

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2004年5月19日（14:00～15:56）

5月20日（9:00～11:59）

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
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	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
企画室調査役	内田眞一
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局参事役	門間一夫
国際局長	堀井昭成

（事務局）

政策委員会室長	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	加藤 毅
企画室調査役	清水誠一

I. 開会

福井議長

それでは定刻なので、政策決定会合を開催する。

(午後 2 時開会)

今日と明日、二日間の会議である。政府の方から財務省津田総括審議官に、内閣府の方から大守大臣官房審議官にお越し頂いた。有り難うございます、宜しく願います。今日は金融経済情勢に関する執行部の説明がある。説明毎に質疑応答をしたいと思う。明日は金融経済情勢に関する討議、それから当面の金融政策運営に関する討議を予定している。この会合での発言は全て記録をさせて頂く。それを前提として、委員及び政府出席者は宜しくご発言頂きたい。

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、早速議事に移らせて頂く。金融経済情勢に関する執行部の説明ということで、最初に金融調節、金融・為替市場の動向について白川理事、中曾金融市場局長願います。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告 (資料-1、2)

中曾金融市場局長

それではお手許の追加資料 1、2 に沿ってご説明する。まず、図表 1-1 の金融調節だが、前回決定会合以降なのだが、ちょうど前回の会合の直前は 4 月下旬の財政融資資金の償還に備えて、当座預金の残高をやや圧縮、つまり 31 兆円台まで一旦圧縮して、資金の支払後は 33 兆円台の水準で推移させる運営を行ったところである。この間の指標レートのオーバーナイトレートは 1/1,000%、一貫して安定的に推移している。次の図表 1-2 で当座預金の保有状況を見ると、都銀、外銀、郵政公社が主な保有主体になっ

ている。外銀なのだが、直近のところで8兆円近くまできており、やや高めの水準になっている。これは一部の外銀の日本銀行に対するクレジット・ライン、つまり、当座預金の保有上限がドル建てになっており、それが最近の円安で嵩上げされている、そういったことも影響しているのではないかと思っている。次に図表1-3で資金需給を見る。5月は月中で10兆円の資金不足を見込んでいる。特に下旬以降は不足幅が拡大して、法人税の税揚げを迎える来月初は最も谷が深くなる。従って、これを目指して資金供給オペの頻度を徐々に上げてきている。一方、銀行券なのだが、前回会合の時に連休を前にして日並びが良いのでかなり発行が増えていると申し上げた。ただ、連休が終わってみると出た分以上に還流してきている感じがする。現在も銀行券は毎日少しずつ予想比余剰に振れており、今のペースを前提とすると、当月中なのだが、我々当初は1.6兆円位の還流と見ていたのだが、かなり上振れする見通しになってきている。こうした需給見通しのもとでのオペの実施状況だが、図表1-4をご覧ください。資金供給オペの方は先程申し上げたように、徐々に頻度を上げてきているので、レートの方は全般に低下傾向にある。例えば、手形買入は5月12日それから17日の本店買入オペ、こちらのオファー分は決定レート、それから平均レートとも1/1,000%になってレートは下限に達している。それから、全店手形買入オペ、13日オファー分なのだが、これは5か月ということ、今年初めての9月末越えの供給オペであった。レートの方は若干プレミアムが乗せられている分、やや高めになっているが、と言っても所詮2/1,000%とか3/1,000%とかそういったレベルの話である。このようにオペレートの方は全般に低下しているが、今、申し上げた手形オペ、CP現先、国債の買現先、いずれも応札倍率をご覧くださいと相応の札が入っている。従って、今回の局面ではこれまでのところ札割れを回避できているという状況である。それから吸収オペだが、連休前は連休中の流動性を一定水準に維持したいといった先があったので、売出手形のレートが若干上昇している。ただ、連休明け後は資金余剰感が強いということであり、レートも速やかに1/1,000%に戻っている。図表1-5でABC Pの買入である。これは1

-5の表の5月10日に14回目のオファーを行ったところである。これで累積の買入額は約5,800億円になった。それから図表1-7である。この表にお示しするように、買入適格A B C Pだが合計で10件になっている。これは前回決定会合以降1件増えている。ただ、この新しい案件は発行枠が1兆円とかなり大きいプログラムなので、この適格化に伴って発行枠も2.9兆円というふうに拡大しているし、適格玉も今後増えると見ている。続いて市場動向。図表2-1(2)でターム物の短期金利だが、こちらの方は非常に低位で落ち着いている。短国の3M、これは為替介入を受けたF Bが5月は毎週5.6兆円のペースで発行されており、需給悪化懸念も当初あったのだが、むしろレートは月初からジリジリ低下してきている状況である。図表2-2は金先のレートである。金先の方は金融緩和継続期待の強まりということから、前回決定会合以降、やや下方へシフトしている。それから長期金利である。図表2-3である。長期金利の方は前回決定会合以降、概ね10年債で言うと1.5%前後の水準で推移していて、株が大きく変動している割には、割合落ち着いた動きとなっている。ボラティリティをご覧頂いても大きな変化は見られない。図表2-4だが、従って、この表でお示しするようにイールド・カーブは前回決定会合以降、大きな動き、変化は見られない。同様に図表2-5のスワップ・スプレッドだが、上段のグラフ黒い太線でお示ししている5年物のスワップ・スプレッドは、概ね横這いで推移している。従って、銀行が債券ポートのヘッジを急ぐ動きというのは引き続き見られていない。日本の長期金利は3月の初め位から景況感の改善を受けてジワリと上昇はしてきたのだが、日・米・欧の長期金利の推移のグラフにお示ししているように足許の落ち着いた動きは、この間アメリカの金利が上昇しているのと比べると対照的な姿になっている。このように我が国の長期金利の上昇が抑えられているのは、基本的には根強い金融緩和継続期待を背景とした銀行などの債券運用ニーズが相応に強いためと考えている。しかし、だからと言って、長期金利がどんどん下がるといった地合いではない。一方では、日本の景況感も改善をしているため、上方への圧力もあるためである。従って金利につい

ては、上下方向への力が拮抗している結果、相対的に安定した動きとなっており、そういう意味ではアメリカの金利の動きと足許ではややデカップルしたような状態になっている。図表 2-6 に移る。ただ、デカップルというふうに足許ではなっていない、将来の連動性が意識されていない訳ではなく、実際、債券市場では、最近では (1) のグラフに例えばお示しているように、黒塗りの景気の部分、それから横縞の株価、こういったものに加えて灰色の海外金利の動向というのを相応に認識するようになってきている。どう意識するかと言うと、(2) のグラフで灰色の実線が上昇してきていることに表われているように、金利上昇要因として意識されるようになってきている訳である。図表 2-7 である。国債の周辺市場として S C レポの動きをご覧頂くと、足許では総じて落ち着いて推移している。この関係で、国債の補完供給制度については、先週の金曜日、14 日からオファー可能になっている。ただ、足許 S C レポ・レートが非常に落ち着いているので、発動を要するような状況ではないというふうに判断している。次にクレジット市場周りなのだが、図表 2-8、(1) のグラフで社債の流通利回りの対国スプレッドをご覧頂くと、Ba 格が一回拡大した後、縮小に向かっているのが見て取れるのだが、これは三菱自動車の社債の動きを反映したものである。ただ、この動きは三菱自動車固有の動きであり、これまでのところ同格付け、他銘柄への波及、つまり、コンテジョンのようなものは生じていない。それから (2) は企業の CDS のプレミアムなのだが、これは足許若干拡大している。これは一部企業による転換社債、大型起債があつて、投資家のヘッジニーズをある意味で見越して、保険料であるプレミアムが上昇していることがその背景である。次に図表 2-9 は銀行債のスプレッドなのだが、(1) のシニア債スプレッドは横這いである。それから (2) の劣後債なのだが、これは U F J を除いてほぼ横這い。(3) の CDS のプレミアムは、銀行株の下落から全般に拡大している。図表 2-10 は株式市場なのだが、前回決定会合の時はちょうど日経平均が 12,000 円位だった。それが 17 日の月曜日には 10,500 円まで下落をして、その後反発して今日は 10,900 円台後半まで戻ってきている。

(2) にお示ししているような米国株価に勿論振られている面はあるが、(3) のグラフにあるように、この間の我が国の株価の下落率はアメリカの市場などに比べて大きいといったことにも現われているように、かなり集中的に利益確定売りが出たと見ている。今週に入っても月曜日は日経平均が 340 円位下げたが、昨日は GDP 統計が出て一転して 200 円高くなっている。今日も 250 円以上高くなっていて、かなり不安定な地合いが続いている。そこで図表 2-11 で主体別の売買動向をご覧頂くと、海外投資家は直近週、2 週連続で売り越しになっている。これは投資家のうち主としてファンド筋と言われる投資家が、元々彼等は日本企業の決算発表に合わせて利益確定売りを行うとしていたのだが、そこへ次のような要因が重なって売却額が嵩んだというふうに考えている。すなわち、この間、海外の株が下落をし、金利も上昇しているので、海外投資家には株とか債券で結構損失を計上した人もいる。あるいはドル高が進行したので為替差損を計上した、そういう主体もいて日本株が結果として相対的にオーバーウエイトになったため、ポジションをある程度軽くする必要に迫られたものと見られる。ただ、これはある意味で機械的なポジション調整であり、ファンド筋の日本経済のファンダメンタルズに対するポジティブな見方自体は変わっていないのではないかと判断をしている。主体別の動きを見ると、外国人が売って個人がこの間買い越しになっている。ただ、これも先週末から今週初に掛けては、いわゆる信用買いの手仕舞い売りが多少出たということから相場下落の振幅を大きくしたと見ている。図表 2-12 で個人投資家がどの程度相場を支えるポテンシャルがあるのかという点を探ってみたのがこの表である。(1) では、今や個人投資家、個人取引の大半を占めるに至っているネット取引の動向を見たものであり、これを見ると金額、それから売買代金に占める比率とも特に去年の秋位から大きく上昇してきている。(2) のグラフは、これと呼応するような形でネット取引口座も一貫して増加してきていて、実は今年の 3 月末の口座数は 495 万口座に達している。このようにネット取引の拡大を通じて個人投資家の裾野は確かに広がっているのだが、果して安定的な投資家になっているかということ

をチェックするために、(3) 個人投資家による発行市場での購入のグラフでお示ししているが、IPOであるとか公募であるとか、そういった発行市場における個人投資家の購入額を、取引所の売買額に加味してみたのが(3) 個人投資家の売買動向のグラフである。そうすると、この黒い太線なのだが、足許ではやはりまだ買い越しにはなっていないことが分かる。つまり、裾野は広がっているけれども個人投資家はこれまでのところ依然、回転売買取引を中心に行っている模様であるということが見て取れるのではないかと考えている。それから図表 2-13 は銀行株の動きなのだが、前回決定会合以降、全業種に亘って下落しているのだが、中でも銀行株の振幅が大きいのが特徴である。銀行株は4月半ばに最近時のピーク圏に達したのだが、この時点では、下のグラフにもお示ししているのだが、いわゆる地銀の低位株、そういったものも含めてやや買われ過ぎた面があったと思う。それが幾つかの要因が契機となって売られている訳なのだが、特にUFJの不良債権追加処理コストを巡る憶測が銀行セクターに対する不安感を改めて煽る形となり、銀行株が全般に売り込まれたといった経緯ではないかと思う。ただ、昨日のGDP統計以降、本日にかけては、アメリカの株が上昇している。そういったことにも後押しをされて買い安心感が広がっているので、銀行株を含めて本邦株価は今日は上昇している。図表 2-14 は外為市場である。全般的にはドル高が進行している。基本的にはアメリカの景気の先行きの強さ、これを背景とした金利先高感、それからドル/円相場について言えば、外国人投資家が日本株を売却して、これに伴って円売りが発生していることが主因だと思っている。このため、(1)のグラフの黒い太線なのだが、ドル/円は113~114円といったところまで円安が進んでいる。一方、(2)のグラフなのだが、ユーロもドルに対して弱くなっているが、円との関係で言うと欧州の機関投資家も日本の株を売ってユーロに戻しているので、その分、円に対しては、これは(1)のグラフの細い線になるが、ここでお示しするように値上がり傾向にあって、現在は136円台辺りの水準になっている。以上のように、最近ドルがドル/円で言えば115円の上値をトライする動きが繰り返されているのだ

が、中期的にはこの図表 2-15 の (2)、あるいは (3) のグラフでお示しているようなアメリカの不均衡、そういったドル安の要素というのは依然、意識はされている。このようにドル安センチメントは残っているのだが、その度合いというのを見ると図表 2-16 の (1) のグラフ、IMM のポジションが足許ではほぼニュートラルになっている。それから (3) リスクリバーサルグラフの黒太線でお示しているドル/円のリスクリバーサルも、プット・オーバー幅、つまりマイナス幅が随分縮小してきていることに表われているように、一頃に比べるとドル安センチメントは後退してきている。今後の円相場は、海外投資家による日本株の投資、そういったもののフローにも多分に左右されると考えられるので、なかなか方向感は見定めにくい地合いになっていると思う。以上のようにアメリカの金利の早期引き上げの予想、あるいは中国の金融引き締め観測の高まり、こういった外部環境の変化による日本の金融市場への影響というのは、これまでのところ海外投資家の日本株売却、そういった行動を通じた株価の下落、それから円安ドル高の進行といった形で表われているのだが、ご説明申し上げたように長期金利への影響は極めて限定的。そして短期金融市場ではほとんど無風であって影響は及んでいないというのが現在の状況である。以上である。

福井議長

ご質問、ご意見があればどうぞ。

岩田副総裁

宜しいか。外国人投資家が売却している株、これが今のお話だと機械的な、ある意味でポジション修正という話もあったのだが、同時にアメリカの年金基金などで日本の株が 4~5% オーバーウエイトになっている。従来はアンダーウエイトだったのだが、ちょっとそれが行き過ぎていて、それはもう直すという。もうそちらに移ってしまうのではないかと。そうすると、足許だけではなくて少し長い目で見ると、外国人投資家の日本株買いが減退す

るといような可能性はどういうふうにお考えか。

中曾金融市場局長

直近のいわゆるファンドマネージャー・サーベイというものを見ると、確かにオーバーウエイトにするという割合は減ってはいる。まだしかし、相当部分の人がオーバーウエイトにするという方針を維持しているので、そういった点からすると確かに一頃程の猛烈なというように形容できるような流入は期待できないかもしれないが、機関投資家の長い資金について言えば割と安定的に中期的にも流入が、日本のファンダメンタルズが良い限りは期待できるのではないかと思っている。

岩田副総裁

それと関係あるのだが、今度はドルの方なのだが、アメリカへの資本流入が、アジアとか日本の介入というのがストップして、今度はむしろ逆になるかもしれない訳だが、そうすると民間のポートフォリオ投資、特に国債とか何かが入っていた分がやはり細くなっていくのではないかと思われる。もしそういうことがあるとすると、今はドル高の方に動いているが、今度それが逆転するという可能性についてはどうか。

中曾金融市場局長

米国債への投資か。

岩田副総裁

然り。

中曾金融市場局長

それは色々な国際会議でも話題にはなる。確かにそういう可能性はなくはないのだが、ただ、今見ている限りは介入見合いの公的な資金の流入が細っている分を補うような形で民間からの対米証券投資も行われている

ようであるし、その影響というのはそんなに大きくはないのではなかろうかという議論が割と多いように受止めている。もとより、アメリカの金利というのが彼等のファンダメンタルズ要因で上がっているのも覆い隠されてしまっている部分があるので、なかなか判断は難しく、そういう意味では、いずれにしてももう少し様子を見る必要があるのだろうが、これまでのところ影響はあまり大きくはないのではないかというような判断をしている人が多いようである。

福井議長

他にあるか。

田谷委員

A B C Pの審査を通ったのが一つあって、その一つはかなり大きなものだが、どうしてこんなに大きいのか。1兆円とおっしゃったが。

中曾金融市場局長

これはどうして大きいかということか。

田谷委員

然り。

中曾金融市場局長

新しいプログラムは発行枠が今1兆円ある。これは裏付け資産が売掛債権のA B C Pであり、かなり広範な中小企業に対して金が流れるような、そういう仕組みを念頭に置いて銀行が組成したものである。確かに今までで一番大きいのが5,000億円位であるから2倍位の規模なのだが、だからと言って超巨大という訳でもないと思う。

白川理事

元々1月の要件緩和をする前の段階でこの案件がポテンシャルにあるなということで、そういう意味では要件緩和のバックにも——これは勿論一つの例ではあるが——あって、実際に緩和をして実際の審査をして若干時間が掛かって、ということで今回これが入ってきたということである。

田谷委員

これからもこの位のものがどんどん出てくるのか。

中曽金融市場局長

1兆円というのは結構大きいなという気がする。

田谷委員

手数料を下げるためにこういうことをやるのか。組成コストというか。

中曽金融市場局長

いや、そこはよく分からないのだが、多分そういうスケール感は狙った部分があると思う。つまり、この銀行がオリジネーターになって組成している案件というのはこれしかないので、これ一発で企業のニーズに対応していこうというそういう戦略ではないかと思う。他行の場合というのは何件か並行してプログラムを走らせているのだが、そういったことも背景かなという感じである。

須田委員

話は違うのだが、14日からオファー可能になったいわゆる品貸しについて、これまでのマーケットの反応や評価を教えて欲しい。

中曽金融市場局長

これは我々のいわゆるオペ懇などでの立ち話的な話になるが、基本的に

は我々の政策意図というのをご理解を頂いていると思う。つまり、補完的、緊急避難的に使うという趣旨をご理解頂いていると思うので、直ちに発動されなくてもそれはそういうものだろうというふうに自然に受止めて頂いているのではないかと思っている。

福井議長

他に宜しいか。次は海外の経済情勢についてお願いします。平野理事と堀井国際局長。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

それでは、本日配付したお手許の資料、決定会合資料3（参考計表）（追加分）をご覧頂きたい。図表1である。いつものとおりシャドーをしてあるのが前回会合以降の発表計数だが、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表わしている。まず、1. 実質GDPは本年第1四半期、年率+4.2%とほぼ前期並みのしっかりした成長を続けた。需要項目別には個人消費が減税、雇用の回復を背景に引き続き高い伸びとなり、設備投資も増加基調を辿ったことが成長の主因である。その後の景気情勢に関して5. 小売売上だが、3月に大きな伸びとなった後、4月は-0.5%と減少した。減少の主因は6. 自動車である。これにはこれまで高水準の販売を続けてきた後の販売疲れというものがあるし、それに加えてガソリン価格の最近の上昇というのがマイナスに響いていると見られる。供給サイドに目を転じて11. ISMだが、製造業、非製造業ともに4月もかなり高い水準を保っている。実際の生産についても12. 鉱工業生産にあるとおり、4月は、前月にエネルギー関係を主因に小幅減少となった後、かなりの伸びとなっている。業種別にも幅広い業種で増加している。15. 非農業部門雇用者数は——5月7日に発表されている雇用統計だが——、3月、4月と連続してかなりの雇用拡大となった。こちらも幅広い業種で拡大している。14. 失業率も4月には5.6%まで低下している。物

価面である。4月のPPIは前月比+0.7%、前年比+3.7%とエネルギーを含む川上の価格を中心に上昇幅が拡大している。17. CPIは3月に大きめに上昇した後、4月は総合で見て+0.2%、コアで+0.3%と上昇幅が縮んだが、それぞれ半年程前のテンポと比べると幾らかスピードアップしている。図表2はユーロエリアだが、1. 実質GDP成長率、通常年率で表わしているが、現時点では第1四半期に関して当局から年率換算が発表されていない。鉤カッコで表わしている計数だが、ユーロエリア全体では第1四半期前期比+0.6%成長と昨年末の成長率+0.4%を上回った。需要項目別にはまだ発表されていないのでよく分からない訳だが、各国統計から様子を窺うと、ドイツ、これは年率換算で+1.8%だが、これは輸出が引っ張っている。フランスは内需が成長を牽引している。さて一方、10. 鉱工業生産だが、こちらの方はユーロエリア全体だが増勢が一服している。ただ、11. 製造業PMIの4月を見ると、最近のユーロ安の影響もあってか持ち直してきている。この間、14. 消費者物価だが、4月には前年比で+2.0%とここ数か月に比べると幾分高めの数字となっている。前月までは前年高騰したエネルギー価格の裏が出て低めに出ていた訳だが、4月にはこの要因が剥落し、+2.0%と実勢が表に出てきている。次に図表3-1である。1. 中国経済を見ると第1四半期の実質成長率は極く僅か上方修正されて前年比+9.8%となった。4月を見ると個人消費は高い伸びを続けている。一方、固定資産投資は前年比のプラス幅が若干縮小している。これに関し、国家統計局では調整政策の効果が発現し始めているというふうに言っている。CPIだが、4月の前年比は+3.8%とこれまでより高めの上昇となった。ただし、食料品を除くと前年比+0.5%程度が続いている。2. NIEs、ASEANのうち、台湾、シンガポールの第1四半期の実質成長率が出ている。いずれも高い数字を記録している。図表3-2、(2-1)で輸出を見ても、4月までは、今申し上げた両国に加えて韓国も高い伸びを見せている。それから(2-2)の輸出受注をご覧頂いても好調が続いている。さらに図表3-3の(4)で固定資本形成を見ると、韓国は第1四半期幾らか減少している一方、タイでは高い伸びを続けている。(5)

の個人消費関連では、やはり韓国で政局不安などから第1四半期には減少した訳だが、4月の総選挙で不透明感が後退した。つれて消費者コンフィデンスも回復し始めているところである。この間、台湾、タイといったところでは個人消費が堅調を続けている。(6)は消費者物価を示しているが、各国でエネルギー、あるいは食料品価格の値上がりから高めの上昇となっているが、これらを除いたコアでは前月から基調に変化が見られていない。さて、昨今の原油価格高がもたらす経済への影響が気になるところだが、図表4で各国への影響度を計る一次接近として、原油の自給率、それから原単位、さらにその変化といったものを載せている。シャドーを掛けてある場所が原油高への脆弱性の高さを示している。こうしてみるとシャドーの多いのが韓国、インド、ブラジル、シンガポール、タイといったところであり、こうしたところが原油価格高に対して脆弱であると見られる。現にこれらの国では原油価格高、それからドル高のもとで株、債券、通貨のトリプル安がとりわけ進んでいる。次に図表5はアメリカの金融指標だが、5月4日のFOMCでそれまで辛抱強く緩和を維持するといったスタンスから中立的な金利へ落ち着いたペースでの調整を模索するスタンスへ変更するということが明らかにされた。先程も申し上げたが5月7日に雇用統計が出て、予想以上の雇用の拡大が明らかになった。こうしたことから、金融緩和の修正というものが、従来見ていた以上に早く実施されるのではないかという予想が市場に広まった訳である。このため、(5)にあるように、最近では6月末に開催されるFOMCで25bpの利上げが織り込まれているし、年末まではほぼFOMC開催毎に利上げされて、年末までに累計100bpの利上げが予想されている。そうした金利観の変化を受けて5月上旬には(1)にあるように、長期金利が急上昇した。米国債10年物の利回りは一旦4.8%台に達した。そしてその過程で(2)にあるように株価の水準調整も起こった訳である。しかしその後、極く最近に至っては、むしろ地政学的リスクの高まり、あるいは原油高の経済に及ぼす悪影響への懸念が強まった。株価が下落して債券がやや買い戻されるといった局面も見られている。この間、(3)、(4)でリスク関連指標を見ると、長期金利が

急上昇した局面でもリスク回避度が若干高まる程度にとどまっている。社債の対国債スプレッドも概ね低い状態を続けている。98年のLTCM時に見られたようなクレジットクランチなど、パニック的な情勢には全くない。これは安心材料だが、全く気になる動きがない訳ではない。図表6で長い目で見た金利観をチェックしてみたいと思う。スワップから弾いたインプライド・フォワードであるが、(1)のアメリカについては全期間でシフトアップしている。とりわけ2年~4年の中期ゾーンの上げ幅が大きい訳だが、7年~9年の長期ゾーンでもシフトアップしている。アメリカ経済に関する長期的な期待の安定、特にインフレ期待の安定という観点からは気になる動きではある。この間、(2)にある欧州でのインプライド・フォワードは、中期ゾーンで幾分上方シフトしているが、全体を通して上げ幅は小さいところである。逆にこれが欧州経済の物価面、あるいは成長面の粘着性を示しているということになると、アメリカとは別の意味で気掛かりな点でもある。最後に、図表7でヨーロッパの金融指標について簡単に申し上げる。長期金利は、アメリカでの動きにつられる形で幾分上昇している。若干つられたといった感じかと思う。他方、株価は長期金利高、それから地政学的リスク、原油高などを嫌気して低下している。ECBの金融政策のスタンスに関して(5)の先物相場から見る限りは、利下げ期待というのがこの頃消えている。なお、先程も若干申し上げたが、エマージングの金融市場ではアメリカの金利上昇局面で各国の政情不安などの要素もあって、それまで海外から流入していた資金が流出する中で株、債券、通貨のトリプル安が発生している。その後、極く最近になって地政学的リスク、それから原油高といったものに市場の注目が集まるにつれて相場展開が国によってばらけてきている。以上、実体経済指標は世界経済の拡大を示している一方で、金融市場では金融緩和の修正を織り込む水準を比較的冷静に模索してきた訳だが、極く最近では地政学的リスク、それから原油高といった今後の実体経済に悪影響を及ぼしかねない材料にも反応して幾分ナーバスな展開となってきている。以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

岩田副総裁

宜しいか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

原油価格なのだが、今 41 ドルとか何か…。

堀井国際局長

WT I である。

岩田副総裁

WT I、あれは純粹の需給要因とある種のスペキュレーション、特に先物で買い持ちポジションが積み上がっているというような要因と両方あるように思うのだが、本当の需給要因で考えた場合との差はどの位あるのか。

堀井国際局長

それは恐らく区別はなかなかつきがたいのだと思う。ご承知のように需給の方の一つのインディケータは例のアメリカの原油在庫、あるいは石油製品在庫、これは非常に低い状態を続けているというのがあるし、それから供給の方でもイラクのみならず、サウジの石油関連施設がテロに遭う、それにつれて西側からきている石油関連の企業の職員が撤退するといった動きも出ている。一応、こういう動きを見て、投機も恐らくなされているのだと思う。いずれにせよ、今週末に O P E C が増産をどこまでしてい

くかというのが一つポイントになるかと思う。

岩田副総裁

今のこの原油の価格が続いた場合に、アメリカの成長率、特に消費が抑えられて下がるのではないかと言う人もあるのだが、それはどうか。

堀井国際局長

F R B等々では、影響は然程でもないという発言を繰り返しているが、一応、F e dのモデルのベースでいくと、1 バレル当たり 10 ドルの値上げ、それをサステインドでいって1年目のGDPを0.2%押し下げ、2年目を0.4%押し下げるとというのが彼等の持っているモデル上の答えではある。

須田委員

宜しいか。

福井議長

どうぞ。

須田委員

アメリカのF F金利先物では年末まで大体 100bp 位の利上げを織り込んでいるとのことだが、それについてF R Bの当局者がこの程度読み込まれていることをどう思っているかというようなことに関して何かご存知であれば教えて欲しい。

堀井国際局長

幾つか関連の発言を、この一両日の間に連銀の総裁方がされている。一人はパリー氏、サンフランシスコ連銀である。パリー氏はちょっと発言に混乱があって途中で修正されたりしているのだが、中立的なF Fのレート

について 3.5~5.5%という数字をインタビューに答えておっしゃっている。それから昨日、ブロードス氏が、これはプリペアド・テキストでも出ているが発言されていて、インフレが心配だと。今まであまり慣れていないデフレの心配までしてきたが、ここにきてやっと埃の付いたインフレ・ファイターの翼を出してきて、いざとなったら付けるぞ、みたいなことを発言されていた。市場での 100bp に対する織り込み方をどうという直接の答えにはならないが、この二つが公式発言である。あとは先程もご紹介したのだが、インプライド・フォワードのところで7年、9年のところの上方シフトだが、これについて少し前までは然程シフトしていないということを通銀の関係者が強調していたし、それからTIPSから逆算する先行きのインフレ期待についても安定している。従って、そんなに慌てて利上げする必要はないといった間接的な言い方もされている。ただ、その後、ここへきて少し期先のところが上がってきているので、その後それを見てどう考えられているかというのは定かではない。

岩田副総裁

今の点でちょっと関係あるのだが、要するにインフレ率なのだが、PPIでも最終財が確かやはり+0.7%だったのではないかと思うのだが。

堀井国際局長

ここは最終財ベースである。

岩田副総裁

これは最終財ベースか。そうか。+0.7%というと前月比なので単純に年率にしてしまうのはいけないのかもしれないが、決して低くない。中間財で見ても3か月前比の年率換算で10%を超えている。それからコアのCPIの財もこれまでマイナスだったのだが、今ほとんどゼロだ。サービスの方はさらに一時落ち着いてきたのだが、今またむしろ高まっている。

中身を見てもかなりソリッドに物価が上がり始めるというような状況だ。Fedの見方は、今ちょっと一時的に上がっているのだという方を、どちらかと言うと重視されているように思うのだが、私の感じは全体を見るとPPIとかCPIとか、あるいはPCEでも、あるいはGDPデフレーターでも良いのだが、総合的に見てどうもしっかり上がっているという方の印象が強いのだが、そこはどのようなふうにお考えか。

堀井国際局長

前月末のこの会合でも申し上げたのだが、かなり幅広い品目で上がっており、今、岩田副総裁がご指摘のPPIの情勢、最終財+0.7%、中間財は前月比で+1.4%だし、原材料は+3.0%である。それからCPIの方もおっしゃるようにCPIの財は4月は横這いなのである。サービスが前月比+0.4%で、このところこの2か月続いて比較的しっかりとして、しかも幅広く上昇が見られるという点はおっしゃるとおりである。

平野理事

今の岩田副総裁のような話は色々な会議で話題になるのだが、私自身もこういう質問をしたことがある。要は、これまでのアメリカの経済というのは雇用が弱み、弱点であった。いわばミッシング・リンクだったのだが、所得・雇用が改善されるということになると、よりブロードベースのバランスのとれた成長という意味では、より良い姿になってきている。逆に言うと物価の面で心配が出てくる可能性がある。労働市場が多少タイトになってくれば賃金の上昇、コスト・プッシュ要因も働くであろう。労働生産性の伸び率もこれまでのような高さを維持できない、スローダウンしてくる。現に今、原油高という要因もあるし、現実のインフレ率も若干ピクアップしているようにも見える。先行きのインフレについてはどの程度心配しているのかということである。私の知り得るところではFedからまともな答えはなかなか返ってこないという印象を持っていて、逆に言うとやはりその辺のコンサーンを口にするということを少し慎重に、注意深

くやらないようにしているのかなという気もする。ただ、従来よりは多少、インフレ方向の懸念を示す人が増えてきているなという感じはする。しかし、TIPSから抽出されたインフレ期待はまだ上がっていないとか、長期金利は安定しているではないかとか、そういうことからすると足許別にインフレ期待が上がっているという証拠はない。一応、物価のリスクはバランスされているという見方で良いのではないかというのが、大体平均的なところだと思う。

岩田副総裁

ただ、今日のお話、インプライド・フォワード・レートがやはり、私の感じからも5~9年先とかは、やはり5.5%位かなと思うが、それが6.5%とやや100bp位高くなっているのではないかと。逆に言うと、それはビハインド・ザ・イールド・カーブでやっていくという考え方としては良いと思うのだが、逆にあまりビハインド・ザ・イールド・カーブになってしまうと、マーケットから何と言おうか、要請主義と言うか、幾らちょっと上げて何も反応しなくなってしまうという、そちらのリスクもあるような気持ちも同時にどこかあり、恐らく最初の利上げは0.25%だというのはこれが定説に近いと思うのだが、あまりにビハインドになるということがもしあるとすれば、0.5%というのも5月、ないとは言えないと思っている。

堀井国際局長

94年2月の利上げの時には0.5%というのが、FOMCのメンバーの中では事実上多数だった訳だが、既に公表されているトランスクリプトを読むと、グリーンSPAN議長が無理矢理抑えて25bpにして、それでやってみたところ、やはりグリーンSPAN議長の懸念どおり長期金利は急騰したという経緯があって、議長以下、勿論ドナルド・コーンを含めて、あの時の議事をよく覚えているのだと思う。であるから、そういうことを踏まえると、やはり最初は25bpというふうに考えるのが普通かなと思う。

福間委員

マーケットもそこを一番迷っているのではないか。だから堀井国際局長が先程言ったように、債券と株がトリプル安になる。ここの部分がどのようなトーンで、つまり、幅をどの位やってどういうタイミングでやるのか、この前の連続的な利上げというのはやらないにしても、欲を言えばゆっくり出て行って欲しい訳で、そういう格好で出ていってくれるのかが見えない。岩田副総裁が言われるように、あまりにビハインド・ザ・カーブになってから出ていくようなことにならないか、これをマーケットの方がむしろ迷っていて、それが株式市場でアンサートゥンなムードを醸している部分があるのではないかなと思う。

須田委員

米国の利上げについて、マーケットっていうのは結構勝手だなと思うようなことがあった。

福間委員

それは勝手である。損したらいけないのだから。

須田委員

マーケットでは、5月に利上げをすべきであったのに、そこで利上げをしなかったのがタイミングとしてはもう遅いというような意見まで出ている。

福間委員

おっしゃるとおりである。損してはいけない。現実に合わせて直ぐクルッと変わるから。

福井議長

プレスリリースのメジャー・ペースというのは何を測るかと言うと、やはり基本的にはイールド・カーブとのギャップ、その埋め方のペースということなのか。

堀井国際局長

私はそう読んだ。まさにピールのジョッキに入れる時にメジャー・アンド・ポアという英語があるが、ちゃんと測って入れろよ、と。きちっと摺切まで入れると。

福井議長

しかもそれを後に回してやるのではなくて、目の前で測って見せる。

堀井国際局長

そういうことである。

福井議長

今まであまりメジャー・ペースという言い方をしたことはないな。

堀井国際局長

私も初耳である。議会証言でその前に、実はQ&Aの中で、グリーンSPAN議長がおっしゃった言葉である。

福井議長

そうか。

堀井国際局長

それをプレスリリースに取ってきた。直前の議会証言から。

福井議長

それにしてもやはりマーケットは何かあれば驚く姿を見せるかもしれないと思う。他に宜しいか。国内経済情勢ということで、山本理事と早川調査統計局長から願います。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それではいつものように資料4の参考計表と、それからもう一つ、本日お配りしている追加図表をご覧頂きながらご説明したいと思う。今日はちょっと解説を要する数字が多いので少し長くなるかもしれない。まず最初に参考計表の図表6にお進み頂きたい。貿易統計は既にご紹介しているので極く簡単に申し上げる。ご覧のとおり、実質輸出は去年の第4四半期6%の増加の後、第1四半期4%の増加であった。伸び率は少し鈍化した。が、順調に増加しているということである。中身は(2)財別でご覧頂くと、相変わらず一番下の二つ、情報関連、資本財・部品が強いほか、このところ一番上の中間財が、これはアジア向けに輸出が増加しているということである。最後に、消費財が季節調整を変えたら反応し、滑らかに増加する姿になってしまったというのは前回ご紹介したかと思っている。一方輸入サイドだが、図表12の数字をご覧頂くと、第4四半期1.6%の増加、第1四半期2.6%の増加ということで、輸出よりは伸び率が低いけれども順調に増加しているということである。こちらも中身が一番下の情報関連、資本財・部品の伸びが一番中心である。この辺は前から申し上げているとおり、アジアでの域内分業の影響が出ているということになる。従って、現在の世界景気の状態、国内の生産等考えれば、この4~6月以降も輸出・生産両方で増えていく、輸出・輸入両側で増えてくる可能性が高い、このように思っている。

図表13、設備投資関連の数字がある。まず分かり易い方からいくと、一番上の段の一番下、資本財出荷をご覧頂く。これは3月は減少したが、1~3月で括って見ると3.1%の増加である。10~12月が6%の増加だった

ので、これも非常に高かった10～12月と比べると伸び率は下がっているが増勢を維持しているということになる。難しくなってくるのが一番上の機械受注なのだが、ご覧のとおり1～3月は10～12月に対して5.6%の減少となった。これ自体は、まず第一に10～12月が8.5%と非常に高い伸びであったということ、それから二番目に減少の主体である非製造業は、携帯電話の減少が相当大きく影響したと思っているので、これ自体は均して見ればそれ程驚くことではないと思っている。むしろ厄介なのは、欄外に書いてある4～6月の見通しで-3.2%と、二期連続のマイナスの予想が出てきているということである。この点は、図表15に進んで頂いて、グラフで感じを掴んで頂きたいのだが、まず製造業サイドは全く問題ない。確かに足許ちょっと下がったが先行きもう一回増加ということなので、順調に増加しているという姿である。これに対して問題は、4～6月も減少見通しになっているのは非製造業である。元々、もし設備の先行指標の弱さが製造業で出てきたのであればちょっと考えなければならぬと思っていた。と言うのは、これまで製造業の設備投資はかなり増加してきているので、今年中のどこかで伸び率的には少し鈍化してくるという可能性はあり得ると思っていた。ところがこれは非製造業である。非製造業は他の統計でもそうだが、この機械受注で見てもこれまで目立った増加になっていない。何か、去年の第4四半期上がっているように見えるが、これは携帯電話が相当押し上げているのでこれを除いて見ると、元々あまり増えていない。元々増えていないのにさらに減る理由があるのかと考えてみると、企業収益の環境等から考えてちょっと考えにくいということである。従って、私共は確証はないが、この見通しが3月時点の見通しであるということを見ると、当時大手の携帯電話会社の第三世代への世代交代が非常に上手くいっていなかった時期であったので、これがここにも影響している可能性があるのではないかというふうに思っている。この点(2)建築着工をちょっと見て頂きたいのだが、建築着工も鉱工業は極めて自然な姿で着実に増加しているということである。それに対して非製造業をご覧頂くと、この第1四半期かなり大きく増加した。これは勿論一部大型案件が集

申したということではある訳だが、どうも機械投資を大幅に減らして建設投資を大幅に増やしているとはちょっと考えにくく、いずれも若干の数字の振れである可能性が高いと思っている。ただいずれにしても、機械受注はもう少し実際の数字がどう出てくるか見ていきたいと思っている。次に図表 17、企業収益であるが、大企業の収益については現在決算発表中であるが、ご覧のとおり 2003 年度の実績、2004 年度の見通しともに着実に増加ということであって、製造業中心に調査毎にほんの僅かだが上方修正になっているという傾向である。中小企業に関しても、(2) の中小公庫の製造業、中堅企業中心のところはずっと良くなってきていて、最近のレベルは過去の 2 回のピークに並ぶ、ないしは上回る感じになっている。出遅れていた一番下の国民公庫のものも水準は低いとはいえ方向としてはこのところ改善が見られているということである。

次に図表 18 の個人消費に参りたいと思う。これがまたちょっと厄介なのだが、まず 1~3 月が締まったところを縦に前期比三角カッコでざっと見て頂くと、結果はまちまちになった。すなわち、1~3 月について申し上げると、車、あるいは家電、この辺はプラスになっているし、一番上にある消費水準指数、家計調査も強かった。他方で、百貨店、スーパー、この辺についてはどちらかと言うとややマイナス気味という着地であったということである。4 月についてはまだ数字があまり出ていない。悪かったのは車である。これはこのところ、去年もそうなのだが、グリーン税制の関係でどうしても 1~3 月に強めに出て 4 月に落ちるという傾向がある。加えて、業界の話だとこの 4~6 月は有力な新車投入がないのだそうだ。従って、目先半年位ちょっと苦戦をするというのは覚悟のうえということのようである。他方、下の方の百貨店、都内百貨店だけ出ているのだが、前月比ではプラスなのだが 1~3 月対比ではマイナスという数字になっているが、実勢はもう少し良いと思う。実はこれは前年比が -3.0% なのだが、店頭販売が +2.2% だったのだろうか、外商が 20% 以上落ち込んでこういう数字になっているということである。数字を聞くと外商は婦人服だという。ちょっと分かりにくいのだが、外商で婦人服はあまりないので制服

かなと思っているのだが、いずれにしても外商の影響である。店頭販売は比較的良かったということである。図表 21 は個人消費の全体としての数字であるが、ご覧のとおり (1) 販売統計合成指数及び (2) 消費財総供給に関して申し上げますと、1~3 月は決してあまり強い数字ではなかった。ただ (3) 消費包括指数で見ると、家計調査の強さもあって、これは実は 10~12 月が+1.1%、1~3 月が+0.4%という数字であった。従ってこれで見ると、消費についても実は設備投資とか輸出と同じように 10~12 月程ではないがそれなりの数字という姿であるということである。図表 22 の消費者コンフィデンス関係は強い。一番下に内閣府の消費動向調査が、今回から変わって全国が月次で出るようになった訳だが、一番最後のところでかなりグッと上がっているのがお分かり頂けると思う。この他、景気ウォッチャー調査などを見ても企業関連だけではなく家計関連もかなり良くなっているという感じである。図表 23、住宅投資。住宅投資に関しては、1~3 月が大体 120 万戸で着地した。120 という数字はこのところの数字に比べると若干水準が切り上がっているのだが、レベルから見ればかなり低い水準となっている。中身はこの四半期のデータをご覧頂ければお分かりだと思うが、やはり分譲と貸家が少し水準を切り上げているという感じがしている。中身を見ると、ほとんど首都圏である。そういう意味では、やはり地価の調整が進み人口が増えている首都圏で少し建設関係が出てきている可能性もあるということである。ただし何分にも首都圏だけなので、果してこれで全体の数字が持ち上がるのかということについてはまだちょっと疑問があるので、もう少し様子を見たいと思っている。

次は図表 25、生産である。生産指数はご案内のとおり 10~12 月期が+3.9%と非常に高い伸びになった後、1~3 月は、ここは+0.3%と書いてあるがその後確報が出て+0.5%まで上方修正された。とは言え 1~3 月はほぼ横這い圏内ということである。その一方で 4~6 月は予測指数で伸ばすと+5.8%というところが、今計算上+6.2%になっているということである。随分数字が暴れているということである。前々から申し上げているように、これは季節調整が相当いたずらをしている可能性があって、今回 3

月までの生産指数を入れて季節調整替えをやってみた。これは方法はMETIが使っているのと全く同じスペックで計算した。そうすると出てきた結果が、10~12月が+3.3%、1~3月が+1.5%ということであって、これでいくとこれまで申し上げた最終需要の動きと比較的よくフィットするということで、やはり季節調整の関係で数字が荒れているというふうにご覧頂きたい。先行きの+6.2%に関しても、恐らく季節調整の問題もあるし、それからもう一つ二つ、一つは5月までで計算しているが、5月恐らく今回も連休を出てきて働いた工場が多々あった。従ってその数字が上がり過ぎていると思うので、6月は反動減となる可能性が高い。それからもう一つ、細かい話になるが、生産予測指数で押し上げているのは一般機械とか電気機械なのだが、このところ特に一般機械と電子部品のところで予測指数の方が強い。下方修正されるのではなく予測指数に取られている系列の方が全体よりも強い。強い品目ばかり取っているという傾向があるので、恐らく予測が実現しても全体はこれ程伸びないという傾向があるというようなことを考えると、恐らく幾ら何でもこのような伸びにはならない。現時点での私共の企業調査のヒアリングの感触は2%台である。従来、企業調査のヒアリングをやると大体真ん中辺に落ちることが多い。もうちょっといくかもしれないが、いずれにしてもそのようなことである。それからもう一点、在庫について触れさせて頂きたい。図表28である。在庫循環は、(1) 鉱工業全体で見るとこれまでと変わっていない。基本的に第4象限にとどまっていた、右方向、右上方向への動きということである。しかし細かく見てみると、実は違う動きが合成されている。特に一番下の二つである。まず(5) 電気機械類生産財、電子部品だけれども、これがはっきりと第1象限に入ってきた。従ってここだけ取って見ると、漸くある種の前向きな在庫の積み増しが始まったという感じである。これにはやはり設備投資をずっとして能力化が進んできたので、漸く在庫が積める状況になってきたということがあると思っている。しかしその一方で、(6) その他生産財、これは素材と考えて頂ければ結構だが、ここが逆に右下へ落ちてくるということになっている。これは異例である。普通、

現在のように商品市況が上がる局面というのは実は在庫積み増しで右上にグーッと上がっていくのが普通の姿である。このようなことが起こっているのは実は原料市況高、ないしはもっと単純に原料が手に入らないという人達が幾つかいて、典型的には電炉であるが、ないから作れないというのがあって、そうすると在庫は減ってしまうということで、ここで起こっている。それは逆に言うと商品市況が、最近例えばスクラップが下がっても意外に鋼材が下がらないなどということは、普通、在庫を思い切り積み上げていけばスクラップが下がると鋼材もドタンと落ちるのだが、落ちにくいなどというのは逆にこういうことが起こっているということである。いずれにしてもこの二つの動きは少し注目すべきことだと思っている。

図表 29、雇用である。雇用に関しては、労働需給関係は総じて分かり易いと思う。まず有効求人倍率はここ毎月 0.77 倍で横這いではあるが、新規求人をご覧頂くと四半期で均して見れば着実に増加しているということで、最近求職がちょっと増えたことと、やはり生産の動きとして 10~12 月に比べれば 1~3 月鈍化しているので、その動きの現われだと思って、均して見れば改善しているということだと思う。それから中段の雇用者数をご覧頂いても、これも四半期位で均して頂くとマイナスから少しずつプラスになってきているということである。完全失業率の 4.7%、この点に関しては、中段の一番上にある労働力人口が減っていること等を見ると、若干サンプルの振れが掛かっている可能性がある。従って 0.3% の大幅改善というのを全部真に受けるのは如何かと思われるが、しかし均して見た場合、改善傾向にあることは間違いなく、現に非自発的離職者のところで見ると、これが着実に減ってきているというのが特徴である。さらに毎月勤労統計についても、雇用者数のマイナスは着実に減っている。3 月の数字はリバイスされて -0.1% になったので、1~3 月は -0.1% ということである。細かい話を少しすると、先だって支店長会議で、皆さんご存知の吉田秋田支店長が来られて教えてくれたのだが、実は毎勤統計はどうもやはり若干の下方バイアスがありそうだ。分かったのは、どうも請負らしいと。これは細かい話になるが、派遣は派遣元が事業所になっているの

で、これはちゃんと事業所として把握されるので大丈夫なのだ。ところが請負は、実は工場の一角を、生産ラインを借り受けて、それをやる。そうすると事業所としては工場の中の生産ライン、あれが事業所なのだということなのだ。ということなので、まずそもそも事業所統計に把握されているかどうか疑わしいし、仮に事業所統計時点で把握されていてもその後新しくそういう請負現場ができ上がっていくと、これは恐らく毎勤では把握されない可能性が高いということであって、前からどうしてもこの労働力調査と毎勤の間の乖離が分かりにくいなと思っていたのだが、派遣ではなくて請負の場合はそういうことがあり得る。そういうことを考えると少なくともここまで、要するに雇用のところまでは程度の濃淡はあれ、改善傾向にあるという評価で良いと思う。問題は賃金であって、ご覧のとおり所定内給与はほぼ-0%位にはなっている訳だが、特別給与がまた3月も4割も落ちてしまったということである。ただしこれは基本的には公務員の期末手当の圧縮ということだと思っている。すなわち、国家公務員は去年から、去年半減、今年で皆減という形なのだが、数字を見てみるとどうやら今年の方が落ち幅が大きい感じである。恐らく地方公務員の追従みたいなものが影響しているということだと思う。この結果、図表 32 をご覧頂くと、所得のところは前から申し上げているように、下げ止まりつつあるということはそうだと思うのだが、なかなか下げ止まり切らないという感じである。

取り敢えず参考計表は以上にして、恐縮である、ここで追加図表に移って頂きたいと思う。それで、実は私、以上説明したところで景気については大体思ったとおりであるというふうにご説明しようと思ったら、昨日 GDP 統計が出てしまって困ったなと今思っているところである。もうご案内のとおりだが、成長率は年率で申し上げて 10~12 月が+6.9%の後、1~3 月は+5.6%という非常に高い伸びである。この結果、2003 年度の成長率は+3.2%になったし、2004 年度へのゲタは何と+2%ということである。従って、皆さんの例の展望レポートの数字が出た時点では、民間平均をかなりまだ上回っていたはずなのだが、多分現時点では、もはやそう

でなくなりつつあるということではないかと思っている。名目成長率も、原計数前年比の2. 何パーセントで、実は閏年なのでちょっと問題があるのだが、季節調整後で足し上げていっても2%位の数字になっているので、そういう意味ではかなり上がってきているということである。正直言って、分かり易いところと分かりにくいところがある。大まかに言うと、設備投資、それから輸出、この辺は大体、先程私が数字をご説明したのと同じ動きなので、ここは大変分かり易いと思っている。にもかかわらず、10~12月に比べて1~3月はそこそこ減速すると思ったのだが減速していないのは二つ理由があって、一つは在庫である。ここはまだ法人季報が出てみないと数字が動くのでよく分からないと申し上げておく。もう一つは消費であって、消費が結局等速で出てしまったためにこれが水準を押し上げているということである。背景はよく分からない。内閣府に昨日時点で聞いたのは、生命保険とか娯楽・レクリエーション関係が数字を押し上げていると言うのだが、そのようなもので本当にこんなになるのかという感じがちょっとあって、後で何か分かったら教えて頂きたい。いずれにしてもこういう数字になったということである。図表1-1、デフレーター関係であるが、デフレーターは前年比で見て10~12月-2.7%、1~3月-2.6%なので大体同じということである。中身をご覧頂くと、特徴が二、三ある。一つは、まず設備投資デフレーターの下落に漸く歯止めが掛かってきたということである。実は前から申し上げているように、最近コンピュータの値段の下がり方が小さくなってきている。従ってそろそろ止まるはずだと思ったのに前回拡大してしまい、ややどうしようかと思ったのだが、この1~3月は漸く歯止めが掛かっている。前年比で申し上げて10~12月-6.1%から、1~3月-4.1%という形になっている。恐らく後程申し上げる資本財の動きなどを考えると、もうちょっと縮む方向が期待できるということである。それからもう一つは、この下の方の斜め線のところで、政府消費支出のデフレーターが下がっている。これは実はちょうど一年前にも同じことが起こっていた。先程申し上げた公務員の期末手当の圧縮というのが、ちょっと考えれば分かるのだが、計算上はこういうふうに出てくるという

ことである。このファクターは恐らく来期は、次の期は取れてくるということである。ただ、4~6月はこの二つは多分マイナス幅縮小方向に出るが、恐らく外需デフレーターがマイナスに効くのではないかと考えている。原油価格が相当上がっている。従って、4~6月のGDPデフレーターはその辺の綱引きがどのような感じになるかということだろうかと考えている。

そのまま物価に参る。図表33に物価が出ているけれども、物価についてはご覧のとおり国内企業物価が出て前月比で0.1%の上昇、3か月前比で0.6%の上昇ということである。マーケットの人は前年比0.5%と言って騒いでいるのだが、これは実は去年がこの時期下がっていたので、その影響なので、基本的には前月と同じ位の伸び率になっているということである。前提になる市況等を見ていきたいのだが、図表34をご覧頂いて、国際商品市況は私共の国際商品指数で見るとまだ上がっている。これは何が起きているかと言うと、原油以外は大体下がっている。要するにアメリカの金融引き締め懸念、あるいは中国での景気過熱抑制策ということで、大抵のものは下がっているのだが、原油価格だけが上がっていて、私共の指数は輸入ウエイトでやっているものだから、原油のウエイトが異常に大きくて上がっているということである。従って、原油が上がっている理由は比較的明らかで、金融要因、流動性要因とか景気要因よりも少なくとも足許は地政学的リスクで上がっているということだと思う。図表35、輸入物価だが、輸入物価は(2)にあるように3か月前比で見て3.4%の上昇。3月と比べてもそれ程上昇幅が大きくなっている訳ではないが、これは、4月はこれ位であったということで、5月は原油価格の上昇に円安が乗っかってくる。4月の為替の月中平均は107円台になったので結構くる。ということで、恐らく輸入物価は5月辺りは一段と上昇ということになると思う。一方、図表36の国内商品市況であるが、国内商品市況も基本的には海外と同じである。全体には頭打ちである。スクラップなど下がっているが、幅広い品目で見ると実は石油周り、特に化学品が今頃になって上がっているものだから、これは42種という日経の指数を使うと

足許少し上昇している。17 種みたいな鉄中心のものだと少し頭打ちというこのような感じになろうかと思う。図表 37、国内企業物価であるが、国内企業物価については先程来申し上げているとおり 3 か月前比で 0.6% の上昇ということである。一番下のグラフでご覧頂くと、今月は機械類が少し下落幅を拡大して、これが伸び率を少し抑えている。ただ、実は機械類の価格変化は普通、若干季節性がある。4 月とか 10 月辺り下げ易いのである。例えば自動車メーカーが部品会社に対して値下げ要請する時に、期初からということをやものなので下げ易いのである。現に去年も 4 月辺りよく下がっている。それと比べると実はこの 4 月は少し小さいという感じである。他方で、上の方にはご覧のとおり石油周り、それから鉄鋼周りが相当押し上げてきているということである。図表 38 をご覧頂いて、先月実は思ったより 3 月の C P I が強くて我々結構驚いた。4 月の数字について見ると、大体予想どおりということであった。中身を見て頂くと、需要段階別に見た場合、まず素原材料は実は上昇が少し止まってきている。これはスクラップの価格の低下が相当影響しているということである。その一方、中間財は一段と川上からの波及が進んできているということである。先程申し上げたように化学とかそういうものが上がってきているということになる。一方最終財については、この間マイナス幅が縮小してはいるのだが、4 月に一段と縮小という感じではなかった。細かく見てみたのだが、結局分かったことは、確かに中間財までのところの波及の足の速さはやはり我々が見たよりも速いということ。それから最終財について申し上げると、実は資本財方向に関しては我々が見たよりも波及している。これはやはり需給がタイトだからだと思う。典型は一般機械、工作機械などがそうなのだが、この業種は原材料価格が上がっているということをお口に値上げをしている。これは恐らく原材料価格の転嫁ではなく、需給がタイトなのでそういうことを言っているということだと思うが、それはやはり通っているという感じである。それに比べると、消費財方向への波及は依然としてかなり限定的であるというのが細かく数字を見た結果であった。恐縮だが参考計表にお戻り頂いて、最後に C P I について申し上げます

おく。これは全国については申し上げることはない。このところ $-0.0.1\%$ というところであるので、ほとんど申し上げることはない。図表 41 の東京のところだけご覧頂きたい。東京のCPIはご案内のとおり 3月 -0.1% の後4月も -0.1% であった。いわゆる医療費が4月は抜け落ちるはずで、現に抜け落ちた。(1)のグラフをご覧頂くと、白いところが3月まで上に出ていて4月のところで下に出ている。この坂で 0.2% 位ある。これは予定どおりだったのだが、他のものが縮んでしまい結局 -0.1% であったということである。細かい話は避けさせて頂くが、私共こういう東京の数字を見る時には、品目によって東京と全国が同じように動くグループと、東京と全国が違って動くグループでどちらが寄与しているかを見る訳だが、結論から申し上げますと、この4月の東京のマイナス幅縮小は、東京と全国では違うグループによるものがほとんどであった。従って、この数字をもって直ちに4月も全国はあまり落ちないということは必ずしも意味しないということである。ということで、物価関係について申し上げますと、確かにこのところCGPIを見た場合、中間財のところまでの波及は、我々が当初想定したよりも速いということがある。それから東京のCPIも意外に落ちなかったということがあるが、細かく見ると、少なくとも消費財方向に関しては川上からの波及は限定的だという判断を大きく変える必要はないというのが今のところの判断のようである。

ただここで厄介なのが、一言申し上げなければいけないのが原油である。と言うのは、先だつての展望レポートの時点から見ても原油価格はかなり上がっている。あの時はプレントで見て30ドル前半だったので5ドル絡み上がっているし、それから為替レートもそこそこ円安になっているので、この分は追加的に出てくるということになる。従って、ここから先はこの辺の影響を一応見ていかなければいけない。先程国際局長からも紹介があったが、日本経済はある意味でエネルギーと言うか原油の原単位の低い経済なので、色々な意味でこれに影響されにくいということは間違いないが、そうは言ってもこれだけ原油価格が上がれば、一方において企業収益面、他方において物価面、いずれも影響がないとは言い切れないというこ

とで、この辺もそもそもこの価格が持続するかどうか分からないが影響を見ておく必要があるということかと思っている。長くなったが以上である。

福井議長

どうぞ、ご質問があれば。

岩田副総裁

宜しいか。最後の点なのだが、調査統計局の計量モデルのシミュレーションがある。あれを見ると物価はほとんど動かないと、つまり原油高があっても物価は安定するとの結果である。

早川調査統計局長

然り。

岩田副総裁

名目成長率も全然影響してこないと。こういう試算もあるのだが、別の産業連関表とかそちらの方でやるとかなり大きく、乖離幅がちょっと大き過ぎると言うのか…。大き過ぎる分は何か。

早川調査統計局長

正直言って色々な意味で私共のモデルは物価のところで反応が鈍いのは事実である。色々な意味で。だから若干あの数字をまるまる信じると、ちょっと過小評価になっている可能性はあるなと思っている。いずれにしても1割そこらの動きであればそれ程大したことはないと思うが、ここはどこから考えるかである。30ドル位から考えると3割位上がったという話になるので。

岩田副総裁

想定が35ドルだったか。いや違う、4月末の想定は30ドルだったか。

今は幾らか。今何ドルなのか。

早川調査統計局長

ブレントで 38 ドル台である。

岩田副総裁

そうすると 2 割。2 割は上がっている。30 ドルから今 2 割、もしかすると 3 割に近付くかもしれない。そういうことだな。分かった。

早川調査統計局長

一頃は原油が少し上振れていたが、為替で少し相殺しているのでオーケーと思っていたのだが、原油がどんどんいってしまっただけで為替が逆方向にきてしまったので、ちょっとそういう意味ではここ 2 週間、3 週間で結構実はきている。勿論、この相場が本当に続くかどうかそれ自体分からないので、ということはあるが、そこは少し頭に置いておいて頂く必要があるかと思っている。

岩田副総裁

もう一点は建築着工床面積なのだが、この増え方がちょっと従来とはどうもトレンドの変化があったかなというように思うのだが、中身でどうか。製造業が工場を作ったり、そういうことで増えているのか、それともサービス関係で増えているのか。短観で何かあったな。土地取得か何か。そうするともしかしたら中小企業の投資が実際にあるのかもしれないというようにも思うのだが。

早川調査統計局長

これは、まず第一に図表 13 の数字を実際にご覧頂いた方が良いかもしれない。一つは鉱工業がこのところ着実に増えている。ただしこれはウエイトが小さいものだから、製造業は寄与としてはそれ程大きい訳ではない。

その一方で、この1~3月に限って言うと、非製造業が爆発的に増えた。確かにこれには幾つかの大口案件が集中したということがあって、その影響があるとは思いますが、同時に、やはり相変わらず、先程の住宅でも申し上げたのだが、東京周りの不動産はやはり強い。価格も少し下げ止まっているし、一頃2003年問題とあれ程騒がれたのだが、確かに一時期かなり空室率が上がって、家賃もレントも下がったのだが、意外な速さで実はレントは下げ止まりに近付いているので、そういう意味では建築周りは、少し強くなっているのかもしれない。ただ、少なくともこの1~3月の爆発的な伸びが何かこう基調的なものであるとは思っていない。そういう意味では、ちょっと機械受注にせよ、建築着工にせよ、非製造業周りだけ少し数字が暴れているということかと思う。

岩田副総裁

サービスの方が増えているということはないか。

早川調査統計局長

不動産であった。一番増えているのは。あとはこのところ商業というのが比較的ずっと増えている。これはご承知のように大手スーパーが幾つか出店をずっとしているところがあるものだから。

中原委員

消費者物価で東京と全国の違いというのは、これは財の方か、サービスの方か。

早川調査統計局長

では細かいことを申し上げてしまうと、実は文章の一番最後のページをご覧頂くと良いのだが、まず財の方は、文章の一番最後のページとグラフの先程の図表41というのを併せてご覧頂くと良いのだが、グラフの(2)の点々のところ、食料工業製品というのがマイナス幅がカクッと小さく

なっている。これは食料工業製品が過去を見ても全国と東京の動きがあまり一致しないグループなのである。これはどうも値引き販売とかを色々やっているものなので、特にこの食料品というのは、そうするとどこで拾ったかによって数字が違い得るということなので、必ずしも東京が縮んだから全国が縮むという理屈にはならないということである。それからもう一つは、(3)の他のサービスと書いてある斜め線のところが、ご覧のとおり3月までマイナスだったのが、4月のところではちょっとプラスに出ているのがお分かり頂けると思う。これ一番効いているのは、塾であった。この塾は、実は去年の4月に東京ではかなり大きく下落した。それが今年にはなかったものだから、マイナス寄与が取れてこういうことになった。しかも去年塾が大きく下落したのは東京だったものだから、東京で裏が出ても全国は大して裏が出ないはずだという読みで一応、多分それ程全国へのインプリケーションを強く取らなくても良いのかなと。繰り返しになるが、C G P I もやや思ったよりも波及は少なくとも中間財まで強い。それからC P I も東京を見る限りどちらかと言うと我々が思ったよりも下がらなかったということではあるが、細かく見るとそれ程大きくストーリーが変わることではないということである。繰り返しになるが、考慮されていない原油、為替の部分がまだあるということになる。厄介なのは、私共こういうことを申し上げた。いわゆる素材価格の川下への波及について、ユニット・レーバー・コストが低下しているので川下への影響は小さい。これはどちらかと言うと、その当時念頭に置いていたのはやはり鉄、非鉄である。鉄、非鉄はご承知のように鉄そのものを食べる人は誰もいない訳で、要するに何回も何回も加工されて車になったり電気製品になったりして出てくるものだから、その段階で沢山の加工工程があって、そこでユニット・レーバー・コストが下がれば消えてしまうという性質なのだが、石油はそうではない。ガソリンは直ぐ使ってしまう訳だ。どちらかと言うとそういう意味では、石油周りについてユニット・レーバー・コストが低下しているので吸収できるという理屈は何となく使いにくい領域だと思う。電力なども、何か東電は別の理由で値下げされるという話があるのであれな

のだが、なかりせば、理屈から言えば単純に燃料費調整制度でそのまま値上げという話で、ユニット・レーバー・コストが低下しているからどうこうという理屈は実はこの世界は通じにくい。元々言ったのは、どちらかと言うと鉄、非鉄を中心に物を考えたものだから。

春委員

燃料費調整制度は値上がり要素か。

早川調査統計局長

然り。

春委員

今回はそれ以外の一般コストの引き下げによる値下げということ…。

早川調査統計局長

と考えている。

福間委員

先程の説明でよく聞き取れなかったのだが、今日頂いた資料の物価関連指標のところの、図表 33 で、国内企業物価が前年比 0.5% となったことに対してマーケットが色々と言っているが、それはおかしいと言ったのか。

早川調査統計局長

マーケットの人達は必ず前年比で数字を見る。ところが、実は去年はどうだったかと言うと、去年は4月が-0.2%だった。5月は去年-0.3%だった。従って、例えば今回は前年比+0.5%になったのは、4月自体は前月比+0.1%で大したことないのに+0.5%になってしまった。逆に言うと、5月はもし仮にこのまま横這いでいっても+0.8%になる。だからそういう意味では別に足許急にガーっときている訳ではないのだが、去年がちょうど落ち

ている時期だったものだから。去年は二つあって、先程ちょっと申し上げたように元々期初というのは自動車部品とか機械類とかで下がり易い。それから去年は、この4~6月というのは原油価格が下がった時期だった。イラクで3月頭まで原油が上がって、その後ガーンと下がったから。それがあるので、今年は逆に言うとその局面で原油価格が上がって入ってくると思われ、と入れ違いで前年比は上がってしまう。

岩田副総裁

ただ、3か月前比で見ると+0.6%なので、ある意味では同じテンポで、持続しているということなのではないか。

早川調査統計局長

然り。勿論そうである。上がっているのは事実だが、何か先月、私共はどちらかと言うと結構びっくりしたのだが、4月は何となく、私共はこのようなものかと思ったのだが、マーケットの人は4月の方に反応した。ちょっと気にしているのをなぜ申し上げたかと言うと、5月も仮に横這いでも+0.8%になる。0.1%上がると+0.9%。だから+1.0%。

須田委員

6月以降はどうか。

早川調査統計局長

6月以降は…。

山本理事

6月は去年-0.1%。7月から例のたばこ等の要因で+0.2%と上がった。

早川調査統計局長

だから、ある意味で5月、6月は場合によっては+1.0%という数字が

飛び出す可能性もなくはない。横這い横這いでいくと+0.8%、+0.9%だから、ちょっといけばあり得る。勿論その後は、原油価格次第ではあるが、例えば普通にいけば米は下がったりして前年比また落ちてくるのだが、ちょっと4~6月は去年がそういう局面だったものだから。特に原油が入れ違いになるので。

福間委員

分かった。

福井議長

大守審議官からGDP統計、特に個人消費について補足説明があればお願いしたい。

大守内閣府大臣官房審議官

特にこの場で何か補足説明するような情報を持ち合わせていない。

福井議長

他に宜しいか。それでは金融環境について、白川理事と山口審議役をお願いする。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

山口企画室審議役

お手許に資料-5（参考計表・その2）というのがあるかと思う。それでご説明したいと思う。まず例によって、図表1のクレジット関連のうち(1)銀行貸出残高である。4月は前年比-1.8%ということである。3月が-1.6%だったからマイナス幅がここでまた拡大するというような状況である。要因としては、企業の手許が結構潤沢であることから年度末越えの資金需要が低調であったと言われているし、それからもう一つが、昨年の裏要因である。昨年は年度末に掛けて業務改善命令を受けた一部行が

貸出を伸ばし、それが4月の平残を押し上げた訳であるが、今年はその裏が出て、伸び率を押し下げる方向で寄与したということである。4月についてはこれら二つの要因によって一応説明できるが、トレンドとしては、これまで申し上げてきたとおり、減少幅が僅かながら縮小するという流れは維持されており、その状況に特段の変化はないのではないかとこのふうに見ている。それから(2)民間部門総資金調達とあるが、これは4月-2.5%ということで、3月との比較でいくとこれまたマイナス幅が拡大するということである。単純に銀行貸出の動きが総資金調達にも投影しているということである。ただ、これについてもトレンド的には、依然として企業の借入金圧縮スタンスは継続しているけれども、設備資金需要が多少増えてきているといったようなこともあって、民間の資金需要の減少テンポ自体は緩やかながら鈍化の方向にあり、こうした傾向はこれまた維持されているのではないかと見ている。ミクロのヒアリング情報でも、先行きの資金需要についてはそう大きく出てきているということではないが、増える方向の示唆というのが多少聞かれるということである。それから図表2、資本市場調達(1)である。(1)がCP・社債の発行段階における対国債スプレッドということである。まずCPの方であるが、4月はご覧のとおり格付けの高いところについては若干のマイナスが付いている。その他A1、A2、いずれについてもスプレッドが3月対比縮小するという状況である。それからその下の社債を見て頂いても状況は同じで、全般にスプレッドの低下が見られるということである。このようなことであるので、高格付け先から低格付け先に至るまで、押し並べて発行環境は良好という評価で良いのではないかと。(2)は社債について流通段階における対国債スプレッドをグラフ化したものだが、ご覧のとおり細かい実線がトリプルB格であるが、そのスプレッドは低下傾向を続けている。こうした動きは直近に至るまで継続しているという感じである。こういった状況から見ても、発行環境については直近まで特段大きな変化なく推移しているのではないかと、このように想像されるということである。それから(3)社債の発行額である。まず公募社債の方だが、4月は5,300億円弱と比較的多めの

発行量になっている。しかもその中で、相対的に格付けの低いトリプルB格の発行ウエイトが上昇するというような動きとなっている。それから転換社債だが、これについても月々の発行量自体振れはあるが、海外を中心にして発行は引き続き順調であると評価して良いのではないかと思っている。図表3で、CP・社債の発行残高はどうかということだが、折れ線グラフがCPと社債を合わせた前年比の推移である。4月はCP・社債合わせて前年比で+2.1%となっている。3月が+1.6%だったので、伸び率が高まるという状況である。ただCP・社債にブレークダウンしてみると、まずCPについては、ご覧頂いてお分かりのとおり黒い部分がCPの寄与度ベースであるが、水面下に沈んでいる。企業の手許が潤沢であるため、特に短期資金を中心にして資金需要が減少している。それがCPの発行ニーズ低下に繋がっているというふうに見ている。前回申し上げたかと思うが、CPについては昨年夏場以降伸び率が低下してきているが、そうしたトレンドというのは足許まで継続しているという状況である。それから社債については、4月の伸び率は前年比+2.5%ということである。3月が+1.8%だったので伸び率は高まっている。普通社債、転換社債ともに発行残高が伸びているという状況である。次に(5)株式市場調達額だが、ご覧のとおり増資は堅調に推移していて、4月は2,000億円ちょっとということである。これと先程お話した転換社債の分と合わせて、エクイティ・ファイナンス全体としても堅調な発行が行われているということである。これまでのところ、最近の株価の不安定な状況が、こうしたエクイティ・ファイナンスに影響を与えているというような情報も特段得られていない。図表4で、企業金融周りということになるが、まず資金繰りである。中小公庫と商中の調査結果が出ていて、4月については中小公庫が-4.8%ポイントということである。このDIのレベル自体は90年9月以来のレベルということで、中小企業段階での資金繰り感は依然としてマイナスの世界ではあるが、少しジャンプするような形で改善している。商中の調査結果についても、相対的に小さな動きではあるが資金繰りの改善傾向は持続しているという状況である。(2)が企業から見ての金融機関の貸

出態度ということだが、これも中小公庫の調査結果であるが、4月は+28%ポイントということで、3月までに比べても緩和方向でやや跳び上がっている。図表5、マネタリーベースだが、4月は前年比+6.6%である。予想していたとおりのことだが、一桁台の伸びになってきている。まず銀行券については、4月+1.6%ということで、3月が+1.7%だったので、伸び率がジワジワと圧縮されるという状態が続いているということである。それから当座預金については、去年は3月末に掛けてなお書きを使った当預の潤沢な資金供給が行われ、そうした資金供給が4月においても継続したということがあって、今年はその裏から伸び率が縮まっているということである。次に銀行券について見てみようということだが、今月の18日までの銀行券平残の前年比は+2.2%である。先程4月+1.6%ということで申し上げたが、それを直近まで伸ばすと+2.2%まで戻ってきている。しかし(2)のグラフをご覧頂ければお分かりになるとおり、7日間の移動平均前年比は折れ線グラフだが、一旦3月末に掛けてかなり落ちて、それが5月のゴールデン・ウィークに掛けて少し回復し、先程金融市場局長が触れていたように連休明け以降は再び還流ペースがそこそこで続いている結果、伸び率がダウンしてきている。直近は12日~18日の7日間の前年比では+1.5%というところまできている。今月についてもどの位で着地するかというのは見通しがたいが、今のペースでの戻りが続くと1%台の伸び率で着地する可能性もあるかというふうに見ている。図表6、マネーサプライだが、4月+1.9%ということで、3月+1.7%の後伸び率が幾分高まっている。バックグラウンドを探ってみると、企業収益が良くなっており、それに伴う余裕資金がCD等に流入しているというようなミクロ情報もある。それからもう一つは、去年の裏という要因になるが、ご記憶のように去年は大手行の増資が年度末にかけてあった。2兆円強だったかと思うが、その引き受けのために預金を取り崩されたことが平残としては4月に効いた。これが今年にはむしろマネーサプライの伸び率を高める方向で作用した。企業収益の好調と去年の裏要因、これらが相俟って伸び率が幾分高まるという状況になってきている。今年に入ってからM2

+CDがジリジリと伸び率を高めてきており、今後これがどのような感じで推移するのか、この辺は一つ注目点かと思っている。(2) マネーサプライと主体別預金ということで極く簡単なグラフではあるが並べている。法人預金と個人預金どちらが寄与しているかということだが、単純に前年比の推移をプロットしたものである。点線が個人預金であり、細目の実線が法人預金だが、このところは法人預金の前年比が高まってきており、この辺りを見ても先程申し上げた企業収益の好調がなにがしか預金の増加に繋がり、マネーサプライの増加に繋がるということになっているのではないかと考えられる。この図は3月までのものだが、4月についてもヒアリング情報によると法人預金は引き続き伸びているということなので、4月のM2+CDの伸びが3月対比少し高まったことについても法人預金が寄与していると、このように見て良いだろうと思っている。それから最後が図表7で、企業倒産である。4月の倒産件数は前年比-17.3%ということである。このところ2割内外の前年比マイナスが続いているが、4月についてもそういった状況が続いているということである。以上が計数関係だが、大勢観察としては、金融環境について特に大きく変わったというふうには思っていない。銀行貸出についても、月々の振れはあるが減少幅の縮小傾向は継続していると思われるし、民間の資金需要についても緩やかだがその減少テンポは鈍くなってきている。ただそういう中で、これまでのところは株式市場の不安定な動きがエクイティ・ファイナンスに影響を与えていないということ为先程申し上げたが、この辺りがこれからどのような感じで出てくるか一つの注目点かと思っている。また、繰り返しになるが、マネーサプライの動きについても注目していく必要があるかと思っている。以上である。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。今のマネーサプライの法人預金なのだが、この図を見るとどうも昨年の末辺りからちょっと傾向が変化しているように見えるのだが。CDが特に増えている訳だ。何かこれは理由があるのか。

山口企画室審議役

一つは、伸び率だけの変化で見るとご覧のとおり 02 年のところで前年比プラスに変わってきている。これは 01 年末に掛けてエンロンの関係で、投信から預金にシフトしたということがあって、それが 02 年中効いて、逆に 03 年に掛けてはその裏が出るというようなことがあったためである。

岩田副総裁

裏が出る。それがまた戻ってきた。

山口企画室審議役

それが少し戻ってきたのと、勿論企業収益が良くなっているというような要素も効いているのだろうと思う。

岩田副総裁

元は企業収益か。収益が上がっているので差し当たり預金を…。

山口企画室審議役

マネーサプライは、ご承知のとおり天からお金が降ってくる訳ではないので、例えば海外要因辺りが効いている可能性もあるのだが、実際にその辺の寄与度を見てみると、必ずしもはっきりはしないということである。ただ、一つは貸出のマイナス幅が。

岩田副総裁

縮小しているな。

山口企画室審議役

減少幅が縮小してきているということがあるので。

岩田副総裁

通常だとそれだと思う。レンディングが増えてデポジットが増えて…。

山口企画室審議役

水面上の世界には達していないのだが、水面下ながらそのマイナス幅が圧縮されているというのが、それなりにマネーサプライの動きにも影響しているし、法人預金にも効いているということなのかもしれない。

春委員

一点お聞きしたい。

福井議長

どうぞ。

春委員

最近金融機関のレポートで信用乗数下げ止まりの兆し、ということが書いてあった。前に頂いたグラフでも最後のところが少し右に跳ね上がっているが、そういう傾向はどう考えたら良いか。

白川理事

元々お配りした表の中でお付けしてある…。

春委員

図表 20。

白川理事

図表 20 である。信用乗数はマネーサプライをマネタリーベースで割ったものであるがずっと下がってきている。足許はこのグラフにあるようにデコボコあるが一応下げ止まっているということである。それで信用乗数が何で規定されるか、要因分解をすると、第一は準備率である。金融機関が預金に対して幾ら準備を持っているかという割合、それからあと、第二は民間経済主体が民間預金に対して後どの位手許に現金を持つかというそういう割合で説明できる。両方ともこれまでは信用乗数を下げる方向で寄与した訳だ。なぜならば銀行は手許に多くの当座預金を持ちたい、あるいは人々は多くの現金を持ちたいという理由だった訳だ。ところが、今両方ともそういう意味では、後退している。それは大きく言えば金融システム不安の後退だけれども、そういう意味では信用乗数が下げ止まってきていること自体も合理的に説明できるかなという感じはする。

春委員

積極的な意味で考えて良いということか。

白川理事

信用乗数の低下ということは基本的には金融システム不安が後退しているということがここに出ている訳だ。従って、今のマネタリーベースの伸び率の低下は信用、金融システムに対する不安が後退しているという好ましいことがそこに反映しているということで、全く同じ意味において信用乗数の低下傾向の下げ止まりも好ましいことだというふうに思っている。

中原委員

前に伺ったかもしれないが、私募債は資金調達に入れてないのだな。

山口企画室審議役

資料-5 の参考計表、前に配った方をご覧頂きたい。

中原委員

3月、相当私募債は伸びているな。

山口企画室審議役

然り。

白川理事

然り。

中原委員

結果的な見方をすると、残高は5兆円だから大したことはないのだが、結構資金調達の数字としては大きいのではないかと思う。社債と同じ位増えている訳だから。

山口企画室審議役

おっしゃるとおりなのだが、ただ、私募債への誘導を銀行が行ったということがあって、それが特にこの3月末については強く出ているという感じのようである。

中原委員

これは一時的なもので、4月以降はまた…。

山口企画室審議役

これも、お手許の図表4をご覧頂くとお分かりのとおり、過去溯ってみると、節目の3月、9月といった期末毎に私募債の引き受け残が膨らむというような状況があって、本年の3月にかけてのような増加が今後も続くかと言うと必ずしもそうではないのではないかというふうに見ている。

福井議長

他にないか。それでは今日予定した案件は終了した。明日この続きをやりたいと思う。明日は午前9時から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、厳正な機密管理ということをご協力願いたいと思う。以上で閉会する。ご協力有り難うございました。

(午後3時56分中断、20日午前9時再開)

福井議長

それでは定刻なので、二日目の会議を開催する。今日も財務省から津田総括審議官にお越し頂いた。内閣府からは大守大臣官房審議官にお越し頂いた。宜しく願います。今日は金融経済情勢に関する討議、それから金融政策の運営に関する討議を行いたいと思う。その後、議案の取り纏め、採決。それから金融経済月報の検討、4月8日、9日開催分の議事要旨の承認という通例のアジェンダである。この会合の中での発言は全て記録させて頂く。そのことを踏まえて皆さん方はご発言頂きたいと思う。

Ⅲ. 金融経済月報に関する執行部説明

福井議長

最初に金融経済情勢の討議だが、その前提として事前にお手許にお届けしている金融経済月報について、執行部の方から簡単に説明頂きたい。

門間調査統計局参事役

それではA3の紙で右上の方に差し替えと書いてあるバージョンでご説明させて頂く。宜しいか。まず、実体経済、一番上の現状判断の冒頭表現だが、「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。」ということで、前月と同じ表現である。この1か月間で色々指標が出て、その中で唯一のサプライズというのがGDP統計であつ

た訳であり、特にGDP統計の個人消費の部分がほとんど唯一のポジティブ・サプライズであったと思う。その数字だけ見ると「緩やかな」という表現がどうかなという議論はあり得ると思うが、私共としては個人消費についてはGDP統計以外の指標は押し並べて1~3月に減速しているということ、それからこれはGDP統計でも確認されているが、やはり雇用者所得がまだマイナスであり、個人消費の回復のメカニズムのところには依然として大きなミッシング・ピースがあるということ、そういうことを踏まえて、今回はこの表現で提案させて頂きたいと思っている。それ以下はほとんど小粒の、あまり判断には大きな影響のない表現上の変更である。まず、輸出だが、前月までは「このところ大幅に増加しており」と書いていたが、「大幅な増加」が2四半期続いてきているので、「このところ」というのは取らせて頂いた。それから前月あった「企業収益は増加を続けており」云々の文章については、ここは判断の変更ということではなく、今月は短観とか法人季報とかがなかったのも単に書いていないということである。それから、住宅だが前月まで長らく「低調」という言葉を使っていたが、足許若干だが水準が上がり気味になっている。ただし、動きとしてはまだ横這い圏内なので大きな判断の変更はなく、ただ表現を「横ばい圏内」という言葉に改めるといふふうにさせて頂いた。それから先行きについては、「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。」ということで、前月までと同じ表現である。

「すなわち」以下についても一言も表現の変更もない。次に物価だが、「国内企業物価は、内外の商品市況高や需給の改善を反映して、上昇している。」ということである。前月は「内外の商品市況高などを反映して」といふふうに書いており「など」という中に需給の改善といったようなことも気持ちとしては込めていたが、その後、4月のCPIを見てもやはり中間財への波及は結構進んでいる。それから最終財についても資本財については、設備投資の活発化を反映してかなり値戻しも進んでいるという状況が改めて確認されたので、今月は「需給の改善」という言葉を明示的に入れさせて頂いた。次の行の消費者物価だが、「米価格の上昇」といふ

うに前月までは書いていたが、足許、風速ベースでは若干落ち始めているので、殊更今回はここには書いていない。単に「一時的な要因も押し上げに働く中」というふうに書いている。それから物価の先行きについても大きな変更はないが、5月に入ってからかなり原油が上がっているのので、国内企業物価について「最近の原油高の影響もあって」というのを入れさせて頂いて、そのうえで「当面、上昇を続けるとみられる。」というふうに改めている。実体経済は以上である。

内田企画室調査役

続いて金融面だが、大きく三点程変えさせて頂く。まず、4月の方を見て頂き2行目、「CP・社債の発行環境は高格付け企業を中心に総じて良好な状況にある」と先月まで言っていたが、昨日ご報告したとおり、例えばトリプルB格等を見ても既にエンロン・ショック前の段階まできているということで、この「高格付け企業を中心に」という言葉を取らせて頂きたいと思う。それが一点目である。二点目、中程だが「民間銀行貸出は減少幅がわずかながら縮小してきている。」と前月まで言っていたが、これを「縮小傾向にある。」という言葉に変えさせて頂こうと思う。これは4月単月で見ると減少幅が-1.6%から-1.8%と拡大しているためである。ただ、傾向としては、変わっていないという判断であるので「傾向」という言葉を付けさせて頂いた。三点目は、マネーサプライ、マネタリーベース、それから金融市場の動きについて計数を反映したものとさせて頂くということである。確認させて頂くと、マネタリーベースの伸び率は前年比6%台、それからマネーサプライについては1%台後半の伸び、為替・資本市場については長期金利は前月と概ね同じ水準、円の対ドル相場及び株価は下落しているということである。因みに申し上げますと、前回月報決定時の長期金利が1.48%、株価が11,898円、円相場が106円台であったので、今日余程大きな動きがない限りこの表現が適当であると思っている。以上である。

福井議長

宜しいか。金融経済情勢に関する討議が終わった後、内容的なこと、あるいは表現について議論したいと思うが、それ以外の点について何かあれば。特になければ討議の方に移りたいと思う。

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

では、金融経済情勢に関する討議に入る。恐縮だが、できればお一人5分ずつ位ということでご発言を頂きたいと思う。今日は田谷委員から、植田委員、春委員、武藤委員、岩田委員、福間委員、中原委員、最後に須田委員の順でお願いできればと思っている。それでは最初に田谷委員からお願いする。

田谷委員

前回会合以降、米国における超低金利政策是正の思惑が強まることによって、世界的に株安、債券安、ドルの反発、高騰を続けていた商品市況の調整、ソブリンリスクに対する再評価などが起こった。ただ、先進国における投資適格債の対国債イールド・スプレッドなどに大きな変化は見られない。金融市場における様々なポジション調整の第1ラウンドは、これまでのところ大きな混乱なく進展してきたと思われる。これは、米国金融当局が超低金利是正は性急には行わないことを表明していることや、経済実態に即した適切な是正プロセスを市場に織り込ませつつ、慎重に行っていくであろうことに対する信認によるものだと思う。米国の金融政策の変更に関連した動き以外では、中国における経済の過熱抑制策とその効果に注目が集まっているし、原油価格上昇の影響が懸念されている。国内経済面では、強めの指標が発表されている。以上の点について触れてみたいと思う。まず、米国の状況だが、様々な指標から雇用情勢の回復が確認されてきた。非農業部門雇用者数の増加ばかりでなく、ISM指数、あるいは

消費者コンフィデンス指数中の雇用関連指数が改善している。物価の上昇率も上向きとなってきた。PPI最終財、コアCPI、個人消費デフレーター・コア、全てで見られる傾向である。第1四半期の実質経済成長率は前期比年率4%を超え、各種の経済成長率予測でも同様のペースでの景気拡大の持続が想定されている。第1四半期には貿易赤字も拡大した。超低金利による下支えは必要なくなっているということだろうし、持続可能な成長路線を維持するためには、超低金利の是正が必要になってきているということであろう。金融市場では既に、相当のFF金利の引き上げが織り込まれてきている。経済指標の出方によっては、市場での波乱もあり得るが、当面、米国の実体経済に関するこれまでの想定を変える必要はないように思う。次に中国経済についてだが、第1四半期、実質GDPの季調済前期比年率成長率は14.3%であった。消費も堅調だが、何と云っても固定資産投資の高い伸びが目につく。今年に入ってから、貿易収支は赤字になっている。また、CPIは食料品価格の上昇を主因にしているとは言え、上昇率が高まってきた。政府が強過ぎる景気のソフトランディングを真剣に目指していることは確かだが、様々な過剰抑制策の効果については不透明である。現在のところ、中国経済が高めの成長を続けるとの想定は維持したいと思う。国内経済情勢については、まず、一昨日出た第1四半期GDP統計について触れたいと思う。輸出が高い伸びを維持するもとの設備投資、消費といった民間内需の堅調が持続していることが高めの実質GDP成長率に結び付いている。実質消費の堅調は、実質雇用者所得の変化率がマイナスであったことを考えると若干違和感があるが、人口構成の変化や消費者マインドの改善などがその要因として指摘されている。所得対比で消費がなぜ強いかは、精査の必要があると思う。設備投資については今年に入ってから機械受注統計の動きなどから見て、若干のポーズ期間はあるかもしれないが、企業収益の状況などから考えて増加基調は続くのではないかと思う。第1四半期の成長率が高かったことから、今年度の成長率に対するゲタも高くなった。今年度の成長率の上振れを云々するには如何にも早過ぎるが、今後の展開次第ではその必要も出てくるかもし

れないと考えている。物価面でも、C G P I の変化率が最近高めに出ている。原油価格の上昇に加えて、円相場も若干安くなっている。4月の全国ベースのコアC P I の出方に注目している。以上である。

福井議長

次は植田委員、お願いします。

植田委員

やや同じ様な点になるが、実体経済に関するデータは改善を続けているということだと思う。特に米国が良い。また、中国も引き続き強い。それから日本も今あったが、第1四半期は昨年第4四半期の反動がほとんど見られなかった。ただ、これは消費と在庫投資のデータに若干疑問符が付いたり、あるいはもう少し見てみたいという面はあるのだと思う。また、物価に予想をやや上回る上昇圧力が見える。特に米国かなと思う。日本もそうだが、日本の場合はC G P I までということだと思う。ただ、以上はある意味では遅行指標であり、一部の先行指標には警戒信号が見えるということだと思う。言うまでもなく、世界的に株価の調整、商品市況が原油を除いてやや頭を打ったと見られること等である。その要因も、昨日来指摘があったように、中国の問題、それからアメリカの予想以上に早い金融緩和解除予想あるいはより正確には既に意図的に時間軸効果のようなものを短くする声明をF O M C が出したことにより、緩和の解除は既に開始されているというふうに見るべきかと思う。それから政治リスク、その影響もあつての原油高というようなことがあつて、これらがこれまでの世界的な金融緩和あるいは中国ブーム等を前提として行われていた投資行動の巻き戻しを引き起こしているということだと思う。両者との相関が高かった日本経済あるいは日本株もエマージング・マーケット・エクイティのような感じで売られたという局面がここまでのところであつたと思う。ただ、今のところは日本は株式市場に影響が限定されているということだと思う。ただこういうことは冷静に考えると、本来は中国の一段の引き締めの

可能性あるいは米国の緩和解除、いずれにせよソフトランディングないし持続的安定的な成長を目指した動きである訳だから、多少投機的な部分が剥がれ落ちたとしても市場及び実体経済には中長期的にはプラスの動きだというふうに冷静に見るべきかと思う。ただ敢えてリスクを指摘すれば次のとおりかと思う。中国については、田谷委員がおっしゃったように引き締めのプロセスは政治問題も絡んだ複雑なものである。上手くいくかどうか、まだ内外のマーケット等は半信半疑の状態であるということだと思う。米国については長く強い緩和の後、緩和の程度を弱め始めている訳だが、常識的な言い方をすれば緩和期に作られたポジションのアンワインディングが思わぬ混乱を引き起こすことがないかどうかということだと思う。あるいは、やや理論的な表現で別のことをアメリカの緩和解除に関して申し上げると、次のようなこともあり得るかと思う。アメリカも日本と同じ様に、ある種の時間軸政策的な政策を金融政策で採っていたと見られる訳だが、これは表現は不正確だが、ある意味では昨日岩田副総裁もおっしゃったが、意図的にビハインド・ザ・カーブの政策運営をするという面があったかと思う。それによってデフレ抑制効果を強めるということである。その結果上手くいくとデフレが止まり、しかもある程度はインフレ率が目標インフレ率をオーバーシュートする可能性を最初から睨んだ政策運営であるかと思う。その後、軟着陸へ行くというのが、理論的に出てくるパターンである。しかし考えてみると、どこかで軟着陸して行くためには、どこかでは通常よりも急速な引き締めが当然必要になる。ずっとメジャー・ペースでゆっくり上げていくということではできないはずである。こうした実体経済、インフレ率等のオーバーシュートの可能性、どこかでの急激な引き締めの可能性、その後上手く着陸できるのかどうか、この辺り当局もマーケットもある意味初めての経験であるので不確実性が高いし、こうした全体を当局としては計画的犯行という形でやっていたとしても、市場は場合によってはポリシーのミステイクであると受止める可能性、リスクもあるのだと思う。日本銀行も似たようなことをより大きなスケールでしている訳だが、先に走り出したFedの政策運営を見守りた

いし、途中で市場が今申し上げたような予期せぬ反応をするというリスクについても注意深く見守りたいと思う。最後に今後を睨むと、今話してきたこととの関係でだが、中国、アメリカがソフトランディングあるいはインフレの未然防止に成功したとする。これは良いことだが、そうすると、ここまでの商品市況の上昇のような動きは一段と頭打ち感が強まってくるということだと思う。原油がどうなるかというのはまた別のポイントであるが、そういうものが川下にどんどん及んできて日本のデフレがはっきりと克服されてくるという、そういう図が実現する可能性はそんなに高くないかもしれないという点も頭に置いておくべきだと思う。むしろそういうケースでは、今見られるような非製造業への波及あるいは消費への波及、これが一段と強まって労働市場も暖まり、賃金、サービス価格等が徐々に底上げされてくるというパターンかなと思う。他方、世界はソフトランディングに成功しないということになると、これはどんな混乱が起こるか分からないということで、そういうリスクも可能性は低いと思うが念頭に置いておくということかなと思う。以上である。

福井議長

春委員、お願いします。

春委員

前回会合以降、海外では拡大EUの発足とかイラク情勢等の地政学的リスクの広がり、そして原油価格の高騰があった。国内では年金問題等で官房長官や野党第一党の代表の辞任などがあった。GDPの一次速報が発表され、1～3月は10～12月の高い成長の反動で若干鈍化が予想されていたが、着実な回復の継続が確認される結果となった。

若干総括的なコメントをさせて頂くと、米国経済については、4月の雇用統計による雇用の改善などから、景気回復の力強さが確認されて、その中でFRBの利上げ予測から長期金利が上昇、ドル高が進行、株価は下落という状況である。中国経済については、高成長が続く中で、中国政府が

相次いで過熱抑制策を打出しており、これによって政府の目指している7%台の成長の方向へソフトランディングすることが期待されるが、一方で過度の減速のリスクや、逆に抑制策の効果が十分に発揮されないことによるバブルのリスクも懸念されている。

今回のGDP速報で私なりに注目した点を幾つか申し上げさせて頂くと、1~3月は10~12月に続き、実質、名目とも高い伸びを続けた。また、これによって2004年度へのいわゆるゲタも2.0%と高いものになった。特に名目でも4期連続プラスとなり、それもこのところ期を追って伸び率を拡大させている。またその伸びを支えたのが国内民需、特に設備投資と並んで個人消費も堅調であった。一方で、雇用者報酬は、1~3月、実質、名目とも再びマイナスとなっている。またデフレーターは大きなマイナス幅を続けていて、CGPIやCPIとの落差がデフレの程度の認識を難しくしているように思う。

先行きについては、割り引いて見る必要はあるが、4~6月の鉱工業生産予測指数や、調査統計局のヒアリングによる生産見通しの強さ、3月の労働力調査等における雇用の改善、あるいは3月、4月にかけて家計調査、消費動向調査、景気ウォッチャー調査など消費者コンフィデンスの強さ、また企業の決算発表における業績予測などから、4~6月以降も内需について回復基調の継続が期待できるのではないかと思う。この中で昨日も色々ご説明があったが、3月の機械受注における先行きの見込みの弱さをどう見るかが難しいところかと思う。

この中で株式市場は、活発な売買は続いているが、外国人の売りが目立ち、4月までの上昇から反転して下落、ここ数日は若干戻している。為替市場もドル資金への回帰と見られる動きがあることから、3月までの円高が反転して円安基調。さらにこのところ素材価格の中には騰勢が一服したのも見られているが、原油価格は過去最高水準にまで上昇と不安定な状況にあって要注意と思う。

以下、二点簡単に述べさせて頂く。設備投資だが、建築着工床面積は1~3月に大きな伸びとなったが、逆に機械受注は、特に非製造業のマイナ

スを主因に1～3月実績、そして4～6月見通しと二期連続前期比マイナスになっている。短観やその他の設備投資調査、あるいは企業の景況感アンケート等を見ても設備投資の伸びが大きく鈍化する状況とは考えにくいと思うが注意して見たいと思う。

もう一点、原油価格についてだが、今回の原油価格急騰は、3月末のOPEC総会で、先行きの供給過剰懸念のため4月からの減産実施が確認されたが、そこにイラク情勢等による産油国におけるテロの不安や、米国におけるガソリン在庫の不足が強く意識されて、投機資金が流入して生じたものと見られている。今後、年末にかけて需給の実態を反映して価格低下を予測する調査機関が多いが、OPECはこれまでの25ドル±3ドルのOPECバスケットの目標価格を実際は30ドル±3ドルに引き上げたとする見方が増えており、不透明かと思う。さらに中長期的に見て、いわゆるBRICs等の経済発展に伴う需要増を考えると需給が逼迫して石炭、天然ガス等も含めて価格が上昇する可能性は否定できないように思う。日本の経済構造上、原油価格上昇の影響は限定的だという見方もあるが、一次エネルギーの輸入依存度は原子力を国産にカウントしても80%ある。また、石油依存度も50%である。このうちOPEC依存度が87%という調達構造を考えると、今後中東情勢、さらには原油価格の動向については十分な注意が必要と思う。以上である。

福井議長

次、武藤委員お願いします。

武藤副総裁

一昨日公表の1～3月のGDP統計は反動減が思いのほか小さかったが、こうしたペースでの景気回復が今後も続いていくかどうかは当面の大きなポイントだと思う。まず輸出の動向であるが、米国、中国を中心とする世界経済の拡大を背景に大幅な増加が続いている。先行きについても米国は雇用の改善が明確化するにつれて、よりバランスのとれた成長を続ける

可能性が高まった。また、中国を中心とする東アジアも高成長が続くと見込まれている。このため、当面輸出は増勢を辿ると判断される。海外経済を巡っては、米国の利上げ予想の強まり、中国の景気過熱抑制策の強化、原油価格の上昇、地政学的リスク、さらには金融・資本市場の不安定な動きと、このところリスク要因が増加してきており、こうした点を注意深く見ていく必要があると思う。次に内需であるが、設備投資は先行指標の機械受注にやや弱めの数字が出たが、GDPベースの設備投資、資本財出荷は10～12月の高い伸びから若干の減速にとどまっており、好調な企業収益や短観の設備投資計画、生産の先行き見通しが強いことも踏まえると、製造業を中心に設備投資の基調は強いと考えられる。内閣府の企業行動に対するアンケート調査等から見ても、企業の期待成長率は上昇しているようであり、設備投資は先行きも回復を続けると見て良いと思う。個人消費については、足許やや強めの動きとなっていて、消費者態度指数の回復などマインド面の改善も見られている。もっとも消費の本格回復には所得面の裏付けが不可欠であるが、この点雇用面は有効求人倍率や雇用者数の改善傾向が続いているほか、非自発的離職者数が基調的に減少していて3月の失業率も低下した。一方、賃金面では前年比マイナスが続いており、なお下げ止まりが確認できていない。雇用・所得の裏付けを伴うしっかりとした消費の回復に繋がっていくかどうか、なお要注目だと思う。生産は10～12月に大幅増加した後、1～3月は減速した。4～6月の予測指数は少し高過ぎると思うが、少なくともそれなりの増産ペースは維持される見通しである。また、在庫は電子部品等の一部に積み増しの動きも見られているが、総体としては依然横這いなし減少気味であり、在庫循環面からは生産の増加が途切れにくい状態だと思う。このように、我が国経済は我々が想定している前向きの循環が作動しており、今後もこのメカニズムは強まっていくことが期待できるように思う。以上の経済情勢を総合的に評価すると、現状については「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」という事務局の前月と同じ表現、さらに先行きについても、「景気は当面緩やかな回復を続ける中で、前向きの循環が次第に

強まっていく」というこれまでの判断を維持することで良いかと思う。物価面についてはやや予想を上回る強めの動きとなっている。内外の商品市況は原油価格を中心に上昇を続けている。また需給が改善する中で、商品市況の上昇を主因に国内企業物価の3か月前比が+0.6%とやや大きめの上昇となった。原材料の他、中間財の上昇幅がさらに拡大しており、川上から川中への波及はやや想定を越えて広がっていると思われる。今のところ最終財への影響は限定的ということであるが、コアの消費者物価については、4月の東京都の数字が医療費の自己負担引き上げの要因が剥落しても、なお前年比マイナス幅は然程拡大しないということである。これが全国のケースに反映されるかどうかについては、昨日調査統計局の方からなかなか反映されにくいという話があったが、物価の基調が変化していないかどうか、これは予断を持つことなく見ていくことが大事であると思う。物価に関し、これまで見られていた需給ギャップは縮小しつつも、なお物価低下圧力は残っている。ユニット・レーバ・コストの低下で川上の物価上昇の影響は企業段階である程度吸収されるといった基調的な判断は変える必要はないと思うが、中間財への波及が強まっていることに見られるように、物価は一旦上昇を始めるとそのテンポが速まる可能性がある。また、今後の原油価格の動向、円安の影響がどのように出てくるかも注目しなければならない。引き続き慎重に見守っていく必要があると思う。最後に、内外金融市場の動向について若干コメントしたい。米国の利上げ観測が高まるもとで多くの国、地域で金利上昇と株価の下落が見られ、エマージング諸国の対米国債スプレッドが拡大するなど海外の金融環境が悪化している。この影響は我が国の金融・資本市場にも一部であるが及んでおり、株価がやや下落し、円の対ドル相場も下落している。今のところ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し、長期金利も世界的な金利上昇傾向の中でほぼ横這いである。企業金融面でも総じて緩和方向にあり、緩和的な金融環境は維持されていると思う。今後こうした状況に変化が生じてくることはないかどうか、この点についてはさらに見ていく必要があると思う。以上である。

福井議長

次、岩田委員お願いします。

岩田副総裁

それでは三点程申し上げたい。一つはGDPの数字で二つ目は物価、三番目は原油価格高騰の影響ということでお話したいと思う。金融については次のラウンドでと思う。まず成長率だが、前期比1.4%となった。私は前回の会合でも申し上げたが大体1%近いのではないかと申し上げたので、私の予想は0.4%程実はゲタが足りない。それで私の予測は元々アウトライヤーで3.5%なのだが、さらに足さないといけない。3.9%となってしまいうということで4%近くなると思う。私は今そういうことで足許調整をしている。前回の大勢見通しは3.1%で確か高い方が3.2%だったと思うが、もし仮に3.2%を予測された方が第1四半期0.5%とか0.6%とかというものを仮に前提して、ゲタが1.2%だというふうに考えた場合はゲタの調整を0.8%しなくてはいけないので4%になって私より高くなる。足許調整をすると私はどうやらアウトライヤーでなくなった。足許調整で私より上の人もどうやらいそうだということで、極めて私はカンファタブルな気持ちでいる。仮にこれが事実だとすると、二つインプリケーションがあり、つまり4%成長だということになると、一つは大守審議官とも、あるいは津田総括審議官とも関係があるのだが、4%だと、GDPデフレーターが去年は2.5%位マイナスだが、2%位のマイナスになる可能性というのは十分にあって、残りの2%が名目成長率ということになる。政府とか諮問会議で一所懸命に、なるかならないか、必死に議論されているが、4%を実現すると2%近くの名目成長率の実現してしまう。2年前倒しというインプリケーションがあろうかと思う。もう一つは消費者物価について、これは二番目の論点と関わる点であるが、フィリップスカーブの傾きが0.42であると、需給ギャップ1%縮小で0.42%縮まるということで、早川調査統計局長が言うように潜在成長率が2%だったとしても、私は1.5%

だと今も思っているが、2%だとしても 2×0.42 なので0.84%上昇圧力が加わる。今の第1四半期のコアのCPIが基調的に-0.5%だというのは早川調査統計局長の見解であるが、これはおつりがきてしまう。+0.3%おつりがきてしまう。それからもう一つ加えて第1四半期の需給ギャップがほとんどゼロだと考えているが、これもまた異論が、つまり供給能力がまだ増えているかもしれないのでまだ広がっているということがあるかもしれないのだが、そこは多分ゼロだとするとさらにおつりがきて、需給ギャップが、今度はインフレギャップの方に2%分乗っかるので 2×0.13 で0.26%分さらにおつりがくる。益々私のコアのCPI +0.5%というのはより実現性が増してきたと大変喜んでいる。消費がやはり実態が見えないというところが問題なので、これは田谷委員も指摘されたが、賃金だけ見るのではなく、可処分所得という切り口でもう少し見た方が良いのではないか。これは退職年代の方が増えている、あるいはフリーエージェント化しているとか、あるいは事業ごとアウトソーシングしてしまうとなかなか雇用も賃金も上手くつかまらないという、こうした漏れが25兆円位あるのではないかという推計もあるのだが、その部分が乗っかってきたりするという事なので、是非詳しく見て頂きたいと思う。それからもう一つは住宅投資、私は少し強めになっているのではないかと。首都圏の地価の下げ止まり傾向ということもあるし、第二団塊世代の住宅事情もあるし、ということに加えて建設投資がやはり回復しているという点は重要で、商業サービス業の建設投資ではなんと第1四半期で29.3%増加している。これは明らかに機械受注の減速を設備投資のうえで相殺しているのではないかと思っている。これがGDP関連で、今度は物価についてであるが、消費者物価については申し上げたので、企業物価指数も前年比0.5%ということで基調的にこれはもうプラスになっていると思う。需給ギャップがゼロかどうかというのは、物価から逆に判断するしかないという人もいて、物価が基調的に上がり始めたらその時は需給ギャップがゼロなのだ、あるいはもう変わっていると見た方が良いと。仮にそういう見方をするとCGPIで見る限り、既に需給ギャップはゼロを超えたのではないかと。コア

のCPIだと第1四半期はゼロ位なのではないかと。GDPデフレーターだとまだデフレギャップが残っているというのが実態なのではないかと思う。今、米価の上昇が剥落してもこれだけやっている訳だから、基調的にやはりプラスになっていると。それから為替レートがドバイのG7直前の水準に今近付いている。若干今日あたりは強くなっているが、接近しているということ、さらに原油価格の高騰ということがあるので、私は前からアメリカの物価がファームになってくるのは夏以降だと思ったら3か月早かった。日本の物価については、アメリカについて言っている時は常にインプリシットには日本についても同様だと考えていたので、6月程度からコアのCPIもプラスになっていくということは十分あり得るというシナリオではないか。逆にそうでないと0.5%というのはなかなか難しい、私のシナリオが実現しないということかと思う。最後に原油価格であるが、これは原油価格は既に説明が春委員からあったが、イラクなどの地政学リスクに加えてベネズエラのストライキの後遺症、ナイジェリアでのこれもやはり生産が滞っていること、あるいはイラクの戦争が続いて生産回復が遅れていること、加えてサウジとかロシアのユーコス問題があつて、生産余力が少し足りなくなっている、250から300万バレル位で少し不安感がある。それからアメリカが夏場にかけてガソリン需要が高まっているということと、戦略備蓄をやはり増やし続けていて前回はこれを放出したりしたのだが今回はやっていない。中国も備蓄を増やし始めている。それから日本も原子力発電を後退させているので、石油需要を実は高めている、よく見えないのだが。これはこういうことで石油需要要因が高まっていると思う。それから спекулятивные 資金が流れている。これはアナリストによって色々な見方があるが、 спекуляция で上がっているのは、一説によると5から10ドル、他説では10から15ドルというふうに、私は専門でないので何とも言えないがそういう説がある。原油の先物の規模が何しろ去年の倍になっている。260億ドルになっている。買い持ちポジションが売りポジションの4倍になっている。これは明らかにやや投機的なポジションになっているのではないかと思う。原油価格は4月の時点で

の想定が 30 ドルという早川調査統計局長から説明があつて、今 38 ドルということなので 3 割位上がっている。こういうことが持続するとその経済効果がどうかと。これはあるシンクタンクの計算だと、アメリカ、日本の成長率がそれぞれ 0.5%、0.3%下がると。アメリカの方が悪影響が大きい。消費者物価の方はこのまま持続すれば 0.5%上がる。これはある試算である。これは産業連関表を使ったものだと思う。我が日本銀行の計量モデルだと消費者物価は、原油が 3 割上がっても僅か 0.1%位しか上昇しない。企業物価の方は、ある程度、0.5%位上がると、計量モデルでもそのようになっている。そういうことで、持続するとかなり物価と成長率に、相当の悪影響があると思う。最後にエネルギーの価格をどういうふうにかコアCPIの中で扱うかという問題が恐らくその時に出てきて、国際的な考え方では生鮮食品とエネルギーを除くのがコアとしてむしろ通常であると思う。日本はエネルギーを除いていないので、エネルギーを、つまりコアCPIに入れてしまっているの、これはどういう扱いをするのかというのは実は大きい問題だと私は思うが、今それをいじるのは、コアCPIを今度はエネルギーも除くことにするのはややクレディビリティを失うのではないかと思っている。以上である。

福井議長

次、福間委員願います。

福間委員

合計で 10 分以内ということなので、前半の金融経済情勢のパートに多少時間を割き、後半の金融政策運営方針は簡単にとっている。我が国の景気動向については、一昨日、先程から出ている第 1 四半期 GDP 統計に表われているように、内需の成長率寄与度が高くなっている点の特徴で、特に所得環境に目立った改善のない中で個人消費の堅調な伸びが続いて、予想を上回る形で景気が回復していることはポジティブ・サプライズであった。今後は内需と外需をバランスさせながら、如何にして景気回復の

持続性と自律性を高めていくかということが課題になってくる。そういう面では、内容的には非常に格好の良い数字が出てきたと思っている。問題は持続性、自律性だと思っている。一方の外需であるが、引き続き内需と並んで景気の牽引役であることに変わりはない訳で、外需を巡る最近の動きとしては前回会合でリスク要因として挙げられた中国の金融引き締めと米国の利上げ観測が、折からの地政学的リスクの高まりを背景とした原油価格の高騰と相俟って、予想以上の速さで市場に影響を及ぼし始めており、この点は前回以降の変化として注目している。株価については、米国では週ベースで見ると三週連続で前週末の終値を下回る下げ基調の動きになっている。その他、アジア、エマージング・マーケットでは3月末に比べて1割程度の下落をしているケースが少なくなく、また債券では先程武藤副総裁がおっしゃったが、エマージング・マーケットで対米国債スプレッドが大幅に拡大しているということで、エマージング・マーケットに相当金が入っているだけに、このアンワインドが恐いと言うか、ヘッジファンドの傷み具合、あるいはデリバティブのポジション、そういうところが非常に気になるところだが、今のところはまだそれが然程問題にはなっていない。中国の金融引き締めについては、先週、沿岸部を回って人民銀行や政府関係者、中国企業さらには日系の銀行、企業の方々と最近の金融経済情勢について意見交換を行ってきたが、中国の当局者は将来的なデフレの可能性を認識しつつも、足許については旺盛な個人消費と活発な設備投資の需要効果に加え、特に石油、石炭、鉄鋼等原材料の価格上昇というコスト・プッシュ、彼らはコスト・プッシュという言葉をよく使うが——そのとおりそういうことが起きている訳だが——、コスト・プッシュもあってインフレ進行に対する懸念が強かったように思う。このように物のインフレに警戒感を持っているものの、それ以上に資産インフレ、これも中国ではよく出る言葉だが、バブルに対する警戒感が強く、出張中日本のバブルの経験を盛んに尋ねられたところである。実際、上海、蘇州等の華東地域を例にとっても、農地を転換し工業団地を造成する動きが予想以上の規模とスピードで行われており、企業からは国有、外資系を問わず、

電力不足を筆頭に水や道路、港湾等の不足を指摘する声が聞かれた。中国当局は温家宝首相が、ちょうど欧州各国を訪問している中で、各国から色々、過熱問題について心配の声が上がったためか、先週は色々な措置が出てきた。既に出ていたものの強化という面も含めて、一番目は、金融面では業種別窓口指導を実施し、その対象企業を拡大するとともに、銀行業監督管理委員会から六つの省に監督官を派遣し、当局の通達に沿って銀行貸出が行われているか、また不良債権に対して十分な引当てが行われているかどうかを厳しくチェックすることとしている。これは人民銀行から聞いたのだが、そういうことで動いていると。また、市場からの資金吸収力を向上させるために、公開市場操作を今までの火曜日1回から、今度は火曜日と木曜日の2回に今週から増やすと言っていた。二番目は、行政指導面でも過剰投資を行った企業とそれをサポートした地方政府及び銀行関係者を一罰百戒的に処分するなど地方を中心に矢継ぎ早に施策を実施している。これら一連の対応は中国の過去のバブル期に採られた引き締め策と比べると私の経験ではかなりスピーディーで早めの対応と言え、その結果中国では思惑的な在庫投資圧縮の動きも手伝ってか、スクラップ、鋼材、非鉄原料等の価格が値下がりしているほか、油圧ショベルについては日本からの輸出にブレーキが掛かっているなど具体的な影響が出始めている。今後これらの措置がその実効が上がるまで継続的に実施されれば、中国経済のソフトランディングも展望し得ると思われる。ただ、中国では、「中央に政策あれば地方に対策あり」と言われるように、中央政府の現下の引き締め策を地方に浸透させることは容易でない面もあり、今後とも中国当局の政策運営が注目されるところである。個人的には今回は上手くいくのかな、という感じである。非常にタイミング的に早かった。ご承知のように去年の今頃はSARSで大騒動をやっていた訳で、それからまだ1年も経っていないということもある。一方、米国の利上げ観測についてはFRBが94年の利上げの教訓等を活かしてどのように超金融緩和から脱却し正常化を図るかが注目されているが、昨日の執行部の説明にあったように既に米国の金融市場では、これまでのFRBの利上げに向けた事前のシグ

ナル、「コンシダラブル・ピリオド」とか「ペイシェンス」とか「メジャー・ペース」とか色々なシグナルを受けて、向こう1年間で1%以上の利上げを織り込んでいるほか、スワップのインプライド・フォワード・カーブも上方シフトが続いている。もっとも市場では予想を上回る原油価格の高騰もあって、6月の利上げは織り込んでいるものの、それ以降の利上げのタイミングと幅に対する不透明感は強く予断を許さない状況である。このためFRBとしては、超緩和からの脱却を緩やかに進めていく政策の成否が注目されている。原油価格の高騰に対し、付言すると、米国ではガソリン価格が史上最高値を更新しているなど高騰を続けているが、車社会でガソリン消費量の多い米国ではガソリン価格の上昇は他の財に対する家計の消費を抑制する効果が高いため、消費マインドを通じて米国経済への影響が懸念される場所である。また、欧州経済についても漸く底入れの動きが見られているだけに、原油価格の高騰が個人や企業のマインド面を与える影響には注意が必要かと思う。次に物価面だが、国際商品市況や海運市況は、米国の利上げ観測や中国の金融引き締めの影響から調整局面が続いており、特に海運市況は直近ピークに比べて4割程度大幅安となっている。もっとも、WTI・原油価格は、史上最高値で推移する予想外の展開となっており、また国際商品市況、日本の国内商品市況・日経17種も円安要因も手伝って高値圏で推移している。こうした中で、我が国の4月の国内企業物価が前年比+0.5%と4年振りの高い伸びを記録した。単月とは言え、私にとっては予想を上回る高い伸びであって、今後、原油価格や国内商品市況の高騰が川下の最終財価格に波及するスピードと波及の程度を慎重に見守っていきたいと思っている。金融面については銀行の積極的な貸出姿勢は続いているが、銀行貸出は依然として減少傾向にある。マネーサプライは金融システムに対するコンフィデンスが、セーフティネットの整備や銀行の格付け引き上げ、株価の上昇等を背景に徐々に改善する中、企業の豊富なキャッシュ・フローが銀行預金に滲み出す形で小幅ながら伸び率を高めている。この間、株式市場を見ると、これまで企業業績の回復期待から上昇を続けてきただけに、実際に決算が発表されると利

食いが出易い状況にあるところに、先程述べた海外の株安という要因も加わり、調整色の強い展開となっていたが、足許ではGDP統計を好感してリバウンドしている。債券相場については、株安も手伝ってボックス圏の中で堅調な動きを続けている。我が国は、米国とは経済・物価の情勢がやや異なる点もあり、金融システムに問題もあることから、当面、金利は米国とデカップリングした形で推移する可能性が高いと思われる。それでも先程述べた海外の金融市場の動きは、極めて不安定であるだけに、なお、その影響については十分な注意が必要と思っている。以上である。

福井議長

中原委員、お願いします。

中原委員

先進国経済は引き続き総じて拡大基調が続いているが、比較的バランスのとれた改善を続ける米国経済、それを追う日本、停滞感の出ている欧州、この三者の経済ファンダメンタルズのコントラストが明確になってきたように思う。これまでリフレ政策として共通の土俵に立っていたものが、それぞれの直面する問題において政策スタンスの微妙な変化に市場がキーンに反応するということが始まったように思う。このような要因に加えて、中東、アジアの地政学的、あるいは政治的な情勢、漸進的な引き締め政策のもとでまだ減速を見てない中国の経済の先行き、原油の高騰、国際商品価格の上昇、こういう要因が投資家のリスク選好、資金の流れを変化させ始めている。この動きは一時的なものか否か、不安定化の方向に拡大するのかどうか、途上国経済に与える影響なども含めて、今後の判断に、もう少し時間を掛ける必要があるように思う。米国経済だが、足許、自動車を中心として消費にやや減速も感じられるが、全体としてはバランスの良い成長、ペースも安定してきているという感じがする。雇用の回復も明確になった。これは減税効果剥落後の消費の持続性についてのサポート材料とは思いますが、一方で、金利上昇、それからガソリン価格上昇が家計に与

える影響、プラスに転じたユニット・レーバー・コストの今後の動き、素材価格、原油価格の上昇が企業収益に与える影響については、なお注意を要すると思っている。年内で100bp程度のFFレート引き上げ、これはどうも市場のコンセンサスになりつつあるようだが、長期金利にはまだ完全に織り込まれたとは言えないと思っている。今後のコア物価、あるいは雇用情勢如何でさらに上昇圧力が掛かる可能性はあると思う。我が国経済だが、回復の裾野が広がり、家計にも好影響が出始めているという前回会合時の構図に大きな変化はない。ポジティブ・サプライズとなった一昨日発表の1~3月GDPはこれを裏付けているが、昨日の説明でも触れられたが、消費は予想外の強さだった。販売統計や消費包括指数との動きとやや乖離感を感じるのだが、デフレーターにも問題があるのではないかという気がする。毎勤統計から見る雇用者所得は必ずしも改善が明確とはいいがたい状況だし、支えているのは雇用環境の改善によるマインドの好転、それから株価上昇による資産効果、あるいは構造的なデモグラフィックな要因とか、消費選択態度の構造変化みたいなものもあるのではないかと思う。小売業界のミクロの話を見ると、1、2月は良かったが、3月、4月は駄目、5月も改善していないという声も聞かれて、供給サイドの指標から見たマクロ感とはややギャップを感じるところである。その他、川上の部門では鉱工業生産の増勢がやや鈍っており、4月に入って上・中旬の貿易統計で輸出は減速しているという話もある。ただ、景気動向指数の先行CI、あるいは生産予測指数から見ると、やはり4~6月の生産は再加速の可能性はあるとしており、景気モメンタムは基本的に強い。鉱工業指数統計で見ると、電子部品とかデバイスでの在庫の増加が見られるという話だが、今のデジタル家電ブーム、IT関連活況のもとでの前向きの在庫投資と見て良いとは思いますが、ミクロベースで聞くと、デジカメが相当値崩れしている。コンパクトデジカメを中心に値崩れしていて、流通在庫が大幅に増えているという話も聞く訳であり、デジタルブームがどこまで続くのか要注意だと思っている。機械受注の数字は弱いのだが、一時的な振れという昨日の説明だった。ただ、非製造業の設備投資態度は、元々先行きに対して非常

に慎重なので、この点は留意しておく必要があると思う。企業物価については、中間財への波及はやや想定を上回っていると思うが、今後、企業が交易条件の悪化を数量効果あるいは生産性向上の中でどの程度吸収していけるのか、リスク要因として見ておく必要があると思う。CPIへの波及はなお限定的だが、特殊要因の剥落とか原油価格の上昇の影響を注意深く見守りたいと思っている。市場の関連では、問題は今のところの株価動向である。昨日リバウンドしたが、ヘッジファンドを中心とする海外投資家が売り越しに転じている中で、個人の回転売買が相場をかなりボラタイルにしているのではないかと思う。日本の実体経済のファンダメンタルズが改善している中での動きであり、米国の金利動向、中国の過熱リスクを意識した一時的なリスク回避のためのアジアからの資金還流、こういうものに加え円安傾向が強まる中で、ひとまず利益を確定しようという動きと理解しているが、調整はもうちょっと掛かるのではないかと、時間を掛けて判断する必要があると思う。最初の局面では、ややトリプル安の傾向が見られたが、その後の動きで長期金利は米国市場とデカップリングされている感じがある。これは株価の下落で債券価格がサポートされた面もあるようだから、実体経済の回復が金利に潜在的な上昇圧力をもたらしていることが考えられる中で、今後も長期金利は注意したいと思っている。以上である。

福井議長

最後になったが、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、1～3月期のGDP一次速報は予想以上に強く、特に個人消費の強さがサプライズだった。ただ、他の指標との相違や雇用者所得は下げ止まっていないことなどを勘案すれば、消費の強さを見極めるためには、もう少し時間が必要だと思っている。従って、基本的見解の現状と先行き判断はほぼ前回決定会合どおりの執行部案で良いと

思っている。以下、米国金利の上昇や中国の金融引き締めの世界経済への波及効果、あるいは原油価格の高騰の影響、日本については長期金利・株価及び物価の動向について見ておきたいと思う。

米国については、雇用統計の予想外に強い数字が2か月続き、当面、バランスのとれた成長が続く可能性が高まったと思われる。この間、雇用統計の公表を受け、Fedの6月利上げが織り込まれ、長期金利も上昇し、為替もドル高方向に動いた。一方、株価については米企業の予想を上回る好決算の発表が下支え材料にはなったが、金利上昇を材料に大幅安となった。こうした米国金融市場の動きが米国内外に及ぼす影響が気になっている。実際、5月初めには、米国金融市場の動きを受けて、エマージング・マーケットでは広範にトリプル安に見舞われた。様々な経済・政治問題を抱えている国が散見されるので、94年のメキシコ危機のようなことが再来しないとは言い切れないと思っている。また、市場では94年のFedの急激な利上げのイメージがまだ残っており、今後、市場が実態以上に反応するリスクがある。雇用統計や物価などの予想外の指標が今後も出てくれば、あるいはその他のショックによっても金融引き締め政策を巡る期待は大きく変化する可能性がある。世界の景気が米国景気と同調を強めているうえ、米国金融市場の影響も瞬時に世界を駆け巡る現状を踏まえれば、米国の金融政策及び金融市場の動向を引き続き注視していく必要があると思っている。

米国経済の影響を大きく受けるのは中国経済も例外ではない。中国の内需の強さと、経済の自律性を指摘する向きもあるが、今のところは最大の消費地である米国依存の部分のかなりあることは否めない。こうした中で、中国政府は景気の過熱を抑えるために金融引き締め政策等を講じているが、中国経済の影響は日本を含め、アジア各国に及ぶため、適度な引き締め策が採られるか気になるところである。日本ではオールドエコノミーまで中国の恩恵を受けて復活していることを考えれば、仮に中国経済がハードランディングするようなことになった場合の影響はかなり大きいと思う。その可能性は今のところ低いと思っているが。

次に、原油価格の高騰が世界の経済や物価にどのような影響を及ぼすかが気掛かりである。米国ではガソリン価格の高騰が自動車販売やその他の消費の収縮を招き、実体経済の成長に水を差す可能性もある。TIPS利回りの対国債スプレッドはこの影響も受けて、最近やや上昇している。また、我が国においても、消費動向調査によると、今後1年間に物価が下がると答えた世帯は10%しかなく、デフレ懸念がかなり後退していることが窺える。こうした中で、原油価格の高騰やその他国際商品市況の上昇が、最終財、消費財まで波及してくるのかどうか、これまでの波及が想定よりも早い可能性もあるので、円安と原油価格の上昇が持続するかどうかということも含めて注意深く見ておきたいと思っている。現在のような内外経済成長のもとでは、原油価格の高騰により回復が妨げられるとは考えていないが、「物価上昇＝量的緩和政策の解除」という連想から実体経済の回復と乖離した金利上昇を招かないかどうかについても注視していきたいと思う。

最後に、日本の株価・長期金利についてだが、米国の金利上昇・株価下落は、日本の株式にも利益確定売りをもたらし、また、UFJ報道等、他の要因も作用して株価は下落した。日本経済の実態は強く、かつファンドマネージャー調査によれば、日本株への強気の見方は変わらないので、これから大きく下げる蓋然性は低いと思っているが、株価がマインド面に与える影響は無視できないので、株式市場の先行きは気になっている。長期金利については、今のところ海外金利の動きとは異なって安定的に推移しているが、企業行動に関するアンケート調査に見られるように、今後3年間、5年間の経済成長率の平均見通しが上昇していること、デフレ懸念の後退、内外長期金利の連動性が意識される可能性などを考えると、現在安定的であるからと安心できない。実体経済に見合っただけで徐々に長期金利の上昇を許容した方が、長い目で見た長期金利安定は保たれると考えている。以上である。

福井議長

一通りご意見を頂戴した。全体はこうだったと一言で言うのは前回よりはなかなか難しくなっていると思うが、世界経済全体としては拡大シナリオがさらに少し強化されつつあるということではないかと思う。特にアメリカ経済については、雇用がかなりのラグをもって回復し始めているということで、よりバランスのとれた拡大基調に入っているということは明確に言えると思うし、中国の方は現実には高成長を続けていて、中国の政策当局が割と早い段階から気が付いて、全体の調整をしようというステップを踏んでいる。これは中国は行政的手法で調整をやるものだから、手法もある意味で不透明、効果も不透明というところがある訳で、様々な心配を呼ぶのは当然だと思うのだが、中国は特に、中央銀行は別として、政府の方はやはり成長を壊してはいけないという思考が非常に強い人達の集まりだから、ハードランディングは絶対避けるという気持ちは他の国より強いのではないかという気さえして、しかしどうなるか、注目を要する。しかし、当面、高成長シナリオがそんなに簡単に崩れないのかなと思うし、欧州の方がちょっとやや精彩を欠いているという状況が続いているが、それでも最近の数字を見ると極く僅かキャッチアップし始めているような感じもないではないので、世界経済全体として拡大シナリオはさらに強化されつつあるという感じではないかと思う。その中でやはり物価動向、インフレ傾向については、少しデフレ寄りよりはインフレ寄りの方向に軸が変わってきたということだと思う。従って、世界全体として金融政策はある意味でソフトランディングの方向へと転じてきている。特に米国については植田委員がおっしゃったとおり、時間軸効果をさらに活かしつつソフトランディングを上手くやりたい、ネバーリピート 94 年ということでも上手くいくかどうかということだが、金利引き上げのステップを現実にはまだ踏んでいない段階から市場は様々な反応を既に開始している。今のところは株式市場に一番強い反応が出ている。しかし、債券市場等については、その時間軸効果が浸透していて、今のところ反応は落ち着いている、このようなことではないかと思うし、金融市場だけではなくて、商品市況の方も

少し落ち着きの感じが出始めているというのも、こうした枠組みの中での理解が可能かなと思っている。しかし、先々のことを考えると、この前の国際会議でも明らかにそう言っていたが、時間軸効果というのは、先々に皺を寄せている訳で、最後に皺伸ばしをしなければならない。そのところはどのように実現可能なのか、マーケットはそこを、事前の学習効果の中で十分織り込んでいくのかどうかというところが、これからの大きな課題だと思われる。日本については、在庫の積み増しは極く一部で、まだ初期の段階として始まっているということかなと。GDP統計では少し高く出ている訳だが、今のところ景気の回復は最終需要で引っ張っている。内需及び外需、いや外需及び内需というべきか。その両方の最終需要で引っ張っている。個人消費もこの戦列に加わってきているという理解について、もう少し議論を深める必要があるということかと思う。物価の方も、少なくともCPIを見ている限り基調的な動きがかなり変わってきたと思われるし、これは恐らく川上段階の市況の変化が波及しているという面と需給ギャップが着実に縮小しているという両面があるのではないか。その後の動きがCPIの基調的な変化にどのように繋がっていくかということが非常に重要なポイントであり、このところを明確に見極めていく重要性が非常に強まってきているということではないかと理解される。原油の価格については、以上のストーリーの中からいけば、少し複雑に考えなければならない。原油価格の上昇のバックグラウンドにも色々な政治的な事情等々が絡んでいる訳なので、油の値段の上昇は、経済・物価に対してかなり攪乱的な影響——攪乱的影響というのは、非経済学的な説明でよく分からないが——、つまり何と云うのか、単純にデフレ脱却へのプロセスのうえで原油価格の上昇によって物価が上がれば単純にデフレ脱却へのシナリオが補強されたというような、そういう単純なものではないという複雑な理解をここに加えていく必要が出てきていると思う。コアCPIから除くか除かないかということは別にして、そういう実態判断が非常に重要だと感じる。少し議論をして頂きたいと思う。一つは個人消費の理解について、もう一つは需給ギャップの縮まり方、最近の景気回復の

スピードアップということに絡んで需給ギャップの縮まり方、このところが一番本質的な問題なのだが、岩田副総裁のご見解として非常に明確なご主張があった訳なので、少なくともこの二点について少し議論して頂ければと思う。

須田委員

需給ギャップの縮まり方についてだが、やはり事前と事後とではギャップがあり過ぎて、なかなか分からないといったところがテイラー・ルールなどで金融政策をやろうとした時の難しさの一つであるというふうを考えている。その時の潜在成長率をどう考えるかということだが、この辺はなかなか難しい。今起きていることは、生産性の上昇を伴いながら成長しているということなのか、あるいは本当にギャップが縮んでいるということなのかというのは、事前に評価するのは非常に難しいことではないかなというふうに私は考える。

福井議長

植田委員、如何か。

植田委員

需給ギャップか。標準的には先程岩田副総裁が言われたような計算ができる訳だが、例えばこの0.4 幾つだったか、0.42 か、そういうインフレ率のギャップに対する反応についても、ある程度の期間の平均ではそうなのだが、少し最近に限ったデータで評価するともっと小さくなるというか、色々あって、もう少し見てみないと分からないなというのが正直なところだと思う。

田谷委員

総裁が言われた消費のところ、岩田副総裁がおっしゃったのには賛成で、やはりその所得の…。

福井議長

可処分所得か。

田谷委員

消費に対応した所得と言う時は、やはり可処分所得というところでもう少し見た方が良くかなと思う。前、調統局でも随分そういうことをやって頂いて、それで見ても、その時でもやはりその早期退職した人の退職金が必ずしも全部捕捉されていないとか、そういう問題があったように思う。これは去年だったか、相当詳しい仮説、六つか七つ挙げて頂いて全部検討したこともあるし、最近分かってきたこともあるので、もう一回その辺りを我々でもう少し検討しなくてはいけない。その中心の一つは、岩田副総裁がおっしゃったことで良いのではないかと思う。ギャップの話については、植田委員が今おっしゃったように、やはり経済にそれなりにまだスラックがある状態のもとで、我々はフィリップスカーブと言っている訳で、フィリップス直線とは言っていないので、やはりギャップが大きい時は、90年代特に後半、目で見てもどうも反応が、その0.42だったか、それよりもちょっと小さい可能性はあるなというふうには思っている。それ以外にも例えばこのひと月見ても、金融・資本市場あるいは商品市況でかなり大きな変化が起こっているので、その辺りも勘案しなければいけないなと思っている。それと最後にもう一つ。3.2%成長を出した人は多分ゲタは1.2%と計算しただろうというのはそのとおりで、やはりそれを機械的にやると先程岩田副総裁がおっしゃったようになるかもしれないが、今申し上げたように、色々状況の変化であるとか、そのギャップと変化率の関係であるとか、もう少し考えて結論を出していきたいと思う。

植田委員

ゲタを作り出したプラスの過去の動きが続くものだと見れば将来プラスになるのだが、一時的な要因であると思えばむしろ将来は成長率を下げ

る要因だ。難しいのだと思う。

岩田副総裁

そこは、私の考えは、将来、先行き4回の四半期の前期比は変わらないままで足許だけ変わったというふうに考えるのか、先取り先食いしてしまったので、先行きが細くなるというふうに考えるのかで違うと思うのだが、私は過去これまでの2年ちょっとを平均すると前期比0.8%で伸びているので、これが続けば悠々達成と言うか…。

福井議長

風速があまり変わらなければということか。

岩田副総裁

然り。

福井議長

なるほど。0.42よりも低いかもしれないということはフィリップスカーブがやや寝ているということか。

岩田副総裁

フィリップスカーブについて言うと、私もノンリニアだと思っていて。だから需給ギャップがゼロのところに行くまではかなりフラットに近くて、しかし超えると今度は…。

福井議長

どこを超えるのか。

岩田副総裁

ゼロを超えると。基調的にゼロを超えると今度はやや加速的になってく

る。非対称性があるので、物価上昇率が前期比マイナスであったものが前期比プラスに変わってくるとか。それからもう一つは、需給ギャップがマイナスで足を引っ張っていたものが今度はプラスで作用してくるので、まさにノンリニアだと思う。だから私、物価上昇率はゼロ以上に頭を出すのが大変で、今も苦戦してゼロの辺りでアップアップしていると。だけど頭を出せば後は早いというふうに認識している。

須田委員

係数についてだが、この間、植田委員が少し変わっているかもしれないと話されていたと思うが如何か。

植田委員

フィリップスカーブの係数か。

須田委員

要するに需給ギャップに掛かる係数の部分で、物価がもう少しイナーシャが強いと言うか、あまり動かないかもしれないという話であったと思うが、どうか。

植田委員

分からないなというのが正直なところ。

須田委員

あと、消費の部分に関しては、恒常所得仮説を採るとすると、その時々色々なマインドも影響してくるのでなかなか見えにくいと思う。所得としては可処分所得を見るというのはそうだろうが、そういう観点から見ると、例えば首を切られなくなるといった点も期待ということでなにかがしか影響を与えてくると思われるので、そういう観点からもう少しチェックできたら良いというふうに思う。

福井議長

日本の消費者マインドと言うか、コンフィデンス指数が良いのはなぜか。この間、欧州の中央銀行の総裁方と議論したら、年金の問題が共通だねという話になった。しかも政府が改革に着手しても中途半端で、その中途半端な改革案さえ色々反感を買うし、巡り巡って様々なスキャンダルとか人の揚げ足を取るようなことが起こってくるという意味でも共通ではないかと。けれどもあの問題を契機にヨーロッパではコンシューマー・コンフィデンスが下がっているのに日本は上がっているのはなぜだということになっている。ヨーロッパは確かに景気の回復力が弱い。

田谷委員

消費について、これは調査統計局の方から教えて頂いたのだが、このところ注目しているのは名目の消費が非常に安定しているということだ。例えば98年以降で見ると、名目の消費の年度間の変化率は、確か-0.4%、-0.3%、-0.3%、-0.2%、+0.1%であった。ほとんどゼロの近傍にいて、その間、景気は良かったり悪かったりしているのだが、どうして名目値がこれだけ安定しているのか。そのもっと前を見ても、+0.2%であるとか+0.4%とか、ほとんどゼロのところ、96、7年以降、97年以降か、ずっと一定なのである。それからずっと考えているのだが、これだという理屈がなかなか見つからない。そういうことも含めてここにきて消費の動きを説明するこれといった決定打がないような気がする。

福井議長

確かに小売業者の話を聞くと、田谷委員がおっしゃるような感じにずっとなっている。余程工夫しないと物が売れないのだと、こういう感じである。

岩田副総裁

私の感じは、既存の統計で小売販売とか商業販売のカバレッジにはやはりちょっと問題があると、これはずっと前から内閣府にいる時から思っていて、つまりインターネットを経由した取引が含まれないなど、経済産業省が掴まえられるもののがかなり限られているというような。

福井議長

あれはかなり大きい。

岩田副総裁

然り。一つ問題。それからもう一つはサービスだと思う。サービスになるともっと掴まらない訳だ。今、健康志向とか癒し志向とか、起業しているのは恐らくそこが圧倒的に多いのではないかと思うが、それはほとんど掴まっていないのではないかと思う。どんどんお店などでできていると思うが、そういうのは統計上ほとんど掴まっていないのではないか。だからそういうところが伸びていて、それで雇用の方で言うと、雇用がやはり通常の統計で上手く掴まえていない部分があって、特に若い人はフリーターであるとかフリーエージェント化しているとか、あるいは非正規社員が2003年でもう23%に達しているとも言われている。非正規の中はまた色々な分類があると思うのだが、上手く雇用の指標には出ないというような問題もあると思っている。特にサービスでそういうところが随分あるのではないかというふうに私は推測をしているが、実態まではなかなかよく分からないということかと思う。それから期待感、景気ウォッチャー調査というのを私、内閣府にいた時ずっと見ていたので、あれが凄く面白いのは、実は雇用のところが凄く上がっている。今67か68か、ちょっと驚異的な程である。私には信じられない位。つまり雇用について肌で感じている方の感触は良くなっている。だから現実には第1四半期の数字は雇用者も微増している。それから就業者も微増している。公式統計で捉えているものも微増になっていて、それから捉えていないものは多分もうちょっと強

く雇用自体が出ている。やはりセンチメントが良くなっている最大の理由は、これで金融不安とか危機などというのはもう大丈夫だと、大体、山を越えたという安心感があると思う。いつ首を切られるか分からないと思っていればやはりセンチメントが一番悪いというふうに思うのだが、そこに安心感が出てきた。日本銀行も数を増やした訳で、これは多分どこも同じように、退職世代を睨みながら実は新規に雇用を増やし始めているので、つまり雇用機会についての期待感が大分違ってきているのではないか。

植田委員

それが正しいとすると、債務のリストラと同じような感覚で、5年だか10年だか続いた構造調整の、その終了感みたいなものが出てきて、恒常所得を上げているという感じとなる。

福井議長

調統局長、先程の可処分所得に基づく消費の分析について、その後の研究成果が何かあったら紹介して欲しい。

早川調査統計局長

ただ今の議論について少しだけ。所得の方は過去とそれ程変わっていない。むしろ、確かに雇用者所得だけ見るというのは、それはやや弱く見過ぎることになる。すなわち、退職者の人達は年金を貰っていて、これはコンスタントなので、マイナスのやつとゼロのやつを足せばもう少し小さい。税金の方は最近大きな動きもないし、それから退職金の方もそれ程大きな動きはないので、現実には可処分所得というのは大体、雇用者所得のマイナスよりも少しマイナスが小さい位にご覧頂ければ特に問題はないと思っている。年金の徴収制度の変更で、月々はちょっと暴れるけれども、四半期、いわゆる半年単位でご覧頂ければそういうことである。消費についてはその後少しだけ分かったことがあって、これは1~3月の消費については先程岩田副総裁が言われたこととも関連するのだ

が、これはあくまで推測だけれども、パチンコ・スロットが相当効いているのではないかという説がある。

岩田副総裁

娯楽で。

早川調査統計局長

私は詳しくないが、どうも、去年の秋にスロットの凄い大ヒット商品が出ているのだそうだ。これで、既に設備投資が去年の終わり位から出ている。先日出た長者番付でもその関連の人達が上の方に並んでいるはずで、この去年の秋から設備投資が行われていて、設備の能力化かどうか知らないが、今まさに凄く流行っているのだそうだ。実はマーケット規模を言うと、デジタル家電などよりは大きいという説があって、今我が局の内部ではこれが臭いという話をしている。

福井議長

そんなに大規模なマーケットとは知らなかった。

早川調査統計局長

という説がある。それからあと、ギャップの方は出たばかりなのでまだ正確に計算した訳ではないが、恐らく今度の1~3月はこの間の10~12月と違ってそれなりに縮小したという感じがする。どうしても四半期、四半期で計算すると少しくギクシャクするけれども、やはり2四半期連続で成長すればそれなりのギャップの縮小は出てくるということで、これ以上まだ議論は色々あるけれども、一応私共の手許にある情報としてはこういうことである。

福井議長

一般の商品市況の上昇と原油価格の上昇、それが経済・物価に与える影

響系列と言うのか、これを全く同じと考えて良いのか。何か別系列で考えなければならないのか。別系列で考えなければならないとしたら、原油価格の上昇それ自身が他の物価上昇とは違う、あるいはその原因が需給要因以外に様々な政治的リスク、地政学的リスクがあるからということなのか。あるいはそういう原因は一切関係なく油の値段があるパーセント上がった、商品市況があるパーセント上がった、しかしその影響は違うのだと、このように理解するのか。

植田委員

それは、金融政策がどう反応するべきかということ、理論で言うと次のようになるのだと思う。需要ショックでインフレになっているのか、原油に代表されるような供給ショックでインフレになっているのかによって、中央銀行の反応が少し違うのが最適である。需要ショックの場合はインフレになると同時に景気も良くなって、インフレとGDP、実質GDPであるが、両方に同じ方向に攪乱を与える訳だ。例えば今、正しいインフレ率にあるところからインフレになってしまったら、景気も過熱するしインフレも悪くなる。それを打ち消すように反応するのは正しい。全部打ち消すように、できればだが。これに対してサプライショックの場合は、インフレになって景気は悪くなってしまふ訳だ。インフレを全部止めようとするとな景気はもっと悪くなってしまふ。だから少しずつ、景気はちょっと悪くなるのだが、インフレを全部止める程には金融引き締めを発動しない。ただ多少は発動するというのが良いのだ。GDPとインフレの両方をある程度気にする中央銀行の場合だが。従ってサプライショックからくるインフレは無視するというのは最適でないのだが、需要ショックとは区別してやや反応を弱める位が良いのだというのが普通の理論だと思う。

福井議長

かつて石油ショックの時に、石油価格の上昇というのは、ほぼ完全にサプライショックだと見なして、金融政策の対応としては国内物価の上昇を

全部抑えるというのではなくて、それを契機に別途ホームメイドインフレが起こる部分だけを抑えようと考えた。サプライショックで石油価格が上がる部分については敢えて引き締めはしないという、そういう区別をした。

植田委員

そこはまたもう一つ難しい問題になってくる。今のは大体良いところだった後、サプライショックで高くなり過ぎてしまった時にどうするかという話で、今のように大分下にいる時に上がってくるのをどうするかというのはまた違う可能性があると思う。

福井議長

上がる部分はデフレ脱却にカウントしないということか。

植田委員

先程のとおりだと一部だけカウント…。

福井議長

シンメトリカーリーに。

植田委員

そこはちょっと考えさせて貰いたい。

福井議長

本質はGDPギャップがどれだけ縮まっているかでやはり見ていかないと、石油価格の上昇が波及して上がったからといって、デフレ脱却にカウントして良いかどうかという問題がやはりあるのかないのかだ。

岩田副総裁

ちょっと補足させて頂くと、日本銀行のモデル、計量モデルのシミュ

レーションがあるのだが、それで見ると実質成長率は3割原油が上がった時0.1%位下げると。だけど名目成長率の方は0.2%下げるといふような、これは1年目と2年目の平均だが、そのような結果になっていて、結局実質成長率が下がって物価が上がるのだが、その両方の効果を足した名目成長率——名目需要と言うべきかもしれないが——は、下がる。私は、そういうサプライショックがあった時、名目GDPはあまり下がらないように、一定にしておくのが良い、そういう政策を採るべきではないかというふうに思っている。名目GDPの伸びが変化しないようタイムレス・パースペクティブな政策を実施すれば良い。だから物価が上がったからといって、引き締めるといふのは採るべきではないと。名目需要が同じになるようにやっっていけば良いのだというのが一つ目。それから原油は何か特別なものかどうかという話なのだが、原油はやはりエネルギーで、しかも日本は大部分輸入しているというところがやはり、これは国によって輸入の依存度が違うのでインパクトが違う。それからエネルギーであるということで、消費財である側面とそれから生産財である側面と両方あって、両方を通じて影響を与える訳だ。後者の方は消費財、消費財の方はこれはダイレクトにCPIに効いてくるところがあるので、その時にこれを除いて考えるのか除かなくて良いのかという——先程問題提起した点だが——、そういう問題が関係してくると。他の単なるプライマリー・コモディティーの場合だと多くは加工されるので直接それを食べてしまうということはない、消費してしまうことはないが、これはかなり直接消費する部分があるのでそこが違うというふうに思う。それから日本の場合は輸入している部分が多いので、交易条件がやはり悪くなってそれが全体として勿論マイナスだとそういうことだ。

須田委員

今おっしゃっているように、やはり消費に近いところが問題だと思ふ。金融政策をどうするかという点においてまさにそこが総合判断と言っているところだと私は思っている。従って、それを除くとか除かない

という変な分断をすると良くないと思う。

福井議長

そうではない。性格をよく知ったうえで総合判断をしようということだ。

須田委員

そういう意味では、スタグフレーション的な要素であったとしたら、やはり物価よりも实体经济をきちんと見ておくということの方が私は重要だと思っている。

田谷委員

もう一点。その時の景気の局面にもよると思う。現在この資料の企業収益の動向だと今年度、これは上場企業だと思うが1割ちよつとの収益増加を見込んでいるから、多分WTIで40ドルを超えると、円の相場を考えると入着ベースで昨年度から比べて大体10%位の上昇になるか。仮に例えば10%位の上昇であるとする、上場企業の収益というのは多分2%弱減るといふような感じになると思う。そうすると、こういう局面だとそれ程大きなインパクトはないといふようなことも言えるのではないかなと思う。その時の状況にもよると。

福井議長

吸収してしまう。

田谷委員

然り。

岩田副総裁

それから既に早川局長からご説明があつたが、過去、原油が上がっていた分はほとんど円高で吸収されて、日本の場合問題はなかつた。ただこれ

から先はどうかというのはあると思う。

福井議長

それでは一応前半の議論はこの辺でクローズしたいと思う。少しコーヒブレイクを取りたいと思う。10時50分から再開する。

(午前10時38分中断、午前10時50分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

それでは会議を再開する。次回政策決定会合までの金融政策の運営方針について議論をしたいと思う。かなり時間を使ったので今度は5分以内ということでお願いしたいと思う。まず田谷委員。

田谷委員

短く申し上げる。政策としては現状維持が適当と考える。短期金融市場の安定が続いている。F Bレートも低位安定が続いている。最近の供給、吸収オペの結果を見ても、レートは最低水準になっており、資金の逼迫感は見当たらない。企業金融環境についても、昨日の企画室からの説明どおりに緩和的な方向にいつていると思う。株価は、先月末から大きく下がっていたが、若干今週に入って反発している。先週までの下げで、日経225などは各種移動平均線からの乖離率が大きくなっていたし、一旦反発してもおかしくないところであったと思う。欧米市場に比べて、株価の下げがきつかったのは、それに先立つ上げが大きかったことの反動であろうし、状況は多くの新興国の株式市場と同様だと思う。一方、長期金利は、米欧の長期金利が上昇した割には安定しているが、株価の下落がきつかったことが一因と言われている。しかし、国内景気の改善ペースが予想以上のこともあり、海外金利とのデカップリングがどこまで続くか疑問なしとしない。要注目と考えている。国内景気の改善ペースが足許早いこともあって、

先行き需給ギャップの縮小ペースも若干早まるかもしれない。また、足許の物価情勢についても、やや強めとの印象がある。地価の下げ止まりや上昇は、東京以外では一部大都市の限られた地域のみに見られる現象だが、変化が感じられる。だからと言って、具体的な量的緩和からの出口を云々するには全く時期尚早である。景気回復を確かなものとし、デフレの早期脱却に向け、有効な政策を考えることこそ重要と考えている。ただ、そのためにも、金融政策と絡めて、ボードとしての物価の見方を再検討する必要があるかもしれないと考えている。以上である。

福井議長

植田委員、お願いします。

植田委員

先行き不安はある程度残る訳だが、景気回復は着実に進んでいるという中で金融政策は現状維持で宜しいかと思う。一言だけ、心配し過ぎかもしれないが、市場、特に債券市場と我々とのコミュニケーションに若干懸念される部分があるということの一つ指摘させて頂きたいと思う。どなたのどのコメントがという批判ではなく、何となく結果としてそうなってしまっているということである。すなわち、現在の我々の量的緩和におけるコミットメントは大まかに言えばコアCPIがプラスになるまで量的緩和を維持するということである。決めたのはそこまでである。これに対してマーケットの一部に1~2%のインフレ目標ないしは参照値、これはこれで立派な議論である訳だが、その議論と関連して例えばインフレが1%になるまで量的緩和を解除しないのではないか、という見方、期待感等がこれははっきりあると思う。しかも、ここははっきりしないが、債券市場の価格形成にも一部織り込まれ始めているリスクもあるかと思う。これはまずいように思う。まずマーケットの見方としては、中長期の議論と出口の議論を混同しているということだと思う。中長期の議論は勿論どこかでしないといけないし、我々のそれについての見方をマーケットに、またど

こかのタイミングで提示するという事は極めて大事な事である。私の個人的な意見としてはそこは普通の政策運営に戻ると言うことだと思いが、普通とは何かというのはまた難しい問題ではある。ただ、現在急いでそれを焦って提示する環境では必ずしもないと思う。しかし、マーケットの混同のために結果的に急がされて焦って生煮えのものを提示するということでは本末転倒である。一方出口の議論として、現行コミットメントを変更して例えばインフレ率1%まで量的緩和を維持するというのは、一つの将来のオプションとして排除するところまでの必要性もないと思うし、一つのオプションであると思う。ただそういうことをここまでおっしゃったのは、岩田副総裁がそれに近いことをおっしゃったのだが、ここで、そういう方向性でかなりの合意が得られていることでは全くないかと思う。それにもかかわらずマーケット価格に、債券価格等に若干の影響を与えるということが現在あるとすると、短期的には長期金利を抑えるというような効果があつて良いという面があるのかもしれないが、明らかにどこかで大きなつけを払わされるということでネットではマイナスであると思う。というようなことを念頭に置いておきたいと思う。以上である。

福井議長

次、春委員お願いします。

春委員

景気は着実に回復を続けているし、前回会合以降、短期金融市場は本行による潤沢かつ機動的な資金供給により安定した状況にある。また長期債市場も、欧米市場では大幅な金利の上昇が見られているが、国内では景気回復によって若干金利が強含みということはあるが、量的緩和政策の維持に向けた本行の姿勢への信頼から概ね安定した状況にあると思う。

次回会合まで30～35兆円の当座預金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、市場の状況に応じ潤沢かつ機動的な資金供給を続けるとともに、必要に応じてなお書きを活用することが

適当と考える。

二点程簡単に申し上げたい。4月のマネタリーベースの伸び率は前年比6.6%と2年8か月振りに10%を切っている。前にも申し上げたことだが、名目GDP比のマネタリーベースが既にかつてない高水準にある。今後はこれをどのように生かすか、さらに工夫を重ねていきたいと思う。

もう一点、このところ消費者物価、特に4月の東京地区のコアの前年比が-0.1%とマイナス幅があまり拡大しなかったことがあり、植田委員もおっしゃったが本行の現行のコミットメントの取扱い等についてマスコミの関心が高くなっている。私としては、景気の実態を反映する長期金利の自然な上昇を超える動きには十分な注意を払いながら、現行のコミットメントに基づく量的緩和政策を堅持する一方で、景気の実態を反映する自然な動きを抑えることのないようコミットメントの3条件、特に第三の条件である総合的判断の考え方等を適時適切に説明していくことが適当と考えている。以上である。

福井議長

武藤委員、お願いします。

武藤副総裁

金融政策運営については現状維持ということだと思う。一言付け加えると、金融・資本市場が経済物価情勢の変化あるいは海外金融市場の影響もあってやや振れ易くなっている。今後何らかの不測の事態が生じた場合には、様々な思惑も生じ易く市場が不安定化する惧れもない訳ではない。従って、現時点では引き続き潤沢な資金供給を適時適切に行っていくという基本姿勢を維持することが重要だと思う。以上である。

福井議長

岩田委員、お願いします。

岩田副総裁

それでは二点程申し上げたいと思う。一つはアメリカの利上げについてである。今回の声明文でメジャー・ペースの中身について既に昨日議論があったが、私もちょうどアメリカに出張した時にこの声明文が出たので、日本銀行の事務所の若い人が頭を抱えて、That is likely to be measuredというのは日本語にどう訳したら良いかと言うから、それではちょうど会うから聞こうと言って、スティーブン・ロウチに会ったら、それはslowlyだよと言っていた。他の方に聞いたらgraduallyだと。私は昨日の議論のとおり雇用とか物価上昇率、イールド・カーブ、こういったデータをしっかり吟味しながら慎重に利上げしていくことだろうと思う。94年のように1年間で300bpも上げるということはないということを伝えたかったのだというふうに理解している。私は連邦準備は今まさに醸成されつつあるインフレ期待をなるべく抑制しながら4~5%の成長を確保するような舵取りをやっていると。ここのところが、このテンポがビハインド・ザ・カーブとなることを、どの位認めるのかというところが、植田委員からご指摘があったとおり、非常にデリケートなところで、遅過ぎずしかし早過ぎてもいけない。明らかにアヘッド・オブ・ザ・イールド・カーブはいけない。あまりビハインド・ザ・カーブであり過ぎるといわば圧力がたまってしまう。カタパルト効果だとどなたかがおっしゃったが、要するに皺が寄ってそれがどこかでポワツと出るというもの、それも考えなくてはいけないということなので、ウィズ・ザ・イールド・カーブとビハインド・ザ・カーブのいわば中間のところで行っていくのが望ましいかなと。そこがお手並み拝見というふうに思っている。一点、年末までに色々マーケットの見方はあるが、名目のいわゆる中立的な短期の金利、これは前回も問題提起したが、アメリカの論者を色々眺めてみたが、マコーレーというエコノミストがいるのだが、債券のトレーダーの代表者かと思うが、この方は短期の名目、中立的な金利水準は2.5%だと。マイヤーは前から4.5%だとおっしゃっていて、中立に戻るといえるのは2.5%のところに着地するのか4.5%のところに着地するのかと。私はその中間だと、2005年の末位まで

にその中間位のところにどこかに行く、だから名目のフェデラル・ファンド・レートが3%とかのところに戻っていくのかなと思っている。長期金利の方は2005年末に5.0~5.5%位。これは潜在成長率と望ましい物価の上昇率を合わせて考えるとそんなところなのだが、昨日堀井国際局長からお話のあった、インプライド・フォワード・レートで既に9年で6.5%というのはちょっと早めに織り込み過ぎているのかなと。マーケットがやや先読み過ぎているのではないかと思っている。94年の2月の議事録を読むと、あの時も0.5%にするのか0.25%にするのか大議論があったらしいが、マクドノーは0.5%上げるという、マッチョなレスポンスは市場を混乱させるのでいかんと。それで0.25%。グリーンSPANもエボリューショナルにやるのが良いと、それで0.25%になったと。しかしその後はかなり急激に上げたので、やはり誤りだったのではないかと思う。しかし、いずれにしても連邦準備がこのようにビハインド・ザ・カーブとウィズ・ザ・イールド・カーブの中間位でやっていけばいわゆる世界の過剰流動性の問題というのは自然に解けていくのではないかと思っている。アジアとかは外貨準備を沢山貯め込んだが、香港では既に逆の動きが出ていて反対の介入の原資がないということになっていて、スムーズにアメリカが正常化していくということがあれば世界の流動性の問題も解消する。商品市況も既にキャリー・トレードのメリットがなくなってきたので落ち着いてきた。ただ例外が原油だというのが今の状況ではないかというふうに認識している。二番目に日本の政策運営であるが、変更は必要ない。それから今、植田委員がおっしゃった点がまさに日本もアメリカも同じ問題に直面しているのであるが、私はどちらかと言うとアメリカと比べるとビハインド・ザ・カーブの方に少し寄っていて然るべきだと。それは出発点が違う。これは歴史依存性の問題、つまりデフレがずっと続いていてデフレ期待が浸透した経済で、ビハインド・ザ・カーブになることのリスクと、カタパルト効果の大きさのどちらを重視するかと言うと、私は歴史依存性の方を重視したい。アメリカと比べれば少しビハインド・ザ・カーブで運営していくのが正しいと思っている。条件については、三つの条件、10月の時

点でこういうことが半年後に起こるだろうと、ゼロにどっちみちもうなってしまうので、だから問題になってしまうので、だからゼロでなくて1%に決めておくのが良いのだと。その方が透明性があるというように私は申し上げた訳である。今もそれは変わっていない。しかし文言上は、私の気持ちは三つの条件の二番目に気持ちとしては入っている。ゼロを上回るという訳だが、その前の文章、デフレに再び戻らないということは何なのか、そのクラリフィケーションの問題なのだと。歴史依存性の問題なのだと思う。そういうことで、私はそのところで植田委員とはちょうど反対の意見である。ややビハインド・ザ・カーブになることの、ネットのプラスがあると思っている。以上である。

福井議長

福間委員、お願いします。

福間委員

現行の金融調節方針を堅持することが適当と思う。ただし、金融市場の参加者は米国の利上げ観測や中国の金融引き締め、地政学的リスクの高まりとそれを背景とした予想を上回る原油価格の高騰が、本邦を含めた国際金融市場にどのような影響を与えるかについて、非常に今、神経質になっている。このため本行としては市場の攪乱要因とならないよう引き続き情報発信には細心の注意を払う必要があると思う。この点は、先程植田委員が言われたとおりで、敢えてここで情報発信について——議題として出てくるのであれば別だが——これをあまり取り上げると、結局マーケットが踊り出して、どちらにも非常にエネルギーを溜めてしまうことが懸念される。私は市場にいて一番怖いと思ったのはエネルギーを溜めること。これが一番怖い。岩田副総裁が言われるように、また私も、過去ここで言ったように、今まではリアクティブに動かないといけなかった、デフレからの脱却なのだから。だからここまでの訳である。ただ、ここからはニューラルに行って、その後仮にインフレになった場合プリエンプティブに対

応する必要があるかどうかを見ていく。これは今からの展開だが、いずれにしてもやはり一番困るのはマーケットにエネルギーが溜まることだ。一度溜まると金融政策の意図とは全く逆のことが起きる。例えば——私は毎月こんなことばかり言っているが——去年の9月になぜあの4兆円だったか、1年の長い資金を出して成功したのかと。これは何も、やったことが成功したのではなく、要するに日本銀行の情報発信で間違った方向に行った市場が、日銀のアクションをきっかけにファンダメンタルズに沿った水準に戻ってきただけ。基本はファンダメンタルズで、それが当時はデフレであったし、株も最安値をつけた直後という状況であった。そういうことなので、あまり実体経済と離れたことをやると市場からオナーされないし、市場が暴れることもあるということは申し上げたいと思う。そういう面で量的緩和政策や現行の積極的な貸出姿勢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、これもいつも言っていることだがイールド・カーブの動きを通じて経済・物価情勢の現状及び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もって見守ることが今は一番重要なことではないかと思う。なお、先日某大手行の大幅赤字に関する報道を受け一時株が急落したが、預保法102条や今後導入が見込まれる2兆円の公的資金注入制度というセーフティネット、量的緩和策あるいは最近の銀行の格付け引き上げに加えて一昨日のGDP発表もあって、大手行に関する報道が金融資本市場に与える影響は限定的に止まった。ただ、金融システムは少なくとも来年の4月のペイオフ全面解除までは予断を許さない状況であることには変わりないと思う。以上である。

福井議長

中原委員、お願いします。

中原委員

現状維持で良いと思う。短期の市場は、潤沢な流動性供給によって極め

て安定しているし、F Bの消化もスムーズに行われているようだ。マネタリーベースの伸びの議論があるが、それは色々要因を考えると、銀行券の還流、これはシステムの正常化を物語るものであるし、昨年4月の郵貯との取引開始の影響がここに来て剥落している訳であるから、伸び率の低下はやむを得ないというのは当然の帰結だということだと思う。それからクレジット市場は昨日説明があったが、私募債のコミットメントラインがかなり増えてきているし、社債発行残高、それから低格付社債が増えている、シェアが上がっているということで、これは実体経済の動きを反映したポジティブな動きであろうと思う。銀行貸出の方は既に貸出競争が始まっていて、今ミクロの話を見ると、もうスプレッドを上げるどころではないという話も聞いているが、やはり実体経済の動きを反映したクレジット市場の動きになっているように思う。一部銀行決算で問題が報道されているが、この辺の決着が付けば、不良債権問題も一段とアク抜け感が出てくるのではないかと思う。勿論やや保険的に言うと、銀行決算発表、まだ何が起きるか分からないということが勿論ある訳であるし、世界的に株価が調整局面にあると思われる。それから多くのイベントリスクを抱えているというようなことから市場はやはりナーバスな動きに陥りやすいという状況ではある訳であって、引き続き注意深く見ていくことは当然のことと思っている。以上である。

福井議長

須田委員、お願いする。

須田委員

先程述べたように、米国金利の上昇や原油価格の上昇の影響等を注視していきたいと思うが、日本の金融経済の先行きに対して大きな悪影響を及ぼす蓋然性が高いとは思っていない。また、景気・物価についての現状・先行きの判断は前回会合からほとんど変化していないので、次回の金融政策決定会合までの金融政策運営方針については、現状維持で良いと思う。

先程、植田委員が私の申し上げたいことについてかなり触れられたのだが、以下、この間、日本銀行と市場の間の対話の状況を見て、私を感じたこと、ないしは私の意見を少し述べさせて頂きたいと思う。

市場やマスコミでは最近のボードメンバー個々の発言を捉えて、日本銀行が昨年10月10日に決定した量的緩和政策の数字上での解除条件の厳格化を示唆しているとしている向きが多いように思う。そしてそれを前提に様々な議論を展開している。このような議論を見聞きしながら感じることは、なぜこれ以上日本銀行の行動を縛らなければならないのか、日本銀行が自らの総合判断で解除を決めるのでは信用が置けないのか、単に物価安定の数値化やインフレーション・ターゲティングを宣言するだけで中央銀行の信頼が増し、インフレ期待の安定化がもたらされるとは限らないのではないかと、ということである。昨年夏からの米国の金融政策について見ると、昨夏の「金融緩和を相当期間持続可能」という時間軸から脱却し、この5月に「金融緩和は慎重かつゆっくりとしたペースで解除され得る」とするまで、FRBは対話を通じて上手くやってきたと評価している。しかし、市場の期待は物価や雇用統計、特に雇用統計によって振らされている。長期金利の動きを見ると、雇用統計が予想外に低い結果だった2月の数字公表時には長期金利が低下し、市場予想を上回った3月、4月の統計公表時には長期金利が急騰している。つまり、不確実性が非常に高い経済のもとでは、先程も述べたが指標が出る度にその解釈を巡って期待が揺れる可能性がある。私はグリーンスパンの言うように「我々の問題は、政策プロセスが複雑ということではなく、世界経済そのものが遥かに複雑であるところにある」と思っている。金融政策が成功するかどうかは先行き予測の質に大きく依存するということもそのとおりだと思っている。

日本銀行としては、経済情勢の現状認識と先行き見通しについて展望レポートの蓋然性がどの程度か、上振れ・下振れの実現可能性がどの程度かを日々蓄積されたデータや分析などから検討し、その内容について人々と共有することが、期待の安定化にとって重要なのではないかと思っている。

なお、物価の実績を重視したバックワード・ルッキングな政策を量的緩

和解除後も基準を強化して採り続けることは避けるべきであると思う。80年代後半のバブル生成期を振り返ると、前期比年率で8.5%、9.5%と実質成長率が伸びを高めていった87年後半から88年末に掛けて、大きな供給ショックもない中でCPI上昇率はほぼ0.5%程度——より詳しくは0.2~0.7%——で推移してきた。後から振り返ってみれば当時、金融引き締めが望ましいということだったと思うが、実績値で例えばCPIが1%になるまで緩和政策を続けることをコミットすると、この間、緩和政策を採り続けなければならない。ここまで手足を縛ると機動的な政策を打つことができず、政策が後手に回り、その後の調整コストを過大なものにしてしまう可能性がある。

コミュニケーションを容易にするための物価目標の導入についても同様である。バブル期の例で物価安定目標の下限が1%であるとする、下限よりも下のインフレ率のもとで引き締めをするのは、物価目標が明示されていない場合よりも説明が難しくなる。実際、イングランド銀行では消費者物価上昇率が1.1%とインフレ目標の下限の1%に近付いてきたにもかかわらず、5月の金融政策委員会で金利を上昇させた。それは柔軟性の証とも言えるが、過去2回の金利上昇を含めて全てインフレーション・レポートの公表時であったことから見ると、消費者物価上昇率が目標をかなり下回っているために、インフレーション・レポートの力を借りなければ金利上昇を説明しにくいという意味で、政策決定の制約要因になっていると思う。

今後、景気の回復の足取りが確かになっていく中で、量的緩和政策の解除は異常な超金融緩和政策からの正常化へのプロセスと私は考えているが、超金融緩和政策から金融引き締め政策への転換と単純に受止められないような情報発信や対話を心掛ける一方で、量的緩和政策解除後の政策の機動性を損なうような情報発信には気を付ける必要があるのではないか。私自身が情報を発信する場合には、今申し上げたことを肝に銘じて行いたいと思っている。以上である。

福井議長

今日は全ての委員が、次回政策決定会合までの金融政策の運営方針については現状を維持という主張であった。私自身もそのように認識しているところである。マーケットがやはり世界全体の流れの変化というものを先読みしながら、様々な思惑も交えて動こうとしているので、そこは我々は今の量的緩和政策の枠組みをしっかりと堅持し、潤沢な流動性供給を継続し、マーケットとのコミュニケーションを適切かつ円滑に行っていく、これを柱として当面しっかりした運用をしていけば良いかなと思っている。今、追加的に議論がなされた市場とのコミュニケーション、特にイグジットに絡んでのところだが、現在までのところ、私自身も多くの委員からご指摘のあったとおりイグジットは基本的に論じないということで、今の枠組みのとおりにやっていく。ただし、イグジットの途端に急激な変化が起こって、先程の議論で言えば、ビハインド・ザ・イールド・カーブを一挙に解きほぐすというような、そんなサプライジングなことを勝手に想像しないで下さい、経済は連続線上で動くのだし、我々のところも恐らく連続線上で色々なことを考えてやっていくし、透明性は十分図っていくと、この枠組みの中でそのように発言しているつもりである。以上である。追加的に議論して頂きたいと思う。

岩田副総裁

一点宜しいか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

須田委員の方からかなりファンダメンタルなクエスチョンがあったと思う。これはもうこれまで一年ちょっと議論してきて、これからも一所懸命議論していきたいと思っているが、建設的なダイアログというのは極め

て大事で、これからの運営についても極めて重要な論点ではないかと思うので、一言述べさせて頂く。一点、まず一つは、私はターゲティングということを経済政策の最初に、ここにきた時に物価安定目標というのを持つべきだということを経済政策の最初に、その気持ちは今も全く変わっていないのだが、私のこのイシューについての考え方はどういうことかということ、ターゲティングと言われているものと参照値というふうに呼ばれているものと、それから数値表現と呼ばれているものは私にとっては何の差もない。要するに、しっかりとした最終ゴール——金融政策の最終ゴールというのは物価安定だが——、その最終ゴールをはっきり明示しながら政策運営をするのかどうか。これを持たないでやるのと、持ってやるのとでは、私は天と地の差があると思っている。持たないが故に90年代は失敗したというのは、日本の金融政策についての私なりに引き出した教訓、ナンバーワンである。須田委員のご意見だと、そういうものは縛るものだから止めた方が良くというふうにお考えになるが、私は透明性の観点から、また、広い意味でのコミュニケーションの方法、そういうものをはっきり持っていた方が良く、そしてそれを明示していた方が良く。これはバンク・オブ・イングランドと我々の違いはどこか、バンク・オブ・イングランドはちゃんと明示したうえで、最終ゴールはここであると言ったうえで、下振れしてはいるが、上振れの場合もあるが、最終的にはそこに行くということを事前に言いながら政策運営をしている。これは大きい違いだと思う。理論的に考えると私はインフレーション・ターゲットというのは、ターゲティング政策というのは基本的にはサブ・オプティマルで本当のオプティマルではない。オプティマルなのはフレキシブルなターゲティングだというふうに思っている。ただし、コミュニケーションが問題であるということを考えると、それはサブ・オプティマルでも敢えて透明性の観点とか、コミュニケーションとの観点からそれはセルフ・インポーズドなディシプリンとして明らかにする方が良くというふうに思っている。それからもう一点、私はこのイシューは正にエボルブしてきたというふうに思っている。私がこちらにきてからずっと議論をしていて。その一つの成果が私は10月のいわば

3条件であったのであって、これもビック・ステップだというふうに思っているが、さらにそのプロセスを私はエボルブしていく。それで日本型の、名前を何と言うか、ターゲティングと呼ぶか数値表現と呼ぶか名前には私は全くこだわらないが、つまりポイントは最終ゴールを常に持って、そこを基準として物事を考えていく。そこの点さえ明瞭にして頂ければ、非常に望ましい、私としては望ましい金融政策運営だというふうに思っている。そうした金融政策運営はエボルブするものなので、中長期の問題と足許の問題を併せて考える必要がある。つまり正常に戻ったところで急にポツと正常な金融政策運営に至らない訳なので、ステップを踏みながら少しずつ少しずつ正常な金融政策運営とは何なのかというところに近付いていくという、このプロセスが大事なのだと思っている。そして、私は10月の3条件をちゃんとしたことによって、マーケットを暴れさせなくしていると思う。縛っているのだがマーケットは暴れさせないというように私は理解しているので、そこは福間委員と理解が違っているかなと思う。

福井議長

今の最後のところは縛っているが暴れさせないとおっしゃったか。

岩田副総裁

然り。つまり条件を明示している。

福井議長

そういう意味か。

岩田副総裁

つまり、ある数値、今は「ゼロ以上」だが、それでもってある意味で自己ディシプリンを置いていることによってマーケットを安定化させているというふうに理解をしている。

須田委員

宜しいか。

福井議長

中原委員が先程から発言を求めておられる。

中原委員

すまない。私も最近発言しているので、皆様のご批判を真摯に受止めたいと思っている。出口論はすべきではない、封印すべきだという議論はもう前からある。その封印しなければいけないというのは、長期金利にボラタイルな動きを与えかねないので封印しろということであったのだが、状況は逆になってきているのではないか。実体経済について、ここまで非常に強く思っている人もいる中で、長期金利がむしろ実体経済の動きに過剰に反応する可能性がある時、ある程度出口についてのシナリオを、マーケットが、完全には描けないけれども、どういう政策を日銀が採るかということについて、ある程度イメージできるような環境を作っていくべきではないかというのが私の感じである。勿論、では出口の時にゼロ金利にするとか、あるいは量を順番に減らしていくとか、そこまで明確なシナリオは当然書けないけれども、マーケットはやはり出口で日銀が何をやるか分からないと、いつ動き出すか分からないと、ゼロ、0.001%にでもなれば動き出すのではないかというようなことを言う人もいる訳であって、そういう意味で私はやはり出口の議論は、出口の議論と言う時どういうものを指すのかこれもはっきりしないが、ある程度イメージを与えるような方向性をコミュニケーションの形でやるべきではないかという気がしている。それから、参照値とか目標値とか色々ある訳だが、そもそも日銀が物価安定、どういう状況が望ましいかについてデフレでもないインフレでもない状態が良いというような、トートロジーのような議論をしていること自身が、私は非常に奇異に思っている。1%から2%が正しいかどうかは検証の必要があると思うが、具体的な数値目標を持っているべきであろう。

目標と言うか、リファレンスと言うか、安定物価とはどういうものかというのをやはりイメージとして、対外的に言うかどうかもまた別だろうけれども、持っているべきではないかというふうに思っている。1%になるまで今の量的緩和を続けるという、最近マーケットでのコメントも聞かれる訳だが、これはやや希望的観測に基づいて、一、二人の審議委員、私なども含めての発言の片言隻句を捉えて、日銀全体が、あるいはボードがそう考えていると勝手に類推している訳である。審議委員の発言というのは勿論それなりに注意しなければいけない一方で、独立した意見を表明せよということを言われている。これはやはりマーケットの受取り方がおかしいので、全体のコミュニケーションの方法としてもう少し工夫がいるかもしれない。エネルギーを貯めないことは重要なのだが、どちらかと言うと、今は实体经济の良さの方にむしろ過剰に反応する傾向があって、若干確かにその揺り戻しがまた逆にきている感じがある。いずれにしてもエネルギーを貯めないことについては、両方向でやはり注意していくのがポイントだろうと思う。

福井議長

須田委員、どうぞ。

須田委員

今、中原委員がおっしゃったように、ある意味ではやはり出口論に関しての、最低限こうしたことはないという位の部分が、本当は何かあった方が良いのではないかなという気はしている。その方が皆さんが個々人の話をする時にもう少し好き勝手なことを言わないで済むかなという気はしている。それと、私は物価の安定、要するに数値を出すということが本当に期待を安定化させるとかということについては、やはり決着が出ていないというFRBの結論の方をサポートしている。従って、それを前提とした議論には私は立っていないということである。それから、平時に戻った後は、安定というのは数値としてどういうのを持った方が良いか、それは

持っていた方が良いというふうには思っている。ただ、それが1%かと言った時に、私はやはり説明の仕方が難しいと思う。アカウンタブルではないと思う。設定した下限よりも下の時に引き締めるというような状態が起こるということは、やはり一般国民が「どうしてか」ということになる。そういうのが説明し易いということだが、その観点からだけ言えば必ずしもそうではないと思う。物価というのには色々な観点があると思うが、説明のし易さという点から言うと、総合判断を含んでいるものにした方が良いなというふうに思っているということである。何も政策を絶対に制約してはいけないとかそういうことを考えている訳ではない。

植田委員

宜しいか。

福井議長

どうぞ。

植田委員

中長期的な話について、皆さんがおっしゃったことはそれぞれ大事な論点だと思うが、これから色々議論し続ける問題かと思う。ここへ至る過程のところについて岩田副総裁がおっしゃったことで、例えばFedよりも超緩和状態を少し長めに続けなくてはいけない状況にあるというような点については、皆さん異論はないのだと思う。ただそれをどういうふうにルール化、準ルール化するかということの答えが、去年の10月に出したコミットメントだと思う。取り敢えずの答えは、ただそこまでは皆さん同じで、岩田副総裁と唯一違うのは、それがそのままの形でインフレ率1%まで量的緩和を解除しないのだということまで含んでいると言われると、それはかなりの拡張解釈だなと。結果的に解除した時のインフレ率が1%だったということは可能性としてあり得ると思うが、現時点で1%になるまで量的緩和を続けるのだというコミットメントは入っていないと

思う。そういうふうに変えるというオプションは、繰り返したが、あると思うが、そうするのであれば、ここで決定し直さないといけないということだと思う。それだけである。

田谷委員

私も一言だけ。岩田副総裁が10月の3条件というのが一つのエボリューションであるとおっしゃったが、私は必ずしもそうではなくて、0%以上と言っていた中身をもう少しかみ砕いて言えばこういうことになるということだと思う。それ以上の合意というのは、ボードとしてないというのはそのとおりだと思う。それ以上について、これから我々が議論をして、実際に先程来の議論ではないがギャップの縮小ペースがちょっと早まるかもしれないとか、物価がちょっと思っていたよりもやや強いのではないかという状況になってきて、それではこの3条件の書き方としてどういうふうにしたら良いか。その第二条件はコアCPIの変化率+1%以上、と言い切れるかということ私はなかなか言い切れないのではないかと思う。多分、例えばそれではゼロ、0.1%だとか、0.2%で本当に量的緩和から脱却する入口に立って何かやるかということ、まあそれは難しいだろうねということ位は皆さん思っていると思う。だからこれから、例えばコアCPIについても現時点でバイアスというのがどの位あるのか、あるいはゼロ金利制約というものに我々は直面している訳だが、その場合の金融政策上の糊しろというのはどの位取ったら良いのかということをもう少し議論していかないといけないし、その時の景気状況もあるだろうし、マーケット状況というのもあると思う。だからなかなか歯切れ良く下限、そういう我々の次の行動をトリガーする下限のコアCPI変化率がこれだというふうに言うのが私は難しいと思っている。だから強いて言えば、岩田副総裁と須田委員の中間位に位置しているかなというふうに思う。

岩田副総裁

一つ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

すまない。今の色々コメント頂いて、それ程ギャップはないかなと思う。ニュアンスの差がちょっと残っているが、私も別に今「ゼロ」を上回るというのを直ぐ「1」と読み替えるというふうに申し上げている訳ではなくて、まさにオプションとしてずっと申し上げている訳で、1%というのはどこにも書いていないことだから、それは決定されていないということについて何の疑問もと言うか異論もない。ただ私から見ると極めて有力なオプションであると。今後、特にコアのCPIがゼロをちょっと超え始めた時にどうするのかというのが、皆さんが考えているよりも私は差し迫った問題だと、これは10月からそういうふうに思っているので申し上げているということで、それだけである。

田谷委員

それから先程、そういう状況下で、やはりボードとして再検討の要があるのではないかと考えていると私は申し上げたので、当初考えていたよりもそういう議論をもう少し詰めていかなければいけない時期が早まっているということについては同意する。

須田委員

一言だけ良いか。要するに時間軸といった場合、本当に今のような時間軸でなければいけないのだろうかということも考えて欲しい。そういった時間軸がなくなったら中央銀行としてはきちっと緩和を続けていくということはどうして言えないのかということの一つ言いたいと思う。そういう時間軸でマーケットを安心させなくてはいけない世の中なのだろうかということも、私は感じている。

岩田副総裁

いや、ただ緩和を続けるというのが何を意味しているか。

須田委員

であるから、別に必要条件が満たされていたとしてもまだ自分達としては、こうこうこういう理由で量的緩和から出ないということがあるのではないか。

岩田副総裁

第三条件を使うということだな。

須田委員

然り。

岩田副総裁

そういうお考えだな。

須田委員

それをきちっと説明していくという形でやっていくということだと考えている。

岩田副総裁

そこは私は10月の時から異論があって、そちらの方が説明が難しいと思っている。三でやる方が難しいと思っている。これはもう判断。

中原委員

三というのは。

岩田副総裁

満たされてもやらない、続けることがあるという。

中原委員

第三条件は逆の方向である。ミニマム・ラインを固めてしまった後の話である。

岩田副総裁

というふうに私は思うが。

福井議長

一、二が固まったうえで三と。

須田委員

然り。要するにマーケットに少し…。

福井議長

大変これは大事な議論だ。

中原委員

一つ申し上げたいのだが、糊しろの議論というのはもう田谷委員がおっしゃるとおりであり、バイアスの議論も、もう私も三年間その辺について問題ありとか、あるいは問題を詰めるべきだという議論は何回も聞いているのだが、現実には結論も出ていないし、あるいは出せないということなのか、はっきりしないままでこの三年位物価の議論を大分やった。

植田委員

糊しろを言い出すと中長期の話になると思う。結局は。

中原委員

であるから、コンセンサスを作れないという結論であれば、それはそれでコミュニケーションの取り方もまた違ってくるのだらうと思うのだが。

岩田副総裁

私の理解では、事務局の方が随分一所懸命、去年の夏ペーパーを用意して頂いて、事務局のメッセージは明快なのだ。私の理解ではバイアスは0.5%~1%である、コアのCPIの上方バイアスは。糊しろは1%は必要であるという。頂いたペーパーも私なりの解釈であると思っているが、皆さんにそういう違いがあるとは、バースト・ディファレンスがあるというのは…。

植田委員

それは大体そうなのではないか。

岩田副総裁

それで違うか。勿論もう一回議論を、議論は幾らでも深くやって良いと思うが、私は…。

植田委員

それはただ、あまりに話が深入りしてしまう。

福井議長

では、私が引き取るとして。私の理解としては、日本銀行は3条件、イグジットと言っているけれども、3条件が満たされるまでは今のフレームワークで量的緩和を続けるということである。

田谷委員

3条件で考えるということ。第三の条件があるから。

福井議長

3条件で考える。3つの条件の一、二はある程度機械的に決まる。二も判断が入るのだが、三番目も踏まえて判断して解除の時期を決める。これだけは決まっている。CPIについてはバイアスがあることは承知していて、そのバイアスについては計測の仕方によって幅はあるけれども、ある程度共通の理解はあると、こういう認識。従ってその3条件について判断が行われた後、どういうやり方をするかについては今のところオープン。オープンだけれども、ここはやはりあまり不連続なやり方、あるいは不透明なやり方に急に入るといふ訳にはいかないだろう、色々な新しい知恵をそこに入れてやっていく必要があると、そういうことではないか。従って今の時点での物の言い方としては、非常にロングランなものの考え方で最終的な日本経済の均衡の取れた姿、その中の物価のあり方という議論から、先程の3条件が満たされたと判断した後、どういう滑り出しで金融政策を運営していくかという議論まで、色々区分けをしながら頭を整理して物を言っていく必要がある。ただし、マーケットの方は出口のところだけに、非常に視野狭窄になって話を聞こうとしている。どんな話をしても皆、そこに凝集して聞き取ろうとするから、そこは余程注意していかなければならないと、こういうことではないか。

植田委員

やはり申し上げておくと、糊しろの議論は例えばバイアスは1%だったとする。1%バイアスということで大体合意されたとしても、だからと言って量的緩和からの解除がゼロだと今まで言っていたのが、そのバイアスの分1%になるということではないと思う。バイアスの話は中長期的な参照値とか目標インフレ率というのは仮にあるとして、それは何%位かということを決める一つの要因だと思う。それが決まってきた時にと言うと、段々差し障りが出てくるが、量的緩和を解除するのはどれ位のハードルが要するのかという順序で…。

福井議長.

現実的に言えば、ビハインド・ザ・イールド・カーブの部分のビハイン
ドの部分を如何に埋めていくかというステップの踏み方の問題である。

植田委員

あるいはどれ位長くビハインド・ザ・カーブを…。

岩田副総裁

私はやはり、今の植田委員のは理解が違うのではないかと思っているの
だが、つまり、セーフティ・マージンというのはまさに脱却する時にどこ
まで許すのかというのが、本当にセーフティ・マージンの議論だと思う。

植田委員

いや、それは中長期的にどれ位上にいたいかという議論ではないか。

岩田副総裁

いやいや、そうではない。それはデフレに戻らないためのセーフティ・
マージンである。

植田委員

それは両方あると思う。

岩田副総裁

まさに戻らないためのマージンとして私は位置付けて考えている。そこ
は真っ向どうして違ってしまうのかよく分からないが。

植田委員

違わないと思う。

岩田副総裁

いや、まさに出る時にどこまで許すのか。これはまさにFedが76年の7月に、議事録をお読みになるとよく分かるが、あれは反対の方向で上から降りてきたのだが、どこまで降りたら良いのだろうかという議論の中で出てきている。バイアスの問題もそうだが。

植田委員

ゼロに軟着陸させたいというのであれば、別だと思うのだが中長期的に例えば+2%にいきたいというのであれば、それにいけるという蓋然性がある程度持って、しかしその中間ステップとしてどこで量的緩和を解除するかということではないか。

岩田副総裁

分かった。植田委員は、セーフティ・マージンが1%ではなくて2%だと。

植田委員

いやいや…。

岩田副総裁

それなら非常によく理解できる。

植田委員

いや、それはオープンにしている。

福井議長

分かった。

田谷委員

この議論はもう少し勉強して。

福井議長

では一応、今日の討議はこの辺で締め括らせて頂く。政府の方からご意見を頂戴したいと思う。宜しく願います。

津田財務省大臣官房総括審議官

我が国経済の現状を見ると、先日公表されたQEによると、平成15年度の実質GDP成長率は+3.2%となるなど、景気は着実な回復を続けている。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、政府としても、足許の景気回復を確実ならしめるためには、こうした日銀の政策スタンスの継続が適当であると考えている。

日銀におかれては、引き続き機動的な金融政策運営を実施して頂くとともに、市場において無用な混乱が生じることを未然に防止するためにどのような新たな工夫が講じられるのか検討を進めて頂きたいと考えている。以上である。

福井議長

有り難うございました。それでは、引き続き願います。

大守内閣府大臣官房審議官

18日に内閣府が公表した平成16年1～3月期QEでは、前期比+1.4%の実質成長となり、15年度は実質で+3.2%成長、名目では3年振りのプラス成長の+0.7%となった。景気の基調判断については明日の月例経済報告で報告するが、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。一方、原油価格の動向などが世界経済に与える影響には留

意する必要があると考えている。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など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月上旬を目途に「基本方針2004」を取り纏め、これまでの改革の成果の拡大と集中調整期間の仕上げを行うとともに新たな成長に向けた基盤の重点強化を図ることとしている。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。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いるが、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。また、本年1月に閣議決定した「改革と展望－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。こうしたことを踏まえ、集中調整期間後のデフレ克服を確実に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。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、次回政策決定会合までの金融市場調節方針、これ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。念のため、他に議案提出の方がいらっしゃればおっしゃって頂きたい。宜しいか。では、執行部から議長提案の原案を読んで頂きたい。それでは読み上げてみて欲

しい。

内田企画室調査役

それでは議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。日本銀行当座預金残高が 30～35 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。続いて別添、公表文である。「2004 年 5 月 20 日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成多数）。日本銀行当座預金残高が 30～35 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。

福井議長

それでは採決に移りたいと思うので、大変恐縮だが政府のご出席の方、一時退席をお願い申し上げます。

[政府からの出席者退室]

それでは採決を回して欲しい。

[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

それでは全員一致で可決した。白川理事と金融市場局長におかれては今決まったとおりの方針で市場調節をお願いします。それでは政府の方を。

[政府からの出席者入室]

原案どおり可決した。

V. 金融経済月報の検討

福井議長

次に金融経済月報の基本的見解を決定したいと思う訳だが、今日最初に執行部の方から説明があった文章をもう一回見て頂きたいと思う。今日の議論を踏まえてこれで良いかどうかということである。どうぞ、ご意見を出して頂きたいと思う。何か。

田谷委員

一つ確認なのだが、金融のところ「CP・社債の発行残高は引き続き前年を上回って推移しており、」というのがあるが、昨日の説明だとCPの前年比はマイナスになっているのだが良いのか。

内田企画室調査役

中ぼちにしているが、合わせて見てCP・社債合計したものがプラスということである。

田谷委員

なるほど。

内田企画室調査役

やや細かいのだがそのように考えている。

福井議長

それで宜しいか。

田谷委員

なるほど。いや、知っていて書いているのだったらもう結構である。

岩田副総裁

最後のところ、株価は下落で良いか。

中原委員

そこをちょっと。

内田企画室調査役

これも先程申し上げたとおりだが、念のため申し上げますと、前々回決定

会合の当時だが、一日目が12,093円、二日目、4月9日が11,898円。因みに翌日以降12,000円台で推移していて、概ね1,000円程度落ちているということなので、下落で良いかと…。

福間委員

何か修飾語が入らないかな、と私も…。

福井議長

「下落」という言葉が強い。

岩田副総裁

ちょっと強いような感じがする。

福井議長

何か上手い案はないか。

門間調査統計局参事役

前月と同じように「前月と比べ」というようにしてはどうか。

福間委員

その方が良い。

門間調査統計局参事役

右側をご覧ください。前月は「前月と比べ」と書いてある。

福間委員

その方が良い。

岩田副総裁

その方が良い。

門間調査統計局参事役

今月も同じように「前月と比べ」というふうに。

岩田副総裁

その方がずっと良いね。

内田企画室調査役

それでも結構である。実はそう書かなかった理由は、「長期金利は前月と概ね同じ水準となっているが、」というところに前月との比較が入っているので書かなかったという以上の他意はない。

門間調査統計局参事役

それでもおかしくはない。

岩田副総裁

それは長期金利の方なので…。二回でも良い訳だ。

内田企画室調査役

おかしくはない。二度繰り返すこと自体はおかしくない。

福井議長

ではそこはそう修正する。実体経済の方は良いか。物価の方も宜しいか。それでは今の点だけ修正する。

内田企画室調査役

確認させて頂いて宜しいか。長期金利のところから読ませて頂く。「長

期金利は前月と概ね同じ水準となっているが、円の対ドル相場、株価は前月と比べ下落している。」。ここは、点等入れずに。

福井議長

然り。

岩田副総裁

円レートも大丈夫だな。前月比で。

内田企画室調査役

円レートは因みに前月だと106円40銭…。

岩田副総裁

106円台だな。

内田企画室調査役

然り。

福井議長

今日は112円79銭だから大丈夫だな。それではそこを修正したうえで採決したいと思う。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

福井総裁

それでは全員一致で可決した。

VI. 議事要旨（4/8～9日開催分）の承認

福井総裁

続いて議事要旨、4月8日、9日両日分である。お手許に既にお届けしてあると思うが、ご確認のうえ如何か。宜しいか。それではこれも決裁をしたいと思う。先程の金融経済月報だが、基本的見解は即日公表であるので今日午後3時に発表する。それから背景説明は、執行部でサニタイゼーションを施したうえで21日金曜日、14時に对外公表する。今採決中の議事要旨だが、これは5月25日、来週火曜日の14時に对外公表する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で承認させて頂いた。

VII. 閉会

福井議長

今日の案件は全て終了した。次回は 6 月 14 日、15 日と二日間に亘る開催である。宜しくお願いする。なお、毎回申し上げているが、決定会合における議論の内容はご自身の発言も含めて厳に出席者限りということである。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。決定会合への信認確保の観点から、是非厳正な機密管理をお願いしたいと思う。以上で会議を終了する。

(午前 11 時 59 分閉会)

以 上