

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2004年6月14日（13:59～15:50）

6月15日（8:59～11:30）

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（14日）
	山本有二	財務副大臣（15日）
内閣府	大守 隆	大臣官房審議官（経済財政運営担当）（14日）
	伊藤達也	内閣府副大臣（15日）

（執行部からの報告者）

理事	平野英治（15日）
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	清水誠一
企画室調査役	正木一博

I. 開会

福井議長

それではお揃いなので1分前だが政策決定会合を開催する。

(午後1時59分開会)

今日、明日、二日間の会合である。本日は、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。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を聞いて質疑応答を行いたいと思う。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等の議題を予定している。なお、会合の中での発言は全て記録させて頂く。それを前提として、それぞれご発言頂きたいと思う。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

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

1. 金融調節、金融・為替市場の動向に関する報告（資料-1、2）

中曽金融市場局長

では、お手許資料、追加資料の1、2に沿ってご説明する。長期金利が上昇しているが、まずは、金融調節周りの動きについてご説明したいと思う。図表1-1の当座預金残高の推移である。前回決定会合直後には34兆円台だったが、5月末には32兆円台。そして法人税揚げで資金不足の幅が大きくなる6月2日には31兆円台まで低下をしている。この間だが、指標レート、オーバーナイト・コールレートは概ね1/1,000%で安定的に推移をしている。次の図表1-2は当座預金の保有状況だが、都銀、外

銀が主な保有主体になっている。外銀なのだが、足許は6.6兆円である。このところドルの金利先高観があって、ターム物の円転コストのマイナス幅が拡大傾向にあるため、外銀にとっては長めの円転を増加させ、当座預金を積み上げ易い地合いになっている。次に図表1-3で資金需給の動向をご覧頂く。6月は2日に、先程も申し上げた法人税揚げがあった。これを含む資金不足の幅が1日、2日だけで8.7兆円の不足であった。月間の資金不足見通しが、今、不足の4.3兆円なので、3日以降、6月中は基本的に余剰の地合いで推移する見込みである。そうした中でのオペの実施状況を図表1-4でご覧頂く。この表でお示ししてあるように、5月中旬以降だが資金不足の谷が深い6月2日に向けて、各種オペの手段を動員して資金供給を積み上げてきた。具体的には、全店手形オペ、それから本店手形オペ、国債買現先オペ、それぞれを週2本ずつ実施している。このうち全店手形なのだが、これは9月末越えの長めの資金供給手段として使ってきた。オペを積み上げる過程で28日なのだが、このオペレートが平均、それから落札決定レートとも1/1,000%ということで下限に達した。しかし、税揚げ後の6月8日オファーフ分では2/1,000%まで戻っている。本店手形なのだが、これは期内エンドの短めの資金を供給するために用いてきた。既にレートの的には5月中旬位から1/1,000%~2/1,000%ということでレートは下限に達していたのだが、それが供給積み上げの最終局面である25日、31日、シャドーを付しているように札割れとなっている。それから国債買現先オペなのだが、普通は手形より国債現先の方が割れ易いのだが、こちらは税揚げ日前、5月中は札割れを回避してきた。しかし、シャドーを付してある6月10日オファーフ分については札割れとなっている。この結果から、私共としては期内エンドの資金需要はほぼこの時点で充足されつつあると判断している。吸収オペについてだが、供給オペと並行して売手と売現先による資金吸収を行っている。レートは平均落札、落札決定とも安定的に1/1,000%で推移しており、6月2日には残高はゼロになっている。図表1-5はABC Pの買入オペである。前回決定会合以降なのだが、5月20日、それから27日、6月4日と3回買い入れを実施している。こ

のうち5月27日以降は1回の買入上限額を1,000億円に引き上げている。これは前回申し上げたように、要件緩和の効果によって買入適格プログラムが増えて、適格玉が増加したためである。次に、金融為替市場の動向についてご説明したいと思う。まず図表2-1(2)の図表でターム物のレート推移をご覧頂きたい。短国レートにご注目頂きたいのだが、6月の頭位から少しずつレートの方が上昇していた訳だが、先週水曜日、つまり6月9日辺りから上昇ピッチが速くなってきており、週末11日にはFBの3Mで11/1,000%まで上昇してきている。これと同時期にユーロ円金先の方も先週の中頃から上昇をしてきている。図表2-2で、実際、今の金先レートなのだが期先限月を中心に上昇をしてきている。この黒い太線だが、ちょうど去年の9月の金利上昇ピーク時に重なる辺りまで、今、レートが上方シフトしてきている。こうした金先カーブの上方シフトは割と急ピッチなのだが、主として海外の投資家が先週の半ば頃から売りポジションを積み上げていることが背景である。実は、このような先物の動きが今回の金利の上昇を主導している一つの要因というふうになっていると考えている。そこで、これまでの金利上昇メカニズムを図表2-3以降で見たいと思う。私共としては、今回の金利上昇局面なのだが、これまでの金利の上昇については、我々は二つのシーケンスがあったのではないかと考えている。第一のフェーズは中期ゾーン以上の長いゾーンでの金利の上昇である。これは日本の景況感の回復、株価の上昇に呼応したものであり、10年債で言うと、これは中央の黒太線だが、5月末に1.5%台に載せた後、このグラフでお示ししてあるように、先週末には1.775%、そして今日は1.85%というところまで上昇をしてきている。しかし、先週前半までの期間では、2年物以下の短いゾーンについてはほとんど動いていなかった。これが動き始めたのが第二のフェーズと見ている。その第二のフェーズは先週の中頃から始まったと見ている。お示ししている図表の中から見てとれないのだが、先週の中頃に、先程も申し上げたように外人が先物であるとか、あるいは2年物のスワップ、そういった短いところのショート・ポジションを急速に積み上げている。これが先程申し上げたような金先カー

ブの上昇に繋がったと見ている。基本的には日本の金融政策の変更が意外に近いのではないかと、そういった思惑が背景とされているようだが、多分に仕掛け的な動きもあるように見ている。このために、まず2年物の短期ゾーンもこの時点で上昇を始めたということである。この結果、2年物、あるいはFBなどの短期債を多く抱えていた邦銀の大手行の一部なのだが、先週の木曜日に掛けてFBの買い持ちポジションの整理を余儀なくされた。このために、先程申し上げたようなFBの3か月物の金利が、先週末に掛けて1bpを上回るところまで上昇したのではないかと見ている。以上のようなシークエンスについて、図表2-4の(2)のイールド・カーブのグラフの形状変化という点からもう一回見てみると、イールド・カーブはこのように全ゾーンで上昇をしている訳なのだが、2年物のゾーンはこちらにお示ししているように、6月4日以前はほとんど動いていない。であるから、このゾーンでの上昇というのは専ら6月4日以降であったことが分かる訳である。次に図表2-5である。今度はスワップ・スプレッド等の動向のグラフで5年物のスワップ・スプレッドを見ていくと、足許若干拡大はしてきているのだが、昨年の夏程急速なものではない。これは銀行がこれまでのところは、保有債券ポートについてパニック的なヘッジ売りには走っていないことを示唆しているように見ている。次に、日・米・欧の長期金利の推移のグラフなのだが、海外金利との関係は、一頃は上昇を始めたアメリカの長期金利とややデカップルされたような状態にあった訳であるが、ここへきて日本が追い掛けるような形で我が国の長期金利が上がり始めたというふうに見ることもできるように思う。図表2-6だが、元々その債券市場の参加者は、(1)にお示ししているように、海外金利を金利変動要因として意識はしてきていたところである。それがここへきて、斑模様で示しているが、そういった要因の他に物価動向も景気や株価、あるいは海外金利と並んで意識されるようになってきている。どう物価動向が意識されているかと言うと(2)のグラフだが、これは四角マークが付いた折れ線だが、これが上昇していることに現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。次に図表2-7で

ある。以上、今回の金利上昇のこれまでの動きを述べてきたが、今一度整理するという意味で、昨年の6~7月、そして8~9月、二度に亘る金利上昇局面と今回とを比較してみたのがこのグラフである。まず、(1)はそれぞれの局面におけるボトムからピークまでのイールド・カーブの上昇幅だが、今次局面は元々イールド・カーブが立っていた分、シフト幅自体は去年の夏に比べて相対的に小さくはなっている。ただ、今日辺りも金利の上昇は続いているので、なお、このカーブは今も上方シフトを続けている状況ではある。この辺をもう少し見ていく必要があるかなと思っている。次に(2)はスワップ・スプレッドなのだが、これも先程述べたように、今回は急拡大するといったことは起きていない。これも今のところは、というふうにつけ加える必要があるが、去年程は大きく拡大してきていないと言えるのではないかと思う。それから(3)でお示しするように、ボラティリティも今回は目下のところは大きくは上昇していないという点も去年の夏の金利上昇局面とは異なる点であろうかと思っている。次に図表2-8はクレジット市場周りの動きである。(1)の社債の対国スプレッドをご覧頂くと、破線でお示したBa格が大きく拡大している。これは三菱自動車の社債の動きを反映したものだが、今回は同社債が残存5年を切って統計対象から外れたことから、足許では急縮小している。ちょっとそういった攪乱要因が入ってきてしまっているのも、この三菱自動車を除いた太線、これをご覧頂くとほぼ横這い圏内となっている。(2)のCDSのプレミアムの推移をご覧頂くと、足許、特段の変化は見受けられない。従って、今回の金利上昇のクレジット市場への影響については、これまでのところ大きく現われていないと見るができると思う。図表2-9は銀行セクターだが、これは(2)の劣後債の対国スプレッド、それから(3)のCDSプレミアム、こちらでUFJはやや拡大した状態が続いているが全体としては横這い圏内と見ている。次に図表2-10は株式市場である。株式市場は(1)でお示ししているように、日経平均なのだが、4月には12,000円台だったものが、前回決定会合直前には11,000円を切るところまで低下している。ただ、その後は(2)にお示ししているが、アメリカの株価

の回復、それから我が国の景気回復を示す各種指標、特に先週は機械受注のような非常に大きなポジティブ・サプライズがあったので、現在は11,500円台まで値を戻してきている。図表2-11は主体別の売買動向なのだが、(1)の月次の計数をご覧頂きたいのだが、個人については4月、5月と連続して買い越しになっている。ただ、数字ベースで見ると出入りが大きくて、依然、個人については回転売買が中心かなと思われる。次に信託だが、この5月は+1,524億円ということで買い越しになっている。月次ベースで信託が買い越しになるのは2002年の12月以来であり、代行返上が一巡しつつあると見ている。この辺り、国内投資家のスタンスに少し変化が出てきている感じがする。海外投資家については、5月初めに掛けて利益確定売りなどが集中的に出た訳なのだが、下旬に至って日本株投資再開の動きも出てきているようである。今後、外人がどの程度投資を持続するかという点だが、比較的ポジティブな材料が揃っているように思う。その点を図表2-12で見たいと思う。まず、(1)の直近のグローバル投資家サーベイというところから見ると、最も割安感の強い株式市場のグラフにあるように、日本は割安感の強い市場として、足許でも比率が上昇を続けている。それから先行き12か月でオーバーウエイトにしたい株式市場のグラフでは、先行き12か月でオーバーウエイトにしたい市場として日本が依然強い比率を占めていることが示されている。(2)のバリュエーションで見ても、長い間、国際水準からやや乖離をしていた日本のPERなのだが、ちょうど昨年の初め辺りから各国のPERにほぼ収斂しつつある。これはグローバル投資家の視点から見ると、各国株価と同じような基準で日本の株を投資対象として評価できるようになった、そういったことを意味しているのではないかと思う。以上の点から見ると、海外投資家の投資意欲を今後大きく損なうようなイベントがない限りは、一頃程の勢いはないにしても、ある程度、外国人の投資は期待できるのではないかなと見ている。為替相場、図表2-14に移る。(1)のグラフで太線でお示しているドル/円の相場なのだが、前回決定会合直前には114円台のところまで円安が進んだ。この時期はちょうど外国人投資家が日本株を売り込ん

でいた時期と符合する訳だが、その後は原油高などを材料にしてポジション調整的なドル売り、円買いが進んで現在は109円ないし110円台で推移をしている。(2)のユーロの対ドル相場も同じ様な展開になっている。今後の相場については、イラク情勢などの不確実性もあって、やや方向感を見定めにくい地合いになっており、この点については図表2-16。実際、最近の日々の動きを見ていると、いわゆるファンド筋が極めて短期的なポジション・テイクとその巻き戻しを日毎に繰り返しているという感じがある。こういったことから(1)のIMMのポジションをご覧頂いても、ショート、ロング、いずれの方向にもポジションが積み上がった状況に今はなっていない。それから大きな一方向へのフロー、例えば輸出予約のドル売りも最近では見られない。ただ、今週はアメリカの5月CPIだとかそういった景気指標、ないしグリーンズパン議長の議会証言など、注目のイベントが控えているので、恐らくこれを材料に相場の方向が探られる展開というふうに見ている。利上げ観測がアメリカにあるので、そういったものを背景に現在の市場の雰囲気を見ると、ドルの強保合いといった感じがしている。以上、見てきたように、日本の長期金利なのだが、我が国の景況感の回復とこれを背景とした株価の上昇に呼応する形で、新たな金利水準を模索する過程に入っていると思う。色々な思惑が交錯する中でややレート形成が不安定になっている面はあるのだが、これまでのところは、去年の夏程の攪乱的な動きにはなっていないと見ている。クレジット市場、短期金融市場への影響もこれまでのところは限定的と見ている。ただ、何分、まだ相場が動いているので、なお今日以降の動きはよく注意していく必要があると考えている。以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

田谷委員

F Bのレートがちょっと上がったこと背景についてであるが、外国人が

債券市場、あるいは金先市場で売り仕掛けみたいなことをしてレートが上がって、そしてそれがどういうふうにF Bレートの上昇に繋がるのか分からないのだが。

中曾金融市場局長

まず金先、それから2年物位のスワップで売りポジションを作っていく訳である。そうすると現物の短国、2年債の辺りに跳ねてくる。短期の債券が下落する。そうすると、短い債券とかF Bを多く抱えてポジションを結構大きく持っている銀行がいる。大手のメガバンクである。そういったところの持っているポジションが金利が上がってくるので、少し整理をせざるを得なくなる訳である。それが先週末に起きたということである。

田谷委員

周りの金利が上がったから、ということだけか。

中曾金融市場局長

然り。もう少し細かい話をすると、先週は5年債の入札があった。入札自体のレートは良かったのだが、投資家が付いてこなかった。であるから、業者が多少それを投げる、投げる時に日本銀行の国債オペもあったので、そこへ5年債をはめてきた。ところが、2年債を売りたいと思っていた人もいたので、そこが余ってしまった、従って2年債の金利が余計上昇してしまった、ということもあるようである。

田谷委員

それは最近言われているように、プライマリー・ディーラー制を睨んで、かなりオーバーなと言うか、相当余分に入札に参加してきているが故に、その直後に売ると言う、やはりその一環でもあるのか。

中曾金融市場局長

然り。業者が非常に高い価格で入れて、しかし投資家がなかなかそれではちょっと利回りの合わないので付いてこないというケースが何回か確かにあったように思う。

須田委員

金利の変化では、長期と中期のゾーンの動きが大きいということであるが、やはり中期ゾーンが動くとはじめ金融機関というのは相当気にし始めるのか。

中曾金融市場局長

中期辺りはやはり気にしている。今日辺りの動きは、スワップ・スプレッドが多少膨らんでいるような感じがするので、ちょっと気にし始めている感じがする。それから超長期のところは、20年債は今週入札があるので、そういった需給面も少し気にして緩んでいるような感じがする。

須田委員

ただ、金先とかを見ていると、相場が一方向にいつてしまうというよりは、結構、売り買いがあって出来高があるということだと思う。その辺はどういうふうに見ているのか。

中曾金融市場局長

然り。特に今回の特徴の一つは、金先の売り玉、それから買い玉、これが非常に膨らんでいる。20万枚位両方できているので、そこは前回と言うか、去年の夏場の動きとは随分違う感じがする。思惑的な売り——外国人が売っていると思うが——を、一方で買う人もいるというところがちょっと違うかなと。ただ、短いところは今週はちょっと需給が弱くなる。つまり、TBが明日、FBの3か月、これはいつものようにだが水曜日、それから来週の月曜日に今度は資金繰り債と言われているCMB、一週間の間

に 8 兆円強の新しい F B、短国が発行されるので、ちょっと地合いが弱い中で先物が売られているのが今の特徴ではないかと思う。

福井議長

他に宜しいか。次は海外経済情勢について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

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）をご参照頂きたい。図表 1、アメリカの主要経済指標を確認したいと思う。いつものとおりシャドーが掛かっているのが前回会合以降、判明した計数だが、引き続きアメリカで景気回復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. 本年第 1 四半期の実質 GDP 成長率は速報値から僅かながらも上方修正された。年率 4.4%となっている。その後の個人消費だが、3. 実質個人消費、6. 自動車販売、7. 消費者コンフィデンス指数などから堅調さが持続している様子が窺われる。設備投資に関しては、9. 非国防資本財受注の計数は 3 月に大幅に増加した後、4 月には幾分減少した。増加トレンド上での振れと見ている。供給サイドの統計に目を転じて、11. I S M は、製造業、非製造業とも 5 月もかなりの高い水準になった。雇用だが、15. 非農業部門雇用者数にあるように、しっかりと拡大が続いている。業種別に見てもほぼ押し並べて拡大している。物価面に関しては、5 月の計数は明日の決定会合終了後にならないと明らかにならない。金融市場では C P I の 5 月の前月比については、このところの原油価格の上昇を背景に 0.5%程度の高めの上昇を予想している。そこで図表 2 でアメリカの期待インフレについて若干点検したいと思う。

(1) では物価変動利付債と通常の国債との利回りの格差、(2) ではミシガン大学のアンケート調査、(3) ではコンファレンス・ボードのアンケート調査によるインフレ予想という、期待インフレの代理変数と見られるような指数の動きをそれぞれ太線で書いておいた。いずれもこのグラフの右

端のところでは幾らか上昇している姿が目立つ。これと重ねて書いているのが、実はガソリンの価格である。一見してかなりの相関が見られる。アメリカの場合、ガソリン価格、ないしはその先行指標である原油価格にインフレ期待が振られる様子がここで窺われる訳である。最近のこうした現象は実は、91年の湾岸戦争の時にもあった。ただ、実際のCPIの動きというのは、過去の系列を見ても、これらの期待インフレ指標を密にトレースしている訳ではない。従って足許の動きは必ずしもCPIの上昇率の加速を意味するものではないことは申し上げたいと思う。図表3にある、ユーロエリアの経済を見ると、第1四半期にユーロエリアは年率で2.3%の経済成長をした後、6. 独国内投資財受注、あるいは8. 独海外受注にあるドイツの内外受注はともに4月に増勢を示している。11. 製造業PMI、これはユーロエリアだが、これもこのところ改善しており、いずれも最近のユーロ安の影響が出ていると見られない訳ではない。また、3. 小売売上数量、4. 新車登録台数の個人消費関連も持ち直しているように見られるが、5. 消費者コンフィデンスは5月も弱い訳である。全体を通して4月の計数が押し並べて良い感じが出ており、どうも季節調整の振れなどということも考えられるので、判断を固めるにはもう少しデータを見たいところである。この間、14. 消費者物価前年比は、5月にはエネルギー価格の上昇の影響から2.5%と高めの数字になった。図表4-1の1. で中国経済について見たいと思う。2. 工業生産だが、5月に増勢が鈍化している。内容的には銀行貸出の抑制対象である鉄鋼などの重工業の鈍化幅が大きいところである。また、5. 固定資産投資、これは年初来の累計前年比で出しているが、この前年比プラス幅も5月にはめっきりと縮小している。それから貿易収支も輸入の鈍化から5か月振りに黒字に転化している。ここでは、輸入と輸出しか載せていないが、この差額で出すと黒字に転化している。さらには、表には載せていないがマネーサプライと銀行貸出の計数は明確に増勢が鈍化している。これに関して、先週、中国人民銀行では、「金融環境は安定的であり、マクロ経済コントロールの効果が発現している」というコメントを出している。業種別貸出、投資規制をマクロコ

ントロールと呼ぶべきかどうかはともかくも、抑制策の効果が出ていると言えると思う。なお、CPIについては5月の前年比は昨年のSARSの裏もあって4.4%と高めの上昇となった。ただし、食料品を除くとここには載せていないが、前年比で0.6%とほぼここ数か月並みの伸びとなっている。2. で中国以外の東アジアの各国に関しては、第1四半期の実質成長率だが、個人消費が不調な韓国と、第1四半期は鳥インフルエンザの影響などで一時的にちょっと伸びが鈍ったタイ、この二つを除いていずれも高い数字を記録している。その後の情勢については、基本的に多くの国で輸出、設備投資が増加し、さらにASEANでは個人消費も加わって景気が拡大している。図表4-3の物価、(6)にCPIがあるが、韓国ではほとんど変化がない。その他の国では前年比上昇幅が極く僅かながら高まっている。このうち、タイのカッコ内のコア、それから台湾のカッコ内のコア、いずれも上昇幅が拡大しているが、この点についてはエネルギー価格の上昇によって輸送コストが上がっているということも影響している。この間、香港では前年比マイナス幅が縮んできている。図表5でアメリカの金融指標を見ると、5月4日のFOMC以降最近に至るまでFedの幹部の講演などでの発言が続き、既に6月末のFOMCでの25bpの利上げ、それから年末までの1%ポイントを超える利上げというのが市場で織り込まれている。そうした金利観が5月半ば以降定着するにつれて、(1)にあるように、長期金利は4.7%前後のレンジ内の動きとなっている。サウジアラビアの増産見込みから原油価格が幾分切り下がっているのも長期金利の安定に寄与していると思う。そうしたもとで(2)の株価だが、再び上昇傾向を示すようになってきている。(3)、(4)で二種類のリスク関連指標を載せているが、いずれも低水準である。図表6はヨーロッパだが、ドイツの長期金利はアメリカより大体0.4%程度下回る水準で推移している。株価はこのところアメリカと歩調を合わせて上昇傾向を示している。ECBの金融政策のスタンスに関しては、年内金利据え置きが大勢の予想となっている。なお、表は載せていないが、エマージングの金融市場では、5月上旬のアメリカでの金利上昇局面で株、債券、通貨のトリプル安が一

且発生したが、その後、アメリカの金利が安定する中で多くの国で株価が戻り、対米国債スプレッドも縮小している。ただし、個別国でインドネシアに関しては政情不安定、それから原油の純輸入国になったとか、こういったことに伴う財政赤字が懸念されるといった材料、それからアルゼンチンでは、例の債務リストラの難航、ロシアについてはユーコス社の存続問題等々、それぞれの固有の要因で株価、ないし通貨、債券が売られるということもある。エマージング市場全体としては、取り敢えずシステムティックな不安は後退していると言って良いと思う。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

アメリカの利上げ幅が 50bp かもしれないというような話も一方で出てきている。アメリカの政策当局者がもし消費者物価とかに対する判断を間違っていたら云々という発言もあるが、一体どうなったら利上げ幅は 50bp だというふうには人々は認識しているのか。

堀井国際局長

グリーンSPAN議長、それから週末にはプール氏、それからピアナルト氏、何人かのFOMCのメンバーが発言している。いずれも今まで見てきた物価安定基調について、基調を判断する材料に予想外の変化があったら、今まで織り込まれている金利観以上にFedは行動しないとイケないという趣旨のことをおっしゃっている。文字どおりそれをとると、まず、物価自体の情勢、これは15日に発表されるCPIが大きいと思うが、それで予想以上の物価上昇が出てくるということが一つ。それから基礎条件についても勿論、雇用等々についてもさらにアネクドータルに強い話が出てくる——補強するかもしれないが——、プラスその後、恐らくFRBの幹部が市場との対話をしていって市場で50bpというのがかなりの程度織り込

まれていくということになると、月末のFOMCで50bpの利上げの可能性があらうかと思う。ただ、現時点、現時点と言っても金曜日はレーガン元大統領の国葬の関係で市場が閉まったので、木曜日までだが、今のところこのFFの先物に織り込まれている50bpの利上げの確率というのは15～16%である。

岩田副総裁

一つ宜しいか。それと関連があるのだが、先程のフェデラル・ファンド・レート先物で図表5だが、年末の数字を見ると2.25%になっているのだが、これは0.25%ずつ上がるとすると5回上げていくというそういう読みをマーケットはしていると受取っているのか、途中で50bpの利上げも想定されているのか。

堀井国際局長

主だったインベストメント・バンクのアンケートがつい最近あった。例えばバークレイズ、個別名はともかくも年末225を見ている中で、具体的なパスとしては6月に25、8月に50、11月に50と見ているところも結構ある。それから、岩田副総裁からお話があったように25ずつ5回と見ているインベストメント・バンクもある。

福井議長

他にないか。では国内経済情勢を山本理事、早川調査統計局長、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

それではお手許にある資料4の参考計表と、本日お配りしている資料4の追加図表、この二つを使ってご説明していきたいと思う。最初に、厚い方の参考計表、図表1、GDP統計が出ている。ご承知のとおり先週第1

四半期の2次速報が出て、1~3月の成長率は1.5%、1次速報が1.4%であったので0.1%の上方修正ということである。ただし、中身を見ていくとここにある民間企業設備が、これは1.7%と書いてあるが、1次速報の時点では2.4%であったので、法人季報が出た結果こちらはむしろ若干ながら下方修正だった訳である。ではなぜ全体として上方修正になったかと言うと、基本的には民間在庫のところであって、1次速報の時点では寄与度で0.2%であったものが寄与度0.5%になったためということである。従って、上方修正ではあるが、これでゲタが上がったとかいうような感じの数字ではないということである。この在庫についてだが、ある意味では7~9月に起こったことに近いことが起こっているというふうに理解している。ご記憶だと思うが、7~9月も在庫が増えて、これは仕掛品在庫だったのだが、今回も仕掛品在庫である。これが言ってみれば10~12月には設備投資に転化したということである。同時に、前回もそうだったのだが、前回も10~12月に生産の伸び率がグッと高まる直前であった。今回も同様に、後程申し上げるように4~6月の生産の伸び率が高まると思われるので、そうするとその直前の3月末時点での仕掛品在庫が増えているのは極く自然なことであって、よく似たことが起こっているというふうにご覧頂ければと思っている。なお、名目GDPについても速報で、1次速報0.8%から2次速報1.0%と、僅かではあるが上方修正ということである。

図表5、輸出入であるが、イメージを目でご覧頂きたいと思う。(1)をご覧頂くと、輸出は昨年の後半かなりの勢いで増えた後、足許は、勢いは少し鈍化しているけれども着実に増加しているという姿である。図表6で数字をご覧頂くと、第4四半期の実質前期比が6%増、第1四半期が4%増、4月は1~3月対比で2%の増加ということである。(1)地域別をご覧頂くと、一つはEU向けが減少しているが、これは元々第1四半期ができ過ぎだったことの反動であろうかと思っている。米国向け、アジア向けについても、減速でほぼ横這い圏内になっているけれども、特にアジア向けについては、これは元々中国向けが1~3月関税引き下げの影響もあって非常に高い伸びになっていること、それから下の方のASEAN、

これが船舶の輸出で1~3月の数字が押し上げられているということの反動であるので、特に何か基調に変化が起こっているというふうには思っていない。(2)財別についても、まだ4月単月の数字であるので特にどこかに大きな変化が起こっているという認識はない。今度は輸入サイドである。図表12、これもご覧のとおり、去年の第4四半期1.6%増、本年第1四半期2.6%増、4月単月では0.5%と小さめの数字ではあるが、着実に増えているという認識で良いかと思っている。(2)財別の動きにも変化はない。基本的には、一番下にある情報関連あるいは資本財・部品といったところ、アジア域内での貿易拡大を反映して、輸入サイドも着実に増えているという認識で良いかと思っている。

図表13、今度は設備投資についてだが、中段に法人季報の設備投資の数字が出ている。ご覧のとおり、これは私共の季節調整では、法人季報ベース、名目設備投資、10~12月6.3%の増加の後、1~3月は0.6%増ということであった。民間調査機関等では、1~3月の数字について少し強いと、GDPも少し上方修正されるのではないかという議論もあったが、元々法人季報というのはなかなか複雑な統計であって、ある種の段差調整をしたり、それから季節調整を掛けたりのやり方で数字が色々変わってくる訳だが、私共の季節調整ではこのような感じであるので、下方修正はそれ程不思議ではなかったということになる。図表14、いわゆるセクター別の動きについて一言申し上げておくと、足許はむしろ右側の中小企業が割と強いという印象である。特に(2)の製造業の中小企業に関しては、第4四半期も相当大きく伸びた後、第1四半期も横這いで、かなり高水準をキープしているという感じになる。(4)の非製造業の中小企業も、ちょっと振れの大きいサービス業中心なので、この勢いでずっと伸びていくとは思っていないのだが、足許は強いという感じである。他方、左側の大企業の方に移って頂くと、(1)製造業大企業は着実に増えている。ただ、着実に増えているのだが、この角度は実はそれ程でもなくて、2003年度の製造業大企業の設備投資の増加は5%になってしまった。ということは、短観等の計画と比べてもやはり少し下めであって、恐らくは投資の実現が2004

年度にかなり繰り越された可能性が高いというふうに思っている。一方、(3)の非製造業については、去年の途中で一回凄く高いところがあるので何か下向きに見えるが、下を向いているという程でもないと思うけれども、必ずしも後程申し上げる収益の出方等と比べると、大企業非製造業の設備投資の出方はかなりゆっくりと言うか慎重という、これは短観とかでもそのような感じの数字かと思っている。追加図表、図表 13、一番上に機械受注が出ていて、機械受注については、元々1~3月のマイナスはそれ程不思議ではないのだが、4~6月の見通し調査のマイナスはやや不可解であるというふうに申し上げていた訳であるが、結果4月の数字が出てみると、ご覧のとおり非常に大きな増加になった。4月の1~3月対比は10.4%の増加ということで、とりわけ製造業が爆発的な増加になっている。図表 16のグラフをご覧頂いても、製造業の数字はかなりとんでもない数字であるということがお分かり頂ける。ただ正直言って、中身を見てみると、化学機械とか原動機とか如何にも振れそうなものが暴れているので、この数字が丸ごと実力という訳ではないと思うが、いずれにしても製造業の設備投資は結構強いということを確認するものであったと思う。他方、非製造業については、ご覧のとおり1~3月下がった後の横這いということで、必ずしも強くない、そういう意味では製造業、非製造業の温度差はかなりあるという感じである。ただ、(2)建築着工を見て頂くと、こちらは1~3月相当伸びた後、4月はもっと落ちるかなと私は思っていたのだが、意外に落ちなかったということである。一つは、ご覧のとおり鉱工業が4月はかなり増加したということだが、上の方の非製造業も確かに1~3月に比べれば結構落ちているけれども、振れを均してみるとまずまずという感じではないかと思っている。卸・小売業とか運輸である、これは物流配送センターとかだと思うが、そこそこの動きという感じかと思っている。図表 17、企業収益をご覧頂きたいのだが、法人季報の利益率が書いてある。ご覧のとおり着実に改善とこういうことである。図表 18、セクター別だが、セクター別にはご覧のとおり、まず最初は(1)の製造業大企業で大幅に増益になった。その後の製造業大企業は良くなっているのだ

が、角度で見ると猛烈に良くなっている訳ではない。それに対してここ半年、一年位の特徴は、それ以外のところ、非製造業や中小企業が収益面で追い付いてきているというところが特徴である。この点は図表 19 をご覧頂いても全く同じであって、図表 19 の上の上場企業に関しては前から申し上げているとおり、毎月毎月ほんの少しずつ上方修正になっている訳だが、(2) の中小企業関係のアンケート調査もこのところ着実に良くなっている、特に、相対的に改善の遅れていた国民公庫の系列も良くなってきているというのがこのところの特徴ということになる。

図表 20、今度は個人消費であるけれども、個人消費に関してはいわゆる販売統計はまちまちである。まちまちというのはどういうことかと言うと、まず弱い方から申し上げれば、一番上の方にある乗用車、これは1~3月の後の反動減、グリーン税制絡みの話、あるいは新車が実は少ないのだという話もご説明したかと思うが弱い数字であるし、それから真ん中下の方にあるスーパーもやはり弱いという感じである。これに対して強めの数字というと、家電販売が相変わらず好調であるということ、それからコンビニエンス・ストアも順調に増えている。それから最後に、ここでまだ数字を出していないのだが、その後出た数字として、旅行取扱額が前年比で言うと4月は27.5%の増加であった。去年がSARSでへこんでいるせいであるが、とにかくそういう数字であって、これは季節調整をしても1~3月対比で+6.9%、これはゴールデン・ウィークの日並びの良かったことが影響していると思うが、いずれにしてもこういう数字であって、強弱まちまちということである。ただこうした中であって、これも皆さんご承知のとおり、家計調査の消費水準指数は、サンプル要因があると思うが、それにしても4月のところで1~3月対比4.4%の増加と、非常に高い数字が出ているということである。図表 23、色々纏めた数字について一言申し上げておくと、販売統計合成指数は特に店舗調整後が弱めに映っているが、これはちょっと旅行取扱金額が入っていなかったりして、やや適切でないと思っている。(2) の消費財総供給は、1~3月減少の後少し増加。色々込みにした消費包括指数で見ると、1~3月0.5%の増加の後、

4月は家計調査が影響しているとは言え0.7%増えているということである。さらに図表24で消費者マインドをご覧頂くと、総じて改善していて、一番直近、金曜日に実は、下の点々で書いてある全国の消費者態度指数というのがもう一回出て、これはグッと、この絵よりもグッと良く、49に近い数字になった。本当は時系列が繋がっていないのであまり比べてはいけないのだが、新聞等によると、これを単純に比べると91年以来の水準ということである。図表25、住宅について一言だけ。住宅はこのところ120万戸位とちょっと強いなと思っていたのだが、4月は落ちて111万戸台であった。そういう意味では振れつつも横這い圏内の推移をしているのだと思っている。

図表27、今度は生産である。生産については確報が出ていて、4月の数字、ここに3.3%と書いてあるところが3.5%になっている。それから4~6月、一応予測指数で繋げると4.2%と書いてあるところが今4.4%になっているということである。一頃の6%台とかいう数字と比べると少しはおとなしくなったけれど、やはり1~3月ほぼ横這い近くとなった後、もう一度かなり加速しそうであるという感じである。私共の企業調査のヒアリングの数字はまだ2%台であるので、4%に達するかどうかは如何かと思うけれども、1~3月対比でそこそこ加速するということはほぼ確実になりつつあるというふうに思っている。ここで一言コメントしておきたいのは、図表30の在庫の動きである。ちょっと在庫は複雑である。と言うのは、(1)の鉱工業全体を見ると、ご覧のとおり第1象限に数字が引っ掛かってきて、すわ全体として在庫積み増しか、ということなのだが、実は必ずしもそうではなくて、複数の全く違った動きの合成の結果こうなっているということである。まず最初に申し上げておきたいのは、(3)資本財と(4)耐久消費財、これがいずれもかなり上の方に跳ね上がっているのだが、これは二つともほとんど専ら自動車である。輸送機械である。これは輸出船待ちの在庫であるので、恐らく5月になると剥げ落ちるといふことなので、この分は実はあくまで短期的な綾ということ、従って、(1)の鉱工業全体も果して本当にこれを抜いたら上に上がっているかどうかは

ちょっと疑問という感じである。他方で、最近のむしろ変化として申し上げておきたいのは、先月も申し上げたと思うが、下の方であって、一つは

(5) 電気機械類生産財、電子部品のところであって、これは前回からもう第1象限に入ったのだが、これがグッと上がってきて45度線に近いところまで上がってきている。基本的には設備投資もして能力が出てきたので、これに伴っての前向きの在庫の積み上げというふうに理解して良いと思う。ただ、細かく見るとちょっと複雑で、言ってみれば生産能力が不十分な時期は、作っただけ売れるという状況だった訳だが、最近ではデジタル家電も物によって、例えば携帯電話とか、今一つというところもあるし、それから勝ち組、負け組がかなりはっきりしてきているところもあるということで、そういう意味では、基本的には前向きの在庫積み上げなのだが、一部は逆に言うと負け組の在庫も入っているというような形でこのような姿になっているということである。従って、今後はこの辺相当売れることを前提に設備投資してきているので、需給バランスの動きについては丁寧に見ていく必要があるということになる。他方で(6) その他生産財は、今度は逆に右下へ向かってえぐり込んでいるということである。この辺については原材料価格も高い、それから全体として市況の底上げを浸透させたいということで、生産態度を割と慎重にしていることもあり、こういう動きになっている。よく似た動きは(2)の建設財でもそういうことが起こっているということである。そういう意味では、何か一番上のものだけ見ると素直に回っているみたいなのだが、その実は、バラバラの動きが三つ合成してたまたまこういう動きになっているということなので、今後もそれぞれのパーツについてどういうふうに動いていくかをもう少しよく見ていく必要があるだろうというふうに思っている。

次に図表31、雇用関係である。雇用関係に関しては、一番上の職安統計は相変わらず特段の動きはない。有効求人倍率はなぜか5か月連続で0.77倍。よくこのようなことになるなという感じだが、いずれにしても、これは去年の年末に掛けて猛烈に上がった後なので、不思議な動きではあるが基調的には改善しているという理解で良いと思っている。むしろ今月

申し上げたいのはその後であって、中段の労働力調査であるが、ご覧のとおり、4月の雇用者数の前年比が1.1%とかなり高い伸びになった。勿論いつも申し上げているとおり、この統計は振れ易い統計であるので、この1%という数字を丸ごと真に受けて良いかということについてはもう少し平均して見ていった方が良いとは思いますが、季節調整後で見ても増えているということである。そのこともあって、失業率は、この4月は4.7%、3月に続いて4.7%であった。実は3月の時は失業率4.7%とかなり下がったのだが、これは上の方にあるように労働力人口が減っている、すなわち労働力率が下がった結果の失業率の低下なので、これはあまり評価できない。むしろどちらかと言うとまた少し上がるのではないか位の感じで見ているのだが、結果は何が起こったかと言うと、4月は労働力人口が増えたにもかかわらず、先程申し上げたように雇用者数が増えた結果、失業率が4.7%で横這いであったということなので、むしろこの4月の4.7%というのは、それなりに雇用者数増えていますねというふうにむしろ評価できるということかと思っている。さらに、その下にある毎月勤労統計の常用労働者数も+0.4%と、これも新聞報道等でご承知のとおり98年以来のプラスになってきたということである。これも勿論、去年が少し4月悪かったということがあって、やや数字が大きめに出ているという面もあるが、いずれにしてもこちらはどちらかと言うと振れにくい数字であるので、やはり雇用情勢はそれなりに改善が見られてきたということかと思っている。ただ、一番最後の名目賃金については現時点で明確な変化はない。所定内給与は相変わらず僅かではあるがマイナスである。勿論、4月はたまたま全体の名目賃金プラスになっているけれども、これは特別給与の増加であって、これでもって全体がプラスになってきたという、振れ易い特別給与の増加で全体がプラスになったというふうには判断していない。一言だけ申し上げておくと、実は所定内給与のマイナスなのだが、これは細かく言うと、一般労働者の前年比はプラスである。それからパートの前年比もプラスである。両方プラスなのにマイナスになってしまうのは、要するに賃金水準の低いパート労働者の比率が上がっているために、いわゆる加重平均

で数字が下がっていると。言ってみれば、今の賃金の低下というのはそういう性質の賃金の低下、ある種企業サイドの総人件費抑制というものがここに表われている。雇用情勢が悪化していると言うよりは、そういうものの現われというふうにご理解頂ければと思っている。

恐縮だが、今度はまた薄い方を出して頂いて、図表 35 の物価である。資料発出後に C G P I が出た。C G P I は皆さんご承知のとおり、前月比で 0.1% の上昇で、3 か月前比では 0.5% の上昇ということで、実は 3 か月前比の上昇率は僅かではあるが下がっている。にもかかわらず、前回もちょっと申し上げたと思うが、この時期、去年が下がっているものだから、前年比は 1.1% という非常に高い数字になった。これも新聞報道等では 97 年以来と書いてあったと思うのだが、実は 97 年は消費税のせいでプラスになっているのであって、消費税を抜いたベースで言うと、これも 91 年以来 13 年振りの上昇率ということである。ちょっとずつ細かいところをご覧頂きたいと思う。図表 36、まず前提になる国際商品市況であるが、国際商品市況は (1) の太い線にあるように、このところかなりの勢いで上昇した後、足許だけは極く、ここ 6 月入り後、横這いないし若干低下ということである。中身をご紹介すると、実は原油以外のものについては、(2) の銅の動きが全体をよく表わしている。これはどういうことかと言うと、大体 3 月位までかなり大幅に上昇した後、その後は小反落して高止まりという、これが全体の動きである。これはある種分かり易い動きであって、1~3 月まで世界景気は非常に強い、他方で米国の金融緩和が続くということで、投機資金も流入し易いということで上がっていたと。それが言ってみれば、アメリカが金融の引き締め方向にいくらしい、中国でも過熱抑制策を始めたということで反落したということである。が、全体の商品指数が上がってしまっているのは、申し上げるまでもなく原油の動きであって、原油だけは実は他とはかなり違う動きをしていて、むしろ 4 月後半以降上昇したということである。これはサウジでの石油施設へのテロ等を反映した動きということである。さすがに足許は、先日の O P E C の増産決定で少し緩んではいるが、先行きについては何分にも中東情勢如

何という感じもあって、まだ市場参加者は先行きどうなるかよく分からないと言っている人が多いということである。図表 37、輸入物価だが、そうしたもとの5月の輸入物価、3か月前比で見て7.1%とかなり大きな上昇になっている。直ぐ下のグラフでご覧頂ければお分かりのとおり、上昇要因の最大のものは言うまでもなくグレーの石油関連ということである。それ以外に白いのが上に出ているのは、これは実は5月は為替も円安であったということである。ちょっと恐縮だが図表 36 にお戻り頂いて、(3) 交易条件をちょっと見て頂きたい。私はついこの間まで交易条件はあまり悪くなっていないと申し上げたのだが、足許悪化している。これはどういうことかと言うと、例えば以前上がっていた商品、例えば鉄鉱石とか石炭が上がると輸入物価は上がるのだが、その一方で、鉄の輸出もあるものだから、交易条件はそんなに悪化しない訳だけれども、原油だとこれはほとんど入ってくるだけなので、とにかく交易条件が悪化するということ。併せて、ついこの間までは幾分円高であったので、これが交易条件の悪化を食い止める方向に働くのだが、今回は足許は円安にもなっているために交易条件の悪化に輪を掛けるということで、すみません、2、3か月前に言ったことと違うことが今起こっているということだが、それは起こっていることが、性質が変わっているということである。図表 38、今度は国内の商品市況を見ておく。国内商品市況も強い。ご覧のとおりずっと上がっている。中身をご覧頂くと、やはり②にあるように、鉄鋼辺りは一頃と比べると上昇率は止まってきているが、化学辺りもまだ上がっているし、非鉄も実は国際相場は少し反落なのだが、円安の影響もあって国内は必ずしもそんなに下がっていないということがあって、これに①の石油が輪を掛ける形で国内相場はむしろ先程の国際商品市況より幾分強い。ただし、さすがに6月に入って上げ止まっている。と言うか先週位から上げ止まっている。図表 39、国内企業物価である。先程申し上げたとおり、3か月前比で見れば0.5%、さすがに少し上昇率は鈍化してきている。下の方のグラフでご覧頂くと、やはりこれまでずっと上がってきた鉄鋼・建材関連辺りの上昇率が鈍化している。相変わらず鋼材は強いのだが、さすがに上昇テン

ポはもう明らかに鈍化しているし、スクラップが下がっているということである。ただ、先行きも恐らくこういったところの3か月前比の上昇率は下がっていくので、3か月前比みたいなところで見ると、6月とかもう少し小さくなっているというふうに思うけれども、何分にも原油価格上昇の影響がまだこれから出てくるものだから、そういう意味ではまだ少し上昇が続くということであり、前年比で見ると6月も去年下がっていたので、可能性としては6月辺りまではもうちょっと位前年比が上がるという可能性が高いと思っている。それから図表40、需要段階別であるが、需要段階別はこれまで申しあげていることからの大きな変化はない。①素原材料はむしろ最近3か月前比で見ると下落になった。これは実はスクラップが大きく影響している。それから②中間財も、中間財への転嫁はかなり順調に進んでいるけれども、これも風速で見るとさらに伸び率が上がっていくという感じではなくなってきた。さらに③の最終財は、前から申しあげているとおり、そんなに最終財への転嫁が進む訳ではない。資本財で少し強い感じがするが、消費財はそうではないという感じである。従って、言ってみれば素材市況の第一波の上昇に関して見れば、若干中間財辺りへの波及が私達が見ているより強かったという事実はあるが、消費財への波及は大したことなかったということで、大体着地しつつあると思う。だが、厄介なのはむしろ原油価格の上昇はまだここに十分反映されていないということであり、しかも、もう一つ厄介なのは、ある種、鉄・非鉄の上昇と原油の上昇はちょっと性質が違ふということである。前にも申しあげたかと思うが、誰も鉄は食べない、要するに鉄は素材、鉄が上がっても、それが例えば車とか電気製品とかいう形で消費者の手許にくるまでに生産工程が長いものだから、その間の生産性向上、ユニット・レーバ・コストの低下によって吸収される訳だけれども、原油は何分にも、ガソリンとかいうことになると生産工程は短いし、生産性上昇とかユニット・レーバ・コストという観点ではなかなかちょっとあまり考えにくいものだから、結局これはある程度川下へ出てきてしまうということだと思う。恐縮だが厚い方にお戻り頂きたい。図表41、CSP I。CSP Iは上の方に

あるように、国内需給要因の低下幅は0.9%と、少し前年比の低下幅は小さくなったが、これは去年の4月に情報サービスが大きく落ちたことの裏ということで、これ自体それ程インフレーション・バリューがある訳ではない。ただむしろ細かく見ていくと、上の方にあるように不動産とか、あとまだ細かい機械修理、その他の細かいところでマイナス幅が少し縮んでいる感じがあって、CPIとかCGPIに比べると一番これが弱かったのだが、この辺にも若干の変化が出ていると、これだけ申し上げておく。図表42、消費者物価。消費者物価の全国の4月は、前年比-0.2%であった。

(1)にあるように白いところの公共料金が、これが医療費の低下ということで0.2%ポイント分押し下げている訳だけれども、下の方にある、一番下にあるサービスが少し上昇方向になった。これは細かい話だけれども、外食がハンバーガーの去年下がった裏が出ているとか、あと東京程ではなかったが、その他のサービスが去年4月下がった後、今年はあまり下がっていないということで、この低下幅が縮小して、その結果として3月-0.1%から4月-0.2%ということである。こちらもこれまでの動きとしてはそれ程驚くには値しないということではあるが、こちらもこれから実は原油価格上昇の影響、ガソリン価格の上昇の影響が6月辺りから出てくるのではないかというふうに思われるということである。

全体を少し纏めさせて頂くと、まず景気周りについては、今月もやはり強めの数字が多かったということかと思っている。一点目は、これは大体分かっていた話ではあるが、1~3月ほぼ横這いになった生産がこの4~6月にもう一度伸びを高めるということが、統計的にもほぼ確認されつつあるということだと思う。それから二番目に最終需要サイドだが、最終需要サイドに関して申し上げますと、家計調査、標本要因があるとは言え、そこそこ強い数字であり、かつマインドも良くなっているということ。それからもう一つは設備投資周りについて、先月時点では「えっ」という感じの動きであった機械受注が、これも振れが大きいとは言え強い数字になって出てきた。特に先程申し上げたような、企業の製造業の設備投資が2003年から2004年にずれ込んでいるなどということを見ると、この機械受

注と考え合わせると多分 6 月の短観は製造業の設備投資は結構強い数字が出るのではないかと私個人的には思っているということであり、消費とか設備投資とかいった内需の主力どころがそこそこしっかりしているということである。元々2004年度は2003年度からゲタを沢山貰っているものだから、そういうことであるとすると、2004年度の成長率もかなり高いものになる可能性は高いということ。最後に、先程申し上げたように、我々企業部門から家計部門への波及ということにずっと着目してきた訳だが、勿論賃金がまだはっきりとプラスになっている訳ではないので、現時点で所得に支えられた個人消費の回復というところまでは言えない訳だが、少なくとも雇用面だけではもうはっきりとした変化が出てきたというのは重要な変化であるというふうに思っている。という訳で、明日、門間調査統計局参事役から説明させて頂くが、景気の判断についても、「緩やか」という表現を取ろうかということをご提案させて頂いている。あと、物価面は先程申し上げたようなことで、ある意味でいわゆる素材市況上昇第一波の影響というのは、やや中間財中心に強めに出了とは思いますが、それ程大きな変化が起こっている訳ではないと思っているのだが、今後むしろ原油価格の上昇の影響が出てくるということである。元々消費者物価については、この上期はかなり薄いマイナスでいって、秋になると米が、もし豊作であれば落ちると。米は今+0.2%押し上げているので、平年作であると10月以降-0.2%、0.4%坂付ける訳である。ある意味では、上期は薄いマイナスで下期はそのいわば米の下落で年間平均皆さん方の大勢-0.2%位ということである。そこへ持ってきて予想以上の原油価格の上昇が起こってくるので、6月位からガソリンの値段等が上がってくるということで、米が下落に転じる前の6月から9月位の間は、かなりかつかつの動きという感じ、時にゼロとか+0.1%位がどこかで出る可能性もあると、このように今考えているということである。少し長くなったが、私の説明は以上である。

福井議長

ご質問があればどうぞ。

岩田副総裁

宜しいか。一つ目はGDPなのだが、2四半期続けて前期比年率で6%を超えている訳だ。それで、前から何度か早川調査統計局長にはお伺いしているのだが、労働生産性はその裏で伸びているはずである。つまり、この半年、雇用はそんなに伸びていないので、そうすると成長の要因の大部分は労働生産性だと思われる。アメリカの場合5%位前年比で労働生産性が上がって、それが3%台に下りてきている、そういうことだと思うのだが、日本の場合はこの2四半期でむしろ生産性が上がっている、GDPの伸びがそのまま生産性の上昇だと前におっしゃったことがあるように思うのだが…。

早川調査統計局長

1~3月は、実は労働供給、時間で結構増えた。

岩田副総裁

それで良いのだが、日本の場合は確かに労働生産性がサイクリカルに相当振れるので、今6%位で労働生産性が上がってもこれはサイクリカルだというふうな判断も不可能ではないと思うのだが、ちょっとどうもやはりこの半年は、1.5%位で90年代後半ずっときた労働生産性が、もしかすると2~2.5%か分からないのだが、ちょっと上がっているのかなと私は思っているが、その辺の感触をどういうふうにご覧になるのかということと、もう一つは、名目GDPの方も前期比で、0.8%から1%になったので、それでここずっとGDPの数字を見ると、名目でも前期比ここ1年位ずっとプラスである。そうすると、一つはゲタが実質の方は2.1%になったのではないかと思うけれども、前は2%と言っていたので、名目の方はどの位なのか…。

門間調査統計局参事役

1.1%である。

岩田副総裁

1.1%か。もしそうだとすると名目GDPも今後の伸びが前期比で相当低い数字でも2004年度は2%いってしまうのではないかと。後半は減速するかもしれないが。

早川調査統計局長

まず最初に、確かに労働生産性は事後的に計算してみると結構振れる。例えば、前回10~12月はもう少しギャップは縮んでいるかと思ったら実は生産性が伸びてしまってあまりギャップは縮んでいなかったのだが、この1~3月はむしろ労働供給が少し増えていたので、ある程度は少し縮小していて、均して見ればやはりこれだけの高成長をすればギャップは縮小してきているというのも事実である。ただ他方、岩田副総裁がおっしゃるように、やはりここは足許、例えば半年、一年位の感じで見ると、生産性が上昇しているという感じもこれは否めないということで、これがどこまでがサイクリカルなもので、どこがその要するに本当に実力が付いてきたのかというのは、正直言って大変判断が難しいということである。アメリカでも実際どれだけ高い労働生産性、どれだけが本当の実力で、どれだけがサイクリカル・ファクターかというのは、恐らくあと一年とか二年とかしてみないと本当は分からない訳だが、ご指摘のようになにがしかは実力が付いてきたという可能性もあるかもしれない。ただ、二番目の方も、数字が幾つかはともかくとして、確かに実質も名目もゲタはかなり貰っているものだから、そんなに高い伸びではなくてもかなり高い成長率が出てくるということは間違いない。ただ名目GDPについて一点だけ、岩田副総裁も十分ご承知のことではあるが、原油価格が上がるのでその分だけちょっと取られてしまうということだけは、少しだけ申し上げておく。

岩田副総裁

もう一点宜しいか。物価なのだが、C G P Iが大勢見通しでは確か0.1%~0.3%だったか。年度平均で。そのような数字だったと思うのだが、足許はまだ原油の影響が十分表われていないのだが、大勢見通しよりもやや上振れているというのは現実だと思う。だからコアのC P Iについてもある程度、つまり原油の要因を除いてもやや上振れるということはないかどうか。

早川調査統計局長

これはただ今、先程の例の需要段階別の絵をご覧頂きたいと思うのだが、今のところどちらかと言うと確かにC G P Iは、我々が見ていたよりも強いことは間違いないが、そこはどこで強いかと言うと、やはり中間財への波及が思ったより強かったということであって、最終財のところは実はそれ程でもないと思っている。ただ、繰り返しになるが、そこは先程の鉄だとか非鉄が上がっていた第一波に関してはそうであったということであり、原油が上がって石油製品が上がる部分はこれはなかなか中間で吸収するという数字にはならないので、やはりそれはなにがしか上がってくるだろう。あと、むしろC P Iで非常に細かいことを言うと、素材価格の波及が少し出てきていると言うよりは、4月などの数字を見ると、サービスのところがほんの少し、ほんの少し見たよりも強めかなとそのような感じの印象を持っている。

田谷委員

一つ細かいことで恐縮だが、毎勤統計の常用労働者数の増加で、4月は去年の裏が出たという面もあるとおっしゃったが、去年何が起こったか。

早川調査統計局長

去年は別に何か特殊要因があった訳ではなくて、去年のところでマイナス幅が少し拡大するような、4、5月弱かったのである。だから言ってみれば、これをご覧頂くと、先程の図表31をご覧頂くと、季調後の前月比で見てそんなに強い数字が出ている訳ではない。要するに-0.1%から+0.4%で、随分大きな前年比の坂が付いているけれども、季節調整後で見るとそんなに強くなった訳ではなくて、たまたま去年、先程のCGPIと同じだが、去年が弱かったために少し多めに出てくると。ただ逆に言うと、そういうことを言うのであれば、岩田副総裁が前からおっしゃった、毎勤も季調後で見れば前からもう少しはプラスだったのだというのが、たまたまここで、ある意味で前年比の数字に出てきたというふうに言うこともできる。いずれにしても、毎勤の方は労調と違って統計的にプラプラ動く数字ではないので、これがプラスに出てきたというのは、この-0.1%から+0.4%の坂はともかくとして、プラスに出てきたというふうに評価して良いと思う。何かここでまたストーンと落ちるとかいうことではないと思っている。

田谷委員

サンプルは1月と…。

早川調査統計局長

然り。サンプル要因はない。違う。だから、たまたま去年はその辺がまだ弱かった、まだ弱い局面がここは続いていたということである。

福井議長

宜しいか。それでは金融環境、白川理事と山口企画室審議役お願いする。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

山口企画室審議役

それでは資料5の（参考計表・その2）でご説明したいと思う。今日はいつもに比べてちょっとご説明したい資料が多いので、時間を多少オーバーしようかと思うが、ご容赦頂ければと思う。図表1のクレジット関連であるが、5月の銀行貸出は前年比-1.3%で、4月の-1.8%に比べかなりマイナス幅が縮まっている。背景には多少特殊な要因もあって、一つは昨年裏ということである。前回の会合でもご説明したが、昨年度末に掛けては、大手行が中小企業向けの貸出を増やし、その分が昨年4月の平残を高め、それが1か月程度の貸出期間ということだったので、5月には剥げたということであった。そうした動きが今年の5月の前年比を高める方向に作用したというのが一つである。それからもう一つは、これも特殊要因であるが、地方公共団体向けの貸出が今年の5月は、少し多めに出たことも効いている。ただ、基本的な流れとしては、銀行の貸出計画を聞いても、ボリューム優先姿勢というのが一段強まっているという感じがあって、利鞘設定を弾力化するという動きと相俟って、ボリュームが増える方向にあるということである。銀行の貸出についてはマイナス幅がジワジワと縮まる過程を辿っているということをごこれまで申し上げてきたが、5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ろうと思う。前年比ベースで実勢は幾らかというのはなかなか難しいのだが、5月について言えば多分-1.5%程度ではないかという印象である。それから(2)の民間部門の総資金調達であるけれども、5月は-2.1%ということである。貸出については、信金なども含めてマイナス寄与が小さくなるということであった。計数的には4月-1.3%の後、5月は-1.0%ということである。それから直接市場調達については、社債の分の寄与度が高まって、これが効く形でプラス寄与を高めているということである。そうした結果として、総資金調達全体としてもマイナス幅が縮まるという動きであった。図表2、銀行の貸出を少し細かく見てみようということである。(1)のグラフは借入の主体別の残高がどういう推移を辿ってきたかということである。灰色

の部分が企業向けの貸出、それから黒い部分が地方公共団体向け、白い部分が住宅ローンということである。ちょっと溯って2002年辺りはこの折れ線グラフをご覧頂くと-2%台の後半で、横這っていたという状況である。それが2003年に入ってマイナス幅が縮まるということになった訳だが、それは主として白抜きの部分が少しプラス幅を拡大したことによるものである。白抜きの部分は住宅ローンであるので、住宅ローンの増加によって全体のマイナス幅が圧縮されたというのが2003年の動きであった。今年に入ってからとは言う、引き続きマイナス幅が縮まるという状況であって、直近は先程申し上げたように1%台半ばが実勢だろうと思うが、そういう中で住宅ローンというよりは、企業向けのマイナス幅の圧縮というのが相対的に寄与するような状況になってきている。ここ2、3年を振り返ってみると、今申し上げたように、貸出のマイナス幅の圧縮をリードしている主役は、住宅ローンから企業向け貸出に少しずつシフトしてきているということである。そうした流れを企業規模別に見てみようというのが(2)である。ご覧のとおり、まず大企業については2002年辺りからマイナス幅がさらに大きく拡大するというような形で残高の圧縮が見られた訳だが、さすがにこれについても、昨年秋以降マイナス幅が縮まるという方向に変わってきている。それから中堅中小企業向け、これについては結構金融機関も力を入れていたということであるが、マイナス幅が昨年中においてかなり圧縮されて、やや年末に掛けて一高一低はあったのだが、ここにきてまたマイナス幅が縮小するとこのような感じになってきている。直近だけの姿で言えば、大企業、中堅中小いずれを見てもマイナス幅が縮まるという感じになっているということである。それから、そういう中で設備資金の動きはどうであったかというのが(3)である。太い実線が残高である。細い線が新規の貸出実行額である。ご覧のとおり2000年以降残高前年比はマイナス幅を拡大するという形だった訳であるが、漸く2004年に入って、マイナス幅が縮まるというところまできている。これがトレンドとしてそういう方向に行くのかどうかというのはまだよく分からないが、取り敢えずそういう感じになっている。新規の数字は、細い

実線であるが、昨年の春頃位から明瞭にマイナス幅が縮まり、特に今年になってからはプラスになってきている。そういう中で、企業部門の資金過不足はどうかというのが図表3である。上の方のグラフは、折れ線グラフが資金過不足額をプロットしたものである。上に振れると資金余剰幅が拡大、下に振れると資金不足幅が拡大ということである。シャドーの掛かっている部分がキャッシュ・フローから単純に設備投資を引いた部分、斜め線の部分が運転資金の増減、それから白い部分が手許決済資金の増減ということである。昨年辺りから今年に掛けてということで見ると、キャッシュ・フロー引く設備投資、これについては、余剰幅がどんどん拡大していくという程ではないが、それにしてもトレンド的には幅が拡大するような傾向を辿っているということである。そうした中で、運転資金需要の減少幅は、縮小してきている。また、白抜きのところの手許決済資金需要の増加幅はむしろ拡大している。その結果として資金余剰幅は縮小してきており、企業の需資の減少テンポも緩やかなものになってきている。今後ともそうした方向で推移する可能性もあるように見えようかということである。下の方で計数をちょっとご覧頂ければ。直近は第1四半期の数字を載せている。一番左側が一年前なので、それとの比較をして頂ければ、感じがより分かりますかと思う。全体の資金過不足額を見ると、一年前が29兆円弱であったのに対し、15兆円程度まで資金余剰額が減少してきている。その中で、まずキャッシュ・フローを見てみると、収益が良いということもあって、53兆円程度から56.7兆円まで拡大してきている。その間に設備投資が資金使途としてもジワジワと増えてきているし、最近の売上増加も反映して、運転資金のマイナス幅がかなり縮まってきている。さらに手許決済資金も一年前辺りは減少方向であったのが、昨年の半ば位から積上げ方向になり、今年になってからはさらに積上げ幅が大きくなってきている。それから図表4である。貸出についてはサプライサイド・ドリブンと言うか、金融機関の貸出姿勢の積極化が貸出の量を増やす方向に作用している訳であるが、そういう中で、貸出金利はどうかというのを取り敢えず見ておこうということである。まず短期については、(1)のグラフ

であるが、細い実線がスプレッド貸しのスプレッドである。それから太い実線が新規貸出の約定平均金利ということである。スプレッドの方は昨年中から少しずつ下向きになっており、その傾向が今年に入っても続いているということである。また、水準としてはこれまでも低水準横這いということで申し上げてきていたが、年が明けてからは、新規貸出の約定平均金利をご覧頂ければ、低下幅がはっきりしてきている。それから(2)長期でご覧頂くと、これもまた細い実線がスプレッドであるが、スプレッドも圧縮され、長期の貸出約定平均金利の水準も低下している。冒頭、金融機関が利鞘設定スタンスを弾力化して貸出の量を増やす方向に傾斜しているということをお願いしたが、そのような感じの金利の動きになってきているということである。勿論、極く足許で見ると、中長期金利が反発してきているので、スプレッドは低位とは言え、動きとしては反発しているし、長期プライムも強含んできている。ただ、この春先位までの感じということで申し上げれば、今程申し上げたようなことである。それから図表5、資本市場調達である。(1) CP・社債の信用スプレッドであるが、格付け別に多少振れはあるが、スプレッドは低位安定ということである。発行環境は良好という評価で良いと思う。これはCP・社債いずれについてもそういうことだということである。ただし発行金利の水準ということでいくと、短期のCPについてはほぼ横這いで変わっていないが、社債については少し強含んでいるという感じである。それから(2)社債の発行額だが、公募社債については5,170億円ということで、4月に続いて多めの発行量ということである。転換社債については、海外での発行を中心にして引き続き1,800億円弱の順調な発行が続いている。次に図表6であるが、CP・社債の発行残高はどうかということである。CPについては、(3)のグラフの濃いめのシャドーがCPである。薄めのシャドーが社債である。この5月についてはCPの発行量が少し増えている。前年比で申し上げますと+4.7%と、4月が前年比-0.5%ということがあったので、少し増えた感じになっている。一つの要素としては、去年の裏というのものもある。去年は社債へのシフトといった動きがかなり見られ、その結果として去年の伸び

は低下していた。その分だけ今年嵩上げされる要素になるということである。もう一つは今年の要因であるが、企業が賞与のための資金調達が必要になっていること、それから法人税額の増加に伴い納税資金の需要も出てきていることなどを背景にこれらをCPで調達しようという動きが見られ、これが5月の伸びを高める方向に効いている。社債については、先程申し上げたように公募社債が多めであり、私募債もそこそこ堅調、また海外での転換社債も堅調で、全体として前年比2%ちょっとの伸びということであった。結果的に、CP・社債合わせて2%台半ばの前年比増加ということになっている。それから株式市場、(4)であるが、さすがに5月に入って株価が軟調ということもあって、5月の増資についてはここにあるように400億円を割り、取り敢えず低調ということである。次に企業金融周りであるが、資金繰り、貸出態度判断DI、この辺りがどうかということである。まず企業の資金繰りだが、中小公庫の調査が出ている。5月については-4.3%ポイントということであって、90年以来の余裕含みのDIのレベルになってきている。それから商中についても、少し大きめにプラス方向に動いて-0.3%ポイントということである。これも96年以來の水準ということであって、中小企業段階については、改善ペースはともに速いという印象である。それから、(2)金融機関の貸出態度判断であるが、5月はちょっと下振れて、4月28%ポイントの後5月は26%ポイント程度ということである。この第1四半期が22%ポイント程度であったので、基本的には企業から見ての金融機関の貸出態度は緩和方向にある、そういったトレンドが継続していると理解しておいて良いかと思っている。以上が企業金融周りということであるが、あとは量的な指標である。図表8で、まずマネタリーベースであるが、5月は7.4%で、4月6.6%に比べちょっと伸びが高まっているが、去年の裏要因が効いており、実勢としては7%前後での推移が4月、5月と続いているというようにご理解頂ければと思う。内訳としては、日銀券が4月1.6%の後、ゴールデン・ウィークの曜日構成が良かったことも寄与して1.7%となっている。それから日銀当預については23%位ということである。なお日銀券であるが、6月7

日から13日までの平残の前年比は1.1%である。6月の最終着地はまだ読み切れないが、1%ちょっとで着地する可能性が高いのではないかと思っている。次にマネーサプライであるが、5月は2%ちょうどということである。4月1.9%、その前の3月が1.7%ということであったから、マネーサプライが少しずつ伸びを高めてきているようにも見えるということである。内訳としては、M1が4.2%、CDの前年比は20.5%ということである。企業のキャッシュ・フローが大分良くなってきているので、その分が法人預金やCDに滞留しているというようにみている。それからその下に広義流動性を載せている。5月3.5%というのが実勢を捉える計数と見ているが、4月の簡保福祉事業団要因調整後の前年比が3.3%であったので、これは伸び率が少し高まっているということである。年金資金運用基金の新規運用資金が金銭信託に流入したことが、広義流動性の伸び率上昇に繋がっているということである。M2+CDについてももう少し要因を見てもみようというのが、(3)のグラフである。ご覧のとおり去年の末位から伸び率が少しずつ高まってきている。要因的には、先程来申し上げてきている銀行貸出のマイナス幅の縮小というのがやはり一番効いているという感じである。勿論、海外要因も少しずつプラス寄与を高めているように見えるが、主たる要因はやはり民間資金調達要因のマイナス幅圧縮である。それから図表9、広義流動性であるが、これは調査統計局が今回計数を遡及改定して、新しい計数になったものである。古い計数は載せていないが、大きな違いは2002年中の伸び率が、新しいベースではゼロ近傍のところまで低下している点である。古いベースでは1%ちょっと高めのところまで推移していたので、それを発射台にすると2003年は広義流動性が大きく伸びた感じではなかったのであるが、新しいベースで見ると、2003年中の広義流動性の伸びが結構高いという感じになっている。2002年末をターニングポイントとして持ち直しの方向という感じであろうと思う。非常にざっくり言えば、名目GDPの成長率のスイングと概ね連動しているということであろう。項目別に要因を見てもみようということであるが、去年の9月辺りと直近の5月辺り、AとCの比較をご覧頂ければと思う。

広義流動性自体は昨年9月が3.0%であったので、昨年9月対比では0.5%高まっている訳である。寄与度で見ると、M2+CDが+0.1%、金銭信託、これは先程申し上げた年金資金の運用基金の自主運用が効いているようである。また、株式投信も比較的好調で、その辺りも効いているということである。一方、債券現先、国債・FBは具体的な証券会社のビヘイビアで説明することは難しいが、昨年9月以降、証券会社も大分取引を活発化させる中で、レポによる債券の調達をかなり増加させたようである。勿論調達分は売り払ってしまうので、国債・FBの減という形になるはずだから、本来は、2003年12月対比にあるように+0.2%と-0.2%というような格好になって、相殺するというのがあるべき姿であるようにも思う。いずれにしても、国債・FBについて何らかのプラスの要素、例えば、多少国債を持とうといった動きも、一般に広がってきているので、その辺りもながしか寄与しているのかもしれない。それから、外債については-0.8%で、昨年9月以降円高の進行もあったので、伸びが鈍化したということであろう。それらの結果として、全体としては+0.5%ということである。全体の感じとしてはやはり景気回復に平行な形で広義流動性も伸びを高めてきているということではないかと思っている。ちょっと長くなってしまったが、一言だけ全体感を申し上げておくと、貸出はマイナス幅が縮まる、量的指標もプラス幅が広がるというようなことであるので、金融環境全体のベクトルの向きとしては、景気回復と整合的な動きという評価で良いのではないか。個別の経済主体の動きを見てみると、金融機関については株価が上がる中で自己資本制約に対する意識も大分緩和されてきていることから量への傾斜を強めているということであるし、一方で、企業については、先程申し上げたが売上が増加する中で手許資金を積み上げておこうという感じにもなってきている。一部には運転資金の需要、それから設備資金の需要といったものも見られるようになっている。他方、投資家のリスクアペタイトと言うか、リスク選好という点では、社債市場でのスプレッドが引き続き低水準で推移していることから見て、それなりのリスク選好も維持されている状況かと思う。以上の結果、企業金融とし

ては緩和感が多少とも広がってきているということであろうと思う。この間、マネーサプライや広義流動性の伸びも高まるというようなことであるので、これまでのところ貸出はサプライサイド・ドリブンという感じはあるが、今後それが需要の動きとも相俟ってどういうふうな展開をしてくるのか、勿論長期金利の動きがどのように影響するかということも忘れられない訳であるが、その辺りが注目点になろうかと思っている。私の方からは以上である。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

二点程あるのだが。一つは図表2の設備資金貸出なのだが、新規実行額がプラスになったというのは凄く明るいニュースだと私は思うのだが、法人向けとそれから個人向けを分けるとまだ法人向けはプラスになっていないのではないかと、いうように伺ったこともあるのだが、そこは如何かというのが一点目で、もう一つは、M2+CDと広義流動性の伸びが2002年はちょっと対照的である。広義流動性はゼロに近くなっている一方、M2+CDはむしろ伸びが高まっていて、やや対照的と言うか、ちょっと説明がしづらいなど。簡保要因とか郵貯要因とか何か、その他のがちょっとよく分からないということなのだが。

山口企画室審議役

最初におっしゃられた法人向け云々というのは、設備資金については企業向けというふうに考えて頂いて良いと思う。個人企業というのは入っているが住宅ローンはこの中に入っていない。

岩田副総裁

それは勿論なのだが。

山口企画室審議役

企業向けの貸出がこのような展開を辿っているというふうに考えて頂ければと思う。ただ、住宅ローンはプラス、それから企業向けの貸出は、なお伸び率としてはマイナスということであるので、企業向けは依然水面下での動きだという理解で宜しいかと思う。それから、2002年のM2+C Dであるが、実は2001年の秋にエンロンの問題があって、図表8の要因分解のグラフをご覧頂くと、上の方に飛び出ているのがその他要因である。ここに見られるように、投資信託から預金への振り変わりというのが2001年末から2002年に掛けてかなり広範に見られた、これがM2+C Dを押し上げているということである。一方で、2001年から2002年に掛けての広義流動性であるが、2001年1月からの国債RTGS化に向けて証券会社はフェイルリスク対応として国債をかなり積み上げた。その分が実際にRTGSが順調に推移するという中で剥げ落ちていったというのが一つのファクターとしてある。それからもう一つは、97、8年のクレジットクランチ以降流動性保有を高めておこうという動きが全般に見られて、その辺りの修正が2002年に掛けて行われたというように理解している。

岩田副総裁

簡保とか郵貯は関係ないと。調整してあるので関係ないということか。

山口企画室審議役

勿論郵貯の部分は動きとしてはある。しかし郵貯の部分は広義流動性ベースでいくとその中での話なので、それ自体はここには出てこない。

福井議長

他に如何か。宜しいか。それでは本日予定した議事はこれで終了する。明日は午前9時に再開したいと思っている。毎回申し上げているが、出席された方々全て厳正な機密管理をくれぐれもお願い申し上げたいと思う。

以上で閉会する。有り難うございました。

(午後 3 時 50 分中断、15 日午前 8 時 59 分再開)

福井議長

宜しいか。まだ 1 分前であるがお揃いなので政策決定会合第 2 日目を開会する。今日は政府の方から財務省山本副大臣にお越し頂いた。有り難うございます。内閣府から伊藤副大臣にお越し頂いた。宜しくお願いする。今日の議事であるが、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、この二本が中心であるが、その他金融経済月報の検討、それから前々回 4 月 28 日開催分の議事要旨の承認を予定している。会合の中での発言は、全て記録させて頂く。それを前提にご発言頂ければと思っている。最初に金融経済情勢、それから当面の金融政策運営に関する討議であるが、議論の前提として、事前にお配りしている金融経済月報について執行部から簡単にご説明頂きたいと思う。

Ⅲ. 金融経済月報に関する執行部説明

門間調査統計局参事役

それではいつもの A 3 の紙で、まず上の実体経済の方からご説明する。冒頭、現状の総括判断であるが、「わが国の景気は回復を続けており、生産活動や企業収益からの好影響が雇用面にも及んできている。」というのが今月の冒頭表現である。一見してお分かりのとおり、一番の特徴点は「回復」の前の「緩やかな」という形容詞が取れているということである。これまで GDP 統計は強い数字が続いてきたが、それでも「緩やかな」という表現を取らなかったのは、1~3 月の生産がかなり大きく減速したということ、それからこれがもっと大きいのだが、企業から家計への波及が弱かったということで、景気循環全体がきちんと回っていくか、メカニズムに一抹の不安があったということがある。しかしここに来て、GDP 4~6 月はまだ分からないが、足許までの個人消費とか設備投資関係の指標を見

る限り、1~3月までかなり大幅な伸びを続けた後、4~6月にガタンと反動がくるというリスクは小さくなってきているように思う。それから、生産が4~6月はかなり加速しそうである。そしてここにきての大きな変化として、雇用面。賃金の方はまだちょっと弱い、雇用、人数の面にはかなり波及が明確になってきているという変化がある。こういったことを踏まえると、「緩やかな」という文言を取ることをためらわせていた情勢に変化が見られるということで、今回はその部分を変えたということである。それから各論であるが、輸出、設備投資、今回はここを両方一緒にして「増加が続いており」、生産は「引き続き増加」である。「こうしたもとの雇用面も改善の方向にあり、」ここが新たに入った表現ということで冒頭表現の変更にも繋がっている部分である。そのうえで「雇用者所得は下げ止まってきている。」。ここは前月と比較して頂くと、大きな変更はないが、「徐々に」という言葉を取っているということである。次の個人消費であるが、GDP統計の基礎になる家計調査は結構強かったのだが、販売統計等はまちまちであって、大きく上方修正するというような環境ではない。ただし、当初は一時的かと思われていたやや強めの動きが続いているので、今回は「やや強めの動きを続けている。」というふうに表現している。住宅投資、公共投資は変更ない。以上が現状で、次に先行きであるが、「先行きも、景気は回復の動きを続け、前向きの循環も明確化していくとみられる。」というのが今月の表現である。二点変更があって、いずれも足許の判断をワンノッチ上げたことに伴うスライドした上方修正である。まず、当然であるが先行きについても「緩やか」を取っているというのが一点目。それから二点目として、前向きの循環であるが、足許雇用面に景気回復の波及が見られるので、そこで多少足許のところでは既に前向きの循環が強まり始めているという判断が裏側にあるので、先行きについては「前向きの循環も明確化していくとみられる」というふうに判断を少し変えている。次の「すなわち、」の文章であるが、この第一文については変更点ない。二行目の中程から、第二文、「企業の過剰債務など構造的な要因が企業活動に及ぼす影響も和らいできている。」ということで、ここは前月と比べて

頂くと、表現が少し強まっている。基本的には全体的な判断を少し上げているので、その中でのバランスということであるが、材料としては法人季報を見ると、企業収益が広がりやを伴いつつ着実に改善しているといったようなことが挙げられるかと思う。それから「また、」以下の第三文であるが、「企業の人件費抑制姿勢は維持されているが、そうした中でも、生産活動や企業収益から雇用者所得への波及は次第に明確化していくと考えられる。」ということである。前月までは「雇用・所得面」と書いていたが、そのうち雇用面の方は既に現状の段階で及んできているということなので、先行きについては賃金との掛け算の部分について「次第に明確化していく」というふうに変えているということである。それから次に物価であるが、物価の現状、国内企業物価については変更ない。消費者物価であるが、こちらは前月までは「ゼロ%近傍」と書いてきたが、4月は-0.2%ということで、マイナス幅が幾分拡大したので、今は「小幅のマイナスとなっている。」というふうに記述している。物価の先行きであるが、国内企業物価の方は基本的な変更はない。消費者物価であるが、「需給環境が改善方向にあるとは言え、当面なお緩和した状況が続くもとで、基調的には小幅のマイナスで推移すると予想される。」ということである。変更点は二点あって、一つは当然であるが診療代は、剥落したので今月からはもう書いていないということである。それから二点目、小幅のマイナスの前に「基調的には」というちょっと微妙な感じの副詞が入っている。これは夏場にガソリン価格が上がることに伴って、ひよっとするとひと月、ふた月、前年比の消費者物価全体で見てもマイナスではない月が出てくるかもしれないということであって、これは秋以降、米が下がればまたマイナスになるという中での話ではあるが、一旦マイナスではない月が出る可能性は否定できないということを見ると、「基調的には」という若干のヘッジをしておいた方が宜しいかという判断である。实体经济の方は以上である。

内田企画室調査役

続いて、金融面は三点程変えさせて頂いている。まず三行目、前月の方を見て頂くと、「銀行の貸出姿勢は引き続き幾分緩和している。」としていたが、昨日ご説明したように、ボリューム重視の姿勢がかなり明確化しているので、この「幾分」を取らせて頂いて、左側を見て頂くと、「銀行の貸出姿勢は緩和してきている。」と。「緩和している」でも良いのだが、状態を示すのか、方向を示すのか、今一つ明らかではないので、「してきている」ということで方向を示すということを明らかにしている。あと二点は数字の変更である。マネタリーベース及びマネーサプライについてはそれぞれ前年比 7%台及び前年比 2%の伸びとなっていると記述している。最後に金融市場であるが、一番最後の行を見て頂くと、「為替・資本市場では、円の対ドル相場、長期金利および株価は前月と比べ上昇している。」という記述としている。因みにご参考までに申し上げますと、前回決定会合時、長期金利が 1.465%、それから日経平均が 10,862 円、それから円ドル相場 113 円 47 銭という数字であったので、今の段階ではかなり下がっている状況にある。以上である。

福井議長

内容的には後で金融経済情勢の討議が終わった後、また審議をしたいと思うし、それとの絡みで表現の問題についても当然後で議論したいと思うが、その他に今の説明で何かご疑問があれば。宜しいか。では取り敢えずこれは前提として。

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

それでは金融経済情勢の討議に移りたいと思う。いつものように大体お一人 5 分ずつ位の感じでご発言頂ければと思っている。今日は、植田委員、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁、福間委員、中原委員、須田委員、田谷

委員の順でお願いできればと思っている。最初に植田委員からお願いする。

植田委員

まず、足許までの景気状況を見ると、今年の第1四半期までの一年間は、言うまでもないが実質で5.6%、名目で3%と非常に高い成長率を記録した訳であるし、第2四半期についてもまだ4月だけの情報しかない計数も多い訳だが、そこそこいきそうであるということかと思う。こうした良い動きの背景として、昨日来ご説明あったが、一つには海外経済のこれまでの予想以上の好調さ、それから国内の景気回復が長引いたことで前向きの循環が少しずつ強まってきたこと、それからもう一つ付け加えるとすると、これまで足枷として働いてきた長く続いた構造調整圧力、これが弱まりつつある、あるいはもう少しワンノッチ前向きに言えば弱まりつつあることが景気とのプラスの相互作用を生じさせ始めている面もあるということかと思う。前向きの循環については今お話があったが、企業収益、あるいは設備投資に若干の広がりが見られる。あるいは消費の強さの一部が雇用情勢の改善と関連しているかもしれない。ただ、次のポイントとして、賃金へ波及するかどうか重要であるということかと思う。また構造調整と景気とのプラスの相互作用というような面では、典型は株価とか首都圏の地価の底打ち、これが企業・家計のコンフィデンス、あるいは一部の財・サービス需要の上昇に繋がったこと、あるいは余剰設備の調整がある程度進んだ企業が設備投資を増やしている。それから雇用調整がそこそこ進んだことが、労働者側でのリストラ不安の後退から場合によっては消費性向の上昇に結び付いているかもしれない。今後こうした二つのプラスのメカニズムがどれ位継続し、強まっていくかということかと思う。さて、リスクの面を見ると、言うまでもなく原油もあるが、米中経済ということかと思う。5月の初めに世界の金融資本市場はこのリスク・ファクターを睨んで若干動揺した訳であるが、取り敢えず足許は一応一通り織り込んだようだ。今後については、まず当面は米国については物価動向が最大の注目点である。これは取り敢えずは今夜のCPIを見守りたいと思う。中国は昨

日も説明があったが、4月以降少なくとも経済の一部で急速なスローダウンが発生していると思われる。大まかには投資が減退し、ただ消費はまだ堅調である。そして輸入が少し減少しているということで、全体として見ると景気の減速の姿としては、割とプラスというか問題が少ないような健全な方向かと思う。ある意味ではこういうことによって一段のオーバーヒート、そしてその後の緊縮的な引き締めというリスクが若干減少したかなというふうに考えている。ただ、既に発生しつつある下向きのモメンタムがどの程度になり、それが日本経済にどういう影響を及ぼしてくるか注目していくべきかと思う。こうしたことを総合して、国内の物価情勢を見ると海外要因に端を発した原油以外の素材価格の国内物価への波及は、中間財レベルまでやや大きめであった訳であるが、一応一段落かなと。これに対して原油は、昨日説明があったように、もう少し大きな影響を最終財へ及ぼすかもしれない。ただ、これについても、原油価格が一段と上昇するのでない限り影響は限られたものであるというふうに思われる。むしろ、ここ1年近く相当高い成長率を記録した総需要のもとで、その物価押し上げ圧力が必ずしも明確に確認できていないという点が気になる訳である。C G P I の機械類、あるいはC S P I、C P I のサービスの一部に需要の上向きが若干見られるがあまり広がりはないという感じかと思う。ここは今後の最大の注目点の一つかと思う。最後に債券市場であるが、イールド・カーブ全体において時間軸政策の枠組みを前提としつつ景況感を、今述べたような改善を、織り込みにいっている展開というふうに見ている。98年末の運用部ショックあるいは昨年夏の上昇局面のように、金融機関の短期的なリスクテイク能力が急激に低下した中での混乱というような事態はこれまでのところ限定的であると見ている。昨日今日がどうかと言われると完全には自信がないが、金利は上下に動くものである。ただ市場にはリスクをヘッジするための派生商品の取引や、金利が上がったら買い、下がったら売る投機的な行動があって、これが市場の安定化機能をもたらす訳である。これらが今後も正常に機能するかどうか見極めていきたいと思う。以上である。

福井議長

次、春委員お願いします。

春委員

前回会合以降の指標等から見て、昨日の説明にもあったが、景気の順調な回復が確認されたように思う。

まず米国において雇用が5月までしっかりとした増加を続けるなど、海外経済が順調に拡大している。これを受けて日本の輸出・生産も4月まで増加を続けている。法人季報で見られる1~3月の企業収益や設備投資も10~12月に続いて堅調で非製造業や中小企業までの浸透が見られている。設備投資については懸念されていた機械受注も4月は製造業を中心に二桁の伸びとなった。また雇用・所得環境も毎勤統計で常用労働者数が98年以來6年振りの前年比増加となり、名目賃金も10か月振りに前年比プラスへ浮上している。4月の勤労者世帯の実質消費支出は前年比+7.2%、21年振りの高い伸びとなった。こうした中で1~3月のGDPも実質で年率+6.1%、名目でも+4.1%へそれぞれ上方修正されている。

一方で懸念材料としては今もお話があったが、米国、中国における引き締め策の成否というか影響、それから中東における地政学的リスクの高まり、それと関連するがOPECの増産決定の後も高止まりをしている原油価格動向、こういった三つの海外要因の他に、国内でも量的緩和実施以降最も高い水準になっている長期金利の動きがある。またやや長い目で見て、今後の持続的拡大への基本条件として、資本市場調達は増加している反面でまだ減少が続いている銀行貸出の今後の動き、あるいは下落が続いている都市部以外での市街地価格指数の動向、こういったものに注目が必要と思う。

景気判断としては5月の判断に対して若干の上方修正という執行部提案のとおりで良いと思う。

以下何点か簡単にコメントさせて頂く。まず設備投資であるが、法人季

報によれば設備投資1~3月は全産業で前年比+10.2%とこれも97年以来の二桁増となっている。非製造業でも卸小売や介護福祉施設などのサービス業で新規出店があるなど順調に伸びている。また企業規模別で見ても、中小企業の前年比伸び率が二期連続で二桁増加となるなど裾野の広がりが見られている。また懸念されていた機械受注も、4月は半導体製造装置や化学プラントの大型案件で嵩上げされたという影響はあるが、船舶、電力を除く民需で前月比+11.8%の二桁増となった。また中小企業からの発注を示すと言われている代理店経由分も、4月は前月比プラスに戻っていて、ここにも裾野の広がりが見られているように思える。

次に雇用・所得であるが、労働力調査の雇用者数は建設業の前年比減少幅が縮小したり、あるいはサービス業の増加幅の拡大が目立って4月は前年比+1.1%という伸びになった。毎勤統計でも従業員5人以上の企業の常用労働者数前年比が+0.4%ということで98年以来6年振りに増加に転じている。名目賃金も所定外給与や特別給与の増加から昨年6月以来の前年比プラスとなって、雇用者所得も前年比プラスに転じている。また、振れがあることを考える必要があるようだが、法人季報でも人員数が昨年4~6月から四期連続で前年比プラスを続けているが、人件費も二期連続プラスとなっている。これらから見て今年の夏のボーナスで確認することが必要だとしても消費の本格回復の鍵となる雇用者所得は下げ止まったと見ても良いのではないか。

次に原油価格であるが、原油の世界的な需給について国際エネルギー機関IEAの6月レポートの予測では2004年の世界需要量は若干上方修正されていたが、仮にOPECの生産量が年内平均で5月と同水準とすると2004年通年では約130万BDの供給過剰となる。中国の需要増とか各国の戦略備蓄の積み増しなど不透明な要因はあるが、産油国におけるテロなど不測の供給支障がない限り、実需に基づく需給逼迫というのは起こりにくい状況と思う。価格についても6月に入ってからのも米国エネルギー省DOEや民間調査機関が予測を出しているが、それぞれ若干幅はあるが年末に掛けて下落する傾向を見ている。ただしWTIとは均して3ドル強低い

水準にあるOPECのバスケット価格であるが、これは6月3日のペイルート総会では25ドル±3ドルの水準のまま据え置かれているが、中東情勢を踏まえると年内でそのレンジまで低下するという可能性は小さいのではないか。長期金利については後程のラウンドで申し上げたい。以上である。

福井議長

次、武藤副総裁お願いする。

武藤副総裁

前回会合以降、雇用面の改善、機械受注の増加、それから国内企業物価の上昇など景気・物価について強めの指標がやや多く見られた。4～6月期以降、幾分ペースが落ちるにしても回復の動きが継続する蓋然性が高まっていると思う。まず輸出であるが、1～3月期に前期比+4.1%と大幅に増加した後、4月も1～3月対比+2%とさらに増加している。先行きについても米国で雇用回復が明確になってきているほか、東アジアも中国を軸とした成長を続けると予想されるなど、海外経済の高めの成長を背景に我が国の輸出は増加を続けるとみられる。ただ海外経済を巡っては、地政学的リスクに加えて原油価格がどのような影響を及ぼすか、それから中国が景気過熱抑制策によりソフトランディングできるかどうか、といった点が注目されるところである。次に内需であるが、設備投資は法人季報や資本財出荷を見ると堅調な増加傾向が続いている。先行指標を見ても機械受注が振れを伴いつつも着実な増加傾向を辿っている。設備投資は先行き企業収益の増加が見込まれるので、製造業を中心に増加が続くと予想される。こうしたもとで生産は1～3月に前期比+0.5%と一旦減速したが、4月は1～3月対比+2.5%と再び伸びを高めた。予測指数や企業ヒアリングによれば、4～6月を通して生産が比較的しっかりと増加することが見込まれている。在庫については業種別に区々の動きが見られるが、全体として横這い圏内で推移していて、引き続き生産の増加が途切れにくい状態が維持

されていると考えられる。ただ昨日も執行部から報告があったが、電気機械では在庫積み増し局面が明確化している。好調な内外需から見て直ちに在庫調整圧力が高まるとは思われないが、電気機械分野の今後の在庫の動きは少し注意して見なければならぬと思う。このように、企業部門は先行きについても好調を持続すると見込まれるが、我々としてはこうした動きが家計部門に波及していくかどうかという点が着目されるところである。その点について述べてみたいと思う。まず、雇用・所得環境を見ると新規求人など求人関連の指標は改善を続けていて、そうしたもとの雇用者数も増加傾向が次第に明確化しつつある。賃金については所定外給与がプラスを続けているほか、所定内給与も一頃に比べればマイナス幅が縮小してきている。雇用者所得は下げ止まってきていると見て良いかと思う。企業は正社員の賃金抑制やパートの利用拡大など人件費抑制に引き続き取り組んでいるが、今後生産活動や企業収益が強まる中で雇用者所得への好影響がより明確化することが期待できるのではないかと思う。この点夏季賞与については業績好調な製造業を中心に増加が見込まれていて、これが賃金全体の下げ止まりに繋がっていくことが一応展望できるかと思う。次に個人消費であるが、百貨店売上高や家電販売など足許やや強めの動きとなっている。家計調査の消費水準指数を見るとサンプル要因があるのかもしれないが、4月は1~3月比+4.4%と大幅に増加している。さらに消費者心理を示す指標も改善している。今申し上げたように、先行き雇用者所得の改善が明確になる中で、個人消費は緩やかに回復していくと見て良いのではないかと思う。以上、先行き企業部門の好調が持続するという見込みにあることに加えて、その好影響が雇用面に及んできている点は家計部門を含めた前向きな循環の強まりに向けた重要な変化だと思う。これまで家計部門への波及の弱さを一つの理由に景気の現状判断において「緩やかな回復」としてきた訳だが、先程の説明のとおり、この「緩やか」という形容詞を外して良い局面になっていると考えている。この点は後で色々皆さんの意見もあるかもしれないので伺っていきたいと思う。次に物価面であるが、内外の商品市況は原油価格を中心に上昇を続けている。原油価格

はOPEC臨時総会を受けて差し当たり上昇に歯止めが掛かったように窺われるが、水準自体は90年の湾岸危機以来の既往最高値圏での推移となっている。こうした商品市況の上昇や需給全体の改善を反映して国内企業物価は上昇が続いている。5月の国内企業物価の前年比は+1.1%と上昇幅がやや拡大した。3か月前比で見ると上昇は加速している訳ではないが、上昇基調に変わりはない。中身を見ても中間財の価格の上昇が続いているなどやや強めの動きと言える。生鮮食品を除く消費者物価については、4月の全国の数字は診療代の押し上げ寄与の剥落によって、前年比-0.2%とマイナス幅が若干拡大した。消費者物価を巡る環境を見ると、マクロ需給環境は改善の方向にあるが、物価を上昇させる程ではない。また原材料価格の上昇が企業段階でのユニット・レーバ・コストの低下である程度吸収されている。さらに昨年物価を押し上げた要因である米の価格上昇などは、夏場以降剥落すると整理できるかと思う。従って基本的には、先行き小幅のマイナスで推移するとの判断を維持することで良いと思う。ただこの先、原油高がガソリンなどの石油製品の価格上昇を通じて消費者物価の押し上げ要因として働くこと、また順調な景気回復のもとで企業の価格設定スタンスが強気に傾く傾向があることなど、物価を巡る環境の変化は予断を許さない状況にあると思う。このため、これまで以上に物価の動きを注意深く見ていく必要があると考える。最後に金融市場の動向について若干コメントしたい。先月来、米国の利上げ観測が高まるもとで、多くの国・地域で株価と長期金利の調整が見られている。我が国ではまず株価が下落したが、足許では5月初めの水準まで値を戻している。一方、先月は比較的安定していた長期金利がここへきて上昇している。これは株価の上昇や内外の経済指標を眺めた景況感の改善を比較的素直に反映した動きではないかと思う。実際昨年夏の金利急騰時と比較すると、スワップ・スプレッドやボラティリティ指標等は比較的落ち着いていて、市場は狼狽的な状況に陥っていることはないように見受けられる。そうした状況のもとでは市場自身がショックを吸収してファンダメンタルズと整合的な金利形成が行われていくと考えている。ただ、金融市場は世界の経済・物価情

勢、低金利環境の微妙な変化に伴ってやや振れ易くなっているのも事実である。今後も金融市場の動きやその企業金融面、実体経済の影響について丹念に見ていきたいと思う。以上である。

福井議長

次、岩田副総裁お願いする。

岩田副総裁

それではまずアメリカの経済について、成長見通しと物価について触れたいと思う。アメリカの成長率であるが2004年のマーケットの予測は4～4.5%程度であると思う。私自身もそのように思う。5月以降減税の効果が剥落するということがある訳だが、第2四半期も年平均と同じような前期比年率の伸びを維持するのではないかと考えている。政策面では、設備投資の減価償却率が年末に50%から30%に引き下げられる効果の方が個人所得の減税の剥落効果よりも大きいのではないかと考えている。物価の方についてはコーン理事が現在の足許のCPIの動きは一時的な要因が大きいという判断を強調されたように思う。しかしその一方でグリーンспан議長の最近のIMCのコンファランス等での発言を見ると、もう少し警戒的に見ているように受取った。幾つかの要因から今のアメリカの物価上昇というのは必ずしも一時的でないというふうに思っている。つまりグリーンспан議長の方がよりバランスの取れた見方をしているのではないかと考えている。一つは現在の物価の上昇というのは、先程植田委員の方からご指摘があったが、総需要の伸び、成長率が現実に潜在成長率を明らかに上回って推移しているということがここ暫く続いていて、これは私は速度制限、スピードリミット要因というふうに前から申し上げているが、それは現実の成長率が潜在成長率を上回る大きさ、言葉を変えて言えばGDPギャップが縮小する幅が影響を与えているとか、上昇圧力になるというふうに考えている。その上昇圧力の大きさはGDPギャップの水準そのものよりもより大きいというところが、実は私の他の方とはやや違う

見方かと思うが、そのように見ている。つまり現実の労働市場とか設備の
スラックの状況、これはNAIRUで見ても5~5.4%なのに現実には5.6%
とか5.7%である。あるいは設備の稼働率、80%程度が正常と言われている
が、現実にはそれを下回っている。あるいは雇用のミスマッチの問題だ
とか技術進歩による設備の陳腐化ということも色々考えられるが、主な要
因は総需要の伸びではないかと、伸びの大きさ、速度制限が要因だと考え
る。今後の先行きについても極めて重要なのは、労働生産性の伸びと単位
労働費用がどういう推移を示すかということに鍵があるというふうに
思っている。現在労働生産性は前期比3.8%年率で伸びている。雇用者報
酬は前期比年率で4.4%増加している。この結果、前期比年率では0.8%
単位労働費用が増加している。これが今後どうなるかということについて
は、労働生産性の伸びがどの程度鈍化していくのかということにかなりク
リティカルに依存しているというふうに考えている。いずれにしても私は、
労働生産性は現在まだ恐らく3.8%というのは高いのでこれよりやはり鈍
化していく方向だと思うので、換言すると単位労働費用はもう少しじわじ
わと上がっていくというふうに考えている。それからアメリカの消費者物
価は15日今日発表のはずだが、エネルギー関連で、これはPPIも両方
だが、かなり高まる。消費者物価で言えば3%に近くなるであろうし、生
産者物価の方も4%を上回るところにいくのではないかと思う。さらに価
格支配力ということについてグリーンSPAN議長も触れているが、価格上
昇を計画する企業の割合は1月ゼロ%であったのが足許では25%まで上
がっているということがあって、企業の価格支配力も強まっている。こう
いうことを総合的に判断すると、必ずしも一時的な要因で物価が大幅に上
がっているというふうに考える必要はないと思っている。それから二番目
に原油価格だが、先物市場を見るとまだ投機的な買いポジションというの
は続いており、なお高めの水準で推移し続けるのではないかと思う。高め
に推移し続けるということであれば、やはり成長率、アメリカ、日本をは
じめ成長率を低下させるし、物価は押し上げ圧力が働くということかと思
う。金融政策運営について私は、大まかに言えば、民間部門が予想する名

目GDPの伸びを一定に保つようなタイムレス・パースペクティブ・ポリシーで対応すれば良いというふうに考えている。最後に日本の経済だが、日本の経済について、まず成長率の方はこれも全体として上振れしているかと思う。生産と機械受注が強い数字になっており、2004年度の成長率はアメリカと同じ4%を上回る成長率になる可能性があると考えている。時間が超過してしまったのでここで一度中断したい。

福井議長

いや、あまりにも中途半端なので日本経済をもう少し。

岩田副総裁

では日本経済の成長とやはり物価について一言ずつ申し上げたいと思う。成長についてはアメリカ並に近付いている。本年度4~4.5%の方に近付いているのではないかと思う。さらに労働生産性の伸びについて、従来1.5%であったのが2~2.5%のところへシフトしてきているのではないか。私はこれは自然利子率がやはり上方に上がっているということの意味しているのであって、中立的な実質の長期利子率についてある種、上昇余地が生じているという意味があるのではないかと思う。それから名目GDPの方も前期比で1%、つまり年率だと4.1%増加し、前年同期比でも3%増加しているということなので、これは前にも申しているが2004年度2%の名目成長率というのは可能性があるというふうに思っている。最後に物価についてだが、これまでエネルギー関係というのはCPIについても消費者物価についてもいずれも価格引き下げ要因として働いていたのだが、これが反転していくということが起こる訳である。さらに、これまで上昇傾向が中断していたサービス価格が再び上昇を始めた。これはアメリカも帰属家賃でそうしたことが観察されるが、そういったようなことを踏まえると、これまで日本は今年の10月以来、コアの消費者物価指数というのは、ノーフレージョンと言うか、ほとんどゼロで、これは特殊要因ということを別に考えなければゼロでずっと推移してきたということ

であり、私は6～7月に正の上昇率に変わっていくし、米の要因というのが勿論秋にあるが、総需要の伸びというのが維持できるということを考えれば、そのままポジティブで推移する可能性が高いと思う。このことの金融政策上のインプリケーションはつまり、昨年10月以降、事実上短期の実質金利ゼロ。これまでプラスだったのだがゼロできたということだと思う。6～7月にはこれがマイナスの実質短期金利に変わっていくということで、その面から言うと価格メカニズムの面からも金融政策の力がより強くなると思っている。以上である。

福井議長

ちょっと急がせて申し訳ない。次は福間委員、お願いします。

福間委員

世界経済は引き続き順調に拡大している。このうち、米国については大統領選の帰趨を巡る不透明感はあるが、残された雇用問題がここへきて大幅に改善するなど、経済面では目下のところ騒りのない状態に近い。また、中国経済についても中央政府の本格的な景気過熱抑制策や電力不足をはじめとするインフラ面のボトルネックから、景気は高めの水準を維持しながらもスローダウンしつつあり、一頃の過熱の加速感は収まりつつある。このように、世界経済はデフレ、あるいはディスインフレが懸念される段階から脱却して、折からの原油価格の高騰も踏まえると、今後は各国の物価及び金利の動向が一段と注目され、既に長期金利が大幅に上昇している。米国については、双子の赤字の問題も引き続き注意は必要だと思っている。こうした状況下、皆さん先程からおっしゃっているが、我が国経済も前回会合以降発表された経済指標は景気は内・外需に亘って力強さを増していることを示しており、在庫投資が緩やかに回復していることは、こうした景気回復の力強さを反映して、企業が先行きの収益に自信を持ち、これまでのデフレ下での経営姿勢を転換し、攻めの姿勢になりつつあることを裏付けている。昨年第4四半期の年率7.3%という高成長の後でも、これだ

け好調な経済指標が相次いだことはポジティブ・サプライズであり、その意味で景気は私の4月の展望レポートの見通しよりも上振れている。従って、今月の基本的見解の現状評価において、執行部案どおり、従来の「緩やかな回復」という表現から「緩やか」を外すことは適当であると考えている。この間、経済の構造面では、企業の有利子負債の返済が根強く続き、また、減損会計の早期適用による保有資産の含み損処理、設備廃棄などが進むなど、バランスシート調整が着実に進展しているほか、ここにきて雇用者数も増加に転じており、企業の三つの過剰問題は解消に向けて進捗している。このため、前月の基本的見解にあった「構造的な制約要因はなお根強い」という表現を削除する執行部案にも特段の違和感はない。もっとも、景気回復の持続性を高めていくには、金融システムの健全化を図ること、及び歳出改革と公的債務の削減による財政再建を進めることが特に重要であると思っている。第一の金融システムの健全化については、大口融資先を抱える幾つかの個別行の問題が残されているため、現段階では少なくとも来年4月のペイオフ全面解禁までは予断を許さない状況であると考えている。第二の財政再建については、今回の民間主導の景気回復は見方を変えれば、民間部門の一部債務を公的部門にシフトさせる結果になったとも言える。このため、今後は公的部門の歳出改革が一段と進められるとともに、景気回復に伴う税収の増加が公的部門の債務削減に繋げられることにより、財政再建が進展していくことが期待される。その際、デフレからの脱却は必要だが、その後、インフレ期待をできるだけ抑制することにより、自然な形で低金利政策を続行し、財政再建コストを最小化する環境を維持していくことが望まれる。物価面については、原油価格、国際及び国内商品市況にやや上昇一服感が表われている中、国内企業物価の伸び率は強まっている点に注目が集まっている。生産者段階での物価上昇率の加速は欧米でも見られるが、川下の消費者物価への波及という点では、欧米の消費者物価が強含んでいるのに対し、我が国の消費者物価は現状ゼロ近傍で推移している。この違いの背景には第一に、我が国では企業のユニット・レーバー・コストの低下や抑制的な賃上げスタンス、あるいは東

アジア諸国への輸出拡大により、売り上げに数量効果が働き易いこと、こうしたことを背景に企業のコストアップ吸収力が保持されていること。第二に、ガソリンに関しては欧米では精製会社の合併統合が1970年以降大々的に進み、精製能力が大幅に減少した結果、現在、需給は極めてタイトで品不足状態にあるのに対し、我が国では精製能力に今なお余裕があり、先般も中国向けの精製を日本のリファイナリーが引き受けるというようなことも報道されている。第三に、我が国は東アジア諸国に隣接しているため、色々な国々とのグローバル・コンペティションによる製品価格引き上げへの抑制効果が欧米に比べて一段と強く働いていること等が指摘できる。これらに加えて為替市場の円高基調も踏まえると、今般の石油価格の高騰を過去の石油ショックと単純に重ね合わせて反応することは現段階では適当ではないと思っている。ただし、ガソリンやナフサ等の石油製品は相対的に加工度が低いため、企業段階でのコストアップの吸収は難しく、秋口に掛けて原油価格の上昇を背景としたガソリン価格の上昇により、コアCPIが一時的にしろ、先程執行部の方からもあったが、プラスになる可能性が出ている。このため、本行としては原材料、中間財価格の上昇が川下の製品価格に転嫁され易い状況になりつつあることを認識しながら、消費者物価の動向を一段と注意深くフォローしていく必要があると思う。金融面については、我が国では景気が回復し、長期金利が上昇する局面では企業は前倒し借入を行うのが過去のパターンであったが、現在、企業はキャッシュ・フローが潤沢であるうえ、先程も述べたように、先行きの収益にも自信を持っていることから、大手企業を中心に金利上昇への対応策の一つは有利子負債を減らすことという意識が未だ根強く残っている。このため、企業に借り急ぎの動きは少なく、当面、銀行貸出は緩やかながらも引き続き減少を続けていると思う。一方、このところの長期金利の上昇については、市場にエネルギーが溜まっていただけに足許の上げのピッチはやや速い点は気になるが、基本的には強めの経済指標や株高、さらに欧米の長期金利上昇を反映してのものと理解している。債券先物オプションのインプライド・ボラティリティが比較的落ち着いていることも市

場が現下の金利上昇を自然な動きとして受止めていることを窺わせている。もっとも、長期金利の先行きについては、量的緩和政策の継続に対する市場の信認が厚いこと、二番目に企業の潤沢なキャッシュ・フローを背景に、銀行に対する借入需要が低迷を続けていること、三番目は我が国では企業のコストアップ吸収力の保持等から、今のところ消費者物価の上昇率が加速する可能性は低いと考えられること、地価の下落は一部の都心部を除いて継続していること、さらには、政府が財政再建を最優先課題としていること等から、長期金利は一本調子で上昇する姿は想定しがたく、レンジを幾分切り上げて、再度ボックス圏の動きに入っていくものと予想している。以上である。

福井議長

次、中原委員お願いする。

中原委員

前回会合時と比較すると、世界経済全体としては、中東情勢やイラク問題に解決の芽が出始めた。また、原油価格上昇も一服し、米国経済回復の持続力が高まっている。あるいは、欧州は引き続き緩やかな回復を続けつつ、中国は過熱リスクにやや減退が見られることなど、総じて、全体的に環境は若干改善したように感じている。米国経済については、バランスのとれた成長の持続力はさらに高まったという感じを受けているが、实体经济面での留意点としては、原油価格、素材価格の上昇を受けたインフレ上昇圧力、それから雇用の回復を受けた賃金、あるいはユニット・レーバ・コストの上昇、これらを映じた企業収益スクイーズのリスク、頭打ちの傾向が見られている住宅価格の上昇や一部の消費者コンフィデンス指標の悪化、高い水準の家計債務に対する金利上昇の影響等を挙げておきたいと思う。原油価格については、実質価格では過去のショックに比べるとそれ程高いものではないという見方があるが、現在程度の水準が暫く続くということ的前提にすると、マイナスの影響が、今後緩やかに出てくる可能性

に留意しておきたい。中国はスピード調整の効果が現実に見え始めたが、食料品を中心とする物価上昇が続いている。特に、農村部で上昇していると聞いている。これは、政府にとって一段の引き締めに進まざるを得ない状態になる可能性を示していると思う。我が国の実体経済だが、最近の景気指標から判断すると、内需の拡大がより明確となり、回復の足取りがさらに確かなものになりつつあると言えると思う。今回の月次判断において、「緩やかな」の表現を削除するという点については異存はない。4月の展望レポートの関係において見れば、上振れ・下振れの要因として挙げられた四点のうち、海外経済、内需動向については現在のところ上振れの要因になってきたように思う。先日の日経新聞による上場企業の収益予想、それから昨日、朝日新聞のアンケート調査も出ていたが、企業経営者のセンチメントはかなり強いようである。1~3月の法人企業統計、それから先週の機械受注を見ると設備投資の拡大も予想以上である。実体経済の面での現状判断は、昨日の報告に違和感はないのだが、今後の注目点、留意点としては次のようなものを挙げたいと思う。2004年度へのずれ込みが多少あると思うが、法人季報で見て全体の7割を占める非製造業の設備投資が、好調な収益とかキャッシュ・フローの割には、もう一つ伸びが弱いということである。全体として財務リストラ、人件費圧縮のインセンティブはなお潜在的に強く残っていると思う。また、業種的に見て、卸・小売、通信、運輸等が設備投資全体を支えているようだが、恐らくこの分野はある種のスクラップ・アンド・ビルドの投資であり、ペントアップ・ダイヤモンドに終わる可能性があるのではないかと懸念する。また、法人季報や機械受注で見ると、製造業の設備投資は電気機械、IT関連にかなり集中が見られるが、このところの在庫動向も考え合わせると、このセクターでは景気は場合によってそろそろ成熟段階に入ってきているのではないか、産業全体に占めるウエイトが高いだけに留意が必要であると思う。中国経済の減速もあって、輸出の伸びがいずれレベルオフし、数量効果が期待できなくなる可能性がある中、人件費を中心とする固定費削減が限界に近付いているため、商品価格、素材価格、原油価格の上昇が企業収益にどうい

影響を与えるかに注目している。原油については、具体的な影響がこれから出てくるという話もあったが、注意していく必要がある。現在の企業収益見直しには、これらの要因はあまり織り込まれていないように思う。昨日の朝日新聞の調査では、経営者の最大の懸念は、原油はじめ素材価格の上昇、これによる交易条件の悪化と企業収益への影響のようである。消費に関しては、データがかなりボラタイルで明暗まちまちということだが、供給面の統計との乖離感もまだ払拭できず、もう一つ分かりにくい感じを持っている。マクロで見た労働分配率はまだ下がりきっていないように思う。今年の夏のボーナス、賃金の動向のみならず、マクロで捉えた退職所得とか年金所得の動向も今後の消費を占ううえで注意をもって見ていく必要がある。物価に関しては、企業物価は展望レポートの想定をかなり上回りそうである。消費者物価についても、今後の企業の価格設定戦略、あるいは消費者マインドの変化等によって比較的早い段階で一旦プラスに転じる可能性は否定できないと思う。金融資本市場について見ると、ドル／円相場はやや方向感を失っているが、ここへきてドル高方向へのモメンタムは弱まったようである。米国の金利上昇は既に織り込み済みとすれば、市場では今後、ドル売りの材料を探す動きとなる可能性があると思う。折からの長期金利の上昇もあって、また、海外投資家の日本株に対する割安感がなお残るといふ昨日の説明に照らすと、外国人投資の動きが再燃し、為替が改めて円高方向に動くというリスクはやや高まってきたかなと思う。もっとも、ヘッジファンド筋などから話を聞くと、「循環的な回復を先取りした海外からの資本流入は一段落。日本株はややオーバーウエイトになっていて、今後の買い継続にはさらなる構造改革の進展や新技術の開発など中長期的な材料が必要」という声も聞く。外国人投資再燃のシナリオは、まだまだ不透明と言わざるを得ないと思う。長期金利については、調節方針のところでコメントしたいと思う。以上である。

福井議長

次、須田委員、お願いする。

須田委員

経済情勢については、生産の再加速が想定され、雇用面では労調の雇用者数が増加を続け、失業率も低下傾向にあり、毎勤の常用労働者数も6年振りにプラスになったこと等を勘案すれば、「生産活動や企業収益からの好影響が雇用面にも及んできている」と言える。ただ、所得面ではパート比率の上昇傾向もあって、賃金の下落傾向に歯止めが掛かってはいない。実質で見た雇用者報酬も景気の谷以降横這いである。企業の総人件費抑制の姿勢も変わっていない。家計調査やマインド面の改善など消費についてはやや強めの動きが続いているが、所得の裏付が確認できていないので、現時点では消費の持続性については、私は自信が持てない。また、非製造業等へ設備投資の裾野の広がりも確認できていない。法人季報では非製造業中堅中小企業の設備投資が足許強い数字だったが、振れのある統計であるし、機械受注については、非製造業からの受注は1~3月期にマイナスとなった後、横這いである。私は、「緩やかな景気回復」から「緩やか」を取るに当たっては、所得から消費、そして非製造業設備投資への広がりを判断材料としてきたので、「緩やか」を取るのはもう少し待ちたいというのが本音である。雇用者所得はこの夏のボーナスの帰趨を見極めたうえで判断したいと思うし、設備投資は次の短観で裾野の広がりを確認したいところである。とは言うものの、それでは時間が掛かり過ぎるということもあるので、皆さんが今月「緩やか」を取って良いと判断されるなら反対はしない。

次に海外経済についてだが、以下、原油価格、米国の金融政策、中国経済について簡単に述べておきたいと思う。まず、気掛かりなのは原油価格の先行きである。今回の原油価格の上昇には、中東情勢などの供給要因や先物取引における投機的な要因だけでなく、中国、インドなどからの需要増大も影響している。従って、原油価格は高止まりする可能性がある。原油価格の上昇に伴う輸入国から輸出国への所得分配は、ローアブソーバーへの所得移転とは必ずしもならないと思われるので、世界経済の経済成長

へのマイナスの影響は、原油価格が今後も大きく上昇しない限り、それ程大きくないのではないかと考えている。ただし、どの程度インフレをもたらすかについては気掛かりである。日本については消費者物価が先行き一時的にゼロ、ないしは場合によってはプラスになる可能性がある。

米国経済についてはガソリン価格の上昇に伴って、期待インフレ率が上昇していること、雇用増大のもと、足許、製造業の労働生産性の伸びが前期比で見て低下傾向にあり、ユニット・レーバー・コストも上昇傾向にあることなども考慮に入れると、当分の間、インフレ率が低く保たれるとは必ずしも言い切れないように思う。従って、現在市場に織り込まれた形でFFレートの引き上げがスムーズに行われるとは限らず、消費者物価や雇用統計、ないしは原油価格の動向如何でマーケットが利上げ幅を巡って不安定化し、それが資本移動を通じて各国に伝わるリスクがあると思っている。

中国経済については、足許、重工業の生産、固定資産投資、銀行貸出、マネーサプライなどに過熱を冷やす方向での変化が見られる。ソフトランディングできるかどうか注視したいと思う。

最後に、最近少し気になっている首都圏をはじめとする大都市の不動産価格の動きと、それに対する金融機関の貸出姿勢について述べておきたいと思う。最近、「2003年問題」はあまり話題にならないが、今年度も100万㎡以上のオフィスビルの供給が予定されているようである。このような供給増に対して、都心の一等地にある比較的新しいA級ビルでさえ、値下げ競争にさらされている。そうした値引き等の結果、A級ビルの空室率は低いとしても、それよりも質の劣るビルや都心以外のビルのテナント確保は大変で、賃料もかなり低下しているようである。空室の増えたビルについては、減価償却の程度如何で新たな不良債権の発生になりかねないと思っている。その一方で、金余り・運用難や収益目標達成の必要性を背景に金融機関は不動産関連のローンを積極化しているようである。現在、上場J-REITの総資産の半分程度はデット調達であり、その比率も上昇傾向にあるようである。A級ビルへの投資ファンドを中心に不動産投資競

争が激しく、物件が高くなっており、リスク対比で投資収益率が低下し過ぎであるとの声も聞かれている。一時は6%程度と言っていたが、今は3%台に落ちている。やや心配し過ぎかもしれないが、過去の「不動産担保貸出」が今はファンドを通じた「不動産エクイティ貸出」に形を変えて、ミニバブルを演出しているのではないかと懸念している。足許のこうした不動産価格の値上がりや不動産投資ファンドの活況が、空室率や賃料の見通しから見て適切なものなのか、それともミニバブルか、引き続き注視したいと思っている。以上である。

福井議長

最後になったが田谷委員、お願いします。

田谷委員

景気情勢については、昨日、今日の調査統計局の説明に違和感はない。現状については、企業収益からの好影響が雇用に及んできている、また、先行きについては、前向きな循環も明確化していくということで良いと思う。前回決定会合以降、多くの分野で強めの指標が出た。これらの点については、ほとんどの委員が触れられたので特に詳しくは触れないが、実質輸出、生産の改定値、機械受注、労調や毎勤統計の雇用者数、家計調査の消費支出などである。また、5月のCGPIは、中間財の段階まで物価上昇圧力がかなり浸透してきている様子が窺われるものだった。最近、長期金利が上昇してきているが、基本的には私は上昇した米国長期金利へのキャッチアップだと思う。先月末辺りまで、米国金利の動きとデカップルしていると言われていたが、結局のところ、少々長い目で見れば日米長期金利は連動しているのだと思う。また、こうした長期金利の動きは、強めの国内景気指標や株価の動きとも整合的だと思う。とは言え、このところの長期金利の動きは急であるし、かなりラフな動きなので、注意を要すると思う。以下では、今後の国内景気や物価情勢に大きな影響をもたらすかもしれない四つの点について簡単に触れたいと思う。その第一は、

米国経済である。現在、連銀の利上げがどの位のものになるかについての思惑が交錯しているが、どのようなものになったとしても、まだ暫く金融面からは緩和的状况が続くことになるであろう。また、雇用情勢も改善してきているので、財政面からの刺激効果が減衰したとしても、高めの成長が維持されるのではないかと思う。この点、見方は変わっていない。第二は、中国経済である。様々な過剰抑制策の効果が、先月の各種統計を見ると、一部顕現化してきている兆しがある。この点は今、須田委員がお触れになられたが、固定資産投資、工業生産、M2、また銀行融資などの前年比変化率が若干低下した。貿易収支も5か月振りに黒字になった。もっとも、小売売上高の伸び率は下がっていないし、消費者物価の上昇率もさらに大きくなった。二桁とも推測される最近の実質経済成長率が政府目標前後までスムーズに低下するのか、また、仮にそうした誘導に成功したとしても、どれ位の影響が輸出入面に出てくるのかに注目している。今のところ、中国経済は高めの成長を維持し、好調な我が国の輸出環境が維持されるとの見方に変化はない。第三は、皆さんもお触れになった原油価格である。原油価格は月初の高値からは若干軟化したが、高値圏で推移している。最近の原油価格の上昇は、需給の逼迫によるところもあるかもしれないが、中東情勢の不安定化にかなり関係しているように思う。生産額、埋蔵量、生産余力、どれを取っても圧倒的に重要なサウジアラビアにおける不安定化の兆しが懸念されているところが大きいようだ。原油価格は、この点も皆さんと同じ意見であるが、暫く高値圏で推移する惧れがあるように思う。今のところ、国内における企業収益に対する直接的な影響は限定的のようだが、世界経済への影響を経由した間接的な効果もあり、全体としての効果に注目している。最後は、米国における超低金利が是正されていく過程で起こる、投資ポジションの巻戻しに関連した点である。米国の金融政策が实体经济の堅調とデフインフレ懸念の払拭を受けて、超緩和から中立の方向に戻っていくことは、米国経済のみならず世界経済の持続的成長を可能にする観点からは歓迎すべきものであろう。ただ、ここ数年間で米国における超低金利を前提にした様々な投資ポジションが世界的に構築さ

れた。エマージング・マーケット、ハイ・イールド債、不動産、株式、高金利通貨などへの投資ポジションが積み上がっている。先進諸国の長期債はそれなりの調整局面にあるが、これまでのところ、それ以外のマーケットにおける調整はかなり限定的のように思う。今後とも、そうした投資ポジションの巻戻しが、どういったテンポで行われるのか、その影響がどこにどういう形で出てくるかに注目したいと思う。以上である。

福井議長

一通りご意見を頂戴した。現時点における重要なポイントをそれぞれ指摘されたというふうを感じる。なかなか整理しにくいのだが、ずっと続いているリスク要因の中での地政学的リスク、これは中原委員が若干ご指摘になられたように、国連決議、それから今月末のハンドオーバー、その後の動きはどうなるかということをやはりよく見る必要があると思う。例えばそういう問題解決への方向の動きが少し出てきたということは確かだと思うが、テロリズムが恐らくそれをも突き破るような動きをしてくるリスクはやはりある訳で、この点は今後とも引き続きリスク要因として念頭に置く必要があると思われる。全体として、世界経済がよりバランスの取れた拡大過程を進めつつあるかどうかという点になると、アメリカ、中国、そして原油といったことがポイントになると思うが、アメリカ経済については、一頃ミッシング・リンクと言われていた雇用の問題は、かなりキャッチアップしてきた。あとは、物価上昇のペースが一体これからどのように確認されるのか。つれて米国の金融政策が、アット・メジャー・ペースと言われるが、そのメジャー・ペースが確認されていない訳で、これからどのように確認されるかという点が当面最大のポイントだと思う。中国については、4月以降急に調整効果が出始めたような指標が出てきている訳だが、円滑な調整という点から見て、そのラインに沿っているかどうかはまだ十分確認できない。オーバーキルの心配というのは中国の場合はあまりないのかなと思うのだが、しかしそれも分からないので、その点も含めてやはり見ていく必要がある。一方、原油価格については、先般のOP

ECの措置で、基本的な需給については一応マッチングしつつあるという感じもないではない。そうすると原油価格上昇は一段落という感じもないではないのだが、本当にそうか。冒頭申し上げた地政学的リスクとも深く絡んでいる問題なので、そのところがまだ、これで上昇一服、あるいはもうこれ以上の上昇はないと断ずることはやはりできないと思うし、これまでの上昇が世界経済の中で円滑に消化されるかどうかという部分についても、もうちょっとフォローする必要があるのかなということだと思う。日本経済については、4月以降また生産が再び上向くというようなことが確認されつつあるので、回復のペースそのものは今後ともそこそこでいきそうだ。それに加えて循環メカニズムがより強く働く方向で確認作業がなされ続けているということだけれども、雇用面については、まず雇用量、次いで本当に雇用者所得の方に行くかどうか。それから須田委員がおっしゃったとおり、投資の面では非製造業への波及を、今後の短観等でより明確に確認したいという問題が残っているということだと思う。金融面では、企業の投資活動の活発化を背景に、資本市場調達は少し動きが出てきているということだが、銀行借入の方は、引き続き返済超、ただし借入減少には少しずつ微妙に歯止めが掛かりつつあって、それがマネーサプライの増加に微かに繋がり始めているのか、この辺も今後の経済、あるいは特に金融政策との関係では重要な確認ポイントではないかと思う。一方、物価であるが、企業物価は、予想よりも少し高めの動きを示しているが、金融政策との関連で特に重要な消費者物価指数については、我々の展望レポートの見通しを基本的に修正するような動きにはまだ繋がっていないのではないかというのが皆さんのご指摘であった気がする。市場の動きは、為替市場、株式市場、そして債券市場、相互にチェック機能を働かせながら、こうした世界経済、日本経済の新しい動きの中で新たな均衡点を模索中という動きであろうと思うが、最近の債券市場はやや急激な動きを示しているということに注目が集まっている。この点については我々も注意深く見ていかなければならないというご指摘であったように思う。須田委員がご指摘になった都市部の不動産投資、それへのファイナンス、そして価

格の動きについて、これがどの程度のリスク要因か、もし後で調統局からコメントがあるようなら頂戴したいと思う。少し纏め足りない部分もあるかもしれないが、追加的にご意見を頂戴したいと思う。岩田副総裁、ちょっと時間が足りなかったのかなと心配しているが如何か。

岩田副総裁

一点だけ。中原委員から景気はもう成熟局面かというご指摘があったかと。

中原委員

電気機械だけだ。

岩田副総裁

日本のマーケットの見方自体が、マジョリティーがまだそうだと思っていて、つまり今回の景気の持続性と強さについて私はマーケットは明らかにビハインド・ザ・リアリティーではないかというふうに思っている。その理由は幾つかあるのだが、一つは、供給面で労働生産性の伸びが、アメリカだけでなく日本もやはり上方シフトしている可能性がある。それからもう一つが、これも供給面ということがあるかと思うが、売上高債務比率というのが相当下がってきて、今 90 年代の後半まで下がってきていてデフレがなければ恐らく前半位まで下がっているというのが実情で、その意味では植田委員もご指摘になったが調整圧力というのが段々弱まっている。逆に言うと、経済調整がそれだけ進んできているということの意味していて、それは景気をむしろ強くする要因だと思う。三番目は企業収益が非常に強くて、売上高経常利益率で見るとバブル期以降最高なのではないかと思う。交易条件の悪化、リストラの一番厳しいところは大体終わったというその二つがあるにもかかわらず、実は企業収益が少しずつだが上方修正されているということは、これはやはり売上、つまり先程の植田委員のご指摘にもあったが、総需要が伸びている、売上が伸びて数量が伸びて

いるということがあると思う。それでその収益がやはり改善しているということなのではないかと思う。この収益の改善があるとこれは当然設備投資にとってはプラスの要因であって、非製造業、中小企業が意外と出てきたなということもあるのではないか。裾野がまだ確認できないという話もあったのだが、法人企業統計季報の数字は私が思っていたよりもやや強めに動いてきていると思う。であるから設備投資も裾野がまさに広がっており、在庫局面で見てもまだ初期と言うかまだ成熟と言うには遠い段階だ。最後に雇用なのだが、雇用はまさにこれから増加していこうという初期局面だと私はむしろ思っている。最近の雇用の数字について言うと、雇用が特に労働参加率が60.5%で横這いになっている中で失業率が変わらないし、それからさらに雇用者数のうちのこれまでは女性が割合多かったのだが、直近では男性が前月比1.2%増加というふうになっていて、企業自身も雇用を本格的にある意味では確保しようという方向に漸くここへきて動き始めたので、これからむしろ回復が本格化すると考えた方が自然だ。そう考えると私は今回の回復局面というのは平成バブル、あるいはいざなぎ景気のように、4年以上続いた回復局面にむしろ似ているというふうに思っている。以上である。

福井議長

先程の岩田副総裁のご説明の中でCPIが6~7月位から変化が出た後、お米の値段が下がってもそれに十分耐えて水準を維持するという話、その部分が昨日の調査統計局の説明とは違う部分だ。

岩田副総裁

これは10月の時点から申し上げていることなので、要するに実質の成長率と潜在成長率の差が一番問題で、それが仮に2%あるとすればそれは本当にフィリップスカーブの傾き次第なのだが、0.42掛けると0.84ということになって、それプラス足許のGDPギャップなのだが、これは私は第1四半期はもうゼロだというふうに考えた方が自然だと。これは企業の

DIで見ても、それから自然失業率で見てもそうだし、そうするとむしろインフレ・ギャップになるので押し上げる訳だ。その要因でさらに+0.2%加わると+1%位の上昇圧力が加わっている。だから出発点が仮に色々な特殊要因があって-0.5%だとしてもどうしてもお釣りが出てくる。その圧力は常に働いていると思っている。以上である。

福井議長

非製造業の投資について、須田委員と見方が違うのか。

須田委員

機械受注の非製造業を見るか、法人季報を見るかというところで、多分岩田副総裁は中小中堅のところは1~3月に伸びている法人季報を見られている訳であるが、法人季報でも非製造業の大企業の方は少し上昇ペースが弱いなと思う。機械受注の方を見ると非製造業は1~3月はマイナスで、この4月も水面上には出ていない。そういう動きなので、まだ非製造業への波及ということに関しては確認されているようには見えないというのが私の見方である。

植田委員

CPIだが、理屈上は岩田副総裁の言われたような可能性があるのだと思う。どれ位の定量的な大きさになるかは別として。ただ足許までのデータの動きを見る限り、そのとおりはまだ出てきていないなというところで、今後の展開次第だということである。

福井議長

需給ギャップが正確に計測できるとより読み易くなるという話か。

植田委員

できないと思う。

岩田副総裁

誤りをずっと重ねてきたと思う。

須田委員

岩田副総裁が先程おっしゃった数字は、例えば生産性が上がっているというのを考慮に入れて、求められたものか。

岩田副総裁

考慮に入れたうえで、そう思っている。

福井議長

他にないか。調査統計局からもし何かあれば。どうぞ。

福間委員

その点は、先程も少し説明の中にあっただが、グローバル・コンペティションの中で、こちらの生産拠点を閉めて中国に出しているの、中国の工場と日本の両方を見ないと、オープンに見ないといけない。クローズド・エコノミーで稼働率が100%というだけでは、不十分である。元々、ハイテクあるいは電子部品関連などのブラックボックス化した設備投資はかなりこちらに帰ってきている。一方でコモディティ化したTVとかパソコンとか、あるいは、今後、新日鉄も自動車用鋼板を宝山と一緒に作るが、あいつたものはほとんど日本にはない。このように生産拠点の移動が起きている訳だから、クローズド・エコノミーの形で考えるのが果して正しいのかどうか、私はちょっとその辺がまだ、先生方のように実証はできていないが、疑問である。経営の感覚から言ったら、競争力を失ったものは外で活かすというのは自然に皆がやっていることである。

植田委員

ただ、財とサービスで少し違う。

福間委員

それはそうであろう。だからコモディティ化したものであると。

福井議長

調査統計局、特に追加的にコメントはあるか。もしなければ結構だがあれば。

早川調査統計局長

では一応、恐縮である。不動産の話については須田委員が聞いてこられた程詳しい情報を我々が持っている訳ではないが、やはり例によって不動産マーケットはかなり複雑である。ご指摘のとおり、元々2003年問題というのは随分騒がれていて、実際、去年の前半辺りは空室率が上がって賃料も下がってきたものだから、これは大変かなと思ったら意外に早く去年の終わり位には空室率も少し下がり始めて、賃料も下げ止まったとは言い切れないが、それ程急速に下がっていない。元々2003年問題に関してはディベロッパーサイドからは、私達で作る新しいビルは顧客が入るのだと言われていて、問題は逆に言うと、テナントが抜けてしまう古いビルがどうなるかということがポイントだった訳だが、ここが今どうなっているかというのはちょっとまだ明確に把握していない。全てが埋まったとは到底思えない訳だが、やや下世話な話になるが、前の前の週の日経のエコノ探偵団というもので、トランクルームが増えているという記事があった。あれはなかなか目の付け所が良いなと。2003年問題というのは、新しいビルは埋まる、その裏側で必ず古いビルが空いているはずである。それをどのように利用するのかというのが恐らくテーマだと思うのだが、とてもトランクルームだけでは全て説明できないと思うが、そういう何らかの転用が上手く進んでいかないと全体の需給がマッチしないということだと思

う。それからあと、須田委員の言われた投資ファンドみたいな話はおっしゃるとおりだと思う。元々、首都圏に関する限りは物件が限られているので、お金がずっと入ってくるとどうしても利益率が下がってきて、一方で彼等の話を聞くと、地方まで手を出す気はないというものだから、結局どうしても限られた供給に対して資金が入ってきてリターンが下がって行って、彼等の商売は苦しくなっている。ただ彼等の商売が苦しくなっているのがそれ程問題かと言うとそうでもないかもしれない。ディベロッパーの話を知ると、ディベロッパーサイドはちゃんとした案件さえあれば私達はやはりやると、投資ファンドが何であろうと、ちゃんとした大きな案件があれば私達はそれはそれでやっていくということなので、やはりマクロで考えると、新しい投資機会があればやはりそれは開発されていくのが当然であり、また開発されるし、逆に言うとその裏側で、既存のやや物の良くない不動産のストックがどのように再利用されていくかというのが多分マクロの視点としては重要かというふうに思っている。不動産関係については以上である。

福井議長

それではここでちょっとコーヒーブレイクを取りたいと思う。10時25分なので35分に再開する。

(午前10時25分中断、10時34分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

それでは会議を続行する。金融政策の運営について、改めて委員方のご意見を頂戴したいと思う。5分以内でお願いしたいと思う。植田委員からお願いする。

植田委員

結局は物価動向をどう見るかということだと思うが、基本的にはまだまだ基調はそこそこマイナスであり、その基調部分が足許及び先行きもプラスになると見込まれるのは相当先である。総需要の強さが物価に波及していくということの確認が必要であるということだと思う。先程の岩田説が正しいとするとやや景色が変わってくるが、それが確認できるのもやはり少し先であるかなと思う。そういうことで調節方針、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

景気は順調な回復を続けているし、前回会合以降、長期債のマーケットでは金利が上昇しているが、短期の金融市場は本行による潤沢かつ機動的な資金供給で安定した状況にある。次回会合までは30ないし35兆円という当座預金目標は現状維持として、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とともに、必要に応じてなお書きを活用していくことが適当と思う。

長期金利についてコメントをさせて頂くと、10年物で5月末の1.52%から上昇して、今日はちょっと下がっているが、昨日まで1.845%と0.3%強上昇している。先程から話があったが、昨年6月から9月に掛けての急上昇と比較をすると、今回はまだ上昇局面の途上ということかもしれないが上昇の幅が小さく、金融機関側に昨年の経験があるという要因もあると思うが、昨年のようなスワップを使ったヘッジ取引の急増も見られず、これまでのところ比較的落ち着いた対応が採られているように受止めている。景気回復の動きが明らかになる中で、新しい金利水準へ移行するプロセスにあるというように認識をしているが、市場における不安定な動きについては十分な注意が必要と思う。こうした長期金利上昇に伴って本行の

金融政策変更に関するマスコミ等の関心も高くなっているように感じる。景気回復の中でも現在のコミットメントに基づき、量的緩和政策を堅持するという本行の姿勢を繰り返し発信していくことが重要と思う。

また、最近、インフレ参照値についてマスコミ等の関心が高まっているが、私としては現在の「CPIコアが安定的に前年比プラスとなるまで」というコミットメントを継続するのが宜しいと思う。現在はデフレ克服を最優先に量的緩和を行っている、いわば非常時であり、将来、平時の金融政策にソフトランディングを図るプロセスの段階で望ましいインフレ率を提示することは一つの選択肢として考えられる。ただ、その場合でも、インフレ参照値を示すことは、金融政策の透明性を増す効果はあると思うが、その時点での市場の安定性に与える影響等についての検討が必要と思う。以上である。

福井議長

武藤副総裁、お願いします。

武藤副総裁

先程申し上げた経済・金融情勢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宜しいと思う。先程申し述べたように、金融市場は世界の経済・物価情勢や低金利環境の微妙な変化に伴ってやや振れ易くなっている。今後も金融市場の動きやその企業金融面、実体経済への影響についてはよく見ていかなければならないと思う。そのうえで、現在の量的緩和政策の効果を改めて確認しておくことが必要だと思うが、景気回復が続いている現在のような状況のもとでは、消費者物価に基づく現在の約束が大きな意味を持ってきていると思う。短期金利はほぼゼロの状態というのは、これまでも変わっていないが、この間、経済成長率は名目、実質ともに着実に高まってきている。このことは、現在の政策の景気刺激効果が強まっていることを意味しており、こうした政策を継続することで、緩和効果がより高まっていくと考えられる。現在、マー

ケットからは日銀の色々な情報発信が非常に注目を集めているが、我々としてはこれまでどおり、昨年10月に決定した消費者物価に基づく約束に従って、量的緩和政策を継続することを発信していくことが重要であると考えている。以上である。

福井議長

岩田副総裁、お願いします。

岩田副総裁

まず、日本の長期金利の動きが今現在、重要な論点になっていると思うが、この基本的な要因は日本の成長率が予想以上に強いこと、さらに市場の期待する企業収益を現実の収益の方がもう少し先行き上回っていくことがあるというふうに私は考えている。アメリカの場合には、企業収益のいわば将来の伸びも織り込んだ形で株価の形成等が行われているが、日本の場合にはそこがまだ十分ではない。つまり、市場の成長率予想を見てもこれは十分織り込んでいない。高い成長率と、従って企業収益の高さというものが実は十分織り込まれていない、そういう状況のもとで外国人投資家を中心にマーケットがデフレ脱却を予想し始めたということが、今回の金利上昇の一つの要因であると思う。これは長期金利だけではなくて、2年、5年物、これは金利先物市場、スワップ市場、中期のところにも波及しており、その意味では時間軸効果が弱まっていると思う。これが一つの要因だが、もう一つの要因は、これは田谷委員がご指摘になったが、アメリカとの長期金利のデカップリングがこれまでであったのだが、それが急速に解消しつつあるということがあると思う。それではアメリカの金利はどうなるかということだが、この金利の話をする時に常にメジャー・ペースということが言われている。4月の時点で先物市場でのフェデラル・ファンド・レートは1.2%だったが、現在では2.2%である。これは果してメジャー・ペースなのかどうか、思ったよりもむしろ早めに動く可能性を示唆しているように思う。その一つの目途は中立的な名目短期金

利というのが幾らか。あるいは、実質的に中立的な短期金利は幾らかということについて、これも何度か問題提起させて頂いたが、フェデラルリザーブのスタッフの歴史的に見た中立的な実質短期金利というのは2.7%。歴史的にそうなので、常にそれが機能すべきかという保証は実はなくて、論理的には別の可能性もある。ある論者は望ましい物価の上昇率が2.5%であれば、それに経済全体のいわばインフレ税を考えて、限界税率が0.2だとすれば0.5%が実は中立的な実質の短期金利だという議論をされる方もいて、これはかなり幅のあるものだと理解をしている。であるが、私自身がどう考えているかということだが、私は国際局長の方でご紹介があったが、物価連動債のブレイク・イーブン・レートにやはり、ある程度注目している。これはアメリカだけではない。グローバルにブレイク・イーブン・レートが上がっている。アメリカは2.5%を上回っている。つまり、期待インフレが2.5%を上回るようなところにきている。流動性プレミアム等の問題が勿論あるため、計測上の問題があるが、マーケットの期待というのは、少しインフレ期待がやはり上がっていると考えた方が良いのではないか。物価連動債で計った実質金利、これは逆さまで解けば良い訳なのだが、1%ないし2%であり、潜在成長率を3~3.5%とすれば、それと比べるとまだかなり低いということなので、仮にビハインド・ザ・カーブにそんなにならないで、ウィズ・ザ・カーブで動くということを想定すると、FFレートの上げ足は途中で50bpということが間に入ってもおかしくないと思う。グリーンSPAN議長の最近の発言だが、これは従来緩和維持をずっとする、長い期間やると言っていて、いわばそういうコミットメントによってブル・フラット化を推進してきたと思うが、それが実はビハインド・ザ・カーブになってしまう、政策が手後れになってしまうということをマーケットが予想した。その結果、ベア・スティープ化してしまうという、ちょっと入り組んだ構造になっているが、それをいわば牽制したのではないかと、私はグリーンSPAN議長の最近の発言を受取っている。日本の場合にそれではどうなのかということなのだが、マーケットの金利がある程度上昇していく、これは例えば日本とアメリカの10年物の国債金利

の差は現在3%ある。実質成長率格差、これは将来ということなので2004年と考えると、アメリカの方が0.5%位高いかなということがあってもおかしくない。インフレ格差は現在1.8%あるので、その3%から2.3%を引くと0.7%程度、つまりデカップリングが完全に解消すると日本の10年物金利は0.7%位、上がっていてもおかしくないというインプリケーションがあるのではないか。それから名目GDPの伸びで考えると、既に申し上げたが第1四半期は、前年同期比で3%。これは多分でき過ぎだと思うが、2%位を例えば展望するということであれば、そこに向かってマーケットが調整していくということは十分考えられると思う。私は政策の変更については、全く必要ないと今の時点で思う。ただし、早過ぎる調整が起こって、長期金利が急速に上昇して株価が下落する、いわばベア・スティープ化するという、そういう事態は避けるべきだと思っている。であるから早過ぎる調整については、やはり好ましくないという何らかの警告を発する必要があるのではないかと思う。それからもう一点、植田委員のおっしゃったことだが、総需要の効果がいつ出てくるか。私は6~7月位から出ておかしくないとずっと去年の10月からそのように思っているが、仮にそうなった場合にマーケットがさらに動揺する、時間軸効果がさらに弱まるということが考えられる。その場合には、やはり色々な手立てを考えておく必要があると思っており、現在のコミットメントである三条件のうち二番目というものをもっとクラリファイするということで、変更するという意味とは私は必ずしも思っていないのだが、0%を上回るという表現を明確化して例えば1%台というような表現にして、上の方は言わないというコミットメントの仕方というものもあるのではないかと思っている。いずれにしても、こういうコミットメントはマーケットの期待が安定化する最も良いタイミングに活用する一つの有力な武器だということで位置付けて実行していくことが良いのではないかと思っている。以上である。

福井議長

次は福間委員、願います。

福間委員

短期金融市場はキャッシュの世界では、本行の潤沢な資金供給が奏効し引き続き落ち着いた展開となっている。このため、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。ただ、当預残高目標値維持の必要性を見極めていくために、オペに関しては短めの資金供給オペに札割れが増えていくかどうか、長めの資金供給オペの応札倍率が現在の水準で推移していくかどうか、注意深く見守っていく必要があると思う。

一方、金利先物市場では、国内企業物価を含めて強めの経済指標が相次いだことを反映して相場が急落、金利が急上昇しており、市場は来年6月時点の3か月物レートについては現在よりも0.32%ポイント高い水準を織り込む形となっている。このように市場の金利観に大きな変化が生じている時、本行として最優先すべきは第一に、今後の政策運営については、昨年10月の3条件に沿って粛々と判断していく姿勢を市場に示し続けることだと思う。第二に経済・物価情勢の現状及び先行きに対する市場の見方をイーロード・カーブの形状や動きを通じて見極めつつ、必要に応じ市場との対話を行いながら、経済・物価情勢に関する本行と市場との間の共通認識を維持することが必要だと思っている。第三に、金融システムを巡る動きを予断を持たずに注意深く見守っていくことと思っている。第一の昨年10月の3条件に沿って現行の政策を行っていくことは、本行に対する市場の信認の基本を成すものであり、この市場との約束を安易に変更することは、本行のクレディビリティに重大な影響を及ぼす可能性が高いと思う。この点は些かも振れないということ市場に繰り返し伝えることが必要かと思う。例えば、量的緩和政策の解除条件を変更して時間軸効果の強化を図ることは、デフレ懸念が強かった時期にはこれを歓迎する市場参加者もあったかもしれないが、現状のごとくインフレ期待が出始めた微妙な時期において却ってビハインド・ザ・カーブのリスクを市場に殊更に意識させ、市場並びに期待の不安定化をもたらすリスクは高いと思う。第二の経済・物価情勢に関する本行と市場と

の間の共通認識を維持することは、昨年10月の第三条件、すなわち経済・物価情勢に関する本行の総合判断に対して市場の理解が得られやすい環境を整えておくために必要不可欠な点であり、市場との共通認識を維持するために本行としては市場の声に虚心坦懐に耳を傾ける必要があると思う。注目を集めているインフレ率を例に採ると、まずは市場の期待形成の前提となっている過去のインフレ率、85年以降の平均は0.7%、90年以降は0.6%といったレベルであるが、これらを認識したうえで物価連動債の利回りにインプライドされた期待インフレ率、現状0.5%、そうした数値を読み取りながら先行き物価見通しに関して市場と対話をしていく必要があると思う。第三の金融システムの動向を予断を持たず注意深く見守っていくことについては、現在の量的緩和という量をターゲットにした政策を、市場の金利機能をベースにした金融政策に正常化していくためには、その前提として金融システムの健全化を確認する必要がある。金融システムが健全化し、さらに市場機能が正常にワークするためには、インターバンク取引に関わる銀行間のクレジット・ラインが、取引が円滑に行われる程度に拡大することも必要である。ただこのクレジット・ラインの拡大は、一般的には漸進的に進められると予想されるため、市場機能の回復に相応の時間を要する点には注意が必要である。米国はこれまでデフレ、あるいはデysinフレに焦点を当てた金融政策からの脱却を図っている。我が国も、最終的には物価の安定とそれを通じた経済の持続的な成長への寄与を目的とした本来の金融政策に復することが目標である。しかし、我が国の場合、現実には未だデフレから脱却しておらず、また金融システムも盤石とは言えないなど、米国他海外と金融経済情勢のフェーズが異なる。このような状況のもとでただ今述べた三点を念頭に引き続き忍耐を持って現在の量的緩和政策を継続する必要がある、そうした本行の姿勢が結局は市場並びに期待の安定化に進むものと考えている。以上である。

福井議長

次、中原委員お願いします。

中原委員

実体経済の改善が続いていて、クレジット市場にも前向きの動きが少しずつ出始めているという状況のもと、調節方針は現状継続で宜しいと思う。足許、流動性は極めて潤沢に供給されている。札割れが出たり、短期国債などの金利にやや上昇の動きが見られるけれども、これは実体経済の回復の動きや企業のキャッシュ・フローの余剰ポジションの変化、あるいは銀行の貸出やクレジット市場の状況の変化等々と整合的と言えるのではないかと考えている。長期金利について、先程申し上げなかったので一言申し添えたいのだが、世界的なインフレバイアス方向への金融政策スタンスの転換、特に米国金利の上昇、これを背景に我が国の実体経済の予想を上回る回復の動き、あるいは堅調な株価、これらが長期金利の動きの基本にあると思う。また、昨日の説明にあったが、非居住者によるやや投機的なポジションの積み上げというのがあるとすれば、いずれ落ち着く可能性は十分あると考えている。ただ、期待インフレ率がそれ程現在上昇しているとは思わないので、リスク・プレミアムが拡大し、時間軸が揺らいだというのが背景であろうと思う。長期ゾーンについては機関投資家のポートフォリオの世界であって、値頃感が出易く金利も安定し易いのではないかとと思うが、銀行のポートフォリオとなっている中期ゾーンの動きはなお注意して見ていく必要があるように思う。この中期ゾーンにおいては、3～5年の金利が大幅に上昇しているけれども、昨年のようなボラティリティの急上昇、これは見られていないということである。ただ、今後札割れが出る中で、万が一当座預金残高が目標を下回るような事態が続くと、さらに時間軸に揺らぎが生じ、昨年のような中期ゾーン金利のボラティリティが大きく高まるという懸念は残っている。今後、さらにこのゾーンでの不安定な状況が拡大するのであれば、長めのオペも使って、軸を振らさずに当座預金目標について上限一杯までの残高を維持していくことが重要かと思う。全然別の話なのだが、前回岩田副総裁もコメントされたが、今後ガソリン価格、エネルギー価格の上昇が続く場合に、CPIを時間軸コミッ

ト上においてどういうふうを考えていくのか、第三条件において考慮していくのかどうか、中長期金利の動きによってはこの辺りについても明確化を迫られることになる可能性があり得るということを留意しておきたいと思う。以上である。

福井議長

須田委員、お願いします。

須田委員

次回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く、オペについてもこれまでどおりの方針でやって頂きたいと思う。以下、金利を巡る動きと情報発信について意見を述べさせて頂く。まず金融市場の動向については、日本経済の景気回復の強さや日米株価の上昇を反映して長期ゾーンで徐々に金利水準が切り上がり、その後、海外投資家からの売り仕掛けもあって金先市場へ波及し、中短期ゾーンの金利も上昇し、現在では非常に短いところを除いて金利水準が全般的に切り上がっている。今後の動きについては注意深く見守る必要があるが、これまでのところはこのような金利の上昇をパニック的にならずに順次消化しているように見受けられる。以下、その理由を昨年の金利上昇期との対比で見たいと思う。まず、去年は市場参加者に根付いていた、デフレはかなりの期間続くという見方の転換が一つのきっかけになった。先行き経済の見方についての大きなスイングは期待を一方向に変化させたため、売り一辺倒となり、金利が短期間に急騰しボラティリティも大きくなった。一方、今次局面では、市場参加者の視点は景気回復からブレていないので、ポジション調整の必要量が前年程ではなく、景気回復の見方にも幅があることなどから、売りに対して買いが出てくる状況であるため、金利の上昇のスピードは緩やかであり、ボラティリティにもほとんど振れが見られていない。次に、中期ゾーンの主役である銀行勢が、昨年の金利急騰の経験から学び、統合リスク管理の採用等リスク管理手法を見直していることや、信

用コストの低下や株価の持ち直し等により体力に多少の余裕ができたことなどから、狼狽売りのような状況にはなっていない。昨年に比べ金利上昇のスピードが遅いことも金利上昇の消化を後押ししているのではないだろうか。また、金利の上昇がインカムゲインの増加をもたらし、生保・年金等の機関投資家の購入意欲を高めている面も無視できないと思う。もう一点は、ファンダメンタルズの違いである。昨年はデフレがいつまでも続かないことは意識するようになったとしても、まだ経済情勢は全体として横這い圏内の動きを続けており、物価も下落傾向にあったが、現在のファンダメンタルズは押しなべて改善されてきている。また、最近の金利上昇局面において、日米の実質金利を見ても、我が国の金利上昇や金利水準が特に目立っている訳でもなく、日米の長期金利の差を見てもここ二年弱は3%程度というレベルが変わっていない。従って、今次局面では、金利の上昇をファンダメンタルズに見合ったものとして受入れる環境が整っているように思われる。ただ、プライマリー・ディーラー制を睨んだ実績作りが、当面、市場の攪乱要因になる可能性がある点に注意しておく必要があると思う。

一方、こうした足許の金利の上昇について、市場がざわついているのも事実である。今後、金利上昇を抑えるための情報発信や政策活動、あるいは長めのオペの要望など、様々な要求が市場内外から日本銀行に向けて発せられる可能性がある。しかし、長い目で見てファンダメンタルズに沿った金利の安定的な上昇のためには、このような催促めいたシグナルに対していちいち反応するのではなく、金利の変動を市場が自ら吸収する癖を付けさせるべきだと思う。次に情報発信についてだが、福間委員がおっしゃったことに同意したい点が多々あったが、今回は、ここでは金利についての情報発信に限って意見を述べさせて頂く。現在のような状況では、ボードメンバーなどによる金利についての情報発信はその一部だけが意図に反して取り上げられ、金利変動を拡大させる惧れがある。金利の動きについては、なぜそのような動きになっているのかといった、その解説程度に情報発信は限って、望ましい金利水準、ないしは望ましくない金利水

準、あるいは金利の変化のスピードについての同様の言及があったというように、聞き手が都合良く解釈でき得るような発信は控えることが望ましいのではないかと思う。今回、金融経済月報で情勢判断を強めることもあるので尚更である。

また、金利を安定化させるものとして、物価安定の数値化が巷で騒がれているが、これについての発信についても、総裁の国会での答弁の報道振りを見てみると、受け手が言葉の一部を捉えて都合の良いように解釈している傾向がある。現在日本銀行はインフレの実績値で量的緩和政策継続をコミットしているので、物価安定を数値化したら、その下限にインフレの実績値が到達するまで緩和が維持されると考える向きもある。同じ言葉であっても、発信する側と受ける側で意味しているものが異なる可能性が大いにある。この問題については、物価安定の定義の数値化とか物価安定目標の数値化というように、もう少し定義を明確化して、共通の定義で議論できるようにしておくことがまず第一に重要だと考えている。以上である。

福井議長

田谷委員、お願いします。

田谷委員

政策は現状維持することが適当と考える。短期金融市場において、コールレート、ユーロ円レート、レポ・レートなどは落ち着いているし、資金供給オペに対するニーズも9月以前の期間については充足されているようだ。金先レートは、景気・物価についての見方の強気化を映して、期先限月中心に上昇した。中心限月である2005年3月限のユーロ円金先レートは、この間0.15、0.16%から、昨日は0.29%まで上昇した。また、中期債の値崩れもあって、短国レートも若干上昇した。これらの市場動向には当面注意が必要のように思う。ところで、ここにきて、金融機関の貸出姿勢がより積極化してきているようだ。これは景況感の改善、株価の回復、あるいは不良債権処理の進展などを反映した動きと考えられる。一方、企

業サイドでも、キャッシュ・フローが改善を続ける中であっても、様々な資金必要額も増え、資金余剰幅が縮小してきている。これらの要因が相俟って、金融機関貸出の減少ペースの鈍化がより明確になってきた。こうした金融機関の資金仲介機能回復の兆しは、エンカレッジな動きだと思う。最後に、昨日調統局長が言われたように、近い将来ガソリン価格の上昇などを主因に、コアCPIの変化率がゼロないしプラスに上昇するかもしれない。その場合でも、もしそうした動きが必ずしも持続的なものと見られないということであれば、それなりの説明をしなければならないであろう。さらには、量的緩和からの脱却には、物価動向の背景、その時点での景気局面、また資産市場の状況などを考慮することを説明する必要があるように思う。以上である。

福井議長

皆さん現状維持ということで、意見の一致をみているようである。私自身もそのように思っている。景気の回復が次第に明確になってきているという局面において、今の金融政策の枠組みを堅持する、そのもとで実質的なゼロ金利状態を継続していくということは、景気に対するプラスの効果により強まるという方向に作用すると思う。従って、現在の姿勢を堅持して、その効果浸透を粛々と図っていくということが基本の姿勢だというご意見だったように思う。加えて、景気あるいは物価の動向、これは内外ともに微妙に変化しつつあるし、市場はやはり新しい均衡点を求めて様々なテストを加えてくる、あるいは憶測を交えてくるということであるので、情勢判断について市場との認識ギャップを大きくしないように、やはりコミュニケーションをしっかりと行っていく、その点についてのコミュニケーションをしっかりとやっていくということが非常に大事だと、そのような指摘もあった。大事な点だと思っている。さらに追加的に意見交換をお願いしたい。

植田委員

岩田副総裁がおっしゃったような気持ちも分かるのだが、もう一方で福間委員がおっしゃったように、やや局面が変わってきていて、債券市場に優しいことを言ったら嫌われてしまうというリスクもそろそろ念頭に置かないといけないということで、非常に微妙な局面に入りつつある感触もある。

福井議長

今後は常に発言には諸刃の刃という面があると思うが、さりとて何も言わないとコミュニケーションにならないので、そのところが非常に難しい状況だと思う。先々の政策をどうするかということのを頭に置きながらしっかりコミュニケーションしていく必要があるのではないか。では、政府の方から発言を頂戴したい。まず、山本副大臣願います。

山本財務副大臣

我が国経済の現状を見ると、景気は着実な回復を続けているが、デフレは緩やかながらも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。

政府は、先日6月4日「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2004」を閣議決定し、早期のデフレ克服を目指し、日銀と一体となって政策努力を行うこととしている。

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、市場では、金利が上昇するなどの動きも見られる。

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、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、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

伊藤副大臣、お願いします。

伊藤内閣府副大臣

景気の基調判断については明日の月例経済報告で報告をするが、景気は企業部門の改善が進み着実な回復を続けている。一方、原油価格の動向等が内外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、景気の着実な回復により需給ギャップが縮小する一方、銀行貸出の低迷等からマネーサプライの伸びが低い中で、素材価格の上昇により国内企業物価は僅かな上昇を示しているが、物価動向を総合的に勘案すればデフレ克服は道半ばの状況にある。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と民需主導の持続的な成長を図ることである。このため政府は、先般、「基本方針 2004」を閣議決定した。本方針に従って、集中調整期間の仕上げの年になる 16 年度においては、構造改革の取組みを加速、拡大し、さらに集中調整期間後の 17 年度及び 18 年度の 2 年間で「重点強化期間」と位置付け、日銀と一体となった政策努力によりデフレからの脱却を確実なものとしつつ、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。このような取組みの結果、「平成 18 年度以降は名目成長率で概ね 2% 程度あるいはそれ以上の成長経路を辿る」と見込んでいいる。日銀においては量的緩和政策を引き続き堅持する姿勢を示しているが、今後とも政府との意思疎通を密にしつつ、効果的な資金供給に繋がるような処置を含め、さらに実効性ある金融政策運営を行って頂きたいと思う。また、金融・資本市場の期待の安定化にも配慮しつつ、デフレ克服までの道筋を含め金融政策運営に関する透明性の一段の向上に努めて頂きたいと思う。以上である。

福井議長

では、議案の取り纏めに移りたいと思う。議長としては、金融市場の調節方針を現状維持ということで議案を提出したいと思っているが他に議

案提出をご希望の方がいらっしゃればおっしゃって頂きたいと思う。いなか。では、議長提案を執行部から配付して頂きたいと思う。

[事務局より議案配付]

福井議長

恐縮だが読み上げて頂きたい。

内田企画室調査役

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。」。続いて別添である。「2004年6月15日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成多数）。日本銀行当座預金残高が 30～35 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。

福井議長

それでは採決に移る。誠に恐縮だが、政府からの出席者は一時退席願いたい。

[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

採決の結果を報告する。賛成9、全員一致である。

福井議長

全員一致で本件を可決させて頂いた。白川理事と金融市場局長においては、この方針に従って市場調節をお願いしたい。では、政府の出席者をお願いする。

[政府からの出席者入室]

福井議長

恐縮であった。原案どおり可決した。

V. 金融経済月報の検討

福井議長

では、金融経済月報、基本的見解の決定に移りたい。基本的見解の文章案については冒頭に説明を受けたが、この文章についてあるいは内容についてご意見があったらおっしゃって頂きたいと思う。

田谷委員

サブスタンスは全く良いと思うのだが、先行きのところの最後の文章の主語は何だろうか。何の波及というのが出ていない。今、読んでみたのだが、「生産活動や企業収益から雇用者所得への波及は次第に明確化していく」。前は、好影響がそういったところに及んでいるということだった。何の波及かということは少し入れた方が良くかなと思う。

福井議長

書いた人。主語を。

門間調査統計局参事役

厳密に言えばおっしゃるとおりかもしれない。気持ちとしては、まさに好影響の波及であるから、少し文章の収まりがなかなかつけにくいのだが。

福井議長

前は何と書いてあったのか。

門間調査統計局参事役

前月のは右側にあるが、「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」ということなので、一応主語は「好影響」であって、今月も当然頭にある主語みたいなものは「好影響」なのだが、少し文章の収まりとして綺麗に書けるかな、という感じである。

福井議長

「雇用者所得への好影響の波及は」としたらおかしいのか。

門間調査統計局参事役

論理的にはその方が良いかもしれない。宜しいか。

須田委員

ちょっと違和感がある。

門間調査統計局参事役

ちょっとそういったイメージとしてくどいとか、そういうのが若干あるかもしれないという話なのだが、論理的には確かにおっしゃるように主語がないではないかと言われると、これが主語であると明示的に出せるものがないというのはそのとおりかもしれない。

福井議長

何か名案があるか。

門間調査統計局参事役

いずれにしても若干くどい感じはあるのだが、例えば入れる場所を少し変えて、今の案とは。「生産活動や企業収益の好影響の…」。

内田企画室調査役

先月と同じように、「からの好影響の雇用者所得への波及が…」。

岩田副総裁

「企業収益からの好影響が…」というので良いのではないか。違うのか。

門間調査統計局参事役

「好影響が」にすると、「波及する」とかというふうには続けなくてはならない。

武藤副総裁

波及というのが名詞になっている。くどいけれど論理的には「の好影響の」が一番良いのではないか。

福井議長

少しあれだが、「雇用者所得への好影響の波及は」の方が読み易い。

門間調査統計局参事役

「生産活動や企業収益からの好影響の雇用者所得への波及」とするか、あるいは「好影響」は後の方が良いか。「生産活動や企業収益から雇用者所得への好影響の波及は次第に明確化していくと考えられる。」。

福井議長

息が切り易い。

門間調査統計局参事役

では、そこに入れさせて頂く。

福井議長

宜しいか。他にないか。

中原委員

代案はないのだが、長期金利は淡々と「上昇している」だけで良いのか。

福井議長

どこか。

中原委員

金融の一番最後である。どういうふうに言うかというのはこれまた難しいのだが、去年の夏の状況の時にどう表現したか。

内田企画室調査役

「大幅」という判断を入れるかどうか、という判断はある。前月との比較で書いているので、できるだけ淡々とやるように努めてきているというのがこれまでのやり方ではある。

中原委員

あまり修正は入れないということか。

内田企画室調査役

然り。

中原委員

それも一つのやり方だ。

福井議長

中原委員のおっしゃるのは、あるいはその理由を入れろと。

中原委員

理由と言うか、多少その不安定感とか、やや大幅であるとか、急ピッチであるという印象は当然皆さん持っている訳なので、淡々というのはそれはそれで意味があると思うが、一方で日銀がむしろ状況を認めているとか、あるいは関心を持っていないと取られるのもまずいなという気がする。し

かし、表現は難しいので私も代案はない。

須田委員

前にもこういう話を議論したように思うが、こういうふうな形で落ち着いたと私は理解しているのだが。

植田委員

景気回復を映じてとか入れると却って難しい。

福間委員

そうだ。

福井議長

非常に肯定的に。先程の諸刃の刃の片一方の方がキーンになり過ぎる。

福間委員

そうになってしまう。

中原委員

総裁が記者会見で何かおっしゃる訳であろう。

福井議長

短い文章で上手く入れれば一番良いのだが。

内田企画室調査役

これを示す表現がやや難しいのは、今回長期金利は今 1.8%、前回 1.465%ということなので 0.335%の上昇である。一方で、株価の方は前回は 10,860 円なので、大体 500 円位上がっている。一方を例えば「大幅」と表現して、一方はしないのかという議論になってくるので、今回限りで

は実は済まない問題にはなろうかと思う。

須田委員

やはり福井総裁に記者会見でちゃんと言ってもらって。ここはこのままで私は良いかと思う。

福井議長

中原委員、如何か。取り敢えず今回はこれで宜しいか。

中原委員

結構である。

福井議長

他になれば、それではこういうことで。先程一箇所修正した。

門間調査統計局参事役

その文章だけ読ませて頂く。「また、企業の人件費抑制姿勢は維持されているが、そうした中でも、生産活動や企業収益から雇用者所得への好影響の波及は次第に明確化していくと考えられる。」である。

福井議長

では採決をお願いします。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員
須田審議委員
中原審議委員
春審議委員
福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決した。この金融経済月報であるが、基本的見解の部分は本日 15 時の公表予定としている。背景説明の方は必要に応じて執行部で修文を施したうえで 16 日水曜日 14 時に対外公表を予定している。

VI. 議事要旨（4/28 日開催分）の承認

福井議長

では次に議事要旨の承認である。4 月 28 日開催分の議事要旨であるが、お手許に配付済みでご検討頂いたと思うが如何か。異議はないか。ではこれも採決したいと思う。

[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

全員一致で承認した。この議事要旨だが 6 月 18 日金曜日の 14 時に対外公表の予定である。

VII. 閉会

福井議長

議事は全て終了したが、次回は 6 月 25 日とインターバルが非常に短い訳で、しかし世の中どう変わるか分からない。改めてしっかり議論したいと思う。機密保持のことを毎回申し上げているが、この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させて頂きたいと思う。議事要旨、それから議事録と一定のルールに沿って開示する取扱いとなっているので是非この点を尊重して頂きたいと思う。決定会合への信認を確保する観点から機密管理を厳正にお願いしたい。これをもって閉会とする。

(午前 11 時 30 分閉会)

以 上