

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2005年4月28日（8:59～13:04）

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（ ” ）  
須田美矢子（審議委員）  
中原 眞（ ” ）  
春 英彦（ ” ）  
福間年勝（ ” ）  
水野温氏（ ” ）  
西村清彦（ ” ）

政府からの出席者：

財務省 上田 勇 財務副大臣  
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	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（9:09～13:04）
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	神山一成

## I. 開会

福井議長

では定刻1分前だが、お揃いなので政策委員会・決定会合を開催させて頂く。

(8時59分開会)

今回は1日会合である。今日中に全て議事を終結する。最初に執行部の方から金融経済動向、それから経済・物価情勢の展望についての説明を聞きたいと思う。続いて金融経済情勢と当面の金融政策運営方針に関する討議である。その後、金融市場調節方針を取り決め、次に経済・物価情勢の展望を取り纏めてこれも決定し、最後に前々回、3月15日、16日開催分の議事要旨の承認と進めたいと思う。少し議事内容が多いので、今日は効率的な議事進行へのご協力をお願いしたいと思う。財務省から上田副大臣にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いします。内閣府の方から浜野政策統括官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いします。いつも申し上げているが会合の中での発言は全て記録させて頂く。それを前提に発言をお願いしたいと思う。では早速議事に移る。

## II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

最初に金融経済情勢についての執行部の説明である。金融調節それから金融・為替市場の動向について、白川理事と中曽金融市場局長からお願いします。各説明毎に若干の質疑応答の時間を設ける。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

中曽金融市場局長

それではお手許の追加資料に沿って説明をしていきたい。早速だが図表1-1である。当座預金残高だが、前回決定会合以降暫くは33兆円ないし

34 兆円台と割合高めの水準で推移していたが、その後、足許に掛けて減少し、26日には30.4兆円まで低下している。ただ、これは資金需給上の一時的な不足要因によるものである。従って、ターゲットの維持が難しくなるというような心配はない。この間、オーバーナイト・コールレートは1/1,000%ないし2/1,000%と安定的に推移している。続いて図表1-2、日銀当座預金の保有状況の表で主体別の当座預金の保有状況をご覧頂くと、まず都銀は、年初頃には17兆円~18兆円程度あったものが、足許では12兆円台と減ってきている。これは統合を控えたメガバンクを中心にジリジリと低下してきていることが背景にある。地銀の水準が高めになっているが、これは3月にペイオフ完全解禁を控えて当預を積み上げていた名残だと思ふ。外銀についても残高がやや高止まりしている。これはまた後で申し上げるように、彼等はFB投資をしているのだが、FBの金利が低過ぎるためFBの運用を控えているので償還金が積み上がっていることが一因とみている。続いて図表1-3である。資金需給についてご覧頂くが、期明け後4月に入ってから基本的には資金余剰地合いが続いている。この表の範囲外なのだが、この後、5月の後半辺りから、特に5月の最終週辺りから6月の初めに掛けて急速に不足幅が拡大していく見込みである。それから資金需給の財政要因についてなのだが、FBの一回当りの入札額が4月20日オファー分からそれまでの4.7兆円から4.4兆円に減額されている。これは当面の資金不足幅を縮小させるため、調節負担の緩和に寄与する要因である。ただ一方、先程申し上げたように金融機関の流動性需要が低下してきている。期末こそ多少マーケットは締まった感じがしたのだが、期明け後はまた強い資金余剰感が戻ってきている。そうした中でのオペの実施状況について、図表1-4に即してご覧頂きたい。まず手形の全店買入である。これはオペのタームを8か月程度と長めにしているので札割れは回避している。ただ応札倍率は高くないし、落札レートも全て1/1,000%になっている。本店の手形買入、CP買現先、国債買現先は、シャドーを付している部分がお示しするように依然札割れが頻発している。短国買入は、4月7日から26日の間はちょっと日が空いているが、私共は

この2週間、オファーを見送っている。これは短国に対する投資家の需要が極めて強く相場が過熱気味だったので、オペをオファーしても集玉が困難であろうし、それだけではなくてかえって過熱感を煽ってしまう惧れがあったためである。資金吸収オペについては、売手のほか、国債売現先や短国売却を併用した。資金余剰感が非常に強いことを反映して応札倍率は総じて高い状態が続いているし、落札レートも1/1,000%に貼り付いている。続いて図表1-5でオペを取り巻く環境について一言申し上げると、こちらのグラフは(1)短国レート、(2)①手形のオペのターム、それから②応札倍率の推移を示したものである。右端の方に丸印が各グラフに付いているが、これは足許の状況を示している。真ん中と左端の丸印はそれぞれ3月、12月の大幅な資金不足の1か月ないし2か月前、つまりちょうど6月の初めの不足期を控えた現在に相当する期間を示している。これをご覧頂くと、短国レートは1月と同じ位潰れ切っていることがお分かりになると思う。同様に(2)①でオペのタームについては既にかなり伸ばしてきている。そして②手形の応札倍率については、3月の初めに向けて供給オペを増やし始めていた年明けの時期でも、1月の末位までは札が割れていなかった。これに対して足許では、本店買入オペは割れ続けていることがお分かりになるかと思う。従って、オペの運営は引き続き細心さを要する状況と認識している。図表1-6、1.でABC Pの買入状況をご覧頂くと、4月は8日と20日、二回買い入れを実施しているが、非常に投資家のニーズが強いということもあり、買入額は合わせても500億円強と小額にとどまっている。続いて金融・為替市場の動きである。図表2-1の(2)の表でターム物のレートをご覧頂く。特徴点は短国レートなのだが、こちらをご覧頂くと、期明け後はいわゆるキャッシュ潰し的な投資需要が極めて強い。今月はFBとかTBの入札ラッシュがあったが、これにもかかわらず、これを飲み込む形で相場が過熱し、今月行われたFBの入札は、二回に亘っていわゆる100円入札となった。足許は、さすがにそういった非常に強い過熱感というのはやや沈静化してきているのだが、それでも特にFBの3Mの需要は旺盛であり、レートが上昇する気配はな

い。続いて図表 2-3、長期金利の方の動きである。長期金利は低下している。これは我が国の景気指標に明確な改善が見られないこと、それから株価が下落していることが背景である。加えてCPIの弱さが確認されたことも買い安心材料になっている模様である。このため 10 年債で言うと足許は 1.25% 辺りまで低下してきている。ただ債券市場の参加者の間では、年後半に掛けて景気は緩やかに回復するのではないかとといった見方自体は崩れていないようなので、10 年債ですすがに 1.3% を切る位まで下がってくると、それなりに高値警戒感も強いという状態になっている。従って、長期金利は、景気 directional がもう少しはっきり出てくるまでは現在のレベル付近で一進一退の展開になるのではないかとみている。図表 2-4 である。イールド・カーブの変化幅については、(2) のグラフをご覧頂くと概ね全ゾーンに亘って低下していることがご覧頂けるかと思う。続いて図表 2-5 で、クレジット市場周りの動きについてご覧頂く。まず (1) の社債市場についてはグラフでお示しするように、社債の対国債スプレッドは概ね横這いの状態が続いている。一方、CDS 市場は (2) のグラフになるが、右の方をご覧頂くとお分かりになるように、プレミアムが少し拡大してきている。これはアメリカの GM の影響が現われている現象とみている。米国クレジット市場は GM の格下げに伴ってスプレッドが拡大をしているが、このため外国投資家の投資姿勢は総じて慎重化している。日本の CDS 市場も外人投資家が多い。彼等がメインプレーヤーなので、彼等の投資姿勢の慎重化がプレミアムの拡大という形でここに現われていると認識している。実はもっとストレートに影響が出ているのは、(3) にお示ししている円建外債市場である。GM の金融子会社の GMAC、それからフォードの金融子会社の FMCC は円建外債を発行している。これらの円建外債の対国債スプレッドは (3) のグラフにお示ししているように、最近では 4%~5% 位にスプレッドが開いてきている。こうした債券は、日本の一部投資家が買っている。特にパッシブ運用を行う年金勢が買っていると言われている。続いて図表 2-6 をご覧頂くと、そうした円建外債のスプレッド拡大に伴って、彼等は含み損を抱えることになったので、この

含み損を埋め合わせるために、彼等が持っている保有債券のうち値上がり率の大きかった銀行劣後債を売却して益出しを行ったようである。これが(1)のグラフにお示しするように、最近における銀行劣後債のスプレッド拡大——細い方の線の方なのだが——という形で現われているとみている。以上のように、GMとかフォードの我が国金融市場への影響は、今のところCDS市場あるいは銀行劣後債市場などの一部の分野にとどまっていると言えると思う。株式市場、図表2-7である。株式相場については、前回決定会合以降も下落傾向を続けており、日経平均は11,000円位まで落ちている。背景としては、(2)のグラフにお示しするようにアメリカの株が軟調に推移していることに加えて、中国での反日デモが中国リスクを意識させる。そういった悪材料が重なったこともあるようである。特に投資姿勢が慎重化しているのが、海外投資家である。この点については、次の図表2-8をご覧ください。(1)主体別売買動向の海外投資家のところをご覧くださいと、彼等はこれまでは一貫して買い越しを続けていたのだが、4月に入ってから鈍ってきていて、特に4月11日週になってからは-1,145億円と売り越しに転じている。海外投資家は、アメリカ経済の先行きにやや不透明感が出てきていること、それからアメリカの株価が軟調に推移していること、さらには先程申し上げたGMの格下げもあって投資姿勢が総じて慎重化している。これは、(2)のグラフにお示ししているグローバル投資家のキャッシュ・ポジションにも現われている。つまり彼等は、リスク資産を一部引き上げ、キャッシュにして積み上げている。そうした投資姿勢の慎重化が日本株にも及んでいるというのが恐らく今の構図ではないかと思っている。当面の日本の株価なのだが、アメリカの株の動向、内外景気指標、今週から本格化している個別企業の業績発表、そういった要因に振られやすい地合いが続くと思っている。原油価格については、リスク要因として認識されている。今申し上げた企業業績なのだが、これまで発表されたものを見ると、総じて足許の収益は決して悪くない。ただその割には株価の反応が鈍いなという感じではある。もう少しマクロ景気の方角性がはっきり出るまでは、株価も上向きにくいのではないかと、というの

がどうも市場の見方のようなものである。図表 2-9 で為替相場の動きである。為替相場については、前回決定会合頃まではドル買いの流れだったのだが、それが変わってドルが売られる展開になってきている。〈参考〉の表が示しているように前回の決定会合の頃は 1 ドル 108 円だったのが、今は 105 円あるいは 106 円、こういったところまで円高が進んできている。背景は、第一に米国の利上げペース加速の思惑が後退したということが挙げられる。第二にここへきて人民元の切り上げ思惑が再び高まってきているということ。こういったものが円高の材料になっている。一方ユーロなのだが、景気関連指標が良くないものがずっと続いており、これらがユーロ売りの材料になっている。このため円の対ユーロ相場については 137 円、今朝の東京では 136 円台ということで円に対してもユーロが安くなっている。最後に図表 2-11 である。IMM の短期筋のポジションから足許のドル／円の動きをチェックしておきたいのだが、(1-1) のグラフの右端の方に掛けてネットの円ショート・ポジションがかなり大きく積み上がっている。一番右の直近のデータは 4 月 19 日のポジションなのだが、かなり大きなショート・ポジションになっている。このようにショート・ポジションが膨らんだのは、恐らく中国の反日デモであるとか、4 月 18 日に日本の株が大きく下落したことが円安材料になったと思っている。それが 4 月の下旬以降アメリカの利上げ加速思惑が後退した、あるいは人民元切り上げ思惑が台頭したことが契機となって、ポジションが巻き戻されていることが、足許での円買い——従って円高——に繋がっていると考えられる。この棒グラフは新しいものが出てくるともっと縮小していると思う。ただそうは言っても今の円高の動きというのは、どちらかと言うとポジション調整の範囲内とも言えると思うので、全体として為替相場については方向感が出にくい状況となっている。私からは以上である。

福井議長

質問等があればどうぞ。

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

株価なのだが、アメリカの不透明感とか中国の対日デモとか、そういう対外的なリスクが勿論ある程度作用していると思うのだが、もう一つ、今お触れになった企業業績も関係しているのではないか。足許は確かに好調で、2005年度もコンセンサスは今のところ+0.8%とか一応増加していくという見通しになっていると思うのだが、一部の方はむしろ減益になるのではないかという見方も出ていて、株価は足許というよりはやはり先の方に反応するので、そちらのリスクを読み始めたのではないかという見方もあり得ると思うのだが、この辺はどう考えているか。

中曾金融市場局長

決算は出始めたばかりなので、まだもう少し全体を見てみる必要があると思うが、一つの特徴としては、足許は総じて良い、あるいは記録的に良いところもある一方で、先行きについては、足許もそういう傾向があるのだが、さらに二極化してきていることがある。2005年度については、非常に良いところとそうでないところがよりはっきりしてきている感じがしており、そういった意味で、勝ち組と負け組の格差が大きくなっているということが特徴の一つだと思う。ただ一方で、先程若干申し上げたが、そういった先行きも含めて良いところがあるにもかかわらず、株の反応が鈍いというのは、やはり先行きのマクロの景況感をもう少し確認しきれないということが背景の一つになっているのではないかとみている。



#### 岩田副総裁

短観でも製造業大企業の収益見通しはそれ程良くない。回復期としては凄く悪いと考えるべきではないかと思うのだが。

#### 須田委員

技術的なことで申し訳ない。先程F Bの100円入札の話があったが、いつかプライマリー・ディーラー制における評価の部分に影響を与えるとといった報道が見られた。基本的にプライマリー・ディーラー制度ができてから、価格形成に何らかの影響があったというふうにみているのか、それともそれは関係ないと思われるのか。

#### 中曾金融市場局長

我々のスタッフに分析してもらったことがあるが、大きく言えば、PD制がF B相場を過熱させた影響はあまりなかったのではないかというのが我々の評価である。ただ今度のF B入札での過熱、いわゆる100円入札に関して、財務省ではPDに課せられている落札責任のカウントの仕方において100円で落とした部分は入れなくても良いというように少しルールを調整したところがある。狙いはあまりに過熱した100円の入札を少し緩和したいということがあったと言われている。この新しいカウントのルールを入れてから100円入札は少しずつ収まってきている。今回のルールが入ってから入札が二回あったが、100円で応札してくる金額は結構あり、過熱感はそれなりに残っていると言えるが、物凄い超過熱の部分は少し減殺されたかもしれない。

#### 水野委員

宜しいか。これも少し技術的だが、準備預金制度の非適用先は今当預残高を大体4兆円積んでいる。また、適用先の所要残が5兆8,000億円ある。トン調整をやっていた頃から相当時間が経っているため、オーバーナイト

金利が跳ね上がらないようなコントロールはしにくくなっている。実際には6兆円というよりも10兆円位からターム物だけではなくオーバーナイト金利も上がってくるような状況だろう。当預残高目標を引き下げるといふ話を考えた場合に、この非適用先の4兆円という金額はどのように考えていけば良いのか。将来的な話だが。

中曽金融市場局長

非常に一般論的な話になってしまうと思うが、当預のターゲットを一定だとすれば、例えば現状の水準を維持するとすれば、これは一種のババ抜きみたいなものなので、どこかが当預を落とせばどこかが膨らむこととなる。実はちょうど今がそういう状況になっているような感じで、都銀が当預を落としている分、非準預先も含めた先が多少上がっている。例えば、非準預先では一部の系統金融機関などが当預を持ってしまっている、あるいは先程申し上げた外銀も持たされてしまっている、というような構図が基本的にはある。

水野委員

持たされているという感じか。

中曽金融市場局長

然り。外銀などは、先程も申し上げたように実は落としたいのだが、当預を落としようがない状況にある。

水野委員

なるほど。承知した。

福井議長

宜しいか。次は海外の金融経済情勢である。堀井国際局長、お願いする。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

本日配付したお手許の資料、決定会合資料3（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。いつものとおりシャドーが掛かっているのが、前回会合以降この3週間で判明した計数である。実体経済指標に関しては、引き続きアメリカで景気拡大がバランス良く進んでいる姿を示している。まず1. 実質GDP、本年第1四半期は、アメリカ時間の28日朝発表される予定である。目下の市場予想は+3%台半ばである。個人消費に関して、5. 小売売上高を見ると3月は前月に比べて0.3%増加し、第1四半期の前期比も+1.3%とまずまずの伸びとなった。6. 自動車販売については、3月は前月から幾分戻したが、1~3月を平均するとメーカーの販売攻勢が強かった前期から減少している。また、7. 消費者コンフィデンスは、3か月連続で低下し、4月には昨年10~12月並みの水準となった。内容的には現状というよりは先行きの景気に関する見方が弱気化している。先程申し上げた自動車販売とともに、いずれもガソリン価格の上昇などが影響しているものとみられる。そのガソリン価格は、4月半ばに既往最高値となった訳だが、先物価格を見ると天井感が出てきており、またその基になる原油価格についても同様に天井感が出ている。8. 住宅着工を見ると、3月は年率184万戸に低下したが、これには高水準となった前月の反動、それから天候不順といったものが影響している。載せてはいないが先行指数の許可件数というのは、依然年率で200万戸を超える高い水準となっている。この間、9. 資本財受注だが、四半期を均して見れば堅調な増加を続けている。一方、10. 貿易収支だが、原油高などを受けて2月には既往最大の赤字を記録している。16. PPIは、3月はエネルギー価格の上昇を主因に前月比+0.7%となったが、このうちコアは+0.1%にとどまっている。ここ数か月原油以外の原材料価格の伸びは大幅に縮小している。つれて中間財コアについても頭打ち感が出ている。17. CPIコアであるが+0.4%と2002年8月以来の高い伸びとなった訳であるが、これには振れの大きい宿泊費とか、それから春夏物投入時期に

ある衣料品の上昇が影響している。さはさりながら前年比を四半期別に見ていくと、昨年半ばの+2%弱位からこの1~3月には+2.3%とジワジワと上昇幅を広げている。この間、物価の基礎となる賃金に関しては、前年比で2.5%程度の上昇を続けており変化は見られない。また、4月20日発表のFedのページブックによると、企業の価格転嫁力に関して前回——3月初めにレポートを出している訳だが——に比べて控えめな評価をしている。これらを総合すると物価に関してはCPIコア前月比+0.4%という数字が与えるインフレ進行の印象は行き過ぎであり、需給ギャップの縮小を映じてジワジワ上がっているというのが実態かと思う。次に図表2でユーロについて申し上げたいと思う。2. OECD先行指標指数、それから7. 輸出などに景気の弱さを一段と示す数字が出ている。6. ドイツの国内投資に関しても、去年の10~12月に伸びた後、1~2月平均ではその反動で大きくマイナスとなるなどパツとしていない。消費に関しては、3. 小売のところにもあるが、スペイン、フランスなど住宅価格が上昇している国を中心に増加してはいるが、ユーロエリア全体としては、12. にあるように失業率が高止まりからジリ高といった動きになっているので、消費の持続性には疑問が残るところである。この間、物価だが、14. HICP全体ではエネルギー高を含めても、この1~3月には前年比で+2%にまで低下している。コアは+1.5%である。次に図表3-1の1. で中国経済を見たいと思う。本年第1四半期の実質GDP成長率は前年比で+9.5%といった高い成長になった。内容的には、固定資本投資が幾分減速する一方、純輸出とそれから個人消費が伸びを高め、全体として伸び率が横這いとなった訳である。6. 輸出は、四半期で見て前年比35%程度の増加を続けている一方、7. 輸入は過熱抑制策などに伴う在庫調整の影響に加えて、前年同期の高い伸びの反動もあって増勢が鈍化している。この間、物価に関してはCPI全体では8. にあるように、ここから手許で食料品を除いたベースで見ても前年比の上昇幅が縮小している。マネーサプライに関しては、そこにあるように前年比で+14%程度に安定している。2. の表でシンガポールの1~3月の実質GDPが-5.8%となっているが、

これは医薬品の生産の振れを映じたものであり、IT関連に関しては持ち直しつつある。図表3-2、(2-1)、(2-2)、(3)のところで東アジア各国の輸出と生産が出ているが、シンガポールでは今申し上げたようにITが回復しつつあるが、それ以外では、マレーシアのエレクトロニクス関連、これは(3)の生産関連指標にも出ているが増加に転じている。一方、タイそれから台湾といったところでは減少している。次の図表3-3の(4)、(5)で投資と消費がある。四半期ベースで見て堅調な地合いを示している。駆け足になるが(6)の消費者物価である。シンガポールでは去年の消費税の引き上げの影響が剥落したので、この1~3月の前年比はゼロ近くまで低下している。また韓国でも物価の上昇幅が縮小している。ただ一方、タイのコア、それからその他のASEAN諸国の消費者物価前年比が出ているが、原油高を受けて石油関連財の統制価格が引き上げられており、消費者物価全体の上昇幅もつれて幾分広がっている。次に図表4でアメリカの金融指標である。(1)アメリカの長期金利だが、先程述べたような幾分弱めの景気指標、それからベージュブックなどに反応してかなり低下した。足許10年物国債利回り4.2%程度になっている。(5)のグラフで先行きの短期金利の予想を見ると、5月3日それから6月末のFOMCでの25bpの利上げはほぼフルに織り込まれている。ただ、8月、それからグラフにはないが9月については、いずれかのFOMCで利上げして、結局9月末にFFの金利が3.5%になるという見方が標準的になっている。

(2)のグラフには株価を載せている。今申し上げた材料に加えて、IBMなどの収益の弱さもあって一旦下落した訳だが、その後好調な企業決算が発表され、底が少し堅くなってきている。1~3月の決算に関しては、S&Pの500社のうち半分以上の決算が発表されている。アーニング/シェアの前年比で見て約+17%ということなので、事前の予想をかなり上回って好決算が発表されている。それから(3)、(4)にリスク関連指標を載せている。ここ1~2か月の間に金融政策の先行き不透明感が出てきたことに加えて、今申し上げたGM社債の投資不適格債への格下げ予想というものもあり、幾分上昇している。最後に図表5である。アメリカと変化

はないが (1) 長期金利はアメリカ同様に低下している。10年物のドイツ国債の利回りは3.4%近傍になっている。(5)で短期金利の先行きの予想といったものを見ると、年内の利上げ観測というのは大きく後退している。(2)の株価も月初めの政策決定会合以降、アメリカ同様に低下している。最後にエマージングの金融市場だが、欧米の景気の先行きや金融市場の方向性を巡る不透明感を受けて投資家の姿勢が慎重化していることを背景に、株価は下落し、債券の対アメリカ国債スプレッドは幾分拡大している。以上を纏めると、実体経済面ではアメリカやアジアで着実な景気拡大が続いているが、アメリカの金融緩和の巻き戻しが進む中で、金融市場では株式、それからジャンク債、エマージング債などリスクが相対的に高い投資対象でこれまでの高値の修正が見られるところである。私からは以上である。

福井議長

質問があればどうぞ。

岩田副総裁

一点宜しいか。アメリカの在庫なのだが、この参考計表の図表1-5(12)で、在庫がちょうど45度線のところへ行っていて、日本もちょっと似たようになっているが、これが一時的なものなのか、それともむしろもう少し悪い方向に行くのか、あるいは元へ逆回転できるのか。こういうところへくると輸入は頭を抑えられるから、日本から考えるとアメリカ向けの輸出があまり伸びないというインプリケーションが出てくるかと思うのだが、そこはどう考えているか。

堀井国際局長

まず財別に在庫を見てみると、このうちかなりのウエイトを占める自動車は、実は45度を突っ切って既にこの左上の在庫調整局面入りになっている。これは明らかにアメリカの自動車メーカーの販売面での実勢をよく

反映している。ここの部分は生産周りでは恐らくマイナスに出てくる。他の業種については、ずっと右のまだ在庫積み増し局面にある。しかも水準を見ると、在庫率はアメリカの在庫管理技術の発展を映じてトレンド的には勿論落ちているが、さらにこの足許半年位は急速に落ちている。従って、問題は最終需要が今後ちゃんと付いてくるかどうかというところに掛かってくると思う。今のところ、企業の景気拡大へのコミットメントが弱い中でも、設備投資がジリジリ出てきている。昨日発表された資本財受注を見ても、単月の動きとしては弱めの内容であるが、中身をよく見ると、コンピュータなどではしっかり増加してきている。従って、こうした最終需要が付いてくれば、また右の方向にスナリと上がっていくことが自動車以外について期待できると思う。それから、当然、生産のみならず輸入での調整は勿論あり、他の国の輸出に影響する可能性もあると思うが、相対的には、この間ユーロ高が進行しているので、財に差がないということであれば、ユーロからの輸出が当然減少することになるかと思う。先程も若干申し上げたが、現に足許のユーロの輸出が弱いことはこうした影響が既に出ているのかなという気がしている。

岩田副総裁

続けてだが、ユーロのOECD先行指標がちょっと弱くなっている。アメリカとか日本も弱くなっているのではないかと思ったのだが、それはあまり気にしないで良いか。

堀井国際局長

まずOECDの先行指数の動きは、ほとんど鉱工業生産の前年比と同じである。

岩田副総裁

後は金融であるな。

#### 堀井国際局長

欧州の場合は特にデータの出るのが遅いため、これを見ている。他の国については鉱工業生産が比較的早く出るので、それを素直に見ていって良いと思う。

#### 水野委員

ヨーロッパのコンフィデンスやその他経済指標が悪化したほか、トリシェ発言によって、ヨーロッパの金利が年内に引き上げられるという話は消えてきたように感じる。ヨーロッパの景気自体は、跛行性が強いと見て良いのか、あるいは債券市場が半年前に見ていたよりも悪化しているのか。

#### 堀井国際局長

元々、欧州については、景気拡大の力、基礎が弱いと判断しているが、見通しに関しては、3月、4月頃の標準的な市場の見通しに乗ろうと考えた。実はその半年前、あるいは1年前の時点では、我々は市場よりも少し低めの見通しを標準形としていた。市場の見方がかなり下に振れてきたため、そこに一応乗りつつ下を見ていたというのが3月頃の情勢である。こういうところから言うと、予想の下限のところ位でヨーロッパの景気は動いているのかなという感じがする。また、物価に関しても、先程も若干述べたが、ECBが物価安定の定義としている+2%以下、ただし+2%に近いところ、具体的に言えば——彼等は言っていないが——+1.8%とか+1.9%とかいうレンジにトータルでも入りつつあるし、コアではさらにそれを下回っているという状況である。当初ECBがみていた2005年の全体の物価上昇率見通しと比べても、ひょっとしたら下振れるような情勢に入ってきていることを考えれば、物価の面から見ても少し弱め、下限に入っているということだと思う。

#### 須田委員

先程、米国の企業収益について、結構好調だったという話があったが、



先行きはどのようにみているのか。

堀井国際局長

先行きに関しては参考計表にあるようにアーニング/シェアの大体1割増益位を続けるような見通しになっている。図表4-3の(2)をご覧頂ければと思うが、市場では、第2四半期、第3四半期、第4四半期を均すと大体1割増益位のところになるとみている。このところ、サーベンス・オクスレー、俗にソックスと言うらしいが、ソックスの影響もあって、市場のアナリスト自体が低めの方向のバイアスで予測を出してくるので、実績はアップサイドで出てくるという傾向があり、今回も同様である。ただ今回の場合は、+8.6%とか+9%位でみていたのが、一昨日の段階で+15%、昨日の段階で+17%まで上がってきており、実はサプライズ幅が大きいなという感じがしている。先に関してもこうした傾向には差がないと思っている。従って、足許は良いが先がずっと突っ込むという絵を描いている訳ではない。

岩田副総裁

もう一点宜しいか。アメリカの住宅なのだが、着工が落ちて販売が凄く強い。それから許可件数も強いというので、トレンドがちょっと今見えにくくなっていると思うのだが、そのまま強気に受取って良いのか。それとも、もしかしたら、まだ長期金利自体は低いので、これからどっちみち上がっていくのではないか、それなら今のうちに買ってしまおうという、駆け込みというか、日本でも金利が上がる前に一所懸命買ったりする動きが起こると思うが、そういう動きだと考えたら良いのか。トレンドとしてはもうフラットになるのかなというのが私の印象なのだが、どういうふうに見ているか。

堀井国際局長

おっしゃるように、もう少し早く落ちてくるかと思っていたのだが、今

ご指摘があったように、そもそもモーゲージレート自体が6%をなかなか持続的に上回ってこないという状況が続いているので、その金利の水準から言えば不思議な状況ではない。そこになにがしか駆け込みというものがある可能性はあるが、駆け込みにしてはずっと続き過ぎているという気がする。当月については、2月が20年振りの220万戸という高い数字になった反動と申し上げた。それから、北東部と南部に雨が多かった影響が出ているとも思う。我々もいずれ落ちてくるはずだと思いつつ、なかなか落ちてこないで、逆に気持ちが悪いくらいというのが正直なところである。因みに、住宅価格自体も、前年比で15%位の伸びをしているし、よく言われるハイテクタウンのボストン、サンフランシスコ、ワシントン周辺のみならず、去年はネバダ州、ラスベガス周辺が一番上がっており、しかも普通の人を買えないような値段の住宅——ちょっと中国に似ているところがあるのだが——の建設が増えているということを知ると、金利云々よりも何となくやはりバブル的な色彩——これは作る方も買う方もあるのだろうが——は否めず、そういう懸念というか居心地の悪さも同時に持っている。

福井議長

宜しいか。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

それでは今日は、最初にお配りした資料-4（参考計表）、それから今朝程お配りしている（追加図表その1）及びただ今お配りしている鉱工業生産の（追加図表その2）を使ってご説明させて頂きたいと思う。今日は予定されている時間よりは説明が少し長くなるかと思うがご容赦頂きたい。それではまず最初資料-4（参考計表）から参りたいと思う。最初に図表6である。3月の貿易統計が出ている。ご覧のとおり3月の実質輸出は前月比では2%増加したが、第1四半期では前期比0.7%の増加と、私共が期

待していたよりやや低めの伸びにとどまったということである。この中で持ち直しの感じが比較的是っきりしているのは、(2) 財別のところで、情報関連がこれまで弱かったのがプラスに転じている。それから資本財・部品のところでも、半導体製造装置などは若干輸出が出ている。このことは

(1) 地域別で見て頂くと、NIEs のところがそこそこ高い伸びになっており、IT関連の調整はそれなりに進捗しているということを表わす動きだと思っている。にもかかわらず全体としては伸び率が小幅にとどまった理由の一つは、実は中国である。中国、香港辺りがそうであるが、いずれも2月に二桁の大幅な減少になった後、春節の影響で3月は結構リバウンドするだろうと思っていたが、思いのほかリバウンドが小さかったということである。中国との貿易をお示ししているのが図表8のグラフであって、(1) が輸出で、(2) が輸入である。前から申し上げているように、中国との関係では輸出入両建てでこれまで高い伸びを続けてきた。特に、目盛りの違いも見て頂きたいが2002年、2003年辺りは輸出の伸びの方が高かった訳であるが、足許をご覧頂くと、ここ第3、第4四半期、実は輸出の伸びが鈍化しており、輸入は着実に増えているという感じになっている。従って、足許の数字だけを見ると、実は輸出が増えないで輸入が増えている、対中貿易赤字が拡大し、アメリカのような感じになっている。ただ、基本的には私共と中国との貿易というのは、昔みたいに繊維品がどんどん入ってくるという時代ではない。情報関連とかの分業体制になっているので、どちらかだけ一方、例えば輸入だけが伸びてくるというのは考えにくいと思うし、それから例の反日デモ云々という話も、長い目で見るとポディブローみたいに効いてくる可能性は十分あると思うが、足許の貿易に直ぐに大きな影響が出てくるという筋合いの話ではないと思っているので、なかなか理解しがたい動きである。私共としては、多分近いうちにまた輸出が出るという方向ではないかと取り敢えず思っている。ただ、国際局のデータにもあったと思うが、日本との関係だけではなくて、中国自体がこの1~3月、輸出は高い伸びを続けたのに輸入がかなり伸びが鈍化しているので、その背景が何なのか、在庫調整的な動きかと思うがその辺

を少し見極めていく必要があるかと思っている。

それから図表 11 をご覧頂きたい。設備投資関連については一つ新しいデータが出て、一つリバイスされた。まず最初に機械受注であるが、2月5%弱増加した。従って、12~1月と弱かった訳であるが2月に増加したので、1~2月で10~12月対比ほぼ横這いである。恐らく予測値、すなわち9.9%増は多分実現できないであろうと前から申し上げていて、予想通りという感じであるが、均して見れば、振れを伴いつつ増加基調にあると理解して構わないと思っている。むしろ少し厄介だったのは資本財出荷であって、これは後程申し上げるが、経産省が2月の数字の確報だけではなくて年間補正、季節調整替えをやった。その結果、これまで資本財出荷は10~12月、1~2月とかなり順調に伸びていたものが一気にマイナスとか横這いになってしまった。今日3月の数字が出て前月比は+1.3%だったが、これでいくと1~3月はむしろ-1.2%ということで、2期連続減少になってしまったということである。これは単なる年間補正とか季節調整替えではなくて、計数の誤りであったようである。普通年間補正はこんなに動かないので確認したら、やはり誤りであったので、設備投資の足許について、ややこれまでのイメージと違ってしまったのでここは少しご留意頂きたいと思っている。

続いて図表 15、個人消費関係に移りたいと思う。個人消費関係については、総じて強い数字が並んでいるということかと思っている。自動車はご覧のとおり高水準横這いなし微減ということになっているが、それ以外は家電販売も順調であるし、計数を一々読まないが、本日商業販売統計が出て、百貨店・スーパー等々に関しても1~3月で括ってみると、いずれも大したことはないがプラスという形になっている。さらにご覧のとおり旅行も比較的良いし、外食の数字も実は1~3月は増加している。本日の商業販売の数字をご紹介しておくと、3月の前年比が+0.2%、前期比+0.6%ということで、これは1~3月通計で三角カッコ、+3.3%と書いてあるところが+2.9%で着地したということである。合わせてご覧のとおり消費水準指数についても、ちょっと前に出ていて、これも1~3月の

三角カッコ、これは+4.7%と書いてあるところが+3.8%で着地した。いずれにしても商業販売、あるいは家計調査ともに相当高い数字が出たということである。

数字の紹介ばかりになって恐縮なのだが、生産の方に移る。生産に関しては、まず（追加図表その2）をご覧頂きたい。ただ今お配りしたものである。先程も申し上げたように、年間補正が起こっているために数字は過去に遡って変わっている。例えば、生産のところだけ申し上げますと第3四半期は-0.7%、第4四半期-0.6%だったのだが、これが-0.1%、-0.9%になったということである。そのもとで1~3月が本日確定して3月単月では-0.3%であったが、これでいくと1~3月が1.7%の増加となり、生産に関しては一応去年の後半の減少を取り戻すような形で増加したことになる。4~5月に関しても、予測指数はご覧のとおりであり、仮に6月が5月比横這いということで計算すると、前期比1.5%の増加ということになる。この4~6月の数字についてはもう少しマイクロヒアリングを踏まえて評価したいとは思いますが、いずれにしても生産はどうやら増加方向に転じつつあると申し上げて良いかと思っている。ちょっと気になるのが、出荷、在庫のところであり、生産に比べて出荷の伸びが弱い。その結果、在庫が少し増えている。勿論在庫は、10~12月に沢山減った後ということもあるが、増えている。この点は恐縮だが（参考計表）の図表23、在庫循環のグラフをご覧頂きたい。これは2月までしか入っていないが、本日の数字をちょっと読ませて頂く。鉱工業全体はご覧のとおり、出荷が前年比+0.4%、それから在庫が+2.8%ということなので、2月の時よりは少し形が良くなっているが、まだ45度線を跨いだ姿になっている。これは実はどこでそういうことが起こっているかという、財別で申し上げるより恐らく業種別で申し上げた方が良く、輸送機械である。輸送機械自身の出荷は前年比4.4%で良いのだが、在庫が何と前年比で23.3%の増加になっている。車の在庫のようである。ここ半年以上、在庫の動きについては実は車が相当いたずらして、全体もご覧のとおり10~12月-2.2%の後、1~3月+3.2%なのだが、これに対応する輸送機械の数字を申し上

げると、10～12月が前期比-27.7%で、1～3月が前期比29%増ということで、これはウエイトが8%位あるので、ほとんど車の動きで在庫は動いている。このところ特に輸出がそうなのだが、随分溜めておいてドカンと動くという感じがあるので、やや数字が攪乱的になっていると思っている。ただ他にも指数全体に対する寄与度は大したことはないが、素材の中で鉄鋼とか化学とかいう大所は良いのだが、紙パ、セメント、木材のようなもの——素材を二分すると怒られるかもしれないが——は、実はちょっとバランスが悪いという事実があって、この辺は短観にも現われたということだと思っている。いずれにしても、生産については以上申し上げたようなことで、車のところの在庫がちょっと溜まっている。それはひょっとすると4月辺りに輸出に出てくるのではないかと若干期待してはいるが、国内販売も新車が出ていないので今一つという話もあり、少し様子を見たいというふうに思っている。(参考計表)の図表20<第3次産業・全産業活動指数>、以上のように生産が1～3月前期比1.7%増えた訳だが、第3次産業活動指数等をご覧頂いても——これは2月までの数字だが——、前期比2.1%増、全産業活動指数前期比1.8%増ということであり、供給面から見ると去年後半の停滞から脱しつつあるという姿になっていると思っている。

(参考計表)は以上であり、今朝お配りしている(追加図表その1)の方に移りたいと思う。まず雇用関連、図表1をご覧頂きたいと思う。有効求人倍率はここ4か月位ずっと0.91倍と横這いになっている。新規求人の伸び率は、やや鈍化しているように思われる。前年比の数字しかないが、製造業の求人の伸びがやはり鈍化していて、これはやはり生産が、前期比で見れば増えているが、実は前年比で見るとずっと落ちているという動きがここに現われていると考えて頂ければ良いと思う。ただご覧のとおり非製造業の求人が高水準をキープしているために、全体としては求人は伸びていて、その結果としていわゆる景気が踊り場局面の中でも有効求人倍率はそこそこ高い水準をキープしているという評価で良いかと思っている。<労働力調査>だが、完全失業率は3月4.5%に下がった。ただこの変動

も前から申し上げているように 0.1%、0.2%の変動はほとんど統計の振れだと思っているので、失業率について見れば、横這いないしは極く緩やかな低下基調を維持しているということかと思っている。若干気になるのは雇用者数がこのところ前年比でゼロ近傍にとどまっていることである。やはり労働力調査ベースの雇用者数の伸びの鈍化ということに関して見ると、若干細かく見ると何か怪しげなサンプル的な動きも見られるのだが、基本的にはやはり生産が横這いの中で、多分、請負とかそういったところの伸びが鈍化しているということが現われていると思う。ただ、改めて申し上げるまでもなく〈毎月勤労統計〉の常用雇用は増えていて、ちょっと一頃と流れが変っている。要するに一頃パート比率がどんどん上がっているような状況とは少し変ってきていると思っている。そのことが現われているのが名目賃金のところである。名目賃金は特に所定内給与のところは、普通は下方修正になりやすいのだが、2月の確報でもあまり下方修正にはならなかった。この点は図表3をご覧頂きたいと思う。図表3の(3)にパート比率が書いてある。パート比率は水準で見ると少し下向きかもしれない位。前年差でご覧頂いても上昇が相当小さくなっている。このことが前から申し上げているように、一人当たり賃金で見ると少し数字が良くなりつつあることに反映すると思っている。

物価関係に移る。図表6である。図表6について申し上げると、国際商品市況はもう皆さんご承知のとおりであり、さすがに足許はやや一服感があるが、少なくとも4月の頭位までの間、原油価格が大幅に上昇し、その間、非鉄、化学等々も上昇したので、国際商品市況はかなりの上昇になったということである。図表7、輸入物価について申し上げると、これはまだ3月の数字ではあるがこれまでどちらかと言うと下落ないしは横這い位にあった輸入物価が、3か月前比で見て(2)にあるように明らかに上昇に転じたということである。グラフにあるように、寄与は主にグレーのところ、すなわち石油関連ということになる。図表8、国内商品市況についても見ておくと、国内商品市況は全体とすれば高止まりという感じである。ただ、ご覧のとおり何分にも石油のところはかなり上がったため

に、これを反映して国内商品市況全体もそこそこ上昇したという姿になっている。図表 9、国内企業物価である。国内企業物価は 1~2 月位までは年末に掛けての原油安の影響で 3 か月前比下落方向だったのだが、3 月でプラスに転じた。3 月のプラスはまだ大したことないのだが、私共の現在の予想では 4 月のところはかなり上がりそうである。勿論、石油が相当上がることに加えて、鉄鋼の紐付きであるとか、化学品とか、色々な長期契約あるいはネゴシエーション物がかなり大幅な値上げ決着になったために、相当大きく上がる。そこからは商品市況がさらに上がらなければ、勿論そんな勢いでは上がらないとは思いますが、4 月のところは段差を付けて上がると思っている。図表 11、C S P I である。足許の数字については特に申し上げることはない。このところ前年比 -1%、-0.9%、この辺で推移しているが、私共のヒアリング情報によれば、4 月はそこそこ目に見えてマイナスが縮むことになろうかと思っている。それから次に図表 12、C P I である。(1)、3 月の全国は皆さんご承知のとおり除く生鮮で -0.3%で、0.1%ポイントマイナス幅が縮小したが、このグラフをご覧頂くとお分かりのとおり、大して大きな動きはない。このところ四捨五入の関係で、ちょっと下へ行ってみたり上へ行ってみたりしている程度である。次の図表 13 で除く特殊要因でご覧頂くと、やはり同じように、足許のところ -0.1%、-0.2%、-0.1%と若干動いているが、これはあくまで四捨五入の動きで、足許まであまり目立った動きは起こっていない。さらに 4 月という年度の第 1 番目の月なので次の図表 14、消費者物価（東京）のところもご覧頂きたい。数字はここ 4 か月連続 -0.5%ということである。しかし、(1) 総合（除く生鮮食品）のグラフをご覧頂ければお分かりのとおり、これは四捨五入でたまたま -0.5%になったという感じで、実力としては実はマイナスを若干縮小しているというふうにご覧頂きたいと思う。特に、白いところ公共料金のマイナスが少し縮小している訳であるが、これは一つは自賠責保険の負担が少し増えたということと、電力が例の規制緩和絡みではなくて、いわゆる通常の燃調といういわゆるエネルギー価格の調整の部分が引き上げられたことが影響していると思う。ただ、サー



ビスのところは(3)一般サービスの要因分解にあるように、不規則変動に対応する家賃のところは少し下がっている分が足を引っ張っている。ただ同時に、もう少し一般サービスが上昇幅を拡大するかと思っていたが、あまりそうでもなかった。従って、物価についてはあまり大きな動きは起こっていない。4月の全国は、先程申し上げた公共料金の話及び石油製品の寄与度が全国と東京では相当違うので、多分0.1%ポイントないし0.2%ポイント、マイナスは縮小すると思うが、直ちに前年比で上に突き抜けてくるということでもあるまいと思っている。

色々データが断続的に入ってきたので、やや計数の説明ということになってしまったが、纏めてみると、個々には色々「えっ」という数字があったが、全体としては然程大きなシナリオの変更はないのだろうと思っている。先程紹介しなかったが、電子部品・デバイスの在庫の話をして置く。電子部品・デバイスの在庫は、実は出荷の前年比が1~3月-3.7%に対して、在庫の前年比は+2.9%まで下がってきた。先程の在庫循環のメモリで見るとほとんど原点に近付いている感じである。生産・出荷増、在庫減、それから修正率、実現率も上方修正という形になっているので、この辺の調整が進捗していることはほぼ間違いないと思っている。「4~6月中に下の方の45度線」と言っていたが、「4~6月中に下の45度線に当たる確率は相当高い」と申し上げて良いと思う。ということであるので、全体として見ると、やはりIT関連の調整は進捗していて、特に供給面を中心にしていけば踊り場から脱却するのはそう遠くないと申し上げることができると思っている。ただ若干数字を見ていて気になるのが、今申し上げたように生産指数で見ても、それから全産業指数等で見ても、1~3月はそこそこプラスになってくるということで、恐らくGDPもそのような感じになるかと思うが、その中味の需要がどうも上手く頭の中でマッチしないという感じである。先程ご覧頂いたように輸出は3月思った程出なかった。それから設備投資に関しては、先程申し上げたように資本財出荷の下方修正が効いているのであまり出ていないということであって、結局素直に単純に考えると専ら個人消費であるということになる。個人消費は、

勿論家計調査のサンプル問題はあるが、ただ商業販売等々ご覧頂いてもそこそこ良くなっていることも間違いない。ただ個人消費で良くなったと言われると、これがその本当に持続するものかどうか自信がないこともあって、やや躊躇している。私達のシナリオでは設備投資、個人消費がそこそこ底堅い中で輸出がそろそろ回復して、それでもって生産が増えてというのを一応イメージに持っていたので、少し足許で見ると綺麗に数字が我々のイメージに合っていないということかと思っている。全体感はそんなにぶれてない。特にITの調整に着目していけば予想通りで動いている。あと物価面に関してもC G P Iは以前に説明したよりも少し発射台は4月が高くなってしまったが、逆に言うとC P Iの方は大体見ていったとおりの動きをしていると、まず申し上げて良いかと思っている。少し長くなったが私の説明は以上である。

福井議長

質問等あればどうぞ。

早川調査統計局長

生産指数は見たばかりでよく分からないが、手許にあるので。

西村委員

宜しいか。三点お伺いしたい。一点は自動車の在庫である。自動車の在庫が非常に面白い動きをしているということであるが、これはヒアリングか何かで輸出であろうというようなあたりは付けられるのか。

早川調査統計局長

多分、輸出ではないかと思っている。以前もそうだったが、7~9月の時も一回在庫が随分積み上がって、その後に10~12月にガタンと在庫が減ったが、これはやはり輸出で動いた。今回も多分似たような動きではないかと思っている。特に販売状況はそんなに悪いという話を車メーカーか

ら聞いていない一方で、特に最近輸出の船繰りが非常に苦しくなってきたので、その結果、どうも在庫が溜まってドカッと出荷されるような変なことが起こっている。ただ、細かく言うと国内販売について一部メーカーから少し良くないという声がある。これは新車投入がないということも影響しているが、そんなこともあるので全く問題のない在庫ばかりではないかもしれない。生産予測指数の修正率及び実現率を見ると、3月の実現率、4月の予測修正率ともに小幅のマイナスになっている。具体的に申し上げますと、実現率が3月-0.7%、4月-1.3%ということであり、少し思ったよりは弱いのもかもしれない。ただ少なくとも在庫の前期比20何%という数字に比べると、この修正率の動きは小さく、そのほとんどは彼等自身は予想していたと思っている。

#### 西村委員

次はサービスであるが、サービスの雇用が伸びていて、しかしあまりGDPレベルでは伸びていないというのは、見方によるとGDP統計の取り方の問題という気もしないでもないが、そこら辺のところについて何かご意見があれば。

#### 早川調査統計局長

率直に申し上げて、これは以前からおられるボードメンバーには申し上げていると思うが、GDPのクォーター・バイ・クォーターの動きについては、やはり相当基礎統計の振れを反映してしまっている部分が大いと思っています。例えば、個人消費が典型であるが、ここ7~9月、10~12月と随分悪く、今の統計から計算すると恐らく1~3月の個人消費は相当大きくリバウンドする形になると思う。その場合、確かに実勢の動きを反映している面もあると思う。例えば、去年の後半は台風があったり暖冬があったりして販売統計は弱く、それに比べると1~3月の販売統計はそこそこ良かったということはある。しかし、GDP統計の振れを作り出す程、消費の実勢が良くなったり悪くなったりしていることではないと思うの

で、そこは家計調査の振れも含めて、やはり統計の振れがGDPをやや変なふうに動かしているという部分がなくはないと思っている。

西村委員

最後に半導体の在庫・出荷であるが、これは率は良いのだが、レベルで見るためのデフレータはないのか。

早川調査統計局長

実を言う तोこれは個々に違う。要するに、電子部品・デバイスが全体に一本になっているのではなく、ものによっては個数で採っているものもあるし、金額をCGPIでデフレートして実質にしているものもあり、入り混じったものを指数として集計しているというのが実態である。

福井議長

他に如何か。宜しいか。それ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

それではいつもどおり資料5(参考計表・その2)をご覧頂きたい。まず図表1である。クレジット関連の指標ということで(1)が銀行貸出の数字である。3月分の数字を載せている。前年比をご覧頂ければ-0.8%であり、少しずつマイナス幅が縮小するという状況が続いている。1~3月という形で四半期で括ってみても前年比-0.9%であるので、10~12月対比マイナス幅は圧縮されているという姿である。引き続き金融機関の貸出姿勢は積極的であるということだが、それが功を奏する形で、業種的には不動産関連、企業規模的には中堅・中小企業向け、こういった辺りの貸出に動きがある状況である。それから(2)民間部門の総資金調達だが、3月は前年比-2.1%であり、これも2月対比マイナス幅が縮小している。1

～3月を括ってみても10～12月対比前年比マイナス幅が圧縮されている。主として貸出の動きを反映したものである。それから図表2は資本市場関係だが、(1)には公社債の発行額について4月20日までの動きを書いている。全体で5,500億円の発行であり、年度初ということもあり発行が集中している。電力会社の発行増が、大体この時期に行われるので、その分の寄与が大きい。またBBB格の発行は700億円である。まずまずの量が発行されているとの評価である。この間、本日の資料には載せていないが、発行スプレッドも引き続き低水準で推移している。それから(2)エクイティ・ファイナンスだが、まず転社の発行は4月20日までで900億円弱である。株式市場の地合いを受けて、やはり発行ペースが鈍化してきている感じである。他方、増資の方だが、これについては、期明けという中でも比較的堅調な発行が続いている。図表3は、企業金融関連ということで考査局の行っているローンサーベイの結果を示している。まず(1)〈資金需要判断〉だが、企業向け全体としては-1%ポイント。これを捉えて新聞等では、資金需要が下向きに転じたのではないかということが書かれているが、元々1～3月ないし4～6月は、季節性があって結構振れる。過去を遡って2004年の第1四半期は-12%ポイントであったから、それとの比較で考えれば、資金需要は回復方向の動きを続けているとの理解で良いのではないかと思っている。大企業向け、中小企業向けに分けてみてもそれぞれ同じような動きである。一方個人向けについては、住宅公庫からのシフトが頭打ちのもとで、住宅ローンが伸び悩みとなってきており、昨年(2003年)の第1四半期の7%ポイント以降ほぼ同じようなレベルで推移している。それから金融機関の〈貸出運営スタンス〉だが、1～3月については、大企業向け、中小企業向けともに前期に比べやや慎重化している。内訳を見ると、慎重化というよりは、積極化、あるいはやや積極化という回答が変わってきたことが寄与しているようであり、これ以上積極化しようがないところまできつつあるという感じもあるのかもしれない。いずれにしても、貸出運営スタンスがここにきて後ろ向きに変ってきている、あるいは慎重化の方向に大きく変化してきている、といった感じではないと思

ている。因みに(2)で企業から見ての金融機関の貸出態度に関する中小公庫、国民公庫の調査結果が出ているが、4月の中小公庫の結果はご覧のようにさらに緩和方向での推移である。国民公庫については、振れが大きいのだが第1四半期は-9.5%ポイントと多少とも緩和方向の動きとなっている。次に(3)資金繰り判断についての中小公庫等の調査結果だが、シャドーの掛かったところをご覧頂くと、ちょっと区々ということで動きは読みにくいところがあるが、流れとしては資金繰りの緩和感が進むということで変っていないように思う。次は図表4のマネー関連だが、これは4月26日までの数字である。(1)マネタリーベースは前年比+3.0%であり、そのうち日銀券の発行残高は前年比+4.5%である。銀行券の動きが寄与する形でマネタリーベースの伸び率が上昇している。これは前回も申し上げたことだが、地銀等がペイオフ全面解禁に備えて期末に掛けて積み増した手許現金が、取り敢えず剥げ落ちることなく残存している、こういったことが効いているようである。それから銀行券発行残高については、(2)のグラフをご覧頂きたい。7日間移動平均の前年比であるが、直近4月20日~26日までは+4.3%である。今月上旬末には+4.7%辺りまで前年比が上昇していたから、そこからすると多少伸び率は低下している。明日以降ゴールデンウィークとなるので、これがどう効いてくるか、再び反転上昇に転ずるのかどうか、この辺りを注目していきたい。それから(3)はマネーサプライだが、ここのところM2+CDは+2%程度で推移しているが、3月についてもそういった推移である。広義流動性は+3%台後半での推移が続いていたが、それが引き続き維持されている。計数だけのご説明ではあるが、私からは以上である。

福井議長

お尋ね等があればどうぞ。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

銀行券が私が思っていたよりも伸びているので説明がちょっとにくいなと思っているのだが、これは主にどんな要因が効いているのか。金融機関の保有現金の部分は分かるのだが。

山口企画局長

一つは図表 4 の (2) のグラフにあるが、昨年の改刷で伸び率が上がっている点が挙げられる。それからこの 4 月 1 日からのペイオフ解禁を控えて、金融機関の保有現金がジワジワと膨らむということもあった。また、郵便貯金が定額郵貯の流出に備えて手許現金を増やすというような動きも続いていた。今申し上げたような要因が効いて、銀行券の伸びが上昇に転じてきているという状況である。これが今後どうなるのかということだが、銀行券の先行きを予測するのはなかなか難しい。先程早川調査統計局長が個人消費の堅調振りを指摘していたが、それが銀行券の動きに反映している、ないし反映してくるということも言えなくはないのだが、やや違和感がある。取り敢えずは、先程申し上げたような幾つかの特殊要因によって嵩上げされているということであり、これが今後どうなるか、現在のところは注意して見ていくべき段階と考えている。

福井議長

では、経済物価情勢の展望に関する説明をお願いします。

##### 5. 「経済・物価情勢の展望」についての説明

山口企画局長

それでは私の方から 1 枚紙の政策委員方の大勢見通しの数字について

ご説明したいと思う。まず 2004 年度についてである。10 月時点の見通しはここに書いたとおりだが、実績見込みは、実質 GDP については +1.6%、国内企業物価指数については +1.5%、消費者物価指数については -0.2% である。そのうえで中程の表の 2005 年度と 2006 年度についての大勢見通しだが、まず 2005 年度については、実質 GDP は +1.2% ~ +1.6% であり、中央値は +1.3% である。それから CGPI は +0.8% ~ +1.0%、中央値が +0.8% である。CPI のコアは -0.1% ~ +0.1%、中央値は -0.1% である。2006 年度だが、実質 GDP については +1.3% ~ +1.7%、中央値は +1.6%。それから CGPI は、+0.2% ~ +0.5%、中央値は +0.3% である。消費者物価指数については +0.2% ~ +0.4%、中央値が +0.3% である。次に下の方の政策委員全員の見通しである。2005 年度については実質 GDP が +1.1% ~ +1.8%、CGPI が +0.5% ~ +1.0%、CPI のコアが -0.1% ~ +0.1%。2006 年度については実質 GDP が +1.2% ~ +2.2%、CGPI が +0.1% ~ +0.5%、CPI のコアが +0.1% ~ +0.5% となっている。こういった数字を頭に置いて頂きながら、文章の方だが、私の方から既にお配りした文章中空白になっていた部分について読み上げさせて頂きたいと思う。2 ページの一番下のパラグラフ、「先行きについてみると、」というところである。既にお配りしていた文案では「国内企業物価は、内外商品市況の動きにも左右されるが、」の後は「…」となっていた訳だが、そのこのところに、「2005 年度、2006 年度とも、2004 年前半ほどの急ピッチにはならないまでも、上昇を続けるとみられる。このうち 2005 年度については、原油価格の上昇を主因に、前回「見通し」と比べ上振れて推移するとみられる。」という文を記述させて頂いている。それからその後だが、「一方、消費者物価についてみると、」から「目立った上昇は想定していない。」というところまでは既に書き込み済みであったが、その後、「前年比では、2005 年度は、米価格の下落や電気・電話料金引き下げの影響がなお暫く残ることもあって、前回「見通し」より幾分下振れ、ゼロ近傍での推移にとどまると予想される。2006 年度は、これらの特殊要因の影響が剥落する中で、前年比プラスに転じる可能性が高



い。」という記述を加えている。背景説明の方も同様の形で記述させて頂いている。私の方からの説明は以上である。

福井議長

この内容は全体的な討議の後、また意見を交換したいと思っているが、取り敢えず今の執行部の説明に関してご質問があればどうぞ。宜しいか。今日はちょっと全体の会議の運営上、区切りの置き方が非常に難しいものだから、少し早めだが、ここで一回コーヒブレイクを取らせて頂きたいと思う。40分まで休憩とする。

(10時28分中断、10時40分再開)

### Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

それでは宜しいか。会議を再開する。討議に移りたいと思う。今日は展望レポートの内容を含めた金融経済情勢、それから次回決定会合までの金融政策の運営の両方について一度にご発言頂きたいと思う。合わせてと言っているので恐縮だが1ラウンドお一方7分程度でお話頂ければと思う。今日は中原委員、須田委員、水野委員、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁、福間委員、西村委員の順で願います。その後自由討議をしたいと思う。まず、中原委員から願います。

中原委員

前回会合以降、経済環境判断を大きく変えるようなものはなかったが、米国、欧州を中心に世界経済にはやや減速を感じさせる兆しが出てきたように思う。我が国経済は、輸出や生産に回復の兆しは出ているが、総じて踊り場にある状況に変化はない。

まず、米国経済については諸指標は強弱ミックスという感じだが、原油高がガソリン価格の上昇を通じて消費を抑制し始めるという動きがある

一方、企業収益の先行きとインフレに対する警戒感がやや強まっているように思う。欧州はECBによるインフレ警戒感が残っているが、企業センチメントは悪化しており、2005年見通しも相次いで下方修正されている。ASEAN、NIEsでは、輸出・生産の全体的な増勢は続いているものの、伸びは鈍化している。IT関連の調整からは脱しきれていないとみられる。中国は、逆に過熱の懸念がなお強く残っており、第1四半期のGDPはかなり高めとなったほか、固定資産投資の水準もなお高く、ソフトランディングという状況にはまだ相当距離がある。消費者物価も今年に入って高水準が続いているが、近い将来に金融面のさらなる引締めは避けられないと思う。貿易黒字の拡大傾向が続いている中、先日発表された2004年の国際収支を見ると、誤差脱漏がかなり大きくなっており、相当量のホットマネーが入っているとみられる。折からの欧米からの切り上げ圧力の高まりもあって、今後予想される為替調整というリスク要因の現実味が増してきたように思う。前回会合以降発表された我が国の景気に関する諸指標は、総じて強弱感があまりはっきりしないものが多く、ノーサプライズであったが、第1四半期を通じてみれば民需は2004年第4四半期に比べて緩やかながら改善の方向にある。企業のコンフィデンス面の解釈がやや複雑だが、中小企業景気動向調査、あるいは4月のテレレート短観、昨日発表の商工中金の景況判断指数など、足許では悪化を示すものがなお続いている。ただし、先行きは改善を見込むという点では日銀短観と整合的である。多少気になるのは、一部素材産業で足許の景況感が水準を下げてきており、また在庫循環もやや微妙な局面にあることである。いずれにしても、我が国経済は若干改善傾向が見え始めて、第1四半期のGDPは前期比増加するとみられているが、今後の回復はかなり緩やかなものに止まる蓋然性が高いと思っている。

市場については、やや方向感が乏しいという状況であるが、GMやフォードの格付けの問題等を機として世界的に信用リスク・プレミアムが拡大する方向にあり、リスク回避志向がやや強まってきたという感じがする。内外株価の軟調は企業収益の先行きに対する不安が基本にあり、現在

見込まれている程度の回復シナリオは既に織り込み済みと思われる。今後はネガティブな材料に反応しやすく、暫くは頭の重い状況が続くのではないかと思う。

以上の状況のもとで、当面の金融調節方針は現状維持で宜しいかと思う。

展望レポートについて申し上げる。「いずれIT関連産業の調整が終了し、潜在成長率を若干上回る成長軌道に戻る」、「慎重な企業経営スタンスが続いており、景気回復は緩やかながらその持続性は比較的高い」、という今回の展望レポートの基本スタンスについては異論はない。ただし、個人的な見方としては、IT調整終了とその後の回復はタイミングまたはペースにばらつきが多く、またこの産業が厳しいグローバルな競争下にあり、明確な回復感は期待できないことがある。それから、引締め方向にある海外の金融政策のもとで、総じて海外景気はやや減速方向に向っており、加えて中国の政治的、構造的なリスク及びそれに基づくイベント的なリスク発生の危険性と警戒感が強まっていること、企業の財務体力が強まっているが、これまでの大幅な増益をもたらした収益環境のさらなる改善はやや期待しにくくなっていることもある。また、企業のキャッシュ・フローは極めて高い水準にあるが、企業の国内活動での期待成長率が必ずしも高まっておらず、国内での投資の対象は限界があると思われることや、雇用の改善は続いており、少なくとも正規雇用者の賃金は増加に転じているが、非製造業のパート化はなお底流として続き、全体として労働分配率が上昇に転ずるにはなお時間を要するとみられることもある。こうしたことを考えると、展望期間中の我が国経済の回復は緩やかであり、引き続き外需によって振れやすい状態が続くのではないかと考えている。

物価については、市場と我々の見方に大きなズレはないと思う。今回発表される大勢見通しの数字が、市場に不安定な状況をもたらすことは考えにくい。素材価格や原油価格上昇の消費者物価段階への影響は限定的とみるのが妥当であるが、ガソリン価格がこのところ大幅に上昇し、サービス価格もコンスタントに上昇の兆しが出ている中で、「生活意識に関するアンケート調査」における物価上昇率見通しにも微妙な変化が出ており、今

後の期待インフレ率の変化はよく見ていく必要があるかと思う。低成長下で物価が安定的にプラスに転じる場合の政策運営はどのようなものであるべきか、といったシナリオも否定する訳にはいかないように思う。

最後に、今後の展望レポートのあり方も含めて若干コメントを付け加える。今回、展望レポートの対象期間を2年間とし、その理由を透明性向上ということにした。本来、透明性向上のためには各種の前提条件を明示した上で、そのもとで複数のシナリオを示しながら最も蓋然性の高いシナリオを選択し、その根拠を明示するというプロセスが必要であると思う。ただ、現実問題として、このようなシナリオ分析で合意を形成することはなかなか難しいという気がしており、将来の課題だと思う。また、仮に景気展開のシナリオが委員の間で大きく異なるような場合、大勢見通しの数字と基本的見解の整合性をどのように保っていくのかは難しい問題であると思う。今後の透明性向上の一環として、さらにあり方を検討すべきであると思う。

二番目に今回2年間の見通しを出す理由として金融政策効果のタイムラグが挙げられていたが、それが理由であるとするれば、2年後の大勢見通しの数字はまさに目標ということになる訳である。あるいはそうでなければ、ラグは2年以上あるということの分析が必要だと思う。この観点から、今回の2006年のCPI見通しのメディアン、先程の数字では0.3%ということであったが、これをどのように解釈するかは市場で大きなテーマになると思われるし、また今後の関係者の対外的発言等を通じて、この問題がノイズの発生源になる懸念なしとはしないと思う。なお、本文中で「量的緩和政策の枠組みを変更する時期を迎える可能性は2006年度にかけて徐々に高まる」とあるが、ここまで時期を具体的に書くべきかどうか。今回これを書くことと今後の展望レポートから落とすことは難しくなる。まずは今年の10月展望レポートでその時点におけるこの部分に係わる評価をきちんと示すことが必要になると思う。

三番目に、基本的見解末尾に7行程で前回10月の基本的見解において付け加えた部分と同様のものがあるが、前回、市場ではこの部分が非常に

分かりにくいというコメントが多かったように思う。ただし、今回この部分の表現を削除したり、大幅に変えることはかえって無用の憶測を招きかねず避けるべきであることから、原文どおりでやむを得ないかと思っている。また、前回展望レポートの末尾の「もとより」という部分以下のところが今回削除されているが、その趣旨は今回 2005 年度の C P I 見通しは概ねマイナス圏になったためと推察しているが、市場はこの辺りをどのように理解するか、あるいは我々がどのように説明するのも重要である。今年の 10 月展望レポートでは再びこの部分を入れるのか、もしこの部分に C P I 予想がプラスに転じ、出口の接近を市場が予想した場合にボラティリティが高まるのを防ぐという趣旨があるとすれば、大勢見通しの数字如何によってこのような部分を加えたり削除したりするのは、市場との対話のやり方として如何なものかという感じがする。いずれにせよ文書としては、この部分は内容が不明確であり必ずしも出口における期待のアンカーにはなり得ないと改めて問題提起をしておきたい。重要なことは、出口の定義を明確にし、その前後における政策運営スタンスや調節目標の考え方を予め市場と共有していくことである。その趣旨に沿った説明を適当な機会に、あるいは次回展望レポートの中で行っていく必要があると思っている。以上である。

福井議長

次は須田委員。

須田委員

まず金融経済情勢についてだが、輸出の持ち直し方がやや弱めであるものの、I T 関連分野では先日の支店長会議や「地域経済報告」によれば、地域や品目にばらつきは見られるが総じてみれば受注・生産が回復してきており、遅くとも夏頃には概ね調整が終了するとの声が多く聞かれたところであり、4 月の月報の総括判断を変えなければならないようなものはなかったと認識している。他方、先行きについては米国経済ではエネル

ギー・素材価格の上昇のもとインフレ警戒感、コンフィデンスの悪化、強弱区々な経済指標や企業収益、GMショックの影響、株価低迷などに見られるように、先行き不透明感が高まっている。中国では反日運動が起こり、カントリーリスクが浮き彫りになった感は否めない。日本経済については構造問題が解消に向っているものの、企業の慎重な行動から成長や循環を内需がドミネートする姿は描けず、海外要因によるところが大きいと想定しているので、海外経済を巡る不透明感は気になるところである。こうしたことを念頭に置いて展望レポートについて申し上げますと、まず、経済・物価情勢の見通しの部分の書き振りに違和感はない。私は取り敢えずは海外経済については足許の不透明感は一時的なものと捉え、潜在成長率程度の成長を続けると想定している。なお、私はエネルギー・素材価格については高止まる蓋然性が高いと思っている。そしてその影響が成長率や物価にも現われると想定している。すなわち、原油や非鉄等の原材料高を映じコストは確実に上昇しているが、それをユニット・レーバー・コストの大幅低下で吸収することは難しくなっていると思う。パート比率の上昇鈍化等に見られるとおり、企業が能力ある人材の確保に傾いていることなどもあって、雇用の増大と賃金の下げ止まりが想定されるからである。とは言え、企業が製品価格へ転嫁しづらいたしたら、企業が足許の高収益を維持するための皺寄せが雇用者所得に及ぶことは避けられない。勿論、雇用者所得が再び大幅に減少していくようなことは考えにくいのだが、人件費抑制姿勢が大きく崩れることはなく、雇用者所得は増加するとしてもテンポはかなり緩やかなものにとどまると思っている。従って、個人消費の増加もかなり緩やかなものにとどまると考えている。他方、物価については、労働コストは下げられないが企業収益は維持したいという状況にあって、エネルギー・素材価格が高止まるという認識が広まれば、企業も価格転嫁の努力を強めると思っている。外部環境として海外の物価が上昇傾向にあることも価格転嫁の可能性が前年度よりも大きいと考えている理由の一つである。

さて、上振れ・下振れ要因だが、項目、順序ともこれで良いと思う。私

はエネルギー・素材価格高騰の影響は見通しにある程度織り込んでいるので、上振れ・下振れ要因のうち最も注視しているのが米国・中国の下振れリスクである。以下この点に限って簡単に述べておきたいと思う。まず米国だが、「双子の赤字」という構造問題を抱えている中で、インフレ懸念が想定以上に高まると金融引締めと相俟って金利の上昇をもたらし、住宅価格への影響などを通じて経済成長に悪影響を与える可能性がある。また、資金の巻戻しが生じ、資本移動や金融・資本市場を通じて世界経済への悪影響が及ぶ可能性もある。つまり米国経済が2年間に亘りインフレの加速のない持続的な景気拡大を維持できない可能性があるということである。中長期EPS成長率見通しがこのところ低下傾向にあることも気掛かりである。次に中国だが、中国向け輸出が伸び悩んでいることが気になる。その背景には、一部商品の在庫調整があるとのことだが、信用できる統計がなく中国の在庫の状況がよく分からないだけに心配である。また、反日運動にも内在している可能性があるが、所得格差など社会的な不安の高まりが行政的な措置の高まりを通じて経済成長にブレーキを掛ける可能性がある。電力不足などのボトルネックの問題もある。また、中国のカントリーリスクが中長期的には対中投資に悪影響をもたらす可能性もあると思っている。

金融政策運営のパートにも違和感はないが、マーケットでは今年度の消費者物価前年比の中央値がマイナス化するという想定のもと、今年度中に量的緩和政策の枠組みの変更はないとのコメントが大勢を占めているようである。確かに今日の時点ではコミットメントの必要条件が満たされていない。しかし、見直しの記述や大勢見通しはその判断が今年度中に修正される可能性はなくはないということを示している。中央値がプラスかマイナスか、またはその数値の大きさだけで、量的緩和政策の枠組みの変更時期を短絡的に判断するということにならないように、展望レポートの説明に当たっては数値が参考でしかないこと、数値は必要に応じて修正されることを強調していく必要があると思っている。そして時間軸の不安定な動きを生じさせないためには、量的緩和政策の解除は現行の約束の条件に

従って行うことを繰り返し説明するとともに、解除の判断基準となる景気や物価についての見方を市場に丁寧に説明する一方で、市場の声に耳を傾け、市場との間に認識のギャップができるだけ生じないようにしておくことが重要だと考えている。

以下、量の役割について少し意見を述べさせて頂く。金融システム不安が後退した今日、約束を伴う量的緩和政策の緩和効果は資金を必要以上に潤沢に供給することを通じてではなく、約束そのものが適切で、かつ約束が満たされたかどうかの判断も適切に行えると想定すれば、約束が低い金利をもたらすことを通じて発揮されると考えられる。なお、最近ホームページに載った英文ペーパーで量の拡大が量的緩和政策の解除条件のハードルを高める効果を持った可能性があるとの分析結果に関心が集まっており、その結果が「量」削減の反対論に用いられている。しかし、そもそも「量」に緩和効果があるとするならば追加緩和によって時間軸は短くなるはずである。また、時間軸の変化はハードルの高さについての認識の変化だけではなく、ハードルの高さは一定でも、なかなかデフレ幅が縮小しないという経験やインフレ率の実体経済に対する反応度が鈍いという認識の広まり、特殊要因の存在などによっても影響を受けてきたと考えられる。実際、このペーパーは簡単なモデルを用いて結果的に「量」と「ハードル」とに僅かだが関係が見られたとしているが、これをもって断定的な記述を行っている訳ではない。ましてやこのペーパーにも書かれているが、それを将来に当てはめて議論することは問題だと思う。今後コミットメントが満たされないうちに量を削減することがあったとしても、コミットメントのハードルは変わりはないということはこの観点からも繰り返し述べていく必要があると思う。

最後に次回金融政策決定会合までの金融政策運営方針についてだが、現状の金融政策スタンスを継続することで良いと思う。ただ、その先の資金不足時の対応については、先程の執行部の説明にあったようにFB発行額の減額等により、当初見込み比オベ残高が少なくても済むかもしれないが、資金余剰感は依然として強く、今後その時点の金融経済情勢や資金ニーズ



次第ではターゲットレンジの維持が難しい状況に陥る可能性は否定できない。この件については次回決定会合以降に議論すべきことだと思うが、何らかの対応が必要かどうかの見極めをすべく引き続き市場動向を注視していきたいと思う。以上である。

福井議長

次は水野委員、お願いします。

水野委員

まず金融経済情勢だが、概ね執行部からの報告のとおりで宜しいかと思う。私自身の現状評価としては1~3月も個人消費関連指標が供給・需要いずれの面から見ても堅調であったことから、昨年後半は景気の踊り場に過ぎず、基調としては景気が回復している姿を確認できたと思っている。ただし家計部門の支出を一層刺激するためには、雇用・所得環境の改善だけではなくて、配当所得の増加や株価・地価の上昇など一定の資産効果が必要であることにも留意すべきではないかと思う。これは金融政策の仕事であるとは思わないが、マクロ経済政策全体を考えるうえではこの観点は必要ではないかと思う。消費者物価について一言述べさせて頂くと、皆さんご存知のように、足許は特殊要因で押し下げられて、小幅なマイナスが続いている。しかし需給ギャップは極めて緩やかながら縮小している。また原油・素材価格が高値圏を持続していることや、雇用者所得の下げ止まりが明確化していることから、企業がコスト上昇分を一部ながら製品価格に転嫁できる環境になってきたのではないかと思う。民間エコノミストと話すことがあるが、物価については彼等の予想よりも良い方向に向かっているのではないかと感じる。マーケットについても一言だけ述べると、3月の決定会合でグローバル・フラットニングという話をしたが、その方向の動きが続いている。国内の国債債券市場については3月に都銀勢が大きく買い越したため、4月に入り国債イールド・カーブは全体に金利が低下しているという状況にある。2005年度上期の想定される長期金利のレン

ジについて10年債で1.2%~1.6%辺りを予想していた人達が1%~1.5%程度に下方修正しており、マーケットは金利低下余地を感じ始めていると思う。次に当面の金融市場調節方針の方を先に述べさせてもらい、後程、展望レポートについて簡単に述べさせて頂きたいと思う。民間金融機関はペイオフ全面解禁前は万が一の資金調達に備えて厚めに流動性を確保していたと思うが、解禁後は余剰資金を短期国債の運用に振り向けていると伺っている。収益性の観点からいつまでもブタ積みと言われる状況に短期資金を置いておく訳にはいかないこともあるようである。4月に入ってから短期のイールド・カーブが予想以上に早くフラット化したのでその影響もあって資金供給オペで札割れが生じるなど、オペのパフォーマンスが低下してきている。4月27日現在の当座預金残高は31.8兆円だが、その内訳を見てみると準備預金先の当座預金残高が28兆円である一方、準備預金の非適用先が3.8兆円となっている。一部系統金融機関や証券会社等の力を借りないと30~35兆円程度という当座預金残高目標を維持できなくなっているのが現状だと思う。先行きについても外銀勢の動き等を考えていくと、いつまでも外銀が4~5兆円の当座預金残高を維持することができるのかどうか、やや懸念している。期間の長い資金オペのニーズは比較的高いと思うが、オペの工夫の余地も段々限界にきている。また、金融機関の方にヒアリングするとかなり言葉は悪いが、日本銀行にお付き合いして頂いている部分もあるかと思う。ただ、彼等の目標は短期的な収益拡大の方へ移っている。調達の安定から収益の拡大の方にシフトしているので、イールド・カーブがこれだけフラット化している状況では、6か月から1年程度の長い期間の資金調達ができるという点ではメリットはあろうが、積極的にオペに参加するニーズは落ちてきている。従って、金融市場調節は綱渡りの状況にあるという見方は変えなくても良いのではないかと思う。量的緩和政策の評価については、4年経って私なりに振り返ってみると、金融市場の安定確保を通じて金融システム不安を排除した、あるいは金融システムの安定に貢献したという点のほか、強いコミットメントによって長期金利を押し下げたことなど一定の成果があったと評価をして

いる。ただ、景気のダウンサイド・リスクは回避できたのだが景気を押し上げるといふ効果がどれ程あったのかについては、議論の余地があるのではないかと思う。私はかねがね環境が変われば金融政策の枠組みも変わることが自然であるとお話ししているが、量的緩和政策の効果というのは採用された4年前と金融システムが概ね安定した現在とではその効果は異なっているという見方も必要ではないか。個人的には30~35兆円程度という大量の当座預金残高目標を維持することから期待できる効果は2年前に比べると小さくなってきていると感じている。金融市場が必要とする以上に流動性を供給する場合、今後様々な弊害や副作用も出てくる可能性がある。例えば短期金融市場を考えると、機能が低下した短期金融市場を正常化させるためには、当座預金残高目標を段階的に引き下げていく、そして無担保コール金利はゼロ近辺で安定させる一方、ある程度ターム物金利についてはボラティリティを容認していく方向にしないとなかなか正常化していかないのではないかと考えている。個人的には量的緩和を解除するかどうかの大前提は景気になると思うが、3条件については今非常に便利なツールであると思っているので、これについて変えると市場との対話に非常に不都合が生じると思っているので、これは堅持する必要があると思う。さて、理想的には何をしたら良いかという話だが、当座預金残高目標を下げる場合には、金融システム安定の確保、景気の踊り場からの脱却を理由にして徐々に下げるといふのが、多分対外的には一番理解が得られやすいと思っていた。理想としては、5月下旬に公表される銀行決算で大手銀行の不良債権比率が2年前比で半減するということが判明し、展望レポートの中間レビューにおいて、景気の上振れが確認できた、あるいはそういうビューを出したところで当預残高目標を触っていくことが良いのだろうと思う。しかし、今回、展望レポートで今年度と来年度の景気回復のメカニズムが一応持続することについてマーケットに示していく訳であり、CPIのコアインフレ率がプラスに転じる展望を出すということでもあるので、私は本日の決定会合で当面の金融調節方針として当預残高目標を引き下げるのが適当ではないかと考えている。理由を若干述べさ

せて頂く。まず、第一点目として、当座預金残高目標は現行の 30～35 兆円程度から 3～5 兆円程度引き下げても現状追認の色彩が強いため、景気に悪影響を与える可能性はない。第二点目として、金融システムの安定的な状況が確認されていると同時に、短期金融市場と債券市場は当座預金残高目標がいずれ引き下げられる、あるいは引き下げられるのは時間の問題と判断しているために段階的に引き下げていっても金融市場が混乱することはないだろうと思う。第三点目としては、企業部門が資金余剰主体となっている結果、民間金融機関は、不良債権処理を終えて、企業向け融資を積極化したい訳だが、現在は、企業向け貸出が伸びるような状況ではない。そのような状況の中で日本銀行が過剰流動性を供給していても景気刺激効果は益々期待しにくい状況になっている。もう一点付け加えると、ペイオフ解禁後、銀行の資金運用部門のビヘイビアが少し変わってきていると思う。また、量的緩和政策の枠組みから金利を中心とする枠組みまで視野に入れた金融政策のノーマライゼーション・プロセスを考えると、我々は今ノーマライゼーションの実現まで時間の掛かるところにいると思う。仮に当座預金残高目標が、万が一自己目的化しているならば早めに引き下げておいた方が将来の金融政策の自由度を確保するために良い。あるいは換言すると、将来金融政策がマクロ経済政策として役割を十分果たすために必要ではないかと思う。恐らくメディアなど外からは当座預金残高目標の引き下げ＝金融引締めという批判が出てくると思うが、既に福井総裁が非常に丁寧な説明をされている。所要残を大幅に上回る流動性を供給する量的緩和の枠組みは堅持しているし、消費者物価の前年比上昇率が安定的にプラスになるまで量的緩和政策を堅持するという約束は些かも変わらないため、当預残高目標の引き下げが金融引締めであるという批判はかわせるのではないか。それから短期金融市場が正常化するまで、最低半年はかかると考えているので、理想的には量的緩和政策の枠組みは維持しながら過去の資金供給オペをロール・オーバーしない形で当預残高を引き下げていくことが現実的ではないかと考えている。都銀が持っているブタ積みは約 10 兆円、外銀が 5 兆円程度ある。現在 33～35 兆円程度の当座預金残

高のうち大手銀行と外銀のブタ積みを合計した 15 兆円程度の範囲内で段階的に引き下げていくことが望ましい。当座預金残高目標を 15~20 兆円程度まで下げて、そのレンジで当預残高目標を維持すれば短期マーケットの機能回復と同時に事実上のゼロ金利の状態が確保できるのではないかと思う。金融政策について、私が日銀に入って若干感じていることだが、新日銀法のもとで説明責任、透明性が重視されているが、我々は何よりも政策運営において結果責任を問われている。結果的に景気が悪くなれば日本銀行のせいであると言われがちなので、説明責任のみならず結果責任も問われていることを念頭に置いて政策運営をやっていく必要があるのではないかと思う。この点を対外的には上手く説明しなければならない。量的緩和を解除するまでのノーマライゼーション・プロセスが長いのであればその期間を念頭に置きながら、あるいは景気循環を考えながら、我々も動いていかないと最終的には説明責任はパーフェクトだが結果は伴っていないという評価になってしまうリスクがあるということを危惧しているところである。また、これも重要な点だと私は思っているが、金融政策運営について——一般的にであって、今ということではないが、——政策を転換する時は、緩和局面から引締め局面、または引締めから緩和局面のどちらについても当てはまると思うが、そのロジックは非対称的だと思う。これは上げる時と下げる時のロジックが同じでなければならぬとする、政策転換は非常に難しくなる。今のような量的緩和政策の枠組みの下であると、なおさら非対称的なロジックにならざるを得ないのではないかと考えている。これは説明責任を無視するという意味ではないが、ただ 1 対 1 の対応、例えば何か起きたから何兆円下げるという説明は、量的緩和のターゲットを上げていく時の説明が本当に危機的な状況だから思い切って出していくという程度であったから、戻す時にも同じような理由にするのは多分難しいのではないかという感じがする。それから 21 世紀ビジョンの報告書が先日公表されたが、それを見て感じるころがあった。その中で金融政策運営について書いてあった。マクロ経済運営では金融政策運営が基本的に頑張ってもらわないといけない。なぜならば財政政策は

機動力がないからであるという説明がされていた。しかし量的緩和政策には残念ながら機動力がないというのが私の認識であり、量的緩和を採用している本行の現状は金利の非負制約下にあるため機動力がない。従って、金融政策の機動力がない状態がずっと続いている時にそれが国益に合致しているのかどうかということも考えなければならない。金利を中心とする枠組みへの復帰まで視野に入れた場合のノーマライゼーションのプロセスは非常に時間が掛かるということも、政府との対話の中でも言う必要があるのではないかと思う。日本銀行に入ってから量的緩和解除の具体的なステップについて十分コンセンサスが得られていないという状況に段々気付いてきたのだが、なぜ展望レポートにそういうことが書かれないかという、多分必ずしも完全なコンセンサスができていないためではないか。コアな部分についてはある程度合意しておいた方が良くはないかと思っている。最後に、展望レポートについては、まず上振れ・下振れ要因のところだが、今年度、来年度ともに今朝配られた数字の中央値から上振れるとしたら、個人消費が牽引役になるという形にならざるを得ないと思う。内需主導型の景気の回復を描ける経済指標が出てきている。一方、実質GDP成長が下振れるならば恐らく海外経済が予想以上の減速を見せる場合であると思う。これは恐らく2006年度のリスク要因になると思う。この認識は須田委員と同じではないかと思う。それから展望レポートそのものに関する注文を若干言わせて頂きたいと思う。「2006年度は、現時点においてはかなり幅をもってみる必要がある」と書いてあり、そのとおりであるが、ある程度日銀が想定できるリスクシナリオ、サブシナリオを示していった方が良く、またはリスクシナリオがどういう時に起きるのかということも書いておいた方が良く思う。因みに政府が中長期の経済、財政見通しにおいて構造改革を着実に進めてきた場合、構造改革を怠った場合という二つのシナリオを描いていることも参考になるのではないかと思う。マーケットはこの展望レポートをどう見ているかというと、数字は、基本的には我々が出したものに近いところを予想している民間エコノミストが多いと思うが、金融政策の見通しは全く逆であって、民

間エコノミストの多くは 2006 年度も現行の政策が続いて量的緩和の解除は 2007 年度以降と書いている。このギャップが非常に大きい。我々は数字を変える訳にはいかないので、展望レポートの中で非常に丁寧に説明するか、あるいは 2006 年度に掛けてその解除の可能性が高いという表現を徐々に少し和らげたトーンに変える、あるいは削除するようなことを考えていく必要があるのではないかと感じる。それから、ボードメンバーの皆さんと後で議論させて頂ければと思うが、基本的見解の最後のパラグラフにある「今回の経済・物価見通しが実現することを前提とすると、2006 年度にかけてその可能性は徐々に高まっていく」とあるが、我々の数字を基にした表現はこれで宜しいのか。私は非常に違和感がある。国際機関等の予想を見ていると今年よりも来年の方が減速するとみている。その中で日本銀行のベクトルだけが上を向くということは、民間内需が主導する形で景気が良くなる姿を出さなければいけないので、かなり説得ある表現でかつ数字自体も読み手に違和感がないように出さないといけないと考えている。以上である。

福井議長

次は春委員から願います。

春委員

それでは申し上げます。まず、金融経済情勢であるが、前回会合以降、米国経済については 4 月 10 日のコンセンサス予想の段階ではこれまでの水準を維持した見方になっていた。また、最近の 3 月の新築住宅販売件数も高めの結果が出ていた。一方で原油高、ガソリン価格上昇を背景に消費者マインドが悪化し、一部に減速の懸念が示されているほか、GM等の不振から株価は下落している。中国については、1~3 月実質 GDP が 7 四半期連続 9% 台という高めの成長を続けているが、4 月に入って反日の動きが拡大して破壊行為を伴う大規模なデモが各地で発生している。

一方、国内では、米国株価の下落や中国における反日デモを受けて株価

は下落し長期金利も低下しているが、公表されている経済指標を見ると緩やかな回復を示すものが多い。私が注目している指標を幾つか申し上げると、1～3月の実質輸出は7～9月、10～12月に続いて横這いの範囲内ではあるが、緩やかながら増加ペースを加速している。1～2月の機械受注は好調だった10～12月に次いでほぼ横這いである。本日発表の1～3月の鉱工業生産指数も7～9月、10～12月の前期比マイナスを若干上回る形で、予測は下回ったがプラスに転じて、4～5月の予測値もまず堅調と言えるのではないか。1～2月の第3次産業活動指数や全産業活動指数も堅調である。雇用環境は改善が続いており2月の毎勤統計では一般労働者の前年比は2か月連続でプラスになっている。3月の完全失業率も前月比低下している。消費関連指標も10～12月の反動はあると思うが堅調で、1～3月の勤労者世帯の消費水準指数も高い伸びとなっている。3月下旬の景気ウォッチャー調査も現状判断は僅かに50を下回っているが、愛知万博等によって3か月連続して上昇して先行き判断も50近傍の水準で推移している。

以上から、若干不透明感が高まった面はあるが、景気はIT関連調整の進捗とともに着実に踊り場脱出に向けた動きを続けているように思う。

次に展望レポートについて申し上げる。今回の見通しに当たっては、2005年、2006年と海外経済については各民間機関の見通しに沿った成長を見込んだ。原油価格については現在の高値から投機による上乘せ分が修正されて若干低下するものと想定した。

国内経済については輸出・生産が緩やかに増加するとともに、企業収益も増益基調を維持し、企業が慎重ながら前向きな経営姿勢に転ずる中で、設備投資も増加傾向を維持すると考えた。既に下げ止まっている雇用者所得は、労働市場の需給改善の中で緩やかに改善し、個人消費は定率減税の縮小や社会保障負担の増加など心理的にマイナスに働く要因はあるが、トータルの可処分所得の増加によって緩やかな増加を続けるものと考えた。

以上の結果、実質GDPは2005年度、2006年度とも潜在成長率を若干



上回る1%台半ばの成長を続け、需給バランスは緩やかに改善するものと考えている。

物価については、国内企業物価は、2005年度は原油価格や素原材料価格の高止まりによって1%前後、2006年度は原油価格の落ち着きにより0%台前半の上昇と考える。また、コアの消費者物価については、米の価格や公共料金等の影響が続く2005年中はマイナスが続くが、2005年度を通しては0%近辺、2006年度については0%台前半の上昇と考える。

上振れ・下振れ要因については、当面最大の不透明要因は原油価格と思う。日本における代替エネルギーの利用拡大やエネルギー利用技術の向上によって原油価格高騰の日本経済への直接的影響は限定的と考えるが、石油消費の拡大している米国や中国経済への影響は日本経済にも波及する可能性が高いと思う。投機資金により高止まりしている価格が、2005年末に掛けてある程度落ち着くことを基本に考えているが、中長期的に予想される需要の増加に対して産油国等における本格的な生産能力拡大投資が総じて慎重であるので、不安定な状態が続く可能性が否定できない。その他の上振れ・下振れ要因については執行部の原案に異論はない。

若干コメントさせて頂くと、やや長期化している踊り場状況にあって、このところマスコミ等が当面の当座預金残高引き下げの可能性に加えて、量的緩和政策解除の時期に関し、強い関心を持っているように思う。こうした中でこの時点で翌年度までの見通しを出すことの難しさやリスクは前回会合でも、また今日も何人かの方からご指摘があった。私としてはこの時点で2006年度に掛けて緩やかだが持続性のある回復のメカニズムが引き続き機能する可能性が高いというメッセージを出すことによって、市場関係者に金融政策の先行きを予想するうえで参考になる判断材料を提供することに繋がると考える。

また、今後の金融政策運営について、10月の展望レポートに記載した「経済が持続的な成長を続ける中において、生産性の向上を基本的な背景に、物価が反応しにくい状況が続くのであれば、余裕をもって対応を進められる可能性が高い」という文章を入れることも、同じ趣旨から適切では

ないかと考える。

最後に当面の金融政策運営方針であるが、ペイオフ解禁の無事通過後も金融システムに特段の不安はなく平穩に推移している。当座預金残高目標については30～35兆円のレンジをなお書きとともに継続し、潤沢かつ機動的な資金供給を続けることが適当と考える。金融調節に当たっては引き続きご苦勞と思うが、市場の状況に応じた肌理細かい努力をお願いしたい。

なお、今後については、ペイオフ解禁の無事通過に加え、メガバンクの統合が予定されていることなどから、金融機関の流動性資金需要は一層減少することが予想され、財政資金の引き揚げが行なわれる5～6月に掛けて当預残高目標の維持はさらに困難となる可能性がある。

前回の会合でも当座預金残高の目標を引き下げてはどうかというご提案があった。今回もあった。私としては量的緩和政策の枠組みは堅持しつつ、状況を見極めながら、またデフレ克服にマイナスの影響が生じないことの理解を得ながら、慎重に当預目標を減額することは一つの選択肢と考えているが、今回は次回会合までの残高維持の可能性や景気回復あるいはデフレ克服に関する大方の認識の状況からみて、現在の目標を維持することが適切ではないかと考えている。私からは以上である。

福井議長

次は武藤副総裁から願います。

武藤副総裁

前回会合以降に公表された計数を踏まえて、まず三点指摘したいと思う。まず第一は米国の経済・物価情勢である。原油等の素材価格の上昇もあってインフレ方向のリスクが意識されている中で、3月の消費者物価コアが前月比+0.4%、前年比で+2.3%と伸びを高めている。また、小売売上高などの一部経済指標やハイテク関連企業の決算が市場予想比弱めだったことを受けて、金融市場では原油高の影響を意識した景気減速懸念が台頭しており株価が大幅に下落している。景気の先行指標という意味で株価の

動きには注意すべきだと思うが、その他の経済指標は全般的に堅調であり、引き続き家計支出、設備投資の増加、雇用も着実に改善ということで評価して良いのではないか。我が国の米国向けの輸出が堅調に推移していることもこうした見方を支える材料であるとみられる。第二に今朝執行部から説明があった国内の生産であるが、1~3月は前期比+1.7%、昨年後半の減少を取り戻したということであり、また先行き第2四半期もプラスの予想となっている。IT関連の調整が進捗してきていると考えられるので、生産は横這い圏内を脱出しつつあると考えて良いのではないかと思う。第三に物価であるが、3月の国内の企業物価の3か月前比を見ると3か月振りに上昇した。原油価格を中心とした内外商品市況上昇の影響のほか、需要が堅調な鉄鋼等の素材も上昇幅を拡大している。一方、3月の消費者物価は引き続き前年を下回っている。川上の価格上昇が川下に波及しないというこれまでの大きな流れから変化はみられていない。このように足許の経済指標からはIT関連分野の調整が進捗し、生産が横這いから上向きつつあるなど景気が踊り場を抜けていく可能性が高まってきていると判断して良いのではないかと思う。金融・為替市場では米国株価の下落等を材料に株価が前回会合以降下落し、つれて長期金利も低下している。海外経済の下振れ懸念が背景にあるとみられるが、企業マインドに与える影響等も含めて今後の推移は注意して見ていきたいと思う。

次に展望レポートについて三点申し上げたいと思う。まず、第一のポイントはIT関連分野の調整が遠からず終息するとみられるが、その後の景気回復の強さをどう見ておくべきかという点である。企業の過剰設備、過剰雇用、過剰債務や金融システムの脆弱性といったいわゆる構造問題の調整は進捗している。この点は高水準の企業収益やペイオフ全面解禁が円滑に実施されたことにも表われていると思う。一言で言えば経済、金融両面で景気を回復させる環境がしっかりしてきていると評価される。一方で設備投資の増加はキャッシュ・フローの範囲内に止まっており、人件費抑制姿勢も根強いなど、慎重な企業行動が続いている。これを前提とすると回復のテンポは緩やかに止まる可能性が高いと思う。ただそれだけに、設備、

在庫投資の面での行き過ぎが起きにくく、息の長い成長が続くと考えられる。以上を踏まえると、先行きについて展望レポートのドラフトにあるように、年央以降回復の動きが次第に明確になり、「2005年度は、潜在成長率を若干上回る成長」、「2006年度は、緩やかながら持続性のある成長軌道を辿る」という総括表現で良いのではないかと思う。次に、上振れ・下振れ要因として何を想定しておくべきかということが第二のポイントである。一つは原油価格の動向である。我が国はエネルギー効率の高さという強みがあるが、今回は我が国の輸入依存度が高い中東産原油の価格も上昇している。我が国、海外経済ともに企業収益の圧迫や実質購買力の低下が懸念されているし、特に海外ではインフレ期待の上昇による国際金融市場への影響などが世界経済を下振れさせる可能性を念頭に置いておく必要があると思われる。二つめは米国及び中国の動向である。中国では固定資産投資の過熱リスクや都市・農村間の所得格差等の構造問題を抱えており、成長の持続性が焦点となる。現在の中国情勢の影響は心配であるが、まだ日中間の関係や我が国企業にどの程度のインパクトをもたらす得るものなのか明らかではない。下振れ要因の書き方としては、この展望レポート原案にあるように、「各種の構造問題を抱える中で、その成否には引き続き不確実性が残っている」という記述が中国に対してあるが、これがぎりぎりの表現かと思う。また、国内需給の引締まりがみられる米国においてはインフレ方向のリスクが意識されている。インフレ懸念が強まれば、金利の上昇を通じ世界経済の成長を鈍化させる可能性もあろうかと思う。三つめのポイントは、展望レポートにおいて先行きの金融政策運営についてどのように触れるかという点である。今回2005年度の消費者物価指数前年比がゼロ近傍、2006年度は若干のプラスと、これから数字の確認が必要であるが、そういうイメージかと思う。そうしたもとでは、先行きの金融政策運営に関する日本銀行の考え方を可能な限り展望レポートで説明していくことが大変大事であると思う。その場合、まず「見通しは上下に振れる可能性がある」という記述があり、それは当然のことであるが、「消費者物価が安定的に0%を上回り、金融緩和政策からの出口を迎

える時期をはっきり示すということはなかなか難しい」という記述は、見通しが上下に振れる可能性があるということを前提とする以上そういうことだと思う。ただ、大きな流れとして潜在成長率を上回る成長が続き、物価面にもそれなりの影響があると考えられることから、「2006年度にかけて量的緩和政策の枠組みを変更する時期を迎える可能性が徐々に高まる」ということであり、この点もこういう表現であれば、全体としてバランスはとれていると思う。そのうえで、「景気に物価が反応しにくい状況が続くのであれば、我々として余裕を持って対応を進める可能性が高い」という前回展望レポートと同じであるが、基本的なスタンスはこういうことで宜しいのではないかと思う。また、今回初めて展望レポートの対象期間を2006年度まで見通すことになるが、この先行きの経済・物価動向に関する基本的なメカニズムを明らかにする必要がある。それから上振れ・下振れ要因を可能な限り明確にする必要があるということが前回も色々意見交換されたと思うが、今回の展望レポートのドラフトがそういう観点から努力されているということで、当面は透明性の向上に役立つのではないかと考える。

最後に次回決定会合までの金融政策運営であるが、以上のような経済・金融情勢を通じての判断を踏まえると、現在の調節方針を堅持するということが宜しいかと思う。そのうえで金融市場調節のあり方について若干のご意見があったので、その点についての私の考え方をお話ししておきたいと思う。我が国経済は持続的な成長に向けて回復軌道を辿っており、金融システムに対する不安感も後退している。金融機関にはこうした状況の中で資金調達への安心感が定着して流動性需要が大きく減少しており、札割れがしばしば発生しているのは事実である。これまで我々はオペの運営面で工夫を重ねながら、30～35兆円程度という当預残高目標を何とか維持してきている訳だが、その結果やや長い目で見ると、例えばオペ期間が長期化するなどかなり無理をした形での運営を強いられているということもまた事実であろうかと思う。消費者物価指数に基づく約束に従って、所要準備を大きく上回る潤沢な資金供給を続けるという量的緩和政策の枠

組みの堅持は当然であるが、オペレーション自体に無理があり、あまりに柔軟性が欠けているということであれば、問題があるというのもまた事実である。今後、金融市場の実情に合わせてその推移をよく見極めて、技術的に何らかの対応が必要かどうかという点は検討すべきポイントの一つだと思う。こうした点も念頭に置いて、引き続き金融システムの安定度合いやこれを受けた流動性需要の動向、さらにこれは一番重要な訳であるが、景気物価情勢をしっかりと点検することが今後の検討課題になるという考え方が現時点では妥当なのではないかと考える。以上である。

福井議長

岩田副総裁からお願いします。

岩田副総裁

それでは主として展望レポートについてコメントを三点程申し上げたいと思う。最後に政策運営についてコメントする。

私はこういう展望レポートなどが持っている本当の意味というのは景気に対する足許と先行きがどうなりそうかということについて、どれ位正確な判断ができるかということに最終的には尽きていると思っている。それから金融政策運営をやる時に大きな失敗はいつ起こるかということ、それは景気の判断のズレと言うかその読みが不十分だった時であろう。人間は不完全だから将来のことは全部は見通せないが、その中でリスクがどこまであるかということとどこまで徹底的に洗い出していたかという、そこがポイントではないかと思っている。こういうことを言うと皆さんから嫌な顔をされるが、ゼロ金利解除というのも物凄く難しい判断だったと私は思うが、その時にどこで一番間違っていたかということ、やはり景気の思い掛けない減速というのが本当に思い掛けないものだったのかどうかというところが本当のポイントだったと思う。現在も実は今、まさに景気の見方について、先程水野委員から 2006 年度はもう少し下がっているのではないかという話もあったが、私も資本ストック調整による息切れ懸念という

のはリスクとしてあるのではないかというようなことを申し上げたことがある。それからもう一つの懸念は、実は足許でもう今ピークなのではないかという、これもマーケットではかなり有力な見方で、何割かの方々、私の感じだと3割近くの方がそうみていると思う。そういう状況の下で我々は何をすべきかということをやはり冷静に考えて政策運営についても色々ご提案あるかと思うが、最後はそこのところが一番重要なのだと思っている。私自身の経験と照らし合わせて言うと、私は明らかに2004年度の成長率を誤った。当初+3.6%と読んでいて、結果は+1.6%なので2%のギャップがあって、1%分は機械的な調整部分であるが、残りの1%は明かに私が間違った。デジタル家電のミニバブルに私は目を奪われたと思っている。2003年末から2004年の初めに掛けての前期比年率+6%という数字に躍らされたと思っている。そこの反省である。それをまた間違えて良いのかということをも自分自身としてはとても反省、猛省をしている。それで岩田は少し反対方向に振れているのではないかと言う方もいるかもしれないが。まず第一点目のIT調整について、私は前から4~6月に一応調整は終わると、これは在庫調整という面ではそのとおりだと思っている。また、同時に何遍も私は言っているが、北米でBBレシオというのは6か月連続で1を割っている。アメリカは今のところ受注は比較的強いのだが、これは生産にはもう少し遅れて出るのかもしれないというリスクがある。私が特に今気にしているのは、ダブルディップの可能性である。つまり今回落ち込みが少なかった。シリコンサイクルの次のピークは恐らく2008年だと思っているが、その前までずっと拡大局面でいけるのか、これは非常に危ないと思っている。300ミリメートル工場の本格稼働というのが実は間もなく始まって、その時に、つまり新しい技術革新が起こった時にそのシリコンサイクルというのは起こる訳だが、今回の調整は本格的な技術革新というのでは必ずしもなくてディップしており、新技術の稼働に伴うディップが今度起こる可能性があると思っている。世界の半導体市況というのは、勿論いつの時点でというのは非常に難しいのだが、再び悪化する可能性があると思う。そして数字のうえでも日本の半導体の設備

投資の伸びというのは、2004年は実は26%増加したのだが、2005年は-13%、2006年は-36.8%、決して明るい見通しではない。半導体の中には色々あって、DRAMの市況は非常に悪くて、恐らくもう赤字であり採算割れでやっているというようなことだと思う。一方で、新しいメモリー、特にNAND、フラッシュメモリー、そちらの方はiPodなどがあり比較的堅調なので、そちらの方にシフトしたりということが起こっている。今回のIT在庫調整の特徴は在庫水準そのものはそんなに高いところで始まらなかったもので、どこで調整が起こっているかという価格で起こっているのである。価格が大幅に落ちてそこで調整が起こっている。その裏返しを言うと、では調整が終わったから生産は戻ってくるかという、これはなかなかそれ程強くないというふうに考えた方が普通ではないかと思っている。ということでIT部門は世界的に見てもダブルディップという可能性を孕みながら、しかし一応は調整局面を4~6月に出るということはあり得ると考えている。それと関連して日本の企業収益について、やはり一部には減益を見込むようなところが出ている。あるいは日米共通で、在庫がやや気掛かりだと思っている。アメリカの場合も既に45度線のところまで行っているのだが、特にアメリカの耐久財の在庫は、自動車だけでなく、一次金属、加工金属、機械でも実際かなり高まっている。それが高まってくるとやはりこれは輸入を抑制する要因になって、恐らくアジア諸国、日本も含めてアメリカ向けの機械類の輸出というのは減速する可能性があると思う。それから中国についても今、かなりポリティカルな問題があるが、先程早川調査統計局長の方からお話があったように、日本は中国で段々と輸出入の競争力上負けつつある。従って、先行きも輸出が思った程は実は伸びないというリスクもある意味では出ているのではないかと思っている。そういうことでアメリカについて言うと特に素材、石油価格の上昇というのがあるし、それから今は金融も引締めサイクルに入っているのもやはり住宅投資は横這いになっていく。そうすると第1四半期は+3.5%という予測だが、第2四半期は——去年と全く似たようだが——ソフト・パッチになって去年よりも悪いのではないかと思う。去年



はソフト・パッチといっても3.3%伸びた。最近のマクロ・エコノミック・アドバイザーの予測では+3%を割って+2.9%とみており、アメリカは恐らくソフト・パッチということで、足許のところも不透明性が全体として高まっていると考えた方が良いのではないかと思っている。これがアメリカと日本についての景気の大きな見方である。

見通しの数字については、実質GDPが2005年度、2006年度それぞれ+1.3%、+1.6%という数字を提出している。私は前にも繰り返し申したように潜在成長率を+1.2%と考えており、そうすると、2005年度と2006年度を合わせると0.7%潜在成長率を上回ることになる。それに0.4を掛けると+0.3%位になる。つまり2004年度のCPI伸び率は-0.2%なので、マクロ的な私の頭の中の整合性から言うと、2006年度のコアのCPIのメディアンはちょっと強い数字になっていると思っている。需給ギャップの縮小に見合ったCPIのマイナス幅縮小ペースは早くなるという効果はあろうが、それでもなかなか難しい。ただプラスになるということは定性的に十分にあり得ると思うが、+0.3%まで行くという程の回復力の強さではないと思う。つまりデフレ脱却ということの可能性から言うと必ずしも確かだということとは言えないと、今の私の頭の中での整合性からするとそういうことになっているのではないかと思う。そういう事態のもとで、それでは政策運営をどうするのかということだが、現状では据え置きがベストなチョイスであると私は前から申し上げている。私の認識からすると、量的緩和政策の効果については、勿論過去において、マクロ的なインパクトもあった。また、金融システムの安定性を取り戻すうえでも効果があったと思う。そのうちマクロの効果について言うと、さらに強くなっていると思っている。先程、水野委員は弱くなっているというふうにおっしゃったのだが、マクロ的にはより強くなっている。より強くなっていることをまさに利用しながらデフレ脱却の可能性の展望を開いていくということが一番重要な局面になっていて、そこのタイミングを間違えると破滅的なシナリオになる可能性があるのではないかと思う。今の時点で当預目標を半分位に下げてしまっても良いのではないかというお話だが、

私の認識ではこれまで言ってみるとパイプラインに一所懸命水を込めてきて、さあでは水を本当にひと押しで出そうかという瞬間に横に穴を開けてしまって全部水を流してしまう、そういうことを取っておやりになるのか、というふうに思う。以上である。

福井議長

福間委員から願います。

福間委員

海外経済については全般的に景気回復が続いている状況に変わりはない。当面のリスク要因としては石油をはじめとする原材料価格の高騰や、米中経済の動向、就中、中国経済の動向に一段と注目する必要があるという点は皆様と同様である。

中国経済を巡って私が特に注視しているのは今回の反日デモが対中直接投資に与える影響と人民元の動向である。前者の対中直接投資については、国際商業都市の上海で大規模な暴力的行為が行われたことは日本をはじめとする海外の企業に衝撃を与えている。こうした中国リスクは折りからの電力不足、労働争議及びそれを背景とした賃金上昇等と合わせて企業経営者の心理面にマイナスの影響を与えている。今後、日米欧からの新規の直接投資がペースダウンする可能性が高く、この面から中国経済が緩やかにスローダウンすると予想している。一方、後者の人民元の動向については日本では日中間の対立ばかりが注目されているが、ご承知のとおり欧米と中国の間の貿易摩擦も極めて深刻な状況にある。この背景については本年1月に繊維貿易が完全に自由化されたことを契機に中国から欧米諸国への輸出が急増したことが挙げられる。欧米当局は既に通商上の報復措置発動に向けて動き始めているが、同時に人民元切り上げプレッシャーも強めている。こうした人民元を巡る動きに加え、最近では対ユーロでの円の買い戻しの動きも見られることから、今後とも為替相場の動向から目が離せない。

この間、米国経済については一部でスタグフレーション懸念が出ているが、確かに現下の原油高が産油国への所得移転を通じて個人消費を中心に米国経済へデフレ圧力を加えていることは間違いない。最近、米国の株式市場がGMやフォードに関する材料と並んで消費関連の指標に敏感に反応することはその証左であると思う。一方、ページブックが指摘するように米国の幾つかの地域で製品価格への転嫁がしやすくなっている状況では、市場が景気とともに物価の動向に警戒的になるのもこれまた自然なことである。ただ、私としては経常収支の赤字を海外からの資本流入でファイナンスする従来の構造には直ちに大きな変化はなく、ドル相場も総じて安定していることから、米国経済は3%台前半程度の潜在成長率での成長軌道に移行していくのではないかと予想している。

我が国の経済については、IT分野の生産・在庫面での調整進捗に伴い、緩やかに踊り場を脱しつつあるとの現状判断に変わりはない。先行きについては、業種間、企業間、地域間の景況感格差は残るものの、前回会合時と同様の理由から全体としては内需主導の息の長い緩やかな回復を続けていく可能性が高いと思っている。その理由としては、いつも申し上げていることだが、第一に三つの過剰がなくなり、企業の収益基盤が非常に強いということである。目下の決算発表を見ても史上最高益を更新する企業が多い。IT産業では先程執行部から説明があったように、勝ち組、負け組という形で差が出ている業種もある。第二は、企業収益の好調を背景に設備投資と個人消費の内需が堅調に推移すると予想されることである。このうち設備投資については、キャッシュ・フローの範囲内での投資だが、鉄鋼、自動車産業をはじめ、業種や企業規模を問わず補修、改修や環境対応の投資、一部には能増投資等が予定されていることから、全般的には堅調な動きが続くと予想される。第三の理由は、資産デフレが後退している点である。

中国リスクが我が国経済に与える影響については、先程述べたように対中直接投資が減少すれば付随する工場建設用機械等の資本財輸出も減少する可能性がある。ただ、日中間の経済的な依存関係——中国の人はよく

「一衣帯水する」と言うが——が強いだけに、国際競争力のある高級鋼板等の素材や電子部品・デバイス、あるいは建設機械等は当面堅調に推移すると予想される。また、中国リスクにより輸出型の製造業は多少影響を受けたとしても、第三次産業活動指数等に示されるようにサービス産業等の非製造業は消費拡大や災害復旧等を映じて堅調に推移していくものと思われる。このため現段階では中国リスクが我が国経済に与える影響は限定的と考えられ、先程述べた景気回復継続のシナリオを修正する必要はないと考えている。

物価については展望レポートに纏められているとおり、国内企業物価は来年度に掛けて上昇を続ける一方で、コア消費者物価は今年度小幅のマイナスとなった後、来年度に前年比プラスに転じる可能性が高いと予想している。原材料価格の上昇については能増投資に対する企業の慎重姿勢や環境問題等による供給制約を背景としているだけに価格上昇による需要調整がなされない限り、当面現在の上昇基調が続くと考えられる。

この間、企業金融は引き続き極めて緩和的な状況である。ペイオフ全面解禁後、大手行はROA重視の姿勢を鮮明にし、自らの財務格付けと株価の向上を経営戦略の中心に据えている。ただ現実には最近の考査局の貸出動向調査に示されるように企業の潤沢なキャッシュ・フローを背景に資金需要が低迷し、貸出を思うように伸ばせない中で、預金や日銀当預に積み上がった手許資金を如何に運用するかが最大のポイントとなっている。

次に展望レポートについてだが、執行部案に特段の違和感を持っていない。ただ基本的見解の最後の金融政策運営のところで「物価が反応しにくい状況が続くのであれば、余裕をもって対応できる可能性が高い」と書かれている点が気になる。すなわち、「物価が反応しにくい」とか「余裕をもって」という言葉は物価が下落を続ける見通しのもとでは違和感はないのだが、来年度のCPIが9年振りに前年比プラスに転化するとの見通しのもとでは如何にも収まりが悪いように感じられる。本行は今回の展望レポートでこのプラスへの転化の予想に基づき、2006年度に掛けて量的緩和政策の枠組みを変更する可能性が高まるとの見方を示す訳である。当然

市場の注目を集めると思われるが、それに対しては条件付きではあるが、「余裕を持って対応できる」というメッセージを送るよりも、金融政策運営に慎重を期していくという旨のスタンスを表明する方が良いのではないかと考えている。この点は皆さんの来年度に掛けての物価動向のイメージにも関わることなので、後程議論させて頂きたいと思う。

最後に当面の金融政策運営方針だが、デフレからの脱却が達成されていない一方で、金融システム不安が後退し、銀行の予備的流動性需要が減少しているもとでは、前回同様3条件を含む量的金融緩和政策の枠組みは堅持しつつ、当預残高目標値については実態に沿う形で現行の「30～35兆円程度」から「27～32兆円程度」に引き下げることが適当と考えている。その旨提案したいと思う。

前回会合以降に実施した資金供給オペ18本のうち半数の9本が札割れである。残り9本のうち約半分を占めるオペは、期間8か月を超えるオペであり、しかも全て応札倍率は1倍台と苦しい状況が続いている。これはペイオフ全面解禁後、銀行の予備的な流動性需要が一段と減少していることを表わしている。私が前回会合で当座預金残高目標値の現状維持に反対し、その減額を提案したのは、その前提として目標値を現在の巨額の水準にまで引き上げた理由について、過去当預残高という量を拡大することにより、金融システム不安に対応し、もって金融収縮がデフレ・スパイラルを招くリスクを回避した経緯があったためという認識を申し上げた。そうした認識に立てば、金融環境が平時に移行した今となつては、もはや現在程の巨額の目標値を維持する合理性はなく、むしろこのまま目標値を放置すればメリットよりもデメリットの方が多くなると考えられる。そのデメリットとしては、巨額の目標値を維持するために1年近い資金供給オペ、先程申し上げたように前回会合以降で見ても既に8か月以上の手形買入を4回、4兆円規模で行っているが、そうした異例のオペを続けていくことが市場機能の回復の妨げになること、及び今後の物価動向如何では目標値の据え置きは金融規律の低下を通じて将来的にインフレ・リスクを高める要因にもなりかねないこと、この二点を指摘した。さらに客観情勢が変

化している中で、市場心理に現在の状況がいつまでも続くといったイナershyaを根付かせてしまうことは先行きエネルギーを溜める形となることも申し上げた。現在もこうした考え方に変更はない。目標値の減額に対しては、景気が踊り場局面にあり、その回復力も十分でないとの理由もあってこれに慎重な委員が多いように思われるが、しかし景気は先程述べたようにミクロの構造改革が進展し、企業収益が好調を続けるもとで内需主導により基調的には回復を続けている訳である。さらに申し上げれば今回の展望レポートが示唆しているように、経済の実体面の改善をもたらすのは潤沢な資金供給ではなく、量的緩和政策の枠組みのもとで維持されてきたゼロ金利とその継続予想、いわゆる時間軸効果であった。従って今後とも景気を下支えし、デフレからの脱却を図るためにはゼロ金利と時間軸効果を維持することが重要であり、市場が不要とする程度の当預残高を減額してもデフレ克服にマイナスの影響が生じることはないと考えている。また、今回の展望レポートの見通しどおり来年度に掛けて量的緩和政策が出口に至り、ポスト量的緩和政策への移行を図ることとなった場合、移行の前提として金融市場の機能が回復している必要がある。この市場機能の回復のためには、まずは本行の巨額の当預残高という重石を適正化し、市場が自律的に取引を行える環境を整えておく必要がある。その適正化の時期については、量的緩和政策の出口近くになって現在の30兆円規模の当預残高を一気に減らすことは金利の乱高下を招くなど市場を混乱させることになることと危惧している。この点については円のキャリートレードのポジションがグローバルに積み上がっているため、金融政策は慎重にゆっくりと行う必要があることをこれまでも申し上げてきた。また、市場機能回復には銀行の資金繰り部署の人材育成等、相応の時間を要する問題もある。以上の点を踏まえ、本行としては銀行の当預ニーズを見極めながら目標値を慎重にゆっくりと減額し、金融政策の正常化に向けた道筋を付けていく必要がある。以上である。

福井議長

西村委員から願います。

西村委員

現状判断及び展望レポートについてはもう既に重要な点について皆様が述べられているので、私としては二つの点について追加したいというふうに思う。その第一の点は、先程ご指摘があったIT産業の調整に関する点である。提出された資料の現状評価及び今日の説明によれば、IT産業の世界的な調整が徐々に進捗しているとして、先行きの見通しについては楽観的である。これは企業ヒアリング等でもそのような見方が大勢を占めているということでコンセンサスとなっているようなので、レポートとしてはこれで構わないと思うのだが、先程一人の委員からご指摘があったように、単なる下振れ要因以上の重みで大きな落とし穴がある可能性をやはり頭に入れておく必要があると思っている。と言うのはメモリ等について最終需要側に最も近い市場価格の、この1~2週間の動きを見ると、大幅な下落がさらに加速しているように見える。これが在庫のリクイデーションの動き——これは4月に入ってからということだが——を示していると考えれば、将来の生産増をもたらすということでポジティブに評価できる訳だ。しかしもしそうでないとするならば、実は次のような形になる可能性がある訳である。つまりどういうことかと言うと、市場のプレイヤーがマクロの在庫調整が終わりに近付いているというふうに思って、自分の在庫調整を遅らせることによって利益機会を取ろうという動きになっている可能性がある。そうすると結局、全体としては在庫調整は進んでいないで価格が軟化し続けるという、過去にしばしば見られたパターンが実は繰り返されているかもしれないことになる。そういった気になる点が実はあって、公表された電子部品・デバイスの在庫水準を見ると1月、2月それから3月も確かに低下している。先程言及した最終需要側に最も近い市場価格の動きを見ると、実はこの時期は確かにメモリの価格に関し

ても若干の上昇、若しくは持ち上がりの状態にある訳である。この最近の価格低下はこの3月以降、つまりまだ在庫水準のデータが出ていない直近の時期に低下が起きているということである。従って4月現在、今の時点で本当に在庫調整が最終段階にあるのかどうか、将来に亘って順調な回復が見込まれるのかどうか、ということに関しては、私は慎重な見方が必要であると考えている。第二の点は、消費者物価の見通しである。消費者物価の構成価格は、調査統計局からの説明にあったように幾つかのブロックに分けることができる訳である。一つは比較的早く需給を反映して動くもの。それから電力料金のように制度的に費用水準によって決まるもの。それから電話料金のように需給もさることながら企業の価格支配力の変化に大きく依存しているものもある。この点については既にご案内のとおりであるが、それに加えて私がもう一点付け加えておきたいのは、住居費、特に家賃の動きの評価である。先程の説明で家賃はランダム・ファクターという議論があったが、実はランダムに動いているように見えるが極めて明解なトレンドがある。この点を良く見ておかないと間違える可能性がある。この点について指摘しておきたいと思う。実際、消費者物価指数の中では住居費というのは非常に大きい比重を占める。全国で見ると2割。東京都区部で見ると1/4のウエイトを持っている。家賃だけ見ても全国で17%、東京都区部で22%を占めている。従って消費者物価の動きを見る時に住居費、特に家賃の動きには十分な注意が必要である。この点はバロック音楽で言えばバツソ・コンティニューオというか通奏低音ということで派手さはないが、実際の動きを知るためには極めて正確な理解が必要だと思っている。これで注意しなければならないのは家賃として調査されているのは、新規家賃ではなくて継続家賃だということである。良く知られているように借地借家法その他の規制や制度的要因若しくは慣習という形によって、新規家賃に比べると継続家賃は極めてゆっくりとしか調整されない。しかも長期に亘るイナーシャ、慣性があるということが知られている。実際、不動産市場の落ち込みが激しかった時期を見ても継続家賃は一貫して上昇を続け、ピークを付けたのが全国では1997年である。その



家賃から推計される持ち家の帰属家賃——この持ち家の帰属家賃という考え方は非常に難しい考え方なので説明するとまた非常に長くなるのでここではやらないが——、これはさらに継続家賃よりも長いラグを持っている。そのピークというのが何と 2003 年な訳である。先だつての支店長会議で話題になったように不動産市場では漸く一部に動意が見られる。これは不動産市場のいわゆるプロパティマーケット、物の市場だけではなくてレンタルマーケット、賃貸の市場にも表われてきている。もっとも最近の民間の新規賃料のヘドニック指数、つまり質の調整をされたマンションの新規賃料の動きを見ると、首都圏、特に東京都区部では 2004 年半ばを底に上昇の気配が見られる、というよりも上昇している。さらには関西圏にも大底の兆しが見える。こういうことから考えるに、今後新規賃料のこうした動きが継続家賃として持ち家の帰属家賃に緩やかに、数か月から数年の単位で影響していくということは十分考えられる。こうした家賃の動きにも十分な目配りをする必要があると思つているし、こういった家賃はいわば過去の動きによって規定されているという動きがあるので、目先の景気動向とは別個な動きをする可能性がある。従つて、こういう家賃の動きに関しては、今後特に消費者物価の予想若しくは何らかのターゲティングをする際には慎重に考えなければいけないと思つている。さらにもう一点付け加えると、家賃の動きというのは地域差が非常に大きい。先程言つた不動産に関しても地域差が非常に大きいということが大事である。この点についてもう一点重要な点を付け加えさせて頂くと、金融政策というのはどうしてもマクロの政策である。しかし同時に人々はミクロの世界に生きている。つまり地域、しかも地域でも違う地域に生きている。そういった地域の人に対してどういうインパクトを持つのかということについてもかなり明解な予想を立てながら金融政策を考える必要があるだろうと思つる。勿論我々は全てに対して一本の利子率でしか対応できないのだが、しかし例えば説明する際には当然であるが、地域の人達に対しての説明が重要になってくる。その意味でページブックに做つた今回の支店の地域経済報告というのは極めて重要な役割を果たすと思つるが、そういった

ものを含めて今後例えば展望レポートの中でどういう形でそういったものを加えていくのかということについては、積極的な議論を私もこれからしていきたいと思うし、皆さんでしていく必要があるのではないかと思う。

最後に金融政策についてだが、先程申し上げたように地域の格差ということを見ると、確かに金融不安というのはマクロではほぼサブサイドしたというか消えたふうと思うが、やはり地域の経済のことを考えた時にながしかのアンカーの役目を果たしているということは私は否定できないと思う。特にこの不安に対する効果、不安を減少させる効果というのはこれは計ることは非常に難しいが、これはなかったということを説明するのもまた難しいと思う。こういった不安を減少させることによって金融不安というようなものを抑え込んできたということはやはり私は言えるのではないかと思う。そういうことから考えると、この現在の時点、今回の時点で前回の会合と比べて特段に状況が変化したことがないうえに、さらに若干下振れの影響というものが見られるような状況のもとで、現在の政策を変えるというのは極めて躊躇せざるを得ないと思う。そういう意味で現状維持で宜しいと思う。以上である。

#### 福井議長

一通りご意見を頂戴したが、何人かの方に規定時間以上のお時間を差し上げてしまったものだから、私自身が申し上げることの時間を少し制限しながら簡単に申し上げたいと思う。当面の経済・金融情勢については少なくとも前回の政策決定会合の時点における判断、状況とそんなに大きな差はないということで恐らく皆さんの意見は一致していたのかなと思う。つまり、日本経済について言えばIT関連分野における調整の動きがなお続いている。それを伴いつつも基調としては回復を続けているという4月の基本的見解の判断、これに沿った動きがなお続いているということであったかと思う。物価の方についてもやはり4月の基本的見解の判断に沿って動いている。国内企業物価は予想通り再び強含んできているということだし、消費者物価については3月は前年比-0.3%であったが、引き続き小

幅のマイナスの動きということであったと思う。ただ、金融・為替市場においては多少の変化がある。特に米国景気の先行きの見方についてかなり慎重な判断が、市場で出てきていることなどを背景にして、株価が少し不安定な動きになっている。そして長期金利が再び低下している。為替市場においても幾分ドル安の動きが出てきている、そういうふうな変化はあるということだと思う。展望レポートについて皆さん方から多くの意見が出された訳だが、私自身は、今回の展望レポートは前回までの展望レポートの中で書き込んできた基本的な分析、シナリオというものを大きく変えておらず、むしろその延長線上で現在及び先行きの見通しを改めて整理したものと捉えている。今回は2006年度に掛けて、つまり1年度タイムスパンは延ばしているが、基本的な分析のパターンは修正を加えないで、またそれが妥当であるが故に今回の展望レポートの中に骨格を築いているというふうに感じている。先程、岩田副総裁から見通しの誤りという点について非常に率直な表明もあった訳だが、確かに展望レポートに盛り込んだ標準シナリオ自体に関しても、従来から様々な誤差を伴っていたということは事実である。しかし、よく考えてみると、基本的なシナリオがそんなに間違っていたかということと世界経済全体として緩やかにトレンドの方向に向ってスローダウンしていくだろう。様々なリスク・ファクターがあるだろうけれども、それをこなしながらトレンド・グロースの方向に向って緩やかに調整されていくのではないかというのが我々の基本シナリオだったと思う。この点は今回も修正されていないのではないかと思うし、日本経済についても過去の過剰の調整、企業部門、それから金融部門における不良債権問題の処理の進展というふうなことを踏まえると、日本経済自身は外からのショックに対して非常にレジリエントになっている。これを基本的な前提にシナリオを描いたという点も今回も変わりはないと思うが、IT関連の調整の先を読む、今日、西村委員からもお話があったが、なかなかこれは初めから非常に難しいのだという前提で分析していく。ただ、この点についても2000年から2001年に掛けてのような大きな調整はないだろうという大まかな前提はそんなに狂いなく今日まできている。た

だ、比較的ショート・リブドな調整だという前提に対しては、少し長引いているかなということとか、特に電機関係の調整の深さという点では、日本経済には事前の想定よりはやや強めの影響が出ているという意味で、見通しの修正が今回も加えられているということではないかと思う。日本経済についてはGDP統計の手法の大きな改訂があったものだから、数字に置き直してみた場合に、非常に大きくシナリオを書き直したような印象を伴っているが、実際は分析及び実体経済の把握の仕方としてはそんなにストラクチャーを変えた訳ではないのではないかと思う。日本経済自身について潜在成長能力をこれから高めていかななくてはならないのだが、低いところから改めてスタートする、そしてそのトレンド・グロースを若干上回る位、あまりステディーな成長見通しは持たないが、控えめな潜在成長能力を若干上回る位の成長を持続できれば、デフレ脱却のシナリオに繋がるという、この基本ストラクチャーを今まで描いてきたし、今回もその延長線上で描いているということは間違いのないのではないか。2006年度まで延ばして分析してみても、やはりそのシナリオを今のところ維持できるという前提で書かれている。そういう意味では物価の見通しについて、時の経過とともにデフレ脱却のシナリオが強まるという表現を前回は書いたが、今回も当然同じ分析であれば恐らく書くべき筋合いのものかなというふうな気がしている。なお、展望レポートの中で、この段階で改めて過去の深い不況リスクが懸念された時期と、それから緩やかであっても回復過程に入った時期とで量的緩和の持つ意味合い、効果の出方というものはこういうふうに違うということをおる程度具体的に書き込んでいるということは、今後の我々の政策展開を人々により正しく理解して頂くためにも最小限、この程度のことは必要なかというふうな感じがしている。幾つかの議論、特に時間の制約で全てにタッチはできないと思うが、展望レポートに関して言えば、中原委員、それから水野委員から、標準シナリオを中心でと言うことでなくてとか、あるいはそれに加えてということかもしれないが、複数のシナリオないしはサブシナリオ、リスクシナリオを併せて描きながら、もうちょっとダイナミックに書いた方がよりバリュアブルで

はないかというご意見があった。これからの課題ということなのだろうが、今の段階でも、少しもし皆さん方の間で議論を戦わせておいて頂ければという気がする。日本銀行の政策委員会が出す展望レポートだという基本的な性格との関係で今の議論をどう理解するかということが実は一番大事で、投資家への色々な参考資料というのではなく、金融政策の基本スタンスを正しく理解してもらうためのシナリオという場合に、標準シナリオを中心にするというラインからどれ位離れ得るかという、こういうテーマではないかという気がする。そこのところは少し議論して頂きたい。それからもう一つは物価、枠組み脱却の可能性が段々強まるという表現の中で、枠組みを変更する時期を迎えるか否かは明らかではないが「2006年度にかけてその可能性が徐々に高まっていく」と考えられる、この表現について中原委員と水野委員はちょっとこれは強過ぎるのではないかというご見解だったと思う。福間委員も同様のお考えであったか。物価の見通しが僅かでもプラスになる時にいつまでもラティチュードで良いかというご意見であったか。

福間委員

然り。2006年度についてはプラスを想定している訳であるから、「余裕をもって」というよりも、「慎重に進めていく」という表現の方が良いのではないか。

福井議長

このところは前回も僅かだが一応プラスになっていた。

福間委員

そうか。

福井議長

経済と物価の分析そのものからみていくと、そんなに急にインフレ・リ

スクが高まる訳ではない。従って、金融政策の姿勢が非常に急にコーシャスな方向に行くのではないのだということがむしろ正しいメッセージではないかということで入れた訳である。そのところは今回で変わったかという点がやはり判断基準ではないか。少なくとも今の二点について、皆さんご意見があれば出して頂きたいと思う。それから当面の金融調節についてはお二方が今回量的アジャストメントがいるのではないかという意見、その他の方は現状維持ということであったと思う。

#### 須田委員

この展望レポートというのは、皆が合意しているということが私は大事だと思っている。各ボードメンバーが持っている色々な見方が分からないではないかということがあったのだが、結局、量的緩和政策についてはそれぞれの思いがあり、同床異夢のところはかなりあった。結局これをどうするかというのは、結果をどう評価するかということであり、意図したものがそれぞれで違っても仕方ないと思っている。この展望レポートで、もし自分はこう思う、ああ思うと言い出したら合意できなくなると思う。結局のところ金融政策はこれに基づいてやるということである。そのために多くの人がどれだけ合意できる文章にできるかということであり、そこをギリギリ自分で調整しながら作っていくというところに意味があると思っている。そう考えると、違いはリスクのところである。上振れ・下振れのところに自分なりにどのように落とししていこうかと考えている。私は「見通し」には合意して、そこに盛り込めなかった部分を自分はリスクで読もうかというようなことをしながら合意してきているのであり、私はこういうやり方で作成することに意味があると思っている。

#### 中原委員

宜しいか。私は別に反対している訳ではなく、今回の基本的見解も大筋は今おっしゃったとおりの前回以降の流れのうえにあると考えており、分析についても、構造分析とシナリオ分析の両方の面で今回は書き込みが深く

行われたような感じがしている。従って、一步前進だと思っているが、将来的な課題として、もう少しポジションを取るような書き方をしていかにざるを得ないのではないかと考えており、今後検討すべきではないかと思っている。それからもう一つは、大勢見通しというのはあくまで参考計数ではあるものの、今回は、潜在成長率を僅かに——僅かにか、ある程度か、どの位かは分からないが——上回る緩やかな成長軌道に戻るという点においてシナリオと矛盾はない形で出たので結果としては良いのだが、将来的に数字とシナリオとが大きく乖離するような事態が出た時には、展望に反対することになるのか、どうするのかという問題が取越し苦勞的に私の頭の中であって、申し上げた次第である。

水野委員

宜しいか。

福井議長

どうぞ。

水野委員

この大勢見通しの数字からみて、量的緩和の枠組みを変更する可能性が徐々にとはいえ高まってくるとまで言って本当に良いのか。数字は皆さんそれ程差がない。消費者物価の+0.3%というのは特殊要因が0.2%位あるから2005年度も2006年度も特殊要因を除くと+0.1%と変わっていない。景気のパスも何とか潜在成長率程度——岩田副総裁によると1.3%——であって、潜在成長率を大きく越える訳ではないということであれば、そこまで言って良いのかなという思いがある。マーケットはこの数字をほぼ予想しているのだが、それで量的緩和の枠組みを解除する時期の予想は全く違うのである。そこをどうやって説得していくのか。

福井議長

その点は先程、水野委員もおっしゃったのだが、マーケットにも色々な人がいるのだろう。

水野委員

然り。色々な人がいる。

福井議長

こういう日本銀行の見通しを見た時に、いや、デフレ脱却の見通しはもう1年先ではないかと思う時に、ここのシナリオはこのとおり正しいと思ってそう言っているのか、自分としてはもう少し悲観的なシナリオを持っているので、ということなのか分からない。そのところがなかなか難しい。つまり、彼等とすればよりリスク・シナリオの方に則った判断なのかもしれない。

水野委員

民間エコノミストは皆さん自分の見通しを出しているが、実は彼等に色々聞いてみると、この数字より景気見通しが強気なのである。

福井議長

そうか。一応ここでは緩やかに需給ギャップが縮まるという見通しを立てている。新しいGDP統計になって数字が小さくなったものだから、コンマで争うようなことになっていて、そういう意味では非常に神経質な勝負になっており、そのためにもリスクはしっかりみななければならないという度合いはより強まっていると思う。しかし一応皆さんに出して頂いた数字から私が受取る感じは、極く僅かではあってもトレンド・グロースを上回って着実に需給ギャップが縮まり、解消し、そしてその後物価情勢が急変する訳ではないが取り敢えずプラスのところまで到達すると、こういう



シナリオである。

水野委員

この案でボードメンバーの皆さんが良ければそれで良い。あとは下振れ要因ということ、アメリカにおいて特に可処分所得比でデットが相当増えているが、個人消費について、これから金利が上がってくる影響を受けるのではないかとか、あるいは財政の刺激効果がなくなって大丈夫か、という議論がマーケットにある。岩田副総裁のお話を聞いていると、私よりもかなり悲観的な話をされていたと思う。

福井議長

そうか。

水野委員

従って、2006年度の話としてはその点にもう少し重きを置いて書いて良いのではないかという気がしている。

福井議長

福間委員のポイントを私はまだ正しく理解していないのかもしれないが、あまりロバストなグロースは今後とも展望できない。緩やかに需給ギャップが解消し、従って物価上昇圧力が急に強まらないというシナリオを、もし福間委員もエンドースしておられるのであれば、なぜ急にマネタリーポリシーのスタンスがコーシャスにならなければならないか。特に敢えて言えば、福間委員のように今の段階で量的なアジャストメントを行うというふうなことになった場合、ポリシースタンスもコーシャスだという表現を使うと、かなり短絡的な理解に結び付くリスクの方が大きいのではないか。

福間委員

私は前回 2005 年度の予想を  $-0.1\%$  としたが、今回は来年度の予想をプラスとした。確かに前回も全体では既にプラスであった、平均すると。

福井議長

然り。

福間委員

私が「余裕をもって」という表現に違和感を持った背景には、その辺のギャップがあると思う。私としては初めてプラスになったということだから。

福井議長

なるほど。

福間委員

であるからファースト・フェーズはこれで結構である。ただ、プラス予想が継続するようであれば、勿論話は別である。

福井議長

それでは市場調節方針と展望レポート、それぞれに改めて取り纏めの議論をして採決したいと思うが、その前に政府の方からご意見を頂戴したいと思う。上田副大臣、お願いします。

上田財務副大臣

我が国経済の現状を見ると、大局的に見れば、景気回復局面にあると認識しているが、一部に上り坂が続く中での微調整とも言える動きも継続している。こうした中、デフレは依然として継続している。加えて、依然と

して高水準にある原油価格が経済に与える影響や、株式市場の動向についても十分注視する必要がある。このような経済状況のもと、デフレから脱却するとともに、民間需要主導の景気回復を持続的なものとするために、最大限の努力を行わなければならない状況に変わりはなく、日銀におかれては、現在の量的緩和の政策内容を引き続き堅持して頂きたいと考えている。本日公表の展望レポートにおいて、将来的に、量的緩和政策の枠組みを変更する時期について言及されているが、平成 18 年度の政府の具体的な経済運営のあり方は現時点で確定しておらず、また、経済・物価の見通しについても、海外経済の動向など、様々な不確定要素があると考えている。こうしたことから、変更時期に関する言及は、あくまでも展望レポートの経済・物価の見通しが実現するという前提に立ったうえでの可能性を示されたものと考えている。従って、今後の金融政策に当っては、内外経済や市場の動向をよく勘案のうえ、デフレ脱却及び民間需要主導の持続的な景気回復を目指した適切な運営を行って頂きたいと考えている。また、市場においては、今回の展望レポートを契機に、日銀の金融政策スタンスに関する憶測が生じやすい状況が発生する惧れがあることから、引き続きデフレ克服に向け金融緩和政策が継続するという断固たるメッセージを市場や国民に伝えて頂きたいと考えている。以上である。

福井議長

浜野政策統括官からお願いする。

浜野内閣府政策統括官

景気の現状については、一部に弱い動きが続いており回復が緩やかになっている。今年度については、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。今回の「経済・物価情勢の展望」において、今年度に加え、来年度を

対象期間に含められたことは、透明性の向上の観点から適切なものと考え  
る。経済・物価情勢の見通しは、今後、緩やかながら持続性のある成長軌  
道を辿ると展望する一方で、物価の動向を含め様々な下振れ要因が留意点  
として挙げられることから、デフレ克服が確実になるまで引き続き量的緩  
和政策の堅持を含め、政府、日本銀行一体となった取組みを進めていくこ  
とが重要だと考える。これまでの当座預金残高目標の引き上げ、維持は、  
日本銀行からも度々ご説明があったように、金融システム不安への対応も  
あるものの、主としてデフレからの早期の脱却を目指したものであると認  
識している。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  
が不可欠であり、今後とも効果的な資金供給のため、さらに実効性のある  
金融政策運営を行って頂くよう期待する。

福井議長

ただ今の政府のご意見に対して委員の方々からご意見があればどうぞ  
おっしゃって頂きたい。宜しいか。それでは金融市場調節方針の議案の取  
り纏めに入りたいと思う。皆さんの多数意見に則って、議長としては金融  
市場調節方針は現在の当座預金残高目標を維持するという事で議案を  
提出させて頂きたいと思っている。この調節方針に関して他に議案提出を  
ご希望の方がいらっしゃればどうぞ遠慮なくおっしゃって頂きたい。

福間委員

私はある。

福井議長

水野委員、如何か。

水野委員

下げる方向の案がある。

福井議長

提案されるか。

水野委員

福間委員の先程言われたとおりの提案であれば結構である。

福井議長

福間委員と共同提案ということか。

水野委員

共同ではなくても良い。先程「27～32兆円」であったと思うが、そのとおりであるならば敢えて私の案として出す必要はない。

福井議長

分かった。それでは福間委員案と議長提案ということで採決に入る。

[事務局より議案配付]

それでは両案を読み上げて欲しい。

内田企画局企画役

それでは、まず福間委員案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 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すること。記。日本銀行当座預金残高が27～32兆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。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。続いて議長案である。「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。」である。

岩田副総裁

一つ質問があるのだが宜しいか。

福井議長

福間委員案についてか。

岩田副総裁

然り。福間提案はなお書きが必要なのか。

福間委員

必要である。

岩田副総裁

そうか。下げる方向であっても。いや結構である。

福間委員

ソフトランディングである。

福井議長

それでは採決に移るので、大変恐縮である。

[政府からの出席者退室]

それではまず、福間委員案から採決をしたいと思う。

[福間委員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：福間審議委員

水野審議委員

反対：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

西村審議委員

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 2、反対 7。反対多数である。

福井議長

2 対 7 となった。それでは議長案の方をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

西村審議委員

反対：福間審議委員

水野審議委員

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 7、反対 2。賛成多数である。反対は福間委員と水野委員である。

福井議長

それでは 7 対 2。賛成多数で可決させて頂いた。なお、反対意見の方は先程の提案者でいらっしゃるの、特別に新しい反対理由をお述べになる必要はないか。宜しいか。

水野委員

では一言だけ申し上げたい。確認になってしまうが、現在の量的緩和の枠組みには機動力がないこと、短期金融市場の金利の低下が著しいことを考えると、金融システム不安を起因とするデフレ・スパイラルのリスクが払拭された現時点では、当座預金残高目標を徐々に引き下げる方が望ましいと思う。

福井議長

それでは調節方針だが、白川理事と金融市場局長におかれては、今決められたとおりの方針で調節をしっかりとって頂きたいと思う。願います。政府の方をお願いします。

[政府からの出席者入室]



議長提案のとおり議決させて頂いた。それでは次に「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」の取り纏めに移りたいと思う。

IV. 「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」の取りまとめ、検討・採決  
福井議長

まず展望レポートの見通し計数の再提出である。修正点があれば教えて欲しい。

山口企画局長

修正点は一箇所だけである。政策委員全員の見通しのうちの2005年度の国内企業物価指数である。その下限が+0.7%。ここが今朝程ご説明した数字では+0.5%であった。そこのところが変更点である。

福井議長

あとは変わらずか。

山口企画局長

然り。

福井議長

それでは計数の修正は今の点だけのようである。内容的には如何か。修正の必要性も含め、もしさらにご意見があればどうぞお出し頂きたいと思う。

須田委員

ちょっと分からないところがあるので一点質問させて頂く。3ページなのだが、「第2に、」と書いてあるパラグラフで「現状程度の成長を続ける」というふうに書いてあるのだが、「現状程度の成長」とは具体的にどうイメージすれば良いのか。

福井議長

どこか。

須田委員

「第2に」というところである。

福井議長

「米国や中国をはじめとする東アジアの景気が現状程度の成長を続けることを想定しているが、」というところか。

須田委員

多分、前は「潜在成長率」という表現を使っていたように思う。潜在成長率であれば先行き少し成長率が下がっていくという私の頭の中にある姿と重なるが、「現状程度」と言った時はどうなのだろうか。

水野委員

国際機関は下がる方向で予想していた。

福井議長

そうだな。ここはどうか。

白川理事

当初案では「潜在成長率」という言葉を確認に使っている。ただ、日本とかアメリカについては、我々なりのアプローチで潜在成長率を弾いていくが、東アジアの場合、各国について潜在成長率を精緻に計算できるものでも多分ないと思う。最初使った「潜在成長率」という言葉がそういうものを強く連想すると思い、実質的な意味は同じなのだが、その言葉は避けたいということである。理解としては、潜在成長率並というような感じで

使っている。その判断自体について勿論、色々なご意見はあると思うが、私の理解するところでは、大筋そういう見方で皆さん良いところだったのかと思う。

水野委員

表現の問題か。

福井議長

英語ではここは何と言うのか。

白川理事

英訳版はほぼできているのだが、今手許にない。手許にあるか。

福井議長

英語は「現状程度」では分からないな、確かに。

岩田副総裁

“current”かな。

白川理事

”In the outlook, the U.S. and East Asian economies, particularly the Chinese economy, are assumed to continue growing at around their current pace.” つまり、”at around their current pace.”である。

福井議長

”at around their current pace.”か。

水野委員

先程のベクトルの問題と同じか。

春委員

それは1ページの下から3行目に「海外経済は、米国や東アジアを中心に拡大基調を続けると予想される。」とあるが、これと全く同じことを言っているのか。

白川理事

然り。

春委員

違う言葉で。

中原委員

最初は「高め」だったのだな。それで「潜在成長率」になった後、「現状」に変わった訳だが、私としてもここは須田委員と同じように「現状程度」という言葉はイメージより強いという感じがする。もともと、「程度」があるから良いかという気もしている。潜在成長率は、アジアの場合にはなかなかこう厳格な推計もできない点も分かる。ただ、「程度」でどこまで読めるのかということは考えておく必要がある。

白川理事

私自身、委員の方からコメントを頂いて実質的に内容を変えたという意識はあまりなくて、表現上こちらの方が良いという感じかなと受止めてこの案にした訳である。

福井議長

他に如何か。

水野委員

その部分について、海外の中央銀行も読むと思うが、日本銀行が書かれた立場にいる場合、どのような印象を受けるのか。海外経済がリスクだと指摘しても、海外中銀は自分がいるから大丈夫だ、というかもしれない。

白川理事

そういう意識で海外の中央銀行のレポートを見てみると、例えばECBもそうだしBOEもそうだが、彼等も経済を分析する時に海外経済をやはりリスク・ファクターとして挙げている。例えばユーロエリアについて直近号は確認していないが、彼等は海外経済と言っている訳である。そういう意味でそういう記述の仕方というか取り上げ方、それ自体は割合一般的かなという感じがする。個々の評価として、これは確か須田委員が別途のご報告でおっしゃっていたが、イギリスのMPCで日本経済については何か物凄く弱いシナリオを想定していて、凄く違和感があるという、確かそういうようなことだったが、私自身もそういうふうに思った。個々の分析については、勿論色々な意見があろうが、しかしそういう取り上げ方自体はかなり普遍的かなと思う。

水野委員

なるほど。

福井議長

それでは宜しいか。表現に若干問題を残しつつもこの辺でということで、では採決をさせて頂きたいと思う。

[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  
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  
西村審議委員

反対：なし  
棄権：なし  
欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決させて頂いた。なお、今可決したこの展望レポートの基本的見解の部分だが、本日の 15 時に对外発表する予定である。残りの背景説明を含む全文については 5 月 2 日月曜日、連休の谷間になってしまうが、14 時に公表の予定である。公表時刻まで厳に出席者限りの取扱いということで機密管理の程を宜しく願います。次に議事要旨の承認に移りたいと思う。

V. 議事要旨（3 月 15～16 日開催分）の承認

福井議長

3 月 15 日、16 日、両日開催分の議事要旨だが、既にお手許でチェックをして頂いたかと思うが如何か。ご異議はないか。それではこれも決議を取りたいと思う。

[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

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

西村審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で承認を頂戴した。

VI. 閉会

福井議長

それでは次回の会合のことだが、5月19日、20日、両日の開催である。なお、いつも申し上げているが決定会合における議論の内容はご自身の発言も含め厳に出席者限りの扱いということである。議事要旨、それから議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認確保の観点から、皆様方、それぞれにおかれては厳正な機密管理をくれぐれもお願い申し上げます。以上をもって閉会とする。

(13時04分閉会)

以 上