

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2005年2月16日（14:00～16:01）

2月17日（8:59～12:00）

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）
須田美矢子（ " ）
中原 眞（ " ）
春 英彦（ " ）
福間年勝（ " ）
水野温氏（ " ）

政府からの出席者：

財務省	石井道遠	大臣官房総括審議官（16日）
	上田 勇	財務副大臣（17日）
内閣府	浜野 潤	政策統括官（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
企画局長	山口廣秀
企画局企画役	内田眞一
企画局企画役	山岡浩巳
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
政策委員会室企画役	村上憲司
企画局企画役	加藤 毅
企画局企画役	正木一博

I. 開会

福井議長

それでは政策決定会合を開催する。

(14時00分開会)

今日と明日と二日間の会議であるが、今日は金融経済情勢に関する執行部からの説明を承って少し議論したい。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中心に議事を進めたいと思う。今日は政府の方から財務省石井総括審議官にお越し頂いた。有り難うございます。内閣府の方から浜野政策統括官にお越し頂いた。宜しく願います。いつも申し上げているが、会合中でのご発言は全て記録させて頂く。そのことを踏まえたうえでご発言頂ければと思う。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

早速議事に入る。金融経済情勢に関する執行部の説明をお願いします。各説明毎に若干の質疑応答の時間を設ける。最初は金融調節、金融・為替市場の動向について白川理事と中曾金融市場局長から願います。

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

お手許の資料（追加）を説明したいと思う。まず、図表1-1の日銀当座預金残高である。前回決定会合以降、振幅の大きい動きとなっている。すなわち、1月21日であるが、なお書きの発動とか去年の9月末日を除くと現行のターゲットの中では最も高い34.76兆円となっている。それから2月の税揚げ日の直後、2月3日だが、今度は一変してこれまでで最も低い30.37兆円になっている。一方、短期金融市場は極めて落ち着いた状態が続いている。無担保オーバーナイトコールレートは1/1,000%ないし2

／1,000%で推移している。ペイオフの完全解禁を控え、特段の不安材料も見当たらない。その他の地銀などに対する補完貸付が、このところ小額だが割合高い頻度で実行されている。その多くは試験的な借入と見ている。次に図表1-2、当座預金の保有状況をご覧頂く。都銀の方は足許で17兆円、18兆円と膨らんできている。これは直接的には年金資金の受入れ、FBの償還、あるいはオペのスタート、こういった要因が重なったことが背景であるが、より底流には資金余剰、つまり意図せざる預貸の改善で手許が積み上がっている面もあると見ている。一方、外銀だが、円転コストがマイナスであることを利用した裁定機会が少なくなっている。そういったことを主に徐々に切り下がってきており、足許では4兆円台となっている。続いて図表1-3、資金需給の動向をご覧頂く。まず1月の銀行券であるが、年明け後1月の中旬頃までは戻りが弱かったが、1月17日位から還流ペースが上がってきていて、結局1月中では4.7兆円の戻りと、ほぼ当初見通しに近い仕上がりとなった。2月に入ってから資金需給は月初の2日に税揚げがあり、不足幅が深くなった訳であるが、今週は年金の定時払い、財政融資資金の払戻しで余剰局面に入っている。ただ、この先は月末の国債発行、3月初の税揚げなど大きな資金不足期が待ち構えている訳である。そうした中でのオペの実施状況について、次の図表1-4に沿って説明する。1月中は2月の初頭の不足期、現在は3月初の不足期に向けてオペ残高を積み上げているので、今回は供給オペの一覧だけでこのページが一杯になっている。ご覧頂くと一目瞭然だが、シャドーの多さに表われているように、各種のオペで札割れが頻発している。短国オペだが、この表では示していない1月の前半に札割れしているのも、結果として、国債買入を除く全てのオペで札割れが生じたことになる。手形の全店買入だが、これまでは期間を長期化することによって札割れを回避してきたが、ご覧頂くと2月1日、2日と連続して割れている。特に2日のオペについては初めての期末越え、つまり9月末越えオペだったのにもかかわらず札割れした。自分達としては高い頻度でオペを打たざるを得ないので、その辺をやや見透かすというか、オペ先に調達安心感が定着していることが背

景と見ている。ただ、全店買入については、その後は昨日のオファー一部分も含めて札割れは生じていない。それからオペ期間であるが、手形の全店買入については、今申し上げたように8か月までタームを延ばしてきているが、本店買入、CP買現先、国債買現先は、一部についてタームをむしろ短くするなどして細かい資金需要を拾おうとしている。表にあるように、本店買入オペについては目下タームを4か月と6か月、CP買現先と国債買現先については1か月と2か月の二本立てにして交互にオファーするようにしている。しかし、短い国債買現先を除いてパフォーマンスは総じて低下しており、積み上げ効果は限界的となっている。短国オペだが、この表に示しているように1月18日以降は札割れが生じてはいない。ただこれは、一部のオペ先が年度末の財務諸表の見栄え、例えば、ROAのような指標だが、そういったものに配慮して、資産サイドのFBを日銀オペを利用して売却し、膨らみ過ぎたバランスシートを圧縮するといった動きが一つの要因である。それと裏腹な関係だが、負債サイドではオペによる調達を手控えていることが、本店買入などの札割れの頻発になって現われていると見ている。オペの運営面の工夫であるが、毎週定例のFB3M以外にもTBの入札があったような場合には、すかさず翌日にはオペで拾いに行くなどして、短国オペのパフォーマンス維持に努めている。このように今のところ短国オペにかなり依存した姿になっているが、短国レートもほとんど潰れきった状態が続いているので、今のような調子で札が入り続けると考えるのはやや楽観的に過ぎるかもしれない。続いて、資金吸収オペ、図表1-5である。先程、申し上げたように資金余剰局面に入っているのので、この期を捉えて先週の7日、10日、14日この辺にかけて各種吸収手段を導入しながら、合計約6兆円とかなり巨額の吸収をオファーした。これらの資金吸収オペだが、月末の国債発行などの不足日にエンドを当てることが目的、狙いだが、少しでもその吸収額を多くすることによって資金枯渇感が出れば、その後の供給オペのパフォーマンス向上にも繋がるかもしれないといった願いも込めて打ったところである。ABC Pの買入については、これまで月2回というペースが定着していたが、今月はこのオペ

を供給オペ的に使おうと思っており、本日もオファーしたところである。続いて図表 1-6、オペを取り巻く環境である。先程申し上げたように、当面は 3 月の頭に向けて財政要因を主因とした大幅な資金不足に向けて高水準の供給オペを維持していく必要がある。(2) のグラフは短期資金供給オペの残高推移を示したものである。12 月の初め、2 月の初めの不足の深いところではオペ残高が約 63 兆円台であったが、3 月の初めはこれらを上回る 65 兆円程度の供給オペ残高が必要となる見通しである。目下のところ、ある程度札割れが続くことを前提に供給オペを積み上げており、私共としてはディレクティブの達成に全力で臨んでいるところである。続いて、図表 2-1 以降で金融・為替市場の動向を見ていきたいと思う。まず、図表 2-1 の (2) でターム物レートについて短国レートの推移をご覧頂くと、F B の 3 M が $1/1,000\%$ 、T B の 1 Y でも $2/1,000\%$ と、0% に近いところに張り付いた状態が続いている状況が見てとれるかと思う。続いて、図表 2-2 の円転コストである。円転コストのマイナス幅だが、振幅が次第に小さくなっている様子が見てとれる。それから金先から見たフォワード・レート・カーブだが、直近は黒い実線で示しており、前回決定会合時は破線であるが、それから見ると若干、上方へシフトしているということが言える。図表 2-3、長期金利だが、前回決定会合以降、10 年債で申し上げると一旦は 1.27% 位のところまで低下したが、そのままコレクションが入って足許で 1.4% 辺りまで反転している。本日の GDP については予想レンジの下限であったことから、やや買い材料視されているようである。因みに株式市場の方は、最近の公表されている他の指標、例えば機械受注などに比べれば、むしろ底堅さを示しているとの評価から、GDP の数字の影響は限定的のようである。図表 2-4、この間の長期債利回りのイールド・カーブの動きであるが、(2) のグラフの濃いシャドーを付した棒グラフで表わされているように、前回の決定会合以降 2 月 2 日位までイールド・カーブは低下している。それ以降は薄い棒線で示すように上昇している。まず、イールド・カーブが低下した背景としては、次の諸点を指摘できるのではないかと思っている。まず第一には景況感だが、特に C

PIが容易には上りそうもないと見られていることを指摘できると思う。第二は需給要因だが、生保、年金といった機関投資家が長期債投資需要を強める方向にあることを指摘できると思う。第三に同じく需給要因であるが、3月は国債の償還額が大きい月であり、特に5年債の償還が始まる。償還を迎える5年債は、クーポンが結構高いため、投資家の視点から見ると同じインカムを得ようとする再投資をする際にデュレーションの長期化、すなわち長期債投資のウェイトを高める必要が意識される面もあるのではないかと思う。以上がイールドが下がった要因であるが、次に2月2日以降、2年債のような短いゾーンも含めてイールドが上昇したことについては、まず一つは株が上昇していること、2月の機械受注が予想比上振れしたことなどを背景として指摘することができると思う。図表2-5に行って頂く。先程、生保など機関投資家の長期債投資需要について若干触れたが、これを促している一つの要因が外債投資環境の変化ではないかと思っている。具体的には、(1)のグラフで示すように、米国の長期金利は弱含んでいる。一方、米国の短期金利は上昇しているので、(2)グラフで示すように、ヘッジコストを勘案した後の米国債利回りと日本国債利回りが接近してきており、足許でほぼ同水準になっている。つまり生保などからみるとヘッジ付の外債投資はリターンの面で相対的に魅力が薄れてきている。その分円債投資へのインセンティブが強まっているのではないかと見ることもできると思う。今のところ生保が外債を売り越して円債にシフトするといった動きが具体的に大きなスケールで見られている訳ではないが、下段のグラフに示すように、このところ生保による外債の売り越しがやや目立つようになってきている。次の図表2-6である。こうした需給の好転は、市場参加者によるサーベイ結果にもそれなりに表われており、(1)のグラフに示すように、直近のサーベイを見ると——これは白抜きの部分だが——、債券需給に対する注目度が増している様子が伺える。そして(2)のグラフの黒い実線が示すように、債券需給というのは金利の低下要因として意識されているようである。また、最近ではこれと並んで、四角いマークの折線で示す物価動向も金利低下要因として意識され始

めているようである。次に図表 2-7、クレジット市場だが、引き続きタイトな状況が続いており、これは社債等についても、図表 2-8 の銀行債等についても大きな変化はない。続いて図表 2-9、株式相場である。前回決定会合以降、一旦は弱含んだが、その後米国株高とか本邦の機械受注が予想比上振れしたことがきっかけとなり上昇に転じていて、日経平均で 11,500 円をなかなか抜けなかったが、足許では 11,600 円台に乗せている。株価の背景だが図表 2-10 である。株価はその需給面からも割と下支えされているのではないかと見ており、この点を主体別の売買動向の表でご覧頂くと、海外投資家の買い越しが引き続き継続している。一方、個人投資家をご覧頂くと、12 月に比べると 1 月の売り越し幅はかなり小さくなっているの、売却が一巡している様子が見て取れると思う。1 月には IPO が 1 件もなかったことも個人の売却が小幅に止まった一つの理由とみている。株価動向のカギを握る一つが電気セクターの動向だが、(2) のグラフは電気機器セクターの株価のパフォーマンスを見るために、TOPIX と TOPIX に含まれる電気セクターの株を抽出して、1 月初来の騰落率を比べて見たものである。電気セクターは、2004 年度の業績見通しが下方修正された先が多かったこともあり、薄い線の電気セクター株のパフォーマンスは全体として見ると黒い実線のトピックスを下回っているが、電気セクターの個別銘柄の動きについて見ると、シャドーで示しているように騰落率にかなりの幅がある。中にはトピックスを上回っているものもある。このように株価の動きは同じ電気セクターの中でも区々であり、いわゆる勝ち組、負け組、そういった間にはかなりパフォーマンスの格差が存在することが分かると思う。図表 2-11、為替相場の動向である。(1) のグラフで示すとおり、前回決定会合時はドル/円相場は 102 円位であり、その後ドルが買い戻される展開となって上昇した。足許に掛けては 104 円ないし 105 円辺りの揉み合いとなっている。この間の経緯だが、図表 2-12 に即してご覧頂くと、上はドル/円、下がユーロ/ドルだが、ドル買いの流れが強まった契機になったのは、一つは G 7 を挟んで人民元切り上げ観測が後退したこと、加えて 2 月の初め、四角で囲んでいるところにあるが、

グリーンズパンFRB議長の発言が米国の経常赤字に楽観的と受止められたことである。これらのイベントがドル買い戻しの動きを後押ししたのだが、これを契機に米国とそれ以外の地域の景況感格差、あるいは金利格差を背景としたドル買いの流れが一時的に優勢になったということである。ただ、こういったドル買いの流れの持続性について、あまり長続きしないのではないかという見方が市場では多いようである。具体的には図表2-13になる。背景としては、やはり(2)のグラフで示す米国経常赤字の是正のためには、大幅な為替調整がいずれ必要との見方が根強いという点が指摘できると思う。それと裏腹な関係だが、先に公表された日本の経常黒字の大きさも改めて円高の材料として意識されているようである。さらに(3)のグラフで示すアメリカの財政赤字だが、こちらもイラクとかアフガニスタンの駐留軍事経費を勘案すると容易には圧縮されないのではないかと、そういった見方も依然根強いのが実情である。以上のようなドル・ベア材料に加えて、2005年度に向けた日本の輸出業者による輸出額のドル売りもあって、一方的なドル高進行にチェック、抑えが掛かったという形となっているのではないかと見ている。図表2-14である。そのように景況感格差に基づくいわゆるドル・ブル派と、それから「双子の赤字」を背景としたドル・ベア派とが拮抗する形で今相場が揉み合っている。先週までのドル買いの流れだが、短期筋のドル・ショートカバーによるドル買い戻しが中心であったのが、このIMMのポジションをご覧頂くと、足許では(1-1)が円、(1-2)がユーロだが、いずれについてもロングポジションが解消しているのも、ドルの買い戻しは既に一巡していることが分かる訳である。従って、ポジションが軽くなっていることから見ると、ここから先ドルが買われるにしろ売られるにしろ、なにがしか新しい材料が必要になる訳である。この点、例えば昨日の夜には12月の対米証券投資の数字が出ている。表面の数字は良かったが内容的によくよく見ると、アジアの中銀などの米国債投資が減少したことが経常赤字ファイナンス問題に対する懸念を改めて意識させるところがあって、多少ドル・ベア・センチメントに振れているようである。この先も各種の金融経済指標や目

先については特に今晚のグリーンズパン議長の議会証言の内容などに新たな方向性について材料が探られる、そういった展開になっている。私からは以上である。

福井議長

ご質問やご意見があればどうぞ。最近の札割れの状況を踏まえて、3月の初めに掛けての調節はフラットに見てどういう感じとみているのか。

中曾金融市場局長

具体的には3月2日が税揚げ、3日に財政資金の長期貸しの回収がある。ここが一番厳しい状況になる。先程申し上げたように、ここでディレクティブが達成できるように、ある程度の札割れを前提にオペを相当積み上げてきているところである。厳しい状況はもう暫く続くと見ている。

福井議長

ターゲットは守っていけるか。

中曾金融市場局長

今申し上げたように、結構厳しい状況が続くと思うが、金融調節の現場を預かる責任者としては、例えばオペの期間について先程申し上げたように色々設定を変えてみる、あるいはオファーのタイミングを含めて色々な工夫を行うことによって、当座預金目標のディレクティブ達成に全力を挙げているところである。ご質問の趣旨は、その上で当座預金の残高目標維持の確度について、現場の感覚を率直なところを言えということだと思う。先行きの資金需給、今後のオペに対する金融機関の応札姿勢、そういったものに大きく依存するので、事柄の性格上断定的なことは何とも申し上げられないが、ただ、極く最近の市場の状況あるいは最近のオペの状況から判断すると、今申し上げた色々な工夫をすることによって現行の当座預金目標の下限である30兆円程度は何とか維持できるのではないかと思って

いる。

福井議長

それでは、海外の経済情勢について平野理事と堀井国際局長から願います。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

それでは、いつものとおり本日配付したお手許の資料、追加分をご参照頂きたい。図表1で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である。全体として国内民間需要に支えられて景気拡大が続いている姿を示している。まず1.である。昨年第4四半期の実質経済成長率は年率+3.1%との推計値が発表されている。個人消費が自動車の減少を主因に幾分伸びが鈍ったことに加えて、何よりも純輸出が大きくマイナスとなったことが響いて、前期に比べて鈍化している。しかしその後、この推計の基礎データである貿易収支が赤字幅縮小方向に修正されていることなどから見て、今月末に発表される改訂値では+3%台半ばに上方改訂されるものと見ている。その時点で潜在成長率並みの成長と評価できるかもしれない。なお、実質可処分所得は2.にあるように第4四半期に前期比2.0%の高い伸びとなっているが、これはこの12月にマイクロソフト社の特別配当が320億ドル行われたことによる飛び上がりであり、可処分所得の基調は雇用の改善を反映したトレンド上の増加と見ている。次に5.小売売上だが、1月の前月比は-0.3%と減少したが、これは前月12月の飛び上がりの反動である。いずれも自動車販売の振れを映じたものである。自動車を除いてこの前月比を見ると、12月の+0.3%の後、1月は+0.6%と衣料などを中心に比較的好調な販売となった。9.資本財受注だが、12月の前月比は+2.1%となり、第4四半期を括った数字を見ても+1.1%となった。その前の期よりも減速しているが、これは投資減税の期限切れを前にした駆け

込み需要の剥落が影響していると思われる。それにしては伸びの低下がモDESTとあって良かろうと考えている。この間、11. ISM、製造業、非製造業ともに分岐点の50を引き続きかなり上回っている。15. 雇用者数だが、10~12月平均の182,000人増加の後、1月も146,000人増加と、かつての景気拡大局面に比べるとテンポは依然穏やかだが、このところのトレンドに沿った増加を続けている。物価面では17. コアCPIの前年比は昨年12月、本年1月とも+2.2%となっている。2003年位からこの表に載せているが、ゆっくりと着実に上昇幅が広がっているということである。図表2でユーロエリアの指標である。1. に昨年第4四半期の実質GDP成長率が出ている。年率+0.6%にとどまった。フランス、スペインが高成長となったが、ドイツ、イタリア、オランダといったところがマイナス成長となっている。3. 小売、それから5. の消費者コンフィデンス、10. 鉱工業生産、どれを見ても引き続きパツとしない。ただし、7. の輸出、それから6. 投資財受注、これはドイツだが、幾分改善の兆しが見られる。それから11. 製造業PMIも11月の底から極く僅かながら水準が切り上がってきている。この持続性ははっきりしないが、変化の兆しであるかもしれないので、もう1、2か月様子を見ていきたいと考えている。この間、物価面で基調の変化はない。図表3-1である。中国経済が1. にある。実質経済成長率は昨年第4四半期には前年比+9.5%と引き続き高い成長となり、輸出、固定資本形成、個人消費、いずれも高い伸びとなった。足許の状況についても各計数をご覧頂いて変化はない。この間、物価だが8. CPIがある。全体は食料品価格の騰勢鈍化から前年比上昇幅が縮小しているが、食料品を除いてみると11月の前年比は+1.2%という数字が出てきて、12月には+1.6%と幾分伸びを高めている。図表3-2、NIEs、ASEANの数字である。実は中国圏の春節、それからイスラム圏の昨年末のラマダンが毎年時期がずれるものだから、年末から年初へ掛けての計数は非常に読みにくい訳だが、アネクドータルな情報も加味してみると、これまで増勢が鈍化してきた輸出全般について再び勢いが戻りつつある。幾つかプラスの大きな数字が出ているのをご覧頂けると思う。そ

れから調整色の濃かったIT関連の輸出についても、タイ、フィリピンでは依然伸び悩んでいるが、韓国、香港、シンガポールといったところで持ち直しの気配が出始めている。図表3-3(6)の物価である。総じて基調に変化はない。話題として一つ申し上げるとタイのCPIのコア——カッコ内だが——、それからインドネシアのCPIが若干前年比上がっている。ここにはインド洋津波の影響から食料品の値段などが上がっていることが響いている。次に図表4である。アメリカの金融市場だが、(1)長期金利は1月末から2月の初めに掛けて弱めの景気指標が幾つか出たことから、一時4%割れになったが、強めの景気指標が公表されるにつれて戻して、10年物の国債流通利回りで見ると足許4.1%となっている。一方、(2)株式だが、企業の好決算が発表されるにつれて買われた。長期金利の低下も後押しとなって株価が上昇している。(5)FF先物から今後の市場予想、金融政策に関する市場予想というのを読み取ると、3月、5月のFOMCでそれぞれ25bpずつの利上げがフルに織り込まれている。さらに6月末の25bpの利上げも7割方の確率で織り込まれている。この間、(3)、(4)のリスク関連指標からはリスク回避度が歴史的に低い状態を引き続き示している。最後に図表5だが、欧州の金融市場である。(2)株価は、ユーロ高の修正、それからアメリカ同様に企業の好決算といったものを好感して上昇している。(1)長期金利は、3.5%前後で小浮動している。(5)ユーロ先物から見ると、ECBの利上げ予想は引き続き年半ばまでほぼ払拭されている状態である。この間、エマージング市場には資金が債券市場、株式市場ともに流入を続けている。値動きも総じて安定している。先程述べたアメリカ金融市場でのリスク指標と同様、リスクに寛容な様子が見られる。アメリカの中央銀行の関係者の中には、市場が世界経済の将来に安心して過ぎてはいないかと不安を漏らす向きも少なくない。私からは以上である。

福井議長

どうぞ、ご質問、ご意見等があればおっしゃって頂きたい。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。アメリカの生産性なのだが、前期比年率で+0.8%、前年比で見ても+2.5%で、従来+4%とか+3%とかきていたのが若干減速というか下がってきている。賃金の方は+2.5%と上がっており、それと失業率が雇用の増え方の割には5.2%まで下がってきている。そうするとインフレ圧力が少し強くなるという見方も一部にあるようだが、その辺はどのように見ているか。

堀井国際局長

おっしゃるように生産性のこのところの急速な伸びの鈍化というものについては、一時的なものだろう——標準的に言って年率+2.5%位の生産性のところに収束してくるだろう——という意見が、一応今のところまだ多数意見だと思う。ただ、ご承知のようにリスク要因として、この見通しが外れて、実はそれ程生産性の伸びは高くないのだということ指摘する向きも増えている。それから失業率の5.2%についても、レーバー・パーティシペーションが低下した後、下げ止まったままなかなか戻ってこないということから、これは先月の本席でもご議論があったかと思うが、労働の天井が予想以上に低いのではないかという意見を出すエコノミストも増えている。さはさりながら、先程申し上げたように、金融市場の方はインフレに関しては非常に等閑視していると言うか、そのリスクについてはあまりないだろう、グリーンSPAN議長がいる間は上手くやってくれるだろう、何となくそういうムードが横溢しているのではないかと思う。

福井議長

どうぞ。

水野委員

先程も堀井国際局長から話があったが、ロングエンドの債券については、

年金の問題もあって、グローバルに需要があるのだろうが、株高、債券高は最後どういう形で調整が起きてくるのか。恐らく1年間ずっとその状況が続くこともないだろう。マーケットは、何を見て動いているのか。単にG7などのイベントをこなしているだけなのか。二つ目はM&Aが最近増えており、株価は今のところポジティブに評価しているのだが、このM&Aの増加は、企業が専門性のある人を探っていないとなかなか生き残っていけないという見方なのか、あるいはM&A直後には新しい設備投資が行われることにより、世界経済が持続拡大していくという見方なのか。この二点について、個人的見解で結構なので教えて頂ければと思う。

堀井国際局長

まず前者の方だが、マーケットのことはマーケットで聞けとしか結論は言えないのだが、水野委員が取えて個人的見解を言ってみろと言って頂いたので申し上げる。株と債券の関係については、前々からイールド・スプレッドが非常に低い。参考計表の図表4-4は、S & Pをベースに実績ベースの益回りと国債の利回りを比べたものである。ヨーロッパも日本もほとんど同じなのだが、これについてどう理解するかということで、私のところで幾つか仮説を立てて検証しようといこねくり回している。一つ二つ仮説がある。一つは、やはりサーベインス・オックスリー法の絡みで株に関してはこれまでのところ非常に控えめであったから、こういうふうなイールド・スプレッドがマイナスにきているという仮説。それが徐々に揺れ戻す中で、今後はイールド・スプレッドも上がっていくというシナリオが一つ。もう一つはやはり、債券のボラティリティと債券のリスク・プレミアムが低過ぎる。ここには先程も出たが俗に言われるグリーンспан・プットなるものがあって、債券のボラティリティがちょっと何かありそうだとグリーンспан議長が発言してそれを抑えるので、イールド・スプレッドはこのようになってしまうという仮説。この後者の仮説に立つと、グリーンспан神話がこけたら両方こけるという可能性も出てくることになるかと思う。それから二番目のM&Aの増加をどう理解するか。直近の方な

のだが、やはりそのサーベインス・オックスリー絡みを少し抜けて前向きの企業家マインドというのが実際に企業活動に顕在化してきたのかなという気が個人的にはしている。アメリカの企業家、あるいは大手銀行の経営陣などと話すと、やはりアメリカの企業経営の場合は非常に短時間に勝負するので、自分の思っているプロダクト・ミックス、あるいは事業ミックスの足りないところはもう設備投資で立ち上げてくるなどということはない。まずパッとM&Aで食べて、大体のオプティマム・ミックスを作って、さらに足りないところを設備投資で埋めていくという行動をしている人が多い。仮にこれが正しければ、M&Aが出た後、さらに隙間を埋めていくような形での設備投資が出ていく、あるいはその埋めた後にシナジーが働くようなインフラ投資、インターネット、あるいはIT絡みの投資が出てくるという——むしろ楽観的に過ぎるかもしれないが——シナリオがある。

水野委員

M&Aについては、今のところポジティブに評価しているマーケットを信じていて良いということか。

須田委員

アメリカの長期金利の話についてである。今日入っていたメモを見ると、特に30年債などがかなり下がっている理由としては、需給要因ばかりが書いてあった。私は需給要因ばかりで説明するというのは好きではなく、やはりファンダメンタルズで説明すべきと思う。先程のグリーンспан云々というのもちよっと脇に置いておいて、債券市場を考えていく場合、ファンダメンタルズで上手く説明できないから需給要因について言及が及ぶのか、本当は需給要因が結構重要だというふうに考えなくてはならないのか、その辺はどうか。

堀井国際局長

これも個人的な経験としか言いようがないのだが、まず、メモの話を言うと、確かに今ニューヨーク市場でその手の需給要因が言われていることは間違いない。年金の改革とか、保証基金のインデックスの変更を巡ってこういうことがあるだろうという声が多いのは全く事実なのである。ただ、普通は情報が出た段階で瞬時に織り込まれるから、何日も何週間も掛けて徐々にそれを織り込んでいくというのはちょっと考えにくいと私は思っている。かつてもああいった需給要因が言われたことがままあるのだが、マクロ的な流動性の高い市場の——暫く経った後から見て——正しい説明であったという例は非常に少ないと思う。これは恐らく日本でもそうだと思うのだが、大体銘柄別の需給要因で説明したがるのだが、後で見るとどうも違う。ただ、個別指標については、例えば、機関投資家がベンチマークにしているものとか、特に日本の機関投資家についてよく海外で指摘されることなのだが、色々な縛りから特定の銘柄ばかりを買ってイールド・カーブがいびつな形になっているという例が観察されることもある。確かにそういう部分的な現象は需給で恐らく説明できるのだろうが、全体のイールド・カーブを動かすようなことは、今までの例だと少なかったのではないかと理解している。

平野理事

基本的なところは、例えば 1990 年代の前半辺りと最近のアメリカの長期金利のレベルの変化をどう説明するかという点にある。一番大きな要素は期待インフレ率なのだろうと思う。加えて期待インフレ率のボラティリティの低下に伴ってリスク・プレミアムが圧縮されているということであろう。それからもう一つは、アメリカの長期金利は、短期のイールドの動きに結構左右されるという分析もあり、そういう意味では Fed のある種のコミットメントがイールド全体に効いている部分があるのかなという感じがする。それがどの程度行き過ぎかということについては、議論が分

かれるところだろうと思うが、行き過ぎているのではないかという目でもって物事を見ていく必要がある。そうなるとう結局のところ、先程の岩田副総裁の問題意識ではないが、やはりインフレがどういうふうに動いていくのかということが多分決定的な要素なのだろうなという気がする。

岩田副総裁

もう一点宜しいか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

今度はユーロなのだが、ユーロの方は消費者物価だと今+2%位か、これは総合指数で見ている訳である。だがこの中に色々特殊要因があつて、日本も色々な特殊要因があつて剥がしていくと幾らになるかという話なのだが、ユーロの方は剥がしていくとどうも+1%ちょっと位だと言われている。これも計算で何を特殊と言うのかにもよるが、石油を除いたり、公共料金を除いたりすると1%位となる。それがどちらの方向に収束するのか。普通は特殊要因を除いた方向に収束すると考えるのが普通ではないかと思うのだが、その一方でパデモス氏とか、あるいはフランス中央銀行の総裁とか、どちらかと言うと今、M3が参考値の+4.5%をかなり上回って伸びて貸出も出ているので、インフレのリスクがあるとおっしゃっていて、何か方向が逆さまなのかなと思う。昨日出たGDPの数字も実は思ったより悪かったと思うのだが、基本的なリスクのバランスは、アメリカは先程言ったように、もしかするとインフレの方が多少あるかもしれないという感じがあるが、ユーロは私の感じだとどうも反対のように見える。フランスの中央銀行総裁とか副総裁の話を聞くと、どうも逆の方を心配しているように見えるのだが、そこはどういうふうに見ているか。

堀井国際局長

私がECBを代弁する訳にもいかないが、その特殊要因とおっしゃった部分と全体の切り分けについては、他の国よりは難しいかなと思う。特にECBの先行きのインフレ見通しを作る時は、日本で言う春闘、組織的に決まる賃金の上げをベースに据えて、それがどう波及していくかという形で物価見通しを作る。そうすると足許の物価は制度要因であろうが、特殊要因であろうが、それらも込み込みで賃金の形成に影響するだろうと考えていく訳である。従って、下に収束するという保証がまずないというのがECBの政策決定される方々の頭に入っているのだと思う。それで実態としても、例えばドイツにおける医療保険の負担の引き上げとか、ドイツ、イタリアのたばこ税の引き上げとか、多分、岩田副総裁が今おっしゃった特殊要因の中に入っているのだろうけれども、今のスタビリティ・グロース・パクトと財政赤字の情勢等々を見ると、これらがこれからは恐らく言いにくいのだと思う。そうすると、やはりECBとしては全体を見て、それが賃金にどう跳ね、インフレ期待にどう跳ね、それが実際のインフレとしてどう顕在化していくかというメカニズムで物を考えていき心配になってくる。さらに賃上げ、あるいはその転嫁を容易にするような貨幣的な環境があるというふうに恐らくパパデモス氏、ノワイエ氏はお考えなのだと思う。これがありそうかどうかという議論になると、また色々な議論ができるかもしれないが、取り敢えずそういうふうに理解している。

平野理事

パパデモス氏について言うと、多分、ECBの政策理事会の後のトリシェ総裁のプレス・コンファレンスのおおりに、極めて忠実に言っておられると思う。それからノワイエ氏の場合は、やはりフランスの足許の比較的好調な状況が反映されている部分がまずあると思うので、多少色々な解釈の余地があると思う。それからこのリスク・バランスなのだが、短期的には多分バランスしていると思う。ただ、色々な関係者が経済そのものについて多少自信めいた、楽観的なことを言い始めていることも事実である。

一つは、ユニット・レーバー・コストと企業収益の動きを見ると面白いのだが、2002年、2003年は、労働賃金によって収益が圧迫される状況が続いていた。しかし、このところユニット・レーバー・コストはずっと下がっていて、今年も多分そういう傾向が続くとすれば、企業収益の回復が経済の支えになるであろうというのが最大の根拠になっているのかなという気がしている。

福井議長

それでは、国内の経済情勢について山本理事と早川調査統計局長からお願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

資料4の参考計表と本日お配りしている追加図表を使ってご説明したいと思う。まず最初に、追加図表の方で今朝程出たGDP統計を片付けてしまいたいと思う。もうご存知のとおり、図表1、GDP統計はこの10～12月は前期比で-0.1%、年率-0.5%であった。(1)のグラフに実線で今回のデータ、それから点線で前回までのデータをお示ししてあるが、例によって相当激しく過去から変っている。今回困ったのは、7～9月はこの間までプラスだったのが下方修正されている結果、3期連続で小幅だがマイナス成長になってしまった。過去ではなくて足許だけ中身を見てみると、まず最初に、このところ2四半期連続で外需がマイナス寄与になっていることが一つの特徴である。これは通関統計等でお分かりのとおり、輸出の伸びが減速する中で内需がそこそこ底堅いので輸入が増えているという姿である。一方、国内需要について申し上げますと、足許やはり低成長をもたらしている最大の原因は個人消費ということになる。個人消費は去年の10～12月辺りがかなり上方修正されているために、例えば暦年の前年比などを見ると結構高い伸びなのだが、足許に限って言うと少しマイナスになっている。これについてはご承知のとおり、この7～9月、10～

12月は台風があつてみたり、あるいは11月、12月と暖冬があつてみたりということで、天候要因等によって小売関係があまり良くなかったのは事実だと思う。ただ後程申し上げるように、10~12月辺りはひよっとすると昔程ではないが家計調査がいたずらをしている可能性があると思つている。それからもう一つ、設備投資は前回は前期比+0.4%の後、今回+0.7%であつた。私共は実は、昨日までこれがマイナスになるのではないかと少し心配していた訳である。と言うのも、半年前をご記憶だと思うが、設備投資を計算するうえで10~12月の数字ではなくて1次QEは10月、11月の数字を使う。後程これもご説明するが、資本財出荷は12月にドカンと増えているが、そのインフォメーションが使われていないので、マイナスになるのではないかと思つていた。何とか辛うじてプラスは出したがご覧のとおりかなり低い数字になっているが、その結果として全体でマイナス成長になっている。勿論、設備投資は、今後法人季報が出るので何とも言えないが、供給サイドだけ取つて言えば、12月の数字が出れば恐らく全体の0.1%位は上方修正される可能性は十分あると思つている。

図表2、今回あまり注目されていないが実は大きな変化があつたのは(1) GDPデフレーターである。ご覧のとおりGDPデフレーターは、全体として前年比-0.3%まで縮小した。勿論、外需デフレーターも若干原油価格の前年比のような感覚で少し足を引っ張る程度が小さくなつてきているのだが、やはり一番変化が大きいのは内需デフレーターで、(2) をご覧頂くと内需デフレーターは何と+0.1%で、98年第1四半期以来のプラスになっている。ただし、これは全てが実力ではないので、この傾向が続くとは考えないで欲しい。特殊要因として、まず第一に政府消費デフレーターがプラスになっているが、これは公務員のボーナスの関係である。何回も話したので仕掛けはご理解頂いていると思うが公務員ボーナスのせいである。もう一つ、個人消費デフレーターのマイナスがかなり小さくなつてきているのだが、これは少なくともデフレーターには部分的に生鮮食品が反映されるので、生鮮の影響がここに残つている。従つて、このような調子でプラスになっていくというよりは、来期は多分政府消費とか個人消費はも

うちちょっとマイナスが大きくなると思う。ただ、基調的にどうも建設投資周りのデフレーターマイナス幅が小さくなっているような感じはしている。

GDP統計は以上とさせて頂いて、参考計表に戻り、最初に図表4をご覧頂きたいと思う。輸出入に関しては先月時点は輸出はそこそこ伸びていて、輸入はかなり強く伸びていた。多分これは特殊要因があるだろうと申し上げたのだが、確かに12月は輸出入ともに下がった。全体のグラフのイメージをご覧頂くと、輸出はプラスと言えはプラスだけれども横這い圏内を脱し切れていない位の感じ。それから輸入については大体コンスタントに伸びている、このようなイメージになったと思っている。図表5、輸出の中身だが(2)財別でご覧頂くとやはり10~12月プラスになった最大の理由は消費財であり、この夏場に掛けて米国等でデジタル家電の現地在庫の調整が行われた後、年末に向けてデジタル家電の輸出が増えたというのが最大の理由である。中間財と自動車については先月時点でかなり大きなプラスであって、これは多分一時的であろうと申し上げたが、予想通り12月はそれぞれ、そこそこ大きく落ちて、結果として見るとともにほぼ横這いである。こうした中であって情報関連と資本財部品をご覧頂くと、情報関連は2期連続のマイナス、それから資本財部品については半導体製造装置等を中心に、今、小幅の減少であるので、やはり足許の輸出はIT関連の調整によって相当数字が下めに出ているということがお分かり頂けると思う。(1)地域別についても一点だけ申し上げておくと、やはり足許、アジア向けが少し弱くて、その中でもNIEs向けが一番弱いことがお分かり頂けると思う。これもやはりIT関連の調整という理解と整合的であると思っている。一方、輸入サイド、図表11をご覧頂きたい。輸入サイドは、ご覧のとおり全体で7~9月+2.1%、10~12月+2.6%と結構伸びているが、先般申し上げたとおり、第4四半期の数字は若干特殊要因で嵩上げされている。と言うのは、一つは食料品のところ、これは例の野菜の輸入、天候不順による野菜の輸入が増えているとか、それから資本財・部品はご覧のとおり飛行機の輸入で嵩上げされているので、多分、実

勢はこれ程ではないと思っている。ただそれにしても、全体の経済が減速し、生産が弱含みの中にあつて輸入は底堅いという感じであつて、それは財別のところでご覧頂くと、やはり消費財とか情報関連の伸びが高いという感じである。これは中身を見てみると、やはり中国からの輸入が増えていて、中国からの輸入というのは昔のように消費財＝衣料といった話ではなくて、どちらかと言うと電気製品、あるいはパソコン関係、こういったものの輸入が増えている。やはり分業と言うか、日本メーカーの中国工場への生産移管等々が影響していると思っている。従つて、(1) をご覧頂くと中国からの輸入が増えてNIEsからの輸入が減つており、この辺もそういう動きを現わしていると理解している。

図表 12、今度は設備投資関係だが、まず<先行指標等>の中の資本財出荷をご覧頂きたいと思う。ご覧のとおり 12 月に前月比 11.3%伸びて、この結果 10~12 月は 3.1%の伸びになっている。厳密に言えばこれは鉱工業指数をそのまま使っている訳ではないのだが、QEの推計は 10 月、11 月の数字が使われていて、12 月の数字が使われていないので、先程申し上げたようにプラスではあつたが、少し弱めに数字が計算されているが、12 月の数字が入ってくると上方修正の可能性は高いと思っている。図表 14、先行指標関係だが、もうご存知のとおり (1) 機械受注は 10~12 月は +6.0%で着地した。その後、1~3 月の業界見通しの数字が +9.9%という数字になっている。正直言って +9.9%に関して言うと多分ここまではいかないのかなと思っている。これは技術的な話になるが、多分達成率とかそういったものを考慮すると、ちょっと低めに出るのが現実的だろうと考えている。ただ、いずれにしても一頃機械受注が弱くて困つたなど思つていたのだが、結果的には徐々に上昇、1~3 月も一応プラスの見込みということで製造業を中心に振れを伴いつつ増加しているということかと思つている。(2) 建築着工床面積は足許ちょっと弱い数字が出ているが、元々振れの大きい統計であるので、高水準をキープしていると思つている。足許なぜか一頃増えていた介護関係の動きが少し止まっているようだが、これは基調的なものではないと思っている。若干気にしているのは流通が

少し落ちていて、ただこれはひよっとするとダイエーの件の帰着が全部決まるまでは、なかなか業界の陣取り合戦が決まらないものだから動きが少し鈍る可能性はあると思っている。いずれにしろ、設備投資については全体として増加基調が維持されていると思っている。図表 17 をご覧頂きたいのだが、次は企業収益である。ご承知のように、最近電機関係の企業の四半期決算の発表において下方修正がかなり出てきた。この結果、図表 17 の (1) の①でご覧頂くと製造業大企業の数字は 12 月の数字と比べるとちょっと下方修正になっている。これはどういうことかと言うと、IT 関係で結構下方修正になっているのだけれども、それ以外のところが重厚長大を中心に上方修正になっているので、全体としては下方修正が僅かということである。前にも申し上げたように、別に重厚長大の収益がここへきて上振れている訳ではないと思うが、以前短観の時に申し上げたように、多分、中間決算段階ではこれらの人達は十分上方修正をし切っていないので、時間が経つにつれてこれが上振れてきて、実勢としての IT の下振れと潰し合っている感じかと思っている。細かく見ると大変見えにくいのだが、実は 9 月の見通しのところから 12 月に少し上がって、今、ちょっと下がって大体 9 月に戻っているという感じだと思って欲しい。②の非製造業の方は、IT はあまりいないので、実はまだ上方修正が続いているという姿である。そういう意味では実勢としては生産がやはり弱含んでいる訳であるから企業収益に影響していると思うが、先程申し上げたように重厚長大を中心に隠し玉があったので、結局この数字で見るとほとんど影響がないように見えていると理解すれば良いと思う。

図表 18、個人消費関係だが、10~12 月を締めた感じは前から申し上げていることから変わらない。基本的に耐久財は良いけれども百貨店・スーパーが駄目だということである。ご覧のとおり車は 7~9 月に増えた後、10~12 月は横這い、1 月もまあまあの数字が出ている。家電販売も同様に堅調であり、1 月も多分悪くないと思っている。そうした中であってご覧のとおり百貨店・スーパーはかなり悪かったということであり、先程申し上げたように、やはり台風であるとか、11 月、12 月の暖冬等の影響がか

なり出ていると思っている。なお昨日、都内百貨店の数字が出たが、前年比で+0.7%であり、1月の10~12月対比は前期比+3.7%という数字になっている。やはり初売りが良かったのと、寒くなったということがかなり影響しているように思っている。そういう意味では天候要因等で色々振れているが、個人消費の基調そのものはそんなに大きく動いていないと思っている。ただちょっと今、気にしているのは消費水準指数である。4~6月まで結構強かった後、7~9月に落ちて、10~12月もまた落ちている。特に嫌だと思っているのは12月の数字で、12月がご覧のとおりかなり大きく落ちた。これは恐らくサンプル要因だと思われる。後程申し上げる毎勤ベースとは違って家計調査ベースで見ると収入が大きく減っていた。しかもその収入のどこが減っていたかと言うとボーナスではなくて定期収入が減っていた。これは何を意味するかというと、所得の低い標本が入ってきたということの意味を意味していて、実際に消費性向は上がっているもので、これも整合的である。一時的であれば良いのだが、この標本は6か月間居座るので、場合によっては10~12月のQEにも影響したと思われるが、1~3月も影響が出る可能性があるということはちょっと頭の片隅に置いておいて頂きたいと思っている。

図表25をご覧頂きたい。鉱工業生産である。鉱工業生産に関してはお配りした後確報が出ているので、それを申し上げますと10~12月は生産が-0.6%、出荷が+0.2%であった。いずれにしても生産は小幅ではあるが2四半期連続の減少である。因みに1月、2月の予測指数の後、3月は横這いで単純計算による生産の1~3月は+2.0%という計算になっている。この点について図表26だが、いつも申し上げているとおり、第4四半期の生産の減少は専ら電気機械類によるものであった。(2)のグラフをご覧頂ければ縦線のところだけで減っているということがお分かり頂ける。1~3月だが、+2.0%という話だったが、我々はそこまではとてもいかないと思っている。多分、企業ヒアリングに基づくと微増程度の着地ではないか。これまでの四半期の減り方とあまり変らない位の増え方にとどまるというイメージを持っている。確かにこれまでも下方修正は結構見えたが、

(3) の予測修正状況をご覧頂くと、このところ予測修正、下方修正が少し小さくなっている。ミクロから申し上げると電機が何とか1~3月はほぼ下げ止まり。それから車が一頃、鋼材不足で減産幅が相当大きいと思っていたのだが、何か色々頑張っていて調達しているのも、2~3か月前、2か月位前に思っていたよりも減産幅が小さいなどという情報も入っているので、多分、小幅ではあるがプラスはいけるのではないかというのが今の感触である。図表28は在庫循環だが、これは前にも申し上げているとおり、現時点でも全体として見ると第4象限にあって在庫調整局面にはなっていない。特に、(4)の耐久消費財が第3四半期は物凄く高いところから一気に落ちてきた。これは車が主に輸出の船待ち在庫を第3四半期に持っていたのが、輸出が出て捌けたということと、何分にも生産が十分にできないので在庫は減るしかないということが起こっている。同様に(6)の素材関係については、普通は反時計回りに回るはずの在庫循環が、逆に時計回りに回っているように見える。詳しい説明はしないが、多分、供給制約下ではこういうふうに戻るのをおかしくないと感じている。しかしながら、(5)の電子部品・デバイスについて見ると、明確な調整局面にある。勿論前年比だと在庫はなかなか落ちてこないのだが、前期比では在庫はそれなりに減ってきているので、一応、そこそこ調整は進みつつあると理解している。

ここでIT関係を少し纏めて色々なことを話したいと思う。まず在庫関係については、足許、特に従来見ていたよりも調整が早まるという話も遅くなるという話もあまりない。むしろ段々分かってきているのは、やはり品目によって調整の目途が違うのだろうという感じである。パソコン関係はもう大体良いのではないかという声が多いように思う。これは元々パソコンの需要そのものは伸びは落ちているのだが、伸びが落ちること自体が予め分かっていたので、そんなに在庫は積み上がっているという感じは持っていない。一方、デジタル家電関係は基本的に需要はやはり伸びているので、勝ち組、負け組の差はあるが調整は進捗している。従って、概ね春位には目途が付くという人が多いように思う。最後に問題は携帯と

デジカメ。これらは末端需要も弱いという感じがあるために、在庫調整が遅れていて、夏まで掛かると言っているのはこの品目であると思っている。そういう意味では、春以降パラパラと一人ずつ抜けていくというイメージで大体良いのではないかと思っている。雇用とか設備投資について申し上げますと、雇用関係は確かに請負などを減らしている事例はある。当然生産を減らしているからそれなりの影響は出ているが、基本的に需要そのものは伸びている産業なので、大規模な雇用調整が起きるといような話にはならない。最後に一番興味深いと思っているのは設備投資であり、設備投資に関して申し上げますと、これは2か月位前にも申し上げたが、要するに調整局面にもかかわらず新規の設備投資計画、あるいは設備投資の前倒しという話が結構継続的に出続けているということである。綺麗な言葉で言うと、短期的な調整局面にあっても中長期的には戦略的な投資をちゃんとやっていくという話だが、もうちょっと現実的に申し上げますと、勝ち組が負け組を追い落とすための投資をやっているというような感じを抱いている。すなわち、この業界について言うと、実は去年前半の調子の良い時でさえ、利益率というのはあまり良くなかった。これは何と言ってもプレーヤーが多すぎて、裏返すと選択と集中が不十分だという感じがやはりあったと思っている。そうした中であって、今起こっていることは勝っている企業が負けている奴を追い出さないと儲からないということが多分思ってやっているし、これを追い出さないと今まであったみたいに結局最後は韓国メーカーなどに美味しいところを全部さらわれてしまうというような感じで、今投資をしている。固有名詞は申し上げないが、多分ご理解頂ければと思っている。他方で負けている方は、最近の特徴として、意外に早く諦める、撤退する、それから部門を売ってしまうとかの動きが出ているので、そういう意味では短期的に申し上げますと、確かに勝ち組の投資が出てくる一方で、負け組の投資はなくなる。全体としてプラスになるかマイナスになるか、なかなか微妙なところではあるが、やや長い目で見ると少し良い方向への調整が進んでいると思っている。

少し長くなったが、次に雇用関連について追加図表の図表3をご覧ください

たいと思う。まず、有効求人倍率だが12月もまた上がった。私は先月、出来過ぎなのでそろそろ下がるかと申し上げたのだが、意外にしぶとくまだ上がっているという感じである。完全失業率もさらにまた低下して4.4%となっている。ただしこれをご覧頂くと、労働力人口は確かに前期比が少し増えているが、相変わらずかなり前年比が減っているような感じになっている。そうした中であって、雇用者はついに前年比でマイナスになってしまった。ではなぜ失業率が減っているのかと言うと、これは労働力人口が減っていることに加えて、ここに見えていない自営家族の従業者がなぜか増えていた。正直言ってこの辺の動きは相当程度サンプル要因であり、全てが基調的ではないと思っている。勿論、例えば毎勤の常用雇用者数で見ると12月前年比+0.6%なので、やはり雇用者は増加基調だと思っている。同時にこれは前期比の感覚で見て頂くとお分かりだが、毎勤と言えども、前期比で見ると実は足許横這い位になっている。と言うことは、多分、実勢は先程申し上げたように生産がさすがに弱含んでいるので、雇用はどんどん増えていると言うよりは、足許少し減速しているのではないかと思っている。しかし、先程の労働力調査のマイナスというのは多分、これは標本要因であると理解している。そうした中で、今日これをお持ちしたのは、毎月勤労統計の確報が出たからである。毎月勤労統計の確報で何が起こったかと申し上げると、ここにあるようにpというのが速報なので、ボーナスが速報段階で12月-1.5%であったものが-0.5%になったということで、小さいがウェイトが大きいので、この結果、11月、12月の平均でボーナスは+1.5%になった。

岩田副総裁

その数字と図表4と違うのか。

山本理事

追加図表の図表3の場合は10~12月であり、今言っているのは11月、12月である。

早川調査統計局長

11月、12月である。次の図表4をご覧頂きたい。いつもは10月を入れていないのは、私共は11月から1月まででボーナスと考えているので、11月、12月を合わせて+1.5%という数字になった。混乱させてすまない。これでいくと1月が4割位減らない限りプラスで着地するという事で、この間までまだちょっと自信がなかったのだが、ボーナスのプラス着地がほぼ確認できた。雇用者所得の下げ止まりはかなりはっきりしたと申し上げることができると思う。

恐縮だが参考計表に戻り、最後に物価について話したいと思う。まず図表35で若干国際商品市況を見ておきたいと思う。国際商品市況が(3)にあるように非鉄などは強い。高水準横這いと言うか、一部まだ上がっているという感じかと思っている。そうした中であってこのところ非常に困るのは(2)の原油価格がかなり短いサイクルで上がったり下がったりしている。これが今後輸入物価とかCPIに細かい悪影響、読みにくい動きをもたらす可能性が高いと思っている。例えば図表36の輸入物価をご覧頂くと、1月のところは(2)にあるように3か月前比で見て、かなりの下落が2か月続いた。グラフをご覧頂くとお分かりのとおり、グレーのところ、すなわち石油関係の下落と白いところ、これは為替が3か月前比で円高になっているからである。ただし、これがこのままいくかと言うとそうではなくて、2月になると多分原油価格がちょっと上がるし、為替も3か月前比で円高にならなくなってくるので、またちょっと流れが変わってくる。図表38の国内企業物価についても、これまで(2)の3か月前比で見て+0.3%~+0.4%ずっと上がってきたものが、足許一気に-0.3%になっている。従って、(1)の前年比でご覧頂いても+2%だったものが+1.3%まで下がってきている。グラフでご覧頂くと理由ははっきりしていて、まず第一に、素材関係、すなわち縦線の鉄とか斜線の化学等は上がっているのだが、さすがに3か月前比の上昇率は段々落ち着いてきている。もう一つは機械類、グレーのところのマイナス幅は僅かではあるが拡大し

ている。これはやはりIT関係の影響である。最後に何と言ってもこれまでかなり上に押し上げていた点々のところが一気にマイナスへ突っ込んだということで、これは原油の輸入価格の低下の影響である。先行きについては、機械類は多分このような感じだと思う。それから素材関係もこのような感じ、すなわち沢山は上がらないけれども——まだ鉄などは上昇基調だと思っている——、その中であって原油関係が振れる可能性が高くて、その辺はまさに市況次第という感じであるので、多分2月辺りは前月比では上昇かなと思っている。3か月前比ではまだマイナスだと思うが、それ以降どういうふうに動いていくかはまさに市況次第ということになってしまっている。需要段階別推移は省き、図表41である。消費者物価はご承知のとおり12月は-0.2%で前回と同じであった。図表42をご覧頂くと、ここ2か月連続で除く生鮮が-0.2%、それから全部抜いた特殊要因調整後も-0.2%で大体一致している。細かく見ると特殊要因調整後はまだ少しマイナス幅縮小の基調が残っている。多分特殊要因調整後の動きとしては、ここ2~3か月のような調子で上がっていくかどうかはともかく、流れとして見れば、まだマイナス幅は縮小ではないかと思っている。勿論、先程申し上げたようなGDPであるから決してギャップがどんどん縮んでいくという訳ではないが、これはそんなに一対一で対応するものではないし、先程も申し上げたような賃金の動き等々を考えると、基調としては多分、少しマイナスが縮んでもおかしくはないと思っている。しかしながら、改めて申し上げるまでもなく、図表43の東京をご覧頂くと、またマイナス幅が拡大した。これは言うまでもなく、電話料金の影響である。そういう観点から見ると、恐らく電話料金、公共料金を含めたCPIについてはまだ暫くマイナスが続くということかと思っている。

最後に、纏める程の話もないが、生産指数にしても、あるいはGDPにしても、足許の数字はやはり踊り場にあるということを確認するものであったと思っている。しかしながら、その踊り場の先がどうかということについて申し上げますと、落ちていってしまうと言うよりは、やはり今年前半のどこかで、もう一度回復基調に戻るのではないかと思わせる材料の方

がむしろ増えていると思っている。具体的に申し上げますと、確かに生産は弱含んでいるけれども、企業収益は先程申し上げたような感じになっている。設備投資について申し上げますと、IT関連まで含めて決して弱気になっている訳ではない。雇用情勢についてもボーナスの動き等をご覧頂いたとおりである。そうした中であって、鉱工業生産は一応1~3月にはプラスになるのではないかとと思っているし、先程ちらっと話があったように海外のデータを見てみると、NIEs 辺りではIT関連についても足許どうも下げ止まりみたいな感じが出てきているので、実際に数字に出てくるにはもうちょっと時間が掛かると思うが、方向としてはそんなことを示唆するものが多いと思っている。しかしながら今申し上げたように、物価について申し上げますと、前は景気と物価の乖離みたいなものはやはり生産性とかユニット・レーバ・コストといったような話であったが、今回はそんな難しい話ではなくて非常に単純明快に公共料金などの影響もあって、もし仮に景気が少し上向いてきてもまだ物価は少しマイナスという状況が続く可能性が高い、このように思っている。以上である。

福井議長

どうぞご質問、ご意見があればお願いします。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

GDPの数字なのだが、暦年で見ると+2.6%と、まあまあ良い感じなのだが、2004年度で見た場合、我々の見通しと比べてどのような感じになるか。1~3月はもしかすると微増になる可能性が残っているが、それ

を見たうえでどのような感じになるか。

早川調査統計局長

今の数字を前提にすると、1～3 月が前期比で見ると+0.2%～+0.5%のレンジに対して年度の着地が+1.6%となる。ただし、先程ちょっと申し上げたように10～12月の設備投資が上方修正になるということを考えて、これは期待を込めて設備投資は上方修正されれば、+1.7%～+1.8%はいくかもしれないと思っている。従って、皆さんに話しているものに比べると、ほんの少し弱い位かもしれないということである。

岩田副総裁

そうか。それで2005年度の発射台との関係ではどうなるか。

早川調査統計局長

そこまでは実はまだ計算していないが、こういう話になってくるのである。変な話だが、まさに今、岩田副総裁がおっしゃったように2004年度ないし、特に2004暦年というのは全然成長していないのに、要するに沢山ゲタを貰っているので凄く強いのである。逆に今度2005年度はどういう年になるかと言うと、上手くこのまま今の色々な数字の出ている感じが続くと——4～6月位から少し良い数字が出てくる可能性はあると思っているのだが——、何分にもゲタをほとんど貰えないために、恐らく期中のパスで見れば2004年度よりも2005年度の方がかなり良いのだが、要するに年度の平均値で見ると、ひょっとすると、むしろ2004年度よりも低い位になってしまう可能性もあるということである。

中原委員

1～3月期の公的資本形成だが、今回の補正予算により下げ幅が小さくなっているとみて良いのか。

早川調査統計局長

公的資本形成は我々の見方では1~3月よりは4~6月に効くと思う。

中原委員

例年1~3月期は季節的に増額される時期ではないのか。

早川調査統計局長

必ずしもそうではない。むしろ一応季節調整後で見ると、何分にも先般、ついこの間国会を補正予算が通ったばかりなので、普通のパターンだと地方自治体が2月補正でこれを吸収して施行されるので、1~3月にほんの少し出るが、大半は4~6月ではないかと思っている。そういうことも含めて考えると、恐らく純輸出は1~3月位からプラスになってくる、4~6月は一時的かもしれないが公共投資も出てくる、設備等については基調的にはそう悪くない等々と考えると、一応ITの調整を抜ける前後位から、パスとしての成長率が少し良くなるという可能性はある。しかし、年度平均ではちょっと皮肉な話だが、ゲタを沢山貰っている年と貰っていない年でかなりイメージが変わってしまうということはあると思う。

福井議長

先程の家計調査の標本抽出とは、所得階層割を全く考慮しない抽出なのか。昔のように高度成長の中で所得が均一化している状態の無差別抽出であれば、結果的に良いのかもしれないが、所得階層がはっきりと分かれる世の中になっているのに、無差別に抽出すると毎回ランダムになってしまって、適当でないのではないか。

早川調査統計局長

理屈から言えば十分標本が多ければ当然、ほとんどその影響は残らない訳である。

福井議長

標本は少な過ぎるのではないか。

早川調査統計局長

然り。8,000である。勿論、家計調査というのは1年位平均で見ると比較的ありとあらゆるところで良い数字が出てくるのである。ただし、これを四半期でとか、月次で前期比とかいうことを見ると、非常にノイズの多い数字が出てしまうというのは、恐らく統計の性格上いたしかたない。であるから最近例えば消費状況調査とか色々な新しい調査を入れることによって家計調査がGDPに悪さをする程度は、少なくとも以前と比べるとかなり小さくなったと思うが、まだ悪さが完全に消える訳ではない。

福井議長

他のもので修正している訳か。

早川調査統計局長

然り。前はこれをほとんど使っていたからちょっと見るに耐えないGDPが出てきた。最近、足許でちょっとマイナスが大きく出ているが、実勢としてもやはり去年の後半は天候要因も含めて今一つだったのも事実であるから、そんなにめっちゃくちゃおかしいという程でもないという位に思っている。

須田委員

足許の家計消費状況調査もあまり良くなかった。

早川調査統計局長

あれはまだ始めたばかりの統計なので、パフォーマンスのようなものはもう暫くトラック・レコードを見てみないと分からない。統計というのはやはり4~5年トラック・レコードを見ると、良い統計であるのか、これ

は宜しくないのかが分かる。例えば、ちょっと脱線になって恐縮だが、我々は普段資料に入れていないが、景気ウォッチャー調査というのは割合良いなど思っている訳である。良い理屈など何もないのだが、最初、堺屋氏が言われた時にほとんどの人は「こんなものしょうがない」と言っていたのだが、今はほとんどの人が「いや、結構良いね」という。むしろどちらかと言うと「なぜ良いのか分からないけど良いね」という。あれはご承知のように、タクシーの運転手だの、バーのマスターに聞いている訳である。にもかかわらず鉱工業生産とほぼ一致ないし微妙に先行なのである。しかも発表のタイミングが早いので景気がよく分かる。なぜタクシーの運転手と鉱工業生産なのかというところは、やはり暫く様子を見てみないと分からない。実際、内閣府はそこら辺を色々見ておられて、例えば以前一度、消費について単身何とか調査というのを入れたことがある。これはあまりにも悪かったので多分止めることにされたと思う。

須田委員

今はこの家計消費状況調査もQEの作成に入っているのではないか。

早川調査統計局長

今は状況調査も入れて作っている。単身は止めた。

山本理事

おっしゃられるように状況調査では、デジタル家電とかが我々の感覚とちょっと違うなという感じはある。

早川調査統計局長

ちょっと弱い、違うなという感じはある。

福井議長

先程、早川調査統計局長がIT関連の在庫循環について品目、カテゴ

り一別に大まかにこのようなセンスを持っていて欲しいとおっしゃった。これは国内在庫という意識か、世界在庫という意識か。

早川調査統計局長

基本的には国内在庫の意識である。ただし、例えば携帯電話の在庫の話について言うと、その裏側に中国の訳の分からない在庫が影響しているということは間違いない。やや脱線気味に申し上げると、あの業界は毎回、今回は我々は在庫を上手く把握していると言うのである。

福井議長

把握できる訳がない。

早川調査統計局長

前回のITバブルの時もそう言っていたのだが、前回の一番の穴は台湾のEMSだったのである。

福間委員

然り。

早川調査統計局長

要するにあそこは分からなかった。今回は台湾のEMSを押さえた、我々は分かっていると言って威張っていたのだが、今回分かったのは、中国の携帯の在庫など誰も知らないということである。毎回彼等も何かを押さえていく訳だが、押さえると必ずその外側にまだ訳の分からないものがあって、今後も例えばインドの何とか在庫などという世界に多分なっていくのだと思うが、逆に言うと、そういうものであるが故に、やはり在庫循環が起こるのである。

福井議長

先程デジタルカメラについて、最終需要は弱いと言った。これは最終需要が強い品目だと我々はずっと思っていた。

早川調査統計局長

某1、2社の出している高級な一眼レフ型の新製品だけは売れているのだが、その前はもっと安いものが一杯出て、完璧に普及してしまってもう出ない。従って、デジカメに関しては、勝っている1、2社に話を聞くと順調と言っているが、ほとんどのあと10社位は皆、ひどいことになっている。

須田委員

足許の在庫は、品目別に区々だと言った時に、マクロで見た調整終了感というのはどう考えれば良いか。

早川調査統計局長

一気にパーンと抜けるというよりは、やはり一人ずつ抜け落ちていくという感じで、あとは調整終了というのをどう定義するかということに尽きると思う。私達はこれは定義の仕様がないので、例えば私達がよく使うのは例の45度線までいったところを終了と定義する。そのセンスで言うと、今の感じだと4~6月辺りにいくのかなという位の感触を持っている。そうしないと一人ずつ俺は終わったとか、僕はまだだ、とか言うとなかなか分からないので、機械的に定義するとすればそういう感触ではないかと思う。

武藤副総裁

一つ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

武藤副総裁

消費者物価の特殊要因は、ほとんどのものは大体剥落時期の見当がつくが石油製品についてはどのように考えたら良いか。

早川調査統計局長

本当は剥落時期が分かっているものだけを入れ、石油製品を抜いた方が良いのである。そういう数字を作ったこともあるのだが、結局、仮に石油製品については原油価格が今の状態で横這えばという話になる。横這えばどうなるかと言うと、これはむしろここから先はややマイナス方向に、今のプラスが今年の夏場位に掛けて段々剥げていく、ないし若干マイナスになるという形でいって、その後また戻ってくる、そのようなイメージになる。そういう意味では何と言うか、この夏位までの間はこの春に足許1回公共料金で少しマイナスが拡大している。その後、ほぼ横這いしないし夏場に掛けて幾分マイナス幅が拡大して、その後ススッと色々なものが、夏に石油がピークを打って、それで秋に米が抜けて、年末年始に電話料金が抜けていくという、他のものが何も動かなければ、そういうストーリーである。

須田委員

一方で、電気代などでは、今年度中にもう一回引き下げるとか、4月以降もやるとか、その後も100%自由化に向けてまたやるといった話がもう出ている。

早川調査統計局長

その辺になってくると、最早よく分からない。

須田委員

従って、これで終わったというのはなかなか言えないなと思う。

早川調査統計局長

元々の話だが10年掛かり位の話なのである。この大きな流れが決まったのは確か橋本総理大臣の時代だったと思う。それですっと継続的にやってきている話である。

春委員

大体、最近10年間は、2年に1回、5%位下げている。

早川調査統計局長

然り。

春委員

取り敢えずはこの4月で一回落ち着くのではないだろうか。これは分からないが。

福井議長

宜しいか。では、金融環境について白川理事と山口企画局長から願います。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

山口企画局長

それでは資料5の参考計表・その2に即して説明する。まず図表1だが、(1)銀行の貸出残高である。1月の前年比は-1.0%であり、前年比のマイナス幅は再び緩やかに縮小に向かう感じになってきている。背景的には今迄申し上げてきたことに尽きる訳だが、銀行の貸出姿勢が一段と前傾化しているといった供給サイドの要因が大きい。1月について申し上げると、

一部の地銀で公的セクター向けにスポットの大口融資が実行されたといったこともマイナス幅の縮小に寄与している。それから(2)で民間部門の総資金調達だが、1月は前年比-2.3%である。ここは12月対比で横這いであり、これを見る限りは、民間部門の資金需要は基調として回復傾向にあるが、その動きが一服となっている。図表2だが、民間銀行の貸出を借入主体別、あるいは業種別に分けて見たものである。まず(1)のグラフだが、時系列は1998年から始まっているが、昨年半ば以降の動きをご覧頂ければと思う。全体としては折れ線グラフにあるように前年比マイナス幅が徐々に縮小するという流れである。これについては、グレーの部分、つまり企業向けの部分が主たる要因で、このマイナス幅の縮小が全体を支配する姿となっている。白い部分は住宅ローンだが、これについてはこの半年を達観すれば伸び率はほぼ横這いという状態である。(2)業種別の状況だが、細い実線が製造業を表わしている。太い実線が非製造業、点線は不動産業である。この1年で見ると、製造業については少しギクシャクした動きになっているが、大勢観察としては大きな変化はないということの良いかと思っているが、非製造業については、前年比マイナス幅がご覧のように縮小に向かっている。しかも点線の不動産業向けは、その復調振りが非常に顕著である。不動産業向けの貸出は、直近では小幅ながら前年を上回るどころまできている。それから(3)の設備資金貸出だが、太い実線がストックであり、細い実線が新規の実行額である。ストックの方は前年対比の減少率が徐々に縮小してきていたが、ここにきてややペースダウンという感じである。一方で新規の実行額、すなわちフローベースを見ると、昨年中はかなり大きく振れていたが、このところはやや低迷という感じが窺われる。図表3は資本市場調達である。CP・社債の発行段階の信用スプレッドが(1)だが、ご覧頂ければお分かりのとおり、CP・社債ともにスプレッドが非常に低い水準となっている。ただし、社債については、AA格、A格をご覧頂ければ少しスプレッドが拡大していることが目につくところである。AA格については、実はリートの社債発行が行われて、この分がスプレッドの拡大に寄与している。それからA格について

は、相対的に信用度の低い企業の発行が目につくようになっており、発行体についても全体のスプレッドが縮まる中で少し広がりが出てきている。限界的な動きではあるがそのように見える。(2)が公募社債の発行額だが、1月は3,500億円であり、昨年(2000年)の第3四半期、第4四半期、この辺りとほぼ同レベルである。ただ四半期初は概して多めに発行される感じがあるので、それとの対比では少なめの感じは否めないところであり、多少、銀行借入にシフトしている面もあるのではないかとみている。なお、BBB格をご覧頂くと1月は700億円ということであり、全体の発行に占めるシェアも2割まで膨らんでいる。先程社債のA格について信用度の低い企業の発行が見られたと申し上げたが、BBB格に関しても同じような形で発行規模が膨らむ感じになってきている。図表4(3)はCPと社債の発行残高であり、折れ線グラフがCP・社債を合わせた前年比をプロットしたもののだが、1月は+1.0%ちょっとである。12月と大体同じような前年比が続いている。その内訳だがCPは濃いグレーの部分である。12月は年末要因で発行が多少膨らんだが、1月も12月並みの寄与度が維持されている。年初でもありCPの発行は多少減るかと思っていたが、やや意外な展開であった。大企業を中心に事業再編を睨んでの資金需要が、限界的ではあるが出ているようであり、それをCPで繋ぐといった動きが見られている。社債については寄与度が少し落ちているのだが、これは電力を中心に国内の公募社債の償還額が例年比多めだった分が効いている。(4)エクイティの方だが、転換社債、株式調達額ともに少なめである。例年の季節性を反映したものと見ている。2月については日本放送を巡る動きなどもあって転換社債はそれなりの発行が見込まれており、1月は季節性を反映して少なめの規模となった後、2月は復元しそうである。図表5はローンサーベイの結果である。(1)のグラフは資金需要判断である。10~12月の数字が出たが、大きめの点線が企業向け全体、細めの実線が大企業向け、太めの実線が中小企業向け、それから小さい点線が個人向けである。企業向けと中小企業向けをご覧頂ければお分かりのとおり、中小企業向けを中心に2期連続して資金需要は改善方向にあるとの判断である。この調

査は 2000 年から始めているが、10~12 月のレベルは、調査開始以来のピークである。ただ、7~9 月、10~12 月については季節的に改善方向に振れがちであり、また、金融機関自身の貸出攻勢が相当効いているといった面もあるので、これらを踏まえながら、数字の動きについては見ていく必要があるかと思っている。(2) が貸出運営スタンスだが、細い実線が大企業向け、太い実線が中小企業向け、点線が個人向けである。企業向けについては貸出運営スタンスの緩和超幅がさらに拡大している。内訳的には大企業向けの緩和感が強まっており、調査以来のピークとなっている。それから中小企業向けについても過去のピークに近いところまで貸出運営スタンスが前のめりになっている。この辺りは、(参考 1)、(参考 2) で利鞘の設定スタンス、信用枠の設定スタンスを掲げているが、これらの動きからも読み取れる。次に図表 6 である。毎回ご報告しているものだが、企業から見た金融機関の貸出態度判断が (1) である。中小公庫の調査結果が出ていて 1 月は +40% ポイント弱である。国民公庫は逆向きの動きになっているが、これらを合わせて振れはあるが引き続き改善傾向と見て良いかと思っている。それから (2) 資金繰り判断だが、中小公庫の 1 月は +0.3% ポイントである。小さなプラスではあるが、1990 年 2 月以来のプラスである。商中についても -0.2% ポイントで資金繰りは余裕含みの方向。国民公庫はややギクシャクしているが、これを含めた全体感としては、引き続き資金繰りは緩和方向にあると見ておいて良いかと思っている。次は図表 7 マネー関連である。まず (1) マネタリーベースだが、1 月は前年比 +3.9% である。昨年 1 月に当預のターゲットを引き上げているので、その裏が若干出る格好になっている。内訳を見ると銀行券については 1 月 +2.6% であり、2% 台半ばの前年比が続いている。当座預金の前年比については +7% 程度である。次に (2) のグラフである。このところ注目している銀行券の 7 日間の移動平均前年比を見ると、1 月の半ばまでは還流ペースが鈍かったため、比較的高めの前年比を続けたが、その後はある程度順調に還流して、最近は +2% 台半ばで推移している。直近の 1 週間を見ても +2.5% である。(3) マネーサプライだが、M2 + CD は +2% ちょうど

で横這いの推移を辿っている。広義流動性についても多少振れはあるが、+3%台後半での動きを続けている。それから図表 8、これは前回お示したもののだが、ペイオフ全面解禁を控えて預金などの動きに何か変化が生じているかどうかを見たものである。まず(1)業態別の預金の動きだが、業態間で預金シフトの動きがあるか、あるいは他の金融資産へのシフトの動きがあるかといった目で見ても、そうした動きを窺わせるような感じではない。それから流動性預金についても最近の動きとしては各業態とも前年比に大きな変化はない。さらに何らかの動きはないか念を入れてチェックするという観点から、投資信託、あるいは外債の動きを見てみたものが(2)だが、こうしたリスク資産へのシフト・インも特に見られていない感じである。以上が計数のご説明であるが、簡単に纏めると、金融環境の全体感として特に大きく変わった点はないが、まず貸出については、前年比のマイナス幅が緩やかに縮小するという動きが、ここにきてまた見られるようになってきているということが一つである。それから貸出を業種別に見てみると非製造業の前年比のマイナス幅が縮小しており、特にそういう中でも不動産業向けの復調が目につく。それからもう一点は資本市場関係であるが、発行段階のスプレッドが潰れる中で社債については、従来発行してこなかった相対的に信用度の低い企業の発行が目につくようになってきている。そういった動きは公募社債の発行についてもBBB格のウェイトが少し上がるという形で目につくようになってきている。さらに資本市場調達絡みで言えば、益々限界的な動きではあるが、事業再編、あるいはM&Aに絡んでの資金需要がポツポツと目につくようになってきている。私の方からの説明は以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

水野委員

資金の流れ、我々の政策で言うとポートフォリオ・リバランス効果はど

うか。それから直接金融、市場型間接金融には、ここ数か月間で何か特徴が出ているか。また、ペイオフ解禁後に予想される動きがあれば教えてもらいたい。ペイオフを控えて市場は静かであり、ペイオフ解禁後にも何か動きが生じるものではないと私はみている。

山口企画局長

まず、ペイオフ関連の方から申し上げると、先程私の方から、預金、あるいはその他のリスクの多少高い金融資産へのシフト、そういった動きが見られるかどうかについてご説明したが、基本的にはそれらについて大きな変化はない。

水野委員

逆に言うと、それは悪いことではないのか。ペイオフ解禁後に、ポートフォリオ・リバランス効果が出るというのは。

山口企画局長

ポートフォリオ・リバランスについては後程ご説明するが、預金あるいはその他金融資産に関してペイオフ解禁を控えてどのような動きがあるかについては、今申し上げたようなことである。

水野委員

分かった。

山口企画局長

それからポートフォリオ・リバランス効果については、予ねて私共も勉強を重ねてきており、これが全くないということでは勿論ないと思っている。ただ、そうした効果はあるとしても非常に限界的なものにとどまっているとの判断である。いずれにしても、ポートフォリオ・リバランス効果という場合には、量そのものが持つ効果と、金利を介して持つ効果とに分

けて考えなければならないと思う。純粹にポートフォリオ・リバランス効果がどうかということであれば、やはり量自体が持つ効果に着目して考えなければいけないと思うが、それについては私共の理解としてはそうした効果がこれまでの間にはっきりと生じてきているというようには基本的にみていない。勿論、金利を押し潰す効果は、コミットメントの効果を中心に出てきている訳であり、その結果として、例えば社債の発行が少し膨らむとか、あるいはCPの発行が少し出るといったことはあったと思っている。

水野委員

社債は増えていないな。

山口企画局長

然り。ネットとしては勿論そうだが、先程申し上げたように限界的な形で動きが出てきている。社債全体の発行残高については、統計の取り方に依る。ストレート・ボンド・ベースで減っているのではないかというのはおっしゃるとおりであるが、普通社債、転社、ワラント債その他を含めて考えると、一応プラスが維持されている。ただ、これらについて全て金利を通ずる効果が現われているとはみていない。

水野委員

ポートフォリオ・リバランス効果の評価は、私が民間にいる時にはかなり強調されていたが、最近あまりコメントされていないと思う。マーケットからその評価はどうなっているのかと問われた場合には、どう答えたら良いのか。また、日銀だけの問題ではないが、市場型間接金融という言葉が世間では頻繁に使用されているが、実際のところは、掛け声だけで進んでいないという感じがある。これは金融庁、日本銀行の思惑のみならずマーケットのリスクアペタイトといった色々なものが複雑に絡み合っているので、なかなか前進せずにも掛け声だけで終わっているという感

じがしている。例えば、特に事業金融とか企業金融について、我々がせっかく低金利政策を続けている訳であるから、企業側でこれに甘んじることなく、新しいファイナンス手法を作って頂くとか、そういう努力を日本銀行としてもっとサポートして良いと思う。一部企業では取り組まれているということは承知しているが、広がりを感じられない。低金利がコミットメント達成まで続くという言い方をマーケットに対してしていることが逆に作用していることはないのかなと懸念している。我々は有事であるためこういう政策を採っているが、民間ではそれをチャンスと思って、きたるべき平時に備えて新しい手段を検討して頂けると我々の意が通じるということだと思うのだが。

山口企画局長

我々がABSやABCPを買い入れていこうと判断した背景には、そのことで市場型間接金融の拡大に繋がればという思いがあったことは事実である。実際のオペレーションの状況は市場局が折りに触れてご説明しているとおりである。ただ、市場型間接金融を企業の資金調達手段として成長させていこうと考えたとしても、企業がなお有利子負債の圧縮にウェイトを置きながら行動しているもとにあっては、このことが基本的には全体の流れを規定してしまっている面が強いように思う。そうした結果として、市場型間接金融がなかなか拡大しないということになっているのだろうと思う。しかしながら一方では、これから先、企業がデットを増やしていく可能性、そのための素地は徐々にでき上がっているように思う。いつそうした動きが出てくるのかまだ読み切れないが、その際には、我々が今までやってきたことが意味を持つことになるのではないかと期待している訳である。これまで色々な手を打ってきたことの効果は、足許では現われていないにしても先行きながしかのプラスという形で出てくるのではないかと考えている。

須田委員

一つCPについて伺いたいのだが、事業再編を睨んだものをCPで繋いでいる。なぜCPで繋ぐかと言うと金利が低いからなのか。それとあともう一つ、今度、CPは電子CPに変わるが、その影響は出ているのか。

山口企画局長

まず電子CPの方だが、1月の計数については電子CPの影響はほとんどない。先程申し上げたような事業再編絡みの動きが非常に限界的、かつ個別的な動きではあるが効いている。ただ、なぜCPで繋ぐかというところはよく分からない。当面年度末に向けて一応資金が入ってくるのが想定されているようであり、それが自社のキャッシュ・フローによるものなのか、別途資金調達を考えてのことなのかは確認できていない。いずれにしても短期で繋ぐための資金としてCPが使われているようである。

白川理事

電子CPについて一点だけ補足すると、全体の量については今、山口企画局長が説明したとおりであり、あとは期日設定で3月に落とすものを今少し増やして、4月に期日を設定しないようにしている。電子CPは大分整備されてきたが、まだ投資家の方で完全に体制ができていないということを発行体は多少意識しているので、3月の段階でこれを電子CPの長いものに切り替えるのか、あるいは銀行借入れに切り替えるのかというのは注目点の一つではあるが、量的にはそんなに大きくない。

福井議長

宜しいか。それでは本日の議題は終了した。明日は午前9時から再開するので宜しくお願いする。なお、決定会合への信認確保の観点から厳正な機密管理、ご出席の方々及びこの場にいらっしゃる政府の方へお願いを申し上げます。以上で閉会とする。

(16時01分中断、17日8時59分再開)

福井議長

それでは、政策委員会政策決定会合の第二日目を開会する。今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を経て、議決をしていきたいと思う。政府の方から、財務省上田副大臣にお越し頂いた。宜しく願います。内閣府の方からは、浜野政策統括官にお越し頂いた。宜しく願います。会合の中での発言は全て記録させて頂く。委員及び政府からのご出席の方々は、そのことを前提にご発言頂ければと思う。早速、討議に移りたいと思うが、議論の前提として事前にお配りしている金融経済月報の案について、執行部から簡単に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A3の横長の表で説明する。まず、冒頭の総括判断であるが、「わが国の景気は、生産面などに弱めの動きがみられるものの、基調としては回復を続けている」ということで、右側前月と同じ表現である。12月から3か月連続同じ表現ということになる。各論もほとんど変わっておらず、輸出は横這い圏内、生産は弱めの動きということである。企業収益については、前月以降IT関連企業で一部下方修正が目立っているが、全体としては改善が続いているということで判断は変えていない。設備投資も引き続き増加傾向である。雇用面も改善傾向、雇用者所得についても下げ止まるということで変更はない。個人消費であるが、指標自体はGDP統計も含めて弱めのものが多い訳だが、台風とか暖冬といった一時的な要因の影響が大きいこと、家計調査のサンプル要因もGDP統計に入っていると思われること、一昨日出た1月の都内百貨店の売上はかなりはっきりと改善しているといったようなことも踏まえて、表現の変更はない。底堅く推移しているということである。住宅投資は横這い圏内。公共投資であるが、減

少は減少であるが、10～12月の出来高統計がプラスになっており、GDPも若干マイナスではあったが、かなり横這いに近くなってきているといったことを踏まえて、「基調としては減少傾向にある」という表現に修正させて頂いている。以上が現状であり、先行きについても変更はない。

「先行きについても、景気は回復を続けていくとみられる。」ということである。「すなわち、」以下は読み上げないが、ご覧のように一切前月からの変更点はない。「なお、」から始まる文章についても、IT関連需要、原油価格などの留意点は引き続き書いている。次に物価であるが、国内企業物価については、1月の3か月前比が-0.3%ということであったので、その状況を踏まえて、「昨年末にかけての原油価格の反落などから、足もと弱含んでいる。」、ここは表現を変更させて頂いている。消費者物価については、小幅のマイナスで前月までと表現は変わってない。物価の先行きであるが、国内企業物価は、2月も恐らく3か月前比ではマイナスが残ると思うが、足許原油が年明け以降少し反発しているといったこともあって、前月比ではプラスになる可能性が高いと思われること、一方、その先3月、4月辺りはどうかと言うと、なかなかプラスともマイナスとも言いがたいといった状況を踏まえて、今月は「内外の商品市況次第であるが、当面、弱含みないし横ばいで推移する可能性が高い。」という表現にさせて頂いた。それから、消費者物価であるが、先行き「小幅のマイナスで推移する」ということ自体は変わってないが、その理由付けとして今月は一言「公共料金引き下げの影響などもあって」という文言を追加的に入れている。これは、1月の消費者物価(東京)を見ると、やはり電話料金引き下げの影響が明確に出てきていることから、公共料金のマイナス幅が拡大している。全国も1月以降そのようになってくると想像されるので、それを踏まえた表現の変更である。实体经济、物価は以上である。

山岡企画局企画役

続いて金融面である。前月からの変更点を中心に簡単に説明させて頂く。まず、企業金融環境やCP・社債の発行環境、それから銀行の貸出姿勢に

については、前月から変更していない。次の民間銀行貸出は昨日の執行部説明のとおり、貸出の前年比のマイナス幅が昨年11月の-1.3%から12月は-1.1%、1月は-1.0%と再び縮まってきている。このことを踏まえて貸出の表現を「減少幅が緩やかに縮小している。」とさせて頂いている。また、最近の各種の市況から見ると資金需要自体には大きな変化がない中で、ただ今申し上げた銀行の貸出の動きというのは、主として銀行サイドの融資姿勢の積極化を反映していると考えられるので、これを踏まえ、その前の接続詞を若干変えさせて頂いた。その次のCP・社債の発行残高の記述は変更していない。その次のマネタリーベースの伸び率であるが、11月+4.9%の後、12月は+4.2%、1月は+3.9%ということで、これを踏まえて「マネタリーベースの伸び率は前年比4%程度となっており」とさせて頂いている。その次のマネーサプライであるが、9月以降こちらはピッタリ2.0%の伸びが5か月連続している。さすがに2%程度といった幅の留保を付けるのも現時点ではやや余計な感じがするので、今回は「前年比2%の伸びを続けている」とフラットな表現にさせて頂いている。次の銀行券であるが、7月に改刷の影響から一旦3.6%まで伸びが高まった後、12月、1月は2%台の伸びということなので、「前年比2%台で推移している」という表現とさせて頂いている。その次の金融市場の記述であるが、短期金融市場の記述は変更していない。次の為替・資本市場についてご参考までに前回の会合時の水準を申し上げますと、為替は102円台、長期金利は1.3%台の半ばから後半、株価は11,400円台であった。こちらからの比較ということであるが、ここでは「円の対ドル相場は前月と比べ下落しているが、長期金利および株価は前月と概ね同じ水準となっている」とさせて頂いている。私からは以上である。

福井議長

内容、あるいは表現についても後で討議させて頂くが、取り敢えず今の説明で何か質問があったらどうぞ。宜しいか。それではまた後で願います。

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

それでは早速討議に移りたいと思う。金融経済情勢に関する討議と政策の討議と2ラウンド行いたいと思うが、最初のラウンドは金融経済情勢についての討議である。いつものとおり、お一方5分位の感で発言をお願いしたいと思う。今日は武藤副総裁、岩田副総裁、福間委員、中原委員、須田委員、水野委員、植田委員、春委員の順番でお願いします。それでは武藤副総裁からお願いします。

武藤副総裁

昨日公表された昨年10～12月のQEでは、実質GDP成長率が前期比-0.1%となった。昨年4～6月から3期続けて小幅のマイナス成長となっており、やや長い踊り場局面が続いている。今回の情勢判断では、我々が想定している景気回復メカニズムに変化がないかどうか、それを確認することがポイントになるかと思う。

そこでまず、海外経済についてだが、一時期の不透明感が強い状態を脱して米国及び中国を中心に着実な拡大を続けている。米国は10～12月の実質GDP成長率が年率+3.1%と7～9月に比べて伸びをやや低下させた。ただし、これは原油、消費財輸入の増加に加え、アジア向け輸出が低調だったことが主因であり、家計支出、設備投資は引き続き増加している。雇用も着実な改善傾向にある。この間、インフレ率は緩やかながらも着実に上昇している。そうしたもとの、2月のFOMCではFFレートを0.25%引き上げている。ユーロエリアは引き続き景気回復のモメンタムが弱いようである。中国は昨年10～12月の実質GDP成長率が前年比+9.5%と前期より伸びを高めており、内外需ともに力強い拡大を続けている。また、NIEs、ASEAN諸国・地域でも緩やかな景気拡大が持続している。

こうした海外経済のもとで、我が国の10～12月の輸出は7～9月対比で若干増加している。先行きも基調的には増加が続くとみられる。ただ、半導体製造装置や電子部品といったIT関連分野の輸出は弱い動きを続けており、先行きの輸出の増加テンポを見るうえでは、世界的なIT関連需要の回復の状況を見極めていく必要がある。生産は10～12月も弱めの動きが続いている。電子部品・デバイスの在庫、生産調整の影響が大きかったほか、鋼材不足や火災の影響を受けた輸送機械の減少も響いている。このようにIT関連分野の在庫、生産調整が目立っているが、海外経済が拡大を続ける中で生産は次第に増加基調を取り戻していくと見られる。ミクロのヒアリングでも、1～3月の生産は自動車やデジタル家電等を中心にやや増加するという見通しのようである。次に企業収益だが、IT関連の一部で2004年度見通しを下方修正する先が見られるが、全体としては改善を続ける見通しにある。こうしたもとで、設備投資は引き続き増加している。資本財出荷が増加を続けているほか、先行指標である機械受注や建築着工床面積も均してみれば、増加基調が維持されている。先行きについても高水準の企業収益を背景に設備投資の増加傾向は維持されると見て良いと思う。家計部門については、労働需給を反映する求人関連指標や失業率は改善傾向を続けており、雇用者数は増加傾向にある。賃金についても10～12月の特別給与の前年比が+1.3%と昨年夏から改善し、一人当たり名目賃金全体でもマイナス幅が小さくなってきている。企業収益の増加基調や雇用過剰感の後退が続くもとで、雇用者所得は緩やかな増加に向かう可能性が高いと見られる。個人消費は各種の販売統計や家計調査が弱めの動きとなっており、10～12月のQEでも個人消費は前期比-0.3%と7～9月の前期比-0.2%に続きマイナスとなった点はやや気掛かりである。もっとも、10～12月は自然災害や暖冬といった要因の影響が少なからずあったと見られる。デジタル家電や新車登録台数は堅調であり、雇用者所得は緩やかな増加に向かうもとで、先行きの個人消費は緩やかに回復していくと考えられる。以上を纏めると、これまで我々が想定してきた景気回復メカニズムは維持されているという評価ができるのではないかと思う。

従って、景気の現状については、生産面等に弱めの動きが見られるものの、基調としては回復を続けていると考えられ、また、先行きについても回復を続けていくという判断を維持することで良いと思う。ただし、IT関連需要や原油価格の動向には引き続き注意する必要があると思う。

次に物価面だが、国内企業物価は昨年末に掛けて原油価格が反落したことや機械類などの最終財価格の下落幅が拡大していることを受けて、足許弱含んで推移している。先行きも、内外の商品市況次第であるが、当面弱含みなし横這いに推移する可能性が高い。消費者物価の前年比は12月が前月と同じ-0.2%となった。公共料金など特殊要因を除いたベースでは、景気の回復基調を受けてマイナス幅が縮小傾向にあるが、企業部門における生産性の向上や人件費の抑制姿勢を背景に、その縮小テンポは緩やかなものにとどまるとみられる。なお、当面は固定電話通信料引き下げの指数面への影響や本年4月の電力自由化拡大を控えた電力会社の料金引き下げといった特殊要因から、消費者物価の前年比はマイナス幅をやや拡大して推移する可能性が高いと思われる。このように消費者物価の動向を見ると、全体の計数の動きとその基調的な動きとの間にギャップが見られるようになってきている。これまでも述べてきたが、物価の実勢判断に当たっては物価指数の表面の動きだけではなくて、市場の物価に対する見方なども含めて総合的に点検していくことが大事であると考えます。

最後に金融・資本市場動向についてであるが、まず金融市場は極めて落ち着いた状況が続いている。前回のペイオフ部分解禁を控えた2002年の今頃は、短期金融市場でターム物金利が幾分上昇を見せたほか、銀行債を中心に社債の対国債スプレッドが拡大していたが、今回はこうした動きは見られていない。金融システム不安が後退し、金融市場が安定している現われだと思われる。また株価は、11,000円台で概ね安定的に推移した。長期金利は2月初めに掛けて1.2%台まで低下したが、その後株価の上昇等を受けて1.4%程度まで上昇している。QEの公表後も市況は総じて小動きと思われる。以上である。

福井議長

続いて岩田副総裁からお願いします。

岩田副総裁

それでは三点程申し上げる。一点目は景気の動向、回復力の強さについて、二点目はIT調整、三点目は物価ということで申し上げる。まず、景気の回復力の強さだが、前回、私共が当初の展望レポートで見ていた旧統計で中央値が+3.6%である。それで、GDP統計が改定になったので1%程度これを下げる。それプラスやや下振れだという判断を行った——調整に伴う下振れがあるということを確認した——訳であるが、先月の時点では、私はその下振れの程度というのはGDPで言うと0.5%程度かなと思っただが、今回のGDPの統計はよりもう少しさらに下振れしていた。数字的に言うと先月の時点では2004年度の数字というのは新しいGDP統計で+1.9%というふうに個人的には推測していたが、今回の数字が出てそれよりもどうも下だと思ふ。しかし、悪くても+1.6%。+1.9%から+1.6%というところに下振れしてきているのではないかと思ふ。今年の第1四半期については恐らく輸出がやや持ち直すとか、あるいは公共投資があるので、幾らかプラスになると考えられる。経済全体は、後程述べますが、IT部門の調整が4~6月期には恐らく終了すると私も思うが、その後の回復力の強さがどの位あるかということがもう一つ大きな論点ではないか。回復に向かうことは多分間違いないと思うが、問題はその後の回復力の強さである。横這いの期間が3四半期続いて、その後の回復の強さというのは、シャープに落ち込んだ場合と比べると弱いと考える方が普通、つまり、山高ければ谷深しで、谷浅ければ山低しということである。そうすると、2005年度の成長率は、発射台及び回復速度を考えると、当初の展望レポートでは+2.5%と言っていて、1%程度下と言ったが、これをまた少し下げて考えた方が今のところ良いのかなと思ふ。つまり、回復力の強さについて言うと、過去思っていたよりもどうも弱いようだと思う。

以上がGDPだが、二番目はIT部門の調整である。IT部門の調整に

については既に早川調査統計局長の方から随分詳しい説明があったが、幾らか補足するかたちで二、三点付け加えたいと思う。一点目は半導体であるが、世界半導体の業界の予測では2005年は横這いになるということが予測されている。同時に世界の半導体製造装置業界の予測では2004年には59%伸びた。非常な伸びだが、2005年は5%減少と言われている。もっとも会社毎にかなりビジネスストラテジーが違っていて、インテルだとかあるいはサムスンというのは大幅な設備投資を続けるという姿になっている。国内の半導体はどうかと言うと、この世界の半導体需要の伸びよりも少しマイナス幅が大きい。国内の業界の予測では、2005年に7.1%減少する。ただ、2001年は32%落ちたので、それと比べると落ち幅は小さい。それから、単価の方は10%低下すると予想されている。2001年の時は13.8%なので価格の方はかなり2001年の時と似ているのかなと思う。半導体の設備投資だが、業界では2005年に20%減少すると予測している。2001年は44%減少したのでその半分位だと。早川調査統計局長から指摘があったように、会社間の追い出し競争というのがかなり熾烈であって、どうも他の国よりもIT調整の幅が大きいのかなと思う。従って、価格の下振れリスクも大きい。つまり、追い出しのための設備投資増強をやっているのに、裏返すと価格が下振れしやすいという状況があるのではないかなと思う。台湾では最近のデータを見ると、どうやら液晶とか半導体の市況が安定化しつつあるが、日本もそうなるかどうかはちょっと分らないと思う。IT関連財を消費財、資本財、それから生産財に分けてみると、ピークの時点がそれぞれずれており、消費財の方は2003年の半ばに既にピークを打っている。資本財は2004年半ばに若干プラスになったけれど、また減少している。64%を占めている生産財の方は2004年全般にピークをつけた。ピークの時期が消費財、資本財、生産財でそれぞれ異なっており、逆に言うと底入れの時期がそれぞれ異なって出てくるということかと思う。価格の方で見ると、DRAM、NANDというのがかなり下がっているが、特にNANDの方が半年で半値になってしまった。しかし、恐らく1月には底打ちするのではないかなと言われている。シリコンサイクル全体

として見ると、やはり底入れは4~6月期なのではないかと思う。今回の特徴は、需要のピーク時点が財毎に異なっているというのと分野毎にずれていること。デジタル家電、パソコン、それから通信、それぞれかなりずれがあるということである。少し先を見ると、恐らく薄型テレビがパソコンを上回るような市場拡大を続ける。液晶テレビも恐らく拡大方向に向かっていく。それから2010年前後に、デジタル化が開始されるとアナログ波が販売停止になる。そういうことがあって、恐らくデジタルTVがパソコンを超えるようなインパクトを持って、2007、8年に向かって次はプラスのサイクルになるという流れかと思う。しかしながら、全体として見ると4~6月期まで調整を引きずる情勢が続くのかなと思う。日本は他の国よりもやや調整が深くなっているのではないか。シンガポール等で輸出関連を中心にエレクトロニクスの生産等が既に持ち直しており、それよりも若干日本は遅れているということではないかと思う。

これがIT関連で、三番目は物価である。物価の方はGDPデフレータのマイナス幅がかなり縮小された。個人消費デフレータもかなり縮小されているのだが特殊要因もあるので、恐らく現在の個人消費デフレータの基調的なマイナス幅は0.4%位かなと思う。消費者物価のコアの基調は-0.2%程度である。真の物価指数は誰も分らないが、その中間だと考えて良いのではないかと思う。その程度のマイナス幅というのは常に念頭に置くべき事柄だと思っている。因みに2006年8月の基準改定で-0.2%とか-0.3%変わるだろうと言われているが、これはむしろ真の指数に近づく訳で、そういうことをやはり事前に良く考えておくべきだと私は思う。これは消費税についても全く同様のことが言えるかと思う。従って、GDPデフレータの方は、ややデフレ幅縮小という姿が出ているが、もう一方で心配しているのは、企業物価指数の最終財のマイナス幅が再び拡大していることである。これはやはり日本経済が3四半期連続でほとんどゼロ成長であることから、むしろGDPギャップは拡大——これまで縮小してきたのがむしろ拡大——していることが作用している可能性があると思う。従って、企業物価指数で言うと、連鎖指数で見ると、数か月以内に前年割

れが起こってもおかしくないと思っている。これはやはり注意すべきで、カギとなるのは今後の回復力の強さであり、デフレにとって最も重要ではないかと思っている。以上である。

福井議長

次は福間委員からお願いします。

福間委員

まず、海外経済については、「景気は総じて底堅い動き」との評価は変えていない。津波の影響については、復興需要も出始めており、被災国の景気にプラス要因として働いている。リスク要因のひとつである原油価格は依然として高水準にはあるものの、高値横這いの動きとなっている。この原油に関しては、ここ1~2年、特に去年だが、原油価格の高騰によりOPEC諸国の石油収入が急増して、過去苦しんできた財政収支が大幅に改善したことを背景に、OPEC諸国での石油関連施設の増設やインフラ整備の公共事業が久方振りに増えている。こうした動きは、他の工業国から産油国への資本財輸出の増加等を通じて世界経済を押し上げつつある。

一方、我が国の経済については、引き続き「上昇局面の中での踊り場局面」にあると見ている。すなわち、鉄鋼等素材や造船、一般機械等の重厚長大産業では、内外の需要好調を反映し、フル稼働の状態が続いているが、半導体メモリーや液晶パネル等電子部品については在庫調整のため生産減少が続いているほか、一部自動車メーカーでは鋼材不足や工場火災の影響から生産が伸び悩んだため、全体としての生産は横這い圏内で推移している。この間、個人消費については、1次QEの落ち込みは、台風、地震、暖冬等、一時的要因の影響が大きいと考えられ、足許においては、雇用の改善と所得の下げ止まりを背景として再び底堅い動きになっている。

先行きについては、「景気は回復を続けていく」という予想は変えていない。補正予算により今後復興事業が実施されることも景気の下支え要因になる。電子部品の在庫調整については、前回会合で「最終局面にあり、

この1～3月で調整が一巡する可能性がある」と申し上げた。昨日調査統計局の方から説明があったように、品目毎に在庫調整の進捗状況は違うものの、ここへきて注目されるのは、一部のメーカーからは「在庫調整は一巡した」との声が聞かれるようになったことである。この点に関連して最近印象的なことは、昨日の執行部説明にもあったが、デジタル家電メーカーの10～12月期決算が商品力やコア部品の内製率等の差により明暗を分けている中で、極めてスピーディーに新たな「選択と集中」が行われていることである。すなわち、液晶で先行するシャープとプラズマで先行する松下をフロント・ランナーとして、3番手、4番手の下位メーカーの中には、自社の液晶やプラズマ部門をダイベストして、これらをシャープとか松下等上位メーカーに売却する一方、自らは撤退するという動きが見られている。このように極めてスピーディーに業界再編が行われていることは、それだけ在庫調整が最終局面にあることを示すひとつの証左ではないかと考えている。今後も、製品価格の下落を前提に新技術・新製品の研究開発と合理化努力を続けていける企業だけが、価格下落による需要拡大の果実を獲得し、最終的には勝ち組として生き残っていくものと予想される。

需要項目のうち設備投資と個人消費について敷衍すると、まず設備投資に関しては、昨日の数字にもあったが、鉄鋼、化学等素材、自動車、造船等の輸送機械で、親会社ならびに系列・下請け企業を含めて生産能力の不足感が強まっている。また、銀行の貸出姿勢が極めて積極的であることが、これらの分野の中小企業の設備投資を促す要因となっている。このため設備投資は、全体として広がりを見せながら引き続き堅調に推移していくものと予想される。個人消費については、定率減税の段階的縮小等税制改正の影響に留意を要するほか、年金・医療等社会保障制度改革によるシルバー層の貯蓄取崩しに伴う消費拡大も、今のところあまり変化はないものの、これまでのペースが維持されるかどうかは不透明である。ただ、現役世代の雇用・所得環境が改善しつつあることから、消費の基調自体は底堅く推移すると考えている。このうち雇用については、大卒、高卒の新規採用に回復の兆しが明確に見られるようになったこと等、雇用環境の改善が

進んでいる。また、昨日の新聞にトヨタの例が報道されたが、このところ企業は人手不足の関係からOBを再雇用する動きが広がっている。また、人材派遣会社に聞いても、これは調査統計局の報告にも出ていたが、人が採れないということで、人繰りに困ってきている。基本的な労働力の質的なミスマッチもあって、企業にとっては雇用確保が一段と厳しくなっている感じである。所得については、企業業績が回復する中で、今後は成果主義の下で従業員への還元がある程度進むと考えられることから、所得は緩やかに増加していくものと思われる。さらに、株価が底堅く推移する中でコーポレートガバナンスが厳しく問われる状況で、企業としても配当を拡大して行かざるを得ず、増配企業は非常に増えている。こういうことも消費者心理に好影響を与えられられる。この間、物価面については内外商品市況や海上運賃の上昇が頭打ちになっていることを反映し、1月の国内企業物価の前年比上昇率は2か月連続で鈍化した。現在、鉄鋼や化学、食料等で、春節——昨日明けた訳だが——後の中国による買付け再開を見込んで、中国国内での地場筋による在庫積み増しの動きが見られたことから、先行き商品市況に多少のブレが予想される。また、原油価格の動向も不安定で予断を許さないが、国内物価については、基調的には弱含みの推移となる可能性が高いと思われる。一方、コア消費者物価については、企業間競争と規制改革の成果としての固定電話通信料や電気代の引き下げ等を背景に、小幅のマイナスが続いている。今後、持続的な景気回復を背景とする需給ギャップ縮小による物価押し上げ効果が、企業のユニット・レーバークスト引き下げによる物価押し下げ効果をやや上回る形で、全体としては、コア消費者物価のマイナス幅を徐々に縮小していくと予想される。この点に関しては需給ギャップと相関性の高い内需デフレーターが7年振りにプラスに転じたことが注目される。本行としてはそうした動きを辛抱強く見守っていく必要があると思う。

最後に金融面だが、株式市場では、企業収益を反映して明暗はあるものの、総じて底堅い相場展開となっている。年金、生保等の機関投資家の間では、一部ではあるが——実際の行動は恐らく4~6月辺りからだと思う

が——、やや「持たざるリスク」が意識され始めている。その証左に、通常この時期は決算期末ということで過去何年間かはヘッジ売りや益出しが行われ、株価が軟化した。が、今年はむしろ先物のヘッジ売りのショート・カバーが一部に出ている。

一方、銀行貸出については、不良債権処理に目処をつけてリスクテイク能力を高めている銀行が引き続き不動産や中小企業、あるいは海外向けを主なターゲットに資金需要の掘り起こしを行いながら、攻めの姿勢で取り組んでいる。ただ、大企業向け貸出の減少が今なお続いているため、地銀を除いては引き続き貸出残高が思うように伸びない状態が続いている。以上である。

福井議長

次は中原委員からお願いします。

中原委員

前回会合以降の海外環境だが、先進国経済は拡大の足取りがより明確になってきたと思う。原油価格高騰あるいは地政学的リスクといった懸念も若干後退している。国際的不均衡のリバランスについてはシナリオがまだ描けていないが、これに対する市場の関心もここへきて薄らいだ感じがある。先進国の金融政策当局は物価安定と持続的成長という点については自信を持ち始めているのではないかと思う。アメリカ経済の実体面で大きなリスクはなかなか考えにくい。が、労働生産性の改善が頭打ちとなり、ULCが上昇に転じつつあるという中で、当面のキーワードとしてはやはり原油価格とインフレ動向、ならびにそれに関してのFedの金融政策運営ではないかと思う。「双子の赤字」という構造問題に市場の焦点が集まり過ぎるのを防ぎながら、メジャーペースでの利上げによって实体经济へのネガティブの影響を防ぎながらインフレ期待の低位安定をどこまで維持できるかというところが鍵かと思う。

欧州は、一昨日発表のドイツ・イタリアのGDPはちょっと冷水を浴び

せられた感じがあるが、生産性上昇と労働コスト削減の中で、企業収益は好調であり、形としては2004年よりは良いのではないかと思う。

アジア経済はIT調整の影響が出ている感じだが、総じて内需は底堅いし、大きく崩れる懸念もなさそうである。中国は、引締め基調継続だが、3月の全人代を控えて肌目細かなマクロコントロールで社会的安定を図りながらハードランディングを避けるということに政策的課題として最大の優先度が置かれていると思う。

世界的に見ても、長期金利は低位安定し、信用リスクプレミアムが縮小しており、市場全体のボラティリティも極めて落ち着いているが、昨日も議論があったとおり、長期金利の低位安定の基本にはやはりデスインフレーション的な世界の経済構造の中で過剰貯蓄が存在することが背景となっているのではないかと思う。現在の市場が将来の変動のマグマを溜めつつあるのかどうか、あるいは中長期的なグローバル経済の構造変化を先見した流れの中で均衡に向かっていくものなのかどうかについて、判断はなお時間を要するが、特にエマージング諸国に対する影響等を考えると極めて大きな問題であると考えておくべきだと思う。

我が国経済については、企業の生産計画、投資の先行指標、あるいはセンチメントの面では改善が少し見られる。年初の悲観論がやや後退した訳だが、一方では消費は依然として弱めの指標が出ており、全体観としてはやはり踊り場の域を脱しておらず、先行きについても慎重に見ていきたいと思う。昨日発表の第4四半期GDPについては、予想のメデアンは下回ったが、一応想定の範囲内と言って良いのではないかと思う。3四半期連続のマイナス成長はショックではあるが、企業経営者が肌で感じている景況感とはややギャップがあるような感じがする。12月の鉱工業生産の確報は減少したが、前月の反動減や鋼板不足等の特殊要因もあり、もう少し実態は良いのかもしれない。また、生産予測指数の実現率のマイナス幅縮小や機械受注から見ると非製造業を含めて企業の投資マインドが相当強いと感じられる。輸出環境としての世界経済は先程申し上げたとおりであるが、企業周りの指標もこのところずっと横這いであったが、1~3月は

若干の改善が見込めると思う。

I T 関連産業だが、鉱工業生産で見ると情報通信機械と電子部品・デバイスで区々ではあるが、生産はなお低調である。ただ出荷の不振には歯止めが掛かったようであり、在庫調整は総じて終息の段階に入ってきたと見る。ただし、岩田副総裁もおっしゃったが、底が浅いだけに今後回復過程も緩やかなものに止まらざるを得ないと思っている。12月の機械受注における電気機械が前月比二桁の増加を示している他、テレレート短観での電気機械のD I が大幅に改善しており、市場環境の厳しさや競争激化の状況から判断すると、経営者のマインドはかなり強気だという印象を持っている。雇用については、全体として改善は続いているが、製造業の雇用者数が大幅に減っているほか、有効求職者数や新規求職者数は傾向的に減少しているということを考えると、単に雇用環境の改善を物語るものなのかどうかといった点について、今後注意をしていく必要がある。所得関連については、ボーナスはまずまずのプラスだったが、春闘の経営者の態度は厳しそうであるし、今後、雇用者所得の増加が明確になるにはまだまだ時間が掛かるのではないかと思っている。消費は、需要サイドで見る限り本年に入って総じて弱含みである。消費者動向調査、景気ウォッチャー調査とかを見るとマインド面では必ずしも悪化している状況ではないと思うが、増税路線が明確になる中で、消費者態度が慎重化する懸念は十分に踏まえておく必要がある。物価については、企業物価が弱含みに転じる中で、消費者物価は引き続き通信・電力を中心とするサービス部門の価格下落と、緩やかながら下落幅を縮めている非耐久消費財や半耐久消費財の価格との綱引きが当面続くのだろうが、やはり特殊要因が剥げ落ちる10月頃からの動向が注目されるところである。金融資本市場では、長期金利は年初からやや弱めの景気指標が続いた中で反応しているが、その後往って来いの展開である。景気は回復基調にある一方、資金需要は乏しい状況であり、債券の需給環境は良好という認識のもと、基本的にレンジ相場と考えている。為替については、年初からのドル反転の動きがここへきて一服し、ポジションはほぼニュートラルということだと思うが、期末に掛けての機関

投資家のリパトリ、あるいは輸出カバー玉が今後一巡した後でどちらの方向に市場が動き出すのかを注意をしておきたいと思う。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

足許の景気動向を見ると、前回の金融政策決定会合から大きな変化は見られない。すなわち、我が国の景気回復を牽引している外需については、その中心となる米国および中国の景気の拡大は順調であり、我が国の輸出も持ち直しの兆しが見受けられる。また、足許の景気の踊り場を演出しているIT関連分野の調整だが、在庫調整終了時期は依然として不明であり、品目によってはその時期も1~3月から、調整の深いデジカメや携帯電話の夏頃までと見方にばらつきがある。そうした中、アジア各国におけるIT関連分野の輸出に動意が見られる。中国の在庫が不明である点、気になるが、今のところ春以降調整が終了するという想定通りの動きと捉えている。こうしたことを背景に、鉱工業生産の予測指数やマイクロヒアリングから、生産も1~3月期には下げ止まるのではないかと考えている。一方、企業収益ではIT関連企業の業績の年度計画が相次いで下方修正されているが、好調な非IT関連製造業の業績の上方修正等はこれから行われると聞いているので、マクロとしての今年度の増益シナリオは崩れていないと考えている。さらに設備投資では、先日公表された機械受注を見ると、工作機械や電気機械といったオールド・インダストリーが中心であるが、製造業は2か月連続で前月比二桁増加となっている。1~3月の受注見通しも割引いて見る必要があるが好調であり、依然として堅調を継続していると思われる。なお、昨日公表された10~12月期の1次QEと7~9月期の修正計数を見ると、消費の弱さが目につく。これは天候要因と家計調査のサンプル要因が影響している可能性が大きいと思う。ボーナスは前年比でプラスとなり、10~12月期の雇用者所得も前年比でプラスになるなど、

雇用・所得環境は改善し、消費者マインドも高水準を維持しており、先行き、このような消費の弱さが続くとは思っていない。ただし、企業の人件費抑制姿勢はなお根強いと考えているので、依然として個人消費については慎重に見ている。以上のようなことを勘案すれば、IT分野調整は終了に向かって順調に進んでいるように思うが、調整後の景気の回復力は然程力強いものになるとも考えていない。総括すれば、先月に行った展望レポートの中間評価に沿った動きであると思う。リスク要因も前回と同様である。米国の景気拡大が継続するもとの、ユニット・レーバー・コストの上昇が物価上昇をもたらし、エネルギー価格の高止まりもあってインフレ期待を高め、それとともに長期金利が急に調整される可能性はないか、また、米国に限らず潤沢な流動性が金融市場における過度なリスクテイクに繋がっている可能性はないか注意しておきたいと思う。なお、今回の1次QEの発表で、3期連続でマイナス成長となったが、12月に大きく伸びた資本財出荷が考慮に入れられていないことを踏まえると、設備投資が上方修正され10~12月期のGDPの前期比成長率はプラスに転化する可能性があると思っている。また、内需デフレーターは1998年第1四半期以来のプラスとなった。この数字自体は出来過ぎであるとしてもデフレ圧力が減っていることは確かだと思う。

さて、金融面についてだが、このところマネタリーベースやマネーサプライへの言及が増えている。ただ、本行としてはベースマネーについては、残高を見れば分かるとおおり、これまでかなり大量に供給している。こうした中でマネーサプライの上昇率が上がらないのは、流通速度の問題であり、今はマネタリーベースに着目するよりも、こうした資金が活用され、経済活動の活発化とマネーサプライの増加に繋がる芽が出てきているかどうかを見極める時期にあると考えている。そこで金融機関の貸出動向を見ると、今年の半ば以降横這い圏内にあった前年比減少幅が足許緩やかに縮小している。また、季節的な振れや金融機関側の積極的な貸出攻勢の影響等を差し引く必要があるが、ローン・サーベイで10~12月の企業の資金需要を見ると中小企業を中心に2期連続で改善し、調査開始以来のピー

クになっている。不動産向け貸出は小幅であるが、前年を上回るところまで改善している。まだまだ力強さは感じられないが、なにがしかの僅かな変化が起こっている可能性はあると思っている。

なお、ペイオフ完全解禁と預金金利の低さを背景に利息がつく普通預金等に滞留していた個人マネーが個人国債や外債などへシフトする可能性が注目されている。それがどの程度となるかは定かではないが、こういった動きは狭義マネーにとっては減少要因となる。マネーサプライの動きを見ていくうえでは、この点からも広義流動性なども含め、幅広い指標を総合的に検討していくことが必要だと思う。以上である。

福井議長

次は、水野委員からお願いします。

水野委員

では、三点程述べたい。一つは景況感。二つ目は本行と市場との対話の話。それから三つ目は、後半の議論となると思うが、技術的な金融市場調節について、当預残高目標の微修正について、最近の札割れ等も含めてマーケットがどう考えているか、最近市場関係者からヒアリングしたことを述べたい。

福井議長

可能であれば三点目は後の政策の部分のところでも述べて頂きたい。

水野委員

了解。では、景況感の方だが、先程、須田委員が言われたように、経済指標を総合すると概ね先月と評価を変えなくて良いという話だと思う。ただし、景況感は、前回の決定会合から僅か1か月しか経っていないが、改善しているように感じる。これは特にビジネスの世界やマーケットにおいて感じられる。その背景は恐らく設備投資関連の統計——例えば資本財出

荷が良いということが挙げられる。また、ITに関連するニュースがミックスながら、多少明るい話も出てきたということも挙げられる。そして株高も影響しているのではないかという気がする。市場参加者について言えば、福井総裁が先日衆議院予算委員会で、「まだ万全とは言えないがかなり良いところまできている」という表現をされたが、金融市場参加者はこの評価について非常に腹に落ちると言うか素直に受止めているようである。それから景気判断に関しては、今後の輸出統計や生産統計の改善が前提とはなるが、上手く行けば3~4月の決定会合で若干だが景気判断の上方修正ということが決められるのではないかと思う。早川調査統計局長の話聞いても少し明るくなってきているという感じがした。

一方、マーケットとの対話の観点から、債券市場の動きについて若干話をしたいと思うが、私はグローバル・フラットニング、金利イールド・カーブのグローバルなフラット化について問題意識を持っている。昨日グリーンSPANもそれに対して一言で言うとパズリングと述べている。まだ、明確な要因は分からないが、需給や期待インフレ率の低下といった要因があると言っている。この辺の動きについて日本銀行としてどのようなメッセージを出して行くのか、あるいはどのように見ているのかということは重要だと思う。債券市場参加者の方と話を聞くと、1月24日に出された金融政策決定会合の議事要旨により当座預金残高の誘導目標について議論されていたことが明らかになったことや、須田委員が先日の金融懇談会で短期市場における資金需給の弱さへの技術的対応に触れられたこと、その他私が同日の2月9日に、日経金融新聞でグローバル・フラットニングによって金利が低下し過ぎてないかとやや牽制を含めて書いたことによって、やや違和感があった金利低下が止ってきているのかなと感じる。債券相場は景況感の改善を少し受けた形で、1月から2月に下がったものが少し戻ってきていると、往って来いという表現が中原委員からあったが、まさにそのとおりではないかなという気がする。それから短期金融市場に関しては、正直言って非常に苦しい中でオペをやっている日本銀行を優しく見守ってくれているのかなと思う。短期マーケットを見ていると、こ

れだけ短期のイールド・カーブが潰れてしまっていると、やはりなかなか収益機会がないということがよく言われる。このイールド・カーブが景況感の改善で少し立つのではないかと質問すると、日銀の量的緩和の3条件が非常に厳しく効いているから、多少景況感が良いという経済指標が発表されてもなかなか短期のカーブが立たず、その結果収益の見込みがないため、オペの参加意欲が落ちてきているとの答えが返ってくる。そういう悪循環になりかけているという話が聞かれる。また、短期マーケットの方の我々の金融調節に対する評価という点では、流動性、超流動性が資金調達に安心感を与えているというポジティブな評価から、量的緩和の長期化による副作用がやや大きくなってきているのではないかという声に徐々に変わってきていると思う。特に個人的に気になっているのは、短期市場縮小の動きである。これは、実際の短期市場担当部署の人員を削減したりとか、金融機関では東京から撤退したりとか、そういうところが出てきている。金利が正常化する時、これはいつになるか分からないが、短期マーケットが上手く機能しないために、スタート地点である短期マーケットがなかなかいつまでも反応してくれないことが生じかねない。これは少し気を付けた方が良いのかなという感じがする。あとは、東京三菱銀行とUFJ銀行の統合によりオペの参加者が減る点も気を付けて見た方が良いのかなという感じがする。直近の話では、2月下旬から3月初めに掛けての資金不足期は、なんとか乗り切るのではないかなとマーケットも安心して見ているようだ。それから、企業金融周りの話として、確かに電子CP、シンジケート・ローンについては、新しい資金調達案を作る動きが若干出てきてはいるが、まだまだ広がっていない。低金利の中で色々なマーケットが広がってきて欲しいと思って見ているが、ジャンク・ボンドのマーケットやファンドを利用した資金調達には、まだまだ検討余地があると思うが、まだその動きが企業サイドの方で鈍いと感じる。金融機関の努力不足もあるのだろうが、企業サイドの方は今やっとなり過ぎた負債だけは乗り切った状況に止まっているのかなという感じがする。

それから全体的に金融市場のボラティリティ低下ということが言われ

続けている。その動きは変わっていないと思うが、問題意識を持っていた方が良いのかなと思うのが、この量的緩和の長期化が健全な金融機関の体力の低下をむしろもたらしていないかという点である。イールド・カーブが寝過ぎているため収益機会が減ってきていることも原因だと思う。我々としては金融サービス業の発展を願っている訳だが、量的緩和は率直に言ってむしろ逆効果も幾つか出きているのではないかと少し気にして見ていかななくてはならないのかなと思う。以上である。

福井議長

次は、植田委員から願います。

植田委員

皆さんの話にあまり付け加えることはないが、ハイテク中心の調整というところでは、比喩的に申し上げれば、調整という霧は部分的には晴れつつあるということだと思うが、まだ、完全に晴れたというにはかなり距離があるということだと思うし、晴れたところだけからは今後の上昇のスピード感を推し量ることはまだできない状況ということだと思う。ただ、何人かの委員はむしろ晴れていないところの調整の進路から今後の上昇のスピード感を推し量っていたと思う。調整のマイナスの波及ということ言えば、今後、一つ気にしておかなくてはならないのは、ハイテク競争の脱落組の設備投資調整の動きだと思うが、これはまだ大規模に顕在化しているということではないと思う。それから労働市場では、限界的な部分について若干横這いの状況になっているという、マイナスの波及が見える。これは今後注意すべきだと思うが、ボーナス等の改善傾向という根っこでの良い動きが続いているということもあるかと思う。消費が弱いのも気になるが、ボーナス等の改善傾向を踏まえるとハイテクの調整の波及というよりは、サンプル要因ないし一時的な動きと見ておくのが取り敢えずは宜しいかと思う。むしろこうした中でより注目すべきは、実質GDPは3期連続マイナス成長という姿であるが、それにもかかわらず経済全体として

は、強い調整感があまりないということだと思う。幾つか要因があると思うが、一つは一部のセクターで——ここでも何度も議論したが——、ボトルネック等があり、デフレ色がその中で弱まりつつあって、実質GDP、生産等の指標が示す以上に企業収益を中心として景況感が良いということだと思う。もう一つは、いわゆる構造調整が根っこで進んでいて、一つは非金融企業もかなり筋肉質の体質になりつつあるし、もう一つ金融システムについても、これまでの景気、過去10年の中での景気下降局面での資産価格下落、金融システム不安の高まりというマイナスの連鎖が復活していないということだと思う。ただ、我々は今年前半に今の調整局面が終わるだろうとみている訳であるが、これがさらに後ズレした場合に今の構造的な部分がどうかという問題は残っているかと思う。また、金融面では資産価格、銀行貸出、設備投資辺りがプラスの連鎖的な循環というところにはなかなか移っていない点も若干辛いところではある。関連して部分的には不動産融資周りが増えつつある。これは緩和の副作用と見る向きもあるが、むしろ過去、金融緩和が实体经济を持ち上げていく局面では、こうした辺りが上向きの力の一つの核となるが多かった点には注意が必要かと思う。勿論、常に誰がどのようなリスクテイクをしているかという点の正確な把握は必要であるかと思う。海外経済についてのリスク要因は取り敢えず落ち着いて、ないし表面化していないということだと思う。例えば、アメリカのインフレ率も一段と上に行くという気配は取り敢えず見えてない。ただし、Fedの対外コミュニケーションを含めた政策姿勢、それからそれに対する長期金利を含めたマーケットの反応等に若干の変化の兆し、というとまだ言い過ぎかもしれないが、見えなくもない辺りは注意しておきたいと思う。

最後に物価だが、ここ数年という長いスパンで見ると、最近出た色々な物価指数統計を見ればULCの低下等の問題のためにゆっくりとではあるが、基調としての経済の改善に少しずつインフレ率が上方に反応している、という点は心強いと見ている。ただ、足許のソフトパッチが今後の物価にどういう影響を及ぼしていくかという点を含めて第2四半期に掛け

ての経済状況を見守るべきところかと思う。以上である。

福井議長

最後になったが、春委員お願いする。

春委員

それでは、申し上げる。10～12月の実質GDP 1次速報で前期比 -0.1% と民間予想のほぼ下限となり、7～9月についても下方修正されたために、3四半期連続のマイナス成長となった。IT関係の調整の進行や輸入の増加を受けた純輸出の寄与度が減少し、暖冬や台風、災害等の影響も大きいと思われる個人消費の減少によって、やや長い踊り場状況が続いているように思う。一方で引き続き、拡大基調の海外経済や、順調な企業収益や先行き拡大の見込める設備投資、改善を続ける雇用環境と増加に転じたとも見える雇用者所得等から見て、持続的成長に繋がる景気回復の基調は続いていると考える。従って、景気判断については執行部提案のとおり、現状、先行きとも1月判断の継続で宜しいと思う。

また、GDPの第1次速報については、何人かの方がお触れになったが、GDPデフレーターが、特殊要因もあるということだが、前年同期比マイナス幅を大幅に縮小したことや、7～9月期に続いて実質成長率が名目成長率を下回ったことなどもデフレの後退を示すものとして注目したいと思う。

以下、若干コメントさせて頂くと、米国については10～12月の実質GDP年率 $+3.1\%$ 、1月の雇用統計の雇用者数 $+14.6$ 万人と、市場予想を若干下回っているようだが、総じて堅調持続と思う。また、中国も2004年実質GDP年率 $+9.5\%$ と好調を持続している。

国内においては、生産は10～12月前期比 -0.6% と引き続き弱めである。1～3月は前期比 $+2.0\%$ を見込んでいるが、調査統計局のミクロヒアリングでは、1～3月、4～6月とも $+0.5\%$ 、 $+0.6\%$ と総じて横這いのようである。生産関連の指数の影響が大きい景気動向指数の12月は、一致指

数は再び50%割れ、先行指数は4か月連続で50%割れとなっている。鋼材不足の影響もあるようだが、IT関連の調整は進行中で、まだ終了のタイミングは見えていないと思う。

企業収益については、日本経済新聞社の集計によると、12月決算時点の上場企業の2005年3月期の連結経常利益の見通しは前期比+19.2%と、電機・精密の下方修正にもかかわらず、昨日の説明にもあったように、これまでやや保守的な見通しを公表していた鉄鋼、非鉄、石油などの上方修正で、9月決算時点の見通しとほぼ同水準となった。2期連続で過去最高の見通しである。また、上場企業の配当と自社株買いを合わせた株主への利益配分は、2004年度は約6兆円に達して、過去最高となる見通しと報道されている。また、企業の利益のうち株主への配分は、約4割に達する見込みで、株主重視の経営が鮮明になっているように思う。

設備投資についても、10~12月の1次QEでは前期比+0.7%と僅かながら増加した。先行指標である機械受注は10~12月期で前期比+6.0%と回復。1~3月見通しも前期比+9.9%と増加基調を継続するものと見込まれる。

雇用、所得については、12月の有効求人倍率は引き続き上昇した。失業率も引き続き低下した。1次QEの10~12月の雇用者報酬は前期比+0.5%となったほか、毎勤統計の雇用者所得も10~12月は7~9月に続いてプラスとなっている。冬季賞与も11月、12月支給分の前年比が+1.5%と昨年夏の-2.6%から大幅改善となっている。昨年12月現在の高卒の就職内定率が4年振りで70%を超えたという文部科学省の調査結果や、一般事務職の人材派遣料金がこの4月から7年振りに上昇の見込みなどという報道もあるが、雇用、所得関係の改善は着実に進んでいると思う。

個人消費については、10~12月の1次QEで前期比-0.3%と2四半期連続の小幅マイナスとなったが、直近1月下旬の景気ウォッチャー調査は初売りや寒波による冬物クリアランスセール的好調等から、現状判断DIは5か月連続で50を下回っているが、6か月振りに上昇した。先行きに

についても、派遣社員の正社員への転換の動きや愛知万博関連の旅行需要への期待などから、これも4か月連続で50を下回っているが、9か月振りに上昇した。1月の東京地区百貨店売上が11か月振りにプラスに転じていることも含めて、取り敢えず心強いことと思う。今後、定率減税の縮小とか年金保険料の上昇などが、消費者心理にどんな影響を与えるかという懸念はあるが、雇用者所得の増加が消費の増加に繋がっていくことを期待したいと思う。

もう一点、原油価格について申し上げたい。OPECは1月30日のウィーン総会で生産枠の2,700万バレル/日を維持するとともに、1バレル当たり25ドル±3ドルというOPECバスケット価格の目標価格帯を一旦停止した。3月16日のイラン総会で新しい目標を決定すると見られている。昨年10月の55ドルから年末には40ドルにまで下がったWTI価格は今年に入って再び50ドル近くまで上昇したあと、現在は40ドル台後半で不安定な動きを示している。昨年秋以降の原油価格上昇にもかかわらず、需要の落ち込みが見られず、世界経済もますます拡大を続けていることから、OPECは慎重ながらやや強気の価格戦略に転じたと見られている。新しい価格帯の中心は35ドルないし40ドル程度が有力と見られているようである。長期的には中国等の需要拡大に対して欧米メジャーや産油国の生産力増強投資の動向が重要と思うが、当面、不需要期を迎えて、1月30日の選挙後も不安定なイラク情勢等の中でOPECの価格や生産に対する今後の動きについて注目が欠かせないと思う。私からは以上である。

福井議長

皆さんからそれぞれ当面の経済の状況、あるいは今後の見通しに関して今回はかなり詳細なデータを含めて見解を出して頂いたと思う。総じて経済は微妙な変化を示しているが、悪い方向への動きというよりは微妙ながら少しずつ良い方向への感じが読み取れるのかなという感触だったと思う。全体のピクチャーとしては、GDP統計が3四半期連続で小幅ながら

マイナスというところに象徴されるように、いわゆる経済の踊り場局面が我々の事前の予想よりはやや長引いているということだが、しかしその底辺にある回復のメカニズムは基本的に変わっていないと判断して良いのではないか。こういうことで意見の一致があったように思う。少なくとも海外経済の見方についてはあまり大きな見解の相違はなかったと思う。グリーンSPAN議長も昨日証言しているが、米国経済は引き続き好調な家計支出と設備投資に支えられて、ソフトパッチ脱出後、比較的順調に拡大を続けているという感じであるし、中国経済の方もなんだかんだ言われながら微調整を施して、なお力強い拡大を続けている。当分この構図はあまり崩れそうもないという認識だったと思う。国内の方は、輸出に絡んで鉱工業生産の動きが足許あるいは近未来の経済を見ていくうえでの一つの注目点だが、この点については、IT関連の動きというものが流れの中で非常にクローズアップされてきていて、色々な動きが含まれているが、生産・在庫調整に今暫く時間を要する。この今暫くというのがどの程度かというのがなお明確に確定できないという悩みはあるが、どうもそのようだ。全体の流れから見ると、そこだけがやや違和感を持ってクローズアップされる訳で、しかし、それを含んでも全体として海外経済が拡大を続ける中で、特に自動車辺りを見ていると、もう増産が明確に見込まれるということなので、次第に増加基調を取り戻して行かざらう。少し異物を含んでいられるけれども全体感はそうだ。そんな感じが皆さんのご見解だったと思う。国内の企業収益、設備投資については、引き続き企業収益は順調である。従って、かなり広範囲な業種にわたって設備投資は引き続き堅調な推移を辿るだろう。ここでも改めてIT関連の企業について、これはもう企業毎に違うという様子だが、一部の企業については収益はかなり下方修正しているし、その辺のところの設備投資はどうなるかというのはアンサーティンな様子が出てきている。しかし、IT関連も全体としては勝者がさらに強く引っ張って行くということだけは、まず間違いないだろうというご見解だと承った。雇用・所得環境については、昨日の調査統計局からの説明の線と皆さんのご意見はそんなに違ってはいなかったと思う。雇用面で改善

傾向が続いている。雇用者数の増加振りにちょっと鈍化が見られるかなという点は注目を要するが、しかし、着実に雇用者所得への好影響が及んできていて、少なくとも冬のボーナスは良かった、こういうところに漸く到達しているというご認識だったように思う。従って、個人消費は、引き続き耐久消費財と百貨店・スーパー等における売上げとの間のギャップはあるが、全体として見れば引き続き「底堅く」と言って良いかどうか分らないが、他に言葉を知らないので、底堅く推移しているという感じではないかと思っている。

前回の政策決定会合における我々の情勢判断との対比ということになると、一言で言えばあまり大きな変化はない。冒頭に調査統計局から説明を受けた月報のサマリー部分についても文章の変更はほとんど無かった。これについても後で議論することになるが、そこに象徴的に現われているようにあまり大きな変化はない。先月の中間評価における我々の判断との比較ではどうか。あの時はGDPについて厳格な数字を出していないので岩田副総裁のような厳格な議論は行いがたい面があるが、数字では確かに少し下振れているだろうという感じが無いではない。しかし、基調的な判断としては、中間評価からもそんなに外れていない。個人的にはそんな感じがしている。物価面では、国内企業物価は、上昇一服感があり、当面弱含みないし横這い推移。消費者物価については、公共料金の影響が当面下方方向に少し強く出るといふようなことも含んで、引き続き基調的に小幅のマイナス推移という点でも意見の不一致はなかったと思っている。

改めて少し確認しておかなければならないのは、GDPが3四半期連続でマイナスだった。しかし、達観すれば横這いではないか。そして企業マインドはこれによって大きく損なわれてはいない。底辺にある回復のメカニズムは変わっていない。一応こういうことではあっても、先程からの委員の意見の中にあつたように、やはり3四半期も若干マイナス、あるいはほぼ横這いということは需給ギャップの回復を遅らせている。あるいは逆に需給ギャップは少し開いているのではないか。我々の先行きの物価判断にどう影響してくるのか。海外市況の要因を除いて現実の企業物価指数の

動きの中に、こういうベーシックなところで変化が出ているということがもしあるのであれば、そこは正確に掴んでいく必要がある。それからその中の一部だが、雇用の回復についてもやはりなにがしかのインパクトが出ているのかどうかという点は確認しながら先に進むべきではないかなという感じがした。それから植田委員から指摘があった不動産関連であるが、局部的だがかなり市況の高騰が激しいという話は入ってくるし、このところは新しい動きとして、色々新しい企業の仕組みに伴ってファイナンスがついてきている部分だが、これは先行き回復の芽に繋がっていくような形で伸びていくということが望ましい訳で、我々はどのような角度からウォッチしていけば、危険な動きと望ましい動きを見分けていくことができるのかという点は強い課題としてやはり意識しなければならないことかなと感じた。さらに水野委員がマーケットとの対話という言葉で説明された訳であるが、量的緩和が長く続くことによって、特に金融セクター、短期の金融市場の参加者だけでなく、より広い市場参加者、そしてメジャープレイヤーである銀行その他、そうしたところに対しても量的緩和の影響により必要な対応が刻々と変わってきているのではないか。こういう話であったと思う。特に金融機関について言うと、これまで量的緩和というのはプライベートセクターでは企業だけではなく、金融機関にとっても不良債権処理コストを大きく軽減するという意味でベネフィットがあったと思うが、不良債権問題の処理が峠を越してくると、金融機関にとって量的緩和というのは、明らかにディスアドバンテージだと感じられる部分も増えている。これは当然のことで、普通の状況でも引締め・緩和のサイクルの中で、緩和局面は金融機関の負担が大きくなるという通例のパターンだが、量的緩和という非常にオーソドックスでないやり方の場合は、それはより鋭角的に出てくる。これはある意味で我々は覚悟のうえで政策をやってきていることで、これから景気を本当にサステイナブルなパスに乗せていくプロセスとして、しかもこれからソフトパッチを脱していく過程で、金融機関には今暫く負担を背負って貰わなければならないという政策的構図でもある訳で、そのバランスをどのように見ていくかという点は重

要な問題の指摘を頂いたと思う。我々の共通の問題・視点として、これは今後正確に判断して頂かなければならない点かなという感じがした。

ということで、何をということではないが、追加的に議論を頂ければと思う。先程のGDP3四半期小幅マイナスが需給ギャップや物価の基調、雇用の回復トレンドに対してどう影響してくるかという点について、調査統計局の方から何かあるか。

早川調査統計局長

現状、需給ギャップの変化が物価面に現われているかということ、目に見えたものはそんなにない。敢えて言うと、これは需給ギャップの問題なのか、IT調整の問題なのか、ご承知のようにC G P Iの機械類では、マイナス幅が実は足許ではなくて去年の夏位から少しずつ拡大しているという事実があった。これは一頃は素材の市況に隠れてなかなか見えにくかったのだが、実はこっそりずっと見られた現象である。その辺は個別セクターの話ではあるが、恐らくなにがしかの需給の動きだろうと思っている。ただ、やはり確かにそんなに物価に出ていないというのも事実だと思う。一方で、先程植田委員からご指摘があったように、ある種真面目に考えてみると統計に若干問題があるにせよ、やはりここ3四半期位ほとんど成長していないのは事実である。にもかかわらず、何か収益も良い、雇用も良いと言うと足し算が合わないではないかというような話が実はある。それは前にもちょっと話したが、やはり一部で数量が増えない要因というのは供給要因であるために、これは数量ではなくてプライスのところにいて、従ってGDP統計で見てもノミナル・グロスの方がリアル・グロスより足許やや良いというのが一つ大きな前提としてあると思う。それから二番目に、昨日もちっと申し上げたように、本当は今企業収益に影響は出ているのだと思う。要するに全体が増えていない中で、家計・雇用者所得は気持ちだけでも回復している訳だから、本当は企業収益に若干影響が出ているのである。それはIT部門の下方修正に実際に現われている。昨日申し上げたように、重厚長大の企業収益の上方修正は、それは足許でそ

うということが起こっているのではなく、本当はもう今年の中間決算位で分かっていた話を、後ろに懐で持っていて、それを今表に出しているために、全体として企業収益に影響が出ていないように見えるだけである。足し算が合っているとすれば、当然、企業収益に影響が出ているはずである。ただ逆に言えば、それ位懐を持っていたので、取り敢えずIT部門の影響位は吸収できたということだと思う。それから最後に、実は、昨日ここまで話すと話がややこしくなるので言わなかったのだが、雇用面への影響をどう見るかというのを実は少し悩んでいる。昨日も申し上げたように、毎勤統計でも前年比はともかく前期比ではちょっと鈍化している。前回植田委員が言われたように逆労働乖離みたいなものが結構起こっている。そこは恐らく一部は統計のサンプル要因であり、一部は実際に請負なりなんんりの調整が行われているということだろうと思っている。ただ、前回出来過ぎだと申し上げた有効求人倍率が12月もさらに上がっている。先程ちょっと福間委員が取り上げられたが、派遣業者辺りは何か凄いという話なのである。そうすると雇用のところが本当は鈍化しているはずなのに何か強いというのがちょっとよく分からなくて、昨日も全く内部で議論していたのは、ひょっとするとこれまで相当雇用を抑制していた広義サービスセクター辺りで——例えば、銀行業なども含めて——もう耐え切れないで人を雇うみたいなことが起こっているのではないか、ひょっとすると派遣などに影響している可能性もあるなど、昨日議論していたばかりである。雇用への影響のところは多分、請負とか何かを通じてなにがしか影響が出ているのだと思うが、その一方で、やはりこれまでどちらかと言うとやや構造不況的な色彩を持ってサプレスされていた需要がもう耐え切れないということで、出てきている可能性があるかもしれない。もしそれが本当だとすると、これはCPIの方へ繋がっていく話になるので、よく考える必要があると思う。以上である。

水野委員

付け加えて良いか。

福井議長

どうぞ。

水野委員

雇用のミスマッチの問題だと思う。結局テンポラリーワーカーで対応しようと思ったらやはり正社員でないとなかなか対応できなかったということだろう。私はアメリカのレーバー・マーケットを専門的に見てきたのだが、デュアル・レーバー・マーケット・セオリーという（労働経済学の）理論があって、プロフェッショナルはどんどん青天井に給料が上がっていく一方、普通の方は最低賃金で張り付いてしまう。ただ、このプロフェッショナルには、イチローばかりがいる訳ではなく、人材不足を補うため、能力の底上げをした人材を見つけて、その中からも良い人を探る必要がある。でもそういう人材が欲しいと考えた時に、実はテンポラリー・ワーカーの中にはいなくて、やはり会社にいる社員を育てていこうというオン・ザ・ジョブ・トレーニングの方に移って行っている。そういう動きが日本でも出てきているため、マクロ統計で見ていくとなかなか平均賃金が上がってこないという状況にあると思う。これはラグがあるのだと思うが、そこをミクロの——今、調査統計局がやっている——データで補足していくということが凄く重要になってくる。ただ、日本銀行が外に向ってその状況を指摘してもマクロで見れば弱いではないかとの反論があるだろう。そこはそこで受止めながら対応していくということが必要ではないかと思う。

福井議長

雇用の流動化というものについてもやはり私は段階があると思っています、最終的には一人一人のワーカーの力が正当に賃金に評価される、雇用のミスマッチがないような形の流動化が最終段階だと思うのだが、リストラの段階で浮かび上がった雇用の流動化というのは、新規の雇用をしない

のでテンポラリー・ワーカーが増えてしまう。こういう現象は賃金が安いから賃金コストを下げるためにテンポラリー・ワーカーを使うというものであり、途中段階のものであると思う。テンポラリー・ワーカーを使っている、本当に良い人は、雇用がタイトになってくると今度はフルタイムとして賃金をちょっと上げてでも抱えてしまって、そうすると残ったパートタイマーの中で益々ミスマッチが高まるという、こういうプロセスを経ながら段々先に進むのかという気がしないでもない。

水野委員

日本の場合は給与所得者全体に占める公務員のウエイトが大きいため、そこで賃金が下がっていくとなかなか全体が上がらないという問題がある。GDP統計にも出ているという感じがする。

須田委員

雇用・所得の話については、この間のメモにもあったが、派遣についても賃金は段々上がってくるのである。賃金については、やはりスキルかアンスキルドかという差の方が大きい。また、今回、函館へ行って話を聞いてきたが、アンスキルドに関しては相当需要が強いが、全然人が集まらないため、外国人を使うしかないというところにきており、実際に使っているとのことである。であるからそこら辺のミスマッチもかなり大きくて、かつアンスキルドの方は、外国人の活用等が進むため、まだまだ賃金は下がって行くというところも見られる。

水野委員

賃金の下方硬直性という特徴がかつてはあったと思うが、日本はそこがガクッと崩れてしまった。一方、雇用の流動化は遅れているので一旦下がった賃金がスキルに見合って上がっていくプロセスが漸く始まり掛けているのかなと感じる。セカンダリーマーケットは別に債券や金融市場だけではなくて労働市場にもあると思うのだが、日本の場合、金融のように

まだ極々限られた世界にしかない。

福間委員

全体的に人手不足となっていることははっきりしている訳である。その背景には労働需給のミスマッチがある。だからトヨタグループのように高卒者を採用し、育成していくという動きが出てくる。結局、昔のやり方にある程度戻っていかないと野中教授の言う「暗黙知」の伝承はできないということである。これまでは、形式知を標準化してアルバイトを増やしてきた訳であり、それはそれで今でも必要であるが、ただそういう人達も段々工場に行くのを嫌うようになってきている。採用しても直ぐにやめてしまう。これには企業も非常に困っている。恐らく数字に表われている以上に労働力の供給サイドの意識の変化が——例えばニートやフリーターの増加に見られるように——起きている。もう一つ植田委員がおっしゃっていたボトルネックだが、私もGDPが伸びないのはボトルネックの影響もあると思う。鉄鋼会社などでは物凄く需要があっても、生産は伸びない。フル稼働をして故障ばかりしている。このため頻繁に補修をしなければならないということで皆駆けずり回っている。それは鉄鋼だけではなく、電力にも見られる。電力については春委員が一番分かっているが。なぜこのような状況になっているかと言うと、日本の企業が近年ほとんど設備投資を行ってこなかったためである。その影響で、総合電機メーカーの電力機器部門はメインテナンスできなくなり、リストラを進めざるを得なくなってしまった訳である。ところが今、そうした部門に物凄く受注がくるようになってきている訳である。それはどこからきているかと言うと中国や、先程申し上げたOPEC等である。もっとも、そうした大量の注文に応えられるだけのメーカーはもうないのである。あってももう10年位製造を行っていない。深刻なのは例えば米国が原子力開発を行う場合で、色々な対応策を含めると本当は日本が技術的には一番先進的なのだが、ところがそこに人がいない。結局、総合電機メーカーの経営者としては、非難する訳ではないが、「選択と集中」を間違ってしまったのではないかと、私はそ

う思っている。要するに、かつてリストラを選択した部門が今儲かるようになっているのである。逆に経営資源を集中した部門は、IT分野で過当競争にあり、先程から話に出ているような大騒動をやっている訳である。一方で色々な造船会社が合従連衡をやっている。合併したりSPCを作ったりしている。ちょうどそうした動きが一巡した時に造船ブームが起きた。そうなるまでこれまで真面目にずっと本業を続けてきた重厚長大産業が今ブームに乗って非常に儲かるようになっている。例えば、鉄鋼会社のようにずっと合理化を繰り返しながら頑張ってきたところは、コアテクノロジーが残っているし、設備も残っているので、先程おっしゃった価格支配権を持っている。その結果、幾らでも儲かってしまう。だけれど途中で精も根も尽きた人は、ダイベストしてしまったので、今度はダイベストした部門を本業にしなければならなくなっている。要するに一言で言うと残存者利益を享受する企業が出ているということである。

福井議長

造船会社からまた古い設備を買い戻して使おうとしている。

福間委員

例えば、電力製造機部門などは皆リストラすることを「選択」した方だからどの企業も放り出した訳である。そうすると残された何社かが集まって合体会社を作るのだが、そこへは研究開発費がほとんど入っていないので、スタグナントな状況となっている。一番伸びるところが放置されているという変な現象が起きる。なぜ需要が伸びているのに、GDPが伸びないかというのは、要するに供給力がないためである。重厚長大産業の中でも自動車のように増設をしているケースもあるが。

岩田副総裁

もしその重厚長大がボトルネックがあって、しかも能力増強投資をしないということだと、要するにやはり回復力が弱いということになる。

福間委員

おっしゃるとおりである。だけれど彼等はいつかもここで申し上げたように能力増強というのはもうやりたくないと思っている。私自身はいつか爆発すると思うが…。

福井議長

今度の短観で幾らか答えが出るか。

福間委員

おっしゃるとおりだと思う。重厚長大の設備投資でも出ないと生産は大きくは伸びない。

福井議長

他に論点がなければちょっとここでコーヒブレイクに入りたいと思う。

水野委員

一つだけ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

水野委員

今の話とも関連するのだが、色々な意味で今二極化が起きている。レーバーマーケットもそうであるし、企業は良いけれど家計は悪い、家計でも負け組、勝ち組があり、企業でもある。二極化に対して金融政策で何ができるかという議論——本当は私は二極化に対して金融政策ができることはあまりないと思うのだが——、あるいは構造改革と金融政策との調和と

言うかコラボレーションに関する議論を金融政策決定会合の場で機会があったらやった方が良いのではないか。そうしないと強いところは強い、弱いところは弱い状況下で、弱いところに合わせて政策運営していくと政策になかなか自由度が出てこないということになってしまう。これは構造改革が完全に終わったアメリカなら良いのだが、日本みたいに改革途上にある場合、難しい問題である。

福井議長

それではコーヒブレイクにする。

(10時38分中断、10時48分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

宜しいか。お揃いなので議論を継続したいと思う。金融政策の運営、つまり次回の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。改めてお一方5分ずつ程度を目途に発言して頂ければと思っている。最初に武藤副総裁から願います。

武藤副総裁

まず、結論は先程申し上げた経済・金融情勢についての判断を踏まえ、金融政策運営は現在の調節方針を続けることで良いかと思う。そのうえで、最近の金融市場動向との関連で多少付け加えたいと思う。金融システム不安が一段と後退する中で、市場の資金余剰感が強まっていて、オペの札割れがかなり発生している。こうした状況を受けて、現在の当座預金残高目標について前回、前々回の会合でも若干の議論があったが、最近は、特に市場でも大変大きな注目を集めている。昨日の金融市場局長からの報告によれば、3月上旬に掛けて大幅な資金不足が見込まれるということと、そういう状況でも資金供給面での難しさがこれまで以上に強まる可能性が

あるが、調節運営面での工夫によって、現行の 30 兆円～35 兆円程度という当座預金残高目標の下限は断定的には言えないにしても、何とか維持可能ではないかということであった。私も引き続きこの目標を堅持することが適当であると思う。もっとも、現在のディレクティブは、元々目標レンジに「程度」という言葉が付いている。現在の枠組みは、その意味で上下に若干の糊しろを持った枠組みであると言えるかと思う。従って、市場局の最大限の努力を前提としたうえで、なお 30 兆円を多少下回ることがあったとしても、勿論その程度には自ずと限度があると思うが、それはディレクティブに沿った調節運営と言って宜しいのではないかと考える。そうした考え方に立って、最初に申し述べたとおり、現在の調節方針を維持すると考えれば良いのではないかと思う。

また、今後のペイオフ全面解禁後の対応が色々取り沙汰されているが、4 月以降、金融機関の流動性需要が一段と減少して資金供給がさらに困難になる可能性が考えられる。この場合、資金供給面でどのような対応があり得るかというのが大きな論点になるが、私としては、現段階では様々な不確定要因があるので、踏み込んだ議論を行うことは適当ではないのではないかと思う。今の時点で言えることは、実際の金融市場の状況やオペのパフォーマンス、さらにはこれは非常に重要なのだが、景気動向なども確認しながら、今後慎重に検討するという事に尽きるのではないかと思う。なお、今回の我々の決定については、市場やマスコミを含めた一般の関心が特に高いように思われる。総裁の記者会見等の場を通じて、日本銀行としての当面の金融市場調節方針に関する考え方を市場や国民に対して丁寧に説明していく、これは毎回言われることだが、特に今回は従来にも増して重要なことではないかと思う。以上である。

福井議長

岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

私も結論から申し上げますと、現在の政策を継続する、変化しないということでは宜しいかと思う。一部に札割れが続いているので当座預金残高の目標額を下方修正していくことが望ましいのではないかというご意見もあるようだが、現在の景気の局面、あるいは少し先行きを見ても、回復力の強さという点で、私はややデフレを克服というかコアのCPIの上昇率を安定的にゼロ以上にするのに力不足になるリスク、つまりアンダーシューティングしてしまうリスクが存在していると思っている。そういう条件、状況のもとで当座預金目標を引き下げるということは、やはり引締めであるという解釈を生む余地があると思う。これは勿論、説明の仕方にもよるが、早過ぎる引締め転換というふうに理解されるリスクがある。それから将来再び量的緩和政策を活用しなければいけないということも念頭に置きながら政策運営というのはやるべきだと思う。ということで、量的緩和政策の枠組みを変えないということだけではなしに、目標額自体を引き下げるということに対しては今の状況で少なくともベストの対応とは言えない。むしろベストの対応は量的な目標値自体を維持するということが積極的な意味を持っている時期だと考えている。ただ、最近の短期オペが困難になっている一つの理由として、これは前回申し上げて、実は財務省の方でFBの発行額を若干削減して頂いて大変有り難く思っているが、少し長い目で見てもこの借換債の前倒し発行ということが基本的な要因で、政府預金余資が去年の1月と比べて今年の1月は12.6兆円も増加している。2月はもっと増加しているのではないかと私は思う。この先もやや増加していくということが見込まれて、来年も——これはまだ本当は分からないのだが——1兆円位また増えるかもしれない。そうすると益々短期オペがやりづらくなってしまふ。これはやや技術的な問題ではあるのだが、困難が増してくるということになる。金融調節に関する専門家のワークショップなどの報告を事務方から頂いて読んでいるが、日本の場合には日銀券の還流の度合いの振れ、それから財政資金の振れというのが他の先進国と比

べて極めて大きい。特に財政資金の方はアメリカと比べても4倍位ボラティリティが高いということがあり、もう少しボラティリティを小さくしていく工夫はないのか、つまり言葉を変えて言うと、政府資金の効率的な運用という観点から、もう少し考えていく余地はないかと思っている。これは少し長い目で見ても課題なのではないか。現在も重要だと思うが、少し先を見ても重要な問題だと認識している。現在の札割れに対する対応としては既に金融市場局の方でやっていることだが、短期オペの期間を少しずつ延ばしていく、1年までということを考えればまだ余裕があるのではないかと思う。それから札割れは価格にもよるので、場合によっては今1/1,000%でやっている訳だがゼロにしてしまうということもあり得るのではないか。それから私は前にも申し上げたことがあるが、長期国債の購入額ということについて弾力化するという、これが季節的なものであれば弾力的に運用するということがあっても良いのではないか。年で14.4兆円だが、一時的にプラスマイナス、例えば3兆円というようなことを考えても良いのではないか。これは下の方もフレキシビリティがあった方が良く思う。少し長い目を見た場合、当座預金残高を引き下げることが先に議論するのか、長期国債の方を議論するのかというのは、これはある意味で政策選択の問題であって、その際の選択の幅はなるべく広げておいた方が良いのではないかと思う。それから現在、日本の長期金利というのがアメリカ以上にまさにデータ・ディペンダントになっていると思う。つまりマーケットの方は景気の回復力の強さと、それからデフレ脱却がいつ頃が目途になるかということウォッチしているということかと思う。回復の持ち直しがもう少し明確になってくるということになれば、次第に金利の方も今寝てしまっているイールド・カーブがもう少し起きてくるのではないかと期待している。以上である。

福井議長

福間委員から願います。

福間委員

まず最近の短期金融市場の動向を見ると、本行の資金供給オペの札割れ頻発が示すように、極めて資金余剰感の強い状況である。先行きについても、金融環境の改善に加え、ジャパン・プレミアムの縮小や大手行の合併に伴う当預需要の減少も見込まれることから、資金の余剰感が一段と強まると予想する市場関係者が多い。ただ、前回会合でも申し上げたように、ゼロ金利のもとで少しでも安心有利な運用先を求めるという預金者のペイオフ対策もあって、銀行システムから資金が流出していく動きが見られる。例えば毎月分配型投信の純資産額について見ると、外貨建てのグローバル・ソブリン・オープン型を中心に過去1年間で60%以上の大幅な増加を示し、本年10月末には10兆円になっている。また、個人向け国債の販売も好調である。因みに、新聞報道によると北陸6行では、個人預金が投信等にシフトする動きがグローバル・ソブリン・オープンを中心に目立ち始め、昨年比50%の増加、預金に対する比率も10%を突破したと報じられている。大勢には影響ないと思うが4月のペイオフ全面解禁を前にして、こうした資金の移動は、他の地方でも見られると言われているので留意しておく必要があると思う。

当面の金融調節方針としては、少なくともペイオフ全面解禁までは銀行の流動性リスクへの対応に万全を期すという趣旨から現行の30~35兆円程度という当座預金残高目標値を維持することが適切と考えている。札割れが頻発し、今後3月上旬に掛けて大幅な資金不足となる中で、新聞紙上等で本行が当座預金残高の目標割れを一時的に容認すること等を検討し始めたと報じられている。しかし、そもそも札割れは今に始まったことではなく、11月以来継続的に発生しているし3月の法人税揚げについても大幅な資金不足は何も今年に限ったことではなく、例年見られる訳で、外から見ればそうした大きな資金需給の流れを把握したうえで本行が日々の金融調節を行うと考えられていると思う。加えて、手形と国債買現先のオペ期間は1年まで可能であり、その点はまだ余力もある。こうした中で金融環境の変化と実体面とのリンケージなしに単に金融調節上の問題を

理由に、現行のディレクティブを変更することになれば、それは本行のクレディビリティを損なう惧れがあり、また、いたずらに長国買入れ枠増枠の声を強め、結果として財政規律に対する市場ならびに国民の不信感を高める可能性がある。以上を踏まえると、毎回申し上げているとおり、執行部としてはまことに骨の折れる仕事とは思いますが、持てる手段をフルに活用して現行の目標値に基づく金融調節に努めて頂きたいと思う。ただ今、実体面とのリンケージと申し上げたが、金融環境の改善が続き、それを反映し、銀行の流動性リスクが低下しつつある中で、先行きペイオフ全面解禁を経て金融システムの安定化が確認された場合には、タイミングを見極めながら目標値の見直しを行うべきという考え方には些かも変更はない。すなわち、その場合には本行が過去、金融市場の安定確保に配慮し追加供給した部分の当預残高を状況に応じて慎重に減額するとともに、3条件が満たされるまでは量的緩和政策の枠組みは堅持しつつ、デフレ脱却を目指すべきだと思っている。市場実勢にあわせてリアクティブに動くことになれば、一部に懸念されるような短期金利の跳ね上がりという事態も生じないと思う。こうした考え方について、これまでの目標値引き上げの理由付けとの整合性が取れないとの声が依然として根強くある。しかし、前回指摘したように2001年9月から2003年5月の引き上げのステートメントにおいては、金融市場の安定確保をその理由として明記してきた訳である。今、我々として取り組むべきことは、銀行、企業の努力もあって幸いにも量の拡大によって金融システム不安に対処する時代は去りつつあること、今後は潤沢な資金供給と時間軸効果によって、結果としてゼロ金利を維持し、ゼロ金利を通じて依然としてバランスシート調整過程にある一部の企業や銀行を支援し、格差問題の解消に資することで経済の活性化と、ひいてはデフレからの脱却を目指すという、いわば量的緩和政策本来の姿に戻っていく必要があると思う。このことを時間を掛けながら丁寧に説明していくということではないかと思う。札割れ頻発に対して下へのなお書き対応といった一時的、技術的な方策で応えることは、本行として事の本質を見誤る危険性があり、市場を一段と混乱させる可能性さえある。当預需要が

減少していることは、それだけ金融システムが安定化しつつあることを示しており、まずはこの点についての認識を揃えたうえで議論していく必要があると思う。

なお最後に、金融政策に関する情報発信に関して一言申し上げたいと思う。言うまでもなく、金融政策を円滑に実施していくためには市場との対話が不可欠である。その市場との対話を行うツールとして重要なのは、一つは日々の金融調節、オペであり、今一つはステートメントや議事要旨、各種講演、記者会見、オンレコ等を通じた情報発信である。このうち、後者の情報発信については9人のボードメンバーが相互のバランスと情報発信のタイミング等を計りながら行うべきものと認識している。そうでなければ中央銀行としての公正中立な立場を維持することは困難となり、結果として市場を混乱させる危険性があるからである。このため、政策委員会室が各ボードメンバーの講演や会見の頻度、あるいは日程等の調整を行いながら全体として公正中立な情報発信が行われるように管理するという重大な役割を持っている。聞くところではBOEでは各委員が自らのパブリシティを意識して発言することはないよう、その情報発信には細心の注意が払われているとのことである。また、FRBでは透明性向上のため、説明責任はステートメント、議事要旨、講演、議会証言を通じて果たすことを基本に据え、単に手柄が欲しいだけの記者に利用されることのないよう、メディアと一線を画していると言われている。いずれも中央銀行としての公正中立性を保ちながら、透明性の向上を図ることが市場との対話では重要との考え方に基くものと理解している。翻って、本行が関わる最近の情報発信の有り様を見ると、ボードメンバーの間でバランスや情報発信の内容、タイミングについて些か疑義がある、それ故に本行の公正中立な立場を揺るがしかねない情報発信が続いていることは、まことに遺憾だと私は思っている。先週の木曜日の日経新聞で、本行が当預残高が月平均で30兆円となるように金融調節を行うという新たな方式の検討に入った旨報じられたが、このMPMの場で提案、議論もなされていない事柄が具体的な形で報道されることは、MPMでの自由な意思決定を妨げるものであ

り、コンプライアンスにも抵触しかねないと憂慮している。量的緩和政策の今後の在り方が問われ、本行の情報発信が注目を集めている現状においては、円滑な金融政策運営を確保していくためにも、従来の如く政策委員会室が交通整理を行いながら適切な形で情報発信がなされていくことを切望する。以上である。

福井議長

次は中原委員、お願いします。

中原委員

結論として申し上げますと、現在の調節方針維持が必要であると思う。調節にかなり負担が掛かっているが、引き続きマーケットの地合いを十分踏まえてオペのタイミング、あるいは手段、期間の選択等を機動的に行いながら30～35兆円の目標レンジ達成に努力をお願いしたい。市場の一部では目標レンジの下限引き下げの議論がかなり活発に行われているが、敢えて現在の目標を堅持する理由として四点程挙げたいと思う。まずはやはり岩田副総裁がおっしゃられたとおり、理由、方法はいずれにせよ、これまで目標増額を実体経済のさらなる悪化を抑えるための追加緩和として説明してきた事実があり、そのうえに立つと、下限の引き下げは、手法如何では引締めと見られる懸念があるということである。それから二番目は、やはり景気が今、かなり長期の踊り場にあり、過去3四半期にわたり実質マイナス成長となった現実を踏まえる必要があること。三番目は、これも皆さんがおっしゃったが、ペイオフ、期末というイベントを目前に控えていること。それから四番目は、量的緩和の短期金融市場に対する副作用の議論がかなり盛んであるが、これは見方を変えれば本来、量的緩和政策の目的そのものとも言える訳であり、ここにきて改めて議論すべき状況に立ち至っているとは思えないことである。最近の金融環境を見ると資金需要は引き続き弱いですが、不動産取引やそれに関わる資金需要に動意が出てきているし、景況感の停滞にもかかわらず設備投資意欲の底堅さがある。また、

資金供給側の資本制約の後退がはっきりしており、銀行の貸出環境は緩やかながら改善を続けているのは事実である。その結果として、当然ながら貸出残高のマイナス幅縮小は緩やかに続いている。株価も底堅く、長期金利もレンジ相場のもとで基本的に安定している。こういう意味で金融面から実体経済面へのサポートは強く働き始めていると言って良いと思う。しかしながら、デフレ解消のタイミングは未だ明確ではなく、また、中長期的な我が国経済・財政の構造問題についても、その解決のシナリオは現実的なものとして描き切れていない。こういう状況のもとでは、やはり現在の緩和スタンスをなお根気強く続ける必要があると思う。勿論、4~6月を展望すると資金需給の状況如何で現実の目標達成が不可能となる事態も想定できない訳ではない。その蓋然性が高まる場合には、最小限、ディレクティブの表現を修正する必要があるかと思うし、そのような事態に備えて論点の整理、理論構成、分かりやすい説明手法などを予め検討しておくてはならないのではないかと思う。

また、当座預金残高の動向は単なる資金需給のみならず大手銀行のALM、あるいはROAに関する経営上の考え方が大きく影響を受ける訳であり、今後、金融市場局、考査局を通じての各大手銀行の経営レベルからのヒアリングも少し強化しておく必要があると思う。また、その結果に基づいて、景気の動きに沿った幾つかのシナリオ分析もしておくべきであると思う。今後やむなく調節方針とディレクティブの修正をどうしても行わなければならないような事態に立ち至った場合には、量的緩和の枠組みの変更ではなく、あくまでテクニカルな修正と呼べる範囲内で行われるべきであると思う。こここのところ札割れという現実のもと、市場では「量的緩和はそもそも無効である」、あるいは「量的緩和の副作用がある」、「量的緩和は既に目的を達成してしまったのではないか」という議論も多いが、これらは本質的な部分で全く次元の異なる議論であり、このような議論は勿論無用ではないが、既に議論を行うタイミングは過ぎてしまった、あるいはまだそのタイミングではないと思う。また、現実の景気実態に合わせた段階的引き下げ論もあるが、これは現実になかなか難しい面があると考え

ている。

むしろ景気回復に一定の進捗が見られる現状のもとで議論すべきは、これは金融政策の目的ではないという当然の反論があることは承知しつつも敢えて申し上げると、やはり先程水野委員もちょっとおっしゃられたが、今後の構造問題の取組みの中で金融政策がどのような役割を果たしていかなければならないのか、その効果と限界という点ではないかと思われる。

福井議長

須田委員、お願いします。

須田委員

最近のオペ環境については、益々札割れが常態化している。こうした中、当座預金残高目標の維持ができるかどうかの山が3月初旬に到来することである。これまでのような市場のニーズを勘案したオペ種類の選択、オペ期間の延長等の工夫に加え、FB発行額の減少や年度末を控えた金融機関の動きもあって、過ぎて見れば結果としてターゲット・レンジを割り込まずに済む可能性もある。もっとも、そうかと言って、執行部に頑張れとだけ言うのは無責任であるので、ボードとして考え方を整理し、なにがしかの対応策を用意しておく必要があると考えている。具体的な対応策としては、景気が踊り場にあること等を勘案すれば、現在のディレクティブを変えず、最小限の技術的な対応をもって現行の政策を維持するのが良いのではないかと思う。なお書きの修正を行う方法もあるかもしれないが、なお書きの修正とて、ディレクティブの修正である。修正への過剰反応の可能性を勘案すると、現行のディレクティブに既にある「程度」の利用が良いのではないかと考えている。「程度」の利用は既に昨年9月末に行っている。また、「程度」の利用については、昨年7月の金融政策決定会合の場で、私は「ディレクティブには程度という言葉が付いているので、仮に一時的に30兆円を割り込むようなことがあっても、ディレクティブ違反ではないということを確認しておきたい」と申し上げた。そ

れに対して福井総裁が「敢えて確認という程のことではなくても、そういうものではないかと思う」、あるいは「技術的な理由による未達まで絶対駄目だということでは本来はないであろう」とおっしゃった。今回のようにディレクティブを守るべく札割れを厭わず様々な努力工夫をしたものの、結果として30兆円を守れなかったとしたら、それはまさにこのような場合に当たるということではないだろうか。執行部の説明を聞く限り、3月初の山は、「程度」を利用すれば乗り切れるのではないかと考えている。従って、次回の金融政策決定会合までの金融政策運営についてだが、30兆円を一時的に割り込んでも良いことをボードメンバーで共有したうえで、現状維持で良いと考えている。

なお、マスコミ報道等によると、あたかも行内で検討が進んでいるように言われている案、つまりターゲット・レンジについて「均して見て」という平残の概念を持ち込んでどうかという案だが、幾つか問題があると思っている。つまり、なお書きの修正も必要となるので、微調整とは言えないこと、また、平残の期間を決定会合に合わせるとかなりばらつくこと、資金需要の振れへの十分な対応策にはならないことなどである。

さて、今回の山を「程度」を利用して凌いだとしても、先行きを展望すると、「程度」の利用だけでは凌げなくなることも考えられる。金融システム不安の後退や円転コストのマイナス幅の縮小などによって金融機関の当座預金ニーズが減退し、国債発行の増加や税収の増加といった政府の要因で日々の資金需給の振れが過去に比べて大きくなっている状況下で、オペによる資金供給が難しくなった時に、どのようにして量的緩和政策の枠組みを維持するのかを考えなくてはならない。一つの方法は、「程度」の範囲内でしか日銀当預を30兆円以下にすることは認めない、というものである。その場合には、ターゲット・レンジを守るために何らかの手段を用意する必要がある。真っ先に思い付くのが、長期国債買入れの増額である。しかし前回会合でも申し上げたとおり、長期国債買入れの増額は有効な選択肢ではないと考えている。金融機関ではもはや従来程には流動性を必要とせず、金融機関側がオペの取捨選択をしていると言われているよう

な現状では、長期国債買い切りオペ自体が札割れすることはないとしても、その分、その他のオペの入り具合が悪化することが考えられ、根本的な解決策にはならないのではないかと思う。また買い入れをレギュラーに行っている現状の方法の中で多少増額したところで効果はあまりない。ターゲット・レンジ維持のためには、数兆円という大ロットの買い入れを機動的に行う必要があると思われるが、この方法では本行の裁量が大きくなり、市場を歪めかねないのではないかと思う。さらに、本行のバランスシート上、流動性負債に比べ長期の資産を持ち過ぎると、正常化の過程で、長期の資産を売却せねばならず、市場への影響等を勘案すれば調整を難しくする可能性があると考えている。また、レート刻み幅を切り下げるとか、オペ金利の下限を0%にするとか、手形の期間を1年以上まで延ばすといった方法は、市場機能をさらに一層壊し、短期金融市場も完全に壊すことになる。また、長期国債買い入れと同様に根本的な解決策にはならないのではないかと思っている。

それでは、当座預金残高目標を引き下げてはどうかという考え方もあるが、これまで当座預金残高目標の引き上げについて、「金融緩和である」という説明を行ってきたこともあり、景気が踊り場である限りは、なかなか潤沢な資金供給を限界的に減らす技術的なものであると理解してもらえないのではないかと考えている。従って、ペイオフ完全解禁後でも、景気が足踏みしている間は、その他の方法を模索する必要があると思っている。今次金融調節においては、レンジをフルに活用して調節をしてきたと昨日説明を受けたが、資金需給の大幅な振れに対応するということから、レンジを上下に拡大するのも一案だと思われるが、これとて平残と同様に抜本的な対応策にはなり得ない。いずれにしても、この先の対応については、景気動向と金融機関の資金ニーズを踏まえつつ、皆さんと引き続き議論させて頂ければと思っている。以上である。

福井議長

水野委員、お願いします。

水野委員

まず、資金余剰の局面の評価についてだが、札割れが発生することは量的緩和の枠組みの宿命かなと思ってみている。現行の枠組みはご案内のとおりであり、民間銀行が日銀に積むべき所要残は6兆円弱だと思うが、これを遥かに上回る金額を積んで頂けるようなインセンティブを与えていく調節をやるという、非常に難しいことを本行の担当部署にお願いしているということである。ただ、量的緩和は必要に応じて資金量を決定するという訳ではなく、あくまでもデフレ克服ということが見えるまでは本ディレクティブの数値を変えることは良くないと考えている。従って、結論から言うとオペのパフォーマンスが悪いことを理由に目標を下げる、あるいはディレクティブを変えた今この段階では取られる可能性があるのも、今回は現状維持で良い。今後の課題として、この場で議論させて頂きたい話としては、いずれ金融市場調節の微調整が——先程も福間委員からもあったように——議論になってくると思う。その時に技術的な微調整の考え方は国民、政府、短期金融市場以外の市場参加者の方からなかなか理解を得られにくいと思う。短期金融市場の方からは目標にあまりこだわらずに柔軟にやって欲しいという要望はあるが、同じ金利のマーケットでも債券市場の方は、ややもすると量的緩和解除の一步というふうに取りがちであって、債券アナリスト、エコノミストでさえ理解があまり十分ではなく、短期マーケットについていっていないということだと思う。もう少しこの議論は深めていく必要があるのかなと考えているため、今回は現状維持で良いと考えている。もう一つ大事な点は、技術的な理由にしろ一旦ディレクティブを変えた場合には、二の矢を用意しておかなくてはならないということである。必ずディレクティブ変更後直ぐに次の手は何だということを言われるはずだ。この用意がない中で議論を進めていくのは戦略としてあまり良くないと思うので、これを考えておく必要がある。また、政府に対しても理解を求めていく必要があり、特に一つのやり方として国債買入れオペを増やしたらどうかという議論は当然ある訳であるか

ら、なぜそれをしないのかを説明すべきである。私は須田委員と同じように今、国債買入オペを増額することに反対であるし、これを年間2兆円増やしたところで直ぐまた札割れが起きてくると思う。この微調整、技術的な問題の理解は、政府、国民にはなかなか難しいと思うので、せめてマーケット参加者と政府には理解を得てからでないとい今のディレクティブを変更することについてもちょっと慎重にならなければならない。これからもう少し議論を詰めていく必要があるのかなと考えている次第である。それから、量的緩和の解除という話について、少し長い話、先の話だと思って聞いて頂ければ良いと思うが、私自身どういうふうに考えているかというと、前々から量的緩和政策にしろ、どのような金融緩和政策にしても、必ずイグジットがあるものだと思ってみている。それから金融政策の最終目標は何かと考えて頂くと、これは持続的な景気回復と物価あるいは通貨の安定ということに尽きるのではないかと思う。そうした場合に2003年10月10日に日本銀行が決定した量的緩和解除のいわゆる3条件は、私の頭の中では、中間目標であり、マネーサプライ・ターゲティング、インフレ・ターゲットと同じように自分の政策を縛っていくことによって政策効果を出していくものだと思っている。恐らくこの量的緩和の枠組みというのはゼロ金利政策の時間軸効果をより強めるためにやっているという意味では、その手を縛ってやっていくということだと思う。ただそれを永遠に続ける訳ではないし、物価が安定的にゼロになることが最終目標でもない。CPIは一つの物価指標に過ぎない。3条件を変えるという意味ではないが、もう少し景気の持続的な回復が展望できたところでは政策の枠組みを変えていくというメッセージを、打ち出していった方が良いのではないかと思う。以上である。

福井議長

植田委員、お願いします。

植田委員

引き続き景気判断としては、ソフト・パッチの中で緩やかなデフレ傾向が続いており、インフレ率が安定的にゼロ以上という当面の目標にはまだ距離があるということで現状維持で調節は宜しいかと思う。皆さんが色々お触れになったので、私は細かい点を避けるが、一、二、似たような話をさせて頂く。今回の当預目標を場合によっては修正するという論議をみると、中原委員、福間委員がおっしゃったが、やはり外部とのコミュニケーションという点でややまずい点があったのではないかと思う。情報発信には、我々は細心の注意が必要であると思う。特に近い将来のMPMで議論になりそうな金融政策、調節の具体的な姿について外部への情報発信は非常に慎重にすべきだということだと思う。その理由もはっきりしていて、そういうことがかえって我々の政策選択の余地を狭めてしまう。また、何かやった時、あるいはやらない時の政策の影響を歪んだものにしてしまうということだと思う。それはそういうことで注意していかないといけないと思う。それから今後を睨んだ場合に、どこかでオペを通じて現行の目標を達成することが今以上に難しくなるという可能性はゼロではない訳だが、私が思うには、そういう場合も当預目標を本格的な出口の前で削減するということのメリットはあまり大きくない、ということである。ただそれでも、オペ負担、あるいはさらに何か違う手段を使って無理にでも当預目標を達成していく等との比較で冷静な議論が必要になれば、そういう時期に手際良い議論を行うということだと思う。それから最後に水野委員が今おっしゃった点だが、このところのMPMでの議論を聞いていて感じるのは、単に現行枠組みのイグジット、あるいはそこまでの道筋という問題だけではなくて、その先の姿についても何らかの形で若干のコンセンサスが我々の中で必要ではないか。勿論これはイグジットが近いとか、イグジットを早めるとか、そういう目的のためにやるのではなくて、現行、足許の議論をより精緻なものにするという意味でも重要なことだと思う。ただ、その点に関して少し具体論に踏み込んだ場合に、単純に景気の持続

的な回復、拡大ということで宜しいかどうかは議論の必要があるかと思う。
以上である。

福井議長

最後になったが、春委員から願います。

春委員

申し上げる。ペイオフ解禁を控えているが、金融システム不安の後退から短期の金融市場における資金需要は邦銀、外銀ともに後退しており、2月初めにはオペ期間の長い8か月物でも札割れするなど、引き続き札割れが頻発している状況である。一方、1月24日に公表した12月の議事要旨等に関連して、本行が量的緩和政策の枠組みを維持しながら何らかの形で当座預金残高目標を実質的に引き下げるのではないかとの見方も一部に見られているようである。こうした中で、当面3月上旬の資金不足時における当座預金残高目標維持の難しさが懸念されるが、私としては当面、少なくともペイオフ解禁後の推移を見極めるまでの間、なお書きを含めて30兆円～35兆円程度というこれまでの調節方針を継続し、潤沢かつ機動的な資金供給を堅持する姿勢を明らかにすることが良いと思う。金融調節に当たっては一層苦勞が多くなると思うが、引き続き努力をお願いしたい。また、3月上旬の資金不足時等に応札状況等によって、万一30兆円程度の下限を維持することすらできなくなった場合には、この心配は恐らく不要なのだろうと思うが、極力早期に30兆円程度の水準を回復させることによって量的緩和政策堅持の姿勢を示すことが必要と思う。

前回の会合でも申し上げたが、今後ペイオフ解禁を契機として日本の金融システムに対する信認が確保され、金融市場の流動性不安が一層後退していく場合、現在の当座預金残高を維持している効果あるいはメリットと、副作用あるいはコストとのバランスにさらなる変化が生じることも考えられる。量的緩和政策による潤沢な資金供給と結果としてのゼロ金利の維持という枠組みは堅持しながら、市場の状況に応じ、あるいは景気動向を

勘案して当座預金残高目標を見直すことについて、具体的な進め方や説明方法などを含めた課題については慎重な検討を続けることが必要と思う。以上である。

福井議長

当面の金融政策運営のあり方について、各委員のご意見を拝聴した。現在の経済・物価情勢、それからその先行き見通し、この点については先程共有したとおりが、そうした認識を背景に踏まえれば皆さんの共通する意見として、次回政策決定会合までの金融政策運営方針としては、現状の30兆円～35兆円程度という当預残高目標を維持しながら緩和効果の浸透を図っていく。つまり政策の基本的スタンスはノーチェンジということで意見の一致があったと思う。それから市場において経済の先行きに対する不確定要素が次第に薄れ、就中金融システム不安が後退する中で、流動性需要が後退し始めている。現象的には日本銀行のオペレーションのオファーに対して札割れが頻発するというような状況が出てきているということについても、議論を頂いた訳だが、この点についても私が受取らせて頂いた皆さん方の共通する認識としては、この先さらに景気の動向が本当にどのような方向として確認できるか、そしてペイオフ解禁後の金融システム安定度合の深まりということを十分確認する。そうした大きなバックグラウンドのもとに、市場の中における技術的なアジャストメントというものが冷静に考えてどのように位置付けられるのか。そこになにがしかの手当をするということの利害得失がきちんと判断できる時期がくるのか、こないのか。そこを冷静に見ていこう、こういう点では恐らく意見に相違はなかったという感じで受取らせて頂いた。そして当面、至近距離で資金需給的に見て不足のピークになる3月上旬を目掛けてのオペレーションの困難度合いが高まる、この点も共通の認識だが、金融市場局長の昨日の説明にもあったとおり、オペレーションのさらなる工夫でこれは何とか乗り切っていける可能性が強いということなので、そこに信頼を託するというのが基本スタンスではないかということだったと思う。資金需給

というのはご承知のように、月々の振れ、ウィークリーな振れ、そしてデイリーな振れ、あるいはデイトムにおける振れというものも全てを事前に予測できる訳ではないところがあるので、如何に天才的な能力を発揮してオペレーションを行っても締めてみればどうかという部分はなお残る訳で、そこまで厳格にパーフェクトゲームをやれというのは、須田委員のおっしゃるとおり、政策委員会のディレクティブとしては現状を踏まえたディレクティブにはならないということも事実だと思うが、その可能性が非常に少ないということなので、基本的には金融市場局のオペレーションに信を託す。しかし、それでも万々、絶対起こらないということはない訳で、それが起こった時にどうかというのは、まさに須田委員のおっしゃったとおり我々のディレクティブは30兆円~35兆円程度ということなので、一番大事なことは春委員がおっしゃったとおり、それはもう極力早期に回復させる、これはまた市場調節の腕前の発揮のしどころな訳で、そこにも改めて信を託す、それが「程度」ということの読み方ではないかと思うが、そういう認識をこのボードメンバーで共有できるかどうかということだと思う。そういうものだという価値判断を共有できれば、3月初めの問題はクリアできると私は思うが、改めてこれを議案で確認することではないと思う。恐らく須田委員もそこまではおっしゃっておられないのだろうと思うが、その点、確認できるかどうか。特にご異議がなければ確認させて頂いたということに取り敢えずさせて頂ければと思う。追加的にご意見があればお願いしたい。

それからコミュニケーションのあり方について植田委員、福間委員の方からご意見があつて、コミュニケーションの難しさというのは本当に何かこう、定義的にこういうやり方であればパーフェクトというふうにはいかない難しさはあるが、この場、あるいはこの場を離れてもボードメンバー相互間で望ましいコミュニケーションのあり方につき繰り返し議論していきたいと思っている。私自身がボードのチェアマンとして議事をチェアし、そして皆さんの意見を最大限活かして最高の結論に導いていく、そういう立場で敢えて申し上げさせて頂ければ、皆さん方が普段分析され、物

を考えられ、様々な結論と意見を持たれた場合に、そういう素晴らしい知見はやはりこの場でまず出して頂く。それを出発点にしてここでクリエイティブなプロセスを作っていきたいというのがチェアマンとしての私の贅沢な願いである。せっかくの知見がここでの議論に付される前に外に出てしまうと、それはやはり残念だけれどもその知見はノイズに化す、あるいはジャンク化するということで、ここでの議論の創造的過程にやはり翳りが生ずるというリスクが非常に大きいし、私が最大限に努力しても一旦ノイズ化した情報を宝石に磨き上げるというのはなかなか難しいという気がいつもしている。私の言っていることが正しいかどうか分からないが、そんなことも頭に置いて頂いてコミュニケーションの議論はさらに深めて頂ければと願っている。

武藤副総裁

コミュニケーションの議論で宜しいか。

福井議長

どうぞ。

武藤副総裁

福間委員の話はまことにそのとおりであり、適切かつ正当なご指摘だと思う。オペによる方は問題ないと思うが、いわゆる口頭による情報発信、これも総裁の会見や国会、あるいは講演や講演時の会見は事実上ほとんど問題ないと私は理解している。問題は時々行われるオンレコ会見、あるいはオフレコ会見である。オンレコばかりではなくオフレコ会見や、民間の方との接触も、実は案外と重要なのではないかと思う。もうほとんど付け加えることはないが、一つは、あくまでも一般論として申し上げれば、オンレコ会見は福間委員ご指摘のとおり、政策広報担当のもとでやはりきちっとやって頂くのが一番良いかと思う。一方、その他の部分については、最終的にはそれぞれの高度なお考えでやるしかないのだろうが、ただ言え

るのは色々な意味で意外と大きな影響を与えているように思う。結局、植田委員もおっしゃったように、せつかく何かやるとかやらないとかということがこの場で決まった時に、雑音として残るとということが最も我々が心配するところなので、これはまさにそれぞれが自分で考えてやっていくということだと思う。付け加えるとすればその程度である。基本的には福間委員のおっしゃるとおりだと思う。

福井議長

調節の方針とコミュニケーションとそれぞれについて意見はあるか。

福間委員

コミュニケーションか。

福井議長

いや、どちらでも。調節の方針についてでも構わない。

福間委員

まだ日にちがある訳だから、あまり「程度」の部分を強調する必要はないと思う。「程度」は「程度」で、要するに含みを持たせた「程度」ではないということだ。本行としても準備期間は十分あった訳だし、色々な場面に直面するといっても読めるものは読むというのが、金融市場局長には悪いが仕事ではないかと思う。見えるものはきちんと見据えて、テクニカルには如何ようにも対応していく。ただ、見えないものはどうしようもない。突然何か起きたというのはこれはしょうがないが。

福井議長

突然何かという話なのである。

福間委員

然り。ただ、例えば税の問題などと言うのは「見える部分」である。

福井議長

3月初めにはもたなくなるだろうと言って、何かこうキャッチャーミットを構えるというそういう筋の話ではない。

福間委員

然り。

武藤副総裁

これは全くニュースベースの話だが、この話が如何にも起こることがほぼ予見されていて、それに対してどういうふうに対応するかという議論が行われてきたように受取られている。そうではなくて、結局、金融市場局長の言わんとすることは、いけるということを行っている訳である。ただし、あくまでも議論としてなのだが、万が一いけなかったらどうなのだという事は、今回の経緯の中で、もう絶対はないと言ってしまえば話は簡単である。

福間委員

それはもう全くおっしゃるとおりである。

武藤副総裁

そういうことが当分あるものだから。

福間委員

ただ予め「程度」と言っていたのではオペの努力が足りなくなる。やはりディシプリンというのが必要である。

福井議長

それはおっしゃるとおりである。

福間委員

あまり遊びを作ってはいけない。

福井議長

それはおっしゃるとおりである。何か起こることを予見して待ち構えるということではない。

福間委員

然り。

福井議長

であるからキャッチャーミットは始めから付けている訳ではない。

福間委員

然り。

福井議長

もし付けているのなら「程度」というのは幾ら位までだという議論になってしまう。それは恐らくキャッチャーミットも厚さを予め決めてどんな痛い玉でも受けるのかとか、そんなおかしい議論になってしまうものだから、そうではない。

武藤副総裁

結局、滅多に起こらないようなことを議論しているうちに、政策そのものが揺らいでくるような議論に結びついていくというのは、むしろ非常に

困ったことなので、それを遮断するためにも。

福間委員

パチンと切っておく。

武藤副総裁

切っておかなければいけないのではないかということである。

福井議長

素手でいけということである。

福間委員

然り。

福井議長

厳しく。どうも妙な言い方になったがコミュニケーションの方については折りに触れ議論を深めていこう。これは共通の認識を持っている必要がどうしてもあるので、そのように願います。それでは政府の方からご意見を頂戴したいと思う。

上田財務副大臣

では財務省の方から発言させて頂く。まず、我が国経済の現状については、今日も各委員の皆様方から頂いたご意見とほぼ同じであり、全体の動きとしては国内民間需要を中心に景気の回復が続いているものと認識しているが、一部に上り坂が続く中での微調整とも言える動きも見られている。このような中、デフレは依然として継続している。昨日公表されたQ Eを見てみても、今年の10月～12月期の実質GDP成長率が前期比で-0.1%になるなど、こうした現状が示されているものと考えている。こうした経済状況のもとで、民間需要主導の景気回復を持続的なものとする

とともに、デフレから脱却するということは、政府・日銀が一体となって取り組むべき重要課題であると考えている。その達成のためには最大限の努力を行わなければならない状況には変わりはないものと考えている。日銀におかれても、こうした基本スタンスのもと、平成13年3月以降、量的緩和政策を開始されて、これまで順次日銀当座預金残高目標を引き上げ、これを維持することを通じて、こうした政策スタンスを対外的に明確に示されてきたものだとして理解している。現状においても民間主導の持続的な景気回復の達成及びデフレ克服に向けた最大限の努力が必要だという状況については変わりはない訳であり、日銀におかれては現在の政策内容を継続することによって、こうした日銀の断固たる姿勢を市場や国民に示して頂きたいと考えている。宜しく願います。以上である。

福井議長

それでは浜野政策統括官から願います。

浜野内閣府政策統括官

景気の現状については来週22日の月例経済報告でご報告するが、一部に弱い動きが続いているものの、大局的にみると回復局面が続いているという、これまでの景気判断に基本的に沿ったものであると考えている。政府としては平成17年度には政府・日本銀行一体となった取組みを進めることにより、デフレからの脱却に向けた進展を見込んでいる。また、18年度以降には概ね名目2%程度、あるいはそれ以上の成長を実現するため、各分野の構造改革をより加速、拡大することとしているところである。日本銀行におかれても、政府との意思疎通を密にしつつ、デフレからの脱却を確実にすべく、思い切った金融緩和を続けられることを期待する。デフレ克服には、結果としてマネーサプライが増加することが不可欠であることから、当座預金残高の増減が最近注目を集めていることに鑑み、効果的な資金供給により、さらに実効性のある金融政策運営を行って頂きたいと考える。また、金融政策運営に関する透明性の一段の向上に努める中で、

デフレ克服までの道筋を明確に示して頂くことを期待する。以上である。

福井議長

それでは議案の取り纏めに入りたいと思う。議長としては金融市場調節方針について現状維持とする議案の提出をしたいと思うが、他に議案の提出をご希望の方がいらっしゃるか。宜しいか。それでは議長提案を。

[事務局より議案配付]

内田企画局企画役

それでは議長案を読み上げさせて頂く。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。続いて別添、公表文である。「2005年2月17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

それでは議決を採るので大変恐縮である。

[政府からの出席者退室]

[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
須田審議委員
中原審議委員
春審議委員
福間審議委員
水野審議委員

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

全員一致で可決させて頂いた。それでは白川理事と金融市場局長におかれては、今決定された方針に則って市場調節をお願いしたいと思う。3月の上旬もキャッチャーミットなしで頑張って頂きたいと思う。宜しくお願いする。

[政府からの出席者入室]

恐縮であった。原案通り可決させて頂いた。

V. 金融経済月報の検討

福井議長

それでは次に金融経済月報の基本的見解の決定に移りたいと思う。今日、冒頭に執行部の方から説明を受けた件である。前回と文章的にはほとんど変わっていないところが多い訳だが、もう一度ご覧頂き、今日の議論も踏まえて本当にこれで良いかどうか。如何か。

宜しいか。それでは議決に移りたいと思う。

[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

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決した。ただ今可決をさせて頂いた基本的見解の部分だが、

これは即日公表である。今日の 15 時、午後 3 時に公表を予定している。
なお、背景説明は必要に応じて執行部でさらに修文をしたうえで 18 日金
曜日 14 時に对外公表する予定である。

VI. 議事要旨（2005 年 1 月 18～19 日開催分）の承認

福井議長

もう一つ議題がある。議事要旨の承認である。1 月 18 日、19 日の両日
開催分の議事要旨であるが、お手許に配付済みの件である。さらに何かご
意見あればと思うが宜しいか。それではこれも議決を採りたいと思う。

[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

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決した。この議事要旨だが2月22日、来週火曜日の14時に対外公表を予定している。

VII. 閉会

福井議長

本日の案件は全て終了した。次回は3月15日、16日両日を予定している。宜しく願います。なお、機密保持関係のことだが、毎回申し上げているとおり決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め厳に出席者限りの扱いである。議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いなので、くれぐれも宜しく願いたいと思う。やはり決定会合への信認確保という点で毎回決まり文句のように申し上げているが、実は非常に重要な点であり、ご自身の発言も含めというのは、自分があの時はこう言ったのだという感じのことを出してはならないということだけではなく、あの意見は誰かの意見であるということもいけない。大変申し訳ない、釈迦に説法だが、そういう厳しい意味が含まれているので、宜しく願ひ申し上げたいと思う。大変失礼した。以上をもって閉会とする。

(12時00分閉会)

以 上