を修正したらそれに合わせて直す。また、繋がりを考えると、「家計部門にも徐々に及んでいくとみられ、このため個人消費が緩やかな回復に向かうと考えられる」というのはちょっとくどい感じはある。そういう書き方もない訳ではないが、「想定される」という形で…。

武藤副総裁

その前に「引き続き根強いとみられる」と書かれている。

福井議長

元どおりの表現を変えない方が良い。

武藤副総裁

あと、今見ていて突然気が付いたことであるが、この4月の基本的見解の「先行きについては」というところで、「景気は当面緩やかな回復を続けるなかで、前向きの循環が次第に強まっていくとみられる」という表現がある。一方、こちらでは「前向きの循環が次第に強まるもとで、景気は回復を続けると予想される」と書いてあるのだが、これはどういうことか。

山口企画室審議役

我々の射程距離は2004年度全体についての見通しということなので、4月の月報は射程距離がそこまで長いのかどうか微妙であるが、我々としては2004年度まで見渡した時に、どのような評価を加えるか。その際に、「景気は回復を続ける」、これが基本型であり、そういう中であって、「前向きの循環が次第に強まる」ということ。要は「景気は回復を続ける」と

いうところに焦点を合わせて書いている訳である。

武藤副総裁

とすると、正確に言うとその「前向きの循環が次第に強まる」と見られるもとで予想されるという、要するに短期的に、当面「循環が次第に強まる」と見られる訳であろう。従って、年度間を通じて景気が回復することが予想されるという論理か。私は表現がまずいという意味ではなくて、両者の関係をどのように整理するかということだけを聞いているのである。

山口企画室審議役

月報では「前向きの循環が次第に強まっていく」と、それを今回の基本的見解においても踏襲した形で、「前向きの循環が次第に強まる」ということである。であるから、これはあくまでも強まると予想されるということなのだが、そういう中で「景気は回復を続ける」ということである。ただし、ここで予想されるというのは強まるという部分にも当然掛かると考えており、従って、「前向きの循環が次第に強まるもとで」とすると、「予想される」というのをわざわざ書くまでもないのではないかということである。

武藤副総裁

そういうことか。両方「予想される」と解釈するのか。

山口企画室審議役

然り。

植田委員

足許ももう「緩やかな」が取れるという、ここまでは判断を示していないのか。

白川理事

論理的には、これはあくまでも2004年度の見通しであるから。

植田委員

全体を通じて見ればということか。

白川理事

然り。であるから、5月の基本的見解はまた5月に議論をするということ
とで、勿論、両方あり得る。

福井議長

他に論点はあるか。

須田委員

一箇所だけ。7ページの一番下。この「期待できる」という言葉の意味
であるが、ここでの「期待」——エクスpekt——という言葉は、要する
に予想なのか、そう希望するというニュアンスも含まれているのか。

白川理事

これは、予想できるし、またそういうことも勿論、こういうこと自体が
望ましい状態であるから、勿論期待もしたいということだが。

須田委員

両方か。

白川理事

日本語の「期待」というのが多少曖昧なところがあるが、ただここで「予
想できる」というのは何となく評論家みたいな気もする。やはりここは両
方の意味を込めて「期待できる」の方が良いかなという気がする。

須田委員

要するに、ニュートラルというよりは、もう少し希望を込めてということか。

白川理事

然り。

福井議長

中原委員の言っておられたリスク要因の点を、もう少し、詳しく述べて欲しい。

中原委員

私は、リスク要因がこの四つというのは全く異論ないのだが、これは基本的見解の方に入れるのか、背景説明の方に入れるのかの議論があるだろうし、そんなものは入れなくても良いのだという議論もある。大体皆さんがおっしゃったリスク要因というのは、一つは米国の金利上昇、政策変更に伴う、あるいは長期金利がやや行き過ぎる状態にある、それが修正される過程での金利上昇、それがアメリカの経済のみならずアジア経済にも影響を与える、これはリスクである。それからもう一つは、素材価格、原油価格の上昇のリスク。特に原油価格の上昇については、この前のG7、IMF等でも明示的にリファアされている。三つ目は、中国の過熱とソフトランディングができるかどうか、その帰趨やその調整のスピード感によっては大きな影響が出てくる。この三つのリスクは皆さんもかなりの方がおっしゃった訳だが、背景説明の方にもそのところはかなり、ほとんど直接的には触れられていない。素材価格の上昇、原油価格の上昇が物価にどう影響するかというところだけ述べられているのだが、それで良いのかなと思う。特に原油価格の上昇が先行きの大きなリスクであることははっきり示すべきではないか。

植田委員

中国は書いてある。

中原委員

私はこの書き方で気になるのは、短期的には上振れの可能性があるというのだが、これは本当にそのようなことなのか。中国が必死になって今、抑え込もうとしている訳で、なにがしかのマイナスの影響の方が当然考えられる訳であって、実態的には上振れで長期的には下振れというこの表現を私はちょっと背景説明の方が気になるのだが。私の先程申し上げたりスクについてはそういう点である。

福井議長

金利の動きとかオイル・プライスというのはそのものズバリで書けるが、中国リスクというのは非常に注意深く表現しないとイケない。他国の政策の失敗リスクというのは、やはりこれは書くにしても上手に書かないとイケないと思う。

白川理事

今、中原委員がご指摘の点というのは、要因として私自身も勿論認識していて、あとはこの文章上、本文で書くか、あるいは補足説明の方で書くかということである。本文の方は全体を3ページ強という制約の中で、なかなか書き込むとそれに対してまた色々と別の意見も出るので、なかなか難しいという感じがする。あとその背景説明をどこまで書くかということだが、中国については表現上の工夫の余地があるかもしれないが、過熱のリスクということも実態としては意識した書き振りに一応しているつもりではある。そのうえで、今、総裁ご指摘の色々な政治的ディプロマシーへの配慮というのはやはり必要ではあると思う。それから、原油なのだが、これは明示的に原油というか石油価格という言葉は書いてはないが、気持

ちのうえでは背景説明の10ページで書いている——本文でも書いているが——、「地政学的リスク」というところである。勿論、原油は地政学的リスクだけではないが、そうしたところで一応込めているつもりではある。もし、明示的に原油を書いた方がよいということであれば、勿論書くことは可能である。それから、アメリカについても先程何人かの方のご指摘のように、低金利がずっと続いている。そのもとで低金利を前提としたポジションが形成されている訳であるから、それを巻き戻す過程で混乱が起こり得るということも当然やはり意識しないといけないと思う。ただ、やはりそれもFedの政策がまずければそうなるといような感じがちょっと出てしまうかもしれない。

植田委員

書きにくいな。

白川理事

気持ちのうえでは本文でも書いてあるが、海外経済の動きの中でそうしたリスクを、これも上も下も両方あるというふうには書いている。ただ、上も下も両方あると、これは当たり前ではないかと、迫力がないのだが多少そのようなこともあってこういう書き方にしているというのが一応気持ちである。

福井議長

金利要因と中国要因については、政策ミスによるというニュアンスが出ないような上手い表現が入るのなら入れる。それから石油価格はG7のコミュニケでも入っているのだから、やはりどこかに入れたい。地政学的リスクの中に読み取るというのはちょっと無理があるような気がするから、どこかに入れられるのなら入れた方がよい。リスクの顕現化を決して期待するものではないが、顕現化してしまった時に石油リスクを入れていないと言われる。地政学的リスクで読むのだというふうには後からは言えないと思

う。

山口企画室審議役

それを背景説明のところでは少し工夫できたら、そういうことか。

福井議長

私はそう思うが皆さんのご意向はどうか。

須田委員

それがもし入れられるのならば、入れた方がよい。

福井議長

背景説明というのは今日発表する訳ではないという理解でよいか。

山口企画室審議役

しない。明後日である。

白川理事

30日である。

福井議長

30日だな。では、今日はこの基本的見解を固めて、そして後ろの方は今の点を織り込んだサニタイゼーションをしていくということか。

山口企画室審議役

私共執行部の方で纏めて公表させて頂くということである。

福井議長

もう一回、委員に念のために見せてもらいたい。もうその時間がないか。

山口企画室審議役

基本的には、ご趣旨を十分踏まえたうえで背景説明の方は書かせて頂く。

福井議長

分かった。

須田委員

10 ページの「地政学的リスク」に原油価格が入り、先程のF e dの金融政策については、「米国経済が抱える『双子の赤字』の問題等」というところに入っているのかと思っていた。

福井議長

「等」に入っているということか。

須田委員

私は「等」で読んだ。

中原委員

その点については2 ページも「『双子の赤字』等を巡る」というのがある。2 ページのこの最初のところ。

白川理事

ある。

中原委員

最初のパートの基本的見解の方に「『双子の赤字』等」と、「双子の赤字」にカッコが付いている。私はこれも良いのかなとちょっと一瞬思うが。これは、グローバル・インバランスというような言い方でリファーするケー

が多いのではないかなと思う。むしろ今、テーマは双子の赤字よりはグローバル・インバランスと言った時に中国とかそういうものを含むのかどうか、あるいは、エマージング・マーケットの諸問題も含むのかという点である。

福井議長

グローバル・インバランスの方が良いか。

中原委員

それもちょっと一般に何だか分かりにくいか。

福井議長

アメリカの赤字の問題だから。

中原委員

「双子の赤字」というのは表現として良いのか。今まで、公式文書で入れたケースはあるか。

白川理事

あったと思う。

須田委員

グローバル・インバランスという言葉であれば経常収支が入っているのは分かるが、財政の部分がなかなか入らない。

白川理事

先程、金融市場局長から説明があったとおり、例えばアメリカの財政についてイラク追加戦費で400億ドル、勿論それだけが別にイシューではないが、必ずしもグローバル、経常収支の不均衡だけでも説明しにくいかな

という気はする。ただ、「双子の赤字」がベストの言葉かということ、私自身もこれはあまり好きな言葉ではないのだが、取り敢えず便利の良い言葉かなという気がするが。

福井議長

グローバル・インバランスというのは日本語では何と言うのか。

中原委員

経常収支・財政収支の赤字。

岩田副総裁

難しい。世界的不均衡というのも何かそれは意味が分からなくなってしまふ。

山口企画室審議役

実は、前回の展望レポートでも「双子の赤字」というのはリスク評価のところでは使っている。それで修文不能だということを申し上げるものではないが、一応参考のために。

武藤副総裁

それは基本的見解に入っているのか。

山口企画室審議役

基本的見解ではない、こちらは背景説明の方である。

武藤副総裁

背景説明の方か。ちょっと悩ましい。鉤カッコを付けるか。

須田委員

鉤カッコで。

田谷委員

確かに中原委員のおっしゃったように、原油とかそういう市況は全く触れられていないというのは、やはりそう言われてみると気になる。

須田委員

そうである。

福井議長

であるから、後ろの方に入れる。

田谷委員

後ろに入れるか。

福井議長

入れる。

田谷委員

分かった。

福井議長

「双子の赤字」は良いか。これはグローバル・インバランスとどちらが良いか。世界経済に内在する不均衡を巡ると。

須田委員

これでは財政が入りにくいので仕方がないと思う。

福井議長

不均衡だったら全部入るな。世界経済に内在する不均衡。

田谷委員

内在する不均衡だと入ってしまう。

須田委員

なかなかそういうふうに伝わるかどうか。

福井議長

では「双子の赤字」で宜しいか。

福間委員

今までずっと使っているから。

須田委員

これまでも使っているから。

福間委員

それを変わる方がまた説明が必要だ。

福井議長

では、そういうことで。

田谷委員

それと、一つ二つあるのだが10ページのそれとちょっと関係するかもしれないが、一番上から二行目からスタートする文章なのだが、10ページの上から二行目。これはとても分かりにくい文章だと思う。

山口企画室審議役

「東アジア経済も」というところか。

田谷委員

いや、「IT関連や自動車、中国の内需拡大等を背景とした素材等への需要は高い伸びを続けているが、特にIT関連財」云々というのだが、何を言いたいのか。

福井議長

どうだろうか。

田谷委員

確かにこれも言いたいあれも言いたい、というのは分かるのだが、例えば、すっきりするためには、この「IT関連や」以下「続けているが」まで切ってしまうと、ただ単に前のこの文章を受けて「世界経済が上振れする可能性がある。また、IT関連財では国際的な分業体制の進展もあって」と続けて、もし何かこれに関連して言いたいことがあるのであれば、何か別の文章にするなり何なりした方が良く思う。例えばこれを英語に直せと言われたら、私はどこにこの自動車が掛かってくるのか分からない。

山口企画室審議役

では、その辺は考えてみるが、趣旨自体は「需要拡大を背景として」ということではあるのだが。

田谷委員

先程のお話では、原油だとか素材だとかに触れる文章なり何なりを考えるとおっしゃったので、そうしたらこれはここでは要らないのではないかと思った。

山口企画室審議役

では、その方向で少し調整させて頂く。

福井議長

やや悪文かもしれない。これは。

田谷委員

それともう一つだけ。この背景説明の中にマネーサプライという言葉が出てくるのだが、これはやはり(M2+CD)なり何なりと書いておいた方が良いのではないかと、こういう文章には。つまらない点だが。

福井議長

何ページか。

田谷委員

例えば9ページ。

白川理事

9ページ。

田谷委員

真ん中位。例えばこれは英語にすると、マネーストックとかいうふうに表現する。よく私はマネーサプライと書くと直されてマネーストックと書かれるが、マネーサプライとここで意味するのはM2+CDであると書いておいた方が良くかなと。それだけである。

福井議長

他にないか。では、基本的見解については先程の点を修正する。関連のバックグラウンド・ペーパーも修正する。加えてバックグラウンド・ペー

パーについては今の幾つかの点を修正するということで意見の一致を見たと思う。それでは、展望レポートの採決に入りたいと思う。

山口企画室審議役

もう一度、展望レポート1ページの修文の箇所を私の方から読み上げさせて頂く。下から切りの良いところで5行目のところからである。「企業の人件費抑制姿勢は引き続き根強いとみられるが、生産活動や企業収益の増加の好影響は、雇用・所得面や資産価格の変化を通じて家計部門にも徐々に及んでいくと考えられる。このため、個人消費は緩やかな回復に向かうと想定される」。

福井議長

あと、後ろの方で今朝何か点を取るとか言っていたのは、本当に点を取るのか。

山口企画室審議役

これは申し上げなかったが、4ページのところである。念のために申し上げますと、4ページの二つ目のパラグラフで「こうした金融緩和の枠組みは」から始まる場所であるが、「第1に、」の後に「第2」とあるが、「第2に、景気回復のもとで」というところを削除して、「前述のような約束を通じて」の後に点があるが、これは取らせて頂く。

櫛田企画室参事役

念のため申し上げます。再提出して頂いた数字は、変更なしである。

武藤副総裁

数値に変更なしか。

福井議長

数値に変更なしか。

岩田副総裁

そうか。

[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、展望レポートの基本的見解は了承された。展望レポートについては、今日の午後3時に対外公表する。それから背景説明を含む全文の公表は4月30日、休み明けの金曜日の午後2時ということである。従って、発表までの間は機密扱いで宜しくお願い申し上げる。

V. 閉会

福井議長

今日の議題は終了した。次の政策決定会合は5月19日、20日と、今度は二日間に亘る会議である。宜しくお願い申し上げます。なお、機密保持のことだが、決定会合における議論の内容はご自身の発言も含めて厳に出席者限りの扱いということである。議事要旨、議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、この場にいらっしゃる皆様方におかれては、厳正な機密管理をお願い申し上げます。以上をもって閉会とする。

(午後12時53分閉会)

以 上