

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2005年5月19日（14:00～16:27）

5月20日（9:00～12:42）

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 石井道遠 大臣官房総括審議官（19日）

上田 勇 財務副大臣（20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

金融市場局企画役

坂本哲也（20日12:22～12:40）

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

神山一成

企画局企画役

正木一博

I. 開会

福井議長

それでは定刻であるので、政策決定会合を開催する。

(14時00分開会)

今日と明日の2日間であるが、今日は金融経済情勢に関する執行部の説明である。明日は、情勢に関する討議と政策運営に関する討議等を予定している。政府の方から財務省は石井総括審議官にお越し頂いた。宜しくお願ひする。内閣府の方からは浜野政策統括官にお越し頂いた。宜しくお願ひする。いつも申し上げているが会合中でのご発言は全て記録をさせて頂く。その旨を踏まえたうえで然るべきご発言をお願ひしたいと思う。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

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

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

中曾金融市場局長

それではお手許の資料-1、2（追加）に沿って説明していきたいと思う。早速だが図表1-1である。当座預金残高だが、前回決定会合以降は31兆円ないし34兆円と割合広いレンジで推移している。この間、短期金融市場の方は引き続き極めて落ち着いていて、オーバーナイト・コールレートであるが1/1,000%で安定的に推移している。続いて、図表1-2の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についてご覧頂くと、都銀が趨勢的に低下しているが、運用難から足許では16兆円にやや膨らんでいる。外銀も6兆円台にやや増加している。後で申し上げるが、

これは一部の先が円転コストのマイナス幅が一時的に拡大したタイミングを捉えて円転を行ったことなどが背景と見ている。それから一部系統機関も、運用難などから期末に積み上げた当座預金を減らしきれない状態が続いている。続いて図表 1-3、資金需給の推移をご覧ください。前回決定会合以降の連休明けであるが、資金余剰地合いが続いている。銀行券の方も足許までプラスの 3.3 兆円と順調に還流してきている。ただ、余剰地合いも今週までであって、来週からは急速に不足幅が拡大していく。まず、25 日と 30 日に国債の発行がある。それに 6 月 2 日の税揚げが続く。6 月 2 日は CMB の償還が 5 兆円あるので不足幅はその分減殺される。その結果、6 月 2 日の不足幅は 3 月の初めよりは小さくなる見込みであるが、それでも水準としてはかなり大きいことには変わりはない。それから 3 月の時と異なるのは、3 月は大幅不足の後、財政の払いなどで速やかに余剰地合いに戻ったが、この 6 月は月の半ば 15 日の年金定時払いまでダラダラと不足が続くという点である。この点は調節運営上むしろ厳しくなると思っている。オペの実施状況であるが、図表 1-4 に即してご覧ください。シャドーでお示しているように、資金余剰感の強さを背景にして、一部のオペを除いて札割れが続いている。例えば本店買入手形オペであるが、本年度入り後は昨日のオファーを除いて全部札割れとなっている。CP の買現先オペもこのところ連続して札が割れている。これは 4 月はそもそも CP の発行額が去年よりはかなり減ったことに加えて、投資家の需要が非常に強い。そういったことから、そもそもオペに回る玉が限られていることが背景と考えている。それから国債買現先オペも、ゴールデンウィーク越えのものを除いて連続して札が割れている。最近では応札先数も数先と細ってきているので、かなり寂しい内容になっている。短国買入は 4 月中は FB の他に TB、それから CMB を加えて計 31 兆円程度発行されていて、本来ならば需給が多少緩んでも良いはずである。ところが銀行などによるキャッシュ潰し目的の購入ニーズが特に FB の 3M について極めて強く、需給がタイトな状況が続いていて、レートが 0% 近傍に圧縮されている。このため、オペに回る玉は乏しくて、短国買入オペの頻度をかなり落として実施

しているところである。それにもかかわらず、この図表にもあるが、5月12日のオペでは応札倍率が1.54倍とかなり低下している。こうした環境の中で次の図表1-5に示すように、私共としてはオペの運営上の工夫として色々やってきている。(2) ①タームのグラフに示すように、全店手形、本店手形のオペ、両方ともこの間タームを大分長くしてきている。両方のオペのタームとも、例えば一年前の5月とか6月の辺りと比べて頂くと、随分長くなってきていることがお分かり頂けると思う。最近では本店オペについては、タームを4か月、6か月の二本立としていて、これを交互にオファーすることによって資金需要をこまめに拾う努力もしている。しかし、それでも②応札倍率のグラフで示すように、本店手形オペの方は札割れが連続している。札割れの頻度も、去年の5月とか6月辺りと比べると、かなり高くなっている様子をご覧頂けるのではないかと思う。このように金融調節面では様々な手立てを講ずることによって、当座預金残高目標の達成に努めて参った訳であるが、幾つかの問題点も目に付くようになってきている。そこで図表1-6(1)日銀バランスシート(資産サイド)であるが、これは日本銀行のバランスシートについて、量的緩和導入当初の2001年3月末と2005年3月末とを比較したものである。これに示すように、この間資産は全体で35兆円増加している。このうち長期国債が19兆円と半分以上を占めており、資産の固定化が進んでいる訳である。短期資金供給オペについては5.7兆円増えているが、実際中身を見るとやはり固定化が進んでいる。すなわち、(2)短期資金供給オペの残存日数のグラフを見ると、細い線の方が示すように2001年3月末のオペ残高は90日以内に満期を迎えるものが全てであった訳であるが、太線が示すように今年の3月末時点のオペ残高の残存期間は半分近くが90日以上で、さらに全部が満期を迎えるまでは300日掛かる。著しく長期化していることがお分かり頂けるかと思う。続いて、図表1-7、短期資金供給オペ残高と短国レートである。このグラフは横軸にオペ残高、縦軸にターム物の金利としてTB6Mレートをとって、両者の関係をプロット化したものである。これを見ると、オペ残高が50兆円の半ば位を超えてくると短国のレートがほぼ下

限に圧縮されていく、そういう関係が見てとれるかと思う。オペによる大量の資金供給が、需給を通じて本来は市場で形成されるリスク・プレミアムを縮小させる方向に作用したといったことも考えられるのではないかと考えている。図表 1-8、1. ABCP 買入であるが、前回決定会合以降では、5月12日に1回買い入れを行った。続いて、図表 2-1 以降で金融為替市場の動向について説明をさせて頂く。まず、図表 2-1 (2) ターム物レート等の推移であるが、短国レートをご覧頂くと、FBの3MとTBの6Mが1/1,000%、それからTBの1Yが3/1,000%と、金利がいわば顕微鏡的な世界に圧縮された状態が続いている。続いて図表 2-2 である。先程少し円転コストの話させて頂いたが、円転コストのグラフをご覧頂くと、円転コストのマイナス幅が若干であるが足許拡大している。実は、これは新年度入り後に本邦投資家による円投外債投資が見られたほか、5月16日の米国債発行日に向けてドル需要が強まったといった一時的な要因によるものと理解している。ユーロ円金利先物からみたフォワード・レート・カーブのグラフであるが、これは前回決定会合以降ほとんど動いていない。続いて図表 2-3、長期金利の推移である。長期金利はアメリカの景気拡大ペースが鈍化するのではないかという懸念を背景として、我が国景気に対する慎重な見方が続いたことから、5月6日であるが10年債で申し上げると1.21%台まで一旦低下している。ただ、その後アメリカでは雇用統計など良い指標が出てきたので、1.3%台まで反転している。17日に本邦の第1四半期のGDPが出て、これが予想外に強い数字だったので債券は一旦は売られたが、株が大きく下落しているので債券は買い戻され、結局債券のレートはあまり動かなかつた。図表 2-4、(2) イールド・カーブの変化幅のグラフをご覧頂くと、全般に僅かながら上昇しているが、20年、30年、超長期ゾーンの上昇幅が相対的に大きくなっている。これは恐らく、来週に20年債の入札を控えていることもあり、このゾーンでのヘッジ売りが見られたことなどが背景とみている。次に図表 2-6 である。市場参加者が注目する債券利回り変動要因に関する直近のサーベイである。このうち (2) 注目する変動要因の影響グラフであるが、

黒い実線で示している債券の需給が金利の低下要因として最近では意識される度合いが増している。これは新年度入り後、機関投資家の資金が年度が明けたということで債券市場に流入していることも一因と思われる。結局、景況感が先程申し上げたように依然慎重なままであることも重ね合わせると、長期金利は上がりにくい地合いが続くと基本的にはみている。続いてクレジット市場である。図表 2-7、(1) の社債流通スプレッドと (2) の CDS プレミアムは、前回決定会合以降ほとんど横這い圏内の動きである。(3) で GMAC と FMCC の円建外債のスプレッドについてご覧頂くと、右側の拡大図の②で示している、5月5日の S & P による GM、フォードのスペキュラティブ・グレードへの格下げの後にもう一段スプレッドが上昇している様子が見てとれる。ただ、格下げ自体については、タイミングは別として、ある程度予想されていたためなのか、追加的な拡大幅は然程大きくなく、拡大もほぼ一巡しているように見える。一方、図表 2-8、(1) は銀行セクターの国内債における対国債スプレッドであるが、今申し上げたスプレッドの拡大に伴って、含み損を抱えることになった日本の一部の投資家は、これを埋め合わせるために保有債券のうち、これまで値上がり幅の大きかった銀行劣後債を売却して益出しを行っている。このため、(1) のグラフで見ると銀行劣後債のスプレッドの拡大は、緩やかに続いているということかと思う。続いて株式相場、図表 2-9 である。株価は5月の初めに掛けて一旦反発したが、そのままむしろ軟調に推移してきたところである。市場はずっと景気改善が確認できる指標待ちと言われていたが、その中で17日の本邦第1四半期の GDP が予想外に強い数字となったので、市場は一旦好感して上昇した。しかし、同日の間に急反落をしてこれに個人の信用取引の手仕舞い売りなども加わり、その日は全面安となって、結局、日経平均は年初来の安値を更新した。本日は、昨日の米国株価の上昇なども受けて、株価が大幅に上昇してきているところである。ただ、これまで株価がやや上がりにくい背景をここで一つ述べさせて頂くと、幾つか要因はあると思うが、一つは外国人投資家の買いがこのところずっと鈍かったことが指摘できると思う。外国人投資家の姿勢を慎重化させ

ている一つの要因が、GM、フォードの格下げのようである。つまり具体的には、これを契機に、例えば株と債券の裁定ポジション、あるいはCDOのトランシェ間の裁定、そういったポジションを積み上げていた一部のヘッジファンドが損失を被った。そこでポジションを巻き戻したり、あるいは解消したりする動きの事例が伝えられている。こうした損失事例がどの程度の範囲で、どの程度の規模に及んでいるかということ定量的に把握することは今のところではできないのであるが、いずれにしてもそういう事例が、グローバル投資家のリスクテイク姿勢を慎重化させている面があるのではないかと思う。日本株の投資についてもこれを控えたり、場合によっては引き揚げるという動きが多少出てきていたのかもしれない。実際、図表2-10で(1)主体別売買動向をご覧頂くと、外国人投資家は4月半ば頃から売り越し基調に転じている。今日株が上がっている背景には、日々の寄付き前の外証への注文動向が12営業日振りにプラスになったという要因がある。外国人投資家に戻ってきたのではないかとということが材料になっているのだが、本格的に外国人投資家が日本株投資を再開するかどうかももう少し見ていく必要があると思っている。グローバル投資家の投資姿勢が慎重化しているということは、(2)のグラフでお示ししている直近のグローバル投資家に対するサーベイの結果にも表われていると思う。これをご覧頂くとグローバル投資家はリスク資産を一部引き揚げてキャッシュに積み上げている。このため、キャッシュ・ポジションがこのところ一段と上昇してきている。図表2-11で主要為替相場の推移である。為替相場については、前回決定会合の頃は人民元切上げの憶測が強まって円高が進んでいたが、その後5月に入ってアメリカの雇用統計が予想比上振れたことから、再びドルが買われてきており、〈参考〉の表でお示しするように、円については107円付近まで円安が進んでいる。ただ、人民元の切上げも燻り続けているので、市場は割と神経質な地合いになっている。また、ユーロについては景況感が今一つということもあるので、足許1.26ドル付近までユーロ安になっている。次に図表2-12。足許のドル買いの契機となったものは幾つかあるのだが、(1)のグラフで言えば、四角で囲

んだアメリカの雇用統計、貿易収支、小売売上、いずれも予想比上振れたということが材料になっている。それからアメリカの財務省が17日に公表した為替報告書であるが、ここで中国を為替操作国と名指ししなかったこともドルのサポート材料になっているようである。図表2-13、アジア通貨との比較であるが、(1)のグラフでお示ししているように円の対ドル相場は他のアジア通貨に比べて従来は上昇率が相対的に低かったが、今年4月以降人民元切上げの憶測が高まる中で、右上りの勾配のきつさが示すように、他のアジア通貨より上昇率が高くなっている。これは流動性の高い円が人民元に代替する投機の対象——これはプロクシー・トレードとも言っているが——として選好されたことが主因であると思っている。円相場は上がった後下がってきているが、上昇率が大きかった分、足許のドル高局面での円の下落率は他の通貨よりも大きくなっているということであろう。人民元切上げの憶測は、一頃に比べるとやや後退しているが、燻り続けてはいる。ただ、市場が想定している切り上げ幅であるが、(2)のグラフでお示したNDFのレートを見ても1年物で数パーセントとなっていて、少なくとも第一ステップとしてはそれ程劇的な切り上げは想定されている訳ではないようである。図表2-15、IMMのポジションを見てみると、円・ユーロともにポジションが足許に至って消えている。スポット市場では今申し上げたようにドル高地合いになっているということもあって、(2)のグラフでお示ししてあるように、リスクリバーサルはドルのマイナス幅が縮小してドルの先安センチメントが少し後退しているように見える。

以上のようにヘッジファンド、それからグローバル投資家のリスクテイク姿勢がやや慎重化していると言える。GM、フォードの格下げを機に一部のポジションが巻き戻されている模様であるが、こうしたポジションは先程申し上げたように複数の市場にまたがっている。日本の株式市場などはグローバル投資家の投資姿勢に相場が大きく左右されるという面がある。従って、こうしたポジションの巻き戻しが最終的に我が国市場を始めとする金融市場にどのような影響を及ぼしていくか、それからグローバル

投資家は、キャッシュポジションに現われているように今慎重な姿勢を維持しているが、これがいつまで続くのか、いつになったらまた投資へ向っていくのか。こういった点は引き続き注意深くモニターしていく必要があると考えている。私からは以上である。

福井議長

どうぞご質問等があれば。

岩田副総裁

一点宜しいか。海外投資家の日本株投資が少し細くなっている背景については諸説あると思う。一つはGM、フォードというのもあるが、日本の場合、足許の企業収益は2割以上の伸びと凄く良くほぼ予想通りの収益を上げている訳であるが、2006年3月期はやはりやや下振れと言うか——決算で発表しなかったところがあるみたいだが——、段々下がっていて、それが効いているということはないか。足許でどの位の見通しになっているのか。

中曾金融市場局長

まだ今は決算の真最中であるが、ご指摘のように2004年度は相当良かった訳である。2005年度についても、企業間のバラつきがもとよりある——同じセクターの中でもいわゆる勝ち組、負け組というバラつきはある——が、全体的に見ると悪くはない。つまりポジティブな伸び率になっているので、2004年度末である今年の3月末に比べると確かにモメンタムは随分落ちるが、全体的に見るとプラスであるということは、株価との関係で言うとむしろ下支え要因になっているという見方も一方ではあると思っている。

岩田副総裁

アメリカから見た資本流入が——民間証券投資が——、日本からも結構

出ているという話も聞く。逆に一旦外に出た資金が、雇用創出法なども影響して、アメリカにまた戻っているということはないか。

中曾金融市場局長

今説明しなかったのだが、こちらから出ていっている部分については、この間アメリカの債券相場が良かったので、銀行を始めとする投資家がキャピタル・ゲイン狙いの部分も含めて、米国債あるいはユーロ債へ投資しているということが主体とみている。雇用創出法の影響がどの位あるかというのはよく分からない。我々も、時々、市場でアネクドータ的にそういうことを聞くのだが、どうであろうか。定量的にどの位あるかというのは今一つ掴み兼ねる。時々、B I Sの会議などでも話題にはなるのだが、F e dの言い方を借りると、そんなに大きくないのではないかというふうにも思っている。ただ、単日のフローとしては大きい日が勿論あるので、そういう意味では無視できないという面もある。

須田委員

二点程伺いたい。一つはクレジット・スプレッドの拡大の問題である。社債対国債スプレッドについて日本の状況を見ているとそんなに拡大してないが、アメリカの方は日本よりもう少し拡大しているように思う。それは先程説明があったように益出しを行うに当たって量が違うからなのか、あるいはマーケットに対する反応の程度が違うのか、といった辺りについて伺いたい。もう一つは今の話と少し違うのだが、人民元の話である。一年後に5%切り上げという点について、私は色々為替レートの分析などをやっていて思うのだが、どうみてもこの国でそういうふうに少しずつ為替を上昇させるようなことなどできないと思う。やはり動き出したら均衡レートまで一度に調整しないと無理だと思っている。それにもかかわらず、こういうふうに一年後でこのようなレートに切り上げられると言う人達は何を考えているのだろうかと思うのだが、どうか。

中曾金融市場局長

まずアメリカの方がスプレッドの拡大が大きいというのは、色々な要因があると思う。一つはGM、フォードの影響が割と広がりがあるからだと思う。例えば、部品メーカーも含めて悪くなってきてしまっている。そうした広がりの方が日本とは随分違う。日本の自動車産業はむしろ良くなっている。それが一つである。もう一つは、投資家ベースが広いということにも繋がると思うが、格付けがダブルBになってしまったのでインデックスから外されるかもしれないということから、投資家がそれを見越してある程度先行的にアウトライトで売却する動きが、アメリカの投資家の間で広がったのではないかと思う。ただ、それを言ったうえであるが、そういった動きと、もう一つの今日申し上げたようないわゆるファンド筋が——最終的には機関投資家なども含めてかもしれないが——、裁定ポジションをアンwindするというその流れの影響もある。どちらかと言うと後者の影響の方がひょっとしたら大きいかもしれないと言う人が市場では多い。それから人民元については、5%切上げて、また、その先何%やってと、いわゆるクローリングベッグ的な調整がひょっとしたら難しいのではないかというのは昔読んだ教科書にも書いてあったが、私自身もそういう感じはしないでもない。実際、最近の私共の出ているB I Sの会議などでは、もし人民元の調整というものがグローバル・インバランスへの処方箋という文脈で議論されているのだとすれば到底足りない訳で、いずれにしても追加的な切り上げ圧力が持続的に掛かり続けるのではないかとといったリスクを指摘する人達が中銀の代表にも結構多かったということも付け加えておく。

中原委員

GM、フォードの格下げの影響はまだ第1ラウンドというような感じがするのだが、日本の公社債投信や毎月分配型の外債投信にこれらの債券がどれ位入っているかなどということはまだ全然見えないか。エンロンの時には経営責任問題にまで発展したケースもあったが、同様のケースに至る

可能性はないのか。

中曾金融市場局長

確かに問題意識は少し持っているのだが、定量的にはまだ分からない。ただ、入っている可能性はある。GM、フォードの銘柄がインデックスに含まれている以上は当然入っていておかしくはないと思っている。

福井議長

宜しいか。次は海外の金融経済情勢について、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

いつものとおり本日配付した資料-3（追加分）の計表をご覧頂きたいと思う。図表1は米国の主要経済指標である。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。引き続きアメリカで景気拡大がバランス良く着実に進んでいる姿を示している。まず、1. 実質GDPだが、本年第1四半期年率+3.1%と拡大テンポが減速している。需要項目別に見ると純輸出の成長への寄与が-1.5%と大きく成長を下に引き下げているが、このGDP統計には2月までの貿易統計しか織り込まれていない。その後発表された3月の貿易赤字というのは、この10.にあるように——これはあくまで名目ベースであるが——大幅に赤字幅が縮小している。これらを反映して来週に発表される次回の改訂値では、実質成長率は3%台半ばに上方修正されると見られている。GDPの中で個人消費というのは第1四半期+3.5%と底堅い伸びとなったのだが、設備投資の方は+4.7%と実は前期から減速している。そこには数字を載せていないが、中身を見てみると、この設備投資の減速は航空機——これは四半期毎に結構振れるのだが——が今回は下に振れたためである。それから一部資本財のデフレーターが上がったことに伴うものでもある。このように今後の上方

改訂、それから需要の中身を踏まえると、アメリカ経済は昨年までの高い成長から潜在成長率並みへソフトランディングする過程にあると言えるかと思う。この図表1で月々の動きを見ると、3月、4月についてはイースター休暇が今年は例年より早めの3月下旬に当たったということの影響が見られる。例えば5. 小売売上高だが、3月に伸び悩んだ後、4月には+1.4%とかなりの増加を示している。6. 自動車販売もエネルギー効率の良い日本車、韓国車を中心に増加している。この間、8. の住宅投資は4月は204万戸と高水準になった。表に載せてはいないが、着工許可件数も210万戸を超えている。非常に高い水準である。供給サイドに目を転じて11. I S Mの製造業指数については、依然分岐点の50を超えているので拡大を示しているが、水準というのは四半期別をご覧頂いてお分かりのとおり切り下がっている。すなわち拡大テンポの減速は、製造業についてはっきりしている。実際の生産は12. にあるが、4月はエネルギーと自動車の減産が響いて、3か月振りにマイナスとなっている。他方、11. I S Mの非製造業指数だが、引き続き60を上回る高いペースでの拡大が続いている。15. に雇用統計がある。3月は146,000人の増加であったが、4月には274,000人とかなりの雇用拡大となった。この振れについても、やはりイースター休暇の影響によるものである。2か月これを均してみると210,000人ということで、しっかりした拡大が続いている。14. 失業率は4月5.2%と前月から横這いであった。次に16. 物価だが4月のP P I、それから17. C P Iともにトータルをご覧頂くと、それぞれ前月比+0.6%、+0.5%と高めの上昇になったが、食料品、エネルギーを除いたコアのベースでは——P P Iは書いていないが+0.3%である——、ここに書いてあるように0.0%と横這いとなった。コアのC P Iは2月、3月に高めの上昇になった訳だが、その一因となった振れの大きいホテル代、それから衣料品というのが4月には低下した。この結果0.0%にとどまったということである。この振れを均して見るために、この2月、3月、4月の3か月平均上昇率を因みに年率換算してみると、+2.6%という数字が出ている。ジワジワとインフレ率が高まっているとこれまで申し上げていたが、その

基調に変化はない。図表 2 である。ユーロエリアの経済だが、1. 実質 GDP はユーロエリア全体で第 1 四半期に前期比年率 +2.0% と高めの成長になった。国別にはドイツが +4.2% の成長となって、全体を引っ張った形となっている。イタリアとオランダの計数は載せていないが、いずれもマイナス成長になっている。成長の中身だが、これはまだ明らかではないが、ドイツについては、ドイツにとっての国外、多くは EU の他の国に対する輸出が増加したことに起因したものと考えられている。第 1 四半期の GDP はこのように予想以上に高い数字になった訳だが、この図表 2 でそれ以下の数字を見てみると景気の減速感を強く感じさせる状態にある。すなわち、2. OECD 景気先行指標の前年比はついに +0.7% と 1% 台を割り込んだ訳である。実際 10. 鉱工業生産をご覧頂くと、ユーロエリア全体に関して 2 月に減少した後、3 月について判明している主要 5 か国を足し合せてこちらで数字を作ってみると、引き続き -0.4% とかなりのマイナスになっている。それから 11. 製造業 PMI という数字をご覧頂くと、4 月には 49.2 と 2003 年 8 月以来初めて 50 を割り込んでいる。こういったところが減速感を強く感じさせるところである。14. 物価、これは全体しかまだ公表されていないが、4 月には前年比 +2.1% とここ数か月並の数字となっている。図表 3-1 の 1. で中国経済を見ると、2. 工業生産前年比が昨日出ているが +16% と伸びを高めている。それから 3. 小売売上だが、これは前年比 +12.2% と逆に伸びを低めているが、これには前年の裏という側面が大きく響いており、手許で風速などを計算してみると、年初来年率 13% 前後の伸びが続いている。海外からの直接投資については、4 月の実行ベースというのが前年比マイナスとなっている。関係先から色々聞き込み調査をすると、農地転用規制などの過熱抑制策、それから賃金の引き上げを求める労働争議といったものの影響で実態としても投資拡大が幾分減速しているという話が聞かれるところである。6.、7. 輸出入だが、輸出は引き続き前年比 3 割強の高い伸びを続けている。他方、輸入の拡大は鈍化している。これを品目別に見てみると、電気機械、自動車に関連する先進国からの資本財の輸入が減っている。そうしたところから

見て、過熱抑制策に伴う投資拡大テンポの鈍化に加えて、自動車、携帯電話などの在庫調整が重なった結果とみている。一部に人民元切上げを見越したリーズ・アンド・ラグズも影響している模様であるが、その規模、程度については判然としない。8. のC P Iは昨年値上がりした食料品の裏が出ていて、前年比+1.8%と落ち着いている。食料品を除いたコアを計算すると、前年比+1.2%位で安定的に横這っている。マネーサプライは9. にあるように前年比+14%と見込みどおりの推移が続いている。政策の追加の喫緊性は感じさせない数字になっている。2. でN I E s、A S E A Nのうち、シンガポールとインドネシアについて第1四半期の実質成長率が出ているが、シンガポールは製薬部門の振れ、それからI T調整の影響から弱い数字となっているが、一方、インドネシアは堅調な成長となった。次にさらに図表3-2で、輸出の動向をザッとご覧頂くと、ここで旧正月明けの数字が出揃ってきている訳だが、ほぼ各国で堅調な拡大に復している。I T調整もそれなりに進捗しているようである。ただし、フィリピンは少し弱めという感じはあるが、他のところはまあまあ同じかと思う。図表3-3、(5)で個人消費関連をご覧頂くと、韓国でここに消費者評価指数とあるのが消費者コンフィデンスであるが、これは堅調である。それから(6)C P Iは各国で食料品の動きが区々であって前年比上昇率も上下しているが、全体として緩やかな上昇という基調に変化はない。さらに駆け足になるが、図表4でアメリカの金融指標について見たいと思う。3月、4月とちょっと振り返って頂くと、当時インフレの行方がちょっとよく分からなくなってきたとか、つれて金融政策に関する不透明感も強まったということがあって、債券市場、株式ともに落ち着きのない状態となった訳だが、4月下旬以降、これらを巡る不透明感が後退していた。つれて(1)にあるように長期金利は若干低下している。(2)株価についてはN A S D A Qを中心に小じっかりした展開になっている。ここには載せていないがインフレ連動債、T I P Sのスプレッドも縮小しているので、インフレ予想の収まりというのも示唆するところである。ただし、先程金融市場局長から話があったように、GM、フォードの業績悪化懸念の台頭を契機にク

レジット・リスクに関して不透明感が強まっている。(3)にあるように社債の対国債スプレッドは一段と拡大している。それから(2)株価についてもGM、フォード的なオールドインダストリーと言うか、そういうものが多いダウの方はNASDAQに比べて回復ペースがやや遅いところである。この関連で国債の流通利回りにも如何ばかりかフライト・トゥ・クオリティの動きが押し下げ方向に影響していると思われる。(5)のFF先物から金融政策に関する市場予想を見ると、6月のFOMCで25bpの利上げはほぼフルに織り込まれており、その後、8月、9月のFOMCのいずれかで25bp利上げされて結局9月末は3.5%になるという見方もフルに市場では織り込まれている。次に図表5、ヨーロッパだが、(1)長期金利はめっきり低下している。これはユーロエリアでは生産などの実体経済の弱さ、それから点線の方のイギリスだが、イギリスは生産が弱かったことに加えて、BOEのインフレーション・レポートで景気見通しが引き下げられたことも響いている。(5)でECBの金融政策スタンスに関して先物市場から見ると、年内は金利横這いが一般的な予想となっている。(2)株価についてはアメリカ同様小じっかりした動きとなっている。最後に図表にはないがエマージング市場について一言申し上げると、これも先程少し話が出たが人民元の切り上げ観測が強まる局面でアジア通貨が買われており、同時にIT関連企業の業績見通しも持ち直しているということで、実はアジアの多くの国で株価が上昇している。ITの業績+為替利益を取る投資対象として株式が買われている可能性もあるかと思う。ただし、中国株自体については、政府保有の非流通株の放出を見越してこちらの方は下落している。以上、アメリカ、東アジアで景気拡大が続くもとで、インフレ懸念も原油の値段が高値を付けていた1か月、2か月前に比べると幾分落ち着いている。そうしたもとで国債市場、株式市場は安定しつつある訳だが、クレジット市場に関しては嫌なムードが市場に出ているのが最近の特徴的な動きかと思う。私からは以上である。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

鋳工業生産なのだが、直近月はアメリカもちょっとマイナス、ユーロもマイナスで、それからアジアの鋳工業生産は第1四半期を見ると、ほとんどの国が前期比マイナスで、日本と中国が若干プラスになっていて例外に近いと思う。製造業がグローバルに見てちょっと減速しているのではないかという感触を持つのだがそれは如何か。

堀井国際局長

アメリカについては先程も申し上げたように、やはり自動車の部分がかなり響いている。それで生産がマイナスの方向になっているということかと思う。ただ、全体のムードでは、やはりISMの感じが全体を投影しているのだろうと思う。拡大はしているけれども減速している。それからヨーロッパの方は、これも先程申し上げたが、こちらの方は弱めの動きと言って良いかと思う。そういう意味で減速している。ただアジアの方は、IT調整が一番影響を受けやすいというか、数字のうえで出やすいのだが、1~3月のところで生産面にある意味では一番きついマイナス効果が出てくるということであり、その後については旧正月明けの輸出の数字などがかなり戻ってきているので、こちらの方は然程スローダウンという感じで全体の中に入れることもないのかなと思っている。

岩田副総裁

それと若干関係あるのだが、OECDの先行指標について、前年比でゼロに近付いているのだが、私の記憶だとアメリカも日本も先行指標は大体同じような動きだったのではないかと思うのだが。多分鋳工業生産などの関連の指標とか、あるいは金融関係の指標がOECDの先行指標には勿論

作用していると思うが、全体としてOECDの先行指標を見る限り、やや下向きの方向というのが出ていると思うのが、これはどのようにみているか。

堀井国際局長

今のヨーロッパやアメリカの生産の動きをそのまま素直に現わしているのだと思う。

福間委員

ドイツの財務相のアイヒエルだったか、盛んにヘッジファンド批判をしている。規制すべきだと。一般的にドイツの反米感情、アングロサクソン・ルールに対しての反感がここへきて非常に強いなという感じがするのだが、やはり根底にあるのは失業問題なのか。なぜ財務相というポジションにある人があのように批判を繰り返すのか。批判するのは仕方がないとしても、やや執拗な感じがする。ブンデスバンクの理事の中にもヘッジファンド批判をしている人がいる。これらの背景にはドイチェバンクがかなりの損失を被ったというような噂があるが、そういう事情で言っているのか、あるいは失業問題なのか。

堀井国際局長

幾つか仮説はあると思う。過去、それこそ私が見ている20年位の間で常にドイツは金融市場のそういう闊達な動きには常に警鐘を鳴らしているという、ドイツ独特の伝統があるというのが一つあると思う。それから事実として福間委員がおっしゃったようにドイチェバンクについて悪い噂が出ているのも事実である。それは先程中曾金融市場局長からの話にもあったがヘッジファンド向け与信を含めてである。ただ、同時にJPモルガンも、QBTであったかちょっと名前は忘れたが、GLGのものともう一つあったが、同時に噂が出ているので、果してそれとリンクしているかというところとちょっとよく分からない。

福間委員

J Pモルガンは昨日ハリソン氏が記者会見で「うちは大丈夫だ」と言っていた。どの程度のインパクトがあるのかは分からないが、相当のビッグ・イシューになっていることは確かである。

堀井国際局長

然り。一つは先程もチラリと申し上げたのだが、要するにクレジット・リスク物、CDSがアンダーライン・セキュリティーズとのリンクがはっきりしなくて、モデルでやっている訳である。モデルには大きな仮説がある訳だが、この仮定が狂うと値段が偉く変わってくるはずなので、それがポジションを調整するために売りを生むというリスクは市場関係者は皆持っている。それが今まではどちらかと言うと仮想の話だったのだが、それがGM、フォードで他にもさらに出てくるのではないかという不安がある中で、アリバイ作りということでもないと思うが、取り敢えずドイツの伝統的なファンダメンタリストの立場からは警鐘を鳴らしたいということではないかと思う。

福井議長

この間ドイツのブンデスバンクの総裁が、やはりドイツ経済の今の様々な困難、彼の見方では主としてEUの東への拡大のインパクトを受けての困難が多いのだが、しかしやはり全体のキャピタリズムに対する批判、就中、アングロサクソン流、もっと言うとアメリカ流のキャピタリズムの批判という感じ、流れが一つあって、この辺は困ったことだという感じでは受止めている。

福間委員

最近の発言を聞いていると、責任ある立場の人の発言としてはやや激しいものが多くなっているという感じを持っている。

須田委員

質問を変えて宜しいか。アメリカの金融政策のことなのだが、今朝消費者物価が出た後の反応を見ていると、悲観的な人においては、あと一回でFFレートの上昇はもう終わりであるというような見方もあった。先程の説明だと9月末か、それまでに3.5%になるのは織り込んでいるということだったが、その辺りの見方は少し変わっていたりしていないか。もう一方で潜在成長率に関する見方が、労働生産性の上昇率があまり伸びないということもあって少しトーンダウンしてきているような気がするのだが、その辺りは如何か。

堀井国際局長

まず消費者物価は0.0%となったのだが、今申し上げたように一つはそういう意見をする人はホテルとかアパレルの振れというところは——何せ昨日の8時半に出たばかりであるから——、よく消化していないと思う。ややテクニカルになるが、実はこれはエネルギーの値段が上がっている訳である。これは前も申し上げたのだが、持ち家の帰属家賃を計算するベースは商用家賃であり、商用家賃にはヒーティングのコストも入っているものだから、要するにエネルギーの値段が上がっている時は、ピュアなレント部分が下がったとみなして計算する訳である。であるから、やや細かいのだが、その部分で下がっている部分も実はこの0.0%の中であって、まだ出てから半日しか経っていないものだから、我々はずっと見ているがマーケットの人はそういったところについてまで考えていない。それが一つの点だが、先程申し上げたように、我々としてはそういった分析を踏まえていくと、ジワジワとインフレ率が着実に上がっているというところで、そうであれば恐らくFedはメジャー・ペースで中立的な金利に上げていくということになるだろうと思う。裏を返して言えば、実はCPIのエネルギー自体を含めたところはそこそこまだ上がっているのだから、これが本当にパス・スルーされていくかどうかのところはまだよく分からない。今

のところはまだ然程ではない訳だが、もうちょっと出てくる可能性も一方であるので、やはり中立的な金利へメジャー・ペースで上げていくということかと思う。その中立的なレートとの絡みでは今二つ目のご下問があった潜在成長率ということが論点になろうかと思う。おっしゃるとおり1年、あるいは1年半位前は実は、潜在成長率は+4%位だと言う人もいたのである。+3.75%~+4%である。ところが最近、多くのFedの人も+3.5%位まで下がってきた。それもためにする議論ではないだろうが、議論のエトスとしてご記憶のとおり1年半位前はまだデフレへのインシュアランスで、金利を低めにやるのだというようなことも言っていた時代からメジャー・ペースで上げていくというふうになると、当然議論のエトスと言うかその場の雰囲気はやはりインフレにある程度目配りをするというムードになっていくのかなと。アメリカにおいてだが、そういう感じがしている。因みに、この生産性の話で図表1、18.の+2.6%という数字とか前年比+2.5%とかいう数字は皆さんのお考えよりもちょっと高いなという数字だと思うが、これは実は雇用統計の修正などをしていないバージョンであるため、いずれここの数字については下方修正される。GDPが上振れしたとしても下方修正される可能性があるということだけ付言させて頂きたいと思う。

平野理事

フットノートを追加すると、最近のロジャー・ファーガソンの言い方でいくと「潜在成長率は $3+1/4\sim 3/4$ 」と言っているが、平均すると3.5%となり、堀井国際局長が言ったとおりである。かつてと比べ、 $1/4\%$ 程度落ちてきた。このことのインプリケーションなのだが、一つはインフレとの関係では、需給ギャップが結構縮んでいるかもしれない。従って、インフレ圧力をこれまでよりは意識しなければならないという考え方が一方にはある。他方、先程、クレジット物の問題への指摘があったが、実際、GM、フォードのイベントをきっかけとして、それまでに積み上がっていたポジションが、アンwindされていく過程で市場が事実上引締まって

しまうという要素もある訳である。もしそうだとすれば、事実上タイトニングが起こっているのでF e dとしては金利を上げなくても済むという面がある。その辺を見ながら運営しているということなのではないか。

福間委員

やはり彼等もクレジット・サイクルの問題は、手探りか。

平野理事

前回のB I Sの会合でそれがテーマになっている。「クレジット・サイクルは転換点に差し掛かったか」というのがB I Sの問題提起なのだが、F e dを含めて全体の感触としてはまだそこまでは言えないが、より注意を要する局面になってきたということではないか。GM、フォードについては取り敢えずマーケットはかなり織り込んできたし、影響も限定的ということなのだが、まだアンwindが十分に進んでいないのでここは注意してみる、このような感じである。まだ決め手がない。

福井議長

エビデンスが足りないと言っていたな。クレジット・サイクルの話については、どのようなエビデンスがあれば、確認できるのか。

平野理事

基本的に色々なところでポジションを取っている人がいる訳である。先程のドイチェバンクもその一つだし、それから例えばC D Oに組み込んだ債券が今度どういうビヘイビアを示すのかということもその一つである。また、ヘッジファンド辺りでどこかでコケる者がいるかいないか、というのもその一つなのだが、その辺の広がり全体としてどうかというのは見てみないと分からない。そういう意味では、一言で言えばまだ時間の経過が足りない。アンwindイング・プロセスが続いている。確かにこの1週間を見ても、1週間前と比べてGM、フォードの問題の広がりというの

は若干ありそうだなという感じがある訳である。その辺のデータと事実を積み上げてみないと何とも言えないと思う。ただ、それは市場内部の話である。实体经济面で本格的にクレジット・サイクルの転換を示唆するようなトリガーがあるとすれば、多分それは今想定されているよりもインフレ率が高く出るとか、何かそういうリアルなトリガーがどこかに出てきて、それが本格的にクレジットの方に影響を及ぼすというような側面も頭に入れておかななくてはならない。市場内部だけの話では私はないと考えている。

中原委員

国際金融市場を見ると、エマージング・マーケットでは相変わらず株式市場に資金が流入しているようであるし、債券市場にも流入額は少し減っているとは言え、クレジットに対する影響はほとんど出ていないようである。こうした背景としてはやはり資源価格の高騰といったエマージング諸国に共通にみられる特有の現象から買われていることがあるのかもしれない。ヘッジファンドの業績が悪化してくると、こうした市場から相当量の資金が流出することもあり得ると思うが、どうか。

堀井国際局長

まさにそこであるが、アンワインドしていないのがある意味では不思議だなと思っている。アジアについては先程申し上げたが、人民元の代替の側面で買われているほか、ラ米については中原委員がおっしゃった資源の面が一つと、それからファンダメンタルズ自体がまあまあ良くなってきていることもある。それから昨日もC o p o mでセリック金利が、また25bp上がって19.75%となった。市場ではそろそろ頭打ちかと思っていたのだが、ブラジル中央銀行としてもインフレ懸念には早めに対応するというこ
とで、彼等に言わせると責任ある態度を示してきているといったファンダメンタルズに支えられた信認の面もある。ただ、冒頭の話に戻るが今まであれだけポジションを取ってきただけに、このところがアンワインドを

いつするのかというのは気にはしているのだが、このGM、フォードの中でもこのところはそこまで動いていない。

平野理事

ヘッジファンドについては、要するに十分よくその実態は分からないという面が引き続きある。そうすると中央銀行の立場とすると、コーシャスにもものを見た方が良いという、ある種のバイアスが働く。私も基本はそうなのだが、ただ一方で、色々議論してみるとLTCMの頃と比べてヘッジファンドの運用の仕方は相当変わってきて、言ってみればリスクマネジメント、あるいはレバレッジという面では相当改善されているという見方もある。そういうことも頭に入れながら見ておく必要がある。訳が分からないから危ないということだけではなくて、ひょっとしたら上手くリスクがマネージされていて大事にならないかもしれない、その可能性は高いかもしれないというような議論もあるということも一応頭に入れておく必要がある。

須田委員

他方、そのヘッジファンドについては最近、金融機関側の方の問題として話題にのぼるようになった。今朝テレビで、どこの銀行か忘れたが、ヘッジファンドから資金を引き揚げたというニュースが流れていたのだが、そういう部分に対して、アメリカでは少し懸念が持たれているということなのか。

平野理事

懸念は持っている。銀行やカウンターパーティーと言われるものの代表格といった人達が集まってコリガンが音頭を取ってその辺のリスクを点検しレポートを書くという作業をやっている。これは彼等の懸念の象徴である。ただ、これまでに判明したところでは、カウンターパーティーの方もかつてに比べるとリスク管理はかなり改善されている。一応そういう評

価値だと思う。カウンターパーティーのリスクと言った場合に、大きく言えば性格というのは二つに分かれると思う。一つはいわゆる最近伸びているプライム・ブローカレッジ・サービスということで決済だとか、あるいは与信をすとか、いわゆるヘッジファンドに絡むプライム・ブローカレッジ・サービスを提供することに伴う固有のリスクである。それからもう一つはヘッジファンドと同じような運用を自己ポジションで行うことに伴うリスクである。概念的には二つに分かれると思う。今言われているのは前者のリスクについては概ねコントロールされているということである。後者のリスクについては、これはある意味では伝統的なリスクであり、銀行等の一般的なリスクマネジメントに照らして判断するということになる。銀行の一般的なリスクマネジメントもかつてより改善していると考えるのであれば、後者についてもまあまあコントロールされているという判断になる。しかし、そうは言っても運用難だから相当危ないところに手を出した先もいるのではないかと、そういうふうに考えればこちらの方にリスクは残っているかもしれないということだと思う。概念的にはそういう整理ができる。

福井議長

もう一つ。香港マネタリー・オーソリティーの為替のレジームの措置は、正確にはどういうものだと理解すれば良いか。

堀井国際局長

まず、カレンシー・ボードであるから香港ドルはUSダラーにペッグしていると言って下限を7.8で買うと銀行に保証しているのである。上限は今までのレジームははっきりしていない。

福井議長

下限というのは香港ドルが安くなる場合のことだな。

堀井国際局長

安くなる方である。安くなる時にも7.8で買ってあげると。上限についてははっきりしていなかったのだが、今までデファクトで大体7.75位になると介入していたから不透明だったのである。従って、昨日の発表というのは要するに7.75はもう上限にするとはっきり明示した。これはトランスペアレンスという言葉で彼等は言っているが、そのとおりなのである。下限については今の7.8から7.85に向って1週間に0.01ずつジワジワと下限を広げていくということになる。なぜ上と同じように一挙に0.05だけやらないかということ、そもそも人民元の投機のための代替通貨として流入圧力があって、要するに銀行としてはかなりの香港ドルの買い持ちポジションがあるのである。それを一挙に0.05落としてしまうと、それらの健全性と言うか、有り体には大幅に損をしてしまうということなので、これは激変緩和ということで1週間毎に0.01ずつやって行こうというのが昨日発表された内容である。市場ではこれが人民元のプロキシとして先にやっているのではないかという噂も一時立ったが、私はそういうふうにはみていない。むしろ人民元の代替として流入に晒されるが故に、今までやっているやり方をもう少しきちんとしたということだと思う。

福井議長

トランスペアレント。

堀井国際局長

然り。そういうことかと思う。

岩田副総裁

カレンシー・ボード・システム自体は変えないということか。

堀井国際局長

然り。

岩田副総裁

目標相場圏などという新聞の見出しもあるのだが、これは幅を明示したからか。

堀井国際局長

幅は、7.75 から 7.85 であり、2%未満である。

福井議長

事実上のシーリングを明示化したと。

堀井国際局長

然り。

福井議長

他に宜しいか。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

それでは最初に本日お配りしている（追加図表）図表 1-1、GDP 統計の資料に即して一昨日のQEについてご説明した後、いつもの（参考計表）を使って経済情勢について進めていきたいと思う。まず最初にGDP 統計だが、皆さんご承知のとおり1~3月の実質GDPは前期比1.3%増、年率で5.3%増ということで、かなり高い伸びになった。私共、直前時点で大体1%位と思っていたのだが、ややそれよりも大きな数字になった。中身を見ていくと、まず一番大きいのはここにある個人消費が前期比で+1.2%、これは寄与度が+0.7%あり、これが一番大きい。これについて

は皆さんご承知のとおり、去年の後半がやはり台風であったり暖冬であったりして弱かった。その反動が1~3月に見られていたということである。それに加えて恐らくは統計として去年後半は家計調査がやや弱過ぎ、逆に1~3月は強過ぎで若干その振れを拡大しているということかと思っている。二番目に寄与度で書いてある在庫投資のところ、これは+0.4%の寄与度ということで、かなり大きな寄与になった。これは前回の会合で申し上げたとおり先だつての鉱工業統計で在庫が増えているため。この主体はこれも前回ご説明したが、自動車の在庫であつて、多分船繰りに伴う船待ち在庫が増えているということかと思っている。ということでこの辺は大体予想通りだったのだが、実はやや予想に反したのがその間にある設備投資であり、これが前期比+2%、寄与度で+0.3%出たということである。後程お話するように、資本財出荷は弱含みである。それから建設財出荷は落ちている。従つてここは恐らく横這い位かと思つていたら思いのほか出たということであり、内閣府の説明によれば皆さんご記憶であろうか、去年一時、これは建築着工床面積とかが出ている割には、あるいは資本財出荷に比べてGDPの設備投資がちょっと弱かった時期がある。それについて当時の説明は、台風等によって建設投資の進捗が遅れているという説明があつたと思う。今回はその分が進捗しているという説明——どの統計を根拠にそういう推計をしているのかよく分からないのだが——があつた。ということで全体に高い成長率になつた訳である。仮にこの+1.3%を前提とすると、これは下駄が1%ある。随分高い下駄であるということである。ただし、これについてはこの数字を全部額面どおりに受取る訳にはいかないと思つている。ただ今申し上げたとおり、個人消費等についてはやはり若干の統計の振れみたいなものもあるし、それから個人消費、設備投資ともにやはり去年の後半が弱く出過ぎた分のリバウンドという色彩が強い。それから在庫投資については言うまでもなく、別に将来生産調整を要する悪い在庫増加ではないが、少なくともこの1~3月の段階で最終需要になつていないということも事実であるので、数字としてはかなり割り引いて見るべきであるということかと思っている。なお、細かい話になるが雇用者報

酬が前年比で少しマイナスになっているという議論があるので一言申し上げておくと、これは去年の1~3月に年金の代行返上が結構あった。代行返上するためには実は積み立て不足になっている分を企業は埋めなくてはならない。埋めて国に納める訳だが、そうすると埋め合わせは要するに企業が雇用者のために埋め合わせたということで、これは雇用者所得という扱いになる。去年はそれが膨らんでいたために、その裏という形で今年がマイナスになっている。図表1-2で今度はGDPデフレーターである。GDPデフレーターは、(1)のグラフでご覧頂くと、去年の10~12月にかなりマイナス幅が縮小した後、この1~3月にはマイナス幅が再び拡大したということである。グラフでお分かりのとおり、明らかに内需デフレーターのところは振れている。それは(2)のグラフをご覧頂くと、例えば去年の7~9月が前年比-0.7%、10~12月がちょうどゼロになった後、1~3月が-0.8%ということで、ちょうど7~9月に戻ってしまったような形である。ファクターは主に二つあって、一つはそもそも前回のGDPの時にご説明したと思うが、10~12月が特殊要因で押し上がっている。一つは斜め線の政府消費であり、これは公務員ボーナスが去年はたまたま夏が少なく冬が多いという形になったものだから、これは政府消費デフレーターの押し上げに効いている。それから個人消費のデフレーターも去年の10~12月は随分縮んでいるのだが、これは実は普段あまりご説明していない生鮮食品の影響である。デフレーターには当然生鮮食品も影響するので、これは去年の台風の影響で野菜の値段が上がったことがここに影響していて、それが元に戻っているというのが一番大きいということである。あと細かく見ると、例えばここでは黒い部分、設備投資のデフレーターのマイナスが拡大している。この他にも、公共投資のデフレーターのマイナスの拡大もある。これは一つは建設財だと思っていて、鉄鋼などは全体に今価格が上がっているのだが、実は条鋼類だけをとると頭打ちである。去年の1~3月はむしろ鋼板に先立って条鋼類が上がったために、前年比でかなり押し上げ寄与が小さくなっているということかと思っている。あと昨日、西村委員からご示唆を頂いて、これはそう言えばそう

なのだと。現在のチェーン・インデックスというのは毎四半期、毎四半期チェーンしているのではなくて、暦年単位でチェーンしている。従って、1～3月というのはイメージで言うと2003年基準から2004年基準に基準変更しているような格好になっていて、正確にはまだ分からないが、2003年と2004年のところで例えば設備投資に占めるITのウェイトが変わってきたりすると、ちょっと段差を持って数字が出てくるという可能性がある。正確には分からないがその辺も影響している可能性がある。昨日教えて頂いたものだからご紹介しておく。

福井議長

アメリカでも同じか。

西村委員

アメリカは違う。

早川調査統計局長

アメリカは四半期でやっている。

福井議長

毎四半期か。

西村委員

然り。アメリカで四半期でやる部分に関しては、またそれなりの非常に大きな難しい問題がある。

早川調査統計局長

それでは(参考計表)の方に移って頂き、計数自体はかなりのものを前回の会合で消化しているので、今日は解説を要する点を中心にお話していきたいと思う。最初に図表7、貿易統計である。計数自体は前回ご紹介

した。1～3月の前期比が+0.6%。プラスではあるが引き続き低い伸びにとどまったということである。ポジティブな材料は前回は申し上げたとおり(2)で見ると情報関連財の輸出が伸びている。これは地域別では(1)でNIEs向けの輸出が伸びているというところに現われている訳だが、我々にとって若干のサプライズであったのが中国向けの輸出が増えなかったこと。すなわち2月、春節の影響で落ちた後、リバウンドが小さかった。このことが多分全体の輸出の伸びを低いものに抑えたということである。前回はこれはよく分からないと申し上げたのだが、先程、国際局からも説明があったように、実はこれは日本だけの問題ではなくて、そもそも中国の輸入が1～3月弱かったということであり、これはあちこちで今話題になっている。アメリカのエコノミストなどと話しても「あれは何だろう」と今、皆言っている最中なのだが、正直言って正確なことはやはりよく分からない。ただ、もっともらしくない仮説は、中国が本当はかなり減速しているというのがもっともらしくない。二番目に中国が資本財も部品も全部自分で作れるようになったという仮説ももっともらしくない。そうすると結局あり得るのは単にデータの一時的な振れであるか、さもなければ先程ご紹介があったように、何らかの在庫調整、すなわち特に政府が抑制している分野に絡んだような在庫調整の影響ということであろう。ということで、いずれにしても一時的な影響だとは思いますが、その一時的というのがどれ位の長さの一時的なのかというのはちょっとまだよく分からないので、この辺を注目していく必要があるということかと思っている。

次に図表15、設備投資関係だが、設備投資の数字は正直言ってミックストという感じの評価である。〈先行指標等〉でご説明すると、やや弱いのが資本財出荷であり、10～12月前期比-0.9%の後、1～3月は確報で若干上方修正されたが-1.0%ということである。前に申し上げたように年間補正でかなり大きな修正が行われたせいである訳だが、弱いということである。一方、強いのが建築着工であり、これは3月単月で見ると物凄く落ちたが、それでも1～3月で見ると相当高い伸びになっている。最後に一番統計自体がミックストという感じがするのは機械受注であり、機械受

注は10~12月5.7%増加の後、1~3月は0.7%の増加であった。前の四半期が伸びた後であるからまあまあとは言えるが決して強い訳ではないし、先行き予想値が-3.1%になっている。この予測値自体そんなに信頼度が高いものではないので、それで大変だという訳ではないが、強くもないということも明らかである。図表17でグラフの感じをご覧頂いても(2)の建築着工は確かに振れは大きいけれども相当強い。その一方で(1)の機械受注は均して見れば上昇傾向にはあるが、決してそんなに勢いがある訳ではないという感じである。そこで、今ここで何を気にしているかと言うと、例えば、短観等で見ると設備投資計画はかなり高い訳である。その一方でGDPは確かに1~3月は増えたが、資本財出荷などは今一つの状態が続いていて、この乖離をどう理解したら良いかという問題がある。そこで、今回機械受注について販売と受注残という統計があるので、これを少し見てみるとこのようなことであった。まず、確かに機械受注統計で見ても販売は落ちてきている。従って、資本財出荷の弱い動きと決して矛盾するものではない。ただ同時に、では機械受注は弱いのかと思って見ると、受注残はむしろどちらかと言うと積み上がり気味であり、例えば3月末の受注残高は前年比で9%増位になっている。さらに受注残の中身を見ると、一方において例えば半導体製造装置は、一頃前年比受注残2倍などという数字だったのが、足許ほぼ伸び率ゼロになっている。まだマイナスにはなっていないが、やはりこちらの方は相当受注残高の上昇が止まってきている。一方でノンITは色々あるので難しいのだが、一番分かりやすい工作機械を挙げると、工作機械の受注残高は前年比4割増という感じになっている。ひょっとすると先行したIT関係の投資についてはやはり少し一服感があって、その一方で遅れているノンITの方はまだあまり出荷に大きく立ってきていない、今我々はこのようなフェーズにたまたまいるという可能性はあり得ると思っている。それから図表19である。先程、企業収益の話があったので一言申し上げておくと、上場企業の収益については(1)のグラフが示しているとおりであり、まず第一に2004年度、2005年3月決算はとにかく非常に高い収益の伸びであって、2006年3月見通

しについては確かに高水準ではあるが伸び率はさすがにかなり鈍化するという姿であり、それ自体はここ2~3か月で動いてない。すなわち、現在決算発表中だが大体予想通りで、今足許も先行きも予想通り推移しているということかと思っている。

図表20は個人消費である。個人消費のうち1~3月についてはもうGDPが出てしまったので説明はしない。基本的には総じて強かったということである。4月の数字だが、現時点で出ているのはここにある車と都内百貨店だけである。まず第一に車に関しては、車というのは唯一1~3月、今一つだった数字なのだが、これが4月は非常に高い伸びになった。2~3月辺りから受注は入っていたものが、登録で4月にかなりずれ込んだのではないかと考えられている。この他、都内百貨店もご覧のとおりまずまずの数字が出てきていて、我々のヒアリングでは全国百貨店、全国スーパーも4月は恐らくまああの数字が出てくるに違いないと思う。家電販売は好調である。それから旅行については、ご承知のとおりゴールデンウィークの日並びが良かったものだから、多分4月は結構な数字が出てくると予想される。ということで、1~3月良かった後、4月はどうかということについて申し上げますと、少なくとも4月は結構良いみたいだということである。勿論、家計調査がどう転ぶか分からないのでGDP統計がどうなるかは全く分からないが、少なくとも実勢はそういうことである。

次に図表27である。鉱工業生産である。これは計数は前回報告したが色々調べてみると相当複雑骨折しているのので、ちょっと詳しくご説明させて頂きたいと思う。まず1~3月の数字だが、生産が1.7%の増加。出荷、在庫それぞれ確報の修正があって出荷が0.4%の増加、在庫が3.1%の増加ということである。これは数字のどこを見るかによってかなりイメージが違う。まず生産に着目すれば、1.7%増。これは相当な伸びだと申し上げて良いのだと思う。私共は大体1%内外の伸びであると申し上げていたのので、私共の予想と比べても相当高いということになる。しかしながら出荷、在庫に着目するのであれば、出荷は微増にとどまっていて、在庫が大幅に増えているので、こちらに注目すれば、バランスはかなり悪いという

ことになる。結論を先に申し上げると、恐らく生産は実勢をやや過大評価しているのでこんなに本当は強くないと見るべきであり、他方で出荷、在庫はそれぞれ実勢よりも悪い数字に見えているので、本当はこんなに悪くないということかと思っている。特殊要因は一杯あるがメジャーなものを三つ申し上げると、まず船舶。船の生産が1~3月、寄与度で0.6%位あって、これはかなり数字を押し上げている。船の生産は、統計上の取扱いが本当の生産を取り扱っている訳ではない。国交省に出てくる船舶の起工、建築で言えば着工みたいな数字を使って進捗展開というか、1月目は何%、2月目は何%生産が進んでいくという仮定に基づく数字を生産指数に使っている。実は以前の統計では船舶はそんなに増えていなかったのだが、先般の確報の時に、去年の11月、12月に船舶の起工が爆発的に増えていたということが明らかになり、そのことを反映させたために10~12月、1~3月のところで船舶が相当生産を押し上げているという形になっている。船舶はできあがらない限り出荷には立てないものだから、これはその分だけ生産と出荷を乖離させる要因になっている。二番目が自動車である。自動車は生産がかなり増えているのだが、出荷はあまり増えていない。これは先程もご説明をしたように船繰りの問題で輸出が出ていなくて船待ち在庫になっている。これは数字として言うと、出荷を弱め、在庫を大きく押し上げる要因になっている。最後に、化学がこの4~5月に設備の定期修理が集中するということがある。この時はいつもそうなのだが、定期修理前には生産を増やして在庫を積み上げ、休んでいる間に出荷に当てる。これは生産を実勢よりやや上め、それから在庫を上めに押し上げており、この三つが相当いたずらした結果このような数字になってしまったということである。因みに在庫は、自動車の在庫と化学の在庫で全体の在庫の増加を100%以上説明してしまうので、そこが非常に大きい。一方先行きについて申し上げると、現在の予測指数でいくと6月は横這いにすると生産は1.6%増加ということで、2期連続相当高い生産の伸びになるが、私共は恐らく生産はここまでは増加しないと考えている。正確なことはよく分からないが、先程申し上げた船舶のところは去年の11月、12月に起工

があったとすると、この4~6月、7~9月位は寄与度でマイナスで立ってくる。あくまでこういう推計を前提にすると、4~6月の生産の伸びは微増程度にとどまってしまうのではないかというのが我々のミクロ調査のヒアリングの結果である。本当に微増程度にとどまってしまうのかどうかは分からない。予測指数で+1.6%あるから、そこそこ、もう少し増加にはなると思うが、ただ+1.7%、+1.6%等速というよりは、かなりはっきり減速するような数字になる可能性が高いと現在は思っている。ということで、繰り返しになるが生産だけを見て凄く強いというのも言い過ぎだし、逆に出荷、在庫を見てバランスが悪いというのもやや適切でないこのように思っている。ヒアリングの結果と合わせて考えると、非常にラフに申し上げて1~3月から先行きかなり柔らかい7~9月まで含めて、1%前後でゆっくり増加していくのが実勢ではないかと現在考えているところである。図表30、在庫循環をご覧頂きたいと思う。在庫循環図はご覧のとおりまたしても45度線を引っ掛ける形になっている。この点についてまず最初に申し上げておきたいのは、在庫水準はもうずっと下がってきてかなり低い水準にある。生産や出荷とレベルがかなり乖離しているので、もうなかなか在庫はマイナスになりにくくなっているのは間違いないと思う。一方で、暫くの間踊り場局面にあって、生産、出荷の前年比がずっと下がってきているので、どうしても45度線辺りにいってしまうことはまずちょっと避けがたい状況にあって、これもあと1、2か月でそんなに変わらないと思っている。さらにもう一つ申し上げておくと、現在45度線を引っ掛けていて全然問題がないかということそうではなくて、個別に言うややバランスの悪い産業がある。はっきりしているのは、例えば紙パ、それから木材辺りがそんな感じがしている。あと財別で言うと、建設財辺りがやはりややバランスを崩していると思共は思っているが、これらはいずれも経済全体にそれ程大きなウェイトを持っている業種ではなくて、足許の45度線引っ掛けに関して言うと、やはり自動車の影響が圧倒的に大きい。現にこのグラフで言うと(4)耐久消費財が圧倒的に車の影響で動いているし、(3)資本財に関しても実はこれは2,000cc以上の乗用車の影

響が相当大きいということである。さらに(6) その他生産財については、先程ご説明した化学の影響が相当大きいので、ほとんどの部分が先程申し上げた特殊要因で説明できる。むしろ(5) 電子部品・デバイスに関して申し上げますと、着実に調整が進んでいる。先程1~3月の在庫は自動車と化学を足すとお釣りがきてしまう位だと申し上げたのは、やはり逆に言うところのこの辺の在庫は着実に減っているからそういうことになっているということかと思っている。なお一点、最近新聞などを読んでいると一般機械の在庫という議論が幾つか出ているようなので、ちょっとだけコメントしておく。まず第一に、一般機械は出荷で採られている品目と在庫で採られている品目がまるっきり違うと言ってしまふと言い過ぎかもしれないが、相当違うので単純に循環図を書いてもあまり意味がない。従って、個別品目をザッと見てみたが在庫が目立って増えているのは二つあって、一つは工作機械。ただし、これは先程申し上げたように受注残が積み上がっている状況であってそれ程問題だとは思っていない。むしろ自動車工場が本当に稼働し始めるのは今年の夏らしい。従って、実際に現在工作機械というのは主力は自動車向けなのだが、これが出荷されるのはもう少し後だという意味で、その在庫になっている可能性は高いと思う。あともう一つは複写機である。デジタル・フルカラー複写機というもので、これは多分相当好調なはずで、多分全く問題ない。であるから車のような感じかもしれないが一時的なものだというふうに思っている。

では次に図表31、雇用関係である。雇用関係は計数については、ほとんどが前回消化済みであり、有効求人倍率、失業率等々に関しては緩やかに振れを伴いながら改善、ないしは横這いだが、いずれにしても景気の足踏み局面、踊り場局面の中で何とか横這い圏内でやってきたということになるかと思っている。図表33で雇用者数についてご覧いただきたいのだが、雇用者数の最近の特徴は労調の雇用者数の伸びが落ちてきて、その一方で毎勤の雇用者数がそこそこ伸びているという姿である。これはやはりどうしても、いわゆる非正規部分を多く含んでいる労調の方が先行し、毎勤が遅行する傾向がある訳だが、その傾向が現われているということである。

そのことと(2)パート比率というのは毎勤統計の中でのパート比率なのだが、パート比率の上昇が止まっている。すなわち、ある意味で何と云うか粘着性の強い正規雇用に近い部分に関しては、むしろ段々いわゆる労働需要が盛り上がってきている一方で、非正規性の強いもの、粘着性の低いものについては、さすがに景気の踊り場局面が半年以上も続けばやはり伸び率は落ちてくる、ということが同時に進行しているという理解が適切だろうと思っている。新しい統計は図表 31、毎勤の賃金が実はこれは速報でお示ししてあるが、今日午前中に確報が出た。私共の資料では、3月の所定内給与、所定外給与がマイナスになっていて、所定内はマイナスが拡大、所定外はマイナスに転じている。これは日数要因が影響していると申し上げていたのだが、実は本日、確報で上方修正されてしまって、所定内給与は -0.6% が -0.3% 。所定外は $+0.1\%$ になっている。ということで、日数要因は効いてはいるが大したことはなかったということで、雇用者所得は掛け算したところ $+0.1\%$ と何とかプラスを維持したということである。

次に物価の方に移りたいと思う。図表 36 である。まず国際商品市況だが、ご承知のとおりこれまで国際商品市況は大幅に上昇した後、足許結構下がっている。下がっている程度は原油も下がっているが、実は原油以上に非鉄などの下げが大きい。先程来アンワインディングとか色々な話が出ていたが、どうもコモディティの世界もそういう感じであり、特に非鉄辺りにはそういう影響が強く出ている。逆に言うと原油は意外に下がらないところを見ると、投機的な要素もあったのだが、やはり実需が効いている要素が大きかったのかなと思っている程度だが、いずれにしても一頃と比べるとかなり下がっている。図表 37、輸入物価だが、そういうことではあるが4月の輸入物価なので、むしろそれまでの国際商品市況の上昇を反映して4月の3か月前比は 10.9% と大幅に上昇。(2)のグラフでご覧頂くとグレーのところであり、これは石油も相当大きいのだが、実は4月は石炭も相当効いている。石油、石炭が効いている。図表 39、国内企業物価だが、国内企業物価4月単月は何と 0.6% も上昇したために、3か月前比では $+1.0\%$ ということで去年の前半よりもむしろ3か月前比はやや高

い伸びになっている。効いているのは勿論、(2)のグラフでご覧頂くと点々のところ、すなわち石油関係が一番大きい訳だが、それ以外に縦線の鉄、それから斜線、これは化学が相当効いているということである。言うまでもなくこれまでの市況の上昇の影響ということであり、鉄についてはそろそろ紐付きが決着し始めていることが押し上げてきている。従って、先行きについて申し上げますと石油関係は5月はまだもう少し上がる。それから鉄は紐付きの決着がまだこれから続いていくのでこれも上がっていくが、そうは言っても先程申し上げたような国際商品市況の状況なので、恐らく6月位からは上昇テンポはかなり鈍化していくと思っている。因みに図表40で需要段階別をご覧頂くと、特徴はまず第一に中間財が大幅に上昇している。これは鉄鋼、化学の動きである。それから(2)③の最終財が久し振りに結構プラスになった。これは一番大きいのは言うまでもなくガソリンの影響だが、それと同時に去年の年央よりも結構強いのは、足許一般機械、資本財が少し上がっている。これは資本財需給が基本的にタイトであることに加えて、やはり原材料価格の上昇が効いて資本財が上がっている。消費財はガソリン以外は大きな変化はない。最後に消費者物価だが、図表43をご覧頂きたい。計数は前回ご説明したとおりであり、3月の全国が前年比-0.3%。恐らく4月は東京はあまり大きな動きはなかったもので、これを前提にすると全国の4月は-0.3%ないし-0.2%でのスタートとなる可能性が高いということであり、そうだとすると米が剥けてくる秋口までは恐らく僅かなマイナスが残る可能性が高いのではないかと思っている。

計数の説明は以上であり、最後に若干纏めさせて頂きたいと思う。正直言ってやや微妙な感じであり、と言うのはこれまで踊り場状況と言ってきて、その踊り場というのは敢えて言えばGDPゼロ成長、それから生産は弱含みの中にもかかわらず基調としては回復しているということを踊り場と言っていたとすると、生産は+1.7%、年率で7%近く伸び、GDPは5%も伸びたのだから、もう踊り場ではないではないかという感じもする訳だが、先程申し上げたように生産もGDPも額面通り受止めるような

数字ではないと基本的には思っている。合わせてよく考えてみれば、1~3月というのは3月短観が相当悪かった訳であり、この時点で踊り場脱却というのは多分無理ではないかと思っている。敢えて申し上げると、そもそもこの踊り場というのは何によって形成されてきたかという点、第一義的にはIT部門の調整であった。その結果、輸出が急減速し、生産は弱含んだ。あるいは設備投資についてもその影響が一部及んだというのが基本であると思っているが、それとセカンダリーなファクターとして実は天候要因に伴う影響というのがあった。例えば個人消費にその影響があったし、内閣府の説明が正しいとすると、設備投資にもその影響があったということではなかったかと思う。そう考えると今度の1~3月の数字、特にGDPに即して言う、実は一番目の方ではなくて、二番目のセカンダリーなファクターのリバウンドという色彩がかなり大きいということではないかと思っている。そうだとすると私達はやはり一番目を主眼にして判断してきているので、二番目のリバウンドでもって数字が上がったからこれで踊り場脱却というのは多分適切ではないというふうには思っている。勿論、例えば世界経済は比較的高い成長を続けている。それから短観等で確認するとおり、設備投資計画は比較的好調であるので、足許今一つと思われている例えば輸出、あるいは設備投資についても私共は近い将来にこの辺にリバウンドが出てくるのではないかと思っている。この辺を確認しながら踊り場脱却のタイミングを図っていきたいと思っている。ここで厄介なのは先程も申し上げた輸出のところ、中国ファクターがどれ位効くのかよく分からないということと、設備投資について先程の私の仮説が正しいとした場合、ITの投資とノンITの投資との間に若干のズレがあるとすると、そのズレの局面がどれ位の長さかということがあるかと思うが、いずれにしてもこの辺は当面出てくる貿易統計、あるいは鉱工業統計で確認していきたい。さらに最後にもう一つだけ申し上げておくと、以上の議論は基本的に足許の個人消費の良さが、あくまでリバウンドであるという解釈に基づくものである。そうではなくて、足許の個人消費の良さというのは、やはり雇用情勢に変化が生じてきていることによるものだと理解す

ると、これはストーリーが大きく変わってくる。この辺については恐らく一月、二月のデータではなかなか確認しにくいと思っているが、いずれにしても仮に踊り場脱却後の景気の勢いみたいなことを考えると、この辺が実は結構重要であるということだけ申し上げて私の報告を終わらせて頂く。以上である。

福井議長

お尋ねがあればどうぞ。

西村委員

二点お聞きしたいのだが、一点は全体として拡大しているのだが、その拡大がかなり難しいと言うか、あまり大きく拡大しない背景の一つには生産の隘路の問題、ボトルネックの問題がある。ボトルネックはなかなかデータでは捉えにくいのだが、例えば先程の工作機械などは完全にそういう形である。

早川調査統計局長

然り。典型である。

西村委員

その定量的な判断は非常に難しいのだが、何かこう勘のようなものでも、あるいは少しでもデータなりがあればお聞きしたい。

早川調査統計局長

まずボトルネック問題に関してだが、実は数か月前に、一番心配していたのは鉄鋼のボトルネックであった。特にそれは自動車生産との関係で一番心配していたが、正直言って車の生産が鉄鋼のボトルネックによって抑制された程度は、確かに去年の10～12月には結構あったが、この1～3月は当初懸念していたよりは実は軽くて済んだ。これはどうやら鉄鋼メー

カーと自動車メーカーが相当協力して、使う板の種類の削減とか色々なことをやることによって、あるいはその他P O S C Oに頼んだとか色々なことがある訳だが、何とか回っている。然程生産指数に大きな影響を与えたという感じではないと思っている。ただ逆に言うと我々が今気にしているのは、むしろそういう自動車メーカーのような交渉力がない人達のところである。例えば、先程の工作機械などはひょっとするとそういうところかもしれないし、中小企業に聞くと特殊鋼という話がよく出るのである。要するに鋼板だけではなくて切るものの先の刃のようなところなどで、そういうものが結構あれこれ足りないという話がある。この辺は正直言ってヒアリングでもって話はよく聞くのだが、どれ位効いているのかというのを定量化するのは相当難しいと思っている。恐らく生産指数に関しては車周りへの影響というのは10~12月の方が大きくて、1~3月は比較的軽かったと思っているが、それ以外、いわゆる一般機械周りのところで、これは設備も足りない、人も足りないというのがある訳だが、特殊鋼、鋼板色々なところで若干ネックが出ている可能性はあると思っている。従って、一般機械の在庫が積み上がってどうこうというのは私はあまり思っていないで、どちらかと言うと受注残が積み上がって在庫は単に納入のタイミングがあっっていないだけと思っている。

岩田副総裁

そこもあるが、今在庫がやはりちょっとトリッキーな動きになっている。これはアメリカもそうだし中国もそうだ。日本から見ると、輸出が何か一時的かもしれないが滞っている。第1四半期も伸びとしてはかなり減速して、GDP統計だとサービス収支の影響もあって前期比マイナスになってしまった。在庫の積み上がりが一時的と言っても、それが1四半期続くのか一か月で終わるのかどうかで大分違ってくる。つまり45度線のところを暫くぶらぶらしてと言う、その暫くが問題で、終わった後、その先に最終需要がどの位出るかという話だと思うのである。最終需要が本当に出れば今度は逆転すると言うか、45度線を下にもう一回切って、もう一回やり

直すといったサイクルに入ると思うのだが、その辺の時間的な距離はどうか。

早川調査統計局長

その点で特に読みにくいと思っているのは、やはり先程申し上げた中国である。要するに車の在庫の問題は、船繰りの問題であるから船がくれば出て行くという話で、そんなに騒ぐ話ではないと思う。工作機械も、実はこの夏にトヨタの九州工場が立ち上がると、相当納入がドンと出ると我々は聞いている。トヨタ自体以外にもあるというふうに聞いているので、多分そういうことだと思っているのだが、一番読みにくいのは中国。中国で色々なものの在庫が今あると言われているが、仮にこれが少し長引く、例えば中国の輸入が伸びない状態が長く続くと、これはちょっと影響していく可能性がある。どちらかと言うと今一番気にしているのは日本の鉱工業統計における生産者在庫という数字よりは、例えば中国で言われているあの在庫というのがどれ位あって、それがどういう性格の在庫であるかということである。残念ながら一応国際局のメモみたいなものがあるが、何分中国の数字であるからどこまで本当か分からないというのが、一番嫌味なところだと思っている。

西村委員

それに関連して、実は隘路というのは生産だけではなく、輸送にも、さらに言えば船腹のところにもある。それ程直ぐに解決しそうにない印象であるから、在庫を読む時に物凄く難しい状態にある。

早川調査統計局長

岩田副総裁も西村委員もおっしゃったが、在庫の数字が凄く読みにくいのである。例えば前回チラッとご紹介したと思うが、輸送機械の在庫というのは10~12月の前期比が約3割減で、1~3月の前期比が約3割増なのである。元々自動車というのは比較的在庫マネジメントの上手な産業であ

り、在庫は振れないので有名だった産業であるがそれがこういう振れを作るので、在庫の読み方が凄く難しくなる訳である。昔から電機辺りは在庫が振れると危ない産業だが、自動車のマネジメントは上手なはずで、そこで起こっているというのはやはりおっしゃるような船の問題とかそういうことによって起こっている。

福間委員

港湾だな。

早川調査統計局長

然り。港である。

岩田副総裁

それに関連して図表 8 (3) でアメリカの自動車在庫がある。これを見ているとむしろ 1998 年位がボトムでトレンドとして在庫がずっと上がってきている。おっしゃるように全般的に在庫マネジメントが上手くなって水準がどんどん落ちているかということ、他の産業では皆そうになっているのだが、自動車だけは何か例外のように思うのだが、それが単に輸送だけの理由なのかどうか、輸送ボトルネックだけなのか。

西村委員

これはアメリカ車はもう全く売れていないからということの裏返しである。日本車に関しては売れるのだが。

岩田副総裁

いや、これはちょっと難しい。日本車メーカーであっても良いのだが、在庫であるから。日本車メーカーは今売れている。売れてもこのトレンドとして在庫の水準が上がってきている。

西村委員

日本のようにほとんど受注生産に近いというところとは違う。米国メーカーも日本メーカーも在庫生産なので最初に売るためには在庫を積み増さなければならない。

岩田副総裁

そこはマネジメントの技術が向上しているとすれば、増える必要はない訳である。トレンドとして。

早川調査統計局長

多分あまりできていないと思う。まさに西村委員が言われたように日本車メーカーの国内向けというのは本当に受注生産に近いのである。要するにスペックを全部決めた後作るという感じがある。一方、アメリカでは取り敢えず運んでしまっておいて——やはり車の買い方自体が違うのだが——、置いてあるものをこれを頂戴と持っていくという感じであるので、多分やはりそういうことかなと思う。

西村委員

あともう一点。非常に難しいところなのだが、要するに労調と毎勤に関して、どういうふうに解釈するかということなのだが、凄くネガティブに解釈すると労調の方が毎勤では捉えられないサービス業のところを採っている可能性がある一方で、逆に言えばサービス業がちょっと弱含んでいるのか、それとも労調の例のサンプルの問題が効いているのか、そこら辺のところはどうか。

早川調査統計局長

幾つかある。細かい話をすると、一つはやはりいわゆる労調と毎勤との差である。恐らく毎勤で完全に採れていないと思われるのは請負なのである。派遣はそれなりに採れているのだが、請負が採れていない可能性

が非常に高い。そうするとさすがに生産の前年比が一頃凄く高いところから今グッと落ちてきている訳であるから、多分、請負労働者というのは伸び率で見ると相当鈍化しているはずであって、そのことが労調の方に反映されている一方で、毎勤にはそれが反映されていないということが若干あるのではないか。それは先程申し上げたように先行していた労調の方が伸び率が鈍化している一方、毎勤は当座高いということだと思う。また、ご承知のように労調は毎月毎月見ていくと何か怪し気な数字がある。足許の運輸業などがちょっと信じられないような大きなマイナスになっているので、その辺も若干影響している可能性が高いと思う。ただ、大まかに言うと、やはりどちらかと言うと正社員に近いようなものについては新卒の採用等をご覧頂いても世の中の流れが変わってきて少し増えていくような動きである。しかし一方で、踊り場が半年も続けば当然生産の前年比は下がってくるし、そうなれば請負なども落ちてくるということで労調と毎勤に差があり、それが先程のパート比率とほぼ整合的な動きではないかとこのように理解している。

山本理事

女性の臨時雇用が減って、伸び率が下がっている。

早川調査統計局長

然り。下がっている。

山本理事

その辺は毎勤と割と一致する。

須田委員

先程、中国のことでボトルネックの話を含めて色々な話を聞いていて思い出したのだが、マイナーなことかもしれないが、鉄鋼に関しては要するに国内でボトルネックが生じているから国内の需要を重視して、輸出はし

ない一方、中国で生産する鉄鋼の質も良くなってきたため、中国ではそれを使うといった話があるがどうか。

早川調査統計局長

まず第一に、これはもうここまでくるとやはり鋼板類、特に高級な鋼板類と条鋼類、それから板でも安いものとは区別してしまった方が良く思う。まず、ズバリ言って、板のしかも高級なものは依然としてまだ足りない。先程申し上げたように何とか自動車メーカーはやり繰りして回しているので、生産のボトルネックというのはそれ程大きくないがこれはやはり基本的には足りない。ただし、逆に条鋼類とか鋼板でも安いものになってくると、中国サイドの生産能力が相当高くなってきているので、前のように全然足りないという状態ではなく、もう去年の後半から中国は鉄鋼が輸出に転じている。ということで、かなりマーケットが分断されている。商品市況をご覧頂いても、例えば足許のところ、条鋼類は総じて頭打ち、ないしちょっと下がっている。それもあってスクラップなども下がっている。一方で鋼板類は先程申し上げたように紐付き価格がまだこれから上がっていくというようなことが起こっている。であるから今、鉄鋼などと言っただけではなかなか難しい状況になっている。

須田委員

であるから、要するに中国の輸入が減っているという——日本からの輸出が減っている——というところに影響しているのか。

早川調査統計局長

恐らく、例えば、安い鉄鋼の輸出が復活するということはないと思う。去年の前半は安い鉄でさえ売れたので、それとはもう完全に違っていると思う。ただ、我々が考えているのは基本的には資本財部品の輸出なのである。先程申し上げたように中国が自前で作る能力を立ち上げた訳でないと思う以上、しかも中国がそれなりに高い輸出の伸びをキープし、高成長

をキープしている以上、我々の資本財なり部品なしでは回っていかないはずなので、これは必ず出るといふふうに思っており、それがいつ頃実際に出て行くか、そのタイミングが注目点だと思っている。

西村委員

あとこれは調査統計局に聞くのか、それとも国際局に聞くのかというところがあるのだが、中国の在庫に関するデータは何かあるのか。例えば、スクラップの価格とかがあればかなりの程度のことは分かりそうである。また、昔日本でスクラップが上がる前に中国のスクラップが上がって、それに商社系は対処したとか、あるいは対処できなかったとか、そういう話があった。

堀井国際局長

我々が見ているのは、自動車とか非鉄の計数であるが、いわゆる在庫の計数というのは1年に一遍とか二遍とかであり、そういうものによって全体を推測している。

岩田副総裁

在庫の統計自体はあるのだろう。このメモで。

堀井国際局長

前年比で公表されるが、それがどこまでアメリカや日本のようにブレイクダウンされるかというのは分からない。

春委員

最初にご説明のあったGDPデフレーターについて、今度拡大してデフレ克服にはまだ距離があるとおっしゃる方が多い。先程のご説明では、要するに10~12月は異常値で1~3月の-1.2%というのがいわばあるべき数字ということか。要するにそこから将来、少しずつ上がっていく、マイナ

ス幅を縮めていくというイメージを持っていて良いのか。

早川調査統計局長

まず一つ申し上げておきたいのは——最近はたまたまずっと前年比で原油が上がり続けているので同じなのだが——、どうしてもGDPデフレーター全体は今のように入油価格が上がったり下がったりする時期はかなり外需デフレーターが振れるので、内需デフレーターでご覧頂いた方がむしろ安定的だと思う。その内需デフレーターでご覧頂くと先程申し上げたように、一旦10～12月はゼロを付けた。これは幾ら何でも出来過ぎである。それでまた今度は大きなマイナスに突っ込んだ訳だが、内需デフレーターも、年次で見るとちゃんと少しずつ縮小してきている。であるから、元々我々が考えているのは10～12月はもうゼロだと、GDPデフレーターはゼロだと、もうこれでデフレ脱出だと言うことを申し上げたつもりは全くない。例えば内需デフレーターで見ると2002年が-1.4%、2003年が-1.0%、2004年が-0.7%という感じで着実に縮小してきている。

福井議長

今のをもう一回言って欲しい。

早川調査統計局長

2002年が-1.4%、2003年が-1.0%、2004年が-0.7%という感じで、これは言ってみればCPIなどがじっくり縮んでいるのと同じような動きをしている訳である。そうであれば同じように、さらにこの-0.7%が平均値で見ればもう少し小さくなるが、多分その2005年で直ぐにゼロということでもないのかなというふうに我々も思っているということである。

水野委員

内需デフレーターか。

早川調査統計局長

然り。GDPデフレーターは、言えと言われたら原油を幾つにするかという相談をしなければいけないので。

福井議長

現に0.3%か0.4%ずつ縮まってきている。

早川調査統計局長

然り。であるからCPIのイメージに近い訳である。CPIも-1%位からちょっとずつ縮んで、実力では-0.2%とかそれ位になっている訳である。年間そのような縮み方できている訳である。

水野委員

2002年が一番デフレがきつかったということか。

早川調査統計局長

然り。

福井議長

日本のGDP統計というのは、1~3月が高く出るという傾向が何となくあるようだが、これは何らかの間違いによるものなのか。3月がもし何となく高く出るとすれば、過去3四半期、ないし4四半期の積み残しを一挙にそこに積んでしまうという癖があるのかどうか。

早川調査統計局長

以前はあったが、現在の系列にはない。ところがなぜかここ2年位そのような感じがある。前の系列にあったのはどういうことかと言うと、昔はGDPの季節調整を掛ける時にデータを20数年だか30年のデータを使っ

て季節調整を掛けていたのである。そうすると個人消費がどうしても1～3月に強く出る癖がある。要するにあまり長い時系列を使って季節調整を掛けると、消費のパターンが変わっている訳である。昔は年末にボーナスを貰うとワッと使って正月は家にいるというパターンだったのが、今は要するにデパートもそもそも正月から開くようになっており、従って12月の消費に占めるウェイトというのは毎年毎年下がっている。一方、その長い季節調整ではどうしても1～3月の個人消費が強く出る傾向があって、それが全体を押し上げる傾向があったと思っている。今回はこの新しい系列というのはそもそもそんなに長い系列がないので、そういう季節調整の癖は出ていない。例えば先程お配りしたものをご覧頂いても、ここ2年はたまたまそうだが例えば2002年とか1999年とかは全然違う動きになっている。

福井議長

何となく1～3月が高くなる、下駄が高くなると。

早川調査統計局長

たまたまこの2年そうだったのでそのような感じがするが。

西村委員

私が言うのは何なのだが、ちょっと付け加えると昔は1～3月に非常に大きな変な数字が出るというのは、一つは公共投資があった。

早川調査統計局長

然り。それはあった。

西村委員

これは公共投資は昔は途中が分からないものだから、そのままにしておいて、最後に全部調整してしまうということをやっていたのである。であ

るから、特に補正予算をやるとドカンと1~3月に公共投資が出てくるということがあった。それはさすがに遑って修正するという形になり、その分はなくなった。季調の癖もあるが今回のこの1~3月が高いというのはちょっと私もなぜだかよく分からない。一つ可能性があるのは、先程言った今回は年次の調整の暦年の入替えの問題が少しは関係しているかもしれないが、どの位あるのかはちょっと分からない。

早川調査統計局長

今回はいずれにしてもGDPのせいではなくて基礎統計の家計調査で7~9月、10~12月に、やけに所得の低い人が集まり、この1~3月にやけに所得の高い人が集まったと考えられる。であるから、それはGDPというよりは一つ手前の統計のせいである可能性が高い。

水野委員

基礎統計のせいである。

早川調査統計局長

然り。基礎統計のせいだと思う。

福井議長

踊り場脱却の判定など微妙な判断を要する時に、そのような統計上の問題が出てくるとややこしい。

早川調査統計局長

であるからまず第一に、やはり数字だけで判断できないため、やや強引に整理した。つまり、我々は基本的に今回の踊り場というのはやはりIT調整によってもたらされ、それから輸出とか生産とか設備投資が出てきたと考えている。そして一方でそれプラス α の例えば天候要因による個人消費とか設備投資とかがあって、そのリバウンドが数字に出たというふうに

考えれば、一応我々は一番目を中心にものを考えているという前提で言うと、やはりこの数字でもって評価はできないということである。もう少し設備投資なり輸出なりの数字を見たい。先月B I Sエコノミスト会議に行って日本はリセッションだという説があったのでこれは違うと反論した。元々、日本のGDP統計というのは相当ノイジーな統計であって、裏側に危ない統計があるので、相当よく見なければいけない。ひょっとすると1~3月は高く出ると言ってきたがやはりそういうことである。

福井議長

だが毎回色々な会議に出る度に、半分位はGDP統計が自ら語ってくれなければならないのに、そのGDP統計の裏側を全面的に説明しなければならないのは非常に困る。

早川調査統計局長

そうなのである。やはりどうしても皆はGDP統計で見るという傾向があるので、国際会議でこれは本当に困る。

岩田副総裁

ドイツのGDPも、去年は日数の調整でマイナスがひどくて、今度は4%以上で振れ過ぎている。

福井議長

そうだな、あれはそうである。

岩田副総裁

ドイツと全く同じになってしまう。

福井議長

ドイツと日本は似ている。

早川調査統計局長

先だってその会議に行って、日本の統計というのは——ちょっとテクニカルなのだが——シグナル・エキストラクションが必要であって、要するに振れの大きい統計に小さなウェイトを与え、安定的な統計にちょっと大きなウェイトを与えて組み直してみる位の感じでみないと危ないと説明した。例えば、家計調査のように暴れるものについては小さなウェイトでみるというふうにしないと、どうしても実勢を誤る。

岩田副総裁

であるから第4四半期と第1四半期の設備投資と消費は足して2で割ると実勢に近い。

早川調査統計局長

大体そういうイメージである。

岩田副総裁

大体、今度のGDPというのは2四半期の平均をとると+0.5%位になる。それが事前のマーケットの予想にほぼ近いのではないか。

福井議長

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お願いする。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

山口企画局長

お手許に本日お配りした計表、（参考計表・その2）があろうかと思う。それに即してご説明する。図表1、まず銀行貸出だが、4月の前年比は-0.5%であり、3月は-0.7%であったから3月、4月と前年比マイナス

幅の縮小傾向が少し加速している感じになっている。中身を見ると引き続き企業向け貸出のマイナス幅が縮小している。業態別に見ると、地銀についてはプラス幅が拡大し、地銀Ⅱではマイナス幅が縮小しており、都内店の大企業向け貸出に少し動きがあるといった感じである。それから(2)の民間部門の総資金調達だが、4月は前年比-1.8%であり、3月-2.0%の後なので、前年比減少幅については緩やかだが、はっきりと縮小してきているという姿である。内訳を見ると銀行・信金・外銀といったところの貸出の他、生命保険の貸出も寄与している状況である。民間部門の資金需要が全体として回復方向へ動いているのかどうかといった辺りが注目点である。次に図表2だが、今申し上げた民間銀行貸出について少し細かく見てみようということである。(1)のグラフは借入主体別の残高であり、折れ線グラフが銀行貸出全体の推移を辿ったものである。ご覧のように、前年比のマイナス幅の縮小ペースは、先程申し上げたようにこのところやや加速している感じが見てとれるかと思う。その中身ということになるが、下向きにずっと足を引っ張る形で推移してきた企業向けの貸出、これがこのところ減少幅を縮小させてきている。これが大きく寄与しているという姿である。その企業向けについて規模別、あるいは業種別に見てみたものが(2)の三つのグラフである。データとしては3月末までだが、まず<企業規模別>をご覧頂きたい。大企業については細かい実線で、少し振れが大きいという感じがあるが、この3月末に掛けては金融、保険がかなり減少している。他方で中堅中小企業については、はっきりとトレンドとしてマイナス幅の縮小が継続している。それから<業種別>をご覧頂ければ、点線が不動産だが、そうした不動産も含めて非製造業、それから細かい実線の製造業ともに減少幅が縮小している。こういったトレンドが一応見てとれようかと思う。それから<資金使途別>を見ると、これについては振れが大きいという感じがあるが、設備資金、運転資金ともに増加に向けた動きが継続している。ただ、先程申し上げたような貸出全体として縮小ペースが少し加速してきている感じというのは、この3月末までの今申し上げた三つのデータからは取り敢えず見て取れない。トレンドとしてそれ

ぞれ前年比が縮小する感じはあるが、それが加速感に繋がるところまでできているかというところ、そういう感じは取り敢えず見て取れない状況である。次は図表 3、いつもの資本市場調達関連のデータである。(1) の発行スプレッドだが、CP・社債いずれについても引き続き低水準である。GM、フォードの格下げの影響は取り敢えず限定的である。それから(2) 公募社債の発行額だが、前回の会合でも申し上げたが、4月については年度初恒例ということで、電力会社の社債発行が集中しており、それが寄与する形で月中 5,850 億円の発行となっている。次の図表 4 で、(3) CP・社債の発行残高だが、4月のCP・社債を合わせた発行残高の前年比は+1.2%である。このところ+1%前後での前年比増加率が続いているが、そういう中で相対的には年明け以降CPの伸びが目立つ感じである。事業再編絡みの繋ぎ資金がCPで調達されているという話は前に申し上げたが、そういったことを含めて運転資金調達のためのCP発行が少し目に付く。次に(4) エクイティだが、4月については転換社債は 1,500 億円強の発行額である。計数的には3月を上回ったが、実勢としては徐々にスローダウンしている感じである。これまで申し上げてきたところだが、海外市場での発行環境がジワジワと悪化してきており、この辺りが効いている。それから増資については、4月は1,000 億円ちょっとということである。今の段階では国内市場の計数のみであり、前月に比べ減少しているが、事業再編絡みを中心にして引き続き増資による資金調達は堅調な地合いが続いている。次に図表 5 だが、マネタリーベースである。4月は前年比+3.0%である。銀行券の発行残高をご覧頂ければ4月は+4.5%であり、これが効く形でマネタリーベースの前年比伸び率が少し高まっている。銀行券については同じ表の(参考)の欄、金融機関の保有現金の伸び率をご覧頂くと、4月は+14%位であり、金融機関の保有現金の伸びが高まっている状況である。これまで申し上げてきたように、地域金融機関等の手許現金積み上げの動きが3月末に掛けて見られた訳だが、それが4月に入っても取り崩されないまま推移しているということである。次の図表 6 では、マネーサプライのM1中の現金通貨の数字を載せている。これをご覧頂くと

3月は前年比+2.6%であるが4月は+3.2%であり、金融機関保有現金の伸びが高まっていると同時にM1ベースで見ても現金通貨の前年比が上昇している状況である。再び、図表5で(2)は銀行券の発行残高が直近までどのような推移を辿っているかということを示している。折れ線グラフでご覧のとおり、5月12日から18日までの7日間の移動平均前年比は+4.2%である。ゴールデンウィーク明け後の還流ペースが少し早い点を金融市場局長が指摘していたが、これまでのところの前年比としては比較的高めの推移を続けている。それから(3)に券種別の銀行券の発行残高を載せている。ご覧のように太い実線が1万円券、細い実線が千円券である。5千円券は参考までということである。直近に掛けては1万円券の前年比上昇が目につく。千円券については、個人消費の動きと割と密接に関連しているということがよく言われるが、最近の動きで言えば、千円券も比較的落ち着いた動きとなっている。銀行券全体についてみれば、ペイオフ解禁に関連しての動きが伸び率を高める方向に寄与しているとみておいて良いのではないか。次に図表6、マネーサプライだが、M2+CDは4月前年比+1.9%である。3月に比べると幾分低下したが、このところの2%程度の伸びが継続している。4月に掛けては個人向け国債がかなり売れたことから、この分が3月から4月の坂を形成しているという感じである。それからM1と準通貨との間でのシフトは、これまでのところ確認されていない。広義流動性については4月は+3.3%である。速報段階の計数で振れがかなりあるので細かな説明はしないが、これまで3%台後半から4%位で推移してきたのと比較すると、ちょっと低めになっている。(2)に決済用預金の残高の数字を載せている。4月末は42兆円である。5業態と信用金庫を合わせた数字だが、決済用預金が積み上がってきているという印象である。3月末が26兆円ちょっとであったから、4月末に掛けてもその積み上がりのペースはかなりのものであった。以上、ペイオフ全面解禁に絡んでの動きということで纏めて申し上げておくと、一つは銀行券の伸び率が上昇している。もう一つは、決済用預金へのシフトが、普通預金から定期預金への資金シフトはあまり見られない中で、発生している、と

ということである。最後に図表7だが、企業倒産である。4月はご覧のように倒産件数としては946件である。いよいよ三桁である。前年比で見ると23%ちょっとの減少であり、件数ベースでは1999年初以来の低水準である。1999年初というと特別保証制度の導入などの形で信用保証制度が充実されていった時期であり、そういった時期に相当するところまで倒産件数が減ってきている。さらに1999年を越えて遡っていくと1993年初め頃の水準まで遡るということであるから、倒産が如何に減ってきているかということである。また負債総額で見ると4月は4,000億円弱であり、前年対比では5割ちょっとのマイナスである。月次金額的には、クレジットランチ以前は4,000億円程度の負債総額の企業倒産は結構あったので、そう珍しくはないのだが、それにしても負債総額がここまで縮小してきたかといった印象の数字である。以上が計数の説明である。最後に多少注目すべき点について簡単に申し上げておきたい。冒頭申し上げたように、極く最近の動きとして、銀行貸出の前年比マイナス幅の圧縮ペースが少し加速されている感じが出ている。3月と4月のことなので、それだけでそういう感じになってきていると決め付ける訳にはいかないが、今後どんな感じで推移するか、この辺りは注目する必要がある。また、その裏返したが、民間部門の総資金調達のところでご説明したように、資金需要という観点から見ても、マイナス幅の圧縮ペースが多少ともはっきりとした形で現われてきているので、この辺がこれからどうなるのかも注目点である。さらにやや長い目でみてということになるが、ペイオフ解禁を睨んでリスクを回避しようという動きが銀行券、あるいは決済用預金の動きに現われてきている。特に決済用預金が40兆円位まで膨らんできており、ここにきてその増加ペースが多少スローダウンしているようではあるが、ゼロ金利環境が変化してきた時にこの辺りがどのような動きを示すのか、まだまだ先のこともかもしれないが、頭に置いておく必要があるという気がしている。私の方からは以上である。

福井議長

お尋ねがあればどうぞ。

須田委員

企業向けの貸出のマイナス幅が縮小しているが、それは都内の地銀が都内の大企業に対する貸出を増やしているからマイナスが減っているという話であった。もっとも、そもそも大手企業が資金を銀行借り入れで調達するということはあまり考えられないが、金利のダンピングの懸念というのではないのか。

山口企画局長

アネクドータルな情報も十分ないのではっきりしたことは言えない。ただ、起きている現象は地銀と地銀Ⅱの東京都内での支店の貸出が少し動いているということである。地銀・地銀Ⅱの東京都内店舗の取引先は概して大企業とみられているので、そこから類推すると大企業向け貸出に動きがあるのではないかということである。ただし、今おっしゃられたとおり、大企業について借入需要が膨らむ情勢かということ、ややネガティブに考えざるを得ないので、実際上は相当程度、金利面やその他での条件設定を優遇しながら貸出攻勢を掛けているということではないかと思っている。

中原委員

ノンリコースのプロジェクト関連貸出については大企業向けとして分類されているのではないか。

山口企画局長

業種別に調べてみると製造業、あるいはリースといったところが動いていて、取り敢えずのところ不動産業向けのノンリコース・ローンなどが動いているという感じはないようである。

中原委員

企業側から見て取引銀行数を増やすインセンティブはまずないし、地銀から大企業が資金調達をするというケースもあまり考えられないように思うのだが、どう考えているのか。

山口企画局長

ただ現実にはそれが起きている。シ・ローンなどに参加するということもより広範に行われているようなのだが、おっしゃられるような疑問は私自身にもある。従って、現実に出ている数字がブロックという可能性も勿論あるということだろう。

福間委員

決済性預金の保険料はどの位なのか、高いのか。

白川理事

決済用預金は若干高くて、0.1%強である。

福間委員

先程の数字を見ると物凄く伸びている。地銀が一斉に行っているのである、4月以降。

白川理事

その解釈なのだが…。

福間委員

こういうものが集まってきたから出てきたのか、あるいは営業方針の転換なのか。

山口企画局長

勿論、貸出との関係で言えば3月末に掛けてかなり努力した。そのことの効果が、4月の平残にもやはり現われているという面があるのだと思う。従って、5月に入ったところで数字を見てみないと分からないが、それが剥げ落ちるといった可能性がないとは言えない。ただ、決済用預金が随分積み上がり、その面から貸出増加圧力が掛かっているというような感じは取り敢えずみられない。

福間委員

貸金が伸びないことに対する危機感が、物凄く高まったのではないのか。つまり、バランスシートを見れば、預金ばかりになっている。このため、例えばシンジケート・ローンのリセールをやる場合に、通常は5bpを企業から取ったとしたら、そのうちの3bpをマネージャーが、2bpを地銀が取るといった形になる。ところが最近では地銀が企業に対して3bpで良い、いや2bpでも良いからと直接貸出をオファーするようになっており、シンジケート・ローンが非常にやりにくくなっているのである。それ位資金が余っている。要するに貸出競争が激しくなっているのである。本当に資金需要が伸びている訳ではなくてスプレッドのカット競争なのである。

白川理事

そういう意味で以前ご報告したことではあるが、銀行自身が収益の先食いを行う形でやっているのではないかと思われる。そういう現象が一番強く出ているのが今お話に出たような、例えばシンジケート・ローンであるとか、あるいは地銀の貸出や地域の金融機関の間に出ているのではないかという仮説を立ててみると、企業の方は単純になにがしか資金を調達する必要がある訳だが、そうであれば安いところから借りようとするのではないかと考えられる。その対象が地域の金融機関であったというのが素直な解釈かなという気がする。それから決済用預金だが、先程の山口企画局長の説明にもあったが、預金者から見てみると普通預金と決済用預金のどこ

が違うかという、金利はほとんど同じ——普通預金は0.001%、決済用預金はゼロ——ではあるが、一方は定額保護、他方は全額保護である。そういう意味ではいわば実質金利というかりスク調整後の実質金利を見ると決済用預金の方が遥かに有利である。そういう意味ではこれは金融システム不安があるということではなくて極めて冷徹なというか賢い金利裁定を行っているということかなという気がする。総量として増えているという訳ではない。

福間委員

なるほど。

山口企画局長

逆に言うと40兆円で止まっているのが不思議だとも言えなくはない。

福間委員

凄い金額だ。

中原委員

聞くところでは、同一銀行内での振替が多いらしいが、そういうことか。

山口企画局長

全額保護であるから、基本的には預金者側からすると取引している金融機関を変えるインセンティブはない訳である。

中原委員

先程おっしゃったように実質金利が高いということであれば、逆サイドでは銀行側の運用圧力はむしろ普通預金にある時よりも高まるということになるのか。

福間委員

そうであろう。

春委員

新聞で見たのだが、地銀と地銀Ⅱを合わせた貸出が6年振りで前年比プラスになったとあった。あれは正しいのか。

山口企画局長

私共の資料の関係で言うと、冒頭の図表1をご覧頂きたい。いつもご説明しているのは償却為替流動化要因調整後という数字であるが、6年振りに水面上に復したというのは調整前の数字である。

春委員

生の数字か。

山口企画局長

然り。であるから我々のベースでいくと確か2002年頃から既に地銀と地銀Ⅱを合わせたベースではプラスになっていたということである。

岩田副総裁

もう一点ちょっとずれるのだが、先程5千円札は関係ないとおっしゃったようなのだが、5千円札がやはり随分伸びているのだが、元々額が大したことないということか。

山口企画局長

振れが大きいということである。

岩田副総裁

ただ過去を見ると安定している。そんなに振れている訳でもない。

山口企画局長

一万円券は退蔵目的で保有されがちで、千円券は実際の取引需要に応じて使われるといった券種毎の用途についてのコントラストがよく言われるので、一応その点を念頭においてお話ししたということである。

福井議長

他に宜しいか。それでは今日の議事は終了する。明日は午前9時に再開である。なお、いつも申し上げているが、決定会合への信認確保の観点から厳正な機密管理をくれぐれも宜しくお願ひしたいと思う。何かブラックアウトにもかかわらず相当新聞記者がアタックを掛けにきている。ブラックアウトのルールを厳密に守って頂きたいと思う。宜しくお願ひする。以上で本日は散会する。

(16時27分中断、20日9時00分再開)

福井議長

宜しいか。それでは政策決定会合の第二日目を開催する。今日は金融情勢に関する討議、それから金融政策の運営に関する討議を経て、金融政策の運営について決定していききたいと思う。その他、金融経済月報の検討、国債現先オペ等に係る決済の委託可能化に関する案件がある。最後に議事要旨の承認がある。政府の方から財務省は上田副大臣にお越し頂いた。宜しくお願ひする。内閣府の方からは昨日に続いて浜野政策統括官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願ひする。いつも申し上げているが、会合の中でのご発言は全て記録をさせて頂く。それを前提にご発言頂ければと思う。それでは早速、金融経済情勢および当面の金融政策運営に関する討議に移りたいと思うが、まず議論の前提として事前に配っ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をお願ひしたいと思う。

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

それでは大きな横長の紙でご説明申し上げたいと思う。まず現状の判断であるが、本日は各論の部分から先にご覧頂きたいと思う。各論の中で明確に今回変えたのは、在庫、生産の部分で、「IT関連分野の在庫調整が進むもとで、生産は緩やかに増加している」、ここが変更点である。前月までの「横ばい」から「生産は緩やかに増加」に変更しているということである。1～3月の生産は、1.7%の増加であるから数字だけ見れば決して緩やかではないが、昨日早川調査統計局長からも説明したように割引いて見るべき部分もあるということで「緩やかに増加」ということにさせて頂いている。その他アンダーラインがある部分は、全て小さな修正であり、特に大きな意味の変更はない。例えば、企業の業況感は、先月は短観があったが今月はないので書いていないということだけである。企業収益については「改善基調」というよりは「高水準」と言う方がより適切な表現ではないかと考えて変更した。それから雇用者所得については、前月は「下げ止まりが明確になる」と書いていたが、「明確になる」という変化の表現を何か月も続けて使うのはどうかということで、今月は「はっきりと下げ止まる」という表現にしている。意味は特に変わっていない。従って、このパラグラフで変わったのは基本的には生産のところになる。それを踏まえて冒頭の総括判断をどうするかということだが、1～3月は生産のみならずGDPも相当増えていた訳である。ただし、GDPについては、昨年の後半に弱かった個人消費の反動増という側面が大きいと思われる。それから生産については、それに本来対応すべき輸出・設備投資等の最終需要の方が、まだ明確な増加が確認されていないということがある。恐らくその背景には、中国向けの輸出が弱いということもあるが、基本的にはIT関連の調整——勿論電子部品・デバイスの在庫調整はかなり進んでいるが——、もう少し広く見た場合の設備投資関連の調整とか、あるいは輸出に若干関連するがグローバルな調整といったものまで含めて考えると、まだ調整圧力は残っているということがあるように思う。それを踏まえて今月

の段階では前月まで見ていた、いわゆる景気の踊り場の背後にあるメカニズムに大きな変更はまだ生じていない、明確な変化はまだ確認されていないと判断して、基調判断は据え置きである。少なくともあと1か月位、輸出、資本財出荷、あるいは生産等を含めて様子を見て、様子次第で変えていくということでも遅くはないのではないかという判断である。「わが国の景気は、IT関連分野における調整の動きを伴いつつも、基調としては回復を続けている」という前月と同じ文章である。以上が現状及び総括判断であり、次に先行きである。先行きの総括文も前月と同じであって「景気は回復を続けていくとみられる」ということで変更はない。その下の「すなわち」以下の説明文については、アンダーラインを何箇所か引いてあるが、いずれも小幅の表現の変更ということである。「すなわち」から始まる文章をこのように変えたのは、前月までは生産が横這いという足許の状況を踏まえて書いていたが、今月は足許の段階で生産が緩やかに増加しているということであるので、それに続く先行きとしてこの方がより自然に読めるということによって表現の変更をした。ストーリー自体が変わっているということでは勿論ない。それから雇用過剰感のところであるが、前月は「雇用過剰感も払拭されていくもとで」とこれから払拭されていくというニュアンスが強い表現になっていたが、実際には足許のところはかなり雇用過剰感が払拭されてきていると思われるので、今月は「雇用過剰感が概ね払拭され、企業収益の好調も維持されるもとで、雇用者所得は緩やかに増加していく可能性が高い」と若干改めている。大きな意味の変更を込めている訳ではない。それから変わっているのは物価のところである。国内企業物価の現状と先行きについて足許の変化を折り込ませて頂いた。国内企業物価は、原油価格の上昇などを受けて足許は大幅に上昇している。ご承知のように、4月に前月比0.6%上昇して3か月前比では1.0%という昨年もなかったような大幅な上昇であるので、そのことを書いているということである。それから先行きになるが、「国内企業物価は、そのテンポを鈍化させつつも、当面、上昇を続ける可能性が高い」ということである。恐らく4月の分が残るので、5月の3か月前比はまだかなり高い数字が出て

くと思うが、足許既に国際商品市況は下落に転じているので、その先ま
で展望すれば上昇テンポは鈍ってくるという判断である。消費者物価につ
いては、現状先行きとも今月は変更はない。実体経済は以上である。

山岡企画局企画役

続いて金融面である。まず、企業金融環境、それからCP・社債の発行
環境、銀行の貸出姿勢、こちらは前月から変えていない。その次の民間の
資金需要であるが、こちらは今回少し変えさせて頂いている。前月は「回
復方向の動きに一服感がみられているものの」といった、昨年12月以来
の表現にしていたが、昨日の執行部説明のとおり民間の資金調達のマイナ
ス幅が2月-2.2%から3月-2.0%、4月は-1.8%とこのところまた縮
まっている。こうしたことを踏まえて、今月は「民間の資金需要は減少テ
ンポが幾分緩やかになってきている」とさせて頂いている。その次の民間
銀行貸出、こちらも2月-1.0%から3月-0.7%、4月-0.5%とマイナ
スが縮まっているが、こちらは引き続き「減少幅が緩やかに縮小しており」
と前月と同じ表現にしている。それからCP・社債の発行残高も前月と同
じである。次のマネタリー・ベースであるが、こちらは銀行券の増加など
を受けて4月は3.0%の伸びということであったので、ここでの表現はこ
れを素直に反映させている。その次のマネーサプライであるが、このとこ
ろずっと2%程度であり、4月も前年比+1.9%ということでは表現は前月同
様「前年比2%程度の伸びが続いている」としている。銀行券であるが、
こちらは4月の伸びが4.5%ということ、それから5月に入ってから
日々のラップも4%台が続いているので、ここでの表現も「伸び率は前年
比4%台となっている」とさせて頂いている。次は市況である。短期金融
市場の表現は変更ない。その次の為替・資本市場であるが、度々恐縮であ
るが若干変更をお願いしたい。今回の月報の記述は前回月報で出た前々回
の金融政策決定会合、これとの比較というのがベースになる訳だが、参考
までに申し上げると4月6日時点で長期金利は1.3%台の後半、日経平均
が11,800円台、円/ドル相場が108円台ということであった。株価はま

ずただ今申し上げた11,800円のところから前回の4月28日の会合時点では11,000円前後まで落ちて、それからもう少し落ちて昨日漸く11,000円前後まで戻ってきたが、前月の月報との比較では、やはり下落ということになるかと思う。それから円/ドル相場であるが、こちら4月初の108円台から4月28日までの段階では、105円台まで一旦落ちて、それが前月と同じところに戻ってきたという感じかと思う。こちらは原案のとおりで宜しいかと思うが、長期金利は、4月初の1.3%台の後半といった水準から4月28日に一旦1.23%まで落ちて、それが戻ってきつつあるのだが、この資料を持ち込んだ段階で1.3%台に戻していたのだが、その後また下がって昨日は1.26%ということで、前月の月報との対比という観点でははっきり0.1%下がったという感じになったので、こちらはちょっと低下したと書かざるを得ないかなと思う。そこで席上で恐縮であるが、若干こちらの修文をお願いしたいと思う。この最後の2行の「為替・資本市場では」というところであるが、この直ぐ後に「前月と比べ、」を持ってきて、その後に長期金利と株価を並べる形で、「前月と比べ、長期金利は低下し、株価は下落している」とさせて頂きたいと思う。その次に「この間、」として、「円の対ドル相場」の次の「および長期金利」を削除して「円の対ドル相場は前月と概ね同じ水準となっている」とさせて頂きたいと思う。もう一度通して読ませて頂く。「為替・資本市場では、前月と比べ、長期金利は低下し、株価は下落している。この間、円の対ドル相場は前月と概ね同じ水準となっている」。以上である。

福井議長

後々、全ての議論が終わった後で本件の内容及び文章について改めて検討させて頂きたいと思うが、取り敢えず、今の執行部の説明に対して何かご質問あればどうぞ。

水野委員

確認したい。国内企業物価の先行き見通しを少し変えたという理解で良

いか。

門間調査統計局参事役

要するに足許がグンと上がっていて、それが一時的であるという判断があるものであるから、先も当然そのように書かざるを得ないということである。例えば、年度の見通しが、前月の月報を書いた時に比べて弱いかというところということではない。単に足許の変化によってである。そもそも前月の月報というのは少し前月の決定会合が早かったので、2か月前の2月までのデータを基に記述されている。その間、3月と4月のデータが出て、特に4月が大きく変わってしまったので、それに合わせて現状を変えて、その現状から見た姿を書くものであるから表現が少し変わっているということである。

福井議長

それでは金融経済情勢についての討議に移りたいと思う。お一方5分ずつ位ということでご発言をお願いしたいと思う。今日は須田委員、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、中原委員の順でお願いする。その後で自由討議をしたいと思う。それでは須田委員からお願いする。

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

須田委員

本日の発言時間は各パート5分以内とあるが、トップバッターということもあるので、5分程度ということでご了解頂いて、程度で読める範囲以内で発言を収めたいと思う。

まず、先日公表された1～3月期のGDP一次速報値を見ると、前期比年率で+5.3%と高い伸びとなった。個人消費については、昨年後半の反動や家計調査のサンプル要因もあって計数面ではでき過ぎの感があるが、

4月入り後も消費者コンフィデンスは高水準で推移しているし、自動車販売や都内百貨店売上高も好調である。この状況が持続するためには、所得環境が好転する必要があるが、この間、常用雇用労働者数の増加が続いている中、パート比率の上昇は頭打ちとなっているうえ、夏のボーナスは前年を上回るとの予想が散見されることを勘案すれば、所得環境の好転に期待が持てる。ただし、消費の持続性まで目を向けると、その確認のためにはもう暫く様子を見たいというところである。また、設備投資の増加は他の諸指標から見てサプライズであったが、私共の展望と整合的な動きであることは確かである。足許、建築着工床面積は引き続き増加しているほか、機械受注を見ると強含み横這い圏内の動きであり、受注残高が増加していることから今後、資本財出荷の増加に結び付いていくのではないかと期待できる。ただ、足許の除く輸送機械ベースの資本財出荷は横這い圏内の動きであり、投資の強さの程度を確認するためには、6月初に公表される法人季報等を待ちたいと思う。さらに足許の在庫の増加については、自動車の船待ち在庫や化学の定期修理前の造り込み等一時的な要因が寄与しているとのことであるが、こうした在庫が輸出や出荷に結び付くかどうかといったことも見極めたいと思う。

そこで輸出にとって重要な海外経済の動向に目を向けると、まず、米国については、昨日の説明にあったように、潜在成長率程度の成長率に向けて、景気はバランスよく着実に拡大している。ただ、製造業の拡大テンポは鈍化しており、先日公表された5月のニューヨーク州製造業業況指数はマイナスに転じ、2か月連続して2年振りの低水準となった。特に新規受注指数のマイナス幅が大幅に拡大している。昨日発表の5月フィラデルフィア連銀製造業景況指数も大きく低下した。さらに消費者のコンフィデンスが低下を続けている。また、GM、フォードショック等から投資家のリスクテイク姿勢が後退し、最近のファンドマネージャー調査によると、アセットアロケーションにおける現金のオーバーウェイトが大きく上昇している。しかも、同調査によると、投資家の世界経済の見方がここにきて大きく悪化しており、マーケットの世界景気、ないしはそのリーダーで

ある米国景気に対する見方が慎重になっていることが窺える。勿論、最近のマーケットにおける極端な悲観論に与するつもりはないが、リスクの重心が多少ダウンサイドにシフトしている面は否めない。原油高に伴うインフレ率の上昇を受けた、さらなる利上げが景気拡大に水をさすリスクもある。元々「双子の赤字」や「家計部門の債務の積み上がり」など構造問題もあって、抵抗力は弱まっているように思う。私としては、今後、実体経済と市場の慎重な見方のギャップがどちらの歩み寄りで解消されていくのか注目していきたいと思う。

一方、中国であるが、足許、内外需とも力強い拡大が続いているとのことである。ただ、足許、実行ベースの直接投資流入額が大幅に減少しているほか、輸出に比べ輸入の伸び率が低下していることが気になる。輸入の伸びの低下は、直接投資の影響に加えて、過熱抑制策や携帯電話や自動車の在庫調整の影響とのことであるが、信頼できる統計がなく、在庫の状況が分からないだけに心配である。勿論、高い成長率を実現できているので、いずれ在庫調整を終え、我が国からの輸出も増えると思われるが、それがいつになるか様子を見たいと思っている。なお直接投資については、今後中国リスクの再認識や人民元の先行きの不透明感が制約要因になる可能性があると思っている。また、内外金融市場では、先程指摘したGM、フォードショックでクレジット・スプレッドが低格付けものを中心に拡大している。他方、イールド・カーブやインプライド・ボラティリティ、スワップ・スプレッドなどへの波及は今のところ見られないが、ヘッジファンドの損失拡大の噂も囁かれるなど、その波及効果について先行き不透明感がある。また、人民元の動向も懸念材料である。このような状況下、マーケットは個々の指標、発言、金融政策を巡る思惑等によって大きく振れる可能性があって、少々不安定な地合いにあるので、マーケットの動きを注意深く見ていく必要があると思っている。

さて、今まで申し上げたことを踏まえ、金融経済月報「基本的見解」について一点だけ申し上げる。生産の上方修正を受け、総括判断も上方修正すべきとの考え方もあると思う。もっとも、ITの在庫調整が終わってい

ないこと、それから生産増に見合う設備投資や輸出の増加が多く、経済指標で確認できていないこと、などから今回は修正を見送り、確認できたところで上方修正を行うということで良いのではないかと考えている。

最後に物価についてだが、上昇を続けている国内企業物価指数と小幅なマイナスが続く消費者物価指数を取り巻く環境を比較すると、良好な企業収益に対して漸く下げ止まった雇用者所得、需要の締まっている中間段階に対して競争激化の小売業界といった対照的な状況にあり、なかなか消費者段階で価格転嫁の素地が整わないのは事実である。先に公表された4月の東京都のCPIでもトレンドに大きな変化はなかったため、全国でも4月を境にトレンドが変わることはないと考えている。ただ、石油製品価格が上昇しているほか、食料工業製品のマイナス幅が着実に縮小しているなど、マイナス幅は縮む方向にあると考えている。消費動向調査によると、デフレ期待も次第に弱まりつつある。想定よりも強い成長率の可能性もある。いずれにしても物価が下げ止まるのはいつか注意深く観察していきたいと思う。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

まず、GDPについては、1～3月期の年率+5.3%という数字であった。達観すれば、この数字は個人消費と在庫が牽引役になって達成されたことから、1～3月期の生産やGDPは実勢よりも高く出ているのではないかと思う。また、設備投資と輸出に力強さが見えるまで景気は踊り場を脱却したと判断しがたいという早川調査統計局長のコメントに同感である。次に展望レポートに対するマーケットの反応に触れると、見通し計数はいずれも概ねサプライズではないが、敢えて言えば、実質GDPの2005年度はやや楽観的である一方、2006年度はやや慎重過ぎではないかということであった。また、物価については、2006年8月の基準年次改定によっ

て下方修正される可能性が高いのではないかと指摘される一方、我々は+0.3%という大勢見通しを出した訳である。これに対して、実際には0.0%あるいは+0.1%程度ではないかというような声が聞かれた。マーケットでほとんど反応がなかったのは、マーケット参加者は、量的緩和の枠組みを見直す時期はまだはっきり見えないと判断をしているということだと思う。ただし、金融政策運営パートの「金利を通じてより強い緩和効果を発揮していくと考えられる」という部分に注目する方がいて、当預残高目標引き下げの議論が日本銀行の中で進んでいることが改めて確認できたという声が聞かれた。2005年度と2006年度の2年間に亘って大勢見通しを公表することについては、金融政策の透明性強化という執行部の意図が債券市場に浸透するにはもう少し時間を要するのではないかという感触である。マーケットには展望レポートの内容を踏まえて、今後数か月の経済指標や金融政策運営を見ながら徐々に日銀のメッセージを読み取ってもらえば良いのかなと私は考えている。

物価については、石油、素材価格の上昇と雇用者所得の明確な下げ止まりを受けて、コアCPIのインフレ率は早ければ今年10月、遅くても来年1月には、小幅ながらプラスに転じる可能性が高いと試みてみる。そういう意味では前回も申し上げたが、消費者物価の見通しは若干楽観的に考えている。

次にアメリカについて昨今出てきた統計等を見て景気悲観論が若干後退しているが、アメリカにおいていわゆるソフトパッチ論は非常に根強い。特にイーランド・カーブのフラットニング化にポジションを懸けているヘッジ・ファンド筋に言わせれば、Fedの利上げを受けて、来年以降のアメリカの景気に対する市場の見方はより弱体化する予想である。市場では、このポジションを積み上げているというような動きが見える。冷静に見ていくと、アメリカにおける家計の可処分所得は、所得減税の一巡、利払い費の増加、モーゲージのリファイナンス効果の一巡、原油高等によって、伸び率が鈍化するはずであり、これまで消費者マインドの押し上げに寄与してきた住宅価格や株価の上昇といった資産効果も期待できなくなって

くる。そういう意味では、昨年アメリカ経済は原油価格の上昇によって一時的にソフトパッチに陥った訳であるが、仮に今年もソフトパッチに突入した場合には、その深刻さと持続性の両面について昨年よりも警戒が必要と思われる。私は米国経済については今年は底堅いとみているが、来年は若干慎重にみておいた方が良いのかなと思う。

株価については、アメリカの株価の先行き見通しはそれ程楽観的ではないという見方が日本の株式市場にも影響していると思う。FRBは、今回は、いわゆる景気回復局面から2年以上経って金融引締めに入っている。そのため、アーニングのモメンタムが落ちてくる時期でも、まだ利上げがなされている可能性があるとして、株式相場もなかなか強気になれないということだと思う。そのような株価の見通しを踏まえれば、先程申し上げた世界的な長期金利の低下傾向が、来年の景気減速または失速リスクを示唆している可能性もあるため、現在のアメリカを中心とする金利低下については、あながち軽視しない方が良いのではないかと私は考えている。以上である。

福井議長

春委員から願います。

春委員

それでは申し上げます。前回会合以降の動きとしては、中国については懸念されていた反日デモは政府の統制により取り敢えず鎮静化しているが、1~3月から見られていた輸入の減速が4月も続いたことが懸念材料として認識されている。原油価格については、不安定な動きながら4月月初以降、総じて見れば低下傾向にあり、このところWTI先物も期近では47ドル前後と高水準ながら落ち着いた状況になっている。また、米国ではGMやフォードなどの格下げや1~3月の実質GDPから減速が懸念されていたが、4月の雇用統計や小売売上高の堅調から景気が大きく落ち込む懸念は薄らいでいるように思う。1~3月の企業収益も減速しているとはい

え堅調であるし、5月のブルーチップのコンセンサス予想も4月の予測値を若干下方修正したが3%台半ば近くの水準を維持している。

国内では1~3月GDPが公表され、市場予想を大きく上回って内需主導による4四半期振りの明確なプラス成長となった。その結果、2004年度についても2003年度並みの成長となった。1~3月期に高い伸びを示した個人消費について、台風や暖冬の影響を受けた前期の反動増があり、また在庫についても、自動車の船待ち在庫など特殊要因を割引いてみなければならぬとしても、1~3月のIIP確報でも生産は明確なプラスとなっており、緩やかな回復基調にあることが確認されたと考えて良いと思う。

また、設備投資の先行指標である建設着工床面積や機械受注も1~3月は総じて増勢を維持しており、個人消費関連では4月の新車登録や都内百貨店売上げも好調で、2005年度についても緩やかな回復の継続を示す指標が見られていると思う。最近の4月下旬実施の景気ウォッチャー調査も、現状判断の家計関連では春、夏物の動きの見られた小売と住宅、企業関連では非製造業の改善により、4か月連続で上昇して、横這いを示す50に近付いた。また、先行き判断も、家計関連では住宅、企業関連では建設業、不動産業などの非製造業の改善により、7か月振りに50を上回った。以上を総括して、若干減速しても、潜在成長率並みの拡大を続ける海外経済を前提とすれば、順調な企業業績の改善のもとで堅調な設備投資や、雇用・所得環境の改善による個人消費の回復など、景気は展望レポートの見通しに沿って踊り場脱出に向けて力を蓄えつつある状況と考える。判断としては、前月判断の維持または若干の上方修正でも良いと思う。

その中で不透明要素としては、IT関連需要や原油価格の動向と合わせて、米国のインフレ懸念や中国における過熱抑制策の影響、特に輸入の動向がある。また米国の為替政策半期報公表後の人民元切上げ観測に伴う円高懸念や、ヘッジファンド不安がある中で、予想を上回る1~3月GDPにもかかわらず、発表当日に最安値を更新した不安定な国内株価もあり、回復基調を確認した一方で景気が下方に振れるリスクも弱まっていないように思われる。

一点だけコメントさせて頂きたい。現在、発表のピークを迎えている企業決算については、今朝の日経新聞の集計によれば 2004 年度の連結経常利益は全産業、前年比 25%増と 2 年連続大幅の増益で過去最高となる。2005 年度についてはさらなる増益であるが、非製造業の減益によって全産業では 1.5%の増益と慎重な見通しとなっている。内閣府から公表された 16 年度の企業行動アンケートを見ると、今後 3 年間の設備投資平均伸び率は全産業で+4.7%と強気になっている。今後 3 年間の雇用者数平均増減率も製造業、非製造業、全産業、揃ってプラスに転じる見通しとなっている。また、これも日経新聞の中間集計によれば、主要産業の夏のボーナスは 3 年連続の増加。また決算発表済み企業のうち 53%が増復配を表明している。いずれも上場企業だけを対象にした調査であるが、好業績を背景に企業の経営姿勢は慎重さの中にも次第に積極化していて、その中で企業収益から家計への波及メカニズムが働きつつあることを示していると思う。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

1~3 月の実質 GDP は+5.3%と市場予想を上回る高い伸びとなった。こうした指標を踏まえ、今回の情勢判断のポイントは景気が踊り場を脱却しつつあるかどうかということかと思う。結論から申し上げれば、景気は踊り場脱却に向けて着実に歩みを進めているが、なお脱却したとは言えないという判断になるかと思う。

まず、海外経済であるが、米国や中国を中心に拡大が続いている。米国については、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る中で、3 月のコア消費者物価が前月比+0.4%と伸びを高めた。また、一部企業の業績悪化懸念などから、企業の信用力に対する投資家の見方が慎重化し、株価が軟調な動きとなっている。もっとも、4 月の経済

指標が全般的に堅調であり、引き続き家計支出と設備投資は増加、雇用も着実に改善していると評価して良いと思う。中国では、輸入の伸び鈍化等一部の指標に政策当局による過熱抑制策の効果を窺わせるような動きもあるが、内外需とも力強い拡大が続いている。固定資産投資が高めの伸びを続けているほか、個人消費や輸出も増勢を持続している。こうしたもとで、我が国の輸出は、NIEs向け中心にIT関連財の持ち直しが確認されたが、春節明けの中国向け輸出のリバウンドが小幅であったために、1～3月全体としては低い伸びに止まっている。中国が力強い拡大を続けている中で、同国向け輸出が伸び悩んでいるということは、基本的には一時的な動きと考えられるが、その背景が必ずしも明らかではないため、当面注意深く見ていく必要があるかと思う。

生産は1～3月を均すと高めの伸びとなった。IT関連分野の調整については、電子部品・デバイスの出荷の一段の落ち込みが回避されている中で、これらの在庫の前年比は着実に低下してきており、調整が順調に進捗していることを窺わせる。ただし、1～3月の高い伸びには振れの大きい船舶が増加したことが大きく影響しており、その反動が4～6月から7～9月に掛けて出てくる可能性がある。こうしたことを踏まえると、4～6月以降の生産増加は緩やかなものに止まる可能性が高いと考える。

個人消費はこのところ底堅く推移している。1～3月の指標は10～12月に落ち込んでいた反動もあって、家計調査のほか、百貨店売上高や旅行取扱額など、強めの動きとなったものが多い。先程触れた生産の数字についても細かく見ていくと、生産財や資本財が今一つ冴えないのに対して、耐久消費財や非耐久消費財は底堅い動きとなっている。雇用・所得環境は、雇用面の改善傾向が続いている。毎勤統計で見ると、このところ一般労働者の前年比が本年入り後プラスに転じている一方、パート労働者の前年比プラス幅は縮小しており、パート比率の上昇に歯止めが掛かっている。こうしたもとで、雇用者所得ははっきりと下げ止まってきている。先行きについても雇用の非正規化の流れが鈍化する状況の中で、雇用者所得は緩やかに増加していく可能性が高いとみられる。このような雇用・所得環境の

もとで、個人消費は先行き緩やかに回復していくと予想できる。

このように見ていくと、これまでのところ企業周りの経済指標よりも家計周りの指標において良い数字が多いように感じられる。勿論、現時点では景気回復の動きが個人消費を中心としたものへと変化してきたとみるのは早計かもしれない。引き続きIT関連分野の調整が進捗するにつれて、遠からず輸出や資本財出荷が明確に回復して、景気全体としても回復の動きが明確になっていくという展開を想定して良いかと思う。ただし、現状は輸出や資本財出荷の動意は確認できていないために、踊り場にあるとの評価を変えるまでには至っていないということになるのではないかと思う。

次に国内企業物価であるが、原油価格の上昇などを受けて足許は大幅に上昇している。企業向けサービス価格の下落幅は、このところ横這いとなっているが、基調としては緩やかな縮小傾向にある。これらの指標の年度入り後の動きについては注目していきたいと思う。消費者物価であるが、前年比は規制緩和等による電気・電話料金引き下げの影響もあって、引き続き小幅のマイナスで推移している。当面はこうした特殊要因の寄与が続くために、消費者物価指数の前年比は小幅のマイナスで推移すると見込まれる。もっとも特殊要因を除いたベースで見ると、前年比のマイナス幅は縮小傾向にあって、基調的な物価の動きを丁寧に見ていく必要があると考えている。

最後に、金融資本市場の動向であるが、展望レポート公表後の市場を見ると、総じて落ち着いた動きであった。これは基本的には我々の経済物価見通しやそれに基づく今後の金融政策運営についての考え方に対して、市場がそれ程違和感を持たなかった現われというふうに見ることができると思う。一方で、現実には景気の先行きについて、市場の気迷い感がなお強いということが影響している面もあるように思う。この点、今後景気回復が進んでいく過程で市場がどのように反応するかについては、注意深く見ていく必要があるかと思う。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

それでは四点程申し上げたいと思う。一点目は在庫の状況である。在庫の状況については、早川調査統計局長からかなり詳しい説明があったが、全体としては悪性なものではない、つまり深刻な生産調整を伴うものではないであろうという全体的な判断は私も共有する。しかし、深刻ではないと言ってもどの位の期間続くのか、それから、日本から見ると例えばアメリカの在庫が溜まっていることは輸出を抑制する要因になるので、これも悪性ではないので気にしなくて良いかという問題を残している。つまり、最終需要がこの先もっと伸びていけばそれは全く問題ない訳であるが、最終需要の方が弱くなっていけばやはり調整局面に入ってしまうという問題を抱えていると思う。在庫の問題はアメリカ、日本、中国と三つの地域が抱えている。アメリカの在庫の状況は私の見るところ 1994～1995 年とよく似ていると思う。主として素材、自動車、それから輸入関連が多いというので、アメリカの生産面への影響は限定的である。しかし 1995～1996 年の時のような、いわば軽微な調整ということが、アメリカでも考えられると思う。アメリカの鉱工業生産が 4 月弱かったのはそうした影響もあり得ると思っている。日本やアジアのアメリカ向け輸出というのは、軽微であるとしてもこの在庫調整による影響を受ける可能性があると思う。中国については、私は三つ程仮説があると思っている。一つは、貿易黒字が溜まり過ぎるので政府がある時期急いで輸入を増やし、それが溜まっている可能性がある。それからもう一つは、国内生産者のサプライチェーンというか、ネットワークがかなり良くなってきたので、国内で国内財を上手く調達できるようになったということを描する向きもある。それから IT 関係で言うと台湾企業があれ程投資をしているので、その業種での生産能力というのはかなり改善してきているのではないか。特に、エレクトロニクスの輸入減速というのが著しくて、今は中国もゼロ近傍である。こうい

うことを考えると、そうしたことが影響しているかもしれない。これは実は軍事的にも大きな意味合いを持っていると私は思うが、その問題があると思う。場合によっては中国の在庫増というのは、一部では、鉄鋼、自動車、一般機械などの業種で第4四半期まで続くのではないかという見方もある。一時的と言っても長いかもしれないという説もあって、これはやや日本の輸出にとっては少し問題がある。逆に中国の輸出は物凄く伸びている。日本にも一時期あったが、国内で在庫が溜まると輸出ドライブが掛かるという可能性はあって、中国の企業の輸出ドライブが在庫の蓄積によって起こっている可能性もあると思っている。以上が在庫である。

二番目にGDPの数字が出て非常に高い伸びだったが、マーケットの反応はあまり芳しくなく、むしろ株価が下がってしまったということについてどう考えるかということである。私は幾つか要因があると思っている。一つの要因は、やはり中身をよく見ると前期の反動という点がある。前期落ち込んだ個人消費、設備投資については、ある程度は反動増の側面があって、設備投資と個人消費については、前期のマイナス分と今期のプラス分を足して2で割って、さらに、在庫は0.4%寄与しているが、それも除いてしまうと0.4%という数字になる。私は事前に0.5%と読んでいたが、均してみればそういう姿に近いのではないかとと思っている。むしろマーケットの方はそれ以上に先食いのリスクを心配したのではないかと思う。今期が出来過ぎたので第2四半期はむしろまた去年の繰り返しみたいにゼロになってしまうのではないかと、そちらをむしろ気にしたのではないかと思う。もう一つは収益であるが、2006年3月期の収益は、事前の見通しでは+8%と言っていたが、現在では日経では+1.5%、非製造業を見ると――特にこれはNTTが効いているのだと聞いているが――4.8%になっている。新光総合研究所の調査だと+0.1%と、ほぼゼロである。前回は申し上げたと思うが、経常利益ベースで減益の可能性もある。そうしたこともマーケットはある程度読んでいるのではないかとと思っている。三番目の理由としては、先行指標がこのところ良くなって、アメリカ、日本、ヨーロッパ全部、前年比あるいは6か月前比でほとんど

ゼロの方に収束してきている。このように先行きについてあまり楽観できないという感じがどこかに漂っている。それから外国人投資家のリスクテイク能力が、GM等の影響から低下していると思うし、雇用創出法によってリパトリをしている影響もあると思う。特にバミューダ等のタックス・ヘイブンを通じてアメリカに資本が相当流入しているが、その中身は——勿論、中央銀行や多国籍企業もあると思うが——、国内の投資家である可能性もある。ヘッジファンドなどの資金が戻っているという可能性もあると思っている。それから中小企業株というのはこの間、割合堅調であったが、これもどうやらピークアウトしつつある。その背景としては、中小企業の景況感指数がちょっとこのところ下向きになっていることもあるだろう。以上のような結果、恐らくマーケットの反応は芳しくなかったかというふうに思っている。もう一点GDPについて言うと、個人消費デフレータが-0.5%であるが、一番悪い時は-1.4%だったので、それと比べると改善していると言える。しかし、私は何遍も言っているが、真の生計費指数というのは本当はなかなか分からないのである。消費者物価が-0.1%だから大丈夫というふうにあまり考えない方が良いと思っている。やはり幅広い指数を見て、真の生計費指数で考えたらどの辺にいるのかということは常に考えておくべきである。私は実力は個人消費デフレータに近いのではないかと思う。-0.5%位のところにいると考える物事を判断した方が良いと思う。これは消費者物価指数の方も、改定があったら恐らく下がるだろうということをマーケットも予想しており、それがどの位下がるか全く分からないが、その辺のことも合わせてよく考えておく必要があると思っている。

それから三番目に先行指標に関連して、これはちょうど去年の夏から秋に掛けても随分ファッションナブルな議論があって、私はあの時点で恐らく景気後退はないと判断していたが、今も実は同じ問題が起こっている。生産は1月には突出して強くて、その後ダラダラしている。4月が勿論どの位上がるかということにも関係するが、例えば三菱証券のBCIインデックスというので景気後退確率を見ると今の時点で85%となっている。夏

から秋の時点では、一番悪い時は 33%であった。造船が増えたとか増えないとか、そういうサイド情報は何も考えないで機械的に計算だけすると、実は後退確率がそういう数字になっている。内閣府のヒストリカルDIも 11.1%ということで 5 割を切っていて、1~3 月がもしかしてピークかもしれない。確率的にはそういう問題を孕んでいると思う。一致CIはまだプラスだが、先行CIは3月マイナスで、前年比で見ても 3.1%低下、前月比では 1%低下ということになっていて、仮に一致系列が先行CIを追い掛けていくという形だと、これはどうもあまり明るくないという話になるかと思う。そういうリスクもあって、今の景気の局面というのは非常に微妙なバランスの上に立っている。つまり生産の方を見ると良さそうだ、GDPも良さそうだ、しかし出荷の方を見るとやはり心もとないということだと思う。今、武藤副総裁の方からもあったが、資本財、建設財を見ても出荷で見るとどうも今一つはっきりしていない。さらにもう一点言うと、我々の展望レポートでは 2005 年度 +1.3% と予測したが、既に下駄を +1%履いてしまったので、予測が正しいとすれば、この先の風速はゼロでずっと続くというインプリケーションがあるということも考えておいたほうが良い。これで終わりにする。

福井議長

福間委員からお願いします。

福間委員

海外経済は、景気拡大が続いている状況に変わりはない。このうち米国については、前回会合で「3%台前半の潜在成長率程度の成長軌道に移行しつつある」と予想したが、その後発表された 1~3 月期の実質成長率はその予想に近いものであった。私はオン・ザ・ライト・トラック、持続的成長に戻っていると思っている。当面のリスク要因として挙げた中国経済の動向であるが、電力不足や労働争議、さらには賃金上昇が続く中、4月の対中直接投資の実行額が——主として、台湾、韓国からの直接投資であ

る——前年比マイナスに転じている。今後は、景気過熱抑制策の効果に加え、反日デモの影響もなにかあって直接投資がペースダウンしていくものと思われることから、中国経済が減速する可能性も出ている。ただ、減速と言っても実態的には景気の過熱が抑えられる程度である。

我が国の経済は、IT関連分野の在庫調整に目途が立ちつつあるほか、一連の決算発表に示されるように、企業収益が今後とも増益基調を維持する見通しにあるなど景気回復のメカニズムもしっかりしてきている。このため、業種間・地域間格差は残存するものの、全体的に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考えている。企業収益については先程もあったが、空運・海運や、通信、電力・ガス等で、原油・素材高あるいは規制緩和に伴う料金引き下げ等の特殊要因から減益を予想する企業が散見される。しかし、全体としては合理化努力の継続や国際競争力の高さに加え、一部には価格転嫁の動きもあって今期も増益率は鈍化するものの過去最高の水準を維持する見通しである。先日のGDP統計は、内需主導の景気回復が確認できる結果となった訳であるが、昨年1～3月期に、輸出や公的需要の高い伸びに支えられて同じく年率5%の成長を記録した時とは対照的である。この外需主導から内需主導への変化の背景には、日本企業のビジネスモデルの変革が規制改革も手伝ってさらに進展し、それに伴い収益力も一段と強化されたことが背景にあると思う。需要項目別に見ると、GDP統計の設備投資の伸びが3月短観に比べて幾分低いように感じられた。ただ、裾野の広い重厚長大産業で能力一杯の生産が続いていることや、金融機関のコンピュータ投資が活発であること、さらには、団塊世代の大量退職に伴う人手不足の深刻化を見込んだ企業の合理化投資に対するニーズも根強いことから、設備投資は堅調に推移していくと予想している。個人消費については、年率4.7%の伸びは皆さんも既に言われたように反動増であるので割り引く必要はあるが、夏のボーナスの増加が期待されるなど、堅調な企業収益のもとで今後も雇用・所得の改善が続くものと見込まれることから、個人消費はサービス支出を中心に底堅さを増していくものと予想される。純輸出は、企業の内需優先のスタンスや、

原油高等を反映した輸入の増加からマイナス寄与となった。企業は、キーデバイス等の高付加価値製品については生産技術のブラックボックス化を図るため国内において生産設備の増強を図っている。もっとも、その他の分野では、貿易摩擦や為替リスクを回避するため、輸出増加に期待して国内の生産設備を増強するケースは少なくなりつつあり、代わって、現地での生産・販売に切り替えている。このため、マクロ的には輸出よりも内需のウェイトが高まっていくと見込まれる。この間、在庫の増加については後ろ向きに捉える論調が見られるが、サプライチェーンマネジメントによる受注生産を基本とする企業が増えており、見込み生産で在庫が積み上がるケースは少なくなっている。実際、在庫増加の背景には船待ちや定修前の——これは化学品であるが——在庫積み上げ等が指摘されていることを踏まえると、現在が在庫の積み上がり局面にあるとは判断できない。なお、執行部の提出した「基本的見解」の現状評価では、前月同様、「回復」の前に「基調としては」という言葉が付けられているが、GDP統計で内需主導の景気回復が確認されたことを踏まえると、「基調としては」という表現は実態にややフィットしないのではないかとということで「基調としては」は取った方がよいのではないかと思う。

物価面は、原油、鉄鋼、化学等の商品・素材価格や、海上輸送の運賃に上昇一服感が見られる。特に海上輸送の運賃は、ドライ・カーゴの相場が昨年のピークに比べて約4割落ちているし——これはご承知のように昨年は一昨年と比べると4倍上がった訳であり、この程度はということもあるが——、タンカーでは7割とそれぞれ大幅に下落している。このうち最近の商品相場の下落については、海外のヘッジファンドが、中国経済に対する不透明感や、後で述べるようなGM、フォード問題に起因する換金売り（ドル買い）の必要から、従前の商品ロング・ドルショートポジションを手仕舞ったことも背景にある。彼等は中国について、折からの景気過熱抑制策に人民元切上げが加われば、経済が混乱し、中国の内需が減少することを警戒している。一方で、国内の海上運賃については、鉄などでは今や輸出よりも内需優先ということで製品を国内に振り向けている。その

結果、国内に船がないということになる。昨日も夕刊に出ていたが、国内の海上運賃は14年振りに7%の値上げがあるということだが、この程度では終わらない。絶対数が非常に不足しているから。以上のような背景から海外の運賃が落ちる一方、国内の内航船はこのところ上昇幅が非常に大きくなっている。こうした状況下、我が国の国内企業物価については、強地合いは続くものの、足許の上昇率は先程申し上げたように、そのような理由から加速するリスクは後退していると思われる。また、そうしたもとではコア消費者物価は小幅のマイナスを続けると予想される。

最後に市場動向であるが、株価が4月上旬以降、世界的にこれは日本だけではなく世界的に値動きが荒い展開となり、ご承知のようにウォールストリートも三日間で300ポイント上がったたり、あるいは日本もそうであるが、そういう具合に非常に値動きが荒い展開となっている。その契機となったのは海外のヘッジファンドによる日本株をはじめとする各国の株売りとみられている。その背景には、GM、フォード等の格下げで保有債券や関連するデリバティブに多額の損失が発生し、流動性の高い株や商品を換金売りする必要があったためと思う。ややブラックマンデーの時に似たような、規模は小型であるが、流動性確保を図った。ただ、足許においては、日本を含め各国の金融資本市場は、GM社が種々の対応策を講じ始めたこともあり、取り敢えずGM、フォード問題を織り込んできた感がある。今はGMの株も5%位上がっているが、色々な対策をまた出し始めたので、マイナス材料はやや織り込んだかなという感じである。また、日本の株式市場については、ヘッジファンド等の外国人投資家に代わって、個人や投信等の国内の投資家がコンスタントに買いを入れていることや、企業収益が堅調を維持していることから、短期間に大量の換金売りが出た割に相場はしっかりしている。以上である。

福井議長

西村委員からお願いします。

西村委員

金融経済情勢の現状判断については、今まで皆さんが重要な点は既に述べられているので、私は二点程、先程も議論のあった1次QEと絡めた景気の今後の展開の問題と、それからまだそういう問題が出ていないが不動産市場の問題、特に4月の状況について、の二点を付け加えたいと思う。

既に色々な議論があったが、1次QEは予想を超える実質成長率であったことは事実で、かつ持続性を疑問視する向きも多いことも事実である。しかし、その変化を仔細に見ていくと、以前とは異なる様相が現われてきているようにも見える。これは今後の新しいデータを見てからの判断による、というただし書きを付けなければいけないが、年央に掛けての成長の持続性を示唆する動きがあるということに注意したいと思う。その中心は自動車である。これは乗用車とトラックの両方が入る。自動車の内需を見ると、1~3月は輸出用の自動車生産は非常に好調であった。これが在庫の積み増しに絡んでくるのだが、前年同月比で見た場合、季節調整済登録台数で見た内需は、必ずしも良くなく、マイナスであった。ところが4月にはご案内のように近来になく季節調整済登録台数は大きく上昇している。これは新車効果が数社に亘ってかつ2~3月の積み残し効果を含めて出てきたと思われる。トヨタのヴィッツである。この効果がかなり大きい。それから日産が大きな新車効果を出してきた。これがかなり大きな需要創出になっているということが現場で言われているようである。さらには随分悪かったトラックであるが、ディーゼル規制の悪影響が漸く吹っ切れてきたので、かなり回復しているということが言われているようである。従って、これは5月以降も持続する可能性がかなりあるのではないかと考えている。もし、自動車の消費回復の動きがあるとすると先行きは先月の展望レポートのシナリオから上振れする可能性が出てきたと思う。その場合は、展望レポートの一番の中心はデジタル家電を中心とする半導体であるが、それとは全く違う様相を持った回復が始まる可能性もある。そういうふうな期待が持てると思う。今までの景気の牽引者であったデジタル家電というのは、ご案内のようにこれは「モジュール型」のアーキテクチャー

である。従って、どうしても輸入、つまり韓国、台湾、中国の企業群が価格支配力を持つという形になる。それに対して自動車は、これは経済産業省が一所懸命言っていることであるが、それは「擦り合わせ」のアーキテクチャーである。従って、簡単に輸入に価格形成力を取られて、結局、価格下落が始動するというような形にはならないと考えられる。さらに重要な点は、最近の自動車は勿論エンジンとか鉄の塊でもあるが、同時に半導体の塊でもあるという形になる。という訳で、非常に裾野が広い。従って、自動車の回復が本格的になった場合には景況感に対するインパクトはかなり大きなものがある。さらに進んで持続性の問題を考えると、自動車の買い替えサイクルの著しい長期化が今まで進んできたということに注意する必要があると思う。従って、これが自動車の買い替え需要に火が付くと、かなり息の長いものになる可能性がある。文化や経済環境が異なるので一概には比較できないが、米国と比較すると、米国においては1970年代～1980年代に掛けての停滞期には自動車の買い替えサイクルが非常に長期化したということがある。ところが1990年代にこれが非常に劇的に短期化した。これが歴史的な自動車需要を現在までのところもたらし、米国経済の牽引の一つの柱になっていったということを想起する必要があると思う。従って、もし自動車の内需の回復が本物であるとする、いよいよ国内需要の本格回復への繋がりが出てきたという形になる。このように、前回の金融政策決定会合の場合に比べて上振れの可能性が出てきたことは、新しい動きであるので注意したいと思う。ただし、これは先程言ったように5月以降のデータを見ないと分からないので、現在のメインシナリオというのを変更するには至らないと思う。今後、これは考えていかなければいけない問題点だと思う。

次に不動産市場について述べたいと思う。非商業系の状況を最も的確に表わす中古マンションのヘドニック指数、RRPIインデックスであるが、これを見ても首都圏において2004年1月頃を大底に反転しているが、その後一旦上昇した後、加速するというより揉み合いの状態に入っている。これに対して同じRRPIインデックスのマンション賃料インデックスを

見てみると、2004年10月頃の大底の後上昇を保っている。このことは4月のデータを見ても変わらない。マンションの価格にすればこれは若干の低下を見ているが、これはその変動の範囲以内と考えるのが正確である。従って、マンションの価格は揉み合いの状況。それに対して賃料は上昇しているから、ファンダメンタルズの動きから大きく乖離したような価格形成が現在の非商業系で起こっているということにはならないと考える。従って、過熱感の特段の高まりということは見られないと思う。同じように関西圏も価格の上昇が、2004年央以降かなりはっきり見られる訳であるが、4月の数字を見ている限りこれが顕著に加速しているという状況とは言えない。特に大阪においては漸く下げ止まってきたという状況でしかない。しばしば商業系について様々なことが言われるが、本来インフレの問題を考える場合はやはり住宅系がどういう動きをするかということがかなり本質的には問題を持ってくる。そういうことから考えると現在の状況は、注意して見なければいけないが、しかし過度に警戒感をもたらすような状況にはないと考える。逆に言えば、商業系については色々な問題がやはりあるので、これについては株式・債券市場と同じように、オルタナティブ投資であるから、リスク管理がきちんと適正になされているかということを見ていくというのが正道と思われる。従って、不動産市場の足許の状況に関しては、前回の会合の時と比べて大きな変化はないというふうに考えて良いと思われる。以上である。

福井議長

中原委員からお願いします。

中原委員

前回会合以降、発表された内外経済指標は強弱錯綜ということで、市場周り中心にやや不透明感が強まっている感があるが、全体感としては大きな新しい方向感が出ているとは思わない。

まず、米国経済であるが、1～3月GDP成長率の水準はソフトパッチ

と言われた昨年の第2四半期を下回っている訳である。その時の環境と少し比べてみると、先程水野委員からもお話があったが、インフレ昂進懸念、あるいは短期金利上昇、原油価格水準の一段の上昇、減税などの刺激策の一巡、またここへきてのGM、フォードの格下げに端を発する信用プレミアムの拡大など、やや厳しい状況ではないかと思う。ソフトパッチに陥っているという見方はまだ少数派だと思うが、企業経営者と消費者のコンフィデンスは先行きに対する慎重な見方が増え始めている。また、低迷する株価や短期金利に比べて低位にある長期金利は、今後も続くメジャードペースの金利上昇、原油高・素材高からくるインフレ懸念、それらがもたらす企業収益へのプレッシャーを市場が織り込み始めていることが背景とみられる。最近の動きで特に気になるのが、先程から言っているGM、フォードの格下げ問題である。格下げの原因の一つである年金の積み立て不足は、米国企業全体で4,500億ドルに上るといような推計もあるようだが、今後、他の大企業でも問題が表面化する可能性があると思う。また、これがエマージング・マーケットを含む国際市場や我が国の機関投資家にどういった影響を及ぼしてくるのか、我が国にとってはこれが米国内での政治問題となって円相場にはねるリスクもあり、注意してみていく必要があると思う。アジアも全体としては大きな変化はないが、中国については引き続き過熱懸念が残っている。為替レジーム変更の問題が一種のイベント・リスクとして大きく浮上している。一昨日の米国財務省の為替報告では中国を為替操作国として直接名指しすることは避けられたが、議会の今の動きを見ると、このまま嵐が過ぎ去ると思われない。中国側の何らかの動き、あるいは現実の為替市場での大きな変動等により、高まった政治エネルギーの放出が必要となるかもしれないと思っている。もっとも、ドル安は元の切り上げの結果として生じるのではなく、むしろ元の切り上げの原因であると理解するのであれば、既に切り上げの影響はある程度市場に織り込まれたと見るべきであり、相当大幅なものでない限り、円への影響は大きくないかもしれないと思っている。ただし、切り上げ幅によってはこれまで誤差脱漏という形で入った投機資金がどういった動きを示すの

か、場合によっては不動産市場のクラッシュも有り得ると予想する向きもあって懸念が残る。

我が国経済については、もうかなり突っ込んだ議論が行われているので重複は避けるが、総じて強弱指標ないし判断に迷うような指標が錯綜している状況と思われる。先日の第1四半期GDPの評価については、昨日の早川調査統計局長の説明に違和感はない。特殊要因、統計上の振れや技術的問題等を考慮すると、もう少し時間を掛けて判断したほうが良いかと思う。それにしても、これだけのポジティブなGDPの数字であったのにもかかわらず、当日の株価が大きく下げたのはなぜか。昨日は一応11,000円台に回復したが、海外投資家の一時的なアンワインドかリスクアベタイトが大きく変化したのかはまだ断じがたいと思うが、世界経済全体の不透明感が強い中、市場のショックに対する警戒感と企業収益の先行きについての懸念が高まっていることを物語っているのではないかと思う。これまでのGDP一次速報のパフォーマンスも影響しているのかなという気がするが、数字をそのまま受止めていないという感じがする。企業経営者のマインドはなお慎重であって、情報関連業種でも現在の調整終了時期については慎重な発言が出ている。何よりも価格競争の激しさからデジタル家電製品やPC関連商品では収益が上がりにくい。世界的なシリコンサイクルが来年度に掛けて上向くことを展望しつつも、次の商品開発に繋げる技術のいわばブレイクスルーがないことについて危機感を持っているという話もある。好調が続いている素材関連業種についても、マイクロヒアリングでは2005年度の増収・増益幅について前年度比大幅に縮小する計画としているようだ。いずれにしても景気は踊り場から脱したと断じるには材料不足であり、今月の基本的見解を横這いのトーンとすることには賛成である。

物価については、企業物価の上げ幅拡大は想定範囲内であるが、最終財への波及が多少見られ始めているようである。消費者物価は引き続き耐久消費財の値下がりが多い。名目の所定内賃金が下げ幅を縮小しているため、雇用者報酬は下げ止まっているという状況にあり、4月のサービス

価格にどのように影響が出てくるのか問題だが、当面、消費者物価としては上がりにくい状況が続くことには変化はないと思う。市場関連では先程申し上げたように、GM、フォードの格下げ問題やヘッジファンドの動向が気になる。市場は全体として引き続きレンジ相場だが、世界的には不透明要因が強まっており、ネガティブなイベント・リスクに反応しやすい市場の状態かと思う。

福井議長

一通り委員方のご意見を拝聴した訳であるが、先行きの世界経済、日本経済については様々な不透明要因も出てきており、経済指標については過去の反動要因や生産と出荷のギャップというものがあったりして、なかなか読みにくい面が沢山あるということである。しかしながら、差し当たり我々のメインシナリオを前提にして、特に当面の踊り場的な局面からの脱却という点に的を絞ってみれば、着実に踊り場局面脱却に向って進行しつつあるのではないかと、このところは概ね皆さんの意見に不一致はなかったのではと思っている。当面、一部に弱めの指標に見られる米国、中国をはじめとする海外経済の動向を引き続き注視すべきであるし、メインシナリオとの関連ではIT関連分野における生産・在庫調整の進捗が予定通りのタイミングで全うしていくか、また、やや長い目で踊り場脱却後の持続的な成長パスということを想定した場合に、やはり個人消費の動向、この点は引き続きしっかり注目していくべきだという感じに皆さんのご意見は集約できるのかと思う。そのうえで米国経済については、一頃に比べてテンポはやや鈍化しているけれども拡大を続けている、トレンド・グロースに向ってか、あるいはほぼそれに沿って動きつつあるということ、そんなにご意見の不一致はなかったと思うが、一方で、インフレ率はインフレ期待は上がっていないにしても、ジワジワと上がっている。また、ポテンシャル・グロースにほぼ沿った動きを示した後、その先はどうなるかという点について、インフレ率との関連、あるいは岩田副総裁からあった在庫の分析も含め、まだ十分確定的に判定できない。水野委員のように来年

に掛けての米国経済は、むしろ多少ダウンサイド・リスクを強めに見た方が良いのではないかというご意見もあったところである。ユーロエリアについては今日は格別皆様方からご意見の表明はなかったが、大方の認識としては企業だけでなく家計部門においてもコンフィデンスがかなり悪くなっていて、景気回復の持続性に関する懸念が一頃よりもやや高まっているという認識ではないかと私自身は受止めている。中国経済は内外需ともに力強い拡大を続けているということで、現状認識には不一致がないと思う。ただ、輸入の伸び率が鈍化している、あるいは対内直投が減少しているといった変化が見られ始めていて、これが過熱抑制という程度で終わるか、あるいはそれよりさらに行くかと、よく見ていかなければいけない。また、人民元を巡る動きというのも攪乱要因になりかねず、注目すべきだと思われる。日本経済について、我々のメインシナリオである当面の踊り場局面脱却という点については、IT関連の在庫調整の進捗というようなことを軸に考える限りは、今のところ比較的順調に進展している。電子部品・デバイスの在庫調整は、比較的順調に進捗しており、それを軸に国内的に見る限り生産ははっきりと増加に転じている。しかし、全体としての在庫が増えていることについては、基本的には自動車、化学などの一時的な動きということで良いのであろうが、その他の要因も含めてやはり今後の動きを多少注意して見た方が良い。また、輸出は少し持ち直しつつあるけれども、必ずしもまだ強くない。これらが今後の設備投資の動きにどのように繋がっていくかという点は、やはりこれからの大事な判定事項ではないかというのが皆様方のご指摘であったと思う。一方で家計部門の動き、これはGDP統計は過去の反動が出ているということであるが、そうではない所得の裏付けを持った消費の伸び、このメインの部分が今後どういうふうにならずソリッドになっていくかという点をよく見ていかなければいけないということであったかと思っている。

これらを纏めると、IT関連分野の在庫調整は着実に進んでいて、こうしたもとで国内の生産は全体としてははっきりと増加に転じたこと、これは確認できたと思う。もっとも、個人消費の方は今までのところは今年の天候

要因から弱めになった動きのリバウンドという部分が大きいということで、今後本当に所得の裏付けを伴いながら、よりしっかりとした動きになっていくかどうかという点は今後の課題として残っているということだと思う。それから、輸出や設備投資の伸びが少し鈍いと、この点は当面景気が踊り場を本当に脱却したと判断する時期がいつかということに非常に密接に絡んだところであるし、かつ、また脱却した後も景気回復の力強さ、あるいは持続性ということにも絡んでいくので非常に重要な着目点というふうに整理ができると思う。国内企業物価、消費者物価についての見方は皆様方の間にそんなに見解の不一致はなかったというふうに思う。なお、こういう通常物価以外の資産価格、特に不動産価格については、西村委員から重要なコメントを頂戴したと思っている。

上手く纏まったかどうか分からないが、さらに追加的にコメントがあれば。岩田副総裁が少し時間の関係で残しておられるかな。

岩田副総裁

GMの関係について一言申し上げたい。これは医療費の積み立て不足と、それから企業年金の積み立て不足ということであって、GM関連で足許の債務の大きさが3,000億ドルとか3,000数百億ドル、日本円にすると30数兆円なので、財政赤字と同じ位の債務があるということになるので、倒産したユナイテッド航空のようにチャプター・イレブンを申請する可能性もあると思う。ユナイテッドの場合、不足分は年金給付公社に移管した訳である。ところが、年金給付公社も今債務超過にもうなっていて、233億ドルが支払不能となっている。将来を含めた積み立て不足も、アメリカ年金給付公社は1,000億ドルあると言われているほか、企業年金全体では、先程中原委員の方から4,000数百億ドルとの話があり、また私の聞いた推計では4,800億ドル位あるという説もある。どうしてこうなってしまったのかと言うと、日本も同様の問題があったが、長期金利が思っていたよりも低いのである。9%で運用利回りを予想していたところ、現実には6%位となっている。日本の企業年金も積み立て不足が残っているところがま

だあると思うが、それと同じ問題で、割引率、つまり長期金利が上がらないので、それで将来の負債が膨れてしまう。その結果、積み立て不足になってしまって、それが株価を下げ、また社債の格付けを下げるといふ、そういう悪循環も生んでいる。その改革を、ブッシュ大統領がやろうとしている。首が回らなくなってしまったので、何かやるのではないかとされているが、同時にアメリカの経済政策で言うと、どうも年金改革の方はあまり人気がないらしく、部分民営化は世論があまりサポートしていない。それから税制改革もこれは消費税を入れるかどうかなど、中身が今一つ明瞭でない。ただ、企業年金改革の方は一応進むのではないかという期待もあって、それで30年債というのも恐らくALMマネジメントの関係もあって出しても良いという流れになっているのかと思う。以上である。

水野委員

植田前委員のお話からすると、私も前にお話ししたことがあるが、年金の問題からすると金融政策がノーマライゼーションして長期化、長期債を出していくのが良い訳である。アメリカも今そういう組合せなので。これも副作用の一つだと思っている。年金問題には国債の発行をもっと長期化すると。日銀はオーバーキルしない程度に緩やかに…。

福井議長

西村委員から、大変エンカレッジな新しいメインシナリオ補強のようなお話があったが。

西村委員

あまりにも皆さんがネガティブだったものであるから、少しポジティブなことを言った。

福井議長

非常にエンカレッジな話だったが、これについて、取り敢えず今の

ところ早川調査統計局長はどのようなコメントがあるか。

早川調査統計局長

昨日の一番最後に若干申し上げたように、一応、現時点では足許の1～3月の数字あるいは4月も少し良い訳であるが、あくまでこれは去年後半の違和感があったもののリバウンドと考えていて、そういう前提で、従って踊り場脱却ということを考えるうえでは、やはり当面出てくるその貿易統計あるいは鉱工業統計でその輸出あるいは資本財出荷でどういうのが出てくるかということに焦点を当てる訳であるが、ただ実際4月の数字も意外に強いところを見ると、個人消費もその一部はやはり所得に支えられた部分があるかもしれないという感じがある。そこはやはり特にこの話は一月、二月のデータで確認しにくいものであるから、あまりこれを踊り場脱却と結び付けたくないのである。ただ逆に言えば、脱却後のGDPとかそういう世界になってくると、この5月に足許の個人消費がどれだけが一時的なファクターでどれだけがもう少し基調的なファクターかというのは結構大きな問題である。その辺はなかなか個人消費であるから判断に時間が掛かるという問題があるので、もう少し見ていく必要があると考えている。

水野委員

自動車のビンテージはどうなっているか。

早川調査統計局長

ビンテージは今ご指摘があったようにずっと長くなってしまって、足許さらに伸びているというよりは少し売れているので、高水準で推移しているといった感じである。まだ去年位までの売れ方では、ビンテージが短期化するところまでにはいっていないという状態である。

福井議長

それからGM、フォード絡みでは、やはりこのマーケットにおけるフロースの崩壊、福間委員からはスモール・ブラックマンデーというお話があったが。

福間委員

瞬間的に起きた現象である。

福井議長

これは堀井国際局長か平野理事かどちらか、この絡みのフロースは一応崩壊し、関連する余波はあまり大きく心配しなくても良いということなのか。

堀井国際局長

福間委員が今おっしゃったように、昨日はGMの株が上がったし、スプレッドも幾分縮小している。一応、対応策を評価されたということに加え、日本の株が昨日は上がったこととか色々なところを見ていると、一時のヘッジファンドのポジションのアンワインディングが取り敢えずは昨日一つ節目を迎えたのかなという感じもある。現に昨日、ゴールドマンサックスのヘッジファンドのアナリストが、「市場で言われているヘッジファンドの危機については少し行き過ぎた懸念ということではないか。一部に確かに損をしてアンワインドしたところはない訳ではないけれども、我々が見ている限り、それはその市場全体の動きとして大きく揺るがすようなものにはなっていないしなりそうにない」、ということを発表しているということもある。一つ市場のインディケーション、それからそういったものを踏まえると、取り敢えずはここで止まったかなという感じで思っている。

水野委員

仮にブラックマンデーだとすると、金利は一旦下がったが、まだ上がっていくという見通しになる。その場合には、弱い企業や弱い部門のほか、家計にも影響が出るということは考えられるか。

堀井国際局長

然り。それは当然そういうことはあるのであろうが、どこが弱いか、そのウィークスト・パート・イン・ザ・チェーンというのを我々も色々聞いている訳であるが、なかなか浮かび上がってこない。数日前にFRBを含めて銀行監督当局が一斉に、金利が一段と上がり住宅価格が仮に下がるといような事態になった場合ちゃんと備えているか、もう一回見直せというウォーニングを出している。市場関係者は下がるという、ディクラインという言葉が出て、えっという感じはある。やはりこれだけ上がっていて、スローダウンするだけでもあるかないかと、仮にスローダウンするだけでも困ると思っている人が多い中で、ディクラインという言葉までFedやOCC等が踏み込んで言っている。であるからその方のシュミレーションもどうなっているかということをもう一回点検させている訳であるが、これに関しても私の方で聞いているところ、大手の銀行が結局多いのであるが、仮に二割、三割、住宅価格が平均的に落ちても自分達も大丈夫だし自分達の取引先で大きくバランスシートを毀損するところはなかなか見えないというのが、取り敢えず今のところの私共の調査であるが、おっしゃるとおり見えないから怖い。大体そういうところは見えた時にはもう遅いというのが今までの例であるので、引き続き慎重に情勢を見ていきたいと思う。

水野委員

市場はいわゆるGM、フォード問題を今のところ、ミクロの問題として消化しようとしているのか。

堀井国際局長

今のところ、何となくそういう感じである。

水野委員

マーケットの動きだけを見るとそういうことだな。

福間委員

企業セクターのキャッシュ・フローは、これは日本もそうだが、海外でも史上最高のレベルにあるから、全然昔と違う。企業のファイナンシャル・ストラクチャーが。ブラックマンデーが起きた頃は高金利に喘いでいて、どこを見ても大変な人ばかりであった。

水野委員

ブラックマンデーの時は流動性を欠いて倒産する企業もあったが、今はどの企業も流動性が豊富であるから、そのような問題は生じていない。

西村委員

そうするとウィークなところは家計ということか。

福間委員

あるとしたら。

西村委員

ファイナンシャル・ポジションが非常に…。

水野委員

デットの面ではそうである。

岩田副総裁

金融機関は、住宅価格の調整があっても証券化などでみんなヘッジしてあるので多分大丈夫である。しかし、家計はやはり債務が大きいから、必ずしも全部ヘッジしきれない。

堀井国際局長

ところがそういう質問をぶつけると、そのリファイで長期の低金利で既にロックインしているのだから、上がっても大したことないというアメリカの関係者の発言もあるのだが、私共の懸念は、ロックインしたとしても、アメリカの場合は30年のモーゲージを取ったからといって、30年同じ家に住むことはあまりなく、ご承知のように大体ターン・オーバーが4年とかで回っているのです。4年経った時にそのモーゲージがまだ残っている訳である。それを今度、次の家に行った時に完済してまた取る。取る時に金利が上がっている。金利が上がっているのみならず仮に住宅価格が落ちていると、当然、残存で損が出てくるので、そういうことが起こると大事になると思っている。

西村委員

ヘッジしている時は誰かカウンターパーティーがいる訳で、誰かがとにかくリスクを背負っている訳である。それがいつもよく見えない。そこに当然色々な皺寄せがくる訳である。そこら辺のところはどうか。

堀井国際局長

モーゲージも当然オリジネーションして、それを分配している訳である。それを世界の中央銀行も含め、色々な最終投資家を買っているということで、リスクがディスパースされているというのが今の一応の一般的な認識である。

福井議長

非常に短期間で状況が変わり得るから早めに情報を伝えて欲しい。もう一つ、欧州経済についてあまり議論がないのだが、これは欧州経済が今のようになり悪くなっていても、あまりグローバル・エコノミーにとって大きなリスク・ファクターではないということか。

堀井国際局長

今、色々なことが考えられる訳であるが、金融機関を通じる経路も勿論あるのだが、為替というところでいくと、やはり今ドルは当然のことながら代替通貨がそういうことになってくると、相対的に安定ということがユーロに対しては出てくる。逆にそれがアメリカ経済の負担になる。かつてユーロの人達は、アジアは介入ばかりするものだから自分達は酷い目に遭っていると言っている訳であるが、その酷い目に遭っている者が酷い目にならないような為替レートになった時にファンダメンタルズな不均衡がどこに噴出していくかというのは、常にリスクとしてあると思う。

中原委員

GMの問題は、取り敢えず第1ラウンドが終わったということで良いのかどうかはよく分からないところではあるが、先程、岩田副総裁がおっしゃったように、この問題は、企業年金の積み立て不足をどう処理していくかということに掛かっている。これ自体は随分時間が掛かる話ではあるが、取り敢えずの対応としては、医療費問題などを含めて組合の問題を片付けなければならないため、やはり最終的にはチャプター・イレブンにならざるを得ないのではないかと言う人が結構多いのである。フォードと合わせた両社で4,000億ドル位の社債が存在している訳である。その他でも、UAなどの社債を持っている人はいないだろうが、航空業界の年金の積み立て不足も300~400億ドルとか言われており、今後の展開次第では、政治的問題になる可能性があるのではないか。

堀井国際局長

市場が見ているデリバティブズから逆算した倒産確率というのは、もう5割を超えている。そういう意味では、その倒産が視野に入っていないということではないのだと思う。もっとも、100%織り込まれている訳ではないから、実際に破綻ということになったら、これは非常に大きな影響が市場にも出てくる。そういう意味では懸念材料である。敢えてこの一連の騒動の中でプラスの影響が出ているのが、UAが処理された時半々で年金問題が処理された。50億ドルと片方が40数億ドルだったと思う。その従業員あるいは退職者も痛みを被る形で一応決着している。エンプロイメント・コスト・インデックスの中身を見ると、これまで純粹の賃金部分は然程上昇していなかった訳であるが、例の医療費を含め、FRINGEのところ今年初め位に前年比1割近い伸びをしていたのが、この数か月ずっと落ちてきている。やはりUAないしGMなり、そういう中でFRINGEを削ぐことをしないとイケないということになってきた。そこはインフレ懸念、それからそういった全体のバランスから言えば、良いバランスの方へ進んでいる。敢えて言えば、そういうところはマクロ的には良い。

須田委員

今のところに大変関心を持っていたが、このベネフィットをこれだけ短期間に減らせるということは、潰れそうな会社の話としてあるのか。それとも、通常のまだきちっとした会社でもそういうものが高過ぎると言って組合と交渉したりして、減らすという調整ができるのか。

堀井国際局長

まだ、そこまで十分正直言って把握していないのだが、そもそも去年は上がる時に異様な上り方をしているので、これは恐らく調べてみるということだと思う。

福井議長

他になれば、この討議は一応ここで打ち切りたいと思う。

福間委員

今日は皆さんから輸出の問題が随分出た訳だが、これはいつかも申し上げたように、あるいは先程も申し上げたが、生産能力がない、日本には。このため、当面は内需を取るか外需を取るかという格好になっている。今日も造船が30年振りに設備投資を行うと報道されていた。自動車も今盛んに九州を始め岩手、北海道で工場を造っているが、いずれにしても生産能力が足りない。それと集中豪雨的な輸出はもう日本はできない。明らかに企業の行動様式は変わっている。できるだけ需要地で造って、キー・コンポーネントあるいはエンジンでも特殊なものはこちらから持っていくといった格好になっている。とにかく今は国内の設備能力が足りないということが、輸出にとって一番困っているところである。昔だったら、ミルを一気に建てたものであるが、そういうことをもうやる時代ではなくなっている。

福井議長

だから新規の投資を全くしないというのではなくて、やはり蛇口は開いていくという方向になっている。

岩田副総裁

同じことが私はアメリカについても言えると思っている。つまり、製造業はアメリカ経済の中でどんどん拡大するセクターではない。そうすると、生産能力自体増やさない。これは石油が一番はっきりしているが、他のところも同じであろう。そうすると結局は、生産能力が増えなければ、経常赤字はなかなか是正されない。そういう問題はある意味では共通している。

中原委員

私の不勉強かもしれないが、設備稼働率はどう見るのか。稼働率指数で見ると、2000年基準で僅か3%位しか上がっていない。

岩田副総裁

然り。

中原委員

あれはあまり当てにならないのか。

岩田副総裁

どちらのか。日本か。

中原委員

鋳工業生産というのは指数だと思うが、2000年基準でまだ103位であり、これで生産能力パンパンというのが良く分からない。

岩田副総裁

然り。大体100ちょっとのところ。一般的にはあの位が適正だと言われていると思うのだが。

福間委員

もう故障だらけである。能力一杯で。

中原委員

稼働率が上がらないというのは、これ以上上げられないということか。

岩田副総裁

生産能力指数の伸びは非常に小さいのではないか。

福間委員

だから、リバンプションをやりながら少しずつ上げていくと、これしかない。

西村委員

新規が少なく古いものをそのまま使っているから、そういう意味での故障と言うのが。

福間委員

物凄い。

西村委員

中のディテリオレーションが起きている。それが単純な設備稼働率以上に実際の生産の難易度を大きくしている。

福井議長

それでは少しコーヒープレイクをとる。

(10時41分中断、10時50分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

では会議を続行する。次回決定会合までの金融政策の運営方針について討議をしたいと思う。改めてお一方約5分でご発言をお願いしたいと思う。須田委員から願います。

須田委員

6月初の大幅資金不足局面での金融調節についてだが、オペ残高という面では3月初程ではないにしても、資金需要がより一層後退しているもとでかなり積上げなければならないうえ、3月初のように大幅不足日を過ぎれば直ぐ資金余剰に転ずるのではなく、その後も2週間程度不足地合いが続くということなので、オペ環境はより厳しいとのことである。こうした状況を目前にして今回なにがしかの手を打つ必要があると考えている。まずは、残高目標を達成しやすくするために手形オペの長期化や長期国債の買切オペ増額など、オペ手段を用意することが考えられる。しかし、金融システム不安が後退し、資金需要が減少していくもとで、このようなオペ手段を少々拡充しても他の短期オペの札割れが増加するために目標をずっと維持し続けることはできないと思われる。目標達成のためにオペをどんどん長期化すると、昨日の説明にあったように日銀のバランスシートの資産の固定化が進み、機動的な金融調節が阻害されることになる。金利形成をより一層歪めることになることは言うまでもない。勿論、これまでターゲットレンジの引き上げを追加緩和と説明してきたこともあって、量を減らせば引締めだと受止められる可能性があるので、現在のターゲットを維持し続けることにメリットがないとは言わないが、量のターゲットを削減しても量的緩和政策のコミットメントは守るということをしかりと理解してもらえれば、このようにオペを拡充してまで残高目標を死守することはメリットよりもデメリットの方が大きいと判断している。

オペ手段の拡充の方法を採らない場合の対応としては、今後も含めた資金需要の減少の可能性に注目すると、上限・下限の両方を引き下げる、ないしは下限のみを引き下げるといった当座預金残高目標の引き下げが考えられる。ただ当座預金残高目標の上限と下限の両方の引き下げは、市場に「引締めである」と受止められる可能性は排除できない。「今回の引き下げは資金需要の減少に合わせた技術的なもの」と説明しても多数の納得が得られず、批判にさらされる可能性がある。一方、一昨年10月の政策

変更を思い出して頂きたいのだが、あの時は「金融調節の柔軟性を高め、流動性供給面から機動的に対応する余地を広げる観点から」、ターゲットレンジの上限のみを引き上げた。今回、同じ理由で逆方向の修正は可能かもしれない。少なくとも、上限・下限の両方を引き下げるよりも「技術的な」色彩が強くなる。もっともターゲットレンジを修正することには変わりはないし、一昨年10月の変更も「緩和」との受止め方が多かったように記憶しているので、下限のみの引き下げでも市場が「引締めである」と受止めることは回避できず、批判される可能性は残る。いずれにしても、こうした批判の強さはその時の経済・金融環境によると考えられるので、こういった当座預金残高目標の引き下げは景気回復が明確となるなど、経済・金融環境とその見通しが良い場合に限られるように思う。現状はIT関連分野の在庫調整が終了していないうえ、輸出が本格的に持ち直しておらず、その裏にある海外経済の下方リスクが市場で注目されており、またヘッジファンドやGM、フォード問題や人民元の先行きなどについて市場がかなり神経質な地合いにあるので、このような変更は多くの人々に受け入れられにくいと思っている。

従って、当座預金残高目標を引き下げずに、当面のオペ環境の悪化を乗り切る方法を考えると、まず考えられるのが30~35兆円程度の「程度」を利用する方法である。もっとも、「程度」は1日か2日のうちに30~35兆円に戻るといったイメージを持っているので、3月初と異なり大幅資金不足日の後、暫く不足地合いが続くと想定される今回は「程度」で乗り切ることには違和感がある。

そうであるならば、札割れが多発しオペ環境が悪化した場合などの条件を付けてターゲット下限割れを認める方法、つまり、なお書きを修正する方法が考えられる。これまでの上限を許容するなお書きの適用状況を見ると30営業日以上、なお書きを利用したケースが2例ある。なお書きであれば「条件次第で暫くの間は目標外を認める」と受取ってもらえると思う。勿論、無理なくオペができるようになれば30~35兆円程度に当座預金残高を戻せば良いと思うし、実際今回はそれが可能だと思う。まさに「技術

的な対応」である。こうしたなお書きを利用することにより、一時的にオペ環境が悪化した時に無理なオペの実施を求めないことで金利機能をこれ以上壊さないようにしつつ、十分な金融緩和の環境を維持することができるのではないだろうか。なお、なお書きの利用にはディシプリンが必要だと思う。なお書きの利用が想定されそうな場合には、これまでのように決定会合時に前もってご報告頂き、決定会合で議論・検証する必要があると思う。また、そうした状況の中で資金需要のより一層の低下もあって、仮になお書きの適用期間が長くなった場合には、経済・金融環境にもよるが当座預金残高目標を現状追認的に調整することも可能になるのではないかと思う。つまり、なお書きを上手く活用することにより市場の資金需要を睨みながら副作用の少ない金融緩和環境を長く維持することができるのではないかと思う。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、現状の金融市場調節方針の後に先程申し上げたような趣旨のなお書きを追加してはどうかと思っている。この件については是非皆様のご意見をお聞きしたいと思う。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、当預残高目標の引き下げを巡る議論を4か月間してきて、その議論を議事要旨によって最初にマーケットへ情報発信したのが1月24日であるから、そろそろ何らかの結論を出さないとならない時にきているのではないかと思っている。今回の決定会合は内外で相当注目を集めている。私自身は一応の決着を付ける方向で議論をさせて頂きたいと考えている。それから当預残高目標の引き下げについては、前回までの決定会合でコメントしてきたとおり、短期金融市場、債券市場では既に織り込まれていると思う。勿論、一部には当預残高目標を引き下げる理由の説明が不十分だという声はあるが、私がヒアリングしている限り、当預残高目標の引き下

げが金融引締めではないという考えは市場参加者の間では受入れられていると感じている。総裁をはじめボードメンバーの皆様から当預残高目標の引き下げは、資金需要の減退に対応した受け身的な対応であって金融引締めではないという我々の考え方を時間を相当掛けて説明してきたので、事前の説明責任を十分果たしたのではないかと私は考えている。前回の金融政策決定会合以降、特に金融経済情勢に大きな変化はないため、今回も上下限とも3兆円または5兆円程度引き下げた方が良いと考えている。皆さんの議論を聞いた後最終的に結論を出したいと思うが、資金需要の減退に対してどのように対応するかという問題について、ゼロ回答は避けた方が良いというのがまず第一点である。一時的に下限割れを容認するディレクティブを併記する話については、この運用の仕方如何では目標引き下げと同じ効果が得られると思うが、執行部に対するオペのディレクティブとして分かりにくさを含んでいるので、賛成には若干躊躇するところがある。私自身は当預残高目標の引き下げはある程度前倒し的に実施した方が良いと思っており、それは量的緩和政策の出口までのプロセスは時間が掛かると考えているためである。当預残高目標の引き下げと景気判断をリンクさせることは美しい姿であると思う。しかし、今後、量的緩和政策を最終的に解除する時点のみならずゼロ金利状態からプラスの金利になるまでの非常に長いプロセスを私は念頭に置いているのだが、当預残高目標は数回に亘って引き下げる必要があるため、景気動向と関連付けて説明するのは私は取りがたいと思っている。ただし、この景気と当預残高目標の引き下げの問題についてはボードメンバーの間である程度見解を共有しておいた方が良いのではないかと考えている。別の話として総裁から先週金曜日に講演でお話があったが、量的緩和というのは大きく分けて二つの要素から成り立っていると私もそう思っていて、因数分解と前も言ったが、量の効果と時間軸効果に分かれる。バイ・デフィニションであり、当然反論がある程度は予想されるが、説明という点では、当預残高目標の引き下げは時間軸の効果を減退させずに量の効果の部分についてある程度調整を加える措置であるとすれば良い。その説明をまだ理解していない一部の

市場参加者、政府、あるいは国民の方々に対してはなお説明をしていく必要があると思うが、量的緩和政策は、金融システム不安があった時には絶大の効果があつたとまず説明する。そのうえで、金融システム不安が後退した現状では政策効果の発現の仕方が当時とは異なってくることは自然であり、その政策に対してある程度の調整を加えることもその枠組みを長く続けるうえでは必要な措置ではないかと説明するのだと思う。繰り返しになるが量的緩和政策の出口はある一時点と捉えている方がまだマーケットの中にも多いが、恐らく数か月間という期間、場合によっては1年近く掛かるプロセスと私は捉えている。簡単に言うと、当預残高目標を引き下げるプロセス、無担保コール翌日物金利をゼロ近傍に維持しながら短期金融市場の回復を待つプロセス、中立的な短期金利水準まで短期金利を上げるプロセスに分かれる。それぞれのプロセスに3か月から6か月掛かり、全てのプロセスを1年位掛けて行うことになるため、展望レポートで一応蓋然性が高いとした2006年度に量的緩和政策の枠組みを変更することから逆算していくと、もうそろそろ動き出さないと間に合わないのではないかと思う。そのようなことも念頭に置いて前回は福間委員の提案に賛成した。また、金融政策のノーマライゼーションというキーワードで世界中が動いていると思うが、我々、量的緩和政策という非常に厄介な政策の枠組みを採っているので、先程も言ったようにある程度スケジュール感を持っておく必要がある。そしてノーマライゼーションの期間は非常に長い。ため、色々な外的ショック、例えば人民元の問題、アメリカ経済のソフトパッチの問題、景気の循環についてボードメンバーの間である程度議論を深めていく必要があるかなと考えている。最後に説明責任という言葉をよく民間の方が使って、当預残高目標の引き下げに関して説明責任を果していないではないか、デフレ克服を政府と一体となってやると言ったではないか、と言う。しかし、あるメディアの方に私は言ったのだが、字面の説明責任と真の説明責任は違う。今まで言ったことと一字一句異ならない説明をすることが説明責任ではない。私は本来セントラル・バンカーのあるべき説明責任とは自分が採る政策の目的と結果について明確に述べて、か

つ結果責任を問われた時に責任を取る自信があると言えることが説明責任だと思っている。量的緩和政策の枠組みを考えると、30～35兆円という目標をあくまでも維持するということが説明責任を果たしているのではない。物価と金融システムの安定、持続的な景気回復に加えて、想定される副作用の最小化、をできる限り満たす適切な当預残高目標をボードメンバーで責任を持って決定していくことこそが必要ではないかと考えている。

以上である。

福井議長

春委員、お願いします。

春委員

それでは申し上げます。次回会合までの政策方針については結論から言うと須田委員と同じ提案になると思うが、当座預金残高目標としては現在の30ないし35兆円のレンジを維持するとともに、資金需要の急激な増大などの場合に目標を上回る資金供給を行う旨の現状のなお書きに加えて、一時的に資金需要が極めて弱くなる場合などに目標の下限を下回ることも許容する旨を付け加えることが適当と思う。以下若干コメントさせて頂く。

ペイオフ全面解禁以降、金融システムに特段の不安がない中で、金融機関の流動性資金需要が減少し、短期の資金供給オペに対する札割れの頻発や比較的長期のオペに対する低水準の応札倍率が続いている。今後についてもメガバンクの統合を控え、特に財政資金の大幅な引き上げが行われる5月末から6月初めに掛けて、昨日のご説明にもあったが、当預残高目標の維持はさらに困難となる可能性がある。前回及び前々回の会合で、また、ただ今も水野委員からご提案があったが、当預残高目標を引き下げてはどうかという提案があった。私としては量的緩和の枠組みを維持しながら、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ということの理解を得ながら、慎重に当預目標を減額することも一つの選択肢と

考えており、またその点についての理解もある程度進んでいると認識をしている。

さらに、堅調な1~3月のGDPが公表された現時点は、その機会と考えることもできるが、景気回復やデフレ克服に関する大方の認識の状況や直近の株価の状況等から見て、現時点で目標を引き下げることそのメリットと比較して量的緩和の枠組み堅持の姿勢に対する疑問を招くなど、リスクの方が大きいのではないかと考えている。

一方、次回会合までの間、下限である30兆円程度を維持することには相当の困難が伴うことを考えると、一時的に下限を下回ることを許容することを予め明らかにしたうえで、そのような場合には可能な限り早期に目標のレンジ内に戻すような調節をお願いしたいと思っている。また、一時的に下限を下回ることを許容することについては、それは量的緩和政策の枠組み変更に繋がるものではなく、むしろ今後もその枠組みを継続するための措置であることへの理解を求めていくことが必要と思う。皆様のご意見をお聞きしたいと思う。私からは以上である。

福井議長

次は武藤副総裁からお願いする。

武藤副総裁

結論から申し上げますと、ただ今お話のあった須田委員と春委員の考え方と本質的に同じである。そのうえで若干のコメントを加えたいと思う。金融政策運営についての基本的なスタンスは、まずは現在の調節方針を続けるという位置付けで良いのではないかなと思う。そのうえで、それぞれご指摘があったとおり、金融市場では金融システム不安の後退を背景に金融機関の流動性需要が減少していて、資金余剰感が強まっていることから、短期の資金供給オベに札割れが頻発した状況である。3月にも同じような状況があったが、これまでは、何とか市場動向を十分に見極めて肌目細かな金融市場調節運営を行うことによって、30~35兆円程度という当預残高

目標を維持できてきた。しかし、6月上旬に掛けては税揚げなどの財政資金の動きに伴う極めて大幅な資金不足が見込まれ、かつそれが3月の時に比してある程度継続するといったようなことであり、当預残高目標を常に維持できるかどうかは明らかでないという状況認識だと思う。

そういう金融情勢、マーケットの情勢を踏まえ、かつ先程申し上げた経済情勢の判断を前提とすると、現在の金融市場調節方針に目標値の一時的な下限割れを許容する趣旨のなお書きを付け加えることが適当ではないかと考える。その場合、双方向のなお書きを付けることになるため、当預残高目標の意義が不明確とならないように、発動条件を明確にする必要がある。機械的な条件を示すことは困難だが、発動に当たっての考え方を示すことは必要であろうと思う。具体的には現在の上限超えを許容するなお書きの後に、「オペに対する金融機関の応札状況などから、資金需要が極めて弱いと判断される場合には、当預残高が一時的に目標値を下回ることがあり得る」といった趣旨の文言を付け加えることでどうかと思う。この場合に資金需要が極めて弱いと判断され、なお書きが一時的に発動されている間は別なのだが、そうでない場合、すなわち通常の場合には30～35兆円程度という当預残高目標を維持することになる。その場合の日々の当座預金残高は目標レンジの中である程度変動する訳だが、その場合にも従来通り33兆円程度を中心として調節を運営していくところは変わらないということである。いずれにしても所要準備額を大幅に上回る潤沢な流動性を供給し、そうした政策を消費者物価指数に基づく約束に沿って続けていくという、これまでの量的緩和政策の枠組みには何ら変更がなく、そういう意味で調節方針を維持すると、一言で言えばそういうことであろうかと思う。

昨年以來、金融政策決定会合の度にこの当預残高目標のあり方について活発な議論を行ってきた。こうした議論が議事要旨等を通じて対外的に明らかになっていった訳だが、市場等においても量的緩和政策の意味合いを含めて様々な議論が行われるということになってきた。それ自体としては大変意味のあることだとは思いますが、ただ一つ私自身少し反省しなければな

らないのは、こういう議論が金融システムの安定化のもとでの金融機関の流動性需要の後退、オペの札割れという技術的な面に焦点が当たり過ぎた嫌いがあったのではないかということである。言い換えれば、当預目標をひたすら自己目的的に維持しようとするのが市場機能にどのような悪影響を及ぼすのか、そのことは物価安定のもとでの持続的な成長という目標達成にどういう影響を及ぼすのかといったような大きな論点について、きちんと整理した議論が必ずしも十分行われなかったのではないかということである。そういう意味で、今後の情報発信に当たってはこうした論点、すなわち量的緩和政策を今後とも円滑に堅持していくためにはどのような工夫が必要かといった観点から、市場との対話を図っていく必要があるのではないかと考える。以上である。

福井議長

次は岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

現在の経済動向を纏めてみると、やはり方向としてはファンダメンタルズは改善しているということだと思うが、なお、強弱両方の指数が出ていて、調整局面を脱したという確証を我々はまだ得ていないというふうに思う。そういう段階で引き下げを行うことは、ベネフィットと比べるとリスクの方が遥かに大きいと私は考えている。先程、水野委員が「量はもう効果がない」とおっしゃったのだが、そうではなくて、まさに札割れが起こったりする中でオペの期間を延長すると、短期のところのイールド・カーブを一段と潰している訳で、その意味で金利を通じての効果というのは、調整局面を早く脱するように今も機能していると理解をしている。この点は、量的緩和に踏み切った時から一貫してそうであると思っているが、量を上げる時にその裏では金利も——金利は全てゼロになっていた訳ではないので——少しずつ長いものをゼロにしていく、あるいは将来の金利をできるだけ低いところで安定させるという役割を今も果たしている。この意味

で、調整局面にある間は基本的にメリットがあると考えている。逆に言うと、調整局面からはっきり脱却できた時にはまさにその点の選択の問題が出てくると思っている。もう少し具体的に言うと、例えば6月短観などを見て、我々の考えているメインシナリオに乗っかっていることが確認できるかどうか一つのポイントではないかと思っている。また、今の時点で考えると、先程、須田委員も指摘したが、人民元の切り上げとか、GM、フォードの財務悪化などを背景に、金融市場が少し不安定化している。そういう状況では、現在の透明性の高いコミットメントが付いた量的緩和政策は、国内の金融市場に加えて、為替レートについても、もしかすると安定化させているかもしれないと思っている。そのタイミングで引き下げをやるのが国際的なマーケットにどういうシグナルを送ることになるのかということも考えるべきである。先々週アメリカを訪ねた際、以前金融研究所の顧問をやっていたアラン・メルツァー教授から「日銀は何をやっているのだ、逆方向の政策運営をしている。今は長国を買い増しする局面ではないか、それを減らしているのはけしからん。」というお叱りを受けた。このように、日銀に非常に近いところにいる方の受取り方と、メルツァー教授のように少し遠いところから見ていての方では、やはり認識に相当差があると思っている。また一般的に言うと、当預残高目標値の調整は、先程水野委員からお話があったが、我々が本当にメインシナリオに乗っているとすれば、コアのCPIは春先、第1四半期にはそろそろポジティブになっているということがあり得る。むしろそうでないと年度平均で+0.3%というところにはいかない。そうすると半年先にはポジティブになる。水野委員は「半年だからもう始めた方が良い」という議論なのだが、私はできるだけターゲットに近いところ、つまりターゲットがはっきり見えるところまで引き寄せて引き寄せて、それで動くという戦略を採った方がメリットが高いと——これはまさに政策の選択の問題なのだが——思っている。ターゲットに届かない時期から下げていった場合にはむしろアンダーシュートしてしまって上手くいかないリスクがある。今は明らかにオーバーシュートよりもアンダーシュートのリスクの方が大きい。そうである

とすればできるだけ引き寄せる方が良い。引き寄せると言ってもメインシナリオに乗っているとすればそんなに長い間引き寄せる訳でもない。そういうことだと理解している。全体として考えると今の時点では、当預残高目標値そのものをいじるというのは望ましくない。ただ、同時に札割れ等によって、一時的にどうしても上手く達成できないというリスクも同時に——3月の時点でもあった訳だが——あるから、そこは「程度」で読むとするか、あるいはなお書きで対応するか、二つのアイデアがあり、私はそのどちらでも良いと思っている。ただ、これまでは、「程度」と言っても金融市場局が芸術的に絶対割り込まないでやってきたので、ちょっとでも割れると、マーケットに「何か変なことがあったのかな」と思われるリスクがある。そのリスクを避けるためには、なお書きを付けておいても良いかなと思っている。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

当面の金融政策運営方針については、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、4月の第一回目の会合から提案しているように、量的金融政策の枠組みは堅持しつつ、巨額の水準にまで積み上がった当預残高目標については、金融市場の流動性需要等を踏まえながら、リアクティブに引き下げることが適切と考えている。銀行、企業の手許資金が極めて潤沢な中で目標値を減額したとしても、銀行の積極的な貸出姿勢を含め、緩和的な、あるいは超緩和的な金融環境が維持されることには変わりはない。具体的な引き下げ幅についてはこれまでと同様「30～35兆円」から「27～32兆円」程度への引き下げが適切ではないかと思う。この水準であれば長いオペを打たずとも、当面目標値を維持することが可能と考えられる。また「27～32兆円の程度」という直前のターゲットに変更すれば、段階

的な目標値の減額を市場が織り込むことが期待される。目標値見直しの議論については、福井総裁や武藤副総裁は最近の外部の講演、国会答弁において「量的緩和の枠組みを堅持していくため、あるいは円滑に遂行するため、どのような対応が適当であるかという観点から行われている」と説明されているが、私も全くそのとおりであるし、4月以降そういうことを申し上げている訳である。ただ、気掛かりなことはエコノミスト等の間に、そうした説明に対して「日銀は目標値見直しを金融環境の変化と結び付けることなく、技術論として片付けることで市場にショックを与えないようにしている」との見方が聞かれることである。私が提案する目標値の減額もオペ等を通じて金融市場の流動性需要を見極めるなど、市場との対話により減額が市場にショックを与えないようにすることが大前提である。ただ、技術論という言葉の裏に目標値見直しの議論を札割れへの対処という小手先論の議論として解釈しようとするムードがあるとすれば、私の考え方とはやや違う。つまり、私が目標値見直し議論において申し上げたいことは、現在のように非常に高い当預残高目標をこのまま維持することの是非である。言い換えれば、ペイオフ全面解禁が象徴するように、金融環境が平時に移行する中で巨額の目標値に基づく本行による大量の資金供給を行うことは、今や、メリットよりもデメリットの方が大きくなっているのではないかと断定はしないが、ないかということである。そのデメリットとしては、市場機能の妨げになることと、金融規律の低下を通じて将来的なインフレ・リスクの増大や、過度のリスク感覚の低下に繋がりがねないということを指摘してきた訳である。このうち、市場機能の回復については私達が今一度認識すべきは、元々量的緩和政策を導入するに当たっては、市場機能の尊重が大前提となっていたことである。量的緩和政策の導入に際して対外発表し、現在も本行のホームページに掲載されている二つの参考資料では、量的緩和については、「市場メカニズムをできるだけ損なわないように配慮しつつ、ゼロ金利政策の有する金融緩和効果の実現を目指す政策」と解説している。従って、2002年及びその前後の金融危機のように、市場メカニズムそのものが機能しなくなる惧れがある場合はま

だしも、現在のようにコール取引が着実に増加傾向を辿るなど、市場が徐々にではあるが自律性を回復しつつある中では、本行にはそうした市場の動きを阻害しない範囲内で目標値を設定し、潤沢な資金供給に努める配慮が求められる。2001年3月の量的緩和政策の導入時に比べるとフローの景気のみならず、銀行の不良債権処理や企業のバランスシート調整、収益基盤等、構造的な問題についても明らかな改善が見られている。また、展望レポートで記述されたように、来年度においては量的緩和政策は出口に至る可能性もあり、このような状況下ではデフレからの脱却とともに市場機能の回復をも図っていくことが求められる。翻って、金融市場の現状を見ると、30～35兆円という目標値を達成するために新年度入り後に限ってみても期間が8か月、9か月という異常に長い手形オペや短期国債の買切オペに傾斜せざるを得なくなっている。こうした状況が続けば昨日の執行部の説明にもあったように、短期金利のリスク・プレミアムの過度の低下に繋がり、また、金融機関は自らの金利観で資金調達を行う必要が益々なくなり、本行の長めのオペを待つか、あるいは大量に抱えた短期国債を本行のオファーに応じて売却すれば済むようになる。既に期間が2ないし4か月程度のオペはほとんど札割れであることは昨日の執行部の説明のとおりである。このように市場の自律性回復の阻害要因となっている巨額の目標値をこのまま維持していく場合、果して将来、金利をターゲットとする通常の金融調節に移行できるかどうかは甚だ疑問である。出口近くになって一気に目標値の減額やオペ期間の短縮化を行えば、金利、特に長期金利が乱高下するリスクは高く、低利の長期金利を安定させるためにもロードマップを描いたうえで、徐々に当預の引き下げを行うことが必要ではないかと思う。以上を踏まえると、本行としては引き続き量的緩和政策の枠組み、ゼロ金利と時間軸効果を堅持しながらデフレからの脱却を図りつつ、目標値については金融市場の流動性需要等を踏まえながら、慎重に減額し状況によってはオペ期間の正常化も図りながら、まずは量的緩和政策の当初の姿、すなわち市場メカニズムをできるだけ尊重した潤沢な資金供給を模索していく必要があると考えている。以上である。

福井議長

次は西村委員からお願いします。

西村委員

当面の金融政策運営方針についてだが、景気の実物面ではかなり明るい芽が生じつつあるものの、全体として見るならば、前回の決定会合と大きく異なる現状判断ということとはできない。従って、金融政策運営方針は現状維持が適当であると考えている。しかしながら、当座預金残高目標は金融システム不安が色濃い状況とそうでない状況では、その効果は異なるはずである。この点については皆さん意見が一致していると思う。現在、金融システム不安が解消しつつあり、経済活動が最悪期を脱し、物価下落もほぼゼロ近辺に戻りつつはあるものの、地域間のバラツキ、産業間のバラツキ、産業内のバラツキも非常に大きいという状況にある。従って、今後は現在の流動性需要の量と分布を慎重に見守り、当座預金残高目標の相対的な効果を見極める必要があるというふうに思う。それが量的緩和の枠組みを堅持しながら的確な施策を行う基となるというふうに考えている。その際に、量的緩和の枠組みの中心を占める当座預金残高目標の意味について注意しなければならない点があると思う。それは当座預金残高には制度といったようなものから大きな季節性があるという点であり、しかもその季節性の程度が大きく変動するという点である。税金の納付等がそうした季節性をもたらす要因の例であることはご案内のとおりである。もう一つ重要な点は、この点については専門家の間では量的緩和の歴史の中でよく知られた事実であるというふうに思うが、一般にはよく知られているとはいえないということである。かつ、その意味の理解も十分には浸透していないということがある。実際、日本では当座預金残高の季節性は例えば米国よりも遥かに大きなものがある。税の納付等の財政に起因する当座預金残高変動のスケールを見てみると、量的緩和の影響のない1999年と比較すると米国においては、財政起因の日次変動は平均して必要準備額の6.6%

なのに対して、日本では 24%。実に 4 倍弱に上る。さらに財政起因の日次変動の最大値は米国においては必要準備額の 55%であるのに対し、日本においては実に 232%に達する。標準偏差を見ると米国では必要準備額の 10.7%であるのに対し、日本では 41.6%である。しかもその変動が実質で見ると 1996 年頃までは比較的安定していたが、それ以後、財政の膨張に従って急速に増加しているということがある。一般に量の経済変数には季節性があるものが多いのはご案内のとおりである。こうした量の経済変数の効果を計ったり、解釈したり、また目標を設定する場合には季節性を取り去った季節調整済の量を考慮しなければならないというのは当然である。この点は季節調整がなされる GDP 統計というようなものを見れば明らかであろうと思う。ただし、天候や気温といった自然の状況によって決まったり、クリスマスに需要が増大するといった習慣的な要因に決まってくる季節性と、制度に依存した形で決まってくる当座預金残高の季節性というのは勿論、同等には考えられず、量の計り方には慎重な態度が必要である。そのため、2001 年 3 月の量的緩和の枠組みにおいては、目標に幅を持たすことで、こうした季節性に対処できるとしたのであるというふうに推察している。しかしながら、季節性の程度が大きく変動する場合は、こうした幅を超える可能性も否定できない。つまり、こうした季節性のために目標幅を短期間超えてしまう場合もあるし、短期間未達の場合もある。しかし同種同様の短期資金供給オペレーションがなされている限り、それは金融政策の変更を意味しないということに注意しなければならない。この点について特に紛れのないように、対外的に誤解のないようにしなければならないというふうに思う。市場との対話、それから国民との対話という点から考えれば、この点についての情報発信が遅れてしまったということは否めないと思うので、今後の反省材料にしたいと思う。そこで結論としては、今回の判断は現状維持で良いということ、それから当座預金残高の一時的な超過や未達が金融政策の変更を意味しないこと、特に季節的な要因に依存するものであるということが明確に伝わる形でお書きに文言を加えることが望ましいということで、須田委員や春委員と

同じ意見と考えて頂いて結構である。以上である。

福井議長

最後になったが中原委員、お願いします。

中原委員

先程述べた金融経済の現状判断に基づいて、現在の調節方針「30～35兆円程度」の当座預金目標残高を維持することが必要かつ適当であると思う。6月初めの税揚げ時期において目標達成が困難になるとの市場での見方が強い訳だが、昨日の金融市場局長の説明等から判断すると、1年物に近いタームのオペや必要であれば即日オペも実施することで目標達成は可能であろうとみている。これらの限界的なオペのアクションが今後の政策遂行に当たり、大きな追加的な支障になるということはそれ程ないのではないかと思う。現在の景気が踊り場にある状況のもとで、目標の引き下げはデメリットの方が大きいというふうに判断しており、また、言われている量的緩和の副作用については、それが深刻化しているとは認識していない。今後もオペの工夫を凝らしつつ、当座目標を維持することが重要と思っている。ただ、現実に6月初めにおいて資金需給に不透明要因が強く、万が一にも目標額を下振れる可能性があり、かつディレクティブにおける「程度」の中で読むことが不適當という判断から、前もってディレクティブでの現実的対応をしておく必要がある、ということであれば、但し書き、あるいはなお書きにより、一時的な資金の振れによる目標額の下振れを認める文言を挿入することは一つの考え方かと思う。この場合には、次の三点が条件になると思う。第一は、目標達成の努力が十分に行われていることにつき、市場が納得するような客観的状況を作り出すということである。具体的に30兆円割れが真にやむを得ぬ一時的なものであるということを経済市場に理解せしめるためには、現在の短期オペ手段として認められている1年までのタームのオペや即日オペも駆使する必要があるということである。第二に、30兆円割れが起きた場合には可能な限り速やかに30兆円ま

で復元を図ること、そして復元に向けて具体的に対応していることをオペの行動で示すことであろうかと思う。第三には、但し書き、ないしなお書きを追加する趣旨はあくまで資金需給によりやむを得ずして生ずる一時的な下振れを許容するものということをも明快、単純な言葉で強調し、現在の目標残高を実態的に下げるための便法であるとか、将来の目標の引き下げのためのなし崩し的な一歩であるというような誤解が生じないように、十分に市場に説明することが必要だと思う。今回の目標残高の維持の可否について、市場での議論はもう数か月も続いている訳だが、なぜ下げるべきかについての論拠がこの決定会合メンバーによっても、一人一人様々であり、また市場の論者も論拠が様々であるにもかかわらず、その論拠と十分に結び付けぬまま、またその中身に踏み込まぬまま目標引き下げの可否の議論のみ上滑りして行われているという感がある。このように市場との対話が必ずしもスムーズに行われなかったという感を持っている訳だが、一つの原因は説明不足というよりは議事要旨、その他の市場やメディアとの対話におけるやや過剰な説明にあるような感を抱いている。今後、議事要旨のあり方について、透明性向上の観点から改めて一考を要するのではないかと思う。

いずれにせよ、但し書きによる対応と政策変更としての目標残高の引き下げとは全く本質の異なるものだろうと思う。デフレは解消していない、言い換えれば3条件が満足されぬまま実体経済の改善を理由に目標残高を引き下げる論理は、これまでの目標増額を景気回復を確実なものとし、デフレを克服するための追加緩和として説明してきた論理からは矛盾することは留意しておくべきだと思う。当座預金残高維持について、今回は但し書きで対応したとしても、今後の大銀行の合併などを考えると秋口に次のクリティカル・ポイントはくるということになると思う。勿論、今後の実体経済の動きは最大のポイントではあるが、現在の種々の不透明要因からみると、最悪のシナリオとして景気が停滞したまま当座需要も落ちていくということも考えられる。時間軸条件と量的緩和政策の効果について過去の運営や説明と整合性をとりつつ、新しい立場から理論を再構築し、

新しいレジームに結び付けていくようなある種の正面突破の必要が出てくる可能性も、私としては否定する訳にはいかないと思っている。

福井議長

ただ今の委員のご意見だが、引き続きこの量的緩和の骨格を堅持していくという点では意見の相違はなかったというふうに認識できるのではないかと考えている。当面、金融市場で金融システム不安が後退しているもとにある。現実には金融機関の流動性需要が減少していて、資金余剰感が次第に強まってきている。我々のオペレーションの場面においても、短期の資金供給オペに札割れが続出して発生している。こういった事態にどう対処するかということで意見が分かれている。今回は前回に引き続いて福間委員、水野委員からこれはやはり減額措置でもって対応すべきだというご意見の表明があった。他方、今回比較的多くの委員から、そこまで行かなくとも例えばなお書きという措置で対応が可能ではないかというご意見の表明があった。この判断はなかなか将来もよく考えながらしていかなければならないし、現在の経済情勢、市場の状況、様々な不確定要因、これを我々がどう認識するかということだけではなくて、やはり世界の市場参加者も含めてこれを正しく理解されるやり方でやらなければならないということは当然あると思う。私自身は今後ともこの市場の動向を十分見極めながら肌目細かな金融市場調節運営を行っていくことによって、通常の場合では「30兆～35兆円程度」という現行の当座預金目標を維持することはなお可能ではないかと思っている。もっとも、例えば当面の6月上旬に掛けて税揚げなど財政資金の動きに伴う極めて大きな資金不足が見込まれるということを考えると、当座預金残高目標を常に維持できるかどうか。市場の機能を過度に害さないでそういうことが常に可能かどうかということについては必ずしも明確ではないと思えるところである。そのような点を踏まえると、金融機関のオペに対する応札状況などからみて、資金需要が極めて弱いと判断される場合には、一時的に残高目標を下回ることもあり得るという対応をすることが現実的であり、適当ではないかと思

える訳である。今、申し上げたことは、具体的には「30兆～35兆円程度」という当座預金残高目標自体は維持したうえで、なお書きを修正することによって対応することとしてはどうかということである。比較的多くの委員のご意見と、今私が申し上げたことは平仄が合うのではないかと考えて申し上げた次第である。西村委員の季節性という面からのご議論とどう平仄が合うか少し議論の余地があると思うし、それから中原委員のように徹底的にオペをやれという話について、なお書きの方にそこまで厳格な条件を入れられるかどうかという問題は残るという気はするが、極く一般的にみて私が申し上げたことと今日述べられた比較的多くの委員のご意見とはそんなに違ってないのではないかと思いつながり申し上げた次第である。なお暫く相互に少し討議して頂ければと思う。

須田委員

宜しいか。西村委員がおっしゃった季節性というのが、まさに3月初や今回のように財政との絡みで資金需給が凄く振れるということだと思ふ。それに対してどうするかということが今回問題となっている。

西村委員

然り。ただ私は単純に資金需要が下がるからというのではちょっとまずいと思う。

須田委員

であるから二つあるのである。両方あるのだと思う。本当に需要が下がらないで単なる振れだったら、残高を維持してそういうふうに一時的な振れを認めるようにやれば良いと思っている。その状況に対してやはりどんどん残高が減少する、要するに資金需要が減っていくということも考えられる。その二つが今はあるということだと思ふ。私は景気動向等を色々考えながら、当面はこの状況を維持すれば良いと思っているが、私は元々需要がなくなったら当預残高は減らした方が良いと思っている。ただ、今の

こういう金融・経済状態を考えたら、今はその時期ではないと思っているので、当面は振れに対応するというでなお書きで処理していきたいというふうに判断した。だが、残高が減っていくということも想定している。その時には何らかの対応をしていかななくてはならないなと思う。一時的ではなく、残高を戻そうと思ってもずっと戻らない状況が続く可能性があるというふうに思っているので、そうしたらその残高を受入れていけば良いのではないかなというふうに判断している。

福井議長

今のご議論のポイントなのだが、議長の立場からも是非整理させて頂きたいのは、市場の中で起こっている変化の本質が何かということである。元々、西村委員のおっしゃるとおり日本の短期金融市場というのは、外国の市場に比べても遥かに季節性の振れが大きいというのが最大の特徴であり、従って、マーケット・コンディショニングが季節性に基づくものか、実態的な要因に基づくものかの区別が非常につきにくい市場としてそれをずっとキャリーしながらやってきていることは事実なのだが、最近の変化というのは、季節性の幅が広がったという変化なのか、そうではなくて金融システムの安定とか経済の先行きに対する不透明感の後退ということで、実態的な資金需要の後退ということからきているのか、という部分の認識の相違がやはり一つあるのかなと思う。仮に季節性の幅が異様に大きくなっているのだという認定でなければ、従来から認識している季節性の幅はバンドの中で吸収できるという思想に立っているのではないかと思う。そここのところの整理が須田委員と西村委員との間でもう少し議論して頂くとよりクリアになるのではないか。

須田委員

いや、それはその変動が拡大しているということである。

福井議長

季節性か。

須田委員

然り。

岩田副総裁

ちょっと付け加えさせて頂くと、やはり財政収支の影響が大きいと思う。これは季節性だけではない。日銀のバランスシート項目のうち、政府預金及び政府余資が、去年と比べると12兆円多いのである。その部分は借換債の前倒し発行によって民間から資金を沢山吸い上げている。これは必ずしも季節性ではなくて、財政部門のもう少し長い目でみたキャッシュ・マネージメントの問題である。季節性と言うとそういう影響がカバーできないのではないかと思う。

西村委員

その点なのだが私もその季節性が変化するとわざわざ言っている。ちょっと良い言葉がなかったので「季節性」という名前を使ったのだが、基本的には「技術的」ということなのだが、「技術」というのもちょっとまた非常にマイナーな感じがする。基本的には財政との関連で様々な動きが出てくる。それに対しての対応をする時に当預が動く。それをどういふふうに解釈するかということだと思う。私はその部分のある種の技術的な部分と、それから逆に言えば政策の転換に対応するような、下がっていくのを許容する部分というのはやはり区別すべきだろうというのがあって、それをマーケットに対して明確になるようにしなければならないということがある。私は今の段階ではこれは勿論、「季節性」とかそういった動きを含めた調整されたものに関してのターゲットを変えるということは今すべきではないというのが意見である。それに対しては現状では皆さん

共通だと思う。言葉を明確にしたいと。

岩田副総裁

然り。その点はただ現状を維持するということをきちっと言えば、ある意味では宜しいのかなというのが私の理解なのだが。

武藤副総裁

今の二つを明確にするというのは理屈の面では分かるが、具体的なディレクティブに落とす時の量の面でやはり少し無理があるのではないか。また、それを前提に「季節性」のみを主張するのは、結局マーケットに対して不正直な説明をすることになる危険があるのではないか。結局はなお書きの書き方も——結論は少し似ているようなのだが——、変わってくる可能性があるので、私はそこはかなりはっきりしておく必要がやはりあるのではないかと思う。先程から何人かの方がおっしゃったように、二つの要因があつて「季節性」だけで明確に言ってしまうれば非常に簡単なのだが、やはりそこは「季節性」ということだけでこの問題を処理することは難しいのではないかと、私は思う。

西村委員

反論と言うべきか…。「季節性」と言つたが、先程言つたように制度によって決まる「季節性」とそれから要するに自然によって決まる「季節性」とは全く違う話である。ここで言っているのは従来はあまり考えてこなかった、いわば制度による「季節性」というようなものであるもので、人々の見方を変えなければならないというのが私の意見である。ただし、習慣的な要因、クリスマスとかそういったものに関する「季節性」に対してはどういうふうに対処すれば良いかといったことに関しては少なくとも、もう学界及びビジネスのところでも対応が完全に分かっているのでそこでの紛れはない。それに対して制度に関するある種の「季節性」というようなものに関しての十分な理解が得られていないので、その点でマーケット

に対して誤解を生じるとするならば、それは私の本意ではないので、その部分に関して特段に強いことを私は申し上げるということではない。

中原委員

先程福井議長から、私が「オペは何でもやれ」というふうに言ったとお話があったが、私としては、1年物のオペであっても与えられた手段であることから、これを整斉と使いながら、マーケットの地合いといったものに応じて資金を供給していくべきであると申したつもりである。但し書きを付けなければ、こうしたオペを活用して目標を達成するはずのものであった訳であって、但し書きを付けた結果、こうしたオペが活用されないのはおかしいのではないか。例えば、応札倍率が一番低い時で3~4割にまで下がっており、その後は6~7割となっているが、こうした中で、今までのようなオペの工夫・努力をしているという姿勢が市場に伝わらないまま27兆円、28兆円という水準まで下がり、それが暫く続くというようなことになってしまうと、結局、但し書きを付けたというのは何のためだということになる。引き下げ論者から見れば「こんなことになるのであれば、やはりきちんと引き下げておくべきであり、なぜそういった曖昧なことをするのだ」ということになってしまう一方、維持すべきという人から見ても「日銀は形式上、但し書きを付けたけれども、実際は出口に向けて少しずつ引き下げていく地均しを始めた」というふうには受取られかねない。従って、少なくとも次の危機は秋口かもしれないが、当面はできるだけ積み上げ努力をしているという姿勢を見せておかないと、日銀の説明の信認に関わる問題が生じかねないと申し上げている。

福井議長

なお書きというのは元々、なお書きが付いたから弛んで良いというものではなく、最大限努力してもなおかつそういうことがあり得べしということであろうし、であるからもし、あり得べきことが実際に起こった時にはなるべく早く戻す、この二つのディシプリンが効いていないとなお書きで

はないということになってしまう。その限りでは、中原委員と私は考え方の相違は全くないのではないかと思う。

須田委員

しかし、私はちょっと違う。やはり市場機能を1年までとか、そういうところまで潰してまでやるというのは本意ではない。

福井議長

いやいや。それはさらに申し上げることであって、必ず1年までやれという縛りを掛けると、それはディレクティブとしてあまりに縛り過ぎるのではないか。市場機能を壊してでもそこまで行くのかという部分が残ってしまうので、そこはもしかしたら中原委員と私とは違うところかもしれない。

中原委員

程度の問題だとは思いますが、私は6月初めの資金不足の時に年度末越えになる1年に近いタームのオペ、今9か月までやっているが、これを10か月位にまで延ばしてやればある程度応札額は入るだろうと思っている。この限界的な部分による市場機能の喪失というのは何があるのかというと、一言で言えばここまで延びている以上あまりないのではないかという感じを持っている。また、武藤副総裁のおっしゃる「応札状況を見ながら」というところも、現実にはなかなか難しく、応札倍率が幾らになったらそうするのかという判断は、この議論を詰める気はないが、明確なようであり明確ではない。最後は金融市場局をはじめ執行ラインの判断に最終的には任せることになるのだと思うが、ただ、但し書きを付けた直後のオペの姿勢やパフォーマンスについて市場が相当高い関心を持って見ていることは間違いない。

福井議長

おっしゃるとおりである。

武藤副総裁

なお書きの書き振りをもう少し詰めて、実際の文章を見ながら議論しないと必ずしも締まった議論にはならないのだが、このなお書きの議論というのはそもそもある程度無理を承知でやっていくオペから出てくるデメリットと、それ程無理をせずに柔軟化した方がマーケットに良い影響を与えるかもしれないというメリットとの微妙なバランスの問題なのである。従って、今まで以上にあらゆる手段を講じてまずやれ、と言ってしまうと、これはなお書きという考え方が限りなくずれていくように私には思える。従って、表現は非常に難しいし、また、定義の仕様がないうような問題があるのだが、やはり今まで、現にやっているような努力、こういう言葉を私は勝手に使うのだが、新たな努力、あらゆる工夫をしてやるべきだと言ってしまうと、これは少し無理があるのではないかということになる。ただ、一般的表現として総裁がおっしゃったように、できる限りの努力をしたうえで駄目ならなお書きだという、その表現は多分良いと思うのだが、ただ、できる限りの表現というのが、今までやっていないようなことまであらゆるものを動員しろと言ってしまうと、そこまでやってマーケットに与えるマイナスの影響をどうやって和らげるかという本来の趣旨に少し合わなくなってしまうのではないか、と思うのだが如何か。

中原委員

既に即日オペはやっており、問題は10か月以上のオペをやるか、やらないかだけである。

武藤副総裁

具体的にはそういうことである。だが、その即日オペや10月、11月か

は分からないが、そこまで延ばしていくまで拘わる必要があるかどうかというのは、そこはもうマーケットの実際の運用に委ねるようなところがどうしても出てきてしまうのかと思う。そこは確かに、この問題の若干の弱点ではあるのだが、しかし逆にそこを書き切ろうと思っても、とても書き切れないのではないかと思う。

中原委員

結果として態度で示すことになると思うが、いずれにしても何らかのその種の批判は避けられないと思う。

福井議長

マーケットは様々な反応を示してくると思う。それを吟味していけば良いのではないか。

水野委員

今日の総裁記者会見は多分、非常に大変だろうと容易に想像できるのだが、このディレクティブは具体的にはどういう意味だと言われた時に対外的にどう答えるか非常に難しいと思う。このディレクティブは下限割れ容認ということなのでディレクティブの運用の仕方によっては私や福間委員の案と同じではないかと捉えられることになってしまう。それに加え、執行部へのディレクティブとしては分かりにくさを含んでいるのである。そこを上手くやれというのは、金融市場局に申し訳ないという感じがする。ただし、当預残高目標は無理矢理即日オペを打ってまで維持するものではないと思う。このディレクティブ変更について私は総裁がずっと記者会見や講演で言われている「資金需要の減退に伴う受身的な対応である」という言葉で通してしまった方が良いのかなという気がする。我々がどのような政策対応をしてもマーケットは色々考えるものであるため、記者会見等で聞かれた時にはディレクティブ変更の理由をもう少し明確にしておいた方が良い。今日聞いていて、景気が良くなったら当預残高目標を引き

下げても良いのではないかという方と、CPIがプラスになったらそこで当預残高目標を引き下げるといふ方がいて、議論の余地があると感じた。

岩田副総裁

チェックポイントは二つあるというふうに申し上げたつもりだが。

水野委員

私はどちらかと言うと景気とあまりリンクさせない方が色々便利であると思う。私は量的緩和政策はあまり意味がないという立場であり、アメリカの景気はどちらかと言うとベクトルが下がるだけに日本は内需主導で良くなると言いつつながら本当にそんなに上手くいくのかなという不安もあるので、景気とリンクさせてしまうと外部から質問された時、例えば金懇などでどのように答えるべきか悩ましい。総裁は今日一番矢面に立たされるので、そこをもう少し詰めた方が良いのではないか。

福井議長

いや、委員の総意を踏み出して発言するつもりは全くない。

福間委員

30～35兆円に引き上げた時のこのMPMを思い出して欲しい。要するにあの引き上げは私が当時言ったように保険という位置付けではなかったのか。その位、初めからエキストラでやったという認識があった訳である。その背景は何かと言うと、足利の問題があったりしてまだ金融システムに不安定感があったということである。であるから、この保険は事故が終わったら、事態が回復したらもう外した方が良いというのがまず一つ。もう一つ。オペの期間なのだが、これは昨日、金融市場局長から聞いてびっくりしたのは、図表1-6とか7にあるオペの残存日数、あるいは短国レート分布表である。あれを見ると、オペを長くやればやる程問題を先伸ばししているだけで、先行きの金融調節の手足を縛ることになってしまう訳

である。そこまでの責任を持ってやらないといけない。とにかくオペの期間を長くすれば良いという問題ではない。金融不安がある時は何でもとにかく資金を供給しなければならなかったし、実際以前は長くすれば6倍、7倍も応札があった訳だが、今は結局、長くオペを打つことがセルフ・バイディング、将来の我々をバイディングするだけという形になっている。恐らく金融市場局長は大人しく説明したが、そういうことを言っているのだろうと私は聞いていた訳である。

水野委員

そのとおりだと思う。量的緩和政策から出る時にマーケットを混乱させずに短期間で出られるのか。半年で済めば良いが1年掛けていたら、景気の見方は多分変わる可能性がある。その際に、当預残高目標をまた戻すという訳にはいかないだろう。オペを自然体にして落とすならば、前は2~3か月で所要残を上回る分は落ちると言っていたが、実際には半年以上は掛かるという感じがする。財務省の視点で見ると、色々と懸念するところがあるかもしれないが、それは多分財務省の総意ではないと思う。マーケットを崩さずにナローパスのイグジットを出すにはどうしたら良いかと考えると、そろそろオペの期間も出口を意識して決めていった方が良いのではないかという気がする。

武藤副総裁

そういう議論も勿論分かるのだが、それは今回やろうとしていることが、量的緩和政策のイグジットに向けた動きとは別のものだという説明であり、言い換えれば、我々の考え方はそういうことだと考えていない以上、そこまで言うべきではないと思う。

水野委員

ただ、意識の中にはそれを入れて議論していく必要があるのではないか。

武藤副総裁

いや、意識の中も…。

福井議長

ちょっと問題を整理させて頂くと、今日どういう結論を出そうと、ここから先、将来どうするかという話と今日の合意の中に何か紐が付いているということではやはりいけないと思う。今日をスタートに将来のことはまたさらに知恵を出していく。それは皆で議論してやっていくというふうに、そこは一応切断しなければならない。それから仮に、なお書きという案を採用した場合、実際のオペレーションをどうしていくかという部分について、あまりバイ・デフィニションで決め付けしないで、しかしボードメンバーは常時執行部にプレッシャーを掛け続けていくということしかないのかなと思うのだが。

岩田副総裁

一点ちょっと宜しいか。今伺っていて、要するに量的緩和を解除したその先のことを色々心配した方が良いという意見に聞こえた。私もそれはある程度考えるべきで、だから長期国債の買入額も今のままで良いと思っている。ただ、出口に到達できるかどうかの方が今のより重要な問題だと思う。景気がメインシナリオにはっきり乗っかっていると云うのなら、先のことを色々心配した方が良いという意見も分かる。しかし、肝心のデフレ脱却という目標自体が達成できない間に、また当預残高目標値を増やさなくてはならなくなるというのがワーストシナリオである。そのリスクが、実現した場合のインパクトが一番大きいと私は思っている。目標達成がちゃんと見極めることができるかどうか重要なポイントだと思う。

水野委員

勿論そのとおりである。

岩田副総裁

また、当預残高目標値を少しずつ下げていくというストラテジーの問題点は、先程中原委員の方からもご指摘があったが、一回下げると、次もまた同じように札割れが起こる。それでまた下げる、次も下げるということになって、結局はゼロ金利政策になる。従って、ゼロ金利政策に戻っても良いということで腹を括るのであれば、当預残高目標値を下げるということが良いが、そこまで腹を括る程には、今の経済情勢は甘くないと思っている。

福井議長

分かった。お一人お一人は常に将来に繋がるものの考え方のもとに現在の政策を論じて頂かねば困る。今だけ論ずるなどというのは不可能なことであるから。だが、ここで合意したことは何か将来に暗黙の紐が付いているのだという言い方はやはりおかしいし、第一そういう合意はできる訳がないと思う。そこを峻別しながら今後とも良い知恵を出していきたいと思う。それでは政府の方からご意見を頂きたい。上田副大臣からお願いします。

上田財務副大臣

まず、我が国経済の現状についてお話をさせて頂く。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おり、先日公表された1～3月期QEにおいてもGDPデフレーターは引き続きマイナスとなっている。また、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していく必要があると考えている。こうした経済状況のもと、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り、その達成の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いと考えている。従って、デフレが継続する現下の経済情勢においては、現在の政策内容が継続されることが最も適切

であると考えている。ただし、金融市場の資金需給から、目標を常時維持することが極めて困難であるということであれば、目標値はそのまま維持しつつ、技術的な観点から、本日、複数の委員の方からもご提案があった「なお書き」を付す措置により対応するということは、やむを得ないことであるというふうに考えている。その場合においても、市場や国民に対して、今回の措置はあくまで技術的な観点から行われる対応であって、現在行われている量的緩和政策を堅持するという日銀の姿勢に揺らぎがないことを明確に説明して頂ければというふうに考えている。以上である。

福井議長

それでは浜野政策統括官をお願いします。

浜野内閣府政策統括官

景気の現状については、昨日の月例経済報告でご報告したが、一部に弱い動きが続くものの緩やかに回復をしている。17日に公表した平成17年1～3月期のQEでも大局的には緩やかな回復局面にあることが裏付けられたが、GDPデフレーターは前年比-1.2%と28四半期連続マイナスが続いているなど、依然としてデフレ状況にある。従って、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ることが重要である。政府としては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拡大することとしているところである。構造改革が着実に成果を上げつつあり、実体経済が回復する一方で、金融面ではマネーサプライは引き続き低迷している。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、日本銀行においては、今後とも効果的な資金供給をはじめ、実効性のある金融政策運営を行って頂くよう期待する。なお、当面の金融政策運営について、当座預金残高目標を現状維持としつつも、6月上旬の資金不足期を控え、財政要因等で当座預金残高目標の30兆円の下限が維持できない場合があり得るとの議論があった。今後、金融

市場調節において当座預金残高が一時的に目標を下回る場合には、量的緩和政策を堅持する中での緊急避難的な技術的調整であることを対外的に明確にして頂き、また、下振れが発生した場合にはできるだけ早期にこれを解消して頂く必要があると考える。以上である。

福井議長

それでは金融市場調節方針の議案の取り纏め及び採決に移りたいと思う。議長としては委員方多数のご意見を反映した形で金融市場調節方針としては現状維持。ただしなお書きの若干の変更ということで議案を提出させて頂きたいと思う。他に議案提出をご希望の方はいらっしゃるか。

福間委員

私は前回と同じものを。

福井議長

それでは議長案を用意して頂きたいと思うし、福間委員案もお作り頂きたい。執行部の方で両案を読み上げて欲しい。

[事務局より議案配付]

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。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。以上。」である。続いて別添、公表文である。「2005 年 5 月 20 日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成多数）。日本銀行当座預金残高が 30～35 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。以上。」である。

福井議長

それでは採決に移る。恐縮である。

[政府からの出席者退室]

水野委員

一つだけ質問宜しいか。

福井議長

結構である。

水野委員

この「極めて弱いと判断される」という判断は誰がするのか。

福井議長

それはちょっと後にして欲しい。これから順次。それではまず福間委員案から採決に付したいと思う。

[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

お聞き及びのような票で否決となった。次に議長提案なのだが、このなお書きのところは、資金需要が非常に増えて上に飛び出す場合については、「一層潤沢な資金供給を行う」というふうに非常にこうアクティブに書いているのである。逆に資金需要が後退して下限を割るという時は「下限を割る資金供給を行う」というふうなアクティブな表現にしないで、これはつまり、極力供給の努力をする。結果的に割れるという意味で「目標を下

回ることがありうる」と、こういうふうになんげは明確に上下で噛み分けて書いているつもりである。もし修正提案があれば…。

水野委員

修正提案ではなくて質問である。

福井議長

クラリファイか。

水野委員

然り。これが分からないと本当は投票できなかつたはずだと言われてしまう。

福井議長

そんなことはない。

水野委員

いや、大事なところである。誰が判断するかであるから。「判断される場合には」は誰が判断するのか。執行部なのか、ボードなのか。

福井議長

ボードということはないと思う。それは執行部に任せるとのことだと思ふ。

水野委員

分かつた。

福井議長

もし、この文章の修正の議論をしようということであれば、政府出席者

をもう一度入れて行うが。

水野委員

そういう意味ではない。

福井議長

西村委員も宜しいか。

西村委員

これで結構である。

福井議長

そうか。それではこれも採決に移りたいと思う。

[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いらっしゃる。

福井議長

それでは 7 対 2 ということで可決をさせて頂いた。反対の理由は先程の討論の中でお示し頂いたもので宜しいか。

福間委員

結構である。一言付け加えると、「30～35 兆円」と「27～32 兆円」というのは、ベースキャンプとしては大きな違いはないが、市場機能をなるべく尊重していくという点では、今のまま「30～35 兆円」で調節を行うと、その趣旨から遠くなってしまう。今と同じような状況が残ってしまう。この点がポイントかと思う。いずれにしても議長が今回のこの提案を取り纏められたご努力には敬意を表する。

水野委員

私も一言だけ述べたい。現状維持よりは好ましい結果だと思う。ボード内の意見の差は大分縮まってきたのではないか。そこは良かったと思う。ただし、このなお書きの「また、」以下のところは、運用の仕方如何では色々な憶測を呼ぶと思う。執行部へのディレクティブとして若干の分かりにくさを含んでいる点が気になることを付け加えておきたい。

福井議長

それでは白川理事と金融市場局長におかれては、今日定められた方針に則って、調節に努めて頂きたいと思う。議論を聞いておられてお分かりのとおり、やはりターゲット達成のために最大限の努力をして頂くというのは大前提であるし、もし下限を割れた時にはやはりできるだけ早く元に戻

す。最大限の努力という場合に、やはり市場機能をどれ位殺しても良いのかというダイナミックな判断が要ると思うが、そうした判断についてはボードメンバーも強い関心を持っているということである。必要に応じご報告頂きたいし、我々の方からのプレッシャーはやはり従来よりは少し強めになるかもしれないと、そういうふうにご理解頂きたいと思う。それでは政府の方を。

[政府からの出席者入室]

大変恐縮であった。議長案が採択された。それでは、金融経済月報の基本的見解の決定に移りたいと思う。

V. 金融経済月報の検討

福井議長

冒頭に議論した点だが、金融経済月報の基本的見解について、今日の討議を踏まえてこのような原案で良いかどうか改めてご検証頂きたい。先程の陳述の中では福間委員から確か「基調」は要らないと。一番上の「基調としては」というのはもう要らないのではないかというお話があった。

福間委員

ここは確か12月に入れたのだな。

門間調査統計局参事役

正確に申し上げますと、「わが国の景気は、回復を続けている」という非常に単純な表現を昨年10月までしており、11月には一回「輸出・生産の増勢に足もと一服感がみられるものの、全体として回復を続けている」として、その次の12月に「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」というふうにした。12月の段階では7

～9月の生産がマイナス、それから10月は結構落ちている。またGDPも弱い、そういう中で短観も弱かった。その辺まで踏まえたうえでこのような表現をしたということである。

福間委員

「弱い」とはなかなか言えないな。表面づらだけでは。

福井議長

春委員、何かあればどうぞ。

春委員

「基調」のお話が終わってからで良い。

福井議長

皆さん如何か。「基調としては」というのはどうするか。

須田委員

これを取ってしまうと判断が変わってしまう。判断は変わらないということを経験してきたので、総括判断を変えないということで私自身はこれは入れておいた方が良く思う。

福井議長

必要である、あった方が良く。

水野委員

逆にどういう時に取れるのかなということを一応聞いておきたい。

武藤副総裁

要するにもう1か月少し様子を見てその判断をしようということであ

る。今回そこまではデータが語っていないのではないか、というのが今までの理解だったと思う。

水野委員

踊り場を脱却した時には取るということか。

武藤副総裁

そこまで言うかどうかは別である。そこまで行けばもう当然取れるのだろう。

福井議長

それ程明確なフラッグにしてしまうと大変なことになってしまう。

福間委員

あまりにもドラマティックな数字が出たものだから、そういうことを申しているだけで、多数説にアグリーすることは結構である。

福井議長

多数かどうかは分からないが。

西村委員

私はやはり「基調」はそのままにしておいた方が良いと思う。

福井議長

中原委員、如何か。

中原委員

私はこのままで良いと思う。

福井議長

このままで良い。そうすると段々多数になってくる。

春委員

賛成である。

岩田副総裁

私も。

福間委員

結構である。

福井議長

では「基調として」は残す。春委員。

春委員

確認の質問だが、基調的には見解は現状維持であるということか。若干ところどころ上方修正したところがあるが。

門間調査統計局参事役

ところどころと言うか、生産のところだけである。

春委員

生産のところだけか。

門間調査統計局参事役

他は若干の字句の修正はあるが、基本的な判断は変えていない。

春委員

そういう説明をする訳か。

門間調査統計局参事役

然り。

春委員

分かった。

福井議長

金融のところも含め宜しいか。市況は変わっていないか。

山岡企画局企画役

本日はほとんど動いていない。朝方ご修正をお願いしたので…。

福井議長

それでは良いようなので採決に付したいと思う。

[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

全員一致で可決をさせて頂いた。この基本的見解の部分は即日公表である。本日15時に公表の予定とさせて頂く。なお、背景説明は必要に応じて執行部で修文を施したうえで、23日、来週月曜日14時に対外公表の予定である。それでは国債現先オペ等に係る決済の委託可能化についてという案件に移りたいと思う。

VI. 国債現先オペ等に係る決済の委託可能化に関する執行部説明と決定
(資料-7)

福井議長

それでは説明して欲しい。

中曾金融市場局長

それでは国債現先オペ等に係る決済の委託可能化についてである。近年、民間金融機関の間では証券決済事務をアウトソースする動きや、決済事務をビジネスとしてクリアリング・バンク業務として受託する取組みが見られる。本件はこうした動きに対応して、民間金融機関が国債の市場取引だけではなく、日本銀行との国債現先オペ等の取引についてもその決済業務を委託することができるよう、オペ先選定基本要領の一部改正をお願いする件である。お手許の資料は説明資料と付議文からなるが、以下、まず説明資料に沿ってご説明していきたいと思う。それでは早速だが、説明資料

1 ページである。お諮りしたい案件だが、四角で囲んだ部分である。「金融市場調節の円滑の確保を図る観点から、国債現先オペ等に係る国債・資金の決済を他の金融機関に委託する者をオペ先として選定し得ることとするため、「短期国債売買および国債の条件付売買における売買対象先選定基本要領」および「国債売買における売買対象先選定基本要領」の一部改正を行って頂きたい。」ということである。つまり、選定要領は2本ある。1本は短国オペと国債現先オペの選定要領。それから2本目が国債オペの基本要領である。それではまず、「1. 経緯・概要」である。本行では、金融機関等の中で国債取引に係る決済を委託・受託する動きが見られることを踏まえ、国債現先オペ等、具体的には国債現先オペ、国債売買オペ、短国売買オペ、そしてS L F、国債補完供給に係る国債・資金の決済の委託を可能にするため、いわゆる統合的国債オペシステム第4期案件の一つとしてシステム開発を進めてきたところである。今般、同システムがこの6月27日だがカットオーバーされる予定になったことから、先程申し上げた2本の選定要領を一部改正して、決済を委託するオペ先が満たすべき要件及び決済の受託先が満たすべき要件を規定することとしたいと考えている。——のところにあるが、国債補完供給のS L Fの対象先については、国債現先オペ、国債売買オペの選定基本要領に基づき選定された売買対象先の中で公募に応じたものを選定する、いわば二段構えになっているので、国債補完供給の選定基本要領自体は今回の改正対象とはならない。それでは要件の中身だが、まず(1)決済を委託するオペ先が満たすべき要件についてである。以下のポツの3行目以下にあるように「決済を委託するオペ先については、国債振替決済制度における直接参加者であることをその要件から外すこととしたい」と考えている。つまり、現在はオペ先は国債振替制度の直接参加者となって、自ら日本銀行に国債口座を保有する必要がある訳なのだが、決済業務をアウトソースしてクリアリング・バンクに委託する場合はこの要件を外したいという趣旨である。(2)に決済の受託先、つまりクリアリング・バンクが満たすべき要件についてだが、金融調節の円滑な運営を確保するとの観点から、オペの決済が予定

通り行われることを引き続き最大限確保する必要がある。この点を踏まえて受託先については現行のオペ先要件、具体的には4件ある。第一が本店当預先であること、二番目が日銀ネット利用先であること、三番目が国債振替制度の直接参加者であること、四番目が信用力が十分であること、以上の四つを引き続き全て満たすことを求めることとしたいと考えている。四つの要件のうち四番目の信用力についてなのだが、ここにあるが、受託先はオペに係る債権債務の日本銀行の相手方にはならない。ならないが、なぜ信用力が必要と言ったかといった論点があり得ると思う。この点についてはクリアリング・バンクの信用力が低下した場合には、委託・受託関係の解消などによって決済を予定通り行えなくなる可能性がある。従って、オペ先と同様に信用力が十分と認められることを要件の一つとしたいと考えている。さらにこれに加えて日銀、オペ先及び受託先との三者の間で決済事務の取扱いに係る約定を締結することによって、円滑・確実な決済の確保を図ることとしたいと考えている。「なお、」なのだが、当然のことではあるが受託先は為替取引を業務として行える必要があるため、その旨も規定することとしたいと考えている。それでは「2. 基本要領の改正案」について説明する。まず、国債現先オペ等の対象先の現行の資格要件はどうなっているかということを示すと以下のとおりとなっている。すなわち、「イ、本行本店の当座預金取引先であること。ロ、日本銀行金融ネットワークシステムを利用していること。ハ、国債振替決済制度の参加者（間接参加者を除く）であること。」そして「ニ、自己資本の状況および審査等から得られた情報に照らし、信用力が十分であると認められること。」となっている。改正案については今申し上げたい、ロ、ハ、ニ、についてハ、だが、ここで下線部を付してカッコ内にあるが「(ただし、ホ、の場合を除く。)」を付け加える。それとともにホ、としてこれは下にある下線を引いてあるが、これを新たに規定することとしたいと考えている。ホ、の部分を実体的に読ませて頂くと、「売買に係る決済を委託する場合においては、その売買に係る決済を、銀行法その他の法律により業務として為替取引を行うことが認められた国債振替決済制度の参加者（間接参加

者を除く。) であって、上記イ、ロ、およびニ、の要件を満たす者に委託すること。」。つまりこうすることによってハ、の但し書きでオペ先が国債の決済を委託する場合には、国債振込制度の直接参加者であることを要件から除くことになる。そしてホ、で委託先が満たすべき要件として、業として為替取引を行う先であって、オペ先が満たすべき資格要件を四つとも満たすべきことが明らかにされることになる。「3. 実施日」だが、これらの基本要領の一部改正は、本日まで決定を頂ければ実務的な作業を経て、来週の火曜日になるが5月24日から実施することとしたいと考えている。これによって、同日開始する国債現先オペ等の対象先選定事務において決済の委託の申請を受付けることが可能になる。以上が説明である。次に付議文を付けてある。政策委員会付議文は以下のとおりである。「「短期国債売買および国債の条件付売買における売買対象先選定基本要領」の一部改正等に関する件。金融市場調節の円滑の確保を図る観点から、国債の条件付売買等において売買に係る決済を他の金融機関に委託する者を売買対象先として選定し得ることとするため、下記の諸措置を講ずること。記。1. 「短期国債売買および国債の条件付売買における売買対象先選定基本要領」(平成14年9月18日付政委第109号別紙2.)を別紙1のとおり一部改正すること。2. 「国債売買における売買対象先選定基本要領」(平成11年3月25日付政委第43号別紙2.)を別紙2のとおり一部改正すること。以上。」。次頁以降に別紙を付けている。「別紙1. 「短期国債売買および国債の条件付売買における売買対象先選定基本要領」中一部改正(案)。2. (2)を横線のとおり改める。(2) 売買対象先については、(1)の公募に応じた者の中から、次に掲げる要件を満たす先を選定する。」。以下の内容については先程ご説明した内容と同じなので省略をさせて頂く。また、「(附則)」として「この一部改正は、平成17年5月24日から実施する。」ということを書かせて頂いている。次の別紙2は「「国債売買における売買対象先選定基本要領」中一部改正(案)」である。内容は別紙1と同様であるので省略をさせて頂く。私からの説明は以上である。

福井議長

数日前のどこかの新聞では、この措置を指すのかどうか分からないが、何か当預のターゲット達成のためのオペの拡充というふうな報道があったが、そういう系列の話ではない。これは本行の国債オペレーション、これを市中で普通に行われている決済のアウトソーシング、決済のクリアリング・バンクへの委託ということを認めながらやろうという、ある意味で非常に技術的な措置ということではないかと思う。

須田委員

今、総裁が触れられたことに関してだが、やはりあのような理解不十分な記事が出るということは、部外者が決定会合の資料を見ているということしか考えられないので、そこのところは私としては非常に遺憾に思う。というのが一つである。もう一つだが、この改正の感想である。これ自身はとても良いのだが、もし受託が一つ、若しくは少数の金融機関に集中した場合のリスクには十分留意が必要だと思うので、是非受託先のモニタリングに関してはきっちりと行って頂きたいと思っている。

中曾金融市場局長

その点について、考査でも見ていくことになっている。現在、実地考査においては流動性、信用リスク管理、業務継続体制、BCPの面から決済の委託、それから受託に伴うリスク管理体制を委託先、受託先双方からチェックしていくことになっているので、引き続きこの点についてはしっかり見ていきたいというふうに思っている。

福井議長

他にご意見ないか、宜しいか。それでは採決に付したいと思う。

[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

全員一致で可決をした。本件は適宜執行部から対外公表をさせて頂く。

VII. 議事要旨（4月5～6日開催分）の承認

福井議長

次に六つ目の議題だが、議事要旨。4月5日、6日開催分の承認の件である。既にお手許にお配りしており、チェックをして頂いたかと思うが、如何か。異議はないか。それではこれも採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

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

全員一致で可決をした。この議事要旨の対外公表は 5 月 25 日、来週の水曜日を予定している。14 時公表である。

Ⅷ. 閉会

福井議長

以上で本日の議題は全て終了した。次回は 6 月 14 日、15 日の二日間の開催である。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である。議事要旨及び議事録と一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への

信認確保の観点からくれぐれも厳正な機密管理をお願いしたいと思う。以上で閉会とする。

(12時42分閉会)

以 上