

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2006年2月8日（14:00～15:37）

2月9日（9:00～12:14）

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 杉本和行 大臣官房総括審議官（8日）

赤羽一嘉 財務副大臣（9日）

内閣府 中城吉郎 内閣府審議官

（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

金融市場局長

中曾 宏

調査統計局長

早川英男

調査統計局参事役

門間一夫

国際局長

堀井昭成

（事務局）

政策委員会室長

中山泰男

政策委員会室審議役

神津多可思

政策委員会室企画役

村上憲司

企画局企画役

白塚重典

企画局企画役

加藤 毅

## I. 開会

福井議長

宜しいか。それでは政策決定会合を開催する。

(14時00分開会)

今日と明日の二日間の会合である。今日は金融経済情勢に関する執行部の説明を聞く。政府の方、財務省から杉本総括審議官にお越し頂いた。内閣府から中城内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いします。いつも申し上げているが、会合の中でのご発言は全て記録をさせて頂く。そのことをご承知のうえでご発言頂ければと思う。

## II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

それでは早速、金融経済情勢に関する執行部説明に移る。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いします。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

中曾金融市場局長

それではお手許の資料（追加）に沿ってご説明する。図表1-1、当座預金残高の推移である。前回決定会合直後の当座預金残高は34兆円と、比較的高めの水準であったが、2月2日に税揚げがあった後は、31兆円ないし32兆円台まで低下している。短期金融市場の方は、大変落ち着いており、無担オーバーナイト・コールレートは1/1,000%で推移している。図表1-2、主体別の当座預金の保有状況をご覧頂くと、都長銀が約16兆円である。このうちの統合メガバンク分が約 円ある。彼等は年始には 円保有していたが現在では 円、そして3月末には 円程度に落とす方針と聞いている。ところで、このところの市場であるが、解除を

意識したとみられる動きが幾つか観察されている。その一つがコール市場におけるラインチェックである。従来は、地銀、外銀、信託といったところが、コール資金を取れるかどうか市場で試験的に調達を行う、いわゆるラインチェックを行っていたのだが、最近の特徴は、これらにメガバンクが加わっていることである。しかもそうしたメガバンクは、資金の取り入れだけではなく、試験的な放出も行っている。例えばあるメガバンクは、2月3日に1兆円を超える資金をコール市場に放出している。また同じ銀行であるが、昨日7日には2兆円を超える規模の試験的な資金調達を行っている。こうした最近の動きをも反映して、図表1-3のグラフでお示しているように、このところ無担保コール市場の規模が拡大してきている。特に昨日は、大規模なラインチェックがあったので、無担コール市場の規模は10兆円台に乗せている。続いて図表1-4で資金需給をご覧頂く。月初には税揚げがあったので足許までは2.6兆円の不足になっている。今後の資金需給であるが、3月上旬の税揚げとその後暫くの期間は、かなり深い資金不足期が控えている。現在はこれを埋めるための資金供給オペを継続している。しかし3月前半を通過すると今度は一転して大幅な資金余剰となる。つまり3月20日の国債償還であるとか、4月初めの交付金の払い、そして中旬の年金定時払いと、大幅な余剰が続く。さらにその先を展望すると、4月中旬から6月の初めに掛けての時期は、今度は大幅な不足期になる。つまり4月中旬の年金定時払いの直後からは、国債の発行などの不足要因が連続する。そして6月初めには税揚げがあるので、この期間はかなり不足幅が深くなる。図表1-5で足許のオペの運営状況をご覧頂く。まず全体像であるが、3月初めの不足期が接近しているので、前回決定会合以降は手形オペの頻度を従来の週2回から週3回に増やしている。手形オペ以外のCP等買現先、国債買現先、短国買入は週1回のペースを維持している。全般に解除を織り込んだ金利先高観があるので、応札はまずまず堅調である。オペの種類毎に見ていくと、まず手形オペであるが、最近オファーしているものについては、エンドを6月中旬から下旬の特定の何日かに集中させている。これは6月のちょうどその時期に年金の払い

とか、あるいは国債償還など大幅な余剰日があるからである。例えば6月20日。この日は国債の大量償還日であるが、この表に掲載している全店買入手形全てを含む計6本、4.8兆円のエンドを置いている。オペ先にはエンド日の集中を嫌気している先もあるので、このところ手形の買入オペは、応札倍率とか、落札レートが下降気味となっている。そうした中で、全店買入の1月27日のオペであるが、これは落札レートが11/1,000%とやや突出しているのが目立つ。これは特定のオペ先が、金利先高観をいわば煽ろうとして全額をこの高めのレートで落札したことが背景である。ただ、市場は追随せず、次の3日のオペではむしろレートは低下している。続いて、CP等買現先オペであるが、2月7日、シャドーを掛けているが、このオペについては年度内のエンドが敬遠されて札割れをした。逆に、国債買現先オペは、昨年秋から連続して札割れをしていたが、1月24日オフア一分からは年度末越えとしているので応札を集め、およそ3か月振りに札割れを回避している。短国買入については、金利先高観が次第に市場に浸透してきているので、金融機関が手持ちのTBあるいはFBを在庫処分的に日銀に売却する動きが強まっている。これがオペの積極的な応札姿勢に表われていると思っている。資金吸収サイドであるが、表で示しているように、短国売却、売手および国債売現先を併用しているが、足許については大変資金余剰感が強く、これを反映してレートはほぼ下限に張り付いている。続いて図表1-8、簡単に手形オペのパフォーマンスについて見たものである。①のグラフがオペのタームであるが、先程申し上げたように、現在手形のオペのエンドを6月中・下旬の大幅な余剰日に集中させており、その先になかなか伸びない状態が続いている。このため手形オペの期間が若干短期化しており、全店オペも本店オペも現在は4.5か月程度になっている。続いて図表2-1、金融・為替市場の動向を見ていく。(2)ターム物レートをご覧頂く。まず短国レートをご覧頂きたいのだが、FBの3Mのレートが2月初め位からやや強含んできている。これは直近のFBの3Mの償還期が年度末を越えるということだけではなく、ゴールデンウィークも越えてきている。このため量的緩和の解除がなにがしか意識さ

れていることが、レートが強含んでいる背景と考えている。ここではお示ししていないが、同様のことは年度末越えのCPの発行レートについても言える。足許のCP発行レートは、去年のちょうど今頃と比べると、格付けにもよるが、1bpないし5bp位高くなっている。続いて図表2-2、(1)金先カーブをご覧頂くと、破線で示した前回会合時から、足許では太い実線のところまで上昇してきている。金先市場に織り込まれた期待などからみると、量的緩和解除の時期については、依然として今年の4月というのが市場での標準シナリオになっているが、一部には年度内という見方も出てきているようである。また、利上げのタイミングについては、これは少し幅があるようであるが、2006年度下期以降といったところが大方の見方になっているようである。続いて図表2-4、長期金利である。長期金利は、前回決定会合以降上昇しており、10年債でみると1.5%台後半まで上昇している。その背景は2点あるとみている。第一は、米国金利の上昇である。前回会合の際、日米金利の連動性が増していると申し上げたが、米国金利の上昇に連れて我が国の金利も上昇している。市場で介在している海外の投資家は、ここにきて再び長国先物などのショート・ポジションを膨らませているようである。第二は、着実な景気回復を裏付ける国内の経済指標である。特に1月の東京都区部のCPIが予想比上振れたことが、債券の売り材料になっているようである。図表2-5(2)、イールド・カーブの変化をご覧頂くと、ほぼ全ゾーンで上昇している。続いて、図表2-7、市場参加者が注目する債券利回りの変動要因に関する直近のサーベイをご覧頂くと、(1)グラフの一番右端の棒に示されているように、斜線の掛かった短期金利・金融政策に対する注目度が、金利上昇要因として一段と注目を集めてきていることが窺える。図表2-8、クレジット市場に移る。こちらは大きな変化はない。社債の対国債スプレッド、CDSのプレミアム、ともに横這い圏内の動きとなっている。続いて図表2-9、株式市場である。株価については、いわゆるライブドア・ショックは短期間で吸収し、日経平均は16,000円台の半ばまで上昇している。ただ本日は、昨日の米株安であるとか、今日は少し円が高くなっているので下落している。

少し利食いも出ているようである。堅調な株価の背景であるが、まず着実な景気回復が経済指標によって確認されつつあることを指摘できると思うし、この間、企業業績が色々発表されているが、特に電気機械のうち、例えばソニーとかパイオニアなどの業績が事前はかなり悲観的な見方があったのだが、それとは裏腹に予想外に改善した、そういったポジティブ・サプライズも株価上昇を後押ししたと考えている。図表 2-10、(1) 主体別の売買動向をご覧ください。ライブドア・ショックでどうなるかと注目していた個人投資家であるが、この表の左端にあるように、1 月中は 6,144 億円の大幅な買い越しになって、結局大きな影響は生じなかった。もう一つ注目していた主体別の外国人であるが、この表の右端になるが、やはり 1 月中は 6,538 億円の買い越しとなっている。彼等はライブドアについては、基本的には個別企業の問題であり、日本のファンダメンタルズに対する評価は不変のため、株価の下落は絶好の買い場を提供したとみているようである。東証のシステム問題については、市場の流動性を低下させかねないとして、彼等は勿論問題視しているが、これは技術的な問題であって、それが解決されれば投資姿勢に影響はしないというスタンスのようであった。それから図表 2-11。個人については、ライブドア・ショックを契機に信用買いポジションが解消されて、これが株価下落に拍車を掛ける可能性があるのではないかという見方もあったが、結局、信用取引もほとんど影響を受けなかった。例えば、(2) のグラフをご覧くださいと、個人の信用買い残はほとんど減っていないし、同様に (3) のグラフで、信用買い残を信用売り残で割ったいわゆる信用倍率というものを見ても、下落幅は僅かなものにとどまっている。図表 2-12 に移り、業種別株価についてライブドア・ショック以降の動きをみると、まず予想外に収益が黒字化した電気機器が上昇している。シャドーを付しているのは、TOPIX の伸びを上回る業種であるが、電機については大幅な上昇ではないが、ポジティブ・サプライズだった分だけセンチメントを明るくしているということが言えるのではないかと考えている。その他については、不動産、建設といった内需関連株、それから金融株も堅調である。さらに原油や金属価格の上

昇を受けたエネルギー・素材関係の株も大きく上昇している。このように株価に対する投資家のセンチメントは、総じて強いと言えると思う。現在、10～12月の企業決算発表が続いているのだが、これまでのところ内容は総じて好調である。そして株価の上昇を裏打ちするものとなっていると言って良いと思う。ただ、新興市場についてはライブドアが上場しているマザーズを中心に、ショックの影響が残存しているように見える。反転はしているのだが、まだ以前のレベルには戻っていない。それからこの棒グラフで示しているが、出来高が減っているなどの点からみて、個人投資家の一部は、東証へ取引の場を移していると類推されるところである。続いて図表2-13、為替市場である。為替市場については、まずドル/円相場であるが、前回決定会合以降、一旦は114円台まで円高が進んだ。その後、

(1)のグラフの太い太線でお示ししているように、足許は再び円安の方向へ振れてきている。背景は、基本的には米国経済の堅調、中でも先週の金曜日に発表されたアメリカの1月の雇用統計で失業率が低下した。それから平均時給が予想比上振れたことなどを契機に、アメリカの政策金利の追加引き上げ観測が再び強まったことがドル買いを誘発している。また、国内的にみても、内外金利差に着目した本邦投資家による外貨建て資産の購入の動きが継続している。こういったことが、円安方向への動きを後押しし、2月6日に119円台まで円安になった。この時期は、円はドル以外の通貨、特に資源国通貨、あるいはハイ・イールドーに対しても売られている。資源国通貨については図表2-15の商品先物価格の推移の表でご覧頂く。このグラフにあるように、足許では原油の他、金、銀、銅、こういったコモディティの騰勢が続いている。ただ、昨日はこれらの価格が一斉に少し下落していたが、傾向的にはこれまで騰勢が続いていたので、オーストラリアドル、あるいはカナダドルなどのいわゆる資源国通貨は、これに連動して上昇しやすい状態が続いていた。今後の相場展開であるが、図表2-16を見て頂くと、先程申し上げたように、足許ではアメリカにおける追加利上げ観測の再燃から、主として短期筋が円を売ってきている。この点は(1-1)のグラフでお示したIMMのポジションが、足許で再び円

ショート方向に積み上がり始めていることにも表われていると思う。同様に(2) リスクリバーサルをご覧頂いても、ドルのプット・オーバー幅が縮小してきていて、先行きについてもどちらかと言うとドル買いセンチメントに傾きつつあることが窺えると思う。ただ、このままどんどんドルが買われていくかと言えば、必ずしもそういう地合いでもないように思う。なぜなら、あと1回か2回はともかくとして、アメリカの利上げは最終局面に差し掛かっていることは事実であろうし、短期筋の円ショート積み上げのピッチがあまりに急だった。この最後のIMMポジションの積み上がり方は結構急なので、これに対する警戒感も広がっていたところである。従って、実際昨日からは、ポジション調整と思われるドル売り円買いから、円が多少高くなっている。従って、当面は、どちらかと言うと金利差に着目したドル買いがやや勝りながらも、はっきりとした方向感が出にくい相場展開になるとみている市場関係者が多いようである。私からは以上である。

福井議長

ご質問等あればどうぞ。

須田委員

二つあるのだが良いか。一つはインターバンク市場でコールマネーを試験的に取引する場合、それはオーバーナイトで行っているのか。そしてそれを行って見た時に、出し手側がどのようなであったか感想があったら聞かせて頂きたいというのが一点である。それから、量的緩和政策の解除については、4月以降という見方がメインだったと思ったが、一部に3月という見方があるようだ。その理由がもし分かったら教えて欲しい。一つの理由としては、東京都の消費者物価が予想外に高くなったということがあるのかもしれないが、他に何かあれば教えて欲しい。



中曾金融市場局長

まず、前段のラインチェックであるが、このところ行っているメガバンクのチェック内容をみると、ターム物もほんの僅かが入っているが、ほとんどがオーバーナイトである。彼等は、オーバーナイトで調達する時には、1/1,000%から始めて、昨日で言えば例えば3/1,000%位までビットアップしてどれ位取れるかということをやっているようである。感想という点については、彼等は放出と調達の両方を行っているのだが、放出は1兆円位すんなりできたなという感じを持っているようである。昨日の調達については、朝方はそれなりにどんどん取れた。午後に入ってから、少し取りにくくなったかなというような感想を言っていた。それから、少し解除のタイミングが前倒しになってきている点については、基本的にはやはり諸々の景気指標で着実な景気回復が確認されていることから、そういった見方が徐々に出てきているのではないかと思う。その他に、アナリストの中に時々そういうことを言う人も出てきている。割と市場をよく知っていると思われる人達のコメントが、それなりに影響しているのではないかと思っている。そういったことが広がってきていることが、タイミングのやや前倒しになっている背景ではないかと思っている。

福間委員

最近、補完貸付の利用があまりないな。もう、練習は、大体できたので当座は試す必要がないということか。

中曾金融市場局長

例えば、26日には2億円あるし、少し遡って19日62億円、これは実は1行ではなくて、4つ位が纏めて行っている。あまり頻度が上がっているという感じはしないが、逆に下がっているという感じもしていない。時々練習で、ポツポツ出てきているなという感じである。

#### 福間委員

今までは証券系が練習で出てきていたが、そういうものがなくなり、コール取引か何かを行い出したのならば好ましい方向だと思ったのだが。

#### 中曽金融市場局長

そういう面もあるかもしれない。あともう一つ言えるのが、補完貸付は確かにおっしゃったように、前は証券系とか、割と顔触れが決まっていたのだが、最近は少し多様化している。例えば、地銀などが入ってくるようになってきているし、あと個別ネームを少しチェックしてみると、外資系、外銀なども補完貸付を練習的に取っているようなケースも見られる。多少、顔触れが多様化してきている感じはする。

#### 中原委員

出し手の方であるが、信託、生保、その他といった先は取引高が少しずつ増えているようだ。これらの先は、そもそも当預取引先ではないので、コール市場への対応の仕方という面で、解除前後でそれ程スタンスが変わることはないと思うのだが、どうか。例えば、金融システムそのものが安定化してからもう大分時間が経っていることを考えると、内部での取引先とのライン管理に係る対応などは、かなり進んでいると考えて良いのか。

#### 中曽金融市場局長

今は、多分対応が進みつつある状況ではないかと思う。見方によっては、ゆっくりしたプロセスに映ることもあるのだが、一つは、やはり金利がまだ付いていないので、なかなか姿勢は前傾化していない。ただ、一頃に比べるとそういったものが意識されるようになってきているのではないかと思う。

#### 中原委員

こうした先からは、やはり金利が付けばちゃんと量は出てくると考えて

いるのか。

中曾金融市場局長

やはり金利が付くようになれば、それ自体が加速メカニズムになる面はあるのではないかと思う。

白川理事

つい最近であるが、短期金融市場の参加者が集まる短取研という会合で、いずれ予想される量的緩和の解除に向けて、短期金融市場でどういうことを今から実務的に用意したほうが良いかという彼等なりのレポートを纏めて、それを会員と言うか金融機関に対して知らせている。その中で個別の準備については、今、中曾金融市場局長が言ったような感じだろうと思う。

福間委員

RTGSの方はどうか。金利が付く環境のもとでの経験者がいないだろう。

中曾金融市場局長

然り。

福間委員

この辺りは、彼等は意識してやっているか。

中曾金融市場局長

その点は、やはり白川理事がおっしゃった短取研の中での一つの検討ポイントになっている。どの位バッファーを持って走っていけば良いのかとか、あるいは日中の流動性についても念頭に置いておいた方が良いのではないかというように、検討に向けた意識は持つようになってきていると思

う。

#### 春委員

図表 2-10 の主体別株式売買動向を見ると、2005 年に事業法人が買い越しになっており、これには銀行持ち株会社による子会社優先株買取りという特殊要因も影響していると聞いたが、全体としては、持ち合い解消が進む中で、M&Aを含む、新しい連携構築のための株式取得や、M&A対策としての自己株買いなど、企業の株式取得行動が少し新しい方向に変わってきたことも影響しているとみて良いのか。

#### 中曾金融市場局長

もう少し見てみないと分からないと思う。数字が少し膨らんでいるのは、自社株買いなどが結構入ってしまっているためなので、本当に新しい動きが出てきているのかどうかということは、もう少し見てみる必要がある。同じようなことで言えば、今春委員がおっしゃったように、金融機関などについてもそろそろ持ち合いを解消できているので、前回会合の時に申し上げたかもしれないが、来年度に掛けて例えば機関投資家が株式へのアセット・アロケーションをどの位変えてくるのかこないのか、この辺も今後注目されるところである。

#### 福井議長

他に宜しいか。では、海外経済情勢について平野理事と堀井国際局長から願います。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

#### 堀井国際局長

それでは本日配付した資料-3（参考計表）の（追加分）をご覧頂きたい。図表1でアメリカの主要経済指標について確認したいと思う。いつものとおりシャドーが掛かっているのが前回会合以降判明した計数である。

まず 1. 実質経済成長率は、昨年第 4 四半期に年率+1.1%と大きく減速した。しかし、この減速は、各種の一時的振れが重なったことによるもので、景気実勢は潜在成長率並みの着実な成長とみている。つまり、個人消費については、自動車メーカーの拡販戦略の振れというものに伴って、自動車販売が当期に減少したことが主因である。また、設備投資についても、レンタカーなどの業務用自動車の販売が同様に減少したことが響いている。さらに政府支出についても、防衛費の支出の振れといったもので、当四半期は減少している。加えてこの時期、石油生産・精製設備へのハリケーン被害に伴い、輸入が急増したため、在庫への歩留まりを考慮しても一時的にGDPを押し下げた訳である。これらの要因の一部は、第 3 四半期の+4.1%の反動ではあるが、残りのかなりの部分が、2006 年第 1 四半期に反動が出るとみられる。さらに最近の計数を踏まえると、第 1 四半期のGDPはかなり高い数字が出て不思議はないと思う。因みに、ブルーチップの直近の予想はまだ出ていないが、複数の大手金融機関では+5%の成長という予想を出している。仮に、この+5%という数字を含めて今年の+4.1%、それから+1.1%という数字を三つ均してみると、平均の年率成長率は+3%台半ばになる。表には載せていないが、このGDPと同時に発表された個人消費デフレーターも、コアの個人消費デフレーターの前期比年率が第 3 四半期の+1.4%から第 4 四半期には+2.2%へと加速したような絵になっているのだが、+1.4%と+2.2%の坂である 0.8%ポイントの上振れについても、実はこのほとんどが自動車のデフレーター——値引きと値引きを止めること——の影響によるものである。さて、今年の第 1 四半期の計数については、6. 自動車販売が出ている。1 月にはメーカーの業務用への押し込み販売というものがあって、また増加している。11. ISMだが、製造業、非製造業とも幾分水準は切下がっているが、臨界点の 50 をかなり上回っている。14. 失業率だが、1 月は 4.7%と 2001 年 7 月以来、すなわち同時テロ以前の水準にまで低下している。15. 非農業部門雇用者数は 1 月に 193,000 人と着実に増加している。労働力などの稼働状況が高くなっているという Fed の認識と整合的な数字である。雇用統計につい

ては、今回、過去の計数が遡及改定されているので図表 2 (1) に新旧対照グラフを載せておいた。シャドーが改定前、黒塗りが改定後の数字である。ザットご覧頂いてお分かりのとおり大勢に変化はない。すなわち、去年の 9 月、10 月にはハリケーンの被害で増加テンポが鈍って、11 月にはペントアップ需要が一旦出て顕著に増加した後は、その前の着実な拡大ペースに戻っているという絵になっている。(2) に失業率の長期時系列を参考までに載せている。当月の失業率は 4.7% になり、これは先程申し上げたが、その前のところはこの駆け上がるところで 4.7% となったのが 2001 年 7 月だが、低下局面で 4.7% となったのは、1998 年の 3 月である。ずっと落ちてきてそこで 4.7% になった訳だが、この辺りの時期を思い出してみると、消費者物価のコアの前年比が大体 +2% 強であった。因みに、FF レートは当時 5.5% であった。それから追加的に雇用者の数字が出た時に、同時に賃金についても計数が出ているが、昨年 12 月、今年 1 月の前月比が 2 か月連続で +0.4% となっている。1 月の前年比も +3.3% となっており、上昇ピッチが極く僅かではあるが上がってきている。次に図表 3 で、ユーロエリアの経済指標を見たいと思う。3. 小売売上である。回復が捗々しくない感じが見て取れる。また、6. はドイツの設備投資関連指標だが、このところは 2 か月連続で減少している。四半期を見ても、やや地味な拡大にとどまっている。輸出と生産の復調に伴って、設備投資にも前向きの動きが見られている訳ではあるが、なかなか力強さが出てこない展開になっている。ただし、生産周りは、11. 製造業 PMI をご覧頂くと景況感は引き続き回復している。なお、物価面だが、14. に全体の H I C P 前年比が出ている。このところ +2.2% ~ +2.5% の範囲内で、エネルギー価格の振れを映じて月々若干上下している展開となっている。図表 4-1 の 1. で中国経済を見たいと思う。幾分旧聞に属するが、第 4 四半期の実質 GDP 前年比はここにあるように +9.9% と高成長を続けている。個人消費、固定資産投資とも高い伸びを続けているが、12 月に関しては、4. 固定資産投資の当期をご覧頂くと、伸びが +24.1% へと低下している。年間計画達成のために一月だけの調整と考えられるが、他方、政府として

は、投資から個人消費に成長の軸足を移したいと予ねてから表明しているし、また、最近当局から技術が遅れて資源浪費的とみられる設備投資や、資金計画の不明確な投資は抑制指導しているという話が伝わってきているので、ひょっとしたら年明け後も鈍化が続く可能性もなくはないと思う。なお、物価に関しては、8. にC P Iの前年比が出ている。12月は+1.6%と幾分上昇しているが、これは実は前年の裏によるものであり、実勢は変化ないとみている。2. でアジア諸国の成長率を見ると、韓国、シンガポールともに高い成長を記録している。図表4-2の(2-1)で輸出を見たいと思う。このうち韓国だが、韓国の輸出が昨年夏場に掛けて大きく増加した後、為替のウォン高の影響もあってか、このところ伸び悩んでいる。また、この韓国については、(3)生産に関しても企業景気実査指数が出ているが、企業マインドが若干低下している。生産は、タイも減少しているが、これは天候不順による農産物の減少が主因である。他の国については、輸出、生産の緩やかな増加傾向が続いている。図表4-3、(6)の消費者物価指数については、ここもほとんどの国で変化はないが、台湾のみ1月が高めの上昇となっている。これもカレンダー要因と言うか、去年の旧正月が2月初めだったのに、今年は1月の終わりであったというカレンダー要因によるものである。図表5でアメリカの金融指標を見ると、1月末のFOMCで25bpの利上げが決定された前後に、景気の強さを現わす景気指標が発表されたことから、(1)のグラフにあるように、長期金利が幾分上昇している。この間、(2)株価は企業の決算の発表に振られる形で、高値で一進一退といった動きとなっている。(5)FF先物金利だが、ここから先行きの金融政策に関する市場予想を読み取ると、3月28日のFOMCで4.75%へ25bpの利上げをする確率は、9割程度織り込まれている。また、5月10日のFOMCでさらに5%へ利上げするという事も、5割弱の確率で織り込まれている。最後に図表6でヨーロッパについて見る。

(1) 長期金利はアメリカ同様、幾分上昇している。(2) 株価は、企業の好決算やリストラの動きを好感して、アメリカとは異なりはっきりと上昇している。(5) ユーロ先物からECBの政策予想を読み取ると、3月初め

の理事会で 25bp の利上げを行うことを織り込んでいる。この間、エマージング金融市場に関しては、安定を続けている。以上を一言で纏めると、世界経済の拡大が持続するもとの、FRB、ECBのインフレ警戒的な金融政策姿勢が市場で一段と織り込まれているというのが最近の動きである。以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

岩田副総裁

一つだけ宜しいか。アメリカの失業率が、4.7%というのと、NAIRUと比較して——これは5%位という説が多いと思うが——割合低いと思うが、ここは国際局ではどうみているのか。それと賃金の方が、上がり方が少し高くなってきたという話もあったのだが、単位労働費用で見ると何か変化しているか。

堀井国際局長

まずULCの方は、統計的には先程申し上げたGDPの方が大きく減速しているものだから、計測上かなり上がった形になっている。ただ、GDPの方を均してみると、全体としてはジリジリと上がっているということかと思う。それからNAIRUについては、これは前から議論させて頂いているが、失業率ではなくて、例えば、ジョブ・ファインディング・レートという新規に入ってくる方のところで調整が行われるなどという仮説に基づいてみてみたり、平均失業期間といった数字を採ったり、そういうところで見ると、NAIRUに当たる水準にここへきて漸く過去の平均値のところに着地した。特に、この2四半期位の上がり方が結構速く、これまではどちらかと言うとスラックという感じがしていたのだが、この2四半期で中立的なところ、あるいはNAIRU的なところのギリギリのところへ接近しているという絵になっている。そうしたところを受けて、



賃金のところもジリジリ上がってきているのかなとは思っている。ただ、やはりNAIRUは、数字はともかく、やはりインフレ期待が如何にジャンプするか、シフトするかというところで実際のインフレに跳ねてくる、あるいは賃金に跳ねてくるところがあるので、そこについては、まだ実態自体はジャンプしている様子はないと思っている。

#### 須田委員

関係するかもしれないが、アメリカの労働生産性は、2005年は結構下がっていたということか。

#### 堀井国際局長

図表1の15. は非農業部門ではあるが、年間では平均的な数字になっている。四半期は、先程申し上げたが、ここにも出ているようにギクシャクした絵になる。

#### 須田委員

最近あるメモを見たら、現在の潜在成長率は+3%程度だという話がある。今までは+3%台半ばと言っていたのだが、どのようにみていけば良いのか。生産性が維持されるかどうかというのが、やはり物価をみるうえでも注意しておくべきことである。それからもう一つ少し気になっているのが韓国なのだが、先程輸出があまり伸びないという話があったが、第4四半期も輸出はあまり出ていない。だが、GDPを見ると、外需と言うか純輸出は結構大きい。ということは、輸入が少ないということになるが、それが何を意味するのか。韓国経済というのは、以前はあまり強くないと思っていたのだが、足許は、少し回復してきたのかと思っていたところ、やはりそうでもないという見方なのかどうか。その辺のところは如何か。

#### 堀井国際局長

両方のポイントとも我々も実は悩んでいるところなのだが、潜在成長率

については、以前から、その時点で足許の生産性のトレンドをピタッと当ててはなかなか難しいだろうと思っている。かつては3.5%と言われたところから、最近は3%と言われる意見の方が強くなってきているということもあるが、それよりもやはり水準である。先程も雇用のスラック、前回も設備のスラックで議論があったように、やはり天井がかなり近くなってきている中で、インフレに対して心配な状況になってきていることから、議論として潜在成長率の動きとどうも混在して出てきているのかという感じがしている。それから韓国の方は、これは少しテクニカルになるが、GDPベースの輸出の中の季節調整は必ずしも一致していないという統計的な要因も実はあって、GDPの中で言うと、おっしゃるように輸入の分があるとは言え、純輸出はかなり伸びているという絵になっている。それと内需が、図表4-3(4)で固定資本形成が伸びているし、(5)に小売数量といったところも出ていて、マインドも良くなっているという中で、前期の成長は非常に高いものが出た。ご承知のように、株も比較的しっかりしている。おかげで資本が入ってきて韓国銀行は介入でむしろウォン高を抑えるというような展開になっているので、全体として強い警戒感が出ているということではないと思う。ただ、やはりIT調整が終わった後、最初に台湾と韓国辺りが良くなってかなり伸びた。ITに関するミクロの話は恐らく早川調査統計局長がよくお聞きになっていると思うが、当時から調整一巡後も3番バッテリー、4番バッテリーがない回復ということが言われる中で、そこにウォン高が加わってこういう展開になっているのではないかと考えている。

#### 平野理事

韓国のウォン高が最近よく話題になるのだが、名目実効で見ると、現在のレベルは1997年の危機以前の数年間の平均レベルにちょうど見合っている。ここ2年間で、実効ベースで約2割切上がっているが、トレンドと見方は、韓国経済が、危機から真の意味で立ち上がり、いわば本格的に正常化したということではないか。一方、ウォン高がどの位経済に影

響するののかということについては、輸出のウエイトが高いから、それなりに響くことは響くのだが、中国向けの輸出が、ウォン高の悪影響を相殺してあまりあるほど好調に出ているので、それが続く限りはウォン高で直ちに経済がおかしくなるというものではなかろう。なお、韓国銀行は、コア・インフレをターゲットとするインフレ・ターゲティングを採用している。コア・インフレの上昇率はまだ非常に低い一方で、不動産市場にバブル的な感じが出ており、大都市の不動産価格や住宅価格は相当上がり始めている。それは強気の期待を反映しているのだが、物価が安定しているもとの不動産価格の上昇に対し、どのように金融政策をハンドルするかは難しい課題であり、韓国銀行にとっての悩みの種ではないかと推測している。

#### 福岡委員

経済要因ではないので恐縮なのだが、例のイスラムの預言者の問題。私はスッと終わると思ったら、向こうの新聞を見ると段々大きく書くし、暴動が起きて広がっている。大きな問題にはならないとは思っているが、感覚的でも良いが、どのように考えているか。

#### 堀井国際局長

感覚的に申し上げると、実は私は、シリアにおける大使館の放火があり、かつ同時にイランの濃縮ウランの問題が進行し、ハマスがパレスチナで勝つというように、これらが全部混沌としてくるのかなと、この1週間位心配していた。ところが、デンマークの市況や為替を見る限り、それからノルウェーもそうなのだが、あまり反応していないのである。凄く売られるのかと思っていたが、そうっていない。なぜかと言うのは、一つはヨーロッパがそれなりに団結している。そもそも風刺漫画をデンマークが載せたのが9月なのである。それをノルウェーの新聞が12月にもう一回出して、それからサウジを含めてデンマーク商品をボイコットするということになり、これに対しEUは、「これはむしろ言論の自由なのに何だ」ということで、ディー・ツァイトからフランス・ソワールから各誌が皆、ヨー

ロップアの団結を示すように新聞に載せ、しかもデンマークのボイコットはEU全体のボイコットとみなすなどというように、少なくともバーバルでは強く出ている。ということで、単独でアタックされるというよりもむしろヨーロッパ全体との間の緊張ということなのかと思う。ただ、その割にはまだ金融市場の方はほとんど反応していない。であるから少し不気味な感じを持っている。

福間委員

そう大した問題ではないということか。もう少し見ないと分からないか。

堀井国際局長

然り。まさに今申し上げたが、イランとハマス、そことリンクしていくのか、いかないのかということが一つのポイントかと思う。

福井議長

他に宜しいか。それでは国内経済活動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、お手許の資料-4（参考計表）をご覧頂きたい。国内景気については、先月、金融経済月報に「着実に」という表現を入れさせて頂いた訳だが、その後もまさに「着実に」と言うか、あまり長打が出ている感じはしないが、各方面で着々とヒットが重なっているような展開になっているという印象を持っている。計数は分かりやすいので、比較的あっさりいきたいと思う。

まず図表4をご覧頂きたい。輸出入の動きは、ご覧のとおり、輸出に関しては、グラフの形は先月からほとんど変わっていない。唯一変わったのは、輸入が11月時点まではまだ少しマイナスだったのだが、10~12月に

何とか横這いになってくれたという程度の変化である。図表 5 をご覧頂き、輸出の中身についてもこれまで申し上げていることから変化はない。(1) 地域別にも押し並べて増加しているということであり、例えば、米国に関しては 7~9 月に一旦車が減ったが、10~12 月はそれが出たものだから少し伸びが高い。アジア向けも着実に増えており、特に中国については、第 3 四半期は 12% 位増えた後、第 4 四半期はさすがにそれよりは低いを着実な伸びが続いている感じである。(2) 財別にも押し並べて増えている。先程申し上げたように、第 3 四半期は一時的にマイナスであった車が、第 4 四半期はまた伸び率を高めている。消費財はデジタル家電を中心に堅調に増加している。あるいは情報関連、資本財・部品、この二つに関しては、例の IT 関連の在庫調整終了後、伸び率が高くなってきている。このような動きかと思っている。為替レートについては特に変化はないので、現在の海外景気等を考えれば、輸出は引き続き増勢を辿っていくと考えれば良いと思っている。

図表 14 で設備投資関係をご覧頂きたい。まず、(1) 資本財出荷だが、ご覧のとおり 10~12 月の資本財出荷は前期比で 2.2% 増加した。グラフを見て頂くとお分かりのとおり、例の IT 景気の時とか、あるいは 2003 年後半から 2004 年の前半、これはちょうど国内で IT 関連の投資が出た時期だが、あの頃と比べると、実は伸び率は大したことはないのである。伸び率は大したことないが、ご覧のとおり息の長い投資回復が続いているという感じである。図表 15、先行指標関係でも同じである。(1) 機械受注はご覧のとおり。これも傾きはそれ程急角度ではないのだが、実は機械受注は 2002 年から増加しているの、丸 4 年間、ゆっくりと順調に増加してきているという感じである。(2) 建築着工床面積をご覧頂いても、基本的には同じような動きである。勿論、こちらは月々の振れが大きいので、第 3 四半期は 1 割程度減ったが、第 4 四半期はほぼそれを取り戻すことになるので、こちらも振れを均すと堅調な動きが続いているということかと思っている。図表 18 の企業収益に関しては、(1) は証券会社の計数だが、1 月時点ではあまり変化が出ていない。ただ、ご承知のように、現在進行

中の 10～12 月の四半期決算は、総じて予想よりもやや良い位の感じだと思っているし、2005 年度の下期辺りは、生産指数や為替レートなどから簡単に計算してみると、恐らく下期の収益は結構出るといのが極く自然だと思うので、恐らく現在の数字よりもさらに上方修正されても決しておかしくないと思われ、我々は考えている。(2) 中小企業に関しても、これはあくまで D. I. だが同様の感じの動きになっており、特に (2) の国民公庫の数字は、どちらかと言うと零細、非製造業、こういうもののウエイトが高いが、こちらについてもこのところ比較的しっかり良くなってきているという感じを持っている。

図表 19 は個人消費だが、これは先月も申し上げたとおり、10～12 月の数字がほぼ出揃ったが、やはり全体として見れば、まずまずしっかりしているのだが、個々には結構ばらつきが大きい展開である。10～12 月の数字について改めて確認すると、耐久財関係ではご承知のように車が悪くて、一方で家電は好調であった。百貨店、スーパーについては、百貨店は 12 月が思ったより伸び悩んだ。これはどうも聞いてみると名古屋とか広島とか、ああいった減多に 12 月などに雪が降らないところで 20 日前後に確か大雪が降ったのが結構効いたと言われている。ただ、それでも 10～12 月で括ってみればプラスだし、ずっと調子の悪かったスーパーについても 11 月、12 月と結構伸びている。ただ、特に店舗調整後の数字がやけに良く見えるのだが、これはダイエーが不採算店舗を閉めたために、店舗調整後の数字が良くなって、少し見せ掛けの部分もあるというようにご覧頂きたいと思う。一方、コンビニエンスストアについては、先般申し上げたとおり、少し元気がない感じである。ただ、一番心配していた車に関しては、この部分だけ 1 月の数字が出ていて、ご覧のとおり 1 月は結構リバウンドした。ということはどうも 12 月の悪さは、雪が影響したという説が当時からあったが、やはり影響したのかなと思っている。ただ、あくまでも 1 月のリバウンドで、これで下げ止まったかどうかはまだ確認できないので、もう少し数字を見ていきたいと思っている。この間、家計調査の消費水準指数は、現時点では 10～12 月は勤労者世帯しか出ていないが、ご覧のと

おり勤労者世帯で見ると 10~12 月は前期比 1.6%の増加と、結構な増加になった。ただ、ここで一点申し上げておかねばならないのは、平均消費性向というものをご覧頂くとお分かりのとおり、12 月は 80.9%という異常に高い数字が出ている。この背景にあるのは、実は消費は良かったのだが、少なくとも家計調査の標本については、どちらかと言うと所得の低い標本を掴んでしまった感じがしている。現に、ボーナスも、全体とは違って減っているような標本になっているので、12 月は寒くて、いわゆる光熱費などが嵩んだというところがあるので、1 月以降はもしかすると意外に弱目が出てしまう可能性がないとは言えない。これだけは少し念頭に置いておいて頂きたいと思っている。ただ、いずれにしても図表 22 にあるような、いわゆる各種の総合的な指数で見れば、10~12 月はますます着実に増加している。次に図表 24 は住宅投資だが、ご覧のとおりこれまで 130 万戸位まできた後、12 月単月で見ると 117 万戸と結構落ちた。基本的には、これまでそもそも 130 万戸というのはでき過ぎという感じもあるので、その反動が恐らくはある。それから住宅着工というのは、結構雪が影響するものなので、あれだけ日本中で雪が降ると、それなりに影響したのではないかという感じがする。ただ、少し気になるのは、今月落ちたのが分譲住宅と貸家であり、分譲住宅の中で落ちているのは、これは戸建てではなくてマンションである。それから貸家で落ちているのは、どちらかと言うと賃貸マンション系らしいので、もしかすると例の耐震偽造の影響、例えば審査の遅れのようなものがなにかこの辺で影響し始めたのかもしれない。この一月の数字だけでは評価しきれないので、もう一月位数字を見る必要があると思っている。

次は生産だが、図表 26 にあるように 10~12 月の数字が締まり、ご承知のとおり前期比で 2.7%の増加。出荷は 2.9%の増加で、いずれもかなりしっかりとした伸びになった。1~3 月については、1~2 月の予測指数が +1.3%という感じなのだが、私共のヒアリングでも恐らく +1%台の伸びではないかと考えているし、4~6 月は、現時点ではまだ相当怪し気な数字ではあるが、一応私共のヒアリングではまた 1%強の伸びになるのでは

ないかということである。生産は比較的順調な足許の数字及び見通しになっている。ただし、少しだけ気にしているのは、図表 27 の (2) にあるように、このところ、生産の寄与という点でみると、電気機械類が圧倒的に大きくて、とりわけご承知のように電子部品・デバイスのところが相当押し上げている感じである。国内勢は今のところ結構強気である。それはまず第一に、やはり例のデジタル家電系統が良いということ。もう一つは BRICs での携帯マーケットが拡大している。この辺が主要な論拠になっており、結構強気である。ただ、ご承知のように、彼等は強気であっても時々そうでなくなることがあるので、今後、トリノ・オリンピックがあつて、ワールドカップがあつて、その後本当にどうなるかは少し注意してみていく必要があるだろうと思っている。図表 29 は在庫循環だが、結果的には第 4 四半期は右上に上がってしまい、結局 45 度線を跨がないところで止まってしまった。ただし、これは素材もさることながら、実は車の輸送機械の在庫増が圧倒的に寄与しており、例えば (4) 耐久消費財などをご覧頂くと、とんでもない在庫の増加になっている。これは先程申し上げたように、雪の影響もあつて、いわゆる小型乗用車の国内在庫が少し溜まったということもあるのだが、例によって、輸出船待ちの在庫が相当寄与しているのです。これを丸ごと、いわば在庫積み上がり要因と考える必要はない。逆に、輸送機械を除いてみると、在庫循環図全体はかなりはつきりと 45 度線の下側にくるので、全体としての在庫バランスはそれ程心配した形ではないのではないかと思っている。ご覧のとおり、(5) 電子部品・デバイスは、先程申し上げたように、いつまで調子が良いかは疑問符が付くが、足許はご覧のとおりかなりの勢いで出荷が増えている感じだし、(6) その他生産財、素材関係も、第 3 四半期よりは結構良い形に着地した。ただ、素材の改善は、主に石油製品の灯油が、寒さの影響で、在庫が沢山減ったようなことが結構寄与している。鉄や化学などについて見ると、やはりまだ中国の過剰生産問題を抱えているため、それ程ひどいという状態でもないが、決して良くなるという感じでもない。そのような感じが続いている。



図表 30 は雇用関連だが、〈職業安定業務統計〉のうち有効求人倍率はご承知のとおり 12 月は 1.00 となり、1992 年以來、久方振りの 1 台への回復である。勿論、これは季節調整を替えるとまた数字が変わってしまうので、本当に意味があるかどうかは分からないが、取り敢えず、それ位まで雇用情勢は改善してきているということだろうと思っている。〈労働力調査〉について申し上げますと、12 月単月はご承知のとおりこれまで少し上がっていた失業率が、少し下がって 4.4% になった。ただ、これは月々の振れが大きいので 10~12 月を均した感じで申し上げますと、一つは雇用者数が、やはり結構高い伸びを維持しているということである。これは去年が低かった要因があるので少し割り引く必要があるが、そこそこの伸びを維持している。ただ一方で、実はここには書いていないが、自営家族従業員が結構減っており、その結果として、就業者の伸びでみると前年比 +0.5% 位で割と安定している。そうした中であって、一つは前から申し上げているように、労働参加率にどうも下げ止まりの気配がある。それからいわゆる自発的離職者が少し増えているという感じがあるために、雇用情勢は改善しているのだが、失業率は前のようにどんどん下がっていくというよりは、少し下げ止まっているような感じになっている。前にも申し上げたように、労働需給の改善プロセスでは、時々こういうことが起こりやすく、今はこういった状況が続いている、という評価で良いと思っている。一方、〈毎月勤労統計〉に関しては、ご覧のとおり、常用労働者数はいつものように 0.5% の伸び。名目賃金に関しては、ご覧のとおり所定内給与が、このところ 0.5% を若干上回る感じで少し伸び率が上がってきている。それに加えて、特別給与はご覧のとおり 12 月は 2.3% の増加であった。この結果、図表 33 にあるように、11 月、12 月の特別給与は (2) のとおり前年比で 1.8% の増加であった。そうすると数字的には、1 年前の冬及び去年の夏のボーナスと大体今同じ伸び率になっている。ご覧のとおりアンケート調査等を見ると少し良くなっているので、私共としては 12 月の確報とか、1 月辺りでもう少し伸びて何とか 2% 台は行きたいなと取り敢えず思っているが、一応現時点でもそれなりの伸びが確認されている。

この結果、図表 34 でいわゆる毎勤ベースで雇用者所得を計算してみると、ご覧のとおり四半期毎の振れはボーナスのあるところとないところで振れるが、大まかに見ると、大体前年比 1.5% アラウンドで、雇用者所得は増えている感じになる。この 1.5% アラウンドの増加というのは、実は私共は暫く前から予想していた値とほぼ同じである。ただ一方で、後程申し上げるように、実質成長率の方は、暫く前に見ていた数字よりも結構上がってきているので、結果としてみると、いわゆるユニット・レーバークストは、成長率が上がった割には実は労働投入はそんなに増えていない。裏返して言えば、生産性がそれなりに上がっていて、実は結果的にユニット・レーバークストが下がっているという感じになっている。このことは先程申し上げたように、恐らく企業収益は、以前みていたものよりも上振れて着地する可能性が高いということや、あるいはまた、後程申し上げるように、物価は、特に下振れている訳ではないが、成長率が上振れている割には動きがないということと総じて整合的だと考えている。

図表 35 は物価だが、C G P I が出ていないので、商品市況だけを確認させて頂く。図表 36 のとおり、国際商品市況は年明け後もかなり上がった。(2)にあるように、原油価格は今月に入って実は少し下がっているが、ご承知のとおり先月末は W T I でも 68 ドル位まで行ったし、ドバイは実は去年の秋を上回るところまで行った。それから非鉄金属は、今月に入ってもかなりの勢いで上がっているので、全体として国際商品市況はかなりの上昇になっている。図表 38 の国内商品市況をご覧頂いても基本的には同じようであり、結構上がっている。上がっている主因はやはり石油と非鉄であり、石油関係は暫く前までは圧倒的に灯油の上昇であった。これは例の寒波の影響である。さすがに灯油は行き過ぎて反落してきているのだが、変わってガソリンなどは少し上がっているし、化学品なども少し上がっている。それに加えて何と言っても非鉄が非常な勢いで上がってきているために、全体としての商品指数は日経新聞を毎日見ると、商品指数が毎日 0.5 とか 0.6 とか普段あまりないような単位で上がっていくのがお分かりだと思うが、そのような状況である。従って、C G P I は恐らくはま

だ上昇基調が続くのではないかと考えている。図表 41 はC S P Iだが、ご覧のとおり海外要因を除いて12月は $-0.5\%$ ということで、四半期単位で見ると少しずつマイナス幅が縮んでいるが、他の物価指数に比べてマイナスが大きい感じである。ただ、これもやはり1月という割と値段の変わりやすい月には少しマイナス幅が縮小すると思われる。1月は、物価統計担当では、多分 $-0.2\%$ 位まで行くのではないかとみているようである。図表 42 は消費者物価だが、ご承知のとおり12月の除く生鮮の前年比は11月と同じ $+0.1\%$ であった。ということは逆に言えば、例の特殊要因を除いた部分は依然としてゼロのままということである。ただ、今月は少しトリッキーな話の一つあって、図表 43 をご覧のとおり、実は米国型コアというのが11月は $-0.2\%$ だったのが、12月に突然 $+0.1\%$ になってしまい、除く生鮮と同じになってしまった。実はご覧のとおり石油製品の寄与度はほとんど動いていないので、これは少し変なことが起こっているということである。要因としては、一つは生鮮食品には属さない卵の値段が下がったこと。ただ、食料を除くベースには、入らないのでその影響が二つの指数を近付ける方向に働いているということはあるのだが、とても卵だけでは、 $+0.3\%$ も影響するはずはない。実は、これは四捨五入の結果である。我々はラウンドと呼んでいるが、要するに物価指数というのは、前年比を計算するまでに大まかに言えば3回四捨五入をする。要するに、今年の指数を小数点第一位で四捨五入する。去年の指数レベルを小数点第一位で四捨五入し、それをもう一回割り算して四捨五入するという操作をした結果出てくるものが、普段我々が見ている数字なので、実は個別品目を積み上げて計算するものと比べると、 $0.1\%$ 位平気でずれるのである。今月の除く生鮮の $+0.1\%$ というのは、実は $+0.2\%$ に近い $+0.1\%$ であって、逆に言うと米国型コアは、実はかなりゼロに近い $+0.1\%$ なので、本当は $0.2\%$ 位依然として離れているというのが実態であろうと考えている。そういう意味では、除く生鮮は少し弱めに出ている。そのほか1月に関して考えると、特殊要因では、石油製品が灯油の上昇によってプラス寄与を拡大する。それから電気代は、去年の電気代引き下げの影響がなくなるのと、

今年の燃料費調整制度の値上げがあるので、プラスに転じる。それから電話料のマイナス寄与はなくなるので、それだけで黙っていても特殊要因は0.4%近いプラスになっていることになる。あわせて先程申し上げたように、実力もゼロと言いつつ少し上めにきているかもしれないという感じがあるので、1月は一応+0.4%~+0.5%位の前年比になる可能性が一番高いと現時点では思う。いつも申し上げるように、そこから0.1%位ずつは上下にぶれる可能性が常にあるということを申し上げたうえで、現時点ではそうみている。

以上申し上げたように、数字は総じてサプライズのないものが続いている。ただ、1個1個はサプライズがなくても、全ての需要項目が同じ方向、すなわち全て上向きの方であるために、全部を足すと意外に大きくなる可能性が高い。来週、ご承知のとおりGDP統計が出てくるが、GDP統計はまだ家計調査の全世帯が出ていないので、現時点で予測するのは相当危ないのだが、民間から出ているように、前期比+1%程度の成長があったとしても決しておかしくない状況にある。仮に、前期比+1%で考えると1~3月が横這いであっても年度の成長率は+3%となる。これもあまり知られていない事実だが、去年の基準改定の際に、過去のGDP系列が遡ってグンと変わったので、実はバブル崩壊後の回復局面の一番高い成長率というのは1996年と2000年の+2.8%ということになっている。従って、仮に+3%ということになると、バブル崩壊後の回復局面では、成長率としても一番高いという数字になる。その蓋然性はかなりあるとお考え頂ければと思っている。なお、一点だけ細かいことを言っておくと、図表35をご覧頂くとCPIの含む生鮮というのは、実は7~9月よりも10~12月の方がマイナス幅は大きいのである。GDPデフレーターというのは、この生鮮食品も含むものだから。従って、元々原油価格がさらに上がっていることに加えて、生鮮食品が下がるというよりは、正確に言うと一昨年台風が沢山きて野菜の値段が沢山上がったのである。その結果、去年は前年比で見て野菜が沢山下がっているのに、GDPデフレーターは、多分マイナス幅がなにがしか拡大する可能性はあるということを一応申し上げてお

きたいと思う。私の説明は以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。やはり消費者物価指数に興味があるのだが、トレンドとしてと言うか実力と言うか、それが一応ゼロ位になっているのだが、刈り込み指数というのも前にやっていたと思うが、それだとどのような感じか。

早川調査統計局長

今手許に持っていない。またこれは誰かに計算してもらわないとできない。

岩田副総裁

メディアンなどというようなものを計算したことがあるか。

早川調査統計局長

ない。昔アメリカの誰かの論文でメディアンが良いという説もあった。

岩田副総裁

10%刈り込みに近い話だと思うのだが。

早川調査統計局長

ウェイト抜きで、いわば真中のものというようなものである。成長見通しには、私共の見通しではないが、メディアン、中央値というのはある。中央値を計算するのは面倒かもしれないが、刈り込みはかなりできると思う。

門間調査統計局参事役

計算している。

早川調査統計局長

プログラムを作っているはずだから計算できるはずである。

福井議長

他に宜しいか。それでは最後に、金融環境について白川理事と山口企画局長から願います。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

山口企画局長

資料-5(参考計表・その2)でご説明する。まず図表1だが、(1)銀行貸出については、1月は前年比+1.3%となった。12月は速報段階では+1.3%だったが、これが下方修正されて+1.1%になったので、一応順調にプラス幅が拡大している姿である。通常ご説明していないが、特殊要因調整前の前年比を見ると、-0.0%と前年並みのところまで回復してきた。業態別には地銀Ⅱがプラス幅を少し縮小している。りそな銀行と奈良銀行が合併して都銀になったため、奈良銀行の分が減少し都銀が増加した結果である。いずれにしても銀行貸出全体については、それなりのペースでプラス幅が拡大しているといった評価で良いのではないかと考えている。

(2)民間部門の総資金調達だが、1月は-0.0%であり、これも前年並みまで戻ってきた。内訳を見ると、銀行・外銀等の金融機関からの借入が、小幅ではあるが寄与度を高めているし、CP・社債といった直接市場調達の寄与度も高まっており、資金需要としても、減少幅が縮まるという動きから脱し、いよいよ下げ止まりが明確化しつつある。多分これから先は、前年比プラスの展開が十分展望できるところまできているのではないかと思う。次は、図表2資本市場調達、(1)発行段階のスプレッドである。

CP・社債とも大きな変化はない。全体として非常に低いスプレッドであり、発行環境は良好な状態が続いている。ただ、極く小さな動きではあるが、CPのA1格をご覧頂くと、1月は12月に比べてスプレッドが少し拡大している。A1格については、年度末越えの3か月物のウエイトが高かったため、それに引っ張られる形でスプレッドが拡大している。(参考)の表は3か月物について、発行スプレッドの推移をみたものだが、A1+格、A1格ともにスプレッドが拡大している。年度末越えに対して、金融機関の引き受け姿勢は、量的緩和の解除も念頭に置きながら、やや慎重になってきている。この辺りが、非常に小幅ではあるが、スプレッドの拡大に繋がっているようである。一方、そうした中での発行額を示したのが(2)のグラフである。棒グラフの前年差をご覧頂ければお分かりのとおり、昨年の後半以降、発行額ははっきりと増加方向で推移してきたが、折れ線グラフで直近の動きをご覧頂くと、年度末越えについて、今申し上げたような金融機関等の引き受け姿勢の慎重化が見てとれる。その辺を反映して発行額が若干縮小している。図表3、(3)公募社債の発行額については、1月は1,450億円で12月対比少し膨らんでいる。12月は年末を控えて元々社債の発行額が減少する時期であり、通例であれば1月はもう少し発行量が増えても良かったのではないかという感じである。その意味では、低水準にとどまったという評価である。ただ、1月は一般債の振替システムがカットオーバーしたにもかかわらず、元利払手数料のスキームが決まっていなかったため、発行体が社債の発行の様子見するという動きが多少あったようである。従って、実勢として社債の発行量がスローダウンする方向に動いたということではないと思っている。(4)はCPと社債のストックであり、折れ線グラフが全体の前年比である。11月、12月と+4%台の前半が続き、1月は+4.5%となり、非常に微妙ではあるが伸び率が高まる方向での推移が続いている。この間寄与度を見ると、CPは一貫して寄与度を高める展開だが、社債については多少振れがある。ただ、それなりのレベルで推移してきている。公募社債の発行額は、先程も申し上げたように低調にとどまったが、その一方で、発行残高はそこそこ伸びてい

る訳だが、これは、当然のことながら、この時期の償還が少なめだったことによるものである。(5) はエクイティファイナンスだが、1月の転換社債は300億円ちょっとであり、引き続き低調地合いが続いている。それから増資は1,000億円程度であり、年初という要素を含めて考えれば、堅調地合いが継続しているという評価で良いと思う。次に図表4はローンサーベイの結果である。まず(1) 資金需要のDIだが、ご覧のとおり、大企業向けも中小企業向けもともに需要増加ということで金融機関はみている。このDIのレベルは、大企業、中小企業ともに既往ピークとなっている。さらに、(2) で資金需要が増えた理由を金融機関に聞いているが、大企業については、売上の増加、あるいは設備投資の拡大が資金需要の増加にながしか寄与している感じになっている。中小企業については、売上増とか設備投資の拡大もあるが、金融機関の資金需要の掘り起こし努力がかなり効いている感じである。今申し上げた金融機関の貸出運営スタンスだが、(3) のグラフをご覧頂くと、今回のローンサーベイでも大企業向け、中小企業向けともにスタンスは前傾化している。図表5、(4) は企業の格付け別の利鞘設定スタンスである。細い実線が格付け上位、点線が中位、太い実線が下位だが、上位、中位についてはほとんど横這いであり、格付けの相対的に低いところに対して利鞘を低めに設定していく形で資金需要を掘り起こそうという感じが出ている。(5) は新規の貸出約定平均金利だが、長短含めた全体感としては、引き続き弱含みという理解で良いと思う。特に短期はそうした感じがはっきりしている。ただ、長期については、昨年の年末に掛けて多少上昇に転じているが、基調が変化したのかどうかについてはもう少しみていく必要があると思っている。図表6の(1) は、企業から見た銀行の貸出態度である。中小公庫の調査結果は、ご覧のとおり非常に高いレベルで緩和感を維持しながら横這っているという結果である。それから国民公庫の調査結果は、水準としてなお厳しい訳だが、そういう中であっても少しずつ厳しさが緩和してきている。(2) は資金繰り判断だが、中小公庫・商中の調査は結構振れている。水準感として既に良いところまできている感じがあるというのは、予ねて申し上げてきている



が、そうした中でも、少しずつなお緩和方向と言うか、余裕含みの方向への展開が続いているように見える。国民公庫については、依然としてマイナスの世界だが、そうは言いながらもジワジワと良い方向に向っていく感じになっている。図表7はマネー関連である。まず(1)マネタリーベースは、1月+1.4%である。銀行券については12月+1.9%の後、1月も+1.9%で横這っている。当座預金については、このところ振れが大きい訳だが、1月についてはプラスとなり、その結果、全体としても+1.4%の伸びになった。(2)マネーサプライだが、1月は+1.9%で、12月と同じ伸び率である。貸出が少しずつ伸び率を拡大している中で、マネーサプライについては同じ伸びにとどまっているが、一つには12月のボーナスが比較的良かったということであり、その分の源泉税の揚げが1月は多かったようである。税収増がM2+CDの伸びを抑える方向に作用したということである。それからもう一点は、投資信託へのシフトである。以上が計数についてのご説明である。多少とも注目すべき点を整理して申し上げますと、銀行の貸出態度は、かなり積極的である。それから機関投資家等の資金運用姿勢も、前向きな状態が続いている。企業の資金需要も、金融機関等の掘り起こしが功を奏している面もあるが、一方で売上が伸びている、あるいは設備投資が増えている、また、多少従業員に報いるという意味で賃金の引き上げも行われているし、株主に報いるという意味での配当の増加もある。このようなことから、資金需要自体も少しずつプラスの方向に向っているということだろうと思う。そうした中で、企業から見ての調達コスト、あるいは金利環境は全体としては依然弱含みである。ただ、CPについては年度末要因が支配的だと思っているが、スプレッドが少し強含んできている。貸出金利についても、長期が中心ではあるが、昨年末に掛けて少し反転しているといった動きもある。こうした金利の動きが、年明け以降、あるいは年度明け以降、どのような形で展開するのかということも当面の注目点かと思っている。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。最後のマネーのところなのだが、マネーサプライで、M1のこのところの伸びが+4%~+5%台となっているが、ECBも伝統的には参考指標としてはM3なのだが、M1がこのところ伸びてきているので心配だというステートメントを出したような記憶があるのだが、これをどのようにみているか。

山口企画局長

まず心配か、と問われれば、特に心配してはいない。全体としては、企業のキャッシュ・フローが増加していて、それが預金に滞留するということが起きているのだろうと思う。例えば、1月で言うと、CDの伸び率がかなり高まっている。このような形でCDに滞留してみたり、あるいは流動性預金に滞留してみたりということが起きやすい状況になってきている、と受止めている。

岩田副総裁

準通貨を見ると、まだマイナスというか、マイナス幅はむしろ拡大しているので、動きとしては定期から要求払いにシフトしていると見えるのだが。

山口企画局長

CDにシフトしているものもあるかもしれない。金利の有利、不利ということで言えば、定期よりはCDを選好することになるのではないか。利回り選好からは準通貨からCDへのシフトがあり、また流動性を高く持っておきたい部分については、流動性預金に滞留させているということではないかと思っている。

岩田副総裁

流動性の高いものを持つという意味は、例えば株を買うか何か分からないが、定期で置いているよりは直ぐトランザクションに使えるようにというモチベーションがあると考えて良いか。

白川理事

M1をさらに見ていくと、例えば銀行券もこのところ少し伸び率が上がっている。大きな流れで見ると、金利は下がるどころまで下がった訳なので、金利面からはそれ程の変化はなく、どちらかと言うと、伸び率がこの後多少は下がるかなとみていたところ、今回足許は少し強めである。これはパズルと言うか、どのように解釈すべきかと議論しているのだが、エビデンスがある訳ではないが、個人消費など、経済活動が少しずつ活発化すると、なにがしかキャッシュの方にも影響してくる。勿論、膨大なたんす預金がある訳だからそれを充てれば良いのではないかということにもなるのだが、ただ、それは一応ある程度たんす預金としてブロックされているものはそれぞれあって、追加的に取引が活発になれば増えていくという面もあるいはあるのかと思う。ただ、このように言いながら、あまり論理的でないとも思っており、なかなか明快な解釈はないと思う。

西村委員

宜しいか。中小企業向け貸出金利の低下で、資金需要が非常に増えているということだが、これがどこに出るのか非常に気になる。答えにくい質問だとは思うが。

山口企画局長

どこに出るかという点。

西村委員

具体的な資金需要の裏である。勿論そういうデータは難しいとは思いますが。

山口企画局長

貸出金利の低下によって掘り起こされた資金需要は、結果として設備投資の拡大に向かっている分もあるだろうし、売上の増加に向かっているものもあるだろうと思う。ただ、資金需要をきちんと分けて、売上や設備投資の増加に対応した部分、またそれ以外で、例えば賃金の増加あるいは配当の増加に対応した部分などに区分して把握することは、実際問題不可能である。

西村委員

それが投機的な資金に向いている、といった動きはないか。つまり、設備投資の拡大と売上の増大とは別に投機的需要が入っている、しかも量が大きいという可能性が少し気になる。答えにくいというのは分かるのだが。

山口企画局長

ここでは、資金需要が増加した理由をみるために、ご覧のようにウエイトを付けて、重要とみているものを3点、やや重要とみているものを2点、重要でないとみているものを1点という形でその平均値を示している。従って、例えばご質問の点で言えば、2004年第4四半期と2005年第4四半期の差は、2倍以上あるが、この差が貸出金利の低下を背景とした資金需要の規模の差であるとみる訳にはいかないように思う。いずれにしても、貸出金利の低下によって掘り起こされた資金需要が全て投機的なものということではないし、繰り返しになるが、量自体がグラフが示す程大きく増加しているかどうかについても、今一つ留保してみたい必要があると思う。

福井議長

他に宜しいか。本日予定されていた議事は終了した。明日は午前9時に再開する。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、この場の皆様方におかれては厳正な機密管理をくれぐれも宜しくお願い申し上げます。それでは閉会とする。

(15時37分中断、9日9時00分再開)

### Ⅲ. 金融経済月報に関する執行部説明

福井議長

では、定刻なので決定会合第二日目を開催する。今日は金融経済情勢に関する討議、それから金融政策運営に関する討議、決定ということが議題の主内容である。後の方で金融経済月報の検討もする。いつもと違って、今日は前回の議事要旨の承認はない。政府の方から財務省は赤羽副大臣にお越し頂いた。内閣府からは昨日に続き中城内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いします。会合の中でのご発言は全て記録させて頂く。委員及び政府からご出席を頂いた方々については、そのことを宜しくお踏まえのうえ、ご発言頂きたいと思う。それでは金融経済情勢に関する討議に移りたいと思うが、議論の前提として事前にお配りしている金融経済月報の案について、執行部から簡単に説明をお願いしたい。

門間調査統計局参事役

それではA3の紙でご説明させて頂く。前月、内外需の増加に生産の増加も加わったことなどを踏まえ、様々なバランスが良くなり、景気の回復の持続性が幾分増してきたという判断のもとに、「わが国の景気は、着実に回復を続けている。」と、「着実に」という三文字を入れたが、その後の状況に基本的な変化はないので、今月も「わが国の景気は、着実に回復を続けている。」ということで宜しいかと思う。それから各論だが、細かいところで三点変更がある。一点目は生産だが、生産は前月、一進一退から

はっきり増加トレンドへ切り替わったタイミングであったので、前月の段階では「生産も増加の動きが明確になってきている。」と、その変化に焦点を当てた表現にしていたが、今月はそのトレンドが続いているので、輸出と合わせて「輸出や生産は増加を続けており、」としている。それから二点目は住宅投資である。均してみれば強含みで構わないと思うが、足許の12月単月で見ればかなり減少しているし、10~12月で括っても若干減少なので、前月までのように「強含みの動きが続いている。」とまでは言わずに、「強含みの動きとなっている。」とさせて頂いている。三点目は公共投資だが、去年の半ば位までは横這い、ないし若干増加の局面もあった関係で、前月までは「基調としては減少傾向にある。」と申し上げてきたが、10~12月の足許のところは、公共工事の出来高、請負ともに減少しているので、「基調としては」と言う必要はあるまいと考え、単純に「減少傾向にある。」とさせて頂いている。以上三点、実質的な判断の変更と言える程のものは一つもない。足許の指標の出方を踏まえると、こういう表現の方が若干良いかなという位の変更である。足許の前段のところでは基本的な判断の変更はないし、外部環境にも特段の変更はないと思うので、先行きについても考え方を変えてはいない。「景気は着実に回復を続けていくとみられる。」ということである。「すなわち、」以下の説明文についても、読み上げないが前月と同文である。次に物価だが、国内企業物価については、前月以降新しい指標が出ていない。消費者物価だが、直近のところは+0.1%、これが2か月目の+0.1%なので、若干のプラスに転じているから、今月は「若干のプラスで推移している。」と文末表現だけを変更している。实体经济は以上である。

#### 内田企画局企画役

続いて金融面だが、実体的な変更は一箇所だけである。三行目だが、民間の資金需要に関する判断である。前月まで「減少テンポがかなり緩やかになっている。」としていたが、今月は「下げ止まりつつある。」と変えたいと思う。理由としては、昨日ご説明したとおり、民間部門の総資金調達

が前年比でちょうどゼロになったということ、それから振れの多い統計ではあるが、ローンサーベイの資金需要判断も改善しているといったことを踏まえたものである。あとは数字の変更である。マネタリーベースについては、1月の数字は+1.4%であったので、「1%」から「1%台」と変えている。為替・資本市場について、前回会合時を申し上げますと、長期金利が1.4%台の後半位であった。日経平均が15,700円位ということで、今日は上がっている所以これは問題ないと思う。それから円/ドル相場は115円台の前半であり、これも118円までいっている所以、円安という評価で問題ないと思う。以上である。

福井議長

内容及び表現については、また後刻討議の後で検討したいと思うが、取り敢えず今の執行部の説明についてご質問があればどうぞ。宜しいか。

#### IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

##### 1. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

それでは次に金融経済情勢の討議に移りたいと思う。いつものとおり最初に各委員から大体5分ずつの見当でご発言頂きたいと思う。今日は武藤副総裁、岩田副総裁、福間委員、西村委員、中原委員、須田委員、水野委員、そして最後に春委員という順番でお願いしたいと思う。最初に武藤副総裁からお願いする。

武藤副総裁

前回会合以降、多くの指標で12月の実績が公表され、10~12月の姿が明らかになった。これを踏まえて経済・物価情勢に変化がないかを確認することが今回の情勢判断のポイントであると思う。

まず海外経済だが、米国、東アジアを中心に拡大を続けている。米国の10~12月の実質成長率は前期比年率+1.1%と、前期と比べて低めとなっ

た。これは前期に高い伸びとなった乗用車販売の反動減による個人消費の落ち込みや、ハリケーン被害に伴うエネルギー輸入の増加など、一時的な要因が重なった影響が大きいとみられる。設備投資は着実に拡大し、雇用環境の改善も続いており、景気拡大のモメンタムに変調は窺われない。物価面では、コアCPIは需給改善などを背景に緩やかに上昇している。こうしたもとで先月のFOMCでは25bpの利上げが行われ、いわゆる中立的な金利水準に近づきつつあるという見方が強まっている。東アジアでは緩やかな景気拡大が続いており、ユーロエリアでもユーロ安による輸出や生産の持ち直しなどから、企業部門を中心に回復に向けた勢いが徐々に強まっている。先行きも、世界経済は原油高やインフレ心理の高まりといったリスク要因を抱えつつも、潜在成長率近傍の堅調な拡大を続けていくとみて良いと思う。

こうしたもとで、我が国の輸出は増加を続けている。地域別に見ると米国向けが10～12月は自動車関連を中心に高い伸びとなった。また、昨年央まで伸び悩んでいた中国向けも7～9月の大幅増加の後、10～12月もしっかりと増加しており、増加基調が明確になっている。先行きも海外経済が拡大を続けるもとで、実質実効為替レートが1985年以来の円安水準となっていることにも支えられて、輸出は増加傾向が続くと見込まれる。内需を見ると、企業部門では、上場企業の10～12月期決算の好調にも現われているように企業収益が高水準を続けており、設備投資は、製造業、非製造業、大企業、中小企業とも増加を続けている。高水準の企業収益が続く中で、設備の過剰感が払拭されているということもあって、先行きの設備投資は引き続き増加していくと予想される。

好調な企業部門から家計部門への波及も明確になっている。雇用面では、有効求人倍率が13年振りに1倍台を回復するなど、労働需給に関連する諸指標が改善を続けており、企業には人手不足感も現われている。雇用環境が改善する中で求職意欲も強まりつつあり、労働参加率の下げ止まりが明確になっている。これらの結果として、雇用者数は増加を続けている。賃金面でも、冬のボーナスが今年の夏並みの伸びとなったほか、所定内給



与も一般労働者の賃金上昇を主因に緩やかに増加している。必要な人材の確保、繋ぎ止めのために若干の定例給与の引き上げはやむを得ないという認識が強まっているようであり、今後、雇用者所得への波及が一段と強まっていくことが期待される。以上のような雇用・所得環境のもとで、個人消費は底堅く推移している。雇用者所得の増加に加え、株価の上昇などを背景に消費者コンフィデンスも改善傾向にあり、先行きの個人消費も着実な回復を続ける可能性が高いと考える。

内外需が着実に増加するもとで、生産は増加を続けている。これまでは一時的な要因の影響もあって、需要動向に比べて回復が遅れ気味だったが、10～12月の生産は、電子部品・デバイスや輸送機械等を中心に前期比+2.7%と比較的高い伸びとなった。先行きも予測指数等から見て、+1%台半ばの伸びが期待できると思う。出荷も高めの伸びとなっている。在庫についてみると、電子部品・デバイスは在庫調整を終了し、はっきりした回復局面にあるほか、素材業種でも高付加価値品の需給が引締まっているなど、在庫調整は軽度にとどまっている。鉱工業全体でみれば、在庫は概ね出荷とのバランスが取れている状況と言えると思う。

以上を総合すると、海外経済が拡大を続けるとともに、国内民間需要の企業部門の好調が家計部門に波及し、それが個人消費の増加を通じて企業部門に還流する前向きな循環が働いているということが確認できたと思う。我が国の景気は、内需と外需、そして企業部門と家計部門がともに着実な回復を続けており、こうした姿が先行きも続くという、これまでの情勢判断に変化はないということだと思う。

次に物価動向だが、国際商品市況は、原油が地政学的リスクを主な背景として高値圏で推移しており、非鉄金属もIT関連用への需要好調などから上昇を続けている。こうした国際商品市況高や昨年後半における円安などを背景に、国内企業物価は上昇を続けており、先行きも上昇を続けるとみられる。生鮮食品を除いた全国消費者物価は10月に前年比0%となった後に、11月、12月は電気料金のマイナス寄与が縮小したことから、前年比0.1%のプラスとなった。1月の東京も前月に比べ+0.3%ポイント改

善し、+0.1%となった。東京の数字から見て、1月の全国の数字は比較的是っきりとしたプラスになるのではないかと思われる。需給環境の緩やかな改善が続く中で、電話料金引き下げの影響が剥落していくことを踏まえ、1~3月に掛けてかなりはっきりとしたプラス基調になっていくと見込まれる。その先についても、一時的な要因に伴う短期的な変動はあるとしても、需給ギャップが緩やかな改善を続けてユニット・レーバークストからの下押し圧力が減じていくという状況のもとで、前年比でプラス基調になっていくと予想される。また、先程述べたように、定例給与の引き上げの動きが広がる場合には、サービス業等を中心に、4月の価格改定にこれを反映させる動きが出てくることも考えられる。こうした点も念頭に置きながら物価動向を確認していきたいと考える。

最後に、金融情勢について申し上げたいと思う。まず金融・資本市場だが、株価は、ライブドア問題で下落した数日後には回復して、現在は日経平均で見て16,000円台まで上昇している。高水準の企業収益や景気の着実な回復といった、株式市場を巡る基本的な環境に変化がないことを、市場参加者が確認しているということであろうかと思う。こうした中で、長期金利は若干上昇、一方、為替相場は円安ということである。特殊要因調整後、銀行貸出は昨年夏に前年比でプラスに転じた後、増加幅が拡大してきており、貸出の改善傾向が続いている。銀行は、貸出姿勢を積極化してきており、貸出金利は低下基調にある。量、金利の両面から資金調達環境は好転している。こうしたもとで、民間総資金調達はほぼ前年並みに回復しており、民間の資金需要は下げ止まりつつあるとみられる。以上である。

福井議長

次は岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

それではまず、アメリカの経済についてである。GDPの数字は、前回会合で、第4四半期は+2.5%程度ではないかと申し上げたのだが、

+1.1%という結果になった。一番の見込み違いは在庫である。在庫がもう少し溜まるかと思ったのだが、思ったよりも溜まり方が少なかったというのが一番目の理由で、二番目は輸入が思ったよりも大きかった。三番目は、軍事支出が13%減少という要因、こういう要因が重なり、思ったよりも低くなったということかと思う。ただ、年が明けてからの数字を見ると、個人消費、さらに設備投資関連、耐久財受注、あるいは消費者マインドというのは堅調である。恐らく今出ている数字で判断すれば、第1四半期は+4%~+5%程度の成長率の経路に乗っているのではないかと思う。その中で、労働生産性が、第4四半期はGDPが落ちたので前期比年率で-0.6%と大幅に減速したのだが、2005年の平均を取ってみると+2.7%である。これは従来から私が考えていた、+1.5%は全要素生産性、残りはキャピタル・ディープニングという数字とほぼ見合ったようなものだと考えている。それから労働生産性は、第1四半期は+4%~+5%の成長率ということであるとすると、恐らくもう一度リバウンドするのではなかろうかと考えている。その意味では、長期的なインフレ期待、あるいはコアのPCEというのは、失業率等がかなり下がってきているが、比較的落ち着いた動きになるのではないかと考えている。ただ、住宅の方を見てみると、どうやら中古住宅の売買回転率というのは、2005年4月に既にピークアウトしている。それからさらに、自動車販売についても、オートローンが、政策金利が上がってきたので、2003年の+2%から足許+6%まで上がってきている。このようなことを考えると、住宅投資を中心に、アメリカ経済の拡大は、緩やかに減速しているのではないかと思う。企業収益も足許高水準なのだが、アメリカの株価や企業収益は、平均回帰の傾向があるので、恐らく少しずつ減速していくのではないかと思う。この文脈から印象的なことは、過去の景気の局面を見てみると、最後の利上げが景気の山とほぼ一致しているという事実、あるいは失業保険の受給者が一番低い時が同時に景気の山になっているということである。特に失業保険の受給者が、1月21日で終わる週では28.9万件ということで、2000年7月以来の最低水準になっている。それから金融政策の方で言うと、過去、実質

のフェデラル・ファンド・レートが3.5%以上でないと景気後退はなかったという事実もあり、その二つの間で決まってくるのではないかと考えている。全体としては、恐らく緩やかに減速していくのではないかと考えている。

日本経済は、GDPの成長率で言うと、全産業活動指数が10~11月期で前期比1.2%増加していることを考えると、恐らくその位の実質成長率、つまり年率で言うと+5%位はあり得る。どこを見ても足許は良い数字が並んでいるという今の状況で何か懸念材料があるかということだが、一つは私が前から申し上げている電子部品・デバイスの部分についてどう考えるかということである。足許は絶好調に間違いない。BBレシオも1.19まで上昇している。ただ、同時にアメリカのハイテク部門の労働時間は、これまではかなり高い伸びだったのだが、1月に入ってから急減速している。シンガポールのハイテク部門のPMIも減速している。これは春節の影響もあるのではないかという人もいるので何とも言えないのだが、両方や減速の動きが出ている。アメリカのBBレシオも実は1以下のままなのだが、1以下のままでどうもピークアウトの気配が出ている。日本の電子部品の売上、収益は、これはマーケットのアナリストの見方が色々あるのだが、第4四半期ないしは今年の第1四半期がピークになるのではないかという予想が出ており、IT関連財の出荷の伸びは、年末に掛けてピークアウトしつつあるのかもしれない。それから22~23か月周期のいわゆる電子部品サイクル、これはICの集積度が1年半~2年で倍増するということがどうもベースにあるようで、ムーア循環と呼ぶ方がおられるが、それで考えるとどこかでピークがあってもおかしくない。つまり、昨年を振り返ってみると、私の認識では、半導体のシリコンサイクルは2005年6月がボトムだったと思っている。それから上昇局面が約1年位あって、下降局面が約1年あるとちょうど23か月位でワンサイクルになるのだが、そうすると今年の夏頃にピークになる可能性がある。これが深い落ち込みになるとは必ずしも思わないが、2003年にあり、2004年にあり、またもう一度あるということはどこか念頭に置いておいた方が良いのではない

かと考えている。消費者物価指数だが、このところ2か月連続して+0.1%となった。しかしながら、実力ベースで見るとまだゼロのところである。刈り込み指数で見ると、やはりまだ-0.1%となっており、トレンドとしてのコアの消費者物価指数の強さというものについて見ると、まだ、やや心もとないところが残っているということかと思う。調査統計局の方で、消費者物価指数について、価格粘着性がどの位あるかというワーキングペーパーを出しているが、どうもサービスはより粘着性が高い。それから企業物価指数と比べて、一般的に消費者物価指数はどれも粘着性が高いようである。刈り込み率10%指数と加重中央値でみると、ほとんどゼロ——例外的に2002年、2004年を除くと——に張り付いたような形になっており、日本の消費者物価指数は全体としてかなり粘着性が強いと思っている。それから総務省の方の報告によると、連鎖指数で見ると、現在のコアの消費者物価指数は、平成16年度で連鎖指数とそうでないものを比べると0.2%下がることも考慮しておいた方が良いのではないか。それからコアの消費者物価の過去の改定では、0%、-0.2%、-0.1%、-0.3%という実績もある。いわゆるパーシェ効果と言うか、上方バイアスの問題については、基準年から6年経過した時点だと0.3%位あるという報告も総務省からなされていることも念頭に置いた方が良いのではないかと思っている。最後に、経済財政諮問会議で随分話題になっているが、名目成長率と長期金利の動きについてコメントする。実はアメリカでも、どこまで連邦準備が短期金利を引き上げるかということと関係がある話であり、通常の場合よりも余分に短期金利を少し引き上げないと長期金利がなかなか上がらないという状況がある。日本の場合も、アメリカと同じようなことが起こるのかどうかということが、一つの話題になっているかと思う。アメリカでは二つの仮説が言われており、一つは期間プレミアムが非常に小さくなっている。マクロ経済の安定性が高まっているということと、金融政策運営の透明性が高まったのでプレミアムが小さくなっているという話と、もう一つは、バーナンキ議長がおっしゃっているような、世界の貯蓄・投資バランスで決まる市場の長期実質金利が低くなっている

という、事前の意味での貯蓄超過ということ。先進国を見ると、市場の長期実質金利は、大体 1%~2%位になっている。世界を見てみると、アメリカ、オーストラリア、カナダ、スペイン、アイルランド、ニュージーランド、ノルウェーといったような国で実は名目成長率の方が高いという事実が観察されるのだが、共通していることは、潜在成長率が、今述べたグローバルな長期実質金利を上回っているところ、潜在成長率が+3%以上あるようなところで、どうもそういう傾向があるように思う。であるから、日本の場合も、今の潜在成長率は+1%+ $\alpha$ 位とっているが、これが+3%位までいくと、そういうことがあり得るかと思う。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

世界経済は、引き続き景気拡大が続いている。原油、非鉄金属等、国際商品市況は、各国の堅調な経済成長を反映した需要の拡大と、地政学的リスク等による供給制約を背景とした需給の逼迫に過剰流動性の資金も流入した結果、昨年来急激な上昇を続けていたCRBインデックスも、一時350まで歴史的なハイを付けた。ただ一昨日、ニューヨーク市場で原油価格の下落をきっかけに金、亜鉛等、全般的に国際商品市況が利食いの動きから下落し、足許一服感は見られるものの、高値圏で推移している。昨日は、東京市場でも国際商品市況の下落、就中、金、非鉄を中心とする商品ファンドを組み入れたオルタナティブ投資、ヘッジファンド、投資信託の売りが株式市場に影響した。2か月位前に金が下がった時に、株が下がって円高になったことがあったが、同じようなことが少しスケールが大きく出たというのが昨日の動きである。米国については、労働さらには設備などの資源利用率の上昇が注目されていたが、先程からご発言されているように、先週公表された雇用関連統計はそれを裏付ける内容となっている。すなわち、1月の失業率は一段と改善し4.7%となり、また、時間当たり

の平均賃金は、前年比 3.3%の上昇となる等、労働需給の引締まりと労働コストの上昇が確認された。さらに 10~12 月期の労働生産性が前期比年率で 0.6%低下し、ユニット・レーバ・コストが 3.5%の上昇となったことから、先程の国際商品市況の高騰も手伝い、インフレ懸念が台頭した。ただ一方では、一部住宅市場で、価格低下を見越した買い控えの動きも出ており、トールブラザーズという建設会社の今期売上高の下方修正に端を発し、住宅投資の減速懸念から、景気先行きを不安視する見方が浮上している。先程申し上げたインフレ懸念がある中、住宅投資減退はデフレ要因に繋がるだけに、新議長のもとでの金融政策の先行きについて、市場ではやや不透明感が広がっており、それにつれて長期金利もやや上昇している。一方、我が国の経済は、基本的見解にもあるように——方向性が固まってきたので、段々短くなっているが——、オン・ザ・ライト・トラックでの回復を続けている。企業収益については、2003 年度頃までの増益企業は、リストラ効果を中心とした減収増益という形であったが、2004 年度以降の大方の増益企業は、販売数量増ないし価格アップによるトップラインの売上の増加を通じたボトムラインの純利益の増加、すなわち増収増益という姿に変わってきている。攻めの経営が決算面に現われてきているものと思われる。こうした変化が企業マインドの明るさを一段と増しており、資本財出荷が 10~12 月に前期比+2.2%となったことや第三次産業活動指数も前期比+1.4%となったことから確認されるように、設備投資は幅広い産業で増勢を強めている。最近では、デジタル家電、携帯電話、パソコン等の需要増から半導体、液晶パネル製造装置等で、慎重ながらも能増投資の動きが強まっている。また、銀行、証券業界など欧米にやや立ち遅れているシステムについて、高付加価値サービスの提供を含む機能アップのための本格的な再構築に踏み切る動きが広範化してきている。また、個人消費については、雇用・所得の改善や資産効果からサービス支出が拡大していることに加え、足許の厳冬もあって一段と底堅く推移しており、12 月の消費者態度指数は 1991 年以来の高水準になる等、消費者マインドは高まっている。非常に高いところにある。最近発表された経済指標のうち、

バブル期並みの状況にまで回復しつつある、あるいはそれに近いものを示している指標は少なくない。例えば、12月の鉱工業生産指数は、前月比+1.4%と5か月連続で上昇し、1991年5月に記録した過去最高を2か月連続で更新したこと、有効求人倍率が1992年以来となる1倍を回復したこと、12月失業給付受給者数が1993年以来の60万人割れとなったこと、さらには景気動向指数が110.7と1991年5月以来の水準を記録していること等が挙げられる。以上のように、設備投資、個人消費等の内需拡大による景気回復の自律性が高まっていることから、景気は一段と力強さを増している。それに加え、海外経済の好調を反映して、輸出も増加を続けていくと予想され、米国経済のスローダウン等、多少のリスクであれば吸収できる力を備えてきていることから、息の長い景気回復を続けていくことが期待される。消費者物価については、需給ギャップが一段と縮小している状況のもとで、春闘における賃上げやボーナス増、さらには不足感が強まっているパート、アルバイト賃金の上昇等により、ユニット・レーバークストの低下幅が縮小していくものと予想され、前年比プラスを続けていくものと予想される。金融面では、昨日執行部からあったように、1月の銀行・信金総貸出平残は前期比+0.0%と、2001年の統計開始以来、初めてプラスになったということである。最後に、東証の信用取引に対する代用担保掛目や委託保証金維持率の見直しの動きについて述べる。昨年12月27日の日経報道にもあったように、現行の掛け目である80%は1990年の相場急落時に当時の70%から緊急避難的な措置として引き上げられたものであり、証拠金率の30%もその頃から変更していない。東証では、株式市場の活況に伴う信用取引の急増を眺め、長期に亘り維持してきた異例の措置の正常化を窺っていたが、ご承知のようなことが起きたことに加えて、会員証券会社におけるシステム対応等に時間を要するので、なかなかこれが徹底しないということが起きている。と言うのは80%にしたのは15年前なので、80%が当たり前だという感覚ができて、システムを再構築しないと切り替えができず、これには金も掛かるためである。長い非常事態を経て政策を平時に切り替える場合に、関係者にある程度の準備期



間が必要であり、また一旦変更のタイミングを逸すると、なかなか実施に踏み切れないということも示している。現行の金融政策の正常化に当たっては、こうしたイナーシャの恐さをも念頭に置いておく必要があるのではないかと思い、東証の証拠金の問題を述べた訳である。

福井議長

西村委員から願います。

西村委員

前回会合から海外の状況、国内の状況ともほぼ想定通りであり、執行部の原案に違和感はない。付け加えるならば、相変わらず新車登録台数・除く軽は弱含みだが、前月と同様、高級車の売れ行きは依然として好調で大きな変化はない。ただ、二点程指摘しておきたいと思う。第一は、対外的には、中長期的ではあるが、いわゆるグローバル・インバランスの孕むリスクというものは十分に考えておく必要があると思う。現在米国では、経常赤字は巨額だが、米国資産への需要が強いため巨額の資本流入が続いており、バランスが保たれている。こうした状況が破綻なく続いている理由の一つとして、色々な理由が言われているが、特に米国以外の経済で貯蓄が過剰であるという説明がある。しかし、中国以外では貯蓄率が上昇している訳ではないし、日本では逆に貯蓄率が急速に低下している。そこでこの説明には若干違和感がある。それよりも、米国以外では現在のところ投資機会の収益率が全般的に低い、そのために収益率が比較的高い米国への資本流入が続いているという方が、幾分説得力があるのではないかと思う。しかしながら、巨額の経常赤字を資本流入で無限に賄い続けるということは考えられない。米国の有利な投資機会も有限であるし、他国の投資機会の収益性も回復していくことが考えられる。そうした場合に必要な構造変化を、為替市場や国際金融市場への大きなショックをもたらさずに達成するためには、米国以外の国では、国内投資の収益率を上げて、国内投資及び消費を伸ばし、輸出への依存度を下げる方策を採り、米国では、現

在ほとんどゼロになりつつある貯蓄率を上げ、財政赤字に対する適切な対処を採る必要があると思う。このような必要な世界的構造変化が、例えば様々な地政学上のリスク等、外的な状況から必ずしもスムーズに行かない場合もある。現在の比較的安定した状況からは、差し迫った事態とは考えにくい。が、リスク管理の観点からは十分な注意が必要であると考えている。

第二に不動産市場の動向である。不動産市場の全般的な市況を反映する中古マンション価格のインデックスで見ると、首都圏、関西圏ともに品質調整済価格は2003～2004年頃にほぼ底を打ち、底値から大体5～10%の上昇が見られるなど2005年は久々に目立った上昇を示している。こうした動きは、関西圏、特に京都で明確で、底値より15～20%近く上昇しているものがある。また、今回の場合は個別性が極めて強いことも特徴であり、住宅地更地価格、商業地更地価格では、都心では相場価格で年間30%を越える上昇を示したものも少なくない。しかしながら、上昇を全く示さないところも多く、個別性が特に最近は大きくなっている。一部京都のように、個別事情で急上昇しているところは見られるが——京都では、建築規制が掛かっているということがある——、全般的には買い急ぎ、売り惜しみが起きているといった状況ではない。不動産市場は、総体として見た場合には下落基調を脱して、いわば中立的な状況にあると言って良いと思う。最近、様々な転売による価格上昇等が話題になっているが、1980年代のいわゆるバブル期とは異なって、商業ビルを住宅にコンバージョンする等、付加価値を付ける形のものも多く見られる。それ自体は、資源の最適配分の見地からは望ましい動きと考えられる。ただ、注意しなければならないのは、不動産も他の資産と同じようにリスクがある資産であるという点である。特に、地域の盛衰の激しさは過去の日本の特徴でもあり、長期的な投資である不動産投資は、こうした環境変化のリスクを十分に考慮されたものである必要がある。個別性が益々極端になりつつあるので、リスク判断には慎重さが必要である。収益性向上のため、不動産関連融資やオルタナティブ投資に積極的に取り組む金融機関が増加している。このことはポートフォリオの幅を広げ、社会全体で見れば新しい投資機会が作り出さ

れる可能性を高め、金融機関の収益も高めるという点で望ましい動きではあるが、それもきちんとしたリスク管理がなされていることを前提としている。こうしたリスク管理について、考査を通じて的確な把握とその高度化を推し進める必要があると思う。以上である。

福井議長

中原委員から願います。

中原委員

前回会合以降、経済諸指標は総じて緩やかな回復過程というこれまでのシナリオを支持するものだと思う。川上部門では引き続き素材関連の一部でやや停滞感があるが、IT、一般機械、工作機械などの生産・出荷は好調。輸出もまんべんなく伸びている。IT関連は、世界半導体売上高の増加幅が拡大しているし、アジア向け輸出航空貨物の取扱いなども相当増えているが、やや回復のピッチが早過ぎるとするのが気になるところである。ミクロの企業活動においても色々な話題があって、東芝のウェスチングハウス買収とか、松下の薄型テレビ市場における積極攻勢、シャープの大型液晶追加投資、あるいはセブン・アンド・アイ・グループと西武百貨店グループの統合など、アネクドタルな話ではあるが、大企業を中心にさらなるリストラや事業ポートフォリオの見直しの強化が続いている。この点は景気の持続性と企業体力や競争力の構造的強化ならびに経済の活性化の一層の向上に繋がるものとして評価すべき動きだろうと思う。この間、家計周りでは、雇用・所得の改善がさらに進んでいることが確認されている。このところ低調な国内自動車販売、住宅に若干の陰りが見られるなど、やや注意して見ていくべき点もあるが、総じて消費の底堅さは持続しそうである。勿論、来年度以降の家計負担の増加の影響から目を逸らす訳にはいかないし、現在の好調な株式市場がコンフィデンス面でも、あるいは現実の購買力の面でも大きな影響を与えているということには引き続き留意していく必要があるかと思う。海外経済だが、総じて回復基調に大きな陰りを落とすよう

な指標は出ていない。市場では米国経済の先行きについて、2006年度後半から2007年度に掛けて若干のスローダウンを見込む向きはこのところ増加しているようである。第4四半期GDPの弱さは一時的との見方が強く、むしろ2006年の第1四半期での反動増を予想する見方が強いようである。また、1月の雇用統計もヘッドラインは予想より弱かった訳だが、過去の修正も含めて結果としては底堅い雇用を印象付けるものと理解される。このような指標面に基づくと、引き続き順調に潜在成長率を若干上回る安定成長が続くとの見方が強いが、ここにきてやや個人消費を中心に伸び悩みが出てくる、経済のスローダウンを予想する向きが出てきていると思う。その背景にあるのは、第4四半期GDPにおける設備投資、住宅投資の弱さが過去に見られるようにいずれ消費の伸び悩みに繋がるのではないかとの見方、第4四半期の企業収益は、前期並みの好調さを維持したが、先行きの予想が市場の期待を下回る企業が増えていたこと、失業率が4.7%まで下がる中、労働生産性の低下やユニット・レーバ・コストの上昇といったものがいずれ顕現し、高止まりする原油価格とともに企業収益を圧迫するのではないかとの懸念。FOMCの声明に見られる賃金コストや資源制約からくるインフレ警戒感の強まりが3月以降の利上げの継続を予想させ、さらには景気のオーバーキルというリスクを市場が考慮に入れ始めたことなどではないかと思う。いずれにせよ、今後の日本経済における外需の環境については、米国景気が潜在成長率を若干下回るようなペースへスローダウンすることも視野に入れて、慎重に判断していく必要があると思う。物価については、基調として緩やかにプラスに転じつつあるということ、また、この方向への持続性について、次第に自信が持てる状況になってきたということ、についてはそのとおりだと思う。一方、物価が実体経済の動きに反応しにくい状況は続いているし、また、エネルギー価格を含めて多くの特殊要因が影響しているということから、先行きの物価動向については、特に量的緩和における3条件との関連においては、デフレに戻らないためのセーフティ・マージンにつき、慎重に判断をしていく必要があるかと思っている。金融市場面でも大きな動きはない。株式

市場におけるライブドア事件の影響は消えたようだし、昨日の如くやや高所恐怖症的な調整の場面は交えつつも、買い越しの大きな主体である個人と海外投資家のセンチメントは基本的に変化はないようである。現在の証券会社等による2006年度企業収益見通しはかなり強気であり、これを前提とすると大きな株価の調整の可能性は、当面それ程懸念されないかと思う。債券市場については、長期ゾーンでのフラット化が目立つと言われているが、これは需給の影響が大きいと思う。また、10年債以下の中期ゾーンにおける金利上昇を見ると、量的緩和解除後の金利上昇について、極めて緩慢なものにとどまるということで織り込まれつつあるようだが、今後、解除の蓋然性がさらに高まり、中立金利に議論が及ぶにつれて、中期ゾーンの金利はある程度の水準訂正が進むことがあろうかと思う。為替はレンジだが、引き続きドル高というよりは円安の地合いであり、アジア通貨に対しても円安方向である。たまたま1~2月に輸出カバーが後退する時期にあることも影響していると思うが、円金利の絶対的水準の低さによるキャリートレードのポジションは、なお増えているのだろうかと思う。家計の外貨シフトの活発化などは構造的変化ということであり、また、高金利通貨国の経済に大きなショックや変調を予想させるものは、今のところ考えにくいことから、キャリートレードの大きな巻き戻しが一挙に起こるようなことは、それ程蓋然性が高くないとみている。今後の米国金利動向、あるいは為替政策を予想する意味で来週のバーナンキ新議長の議会証言に焦点が当てられているようである。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

足許の景気動向を見ると、10~12月の生産が前期比+2%台後半の比較的高い伸びとなり、1~3月期の生産も+1%台半ばの増加が予想されるほか、企業収益も好調で、冬季賞与も概ね昨年並みの伸びとなった。また、

自動車販売も増加に転じ、その他の個人消費関連も総じてみれば堅調なほか、好調な輸出、設備投資等をあわせれば、我が国の景気は、着実に回復を続けており、さらに内外需、企業・家計のバランスが良くなっているように思う。2005年度の経済成長率はバブル崩壊後、最高となる蓋然性が高いようである。以下、先行きのリスクについて述べておきたいと思う。

まずは、原油価格や非鉄金属といった国際商品市況の再上昇である。供給量が伸びない一方で、新興国による需要増の顕現化という構造的な要因がベースにあるが、投機的資金の流入の影響も見受けられる。イランやナイジェリア情勢の緊迫化といった地政学的リスクの高まりもあって、ドバイ原油価格は1月下旬に最高値を更新している。足許の世界の経済状況を勘案すれば、国際商品市況が高止まるのは免れないと思うが、高止まりの期間が長引いたり、さらなる上昇を続けるとなると、世界経済におけるインフレ圧力の高まりに結び付くので、今後とも留意しておく必要があると思う。次に、米国において、足許の失業率の低下や時間当たり平均賃金の上昇が予想外の大きさとなったことが、インフレ懸念を高めていることも気になる。このような労働市場を巡る変化が、先行き、インフレ圧力をどの程度高めるのか、それを受けてF e dが中立金利を超えるまで利上げを行うかどうかについては、米国の潜在成長率が低下しているかどうかの判断もあって見方が分かれている。実際、インフレ鎮圧のために中立金利を超えて引締めを行うと想定し、先行き、成長率は潜在成長率以下まで減速するとの見方もある。この見方はリスクシナリオの域を出てはいないが、国際商品市況の高止まりの可能性がある中で、実際の米国のインフレ圧力の大きさが、マーケットや中央銀行によって正しく認識されるのか、また、新議長のもとF e dがそれにどのように政策対応するのか、非常に気になる点である。我が国の景気回復の前提は、あくまでも世界経済の安定的な拡大であり、そのリスクとして米国のインフレ圧力の高まり度合いに注視していきたいと思う。また、緩和的な金融環境の変調リスクについては展望レポートに示されているとおりで、金融市場について二点、追加しておきたいと思う。一つはバーナンキ新F R B議長の就任で、市場の一部に

は新議長の手腕を見極めたいとする声もあり、来週の議会証言をはじめとして、新議長の信認が確立されるまで、暫くは新議長の手腕を巡る思惑が市場の材料になる可能性がある。グリーンSPAN前議長が既に発言をし始めているので、なおさらである。もう一つは、量的緩和政策からの解除を巡る思惑についてである。量的緩和政策の解除自体は非連続的な変化をもたらさないとの捉え方が広がりつつあると思うが、引締め方向へ舵を切ったという受止め方を完全に払拭させることはできないと思っている。従って、解除の思惑を巡って、また、実際に解除した時にはそれを材料として、ある程度マーケットが動く可能性があると思っている。さらに、前日も指摘したが、IT関連分野も気になる。昨年のもみぢ場の代名詞であった電子部品・デバイスの生産を見ると、昨年7~9月期以来、3四半期連続で好調を維持しているし、メーカーは先行きも強気とのことである。その強気さを見ていると、ワールドカップ後に2004年と同様のIT関連分野のミニ調整が生じる可能性は否定でない。これが今の景気のマウメントムを崩すようなことにはならないと思っているが、米国の情報関連財の受注の減速などもあるので、IT関連分野の動向には今後も注意深く見ていきたいと思う。最後に物価についてである。12月の全国の消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比は+0.1%と、11月と同じであった。また、特殊要因を除いたベースではゼロのままであった。因みに、10大費目の前年比のグラフを描くと、ほぼ全ての費目で2004年春頃より緩やかながらも右肩上がりになっているが、11月から12月に掛けては、右肩下がりとなった項目は一つもなかった。つまり、需給ギャップの改善や物価上昇期待の高まりのもとで、数字は2か月同じだったが、物価全体に景気の体温の上昇が伝わってきているように思う。また、1月の東京都区部の消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比は、大方の予想を上回り+0.1%の上昇となった。これは固定電話通信料のマイナス寄与が剥落したほか、冬物衣料の需要好調等を映じ、被服及び履物が大幅に前年比プラスとなったことが主因である。このような12月の全国や1月の東京都区部の動きを勘案すれば、1月以降の、特殊要因を除いた全国コアCPIについても、被服等の上昇が

見込めるほか、所定内賃金の前年比が少し上昇率を高めているもとの、サービス価格の上昇も見込めるところであり、着実にプラスに転じていくものと考えられる。さらに、特殊要因部分についても、1～3月については、固定電話通信料等のマイナス要因が剥落するため+0.4%程度はあるようである。こうした景気・物価動向を踏まえれば、1月以降は、全国ベースの消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率は、かなりはっきりとしたプラスとなる可能性が高いと思っている。以上である。

福井議長

水野委員から願います。

水野委員

前回の金融政策決定会合以降、生産と実質輸出の増加など、内外需のバランスがとれた景気回復が続いていることを確認できる経済指標が公表されている。昨年夏場に踊り場の状況を脱した後、早い段階で生産・所得・支出の好循環に入り、景気回復のモメンタムは相当強まっていると思う。景気の量感を示す景気動向指数のコンポジット・インデックスを見ても、順調な景気回復が確認できる。企業収益の発表、それから毎月勤労統計、その他統計を見ていると、企業部門の回復が家計部門に波及していることが窺われる。執行部の「我が国の景気は着実に回復している」という現状判断に違和感はない。ただ、近い将来、底堅く推移しているとされている個人消費に関する記述、判断については、若干調節しても良いかもしれないと思っている。今のところ、国内要因から景気が失速する理由は見当たらないが、後半のパートで金融政策を考えるうえでのインプリケーションについて言及したいと思う。

次に米国について述べる。米国では、7～9月期まで10四半期連続で潜在成長率近傍の実質成長率を続けた後、皆さん言及されているが、昨年第4四半期は+1.1%と年率換算で成長率が下がったが、仮に12月過ぎのGDP、これは上方修正が必ずあるのだが、上方修正がなくても今年3月期



は特殊要因があるものの、+4.0~+5.0%位の数字が出てくると思われる。乗用車販売の個人消費が堅調なため、今年前半の米国経済は、潜在成長率近傍で推移することが最も蓋然性が高いと思うが、米国経済は供給余力の制約に近付いて労働需給に逼迫感がみられるため、若干過熱気味で推移する可能性も否定できないと思っている。実際、1月のノン・ファーム・ペイロール、非農業部門の雇用者数は、前月比+19.3万人、3か月移動平均では+22.9万人となった。潜在成長率に見合った増加数は、15万人から20万人程度だと言われているが、これを上回っている。1月の時間当たり賃金は、前年比+3.3%と伸びており、失業率は低下している。特殊要因を除いても、1月の自動車販売は好調であった。最近の経済指標を見て、FRBはインフレ警戒感を強めているのではないかと推察される。米財務省証券のイールド・カーブであるが、ほぼフラットな状態であるため、FRBの金融引締め局面が予想よりも長期化するとの見通しが強まれば、米国の長期金利は、イールド・カーブ全体が上昇する可能性が高いと見込まれる。アメリカの住宅バブルについてはよく言及されるところであるが、全米に亘って住宅価格が異常な水準まで高騰している訳ではないこと、それからFRBによる金利の正常化が住宅価格に強い抑制を与える可能性は低いことから、少し言い過ぎ、杞憂かなという感じで見ている。昨日発表されたシニア・ローン・オフィサー・オピニオン・サーベイを見ても、企業に対する与信基準はなお極めて緩く、シー・アンド・アイ・ローンは強い伸びを示している。住宅ローンの需要は鈍化しているが、今年後半の米国経済について、現時点ではアナリストのEPSの成長率が若干下方修正されて、かつ今後金融引締めの累積効果が家計部門の支出を抑制するため、潜在成長率を若干下回る可能性が高いのではないかと、という程度に大まかに捉えておいたほうが良いのかなという感じがする。あまり決め付けないほうが良いのではないかと思う。我が国の債券相場であるが、さすがに軟調な展開になってきている。この背景としては、ライブドア・ショック後の個人投資家の株式売買や信用取引が活発で、予想以上に短期間で株式相場が反発に転じたこと、昨年10~12月期の実質GDP——来週発表

されるが——について、市場では年率+5%程度の強い数字が予想されていること、景気が市場予想よりも上振れて推移していること、それからアメリカの債券市場がインフレ懸念から調整を受けていること、日本銀行が量的緩和解除した直後に、具体的なインフレ率の目標数字などを明示する可能性は低いのではないかという見方が有力になってきたことなどが指摘されている。足許で、短い年限のボラティリティが上昇してきているので、いずれ債券相場が大方の予想よりも早い段階で調整を受ける可能性があることを示唆していると思う。いわゆるライブドア・ショックについては、大局的な見地からみれば、我が国は、流動性の高い資本市場に向けた発展段階にある訳で、その歴史における一コマだということで、過剰反応をすべきでないと思うが、景気と株式相場の先行きに対する楽観論、あるいはネット証券における個人投資家の口座開設ラッシュ、個人投資家の売買の急激な増加、超低金利政策が長期化するとの期待の高まり、信用取引の増加などをみると、昨年末から今年1月中に掛けて、新興市場の一部において局所的な株式バブルが発生した可能性があるともみている。ただし、ライブドア・ショック後も個人投資の株式売買は信用取引含めて活発である。好調な決算発表もあり、株式相場の上昇モメンタムは持続性が高いと判断される。資産価格は、金融政策の直接の目的ではないが、「持続的な物価安定を通じて、経済の健全な発展に資する」という金融政策の目標を実現するために参考とすべき重要な情報変数だと思う。中央銀行は、長い目で見たマクロ経済の安定性という視点で、資産価格の発するシグナルをみていく必要があると思う。しかし、中央銀行にとって現在悩ましい問題というのは、最近の主要国における資産価格の上昇の背景にある、新興成長国や産油国による投資マネーの増加、投資適格国の不足、世界的な過剰貯蓄など、様々な構造的要因をどのように評価していくかという点である。今のところ我が国の株価水準は、P E R で見ると割安感が後退した程度であり、株価上昇は企業収益の上方修正、持続的な景気回復への期待感を反映したものだと判断される。1980年代後半のバブル期と比べると、今回の局面で幾つかの相違点がある。総合的にみれば、現時点では資産価格バブ

ルは将来のリスク要因の一つにとどまっていると判断される。もっとも、家計部門の金融資産選好が、預貯金からリスク性の高い金融資産にシフトするマネーフローの変化、金融機関が不動産業界に対する銀行融資の査定基準が甘くなる可能性、海外ブランド、絵画、高級腕時計など高額商品の売上増加など資産効果が顕在化する個人消費動向、株価上昇の必要性に対する過度な期待が強まる可能性についてはフォローして見ていく必要があると思う。以上である。

福井議長

春委員からお願いする。

春委員

それでは申し上げます。前回会合以降の動きをみると、まず海外については、米国は10～12月のGDPが前期比+1.1%と低めとなったが、個人消費、純輸出、政府支出などの一時的な下振れ要因が重なったことによる面が強く、1～3月には3%台半ばの成長率に戻るとの予測が大勢のようである。米国経済は、原油価格や住宅市場の動向などに引き続き注意が必要であるが、先行きも潜在成長率近傍の底堅い成長が続くと思われる。中国についても、10～12月のGDPが発表され、前年比+9.9%と高い伸びとなった。供給力の過剰を懸念する向きも少なくないが、先行きも当面は高水準の成長が続くとみられる。この間、原油価格は、前回会合後、当面の需給関係に余裕のある中で、イランの核問題を巡る緊張の高まりなどからさらに上昇し、ドバイ原油も一時初めて60ドル台まで上昇した。その後1月31日のOPEC臨時総会で、現行生産枠の「据え置き」が合意されたことで相場はひとまず反転下落しているが、今後も在庫統計や地政学リスクなどによって相場が動く展開が予想されるので、警戒感を持って見ていくことが必要と思う。

一方、国内でも、10～12月は輸出、生産、設備投資、雇用・所得関連とも総じて好調であった。個人消費も、依然として指標毎のばらつきがある

が、底堅く推移している。また、12月の景気動向指数は、一致指数が生産の増加や厳冬による冬物関連商品の好調などから100%と5か月連続で50%を超えたが、先行指数も80%と3か月連続の50%超えとなった。1月下旬の景気ウォッチャー調査も、現状判断DIは前月の反動や商材不足による売り逃しなどによって3か月振りに低下したが、横這いを示す50は9か月連続で上回った。先行判断DIは、行楽需要の回復や消費者の購買意欲の高まりへの期待から2か月連続の上昇となって、10か月連続で50を上回った。この間、株式市場におけるライブドア・ショックを予想外の短期間で乗り切る主因となった企業業績の好調さは続いており、今期も上場企業全体で3期連続の最高益更新が期待されている。国内経済は、内外需、企業・家計のバランスが取れた形で着実な回復を続けているものと判断して良いと思う。

物価面では、12月のコアCPIの前年比が+0.1%と2か月連続のプラスとなった。特殊要因除きのコアCPIの前年比は引き続き0.0%であったが、先行き需給ギャップの縮小が着実に進む中で、賃金の増加もあり、企業や家計の先行き物価観も上昇を織り込んでいること、また、これまでの円安や国際商品市況を考えると、基調的にプラス幅が拡大していく可能性が大きいと思う。

景気判断については、国内経済は原油価格や海外経済などの不透明要因を抱えつつも、これまでの標準シナリオに沿って回復を続けていると考えられる。今月の基本的見解についても、執行部の提案通り、先行きも含めて基本的に1月の判断を維持することで良いと思う。

一点だけ、また電力関係のコメントをさせて頂くが、電力10社は1月31日燃料費調整制度に基づく4月からの料金の引き上げを発表した。このうち東京電力など4社については、既に原価を全体として見直す——いわゆる本格改定と言っているが——料金引き下げを4月に予定している。燃料費調整後のベースで4社の料金は前年比約+3%~+5%の水準になるので、本格改定幅がこれを上回らない限りは前年比プラスにとどまる計算になる。本格改定を行わない他の6社は、4月以降4社とほぼ同様の燃

料費調整によって前年を上回る水準となることを踏まえると、今月末頃に明らかになる4社の引き下げ幅次第であるが、電気代が4月以降前年を下回る可能性は低いのではないかと考えている。私からは以上である。

福井議長

各委員から経済情勢についてのご認識を披露して頂いた。本日の委員のご意見は、内外経済ともに引き続き順調に、あるいは着実に拡大しているというご認識で完全に一致していたように受止めさせて頂いた。その中で敢えてということで注意点、注目点についてのご指摘があった。引き続き原油価格、商品市況の高止まり、ないしはさらなる高騰のリスクということが一つご指摘のあった点だと思う。もう一つは米国で、インフレ・リスクの高まりへの懸念と、その一方で住宅を中心に緩やかに経済が減速していくという方向性にあって、それがどの程度のマグニチュードになるか見極めを要するという問題。それから三つ目には、電子部品・デバイス回りというか、IT、ハイテク部門について、今年の半ば以降にミニ調整局面に入るかどうか。須田委員からは、ワールドカップ後の調整ということも含めて考えるべきだというご指摘があった。さらに大きくは、西村委員から引き続きグローバル・インバランスからくる大きなリスクの存在ということをお忘れではないということ。さらには、昨日来、福岡委員、今日も須田委員からご指摘があったが、イスラム教の戯画を巡る情勢、イランの情勢、あるいはハマスの情勢等々、いわゆる地政学的ファンダメンタル・リスクといったものの存在もやはり念頭に置く必要があるというようなことだったと思う。改めて国内経済については、多くの委員のご意見では、少し大げさに言うと近來にないバランスの取れた拡大基調に入っている。供給面では生産・出荷・在庫のバランス、需要面では内需・外需のバランス、部門間では企業部門・家計部門のバランス。強いて言えば地域間、これは格差を残しているが、しかし方向としては緩やかに良い方向に向っている。そして金融面では、企業の資金需要がついに折り返し点にきている。銀行貸出は、一歩先行して若干の増加基調に入っている。こういうよ

うなことで、経済全体としては脆弱性を払拭し、外からのショックに対する粘着性も強まってきているのではないか。米国経済が仮にスローダウンするとしても、日本経済へのインパクトは、日本経済のレジリエンスとの関係で判断していかなければならない、そういうことであったと思う。そうした大きなバックグラウンドのもとで、物価情勢については、今後プラス基調がしっかりとしていく。大まかな認識としてはそうではないか。ただし日本の物価については、雇用の粘着性があり、また環境要因としても物価が上がりにくい状況というのは続く可能性が強いので、物価がプラスの世界でどんどん上がるというようなことは今の段階では想定しない。大まかに言えば、そういうようなことであったかなと思う。引き続き幾つかのポイントについてご議論頂きたいと思うが、岩田副総裁は、先程アメリカ経済について、インフレ・リスクの要因よりはやはり景気減速リスクの方を少し強調されたのかどうか一点。もう一つは過去の例で、金利引き上げの打ち止めが景気の山ということだが、結局今回はタイトニングではなくて中立金利まで持っていくということであり、その点はどうか考えるか。

#### 岩田副総裁

最初の点については、今ご指摘頂いたとおりで、やはりこのところはグリーンспан前議長と私は意見が一致しているのだが、つまり米国経済は労働生産性の伸びが高い経済だと思う。そうすると失業率が4.7%と、通常であればNAIRUを下回ったと考えられる水準で、賃金の伸びが加速していくということも考えられるのだが、賃金の動きそのものをみると、実は福利厚生費などを合わせて考えると必ずしも加速という形にはなっていない。従って、もしかするとまたNAIRUがもう少し低いのかもかもしれない。過去グリーンспан前議長は、3%かもしれないと言ったことがあるが、そういう可能性も考えれば、中長期のインフレ期待といった観点では、今の失業率のレベルを心配する必要はないかもしれない。ただ、景気の方は、やはり緩やかに住宅投資が減速していくにつれて、設備投資が

それを丸々補っていける程強いかというと、ハイテクの部門の弱さも考え合わせると、補い切れないかもしれず、やはり少しずつ減速の方に行くのではないかと思っている。その中で連邦準備がバーナンキ議長のもとで、どこまで金利を上げるかということであるが、仮に5%まで上げたとしても、現在のインフレ率がコアのPCEでみても+2%少し位あるので、実質短期金利は3%ということで、まだ3.5%には足りないということなので、結果的にはリセッションにならないで拡大は続くのではないかというように感じてみている。

福井議長

もう一つの景気の山というのは。

岩田副総裁

景気の山は、雇用がいつまで増えるか、あるいは失業がどこまで下がるかということである。最初の話とも関連するのだが、失業保険の受給者の数が相当減っているのだが、まだ先行き下がるかもしれない。であるから、今これがピークかどうかというようなことは、まだ分からないということかと思う。

福間委員

ここはむしろ総裁に教えて頂いたほうが良いかもしれないが、昨日グリーンSPAN前議長がリーマンブラザーズであったか。

岩田副総裁

然り。リーマンブラザーズである。

福間委員

そのパーティーで、金利はまだ上がると言っていたようだが、何かもう一人チェアマンのシャドーが出てきている感じである。アメリカではあの

ようなポストをオフした後は、一定期間はそういうことに触れないという  
ようなプラクティスはないのか。法律はないのだろうが。バーナンキ議長  
が、段々陰が薄くなってしまふ。後から付けたマーケットの連中の理屈で  
はあるが、その発言でドルが強くなると言っている。

#### 岩田副総裁

私の理解では、やはりエチケット上、新議長までを縛るような言い方は  
多分していないのだと思う。聞いた方がそのように解釈したということだ  
と思う。グリーンSPAN前議長が仮に触れたとすれば、コナンドラムとの  
関係で長期金利がなかなか上がりにくいので、通常の場合よりも金利は少  
し余分に上げないと長期金利までなかなか上がらないのかなというよう  
な趣旨のことはおっしゃった可能性はあると思うのだが、だからさらにこ  
れから金利を上げるべきだということはおっしゃっていないのだと思う。

#### 福間委員

報道はそちらの方で流れた。

#### 福井議長

まだ議長であられた時から一貫して、景気が悪くなるリスクよりはイン  
フレ・リスクの方に立ち向かう、そちらの方に自分はリスクを取るという  
姿勢が非常にはっきりしていた。しかしバーナンキ新議長に対しては、政  
策をオープンにしておこうという気持ちも非常に強かったと思う。

#### 水野委員

ただ岩田副総裁がおっしゃったように、マーケット参加者とFed  
——グリーンSPAN前議長と言ったほうが良いが——の焦点の当て方は  
違う。マーケットは景気の減速の方向を見ている一方、Fedはどちらか  
と言うとインフレの懸念を見ている。マーケットは、景気がさすがにどこ  
かで減速するだろうとみており、そのギャップが今は生じているのだと



思う。それで株が重くなっている。しかし、本当に金利を上げるかもしれないと思ったら、長期金利が少し上がってくる。そのような感じであろう。

福井議長

きっと今後は、チェアマンズ・ボイスが二つあるような感じには絶対しないだろう。

福間委員

然り。

福井議長

他に特に宜しいか。

岩田副総裁

一つ宜しいか。西村委員からグローバル・インバランスのお話があったので、私も一点コメントさせて頂きたいのだが、アメリカの経常赤字はGDP比で6%位ある訳だが、所得収支は、2004年末は304億ドルの黒字で、名目GDP比率で0.3%であった。対外純負債は2.5兆ドルとかなり巨額で、GDPの3割近くあるが、所得収支はまだプラスだった。2005年の数字は1月から9月までしか出ていないのだが、実は初めてマイナスになり、-4億ドルなのである。これが先行きどうなるかについてNY連銀がワーキングペーパーで分析しているのだが、ご指摘にあったように米国の場合、対内外投資の収益率格差は大きい。つまり、アメリカの対外債務のコストより、対外資産の収益率の方がずっと高い。対外資産の収入の中でも債券はあまり大したことはない。一番大きいのは、直接投資の収益率について、過去10年位で平均をとってみると、アメリカの直接投資が5.6%と、特に高い形になっている。その中身についてもNY連銀のペーパーは分析しているのだが、大事なのはドル安があると対外収益は上昇する。これは非常に都合が良い話で、ドル安となる過程では、収益率格差が維持さ

れやすくなる。ただ、NY連銀は少し長期のシナリオというかエクササイズをやっている、2015年位になると名目GDP比率で1%から2%位所得収支は赤字になるのではないかと分析をしていて、潜在的には収益率格差はなくなっていくのではないかとやっている。所得収支の赤字が、例えば名目GDP3%位になってくると、GDPが成長しても3%分海外に流出してしまうという、所得が成長していてもあまり実質的な意味での所得は増えないというようなことになる。対外負債がGDP比6割に達すると少しやばいのではないかと話もそうした所得収支の観点からなされている気がする。

福井議長

水野委員の先程のボンド・マーケットの話は、マーケットが、縛りを解いて、もう少しフレキシブルにイールド・カーブを形成していこうという下準備を始めている、そういう理解であるか。

水野委員

ゼロ金利が長く続くということに対しての期待や自信が、徐々に失われてきているのだと思う。そういう意味では、対話が段々できるようになってきた。ファンダメンタルズが金利動向に反映されてくるようになってきた感じはする。どなたかがおっしゃったのであるが、中期ゾーンの金利はかなりぶれると思う。利上げについては、まだまだ全然織り込んでいないので。

福井議長

他に宜しいか。それではここでブレイクにしたいと思う。10時30分に再開する。

(10時21分中断、10時30分再開)

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

それでは討議を続けたいと思う。次は金融政策の運営方針について、改めて各委員から概ね5分ずつご発言を頂きたいと思う。武藤副総裁からお願います。

武藤副総裁

次回決定会合までの金融政策運営については、「なお書き」を含めて現在の調節方針を続けることで良いと思う。消費者物価の前年比は10月以降3か月連続で0%以上となったが、なお小幅のプラスにとどまっており、「安定的に0%以上となった」とは言えないと判断する。先程述べたとおり、今後公表される1~3月の消費者物価は、かなりはっきりとしたプラスとなることが予想されるということなので、「安定的に0%以上となった」と言えるかどうかについての判断が、今後これまで以上に重要な局面になってくると考える。

市場の大きな関心は解除の時期にあるが、もう一つの関心は量的緩和解除後の政策運営の考え方にある。この点は既に展望レポートで示したように、経済がバランスの取れた持続的な成長過程を辿る中であって、物価の上昇圧力が抑制された状況が続いていくと判断されるのであれば、引き続き極めて緩和的な金融環境を維持していける可能性が高い、ということが基本的な考え方である。そのうえで、この先実際に量的緩和政策を解除する段階において、金融政策運営の透明性をどのように高めていくかということが、今後の検討ポイントである。基本となるのは、金融経済情勢に関する我々の判断と、それから金融政策運営に関する考え方を丁寧に説明していくことである。その際に市場の期待の安定を図り、円滑な価格形成を促していくための透明性と柔軟性のバランスの取れた、いわば政策の枠組みというものを示すことが必要になるのではないかと思う。それを具体的にどう工夫していくか、これは今後の重要な検討課題である。現時点ではそこまでであるということである。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

まず政策運営については、現状維持ということで宜しいかと思う。それで一言、二言付け加えさせて頂くと、ゼロ金利政策を採っていた時代と量的緩和政策をこれまで採ってきた時を、単純に金利水準で比べてみると、2年物はゼロ金利の時は平均すると0.4%、量的緩和のもとでは0.1%。5年物は1.0%と0.6%、10年物は1.7%と1.3%ということになる。今、最新の時点ではどうなっているかという、2年物で0.3%、5年物で0.95%と1.0%にかなり近付いている。10年物は1.6%で、私の印象は、ゼロ金利の時のいわば下限のところに平均的な金利が次第にシフトしてきているのではないかと思う。これは以前にもバタフライ・スプレッドというようなことで申し上げた。2年、5年、10年の期間構造でみてもゼロ金利政策時の状況にかなり近いところにきているということを申し上げたことがあるのだが、そういう水準に金利が少しずつ調整されているというのが今の状況ではないかと思う。そこで、注意すべき点は、仮に量的緩和政策を解除した時に、どういうことがマーケットで起こるかということ。これは以前からずっとシームレスな政策運営をするのが一番望ましいと言っているのだが、マーケットは思わざる反応を示すことがあり得る。過去のアメリカの例をみると、アメリカはフェデラル・ファンド・レート1%という超低金利をかなりの期間に亘って続けて、2004年の6月からレートを引き上げ始めたのだが、その時に何が起こったか。2004年3月に長期金利は3.7%であったが、実はその直後には4.9%まで上昇した。これは短期間であり、その後はむしろ落ち着いて4.5%近傍で維持されたままで、短期金利を幾ら上げて動かないという状況になった。どうして動かないかという、合理的期待仮説に沿って考えれば、長期金利は市場が期待する先行きのフェデラル・ファンド・レート的水準を示しているという

ことであるので、仮に短期金利を引き上げて、一所懸命これから引き上げるぞということを行ったとしても、その行動でインフレ率が抑制されるとマーケットが予測すると長期金利は別に上がらない、むしろ下がることすらあるという状況があるのかなと思う。仮に中立的な金利水準で金利引き上げが終わるとすると、インフレなき拡大がずっと続くということで、現在の長期金利の水準が、いわば期待短期金利の推移を示しているという説もある。日本の場合にも、量的緩和政策を解除した時にそういう期待仮説に沿った形で上手くイールド・カーブが形成されるのかどうかということが、実は一つ私は不確実な面があると思っている。それは量的緩和政策を解除する時に何のメッセージもなく、言ってみると目安とか道標、名前は私は何でも良いのだが、そういうものなしに解除すると言っていた場合には、いわばゼロ金利時のボラティリティに当たるようなものが戻ってくる。先程水野委員から、2年物のボラティリティが若干上昇しているというお話があったが、そういうことが起こり得る。そのボラティリティが、長いものにも波及するということがあり得ると思う。であるから、解除する時点では、何らかの目安でも、名前は私全くこだわらないのであるが、そういうものが必要だと思っている。以上である。

福井議長

福間委員からお願いします。

福間委員

先程申し上げたように、景気の回復が非常に明確になっている状況において、現在のごとく超金融緩和政策を維持すると、实体经济に弊害が生じる可能性があることは、色々な国で、あるいは日本でも過去に見られたとおりである。現在市場には過剰流動性があり、それが強まっているため、リスク・プレミアムが過少になるなど、資源配分のミスアロケーションが生じやすい状況にあるのも、これまた一つの事実である。こうした点を踏まえると、展望レポートに示した政策の枠組み変更への円滑なパスを実現

するため、これまでも申し上げたように、第一に自由な金利形成を促して市場機能の回復を図ること、第二に金融政策の機動性、柔軟性を高めるために資金供給オペの期間短期化を図っていくことが重要である。そのためには、量的緩和政策の枠組みは維持しながら、すなわち所要準備を大幅に上回る当預残高と、その結果としてのゼロ金利の維持というレジームそのものに支障を及ぼさない範囲内で、冒頭で述べた経済・金融情勢のもとでは、金融政策の正常化を早期にアクションで示すことが重要だと思っている。その際、金融政策には効果が発揮するまでに時間を要すること、すなわち遅効性があることを念頭に置く必要がある。市場は、実体経済の力強い回復を織り込んできているだけに、金融政策の変更が遅れば遅れる程、あるポイント、ポイント・オブ・ノーリターンを超えると、“too late, too little”という形で市場との認識ギャップが発生する可能性が一段と高まるものと予想される。ただ、いつも申し上げているように、あるいは昨日の東京市場でも起きたように、今の金融資本市場は、商品、為替、金融、株式と非常に複雑に絡み、円のキャリートレードをベースとしたデリバティブ等のポジションが造成されており、これらの巻き戻しには十分配慮していく必要がある。金融政策の変更を性急に行うとこうした巻き戻しの動きを惹起しかねない。短期金融市場では、量的緩和政策の枠組み変更後に向けたインフラ整備を徐々に進めつつあり、本行からも注意喚起のメッセージを発してはいるが、現在の市場参加者には正常な市場状態での取引経験はない。また、我が国のRTGSは、潤沢な資金供給かつゼロ金利のもとでしか実践経験がない点に十分留意しておく必要があると思う。テクニカルな問題であるが、こうした問題もちゃんと詰めておかないと、金融政策のシームレスな移行ができないということである。こうしたことを踏まえると、いつも申し上げていることであるが、当預残高は一つ一つ階段を下りるように市場との対話を繰り返しながら、ゆっくりと時間を掛けて削減していくことが適当であると思う。そのペースについては今後の経済・物価情勢、金融市場の消化状況を見ながら予断を持たずに臨む必要があると思う。具体的な金融政策の運営方針については、まず当座残高目標

を27～32兆円程度に引き下げ、「なお書き」、「また書き」は前回と同じとすることが適当である。現在程の巨額な当預残高は、もはやデフレからの脱却という政策目標には過大と判断されるため、不要となった分の量を慎重に減らすということである。仮説を設定することも必要であるが、むしろマーケットの反応を見極めつつ実際に当預残高を引き下げていくということが、実はマーケットには一番必要なことである。量的緩和政策の枠組みを維持するもとの、ゼロ金利が継続していけば、我が国経済は物価安定のもとで息の長い景気の回復を続けていけるものと考えている。ある程度量を落とすと、恐らくそこでは市場でイールド・カーブがもう少し明確な格好でできてくると思う。これに経済のファンダメンタルズが反映され、あるいは、オペを通ずる政策当局とマーケットとの対話が行われるということによって、期待の安定化が図られ、金利のレベルも決まってくると思う。以上である。

福井議長

西村委員から願います。

西村委員

金融経済情勢は若干の上振れであるが、想定範囲内である。物価をみると、既にご案内のように10月以降、生鮮食品を除く総合の上昇率は3か月連続でゼロ%以上となったが、依然としてゼロ%近傍にとどまっております。安定してゼロ%以上であると明確に判断できるような情勢ではない。従って、次回までの金融政策運営方針は「なお書き」を含め現状維持が適当であると考えている。ただ、先行きについては、大きな流れとして3条件の判断のうえで重要な段階に差し掛かっていると考えている。以下、三点指摘したいと思う。

第一に、サービスにおいて価格下落から緩やかな反転への傾向が明確になりつつあるということである。これは須田委員が先程おっしゃったことと関係する。日本経済全体でサービスの重要性が増している中、特にこの

点は今後の判断の際に重要であると考え。足許の一般サービス価格上昇率は、9月+0.1%、10月、11月+0.2%、12月+0.3%とジワジワと上昇している。これには、実はウエイトの大きい家賃上昇率が昨年中旬よりプラスに転じている影響が大きいと言える。家賃はサンプル固有の影響が大きく、その動きは説明しがたいとされている。しかし、月による出入りはあるが、均してみればサンプル交替を通じて全般的な新規家賃の動きを次第に反映していくと考えるのは自然であると思う。家賃は、全般にデータは手に入りにくいのが、品質調整済み中古マンション新規家賃は信頼できるデータが利用可能である。それを見ると、首都圏において都区部とか神奈川県、埼玉、千葉の全地域において11月、12月、2か月連続で新規家賃指数が上昇している。これは2000年以降、実は2000年からでしかデータはないのであるが、2000年以降初めての事態で今後の家賃の動きを示唆している可能性がある。今後の推移を注意深く見て、目先の振れに惑わされずに2003年からのこの家賃の下降トレンドが消えたのかどうか慎重に判断する時期に差し掛かっていると思う。サービスは、アイテム毎には非常に小さなものであるので、なかなか大きな動きを捉えることは難しいと思う。しかし、多くのサービスは労働集約的であることから考えると、12月に有効求人倍率が季節調整済みの数字で1になったという最近の労働市場の逼迫が、サービス価格に次第に反映されると考えるのは自然だと思う。ゴルフプレー料のように足許マイナス幅の縮小があまり止まっていないものもある一方、宿泊料のように前年同期比でマイナス幅が急速に縮小しているものもある。下降トレンドから緩やかな上昇トレンドへの転換が近いように見えるので、この点も慎重に判断しなければならないと思う。

第二には、需給関係の変化が財価格に及ぼす影響である。財の一部には、コストの上昇を最終財の価格に転嫁する動きが漸く出始めている。これはまだ現在利用可能な12月までのデータには表われていないが、もしこうした値上げが消費者の反発を受けないとすれば、今後こうした動きがかなり広がっていく可能性もある。単純に過去のデータとして表われる推移だけではなくて、将来の変動の見通しを持つことが大切だと考える。



第三に、これが私は一番重要な点だと思っているのだが、見ていくべき財・サービスのカテゴリーとして、特殊要因を除く実力コアに過度に引きずられるのは望ましくない、ということを目指したいと思う。特殊要因を除く実力コアというのは、予測するには非常に便利な概念なのであるが、少し問題がある。というのは、実力コアは実際には文字通り特殊要因を除いているだけではなくて、単に特殊要因を持っている財・サービスを丸ごと全部抜いている訳である。従って実力コアだけを見ても、外された財・サービスカテゴリーにある特殊要因以外の重要な動きを見失ってしまう可能性がある。さらに、この点はまた少し議論があると思うが、もし価格硬直性から生じる社会厚生損失が重要であるという最近のニューケインジアン的な見方を適切とするならば、価格が需給変化に伸縮的でない財・サービスの価格に十分な注意を払わなければいけない。そしてよく見れば、実力コアから外した特殊要因を持つカテゴリーの財サービスにはそうした性質を持っているものが少なくない。私は物価上昇率が将来安定してゼロ以上となるかどうかということ判断する時は、やはり原点に戻って生鮮食品を除くCPI全体で見ていくべきであろうと考えている。

最後に、量的緩和解除が今までの政策とは不連続な金融引締めであるという誤解が依然としてある、ということは非常に残念であるが存在していると思う。このような無用な誤解は何としてでも解くようにする必要があると思う。量的緩和解除の条件が満たされれば、それは既に時間軸が消えて事実上のコミットメントなしのゼロ金利になっているということである。量的緩和の解除はその時に不必要な量の部分を自然に落とすだけに過ぎない。勿論、この後での道標がそういった連続性をさらに強めるという形になると思う。そして、これは一番重要な点だと思うのだが、量的緩和解除はいわゆるデフレ克服最終段階の入り口の通過を示すに過ぎないのだ、ということを確認にしないといけないと思う。以上である。

福井議長

中原委員から願います。

## 中原委員

現在の調節方針を維持することとしたいと思う。内外経済、市場を取り巻くリスク要因に基本的な変化はない。また、最近の中東情勢あるいは米国、日本、一部のアジア諸国における政治日程などをみるとイベント・リスク発生要因が増加している感じはするが、金融市場全体として総じて落ち着いた動きとなっている。また、国内市場においては、長期金利がレンジ内で安定的な動きをしている。円安のセンチメントが続く中での株高進行、その中で銀行貸出が極めて緩やかであるが前年比増加に転じてきている。M1も微かながら増加の兆しが見える。このような背景の基本にあるのは、量的緩和の継続姿勢である。その意味で、量的緩和の最終局面においてはまさに余裕を持って対応をしていくという姿勢を強調することが重要だと思う。このようなスタンスを取っても、市場と結果としてのイーロード・カーブは、解除への準備を着々と進めていくものであり、これが現実である。市場機能の回復は、我々が市場を先導するのではなく、市場がむしろ我々を引っ張っていつてくれる、市場とはそういうものだという感じを持っている。今後の量的緩和解除プロセスについて、二、三点申し上げる。第一点は、量的緩和解除時期について、あまりにも市場の見方が収斂し過ぎてしまっているということである。一部に日銀が解除に向けての強力な地ならしをしたという批判もあるが、基本的には実体経済の動きに照らして、3条件の充足時期を市場が判断した結果と考えるべきかと思う。しかしながら、我々の市場の対話姿勢においては、コミットメントの第三条件におけるデフレ脱却に係わる総合判断の必要性を踏まえて、解除時期はやはり予断を持って判断していないという姿勢を強調すべきではないかと思う。第三条件の総合判断には、我々として一定のリスクが伴うのは当然であるが、その判断はどこかで下さねばならない訳であって避ける訳にはいかない。4月から6月において解除を行わないと日銀の信用を損なう、という見方も一部に出ているようであって、そのこと自身が我々の弾力的、機動的判断の手足を縛ることが起きないか、多少の危惧を持っている

る訳である。なお、私自身としては、2006年度を通じた物価動向の予想について、なおデフレに逆戻りしないリスクが極めて小さくなったと判断し得るものになるかどうか、慎重に見ていく必要があるかと思っている。

第二に、第三条件の判断は、総合判断であるだけに数字的なもので明確に説明するのは困難である。第一条件、第二条件もCPIが単に安定的にゼロ以上との条件であり、デフレ脱却の必要条件に過ぎない。量的緩和から金利レジームへの転換という大きな政策変更を行うにあたって、透明性を高め説明責任を果たしていくために、日銀としてデフレに戻らないためにはどの位のCPIの上昇率が必要と考えているのか、つまり望ましい物価上昇率の下限を示す程度のことは最低限必要ではないかと考えている。このことが透明性向上による予見性を高め、期待の安定をもたらすとともに、实体经济の動きに対して物価がなかなか反応しにくい状況のもとで、ある種の時間軸効果を与え、デフレに戻るかもしれないリスクを制限することに繋がるのではないかと思う。

第三は、解除後のプロセスに係わるフォワード・ルッキングなスタンスでの市場との対話の必要性である。解除後、所要準備まで当座預金残高が縮小した後の金利のパスは、その時点における实体经济や市場の状況、さらに期待インフレ率の動きなどによることは当然である。しかしながら一方では、当座預金残高縮小のプロセスが進行する段階において、前もって当座預金残高縮小完了後の金利のパスについて基本的な考え方を市場とある程度共有し、市場にある種の予見性を与えておくことが当座預金残高縮小の過程における短期ターム物や中期ゾーンの金利市場におけるボラティリティを安定させるために必要ではないかと思う。このためには、潜在成長率や需給ギャップ、中立金利等に係わるオープンな分析や議論を進め、我々自身が、具体的な数値を含め、認識をある程度共有していくことも必要であろうと思うし、その過程で、結局望ましいインフレ率についても事実上ある種のコンセンサスが必要になってくるのではないかと考えている。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

全国の除く生鮮食品の消費者物価指数は、直近2か月の指数を平均すると前年比は+0.1%、3か月でも+0.1%となったが、量的緩和政策の解除条件を満たしたと判断できるには、展望レポートのシナリオの実現にある程度の確からしさが必要だと思っている。そのためには、先程西村委員からは色々批判があったが、景気の体温である特殊要因を除いたコアCPIのトレンドをもう少し見極めたいと思っている。従って、次回決定会合までの金融政策運営方針は現状維持で良いと思う。もっとも、我が国の経済は、消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的に0%以上の達成への軌道上を着実に進んでおり、また1月の全国コアCPIはかなりはっきりとしたプラスの数字が想定できるので、次回決定会合以降は、解除条件が満たされたかどうかしっかりと考え、冷静に判断していくことが必要になると思っている。このように、私は現時点において、次回決定会合以降、いつ量的緩和政策の解除があっても不思議ではないと考えているが、市場の期待形成に気になる点がある。解除時期についての足許の市場参加者の予想は大方が4月以降であり、本命は展望レポートが公表される4月の月末会合のようである。ここにきて次回会合で解除があるかもしれないという声も出てきてはいるが、まだかなり少数派である。こうした状況下で量的緩和政策を解除すれば、市場にとってはサプライズとなり、無用な混乱を起こしかねないと思う。我々は「展望レポートの経済・物価見通しが実現することを前提とすると、現在の金融政策の枠組みを変更する可能性は、2006年度にかけて高まっていくとみられる」と展望レポートで示している。少なくともそのシナリオが下振れるとは考えていない現在、次回決定会合以降、量的緩和政策の解除の可能性が織り込まれてもおかしくはないが、政治要因や期末要因などを持ち出して、次回の解除の可能性を排除している向きがあるようにも思う。しかし、前回も申し上

げたとおり、私は条件が達成されたと判断された場合には、量的緩和政策を速やかに解除すべきだと考えている。一つには、コアCPIの上昇率が安定的にゼロ以上となるという条件を満たしたと考えられるにもかかわらず解除しなければ、解除条件が明確でなくなり、また日本銀行の信認が損なわれる可能性があるからである。それに、これ以上ビハインド・ザ・カーブの政策を強めると、資金が動き始めている今日にあって、バブルを引き起こしたり、後に急激な金利上昇を必要とする可能性が高まる。金融緩和でも引締めでもない状況に到達するまで、全体として余裕をもって対応できるためには、量的緩和政策の解除は早過ぎず遅過ぎずに行う必要があると思っている。そして量的緩和政策からの解除を冷静に受止めてもらえるためには、その可能性を市場に織り込んでおく必要がある。織り込み不足による混乱を避けるためには、これから適切な情報発信を行って市場にある程度の緊張感を醸成することが必要だと思う。勿論、次回会合で解除となるかどうかは、次回会合を迎えてみないと分からない話である。ただ、本日以降の記者会見、講演、インタビュー等において、その場での発言が市場に都合良く取られないように注意を払う必要はあると思う。つまり、少なくとも4月まで解除はないと取られるような発言は慎むべきである。仮に、市場がさらにその思いを強くしたにもかかわらず、解除することになった場合、市場参加者は混乱の責任を発言者に被せてくる。発言者だけにとどまればまだ良いかもしれないが、日本銀行の市場との対話のまづさが批判されるであろう。ここは慎重に言葉を選ぶステージに入っていると思う。前回会合後の記者会見での総裁のご発言を拝借すれば、「約束に沿って、冷静かつ適切に判断していく重要な局面に入っている」、「現在の枠組みを変更する可能性は2006年度にかけて高まっていく」という旨の発言を繰り返し行うのが良いのではないかと考えている。最後になったが、イグジット時に採用すべきであるというような議論がある物価安定目標について少し述べておきたいと思う。最近のインフレーション・ターゲティングを巡る議論を見聞きすると、それが魔法の杖のように取り扱われているように思う。しかしそれはオールマイティーではない。まず物価

安定目標の設定自体そう簡単ではない。今日重要な問題である財政再建問題は、民間から政府への所得のトランスファーなしには解決しないが、増税や歳出削減が難しいとなると、政治的にはそれをインフレタックスに求めがちである。そうすると政治サイドから出てくる物価目標は、自ずと高いものになりがちである。他方、国民はどちらかと言うと物価は下がる方が良いと思っている。またインフレ、デフレのコスト・ベネフィットを考慮に入れて、モデルを用いて分析すると、長期的に望ましいインフレ率の幅はモデルの構造などによってかなり異なってくる。こうしたことを考慮に入れて物価目標を具体的に設定しようとしたなら、かなり幅のあるものにしないと国民の合意を得られないように思う。もっとも幅が広いとそれを数値にして出すことが、本来の目的である長期的なインフレ期待の安定化に繋がるのか保証の限りではない。また、長期的なインフレ期待が安定化するのは、中長期的にはそれを実現するように金融政策が行われるということになるが、短期的には裁量性を備えているので、これは半年程度の先行きの金融政策の予測可能性を高めることを意味しない。またターゲットから実際のインフレ率が下振れていたとしても、超緩和政策を採っているもとでは利上げがあり得るという理解が足りないように思う。このような理解が十分ないままにインフレーション・ターゲティング導入が議論されていることに危うさを感じている。まずはインフレーション・ターゲティングの枠組みの理解をもっと深める必要があるように感じている。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

金融市場では、4月中にも量的緩和が解除されるとの見方が強まっている。その中、解除前に当預残高目標を敢えて引き下げることの意味合いは小さくなってきているとの考え方は理解できるが、3兆円という小幅な目

標の引き下げによって、解除後の当預残高の引き下げはターム物金利が上昇しないように漸進的アプローチで行う姿勢であるとのメッセージを送れると思う。従って、当面の金融調節方針であるが、福間委員と同様、前回同様、27～32兆円程度に引き下げる、「なお書き」は今のままということをご提案したいと思う。

これまで消費者物価（除く生鮮食品）だけでなく、GDPデフレータの前年上昇率がプラスに転じるまで、量的緩和政策の枠組みを維持すべきだと主張していた方々も、足許の経済指標の回復や株価上昇を受けて、日本銀行は量的緩和解除の3条件に沿って粛々と量的緩和政策を解除するという可能性が高く、焦点は金利ターゲットに復帰した後の金融政策になったと考え始めているようである。コミュニケーション・ポリシーの成果と判断している。仮に金利ターゲットにシフトするまで、当座預金残高目標を現行の30～35兆円程度に据え置いた場合であるが、短期金融市場を混乱させずに当預残高目標を所要残に向けて引き下げる期間は3か月程度が目途になると思う。これはいつから下げるかによって多少振れはあるが、概ね3か月程度と思う。当座預金残高目標を20兆円程度まで引き下げることは、期落ちのオペをロールせずにオペ期間の短期化によって対応できるはずである。一方、15～20兆円程度に引き下げる場合は、景況感にも依存するが、オーバーナイト金利はゼロ近傍で推移する一方、ターム物金利に上昇圧力が掛かってくると思う。昨年、要人発言以降、金利先高観が一旦後退していることもあり、解除プロセスで若干の混乱があると予想される。短期金融市場の機能は質的低下が著しいため、効率的な資金調達ができない金融機関、コール取引の事務フローの小さなミスを犯す金融機関も少なくないと思う。この点は我々としてもフォローしていく必要があると思う。量的緩和政策は、金融政策の機動性を犠牲にすることで、金融緩和の効果を一層高める異例な枠組みである。量的緩和政策のコミットメントの明確化は、遅行指標の代表的なものである消費者物価（除く生鮮食品）にさらに強くコミットして、時間軸効果を強化することを目指した決定であるため、ビハインド・ザ・カーブに陥るリスクを取っている。また、通

常の金利政策に比べて、景気の先行きについて強弱どちらについても過度の期待が強まった場合には、資産価格等のバブルが発生するリスクが相対的に高いとも言える。前回は申し上げたが、4月28日公表予定の次回の展望レポートでは、資産価格等のバブルが発生、拡大する可能性をリスク要因として言及しておいた方が良いのではないかと思う。先程、西村委員からも指摘があったが、「量的緩和政策の枠組み変更は、金融政策の正常化の通過点に過ぎない」と私も強く思う。私はこれまで金融政策決定会合において、量的緩和解除プロセス、あるいはポスト量的緩和政策のスケジュール観について議論を深める必要があると言った場合は、量的ターゲットから金利ターゲットにシフトさせてから、最初の政策金利引き上げまでという短期間のスケジュールではなく、少なくとも今後2年程度は掛かると思われる金融政策の正常化プロセスを念頭に置いて発言してきた。次回の展望レポートでは、2006年度及び2007年度の景気物価見通しを盛り込むというチャレンジングな作業が待っている。我が国の景気については、今のところ、国内要因から下振れリスクは見当たらない程絶好調という状況である。しかし、景気循環がなくなった訳ではなく、潜在成長率が2%近くまで上昇したと判断できないため、2007年度一杯現在の強いモメンタムが持続する蓋然性は低いと思う。また、金融政策には1年～1年半程度のラグがあると考えられる。まだ頭の体操の域を出ないが、2006年度下期～2007年度上期に掛けて、景気の踊り場にとどまらず、景気減速局面を迎えて何らかの金融緩和措置が適切と判断される局面が到来する可能性は否定できない。そのような場合を想定すると、だから慎重にやるべきという議論もあるであろうが、機動的な金融政策運営が発動できるためには、利下げ余地を残しておくということであるから、逆に言えば、今年2006年末辺りまでに政策金利の糊しろを作っていく、むしろ上げていくことが必要ではないかと思う。ボードメンバー間で解除後のコミュニケーション・ポリシーについて一定の合意をみておくことは重要である。ただ、同時に次回の展望レポートに向けて、これから述べる論点について大まかにでも議論しておいた方が良いのではないかと思う。まず第一点目



であるが、足許はバランスが取れた理想的な景気回復が続いているが、次回の展望レポートで示す 2006 年度、2007 年度の経済見通しを考えるうえで、何か死角、いわゆる見落とししているリスク要因はないか。第二は、4 月末に大勢見通しで示す実質 GDP 成長率に基づき、かつ金融政策のラグを考慮した場合、どの程度の政策金利の引き上げならば景気のオーバーキルを回避できるのか。第三は、足許の IT 関連の好調さがいつまでも続くことは考えられない中、鉱工業生産指数の次の山はいつ頃か。第四として、次回の景気の循環的な停滞局面は深いか、それともごく浅い踊り場的なものにとどまるかどうか。この四つである。日本銀行は、量的緩和政策の枠組み変更のプロセスを説明するうえで、昨年 10 月公表の展望レポートを上手く活用したと思う。次回の展望レポートでは、景気回復の持続性に対する日本銀行の自信が揺るがない限り、政策金利は景気に中立的な水準に向けて段階的に漸進的にではあるが引き上げられる公算は高いというメッセージを送る良い機会だと考えている。具体的に言えば、金融政策運営のパートで、今回の展望レポートの経済・物価見通しが実現することを前提とすると、金融政策の正常化プロセスは 2007 年度に掛けて継続する可能性が高い。2006 年度に掛けて解除される可能性が高いというのと同じ位のことを文章に盛り込むことも一案だと思っている。以上である。

福井議長

最後になったが、春委員からお願いします。

春委員

それでは申し上げます。次回会合までの政策運営方針については、「なお書き」を含めて現状維持として、潤沢かつ機動的な資金供給に努めることが適当と思う。引き続き市場機能の維持に配慮しながら、当座預金残高目標の維持に努める調節をお願いしたい。なお、昨日のご説明では、短期金融市場においてラインチェックの動きが見られているほか、コール市場の規模も拡大しているということであったが、市場機能回復への動きが始

まったものという報告とお聞きした。12月のコアCPIの前年比が小幅ながら2か月連続でプラスとなり、1月の東京都のコアCPIは12月の-0.2%から+0.1%と0.3%ポイントの幅で上昇した。特殊要因除きのコアCPIの前年比——これは先程西村委員からご指摘があって、私ももっと勉強しなければいけないと思ったが——も12月まで0.0%にとどまっているが、私としては、日本経済が10月の展望レポートの見通しを幾分上回るペースで緩やかな成長を続けている中で、コアCPIが安定的にプラスになったとの判断ができる局面に次第に近付いていると思う。これまでの約束や展望レポートで示した考え方に沿って、早過ぎず遅過ぎずのタイミングを見極めていきたい。以下、前回まで申し上げてきたことの繰り返しの部分もあるが、三点程簡単にコメントさせて頂きたい。

まず第一点は、量的緩和解除の判断に当たってCPI（除く生鮮）だけではなく、GDPデフレーターやエネルギーを除く消費者物価指数など、様々な指標を見るべきだという意見も引き続きみられている。私としては、どのような物価指数を見て基調的な物価情勢を判断すべきか、今後とも検討していくことは大切と思うが、これまで政府が継続的に公表してきた「除く生鮮」は、国民や消費者にとって最も分かりやすい指標であり、CPI総合に占めるカバレッジが高い点や政策判断基準の継続性という観点からも、「除く生鮮」を基本に、GDPデフレーターなどその他の重要な指数についても視野に入れながら判断していくことが適切と考える。

次に第二点は、今後約束の条件が満たされて、量的緩和政策の枠組みを変更する際に、その後の金融政策運営についてどのようなメッセージを出していくか、十分な検討をやや加速させる必要があると思う。その際に重要なことは、金融政策の透明性と機動性・柔軟性を如何に両立させるかということで、具体的には英国BOEのように、望ましい物価上昇率についての数字を示したうえで金融政策の機動性や柔軟性を確保していく手法と、これまでの米国FRBのように、数字は示さずにそのうえで政策の透明性を確保していく手法について、諸外国の例も踏まえて日本において最も適切な手法を選択していくことが必要と思う。この点について私は、将

来的には数字を示していくということもあり得るとは思っているが、日本においてマスコミ等をもみても現時点ではまだインフレーターゲット等について、足許のインフレ率を機械的に金融政策に適用する政策であるとの理解が一般的なように思われる。昨日韓国の例が話題になったが、日本でもかつてのバブル期の1988年に土地価格が上昇を続け、株価も日経平均が30,000円を超えた時、一方でコアCPIの前年比は+0.6%であったことを考えると、金融政策のタイムラグを考慮して、当面は目標値の公表を避けながら何らかの方法で政策の透明性を確保していくことが望ましいと考えている。

最後に第三点であるが、一部に政府・日銀が協議のうえ、名目成長率目標を設定すべきという議論も行われている。日銀としては、政府が名目成長率目標を設定する場合、金融政策をそれと整合的なものとなるよう、政府とよく意思疎通するということが当然なことであるが、物価の安定を通じて経済発展に資することを理念としている日銀自身が、名目成長率目標を設定することにはやや疑問を感じる。仮に、将来何らかの目標数値を公表する場合でも、物価目標とすることが適切ではないかと思っている。私からは以上である。

#### 福井議長

以上、各委員からのご意見の表明を頂戴した。多数意見は、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について現状維持。30兆円～35兆円程度の流動性を供給し続ける。なお書きについてもこれを変更しないというものであった。福間委員と水野委員からは量的緩和が最終局面に入っているとは言え、やはり事前のスミージング・オペレーションは必要だというご意見で、前回、あるいはそれ以前から引き続いて当座預金残高目標を27兆円～32兆円程度に引き下げるというご提案があった次第である。多くの委員のご意見の表明の中で、やはり消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比が、既に3か月連続で0%以上ということになっているが、現状なお小幅のプラスであり、安定的に0%以上となったと言えるかどうか、

今暫しの状況を見てということであったと思う。我々としては、引き続き消費者物価指数やその背後にある経済の動きを十分点検し続けていかななくてはならないということだと思ふ。そして、今後公表される消費者物価指数の前年比は、かなりはっきりとしたプラスになっていくことが明確に予想されている段階である。従って、次回以降の金融政策決定会合では、消費者物価指数の前年比が安定的に0%以上となったと言えるかどうかの判断が、これまで以上に重要になってきているというご指摘があった。私自身もそういうふうを考えている。今後、対外情報発信に当たっては、引き続き我々は予断を持って臨んではないということではあるが、情勢判断等を幅広くしっかり踏まえたいうえでの発言が非常に重要になってきていると認識している。それから量的緩和政策の枠組み修正後の我々としてのメッセージの発し方、これはまさに先行きの金融政策の方向性を巡ってのやはり期待の安定化ということをも十分念頭に置きながら、必要かつ十分なメッセージを出していかなければならないということだと思ふ。重要な点は、透明性の確保、その一方で金融政策の機動性、弾力性の確保。このいずれも欠かす訳にはいかない。両方のバランスを適切に貫いたものでなくてはならない。この点も共通の認識があったと思ふ。具体的な内容をどうするか、残された時間で十分討議を尽くしていかなければならないと思ふ。今日も既に、何人かの委員から多少具体的な側面に触れたご意見があったが、この議論を今後持ち越しながら真剣に討議を重ねていきたいと思ふ。次回の展望レポート、これは2006年度、2007年度をカバーするという、水野委員の言葉を借りれば大変チャレンジングなレポートになる訳である。今後の経済の見通しから金融政策の方向性、つまり経済がよりダイナミックになり、金融政策をより正常化の方向へ進めていくという非常に重要なレポートになると思ふので、この中身について、4月末までにきちんと検討を進め、議論を重ねて良い結論を出さなくてはならないと思ふ。今日の記者会見等について、特にご注意があれば。

須田委員

かなり市場は注目している。

岩田副総裁

一点宜しいか。西村委員の方から、実力ベースのコアCPIの位置付けについてお話があったが、私も基本は生鮮食品を除く消費者物価指数であるということは全く変えていない。これは本当にクレディビリティの問題なので、途中で変えたりすべきではないと思う。ただ、安定的に生鮮食品除く消費者物価指数がゼロを上回るということ、どういう形で確証していけば良いかという時に、やはり色々な試し方をして、どの程度ソリッドかということは常に点検していかななくてはならない。特に先行きを考えて、先行きどの位大丈夫なのかという時に役立つようなものをやはり考えておいた方が良くということで、実力ベースのコアCPIも良いだろうし、それから刈り込み平均指数、つまり大きく振れ過ぎている分を上も下も切ってみてどの辺なのかというような点検は必要なのではないかと思っている。それからもう一点。春委員の方から「1988年のCPIは0.6%だった」という話があった。私も日本は1980年代にそういう経験をしており、同じ過ちは犯すべきでないとも私も肝に銘じているのだが、あの時の重要なメッセージの一つは、資産価格は同時に上がっていた訳で、それは将来物価が上がるという情報を発信していたというようにも思うのである。であるから、足許の数字が+0.8%の物価上昇率であったからこれで安心であるとか、そういうのは多分間違いで、これは前回の会合でも言ったが、フォワード・ルッキングというのか、先行きがどこへ行きそうなのかということ、を上手く情報を吸い上げながらやっていくということが大事である。つまり、透明性、機動性に加えてフォワード・ルッキングな要素が大事である。最適な金融政策というのは、非常に切ないのだが、フォワード・ルッキングな部分と、それから過去のパスが問題であるというバック・フォワード・ルッキングの両方を上手く組み合わせて考えていくべきものであり、両方を見ながら上手くそれをすり抜けていく、ということが一番良い

のだろうと思っている。

#### 春委員

私も全くそのように思っているが、どうも新聞等を読むと、やはり足許のインフレ率で政策を決めていくべきだと考えている方が多いように思えるので、今は数字を出すのはややリスクがあると思う。岩田副総裁がおっしゃったことは、私は全くそのとおりだと思う。

#### 中原委員

色々理解の仕方があると思うが、海外のインフレーション・ターゲティングなり物価上昇率を示す政策というものに対する今の論調は、少なくとも私が日本銀行に入ってから4年経つのだが、その当時と全然違っていると思う。確かにニュージーランド、あるいは豪州等で相当リジットなインフレーション・ターゲティングをやったところもあるが、最近のバンク・オブ・イングランドや先程話に出た韓国でのインフレーション・ターゲティングは極めてフレキシブルな運営がなされている——先日も、インフレ率がターゲットの中にあいながら金利を引き上げた——訳である。新聞の論調をどうみるかというのは難しいが、政策運営に関する理解は、今から例えば3年前とは全然変わってきたと思う。ただ、一部の政治家からどうしてもこの点を付け入れられるリスクがあるというのは勿論私も否定しないが、運営そのものは、国際的にもかなり変わってきたのではないかというのが私の理解である。

#### 須田委員

私もそう思うが故に、インフレーション・ターゲティングは政策の予測可能性はないということなのである。一つは中原委員にお伺いしたいのだが、量的緩和政策を解除する条件として、「デフレ脱却に係わる総合判断」という言葉でお話されたのだが、デフレという言葉の定義がよく分からない。かつて政府は、不況とくっ付けて論じられていたが、今は一応2年以

上継続的に物価が下がる場合というような定義もある訳である。私は、そういう定義論争に入らないためにも、我々は消費者物価が再びマイナスにならないなどという形で対外発信をするように心掛けた方が望ましいと思うが、中原委員の定義はどのようなものか。

中原委員

デフレに戻らないリスクが非常に低くなったという判断はせざるを得ないということである。

須田委員

いや、デフレの定義についてである。

中原委員

判断をする時は、日本銀行としてもデフレを定義しなくてはならないであらう。定義をしないままそのリスクが非常に低くなったということは、対外的に説明責任を果たせていないと私は思う。

須田委員

いや、我々は消費者物価が再びマイナスにならないことということしか言っていない。デフレという言葉は使っていない。

中原委員

然り。一番手近な判断はそれだと思う。

須田委員

我々の言ってきたことで言っていかなければならない。デフレという言葉を持ち出すとその定義とは何かということになりかねない。

#### 中原委員

デフレの定義というのは、継続的に物価が下がる状態ということだとは思いますが、取り敢えず3条件との関連では、少なくともそれ程遠くない将来に再び物価がマイナスの状態に戻り、しかもそれがある程度続くような状況が予見されるかどうかというのが、私は一番手近な解釈ではないかと思う。勿論、第三条件の解釈というのは非常に総合的だが、一番のポイントはどこだけのセーフティ・マージンを持って出て行くのかという点だろうと私は理解している。

#### 須田委員

デフレという言葉を用いるのではなくて、そういうふうにおっしゃった方が良さそうな気がする。

#### 中原委員

その点は先程もそう申し上げたつもりである。デフレに戻らないということではなく、どれだけセーフティ・マージンを取るのかということが一番重要な部分だろう。その意味は、武藤副総裁がおっしゃったように、今のような+0.1%位が3か月続いた状態で判断がもう良いという訳ではなく、あるいは第一条件、第二条件だけを機械的に判断していくものでもないということである。

#### 福井議長

ご議論を聞いていて、私自身としての感想を二つ申し上げる。先行きの物価安定の概念の中で、仮に緩やかな意味でも数字に触れるかどうかという点は非常に重要な問題である。これはやはり日本銀行としてのメッセージの出し方として本当に良いかどうかということで、まず純粹に考えなくてはならないことだと思う。純粹に考えて、それに自信が持てれば、世間の人々に対して、これがフレキシブルであり、金融政策の機動性が保証されるようなものだという点への理解を求めていくことも十分できると思



われる。政界筋から出てきているインフレターゲット論との違いが明確にできれば、それはそれで良い訳なので、まず政界から何か意見があるから避けようという態度ではいけない。真正面からこの問題はやはり吟味する必要があるなということが一つである。もう一つは、将来に亘っての金融政策の透明性である。市場の期待の安定性に繋げていくというこの議論において、時間軸ということはどう理解するか。この時間軸というのは、今まで量的緩和政策のもとで自らの政策を縛るという概念を入れて使ってきたものだから、そういう意味で、今後は縛ってはならないということであれば、この時間軸という言葉の使い方について、今後、相当慎重にしなければならないのかもしれない。ここのところについても、多少吟味を要するのかなと思った。

#### 福間委員

インフレターゲットにしろ、参考値にしろ、とにかくそういう論者の言うところはインフレ率を1%とか2%とかにしようとする議論する訳だが、我々が5年間これだけの超金融緩和をやっても、結局はミクロ構造を調整しないとここまで景気は浮上しなかった。それをゼロ金利がサポートしたのであり、このことは非常に重要な要素だと私は思っている。こうした状況下、インフレ率を例えば1%とか2%とかにする調整インフレは望ましいと言えるであろうか。私はもう少し具体的に出てきたらその時にもう一回皆さんの意見と擦り合わせたいと思うが、日本の国民のインフレに対しての拒否反応をどういう具合にみるかは一つのポイントになると思う。調整インフレにするならば預金金利を上げろ、年金はどうなっているのだ、こういう問題に発展するだろう。そして当たり前のことだが、調整インフレを万一市場に悟られれば、長期金利が上がってしまう。私はやはり財政再建というのは、非常にプライオリティが高いと思うので、できるだけ物価安定を図った方が良いと思う。しかも私は今位の物価安定が一番良いと思っている。と言うのは企業収益は最高であり、株も年間5割位上がっている。こうした状況にあって何をもって今がデフレであるとか、あるいは

インフレターゲットが要するというのかが理解しかねる。これは立場の違いだから仕方がないと思うが、やはり金融政策なり経済政策というのは大きな常識の中ではまるものでないといけないと思う。学者の世界で理論を議論されるのは構わないのだが、どれだけ一般のアクセプタンスがあるかということは非常に重要なことで、それが恐らく損失関数などといったところに出てくるのだろうと思う。であるから、ただインフレ数値を上げること、あるいは物価目標値を上げることが重要なのだと言うと、どうもアップサイドダウンの議論なのではないかと私は思っている訳である。これはもう何回もやっており、これは平行線だからこれ以上言わないが。

福井議長

否、平行線で終わってはならない議論である。非常に重要なポイントであって、日本銀行がもし何か仮に数字に触れるとした場合には、日本銀行の政策目的ときちんと整合性の取れたものであり、人々も我々の意図したとおり理解してくれるものでなければならない、こういうことである。

福間委員

然り。

福井議長

その場合に、福間委員のおっしゃったとおり、私自身の頭の中にも二つの大きな問題があって、一つは日本人達が心の底で持っている物価安定感というのは数字に現わすと、きっと諸外国の人よりもうんと低いものを持っているだろう。それよりも高いものを外国がこうだからこうではないかというように一種の写本のように写し変えるというようなことをすると、ギャップが生じて人々のインフレ心理を逆に刺激するということがある。もう一つは、残念ながら日本の国家財政というのは非常に悪い状況にあるので、我々の打ち出し方に、もしそういうギャップが少しでも見えれば、やはりインフレによる財政赤字の解消という方向に感覚的に結び付け

やすいという問題がある。また敢えて言えば、政治的にも利用されやすい。この二つはしっかり意識してものを考えていかなければならない。そこを上手く考えられるのであれば、逆に自信を持っていけるやり方があるかどうかということだと思っている。

#### 岩田副総裁

若干今の点で補足させて頂きたいのだが、私は日本銀行でサーベイをやり始めて、物価の先行きはどうかということを聞いていて、一般の人がどう思っているかということは割合大事だと思うのである。出てきた結果は、私が予想したよりもずっと合理的と言うか、賢明だなと最初から思っている。例えば、今後5年間位の物価上昇率で見ると平均値は+2%なのだが、中央値で見ると+1%位という結果が、このところずっと安定的に出てきている。最初は、これは大丈夫かなと思ったり、偶然こういうことになったかなとも思ったのだが、今の日本の置かれた状況等から判断すると、割合消費者は賢明と思っている。これは、マーケットがイールド・カーブをどのように形成するのかということと少し似たようなところがあって、私は民間が期待しているものから飛び離れたようなものができるとは思わないし、また、そういうことを目指したら大失敗するのではないかとも思うのである。それから私は、企業の方は今がベストな環境だというのは非常によく分かる。つまり利潤が凄く上がって、株も上がって、満足な状況である。一方で企業物価指数+2%位、実は今も上昇していて、それでも利潤がこれだけ上がっているということが両立している。それでは消費者物価指数の変化率はゼロが一番良いかということ、私は

も当初はゼロが良いと思っておられたと理解しているが、それが1996年の7月以降、そこで私は革命が起こったとずっと思っているのだが、ご自身が+2%が望ましいとおっしゃって、ただ外には言わないということだった。ただアメリカでは、連邦準備が大体+1%~+2%位を目途にやっているということは、実はマーケットの方はほとんど知っていて、それを前提に、具体的な数値を出さなくとも市場が安定しているということも

あるように思う。以上である。

#### 中原委員

私が申し上げているのは、極めて素朴なものである。物価安定を目標とする以上、どの位の水準が安定した物価と言えるのかということをやはり示した方が良いのではないかというところから発しているということが一つ。それから、今までの議論の中で出てきたことについて一つ申し上げたい。スモール・バット・ポジティブなCPIあるいは物価上昇率が、資源配分の点からも経済厚生 の点からも望ましいということについては、アカデミアの方の議論は色々あるとは思いますが、ある種のコンセンサスになっているのではないかと思う。日本銀行のこれまでの量的緩和というのも、少なくともCPIが安定的にプラスになるためにやってきた訳である。スモール・バット・ポジティブの水準まで持っていくという政策運営をどうやって安定的に行うかということが今のまさに当面の問題であり、意見が分かれているところだろうと思う。それからこの前も少し議論があったが、一般の家計、消費者がどちらかと言えばデフレの方が良いという見方をしているのはアンケートにも出てきている訳であり、その辺が運営上一番難しいところだという気がする。今岩田副総裁のおっしゃったとおり、実際に一般のアンケートの対象者は、どの程度の数字を予測しているかと言うと、極めてモデルイトなインフレを予測している訳であるが、質問の仕方も若干関係するとは思いますが、一方でデフレの方が良いのだという回答がどちらかと言うと多い。このギャップに、我々としてどう対応していくかということは非常に難しい問題だと思うが、そのためにもやはりスモール・バット・ポジティブなCPIが経済的に望ましいという分析を、色々な意味で、市場や家計との対話の中で説明していく努力が必要なのだろうと思っている。ただ、勿論、これが政治的に利用されるというリスクが全くないとは否定しないが、我々の努力によって克服できる部分ではないかと考えている。

## 須田委員

家計にとって物価が下がる方が望ましいということと、であれば、逆にインフレ率の数字が高いということは、望ましくないことが起こっていると家計が判断しているということであると私は思っている。それから望ましい物価上昇率において、CPIは確かにスモール・バット・ポジティブなのかもしれない。私は基本的にはゼロ・インフレが望ましいと思っているが、それを実際の数字に現わしたらどうなるかと言うと、経済構造が進むもとで、その調整はスムーズに行われるということではない。インフレ、デフレの色々なコストがあるということを実際の数値に落とそうとした場合、指数の上ではスモール・バット・ポジティブとなるというのはそのとおりだろうと思うが、それが具体的な数字でどのように表せるかというところが凄く難しい。また、構造調整が起こる中でその数字は時と場合によって変化していく。そういう中で、日本の国民は、数字についてあまりにもリジットに考えるという部分が凄く気になる。もっとアバウトに捉えてくれば、もう少し数字を出すことに臆病ではなくなるのだが、一度出した数字については、もう何が何でも実現しなくてはならないというように目的化してしまう。このことが透明性として強過ぎるということもある。経済学的なモデルの世界で考えれば、目標を定めてそれをオープンにした方が良いという結果が出るのは当然なのだが、現実とモデルの世界は異なるというところが問題だと私は思っている。しかもスモール・バット・ポジティブというのは、長期的に望ましいインフレ率である。それよりも短い短中期的にどうするかと言った時に、現在の日本では非常にインフレ期待が低いことをどう織り込んでいくかという凄く難しい問題も抱えている。こうしたことを考えると、今のような状況で何らかの数値——それがたとえ、長期的なものであっても——を出すことがもたらす色々な意味での混乱を私は懸念している。従って、以前からイグジットの時にそういう数値を出すのは反対だと申し上げている。

#### 福井議長

きっとスモール・バット・ポジティブが良いというのは、ゼロよりも良いという意味ではないのであろう。理論的にはゼロが良いが、メジャーメント・バイアスがあるし、それからゼロ・ローアー・バウンドを考えると純粋ゼロと言うのは実現値として難しいから、ポジティブ・バット・スモール、スモール・バット・ポジティブ、とこうなっているのだろう。それから数字が一人歩きしやすいという点については、我々は一体どこまでカウントすべきか、という凄く難しい問題があると思う。全く逃げるのかと。数字が一人歩きしやすい性質を持っているとしても、一人歩きさせない数字というのを我々は打ち出せないのか、ということはやはり考えないと、責任回避になるリスクもある。このところは非常に難しい気がする。自信があれば数字は出すべきなのだが。

#### 水野委員

福間委員が私の言いたいことはほとんど発言されたので、それを少し違った表現で申し上げたい。総裁がおっしゃったこととも少し違うので言うと、我々は実務家であるべきだと思う。その数字を出してそれで終わりであればこんなに楽な仕事はなく、それではいけないのでということで原点に帰るべきだと思っている。物価の安定が我々の使命である。それは何かと言うと、足許の物価のみならず将来に亘っての物価の安定である。それを踏まえて数字を出す、出さない、あるいは資産価格をみる、場合によっては金融システムの安定にも配慮するといった意味でフォワード・ルッキングになる必要がある。しかし、現時点では、実は日本銀行も含めて、日本はフォワード・ルッキングの視座が欠けていると思うのである。政治も含めて。足許だけをみて議論している。我々もたまたまCPIにコミットしてしまったので、これはバックワード・ルッキングになっている可能性もある訳である。現在の議論は、まだCPIは安定的だとは言えないといった足許の話になっている。この議論を無視する訳ではないが、私がもう一度議論をフォワード・ルッキングに戻すべきだと盛んに言っているの

は、この議論が終わった後、あるいは同時並行的に将来の物価の安定をどのように考えるかという議論に変えていかないと、多分いけないのではないかと考えているからである。それを数字として出すことが良いのかということについては、実はFedやECBの友人と話していると、「なぜ日本銀行は中央銀行を政治的圧力から守ってくれるインフレーターゲットをそんなに嫌がるのだ」と言われる。私からは「それは色々事情があるのだ」と説明した。それで大分分かってくれたような感じである。中原委員がおっしゃったように、この数年で大分分かってきたような感じがする。ただ、これは福井議長がおっしゃったとおり、我々は財政赤字の問題を抱えており、構造改革の中で経済がどちらを向いているかという問題、あるいは今国会で議論されている明暗の問題や格差の問題の中で国民全体が短視眼的になっているため、タイミングとしては、日本の潜在成長率の議論も含めてもう一回きちんと中で議論してから数字を出していった方が良いのではないかという気がする。やはりキーワードは、物価の安定であって、デフレ、インフレという言葉は、言葉としては分かりやすいのだが実は何も言っていないのに等しいのである。であるから、これらはあまり使わない方が良いということはある。

#### 福井議長

おっしゃったとおり、期待の安定性を追い求めて何かメッセージを出すということはフォワード・ルッキングという観点があるが故であると。そのメッセージを汲み取って市場関係者が行動してくれるというのは、フォワード・ルッキングに、経済の方向性に合った行動をして欲しいということである。

#### 水野委員

周りも行動してくれないと困るのである。

福井議長

願望が込められている。

水野委員

然り。

福井議長

それよりも重要なことは、我々が何かメッセージを出すということは、政策意思の表明なので、どういう意思を表明するかということ。数字を出すとか出さないとか、どちらの方向であってもメッセージを出すからには政策意思の表明であり、意思表示したとおりの政策運営をしていかなければならない。であるから数字の一人歩きという概念は、本当は私はないのだと思っている。仮に数字を出した場合でも、そのとおりに行動していけば、仮に政治からの注文ということがあっても、我々の意思が固くて行動が伴っていれば、理解されるということではないか。であるから、何か物事を避けて通るということだけを考えるのは好ましくない。きちんと議論して何が最適か、示すことが望ましいと思う。

水野委員

裏返すと、日本銀行のクレディビリティが上がれば、そういうことが許されるということだと思う。

武藤副総裁

今の数字を出すかどうかについてだが、どんな数字であれ出すと一人歩きするとか、誤解を生ずるとかということは、私もそういう面があるのではないかと思う。しかしそういう理由で出さないというのは、実は日銀の中では通用するが、外部には通用しない論理だと思う。数字を出すこと自身が具合が悪いという理由があれば別だが、本来は望ましいのだが誤解が生じるから出さないというのでは、誤解が生じないようにすれば良いでは



ないかということになる。

それから、イギリスやその他の国でも、初めから誤解がないなどということであったかどうか分からない。そういうものを乗り越えてきたということかもしれない。日本にそういう傾向があるというのはそのとおりで、私も悩ましいのだが、それを理由に出さないという結論に達してしまうと、まともに数字に関する議論をしてくる人達に対して、なかなか説得力を持たないのではないか。

須田委員

それはそのとおりだと思う。

武藤副総裁

結局、数字を出す、出さないはともかくとして、何らかのそういう対応をするということは、中央銀行としての独立性がより高まるということでもある。例えばバーナンキ議長などはそういう発想でやっていると思う。一つ問題なのは、中央銀行があまり自由奔放に動かないように、拘束的な効果を持たせるために、そういうアプローチを採った方が良いという考えがある。そういうスタンスをとっている人々に対してどう応えるかが非常に悩ましいところである。誤解されるからなかなかできないのだ、というのは少し言い方を気を付けなくてはならないということが一つである。

それからもう一つ全然違う話なのだが、我々はマーケットが織り込むという観点から見て、本当に成功しているのかどうかということについては、しているような気もするし、必ずしもそうでないような気もするところがある。マーケットの織り込みに対して、何か逆にマーケットの側から規制を受けているようなところが少しある。それを我々が思うような方向にもう一回再調整しようと思うと、これはなかなか難しい。新たな織り込みをさせるためのメッセージはどうあるべきかということになると、かなり規律ある発信と言うのか、相当仕組んだ発信をしないとなかなか上手くいかない。従って、少しでも不要なノイズが外に出ると多分上手くいか

ないということだろうと思うので、今成功しているのであれば、そんなことを言う必要はないのだが、もし成功していないかもしれないと考えたら、これは非常に重要な問題であるという印象を持つ。

#### 須田委員

私の発言が少し誤解されているかもしれないので少し付け加えておきたい。日本の国民は結構数字をリジットにとってしまう。従って、もし何らかの数字を出すとした時には、私が先程言ったようにかなり幅を持ったものを出さないと無理だと思う。数字で出すのであれば、国民が納得し、かつ財政の問題も抱えている中で批判されない目標であるためには、やはり相当幅広いものにして出さなくてはならないということが言いたかったのである。

#### 中原委員

武藤副総裁のおっしゃった後段の点は私も全く同感であり、解除の時期を4月28日にフォーカスする傾向は益々強まっている。2006年度の物価上昇見通しは、今のところメディアンが+0.5%になっているが、これが本当に今度の展望レポートを出した時にそのとおりになるのか。それまでに色々な条件も変わってくる。4月以降の色々な診療報酬等の動きもあるし、あるいは基準年改定の動きもある。こうした中で+0.5%が出てきた時に、それが解除条件として十分なのかどうかの議論がかなり分かれると思う。従って、4月28日に解除というのは、本当にどこまでその蓋然性があるのか、我々が考えている以上にマーケットはもうそういう感じを持ち過ぎていると思う。しかも一部では、ここまで言い込んだ以上、日本銀行が4月あるいは4~6月に解除しなかったら信認に関わるというところまで言われ始めたから、もう明らかに我々の手足を縛り始めていると私は理解している。

#### 福井議長

だが、基本的にマーケットとの対話というのは、ある時期が近付いてくれば予断を持たない人と予断を持ちたがる人との対話であるから、必ずそういう構造的歪みは出る。最後は、やはりマーケットで予断を持って臨んだ人が損をした結果、我々に非難を浴びせるが、そのコストは我々が被るという覚悟は、ある程度必要ではないだろうか。完全に予測を揃えてからというのは、むしろ政策的に無理があるような気がする。我々自身が予断を持たない限りそれはできない。

#### 中原委員

予測を揃える必要はないのだが、いわゆるマーケットのコンセンサスを、我々が煽動するような形で作るべきではなかろうということである。私としては、4～6月というのは、やはり実体経済の動き及び3条件の充足の可能性を考えて、マーケットが自律的に判断していった部分がかなり大きいとは思っているが、それにしても少し収斂し過ぎたなという感じである。

#### 福間委員

収斂し過ぎたというのはやはり、展望レポートであそこまで書き込んだ訳だから、あれで収斂しなかったらやはりおかしい訳である。それは皆アグリーした上で展望レポートを出した訳だから。

#### 中原委員

ただ、「2006年度にかけて」というのは必ずしも4～6月ということの意味する訳ではなくて、あの時は私も企画局などと話したが、広い意味では2006年度中までを含むというのが一般的な見方だったのではないか。この点について可能性が高まるという程度の話であれば、私は認め得る表現だと思ったのだが、4～6月という一つの四半期に、しかもこの4月に最近の見方はあまりにも集中し過ぎていないかということである。

### 武藤副総裁

私が少し申し上げたのは、須田委員がサプライズという形で受止められるのは如何かという、そういう話があったので、確かにサプライズということでない方が良いのだが、それをどのようにするかというのは意外と難しい話である。そういう時にはどうしたら良いかということは我々として考えるべき課題の一つだということを申し上げたかったのである。

### 水野委員

投資家は皆、4月28日と言いながら、もしそれより前にあっても良いようにきちんとポジションを管理しているので、それ程心配はいらぬような気がする。自分が悪いのだから。あとは株式市場と債券市場では温度差が相当ある。債券市場に対しては、我々は、3条件を満たすまで思考を停止して宜しいということを書いてしまった訳である。株式市場は、非常に素直に反応し、実質金利がマイナスになって景気が良ければ上がっていく。それに対して我々は何も発信していないため、自由奔放に動いている。そうせざるを得ない経済情勢にあったから我々が悪い訳ではないが、我々の量的緩和解除のコミットメントによる時間軸、経済情勢、マイナスの物価を目の前にして、債券市場はやはり低金利が長い状況に慣れ過ぎてしまったので、そこはもう仕方がないコストかもしれない。ある意味で達観しなければならないかもしれない。

### 岩田副総裁

少し宜しいか。先程、福井議長から将来の政策のフレームワークを語る場合、時間軸という言葉は少しどうかなというお話があったが、私もそこは同感である。つまり同じ政策をそのままやるのではなく、レジームが違っている訳なので、違う表現の仕方の方が良いのかなと思う。基本的には、政策の先行きの方向性を示すフレームワークのような形の方が良いのではないか。そういうことを通じて、先行きに対する人々の期待を安定化させる、市場の期待を安定化させるようなフレームワークが必要なのだと

いう言い方が重要なのかなと思う。もう一つは、やはり今デットがこれだけある経済の中で、財政再建というのは、普段よりも余計細心にやらないと、全てが上手くいかなくなってしまうリスクを抱えながら動いているため、そこを上手く切り拓いていくやり方は何かということが本当に問われているところである。日本銀行法の第二条は、非常に正しいことが書いてあって、そこを起点としてやっていかない限り全て上手くいかないと思っている。逆に言うと、財政政策の方も第二条に基づいて政策運営をやって頂くということがないと、非常に上手くいかないのではないかとすら思っている。そういう問題点がある。それから三番目は、須田委員がおっしゃったが、確かに摩擦もなくフレキシブルな経済であれば望ましい物価上昇率はゼロだろう。これはもうそのとおりだと思う。現実には色々な摩擦があったり、あるいは硬直性があったりということ、それから存在している物価指数が色々なバイアスを持っているということ踏まえたうえで、

も+2%位だということをおっしゃったと私は理解している。それは同じことではないかと思う。ただ、仮に、経済構造は変化しているし、難しいので分からないというように発信してしまうと、マーケットはもっと混乱してしまうと思う。誰かがやはりアンカーと言うか、安定化させることを誰かが言わなくてはならない。私は、それこそ本当に第二条の精神を活かすのであれば、それは中央銀行しかないと思っている。

#### 西村委員

宜しいか。私はやはり二つに分けて考えるべきだと思っている。一つは道標の話と、それから中長期的ないわば目標の話というのは分けて考えるべきであると思っている。道標に関しては、皆さんほとんどもう同意があると思う。どういう形であれ、そういうものは必要であろうと思う。しかし、中長期的な目標ということに関しては、これはまだ合意がないと言うか、私の中でも非常に難しい問題が色々ある。そういうことから考えると、中長期的な目標に関しては、今の段階で拙速に行うことに関しては非常に抵抗がある。それからもう一つは、中長期的な目標に関しては、先程岩田

副総裁がおっしゃったが、我が金融政策も、非常にロングランでは独立であるかもしれないが、やはりショートランでは必ずしもそうではない。勿論、最終的なところは我々が決めなくてはならないが、特に緊密な情報交換なり何なりのことは、政策当局の間でやはりなされるべきだと私は考える。そういったことが、何かポリシーと言うか、政治的なものであまり歪まないような形でできるやり方でなされるべきであると考えている。

#### 福井議長

今日の記者会見は、あくまで我々は予断を持ってないということを基本にしつつ、今日議論した情勢判断に忠実な説明をする。結果として、マーケットの期待がシフトする可能性があるが、是非ご理解を頂ければと思う。それでは、政府の方からご意見を頂戴したいと思う。赤羽副大臣から願います。

#### 赤羽財務副大臣

前回とあまり変わらないと思うが発言させて頂く。我が国経済の現状をみると、1月27日に公表された12月の消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）においても、11月に続き、極めて小幅ながら前年同月比プラスとなり、デフレ脱却に向けた改善が見られるものの、一方ではGDPデフレ率など、他の物価関連統計を含め、物価についての基調やその背景を総合的に考慮すると、デフレ状況は、緩やかながらも、依然として続いているものと考えられる。景気回復を持続的なものとするとともに、デフレからの脱却を果たすことは、政府・日銀が一体となって取り組むべき最も重要な政府課題である。これを確実なものとするため、金融政策運営において、デフレ克服に向けて手を緩めることなく取り組んで頂くとともに、経済・物価情勢について総合的に考慮し、慎重なご判断をして頂きたいと考えている。また、金融当局として、金融市場及び金利全般に対して十分な目配りをして頂くとともに、金融政策の先行きに関する憶測で市場が不安定になることのないよう、金融政策の考え方を市場や国民に丁寧にご説

明願いたいと考えている。以上である。

福井議長

中城内閣府審議官からお願いします。

中城内閣府審議官

景気の現状については、緩やかに回復している。しかしながら、依然としてデフレの状況は続いており、その克服は引き続き政府・日銀一体となって取り組むべき重要政策課題である。平成18年度には、デフレ脱却の展望が開けると見込んでいるが、実際の脱却の判断は、消費者物価のみならず、GDPデフレーター等、種々の物価統計を見るとともに、原油価格の高騰等の特殊要因を除いた物価の基調や需給ギャップ等の背景を総合的に考慮して、慎重に行うことが必要である。また、中期的には民間需要主導の持続的な成長と両立するような安定的な物価上昇率を定着させることがマクロ経済財政運営の基礎となる。日本銀行におかれては、政府の経済の展望と整合性を取り、デフレ脱却の重要性に鑑み、実効性のある金融政策運営を行って頂くよう期待する。そのうえで、望ましい物価水準及びそこに至る通過点の考え方を含めた今後の道筋の提示を検討頂き、市場における適切な期待形成を促進することにより、デフレからの脱却と物価安定のもとでの持続的な経済成長に寄与されることを期待する。以上である。

福井議長

政府のご意見に対してコメントがあればどうぞ。宜しいか。それでは金融市場調節方針の議案の取り纏めに移りたいと思う。議長としては、皆様方の多数意見を踏まえて、現状維持に関する議案を提出したいと思う。福間委員と水野委員からは量的ターゲットの削減についてのご提案がある。それぞれの案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

それでは読み上げて欲しい。

内田企画局企画役

それではまず、福間委員・水野委員案である。「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。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。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。

続いて議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。日本銀行当座預金残高が 30～35 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。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。」。続いて別添、公表文案である。「2006 年 2 月 9 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○反対○）。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。」

福井議長

それでは議決に移るので大変恐縮である。

[政府からの出席者退室]

それでは福間委員・水野委員案から採決をお願いします。

[福間委員・水野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

中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 2、反対 7。反対多数である。

福井議長

2対7で否決となった。議長案を回して欲しい。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

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

中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成7、反対2。賛成多数である。反対は、福間委員と水野委員である。

福井議長

7対2で議長案が可決となった。福間委員、水野委員から追加的にご意見の表明があればどうぞ。

福間委員

特にないが、私はもう景気は非常に良いと思っている。と言うのは、先程も申し上げたような数字できていて、上手くシームレスに移行できれば良いのだが、やはり日本の場合は、ニクソン・ショックの後もそうだし、

プラザ合意の後もそうだが、円高不況、円高不況、円高不況と言って、「いや、まだ駄目だ、まだ駄目だ、まだ駄目だ、また大変だ」とこうやっているうちにバブルがきてしまった。今回もデフレ、デフレ、デフレだと言っている訳だが、徐々に数字は完全雇用状態になりボトルネック要因も出そうなレベルにきているのに、デフレ・スパイラルの時に決めた政策を堅持することが本当に正しいのかということが、私にとっては去年からずっと疑問である。これらはいつも言っていることなのだが、特に反対ということではなくて、私はやはり景気判断というのは正確にやるべきであり、今から皆で間違ってしまうということは非常に気を付けなくてはならないと思っている。

福井議長

水野委員からは如何か。

水野委員

同じことだが、一言だけ。調節方針だけではなくて、色々な情報発信のツールがあると思うが、調節方針にも景気の変化を反映できるようにしていく方向性は、やはりポスト量的緩和政策の枠組みに変更した後はやっていければなと思う。

福井議長

それでは、今日決まったとおりの調節方針で引き続き金融市場局の方で頑張ってもらいたい。

[政府からの出席者入室]

大変恐縮であった。賛成多数で議長案が可決された。

V. 金融経済月報に関する討議

福井議長

それでは金融経済月報、基本的見解の決定に移りたいと思う。先程、冒頭に執行部の方からご説明があったこの文章だが、今までの議論を踏まえてもう一度この文章をご覧頂きたいと思う。特にご意見ないか、如何か。執行部の方も良いか、この数字で大丈夫か。

内田企画局企画役

久し振りに大丈夫である。

福井議長

宜しいか。

福間委員

大体フォームが決まってきている。

福井議長

それでは採決をお願いします。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

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

中山政策委員会室長

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

全員一致で基本的見解を決定させて頂いた。これは今日公表。本日15時に公表の予定である。なお、背景説明は、必要に応じ執行部で修文を施したうえで、10日金曜日、14時に対外公表を予定している。

VI. 閉会

福井議長

今日は議事要旨の承認案件はない。従って、本日予定した案件は全て終了した。次回は3月8日及び9日の両日開催の予定である。宜しく願います。最後に機密保持のことだが、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である。議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認確保の観点から、是非厳正な機密管理を皆様をお願いしたいと思う。以上である。閉会とする。

(12時14分閉会)

以 上