

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2006年4月10日（14:00～15:47）

4月11日（8:59～12:43）

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（10日）  
赤羽一嘉 財務副大臣（11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	雨宮正佳
企画局参事役	鮎瀬典夫（11日 8:59～9:16）
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
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	山田泰弘（11日 8:59～9:16）
企画局企画役	正木一博
企画局企画役	武田直巳
金融市場局企画役	坂本哲也（11日 8:59～9:16）

## I. 開会

福井議長

宜しいか。それでは政策委員会・金融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日程である。今日は金融経済情勢に関する執行部の説明を伺うこととする。政府の方から、財務省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させて頂く。そのことをご了承のうえご発言頂ければというふうに思う。

## 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りたいと思う。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ご報告をお願いします。

### 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

それではお手許にお配りした資料(追加)に沿ってご説明したいと思う。早速であるが、図表1-1である。量的緩和政策が解除された前回決定会合以降の無担オーバーナイトレートであるが、こちらは概ね2/1,000%で安定裡に推移している。期末日の3月31日は、4/1,000%であった。期明け後、足許に掛けてはまた1/1,000%まで低下しており、短期金融市場は一段と安定化している。この間、当座預金残高は、3月中は期末月であることに配慮して、30兆円前後で推移するよう調節を行ったところである。4月入り後は、徐々に当預の水準を落としており、先週の金曜日が27兆円、本日は大体25.7兆円程度になる見込みである。補完貸付残高

の欄をご覧頂くと、試験的と思われる借入れが、各業態でパラパラと行われている。3月22日から特定の地銀1行が300億円ベタで足許まで借り続けているが、これもどうも実需ではないようである。図表1-2、当座預金の主体別の保有状況をご覧頂くと、メガバンクは当座預金の圧縮意欲が強く、市場での運用を積極化していることから、都銀の期末の保有残高が9.7兆円と10兆円を下回っている。また外銀についても、保有残高が次第に圧縮されてきており、足許では2兆円台まで低下している。次に、期末の短期金融市場の動向であるが、図表1-3である。去年の期末はペイオフの解禁を控えて一部の金融機関が資金を抱え込んだため、この図表1-3に示しているように期末に掛けて一部の金利が跳ね上がった訳であるが、今年は去年とは対象的に落ち着いた期末となった。具体的には2.の無担コール(O/N)レートのグラフであるが、三角印の実線が今年の動きである。ご覧のとおり期末のオーバーナイトレートは、今年は4/1,000%であったが、3月末越えとしては過去最低となった。また同様に、GCレポ(S/N)レートも期末に掛けて低下しており、未初のレートは下限に近い2/1,000%であった。このように期末の短期金融市場が落ち着いていた要因としては、まず当座預金残高が30兆円前後に保たれ、流動性に対する安心感があったということは指摘できると思う。それから去年の経験を踏まえて、外銀あるいは証券が早めに期末資金の手当てに動いたことも指摘できると思う。そして三番目としてメガバンクが期末の当座預金圧縮のため、レポなどでの資金放出を積極的に行ったことを挙げる事ができると思う。図表1-4は無担保コール市場残高を示したグラフである。これをご覧頂くと、取り手としての外銀の調達が増え、一方の放出サイドでは都銀が放出を増加させるといった構図の中で、取引高が拡大して市場残高が徐々に回復している様子がお分かり頂けるかと思う。図表1-5、解除後のオペの実施状況をこちらでご覧頂く。まず資金供給面であるが、解除直後の3月10日、市場に安心感を与える観点から、3本のオペをオファーしている。具体的には本店手形買入6,000億円、それから国債買現先4,000億円、短国買入3,000億円、合計1兆3,000億円をオファー

している。その後、市場動向が安定していることを確認したうえで、当初期末に予定していた期越えの資金供給オペの実施については、これを見送った。この間、CP買現先あるいは短国買入は、金額を減額しながらもほぼ週1回のペースでオファーを行ったところである。一方、資金吸収オペについては、3月28日の国債売現先6,000億円、これが期末を越える最初の吸収オペとなった。結果は、都銀の放出意欲が非常に強く、レートは下限の1/1,000%になった。これが一種のベンチマークになって、この後期越えの市場金利も低下したところである。なお、4月に入ってから売り手などによる吸収オペは継続をしているが、これらは資金需給の変動を均すことを目的とした、極く短期のタームのオペである。資金余剰感の強さを背景としたメガバンクなどの資金放出意欲が異常に強い状態が続いていて、レートは下限の1/1,000%に貼り付いた状態である。図表1-6、2。(1) ABCP買入の実施状況である。この買入は3月末をもって終了したが、2003年8月の買入開始以降61回のオファーを行い、累計3.3兆円程度の買入を行ったところである。(3) 国債補完供給、通称SLFの実施状況をお示ししている。ご覧頂くように、SLFは4月3日、4日と二日連続で発動したところである。これは債券相場の下落局面で債券先物が売られたり、売り渡し適格のうち最割安銘柄である252回債が、期末・期初で機関投資家などが債券の貸出を控えたことも重なり、需給逼迫に拍車がかかって、一部の外資系証券会社がショートカバーできなくなった。このため日銀のSLFの発動要請に至ったものである。図表1-7、こちらでは当面の資金需給の見通しをお示ししている。4月に入って足許までは、3兆円の資金余剰であるが、10日以降月内は国債発行などの要因で4.8兆円の不足となる。同様に5月は5.3兆円の不足、6月は国債の大量償還などがあるため11兆円の余剰となる見込みである。この表に金融調節という欄がある。こちらはマイナスが付いているが、これはオペの期落ちの額である。例えば4月10日以降、月内の期落ちは-8.3兆円というふうになっている。従って、先程の資金需給の-4.8兆円とこの-8.3兆円を足した約-13兆円が、オペの期落ち分のみによって機械的に当座

預金残高を落とした場合の、今後4月中の減少額である。表にあるように、先週末の当座預金残高 27 兆円であるから、ここから 13 兆円を引いた約 14 兆円が機械的に計算される 4 月末の当座預金残高になる。ただ実際には、市場の状況を点検しながらある程度の資金供給オペを組み合わせることで、それを前提とすると、現在のところ 4 月末の当座預金は約 20 兆円となる見込みである。調節関係は以上である。続いて金融・為替市場の動きについて、図表 2-1 以降でご説明する。図表 2-1 (2) ターム物レートの動きであるが、このうちの短期レートをご覧頂くと、F B 3 Mのように短いところでは総じて安定している。6 か月物になると、新発物の償還期が7月の決定会合を越え始めている4月の初め頃から上昇してきている。さらに T B 1 Y のレートは、現在は 0.285% であるが、これは 2001 年 2 月頃の水準辺りまで上昇してきている。図表 2-3 以降で、利上げの実施時期などに関する市場の織り込み状況をご説明していきたい。まず図表 2-3 (1) はユーロ円金利先物からみたフォワード・レート・カーブである。黒い太線でお示した足許のカーブは、前回決定会合時の破線に比べてかなり上方へシフトしてきている。それから図表 2-4 (1) のグラフ、インプライドフォワード・レート (6 か月先スタート 6 か月物) であるが、これを見ると足許ではゼロ金利政策導入前の水準まで上昇してきている。(2) は、前回決定会合でもご説明した 1 年先スタートの 3 か月物のフォワード・レートとボラティリティ指数を組み合わせでご覧頂くグラフである。現在のフォワード・レートが 0.92%、それからこれに対して 2003 年の夏頃のレートが 0.36%。当時はいわゆる V a R ショックによるものであって、政策変更期待はなかったもので、0.92% と 0.36% の差の約 0.5% が現在織り込まれている今後一年間の政策変更プレミアムとみることもできる。ただ、この間にボラティリティ指数も、このグラフをご覧頂くように、2003 年当時の 1.60bp から足許では 2.94bp とかなり大きく上がっているため、リスク・プレミアムの拡大分もかなり含まれていることについては割引いて考える必要があると思う。以上から総合してみると、市場の織り込み状況については、おおよそ次のようなことが言えるのでは

ないかと思う。まず一つは、従来は10~12月位とみられていた利上げ開始時期であるが、足許では7~9月期に前倒しされてきているようである。実際、いわゆる市場のアナリストの人達のコメントを見てみると、利上げ予測時期が総じて前倒しされてきているようである。また、これに伴い1回の利上げ幅が0.25%とした場合には、年度内に2回の利上げもあり得るという見方が出てきているというふうにも言えると思う。続いて図表2-5で長期金利の動きである。長期金利の推移のグラフ、それから図表2-6の(2)イールド・カーブの変化幅にご覧頂けるように、長期金利全ゾーンで上昇してきている。特に中短期と言われる2年とか5年、この辺りの上昇幅が大きくなっており、ゼロ金利政策導入前の水準まで上昇してきている。これに伴って、従来は比較的安定していた10年債の金利にも上昇圧力が掛かり始めて、本日は1.9%を付けるところまで上昇してきている。長期金利の上昇であるが、基本的には公示地価あるいは短観、こういった景気指標が堅調であること、それから株高が背景と見ているのだが、中短期ゾーンについては、利上げペースがひよっとしたら早いのではないか、そういった思惑も相場下落の要因となっているようである。この中短期ゾーンであるが、主な買い手は銀行である。その銀行が評価損を抱えることにもなっており、一部には損切りに出ているということもあって、買い手不在の状況になっている訳である。この中短期ゾーン、元々利上げペースに関する思惑が錯綜しているゾーンであるので、不確実性が総じて高まっている。これを映じて図表2-6であるが、期間別のスワップション・ボラティリティ指数の推移のグラフにあるように、中短期ゾーンのボラティリティはこのところ一段と上昇ピッチが上がってきているように見える。このように現在は中短期ゾーンのボラティリティが上昇してこのゾーンの金利上昇に繋がっている。さらには10年超の長期ゾーンにも上昇圧力が及び始めている。そういった構図に整理されると思う。ただ、長期的に見た場合の金利観が、大きく崩れているかということと必ずしもそうではない。例えば、図表2-7(1)のグラフで、7年先から先のスタートの1年物の金利などを見ると、大体2.5%位の水準で安定している様子をご

覧頂けるかと思う。債券相場の部分の最後のところで、今後を見通すうえでのチェックポイントを幾つか挙げておきたいと思う。第一点は、図表2-9、(1)のグラフにあるように欧米金利のイールド・カーブのスティープ化である。これが今後さらに急速にスティープ化が進むような場合には、我が国のイールド・カーブにもスティープ化圧力が高まる可能性もあるとみている。第二には株価であるが、株価の騰勢がかなり強まるようなことになると、長期金利の上昇圧力も高まってくると考えられる。第三であるが、これまで申し上げてきたように、今後の利上げペースに対する思惑が錯綜した状態が続いている。海外投資家、海外勢の中には、日々の当座預金の減少ペースを見て、先物のショート・ポジションを深める先もあるようだし、政策当局からの各種情報発信に対しては非常に市場が敏感になっている点については留意しておく必要があるかもしれない。実際、図表2-10で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結果をご覧頂くと、引き続き金融政策が金利上昇要因として一番強く意識されている。以上が債券市場である。続いて図表2-11で、クレジット市場をみておく。(1)のグラフをご覧頂くとBaa格の社債流通利回りの対国債スプレッドが、このところ大幅に拡大しているがこれは個別要因で、ボーダフォン日本法人の影響である。つまり、ボーダフォンがソフトバンクによるLBOの対象となり、英国本社の信用補完から離れるため、大幅に格下げされたということが背景とと思っている。それ以外に、クレジット指標に大きな変化はない。株式市場に移る。図表2-12である。株価は前回決定会合以降、騰勢を強めており、日経平均は、今日は若干反落しているが、今の17,000円台半ばは大体2000年の7月以来の水準、それからTOPIXはバブルの後の戻りの高値を抜けて1991年11月以来の水準、そういったところまで到達している。背景であるが、量的緩和政策が解除されて政策に関する不透明感が払拭され、株式市場はファンダメンタルズ重視の相場環境になっている感じがしている。その面では、短観なども着実な景気回復を裏付けるものとして冷静に受止められている。それから(2)や(3)にお示しした、欧米株価の底堅さも支援材料になっている。

図表 2-13 で主体別の売買動向を見ておく。まず、海外投資家の買いが戻ってきており、買い越し幅が拡大傾向にある。それから投信も着実な買いが続いている感じがする。一方、個人であるが、こちらは新興市場の株価下落の影響を引きずっており、売り越し基調が続いている。特に期末に掛けての相場上昇局面では、いわゆる戻り待ちの売りが大量に出たという状況である。それから金融機関のうち信託であるが、こちらも、年金の期末のポートフォリオ・リバランスの売却が集中したことから、かなりの売り越しになっている。以上のように、株式市場は、景気あるいは企業業績に対する強気な見方が維持されているようである。このため図表 2-14 の株価と長期金利の推移のグラフにお示しするように、足許では株も上がり金利も上昇するという展開になっている。図表 2-15、為替相場の動向であるが、(1) のグラフの黒い太線でお示したドル/円相場については、基本的には量的緩和政策解除の後にはレンジ内の動きと言って良いと思う。つまり、ドルサイドでは米国の追加利上げ期待が景気指標に反応して強まったり弱まったりする一方、円についても利上げ開始時期の思惑があって、これらが交錯する状態が続いている。一方、ユーロについては、景況感の改善とこれに伴う利上げ観測から強含みで推移してきている。利上げのタイミングであるが、先週の E C B 政策理事会で——これは図表 2-16 (2) のグラフで、一番右の方に四角で囲んでいるが——、トリシェ E C B 総裁が 5 月の利上げを否定したところである。ただ、これにより 6 月の利上げがむしろ確実視されるようになっている。ということで、ユーロは強含んでいたのであるが、ただ、先週金曜日に発表された米国の雇用統計の内容が、失業率の低下などの点で、強いと市場で受止められていることからドルが買われており、図表 2-15 の〈参考〉の表にあるが、足許ではドル/円では 118 円前後、ユーロ/ドルでは 1.21 ドル程度までドル高方向に足許では傾いている。図表 2-17 はその他の主要通貨の動きである。今のところ区々なのだが、やや目立つのはニュージーランドドルである。ニュージーランドドルは、これまで高金利で投資対象として人気があったのだが、景気減速あるいは経常赤字懸念から①、②のグラフでお示す



るように、対ドルでも対円でもこのところ大きく下落している。このグラフにはお示ししていないのだが、アジア通貨は、このところ株式市場へ資金が戻っており、アジア通貨は押し並べて上昇している。また、商品先物市場は、グラフにお示しするように、このところ上昇ピッチがかなり早くなっており、金は1981年以来、銀は1984年以来の水準に上昇してきている。図表2-18、(1-1) IMMポジションをご覧頂くと、ドル/円相場はレンジ入りしていることから、円のショート・ポジションがこのところ縮小してきている。一方、(1-2) ユーロについては、先高観からロング・ポジションが拡大してきている。ドル/円相場の先行きについては、引き続き内外金利差が依然として注目をされているが、その帰趨については先程申し上げたようにあまり見方が定まっていないので、暫くは方向感がなかなか出難い相場展開になるのではないかという見方が多いようである。私からは以上である。

福井議長

宜しいか。どうぞご質問あるいはご意見等あれば、おっしゃって頂きたい。

須田委員

メガバンクの資金放出意欲が強いという話があったのだが、一方で、その量を減らすスピードに結構マーケットが関心を持っている。想定より早いのではないかというような記事も見られるが、思ったよりも大手の放出意欲が強いと思われているのかどうか。

中曾金融市場局長

今はまだ当座預金残高が非常に高い水準にあるので、メガバンクの余剰感がまだ非常に強い。彼等の話を聞いていると、段々水位が下がって行って、最後の方はむしろ丁寧に対応して欲しいというような感じがあるので、今のところ余剰感が先行して出てきているような感じがしている。

福井議長

他に宜しいか。どうぞ。

杉本財務省大臣官房総括審議官

債券市場についての見方を少しお伺いしたのだが、頂いた資料-2の2頁、(2)債券市場のところ「堅調な経済指標等を受けて利上げペースを巡る思惑が強まったことを背景に、」ということで、中長期金利が高まったという記述がある。実際問題として、新発の2年債の利回りは決定会合の頃から今日までであると、大体もう今2年物で0.7%を少し切る位であるので0.2%程度上がっているし、5年物で言うと午前中の終りは1.4%に乗っていたと思うので、決定会合前から比べると0.4%上昇しており、かなり不安定と言うか上昇のピッチが早いように思う。日々の動きを追っていると、経済指標の発表と金利が上がっていくタイミングが必ずしも一致しておらず、経済指標だけが金利上昇の原因ではないのではないかとみている。ここの記述においても、「等」という形で「経済指標等」、この「等」に色々な意味があると思うし、先程の説明においても色々な指標の思惑というか、指標の見方というご説明があったが、こういった形で経済指標以外に、そういった思惑を誘発するような原因というか、そういう利上げのペースを巡る思惑を強めたと認識されるような原因や要素というものをどのように考えておられるか、ということについてお伺いしたいと思う。

中曽金融市場局長

基本的にはファンダメンタルズ要因が底流にある。景気が底堅いということが、まず前提としてあると思う。そのうえで幾つかの要因を指摘できると思うが、先程の説明の中にも申し上げたが、例えば、政策の今後の利上げペースに関する思惑が色々錯綜している。さらに言えば、これも先程申し上げたが、買い手、特にメガバンクが多少引っ込んでいるといった間隙を縫って、特に外国人勢が先物のショート・ポジションを膨らますといっ

た動向も見られているのではないかと考えている。これも金利のボラティリティを増す一つの要因になっているのではないかと見ている。さらに先週から今日に掛けての動きについて言うと、アメリカの金利が上がっていることによる日本の金利への影響といった要因もあるかとみている。

#### 杉本財務省大臣官房総括審議官

確かにおっしゃるような要因で動いているということも、市場の動向からみられるのであるが、いわゆる経済指標が材料になる以外の時にもポンと跳ねたりするので、この辺はよく注意して見ておく必要があるのではないかと考えている。

#### 中原委員

外国証券では、今回の量的緩和解除の前後から日本における資金取引のポジション枠を大幅に増やしているようだ。在日拠点の幹部に聞いたところでは、それまでは市場のボラティリティがほとんどなかったので、申請してもポジション枠を増やすことができなかったが、解除を機にポジション枠を相当増やすことができたようである。

#### 中曾金融市場局長

これは先程ご説明を省いてしまったのだが、図表 2-8 辺りをご覧頂くと、最近の大きな特徴の一つは、今の中原委員のコメントにも関係するのだが、債券先物、金利先物の取引高あるいは建玉が大きく膨らんだことだと思う。要するにポジションをビルドアップしてこれをまたアンワインドするといった動きの中で、金利が時に大きく動いているのではないかとと思う。

#### 白川理事

二人のご説明と関連するが、今日お配りした図表 2-9 を見て頂きたい。これは毎回ではなく時々言及しているが、日米欧の 10 年物国債の金利の変化を書いている。勿論、日本の金利はレベル的には欧米と比較すると低

い訳であるが、日々の変化という面でいくと、実はこの数か月の動きというのは、日米はほぼ同じように動いている。ずっとそうだという訳では勿論ないのだが、こここのところの動きとしては、一つはアメリカの景気について、一旦は少し減速していくのかなという感じがある一方、強い指標も出てきたため、アメリカの10年物の金利についての見方もやはり少し変わってきている感じがする。ここには付けてないが、アメリカの長期金利のボラティリティなどの図を見てみると、やはり足許3月、4月に上がってきている。そういう意味で日々色々なことは勿論あるのだが、大きく流れとしてみると、日米とも同じように変化している感じがする。いずれにせよ、マーケットの動きをよく見ていきたいと思っている。

福井議長

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

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

それでは、本日配付したお手許の資料-3（参考計表）（追加分）をご参照頂きたい。図表1でアメリカの主要経済指標を確認したいと思う。いつものとおり、シャドーが掛かっているのが前回会合以降判明した計数である。まず1.である。昨年第4四半期の実質成長率は年率+1.7%であったが、従来から報告しているとおおり、これは各種の一時的な下振れが重なったことによるもので、本年の第1四半期はその反動もあって高い伸びが予想されている。最近時点での市場予想の平均は+4.6%である。現にこの表のうえでも、経済の堅調な拡大が見て取れるところである。3. 実質個人消費は、2月の前月比こそ自動車の前月からの反動減もあって0.1%の伸びにとどまっているが、1月、2月平均を第1四半期とみなして、その前期比を弾いてみると、+1.1%となる。6. 自動車販売である。3月は業界統計のみだが、年率1,659万台と大型トラックを含む数字のベースに置

き直すと、前月並の高い数字である。8. 住宅着工も、温暖な天候のために大きく伸びた前月の後でも、210万戸余りとかなり多めの数字となっている。ただし、販売は減少傾向を示しており、つれて在庫も増えている。住宅ブームが過ぎ去りつつあるとみて良いと思う。9. 非国防資本財受注だが、1月～2月平均の前期比は+2.3%とそこそこしっかり増加している。供給面に目を転じて、11. ISMは製造業、非製造業とも改善悪化の目安である50をかなり上回っている。12. 鉱工業生産も天候に左右されてエネルギー生産が振れているが、均してみると着実に増加している。また、13. 製造業稼働率も製造業ベースでこのところ80.4%～80.5%と2000年夏以来の高水準となっている。雇用だが、15. 非農業部門雇用者数は、この2か月連続で20万人を超える大きな増加幅となっている。14. 失業率は年初から4.7%～4.8%とかなり低くなっている。こうした需給ギャップの縮小にもかかわらず、物価面では今のところインフレ加速の様子はみられない。17. CPIは、全体ではエネルギー価格高から、ここ数四半期の前年比が+3.7%～+3.8%と高い上昇率になっているが、コアでは+2.1%を続けている。図表2でユーロエリアの経済指標を見たいと思う。

3. にあるように、小売売上はこのところ一進一退を続けているが、一方、輸出、生産、投資周りはこれまでの報告のとおり回復過程にあるとみている。3月のPMIが11. にあるが、これを見ても引き続き増加傾向を示している。この間、物価面では、14. 消費者物価にあるように、全体のHICPの前年比はこのところ+2.2%～+2.4%の範囲内でエネルギー価格の振れを映じて月々若干振れてはいるが、コアは1月、2月とも+1.2%と低めの上昇率となっている。図表3-1をご覧ください、1. 中国経済を見ると、旧正月のずれによって1月～2月の計数は振れているが、平均した計数を第1四半期の欄でご覧頂くと、3. 小売、4. 固定資産ともに前期並の高い伸びを続けている。5. 輸出だが、これは前月も申し上げたが、1月に繊維製品にかかわる輸出関税が撤廃されたことから、1月、2月には一時的に嵩上げされて増加している。物価に関しては、7. CPI前年比を見ると、1月～2月の平均は前年比+1.4%と、これも前期並の上

昇が続いている。なお、8. マネーサプライと 9. 貸出は、いずれもこのところ高めの伸びとなっている。人民銀行の幹部は、これについて警戒感を表わしているが、政府内部では必ずしもコンセンサスとなっていない様子である。図表 3-2、(2-1) で輸出を見ると、まず韓国の輸出だが、昨年の第 4 四半期に伸び悩んだ後、1 月～2 月は旧正月要因で振れているが、均してみると復調の様子が見られる。それから香港については、EU による中国製の靴に対するダンピング措置のため、増勢が幾分鈍化している。それ以外の国については、1 月～2 月の平均の前年比をカッコ内でご覧頂き、概ね堅調な増加となっている。(3) 生産だが、旧正月要因でこれも振れているが、その中で韓国の企業マインド、実査指数と書いてあるが、3 月に掛けてかなり高まっている。ウォン高の一服、株高などを反映しているものとみられる。シンガポールの PMI は、ここの表上では 3 月に 50 を下回っているが、これは振れの大きい医薬品などの動きによるものであり、エレクトロニクス関連については実は 52.3 と上昇している。タイの生産は、先月まで停滞気味であったので少し気にはなっていたが、2 月には復調している。図表 3-3、内需についてもそこそこしっかりした動きが続いている。そこで (6) 消費者物価指数だが、これもまた月々の動きは旧正月や天候に振られてトレンドが読みにくいところである。均してみると、新年入り後に幾つかの国で石油価格の上昇の波及が見られたところだが、ここへきてそうした動きにも一服感が出始めている。具体的に申し上げますと、韓国、台湾それぞれの全体、並びにコアの 3 月、シンガポールの 2 月、タイのコアの 3 月——カッコ内である——、それからインドネシア、フィリピンの 3 月といったところで増勢一服といった感じが見て取れるところである。図表 4 で、アメリカの金融指標を見たいと思う。(1) 長期金利は上昇、(2) 株価はジリ高、(3)、(4) にあるリスク関連指標は安定と、全体で見ると景気の強さが市場で再確認され、一方ではインフレ警戒、金利の引き上げ予想といったものの強まりになり、他方では企業業績の拡大予想に繋がる、こういった相場付きになっているとみている。(1) 10 年物の国債の利回りだが、これは 4.98% と 2004 年の利上げ開始前後の

ピークである4.87%を上回った。過去4年間で最高の水準となっている。短期金利との逆イールドも解消されている。この点に関しては、景気が強いもとで今次利上げ局面の着地が見えにくくなっているために、一時コナンドラムと言われたような極端に潰れたタームプレミアムが戻ってきていると考えられる。(5) F F先物金利から先行きの金融政策に関する市場を読み取ると、5月10日のFOMCで5%へ利上げすることはフルに織り込まれている。さらに6月28日、29日に5.25%へ利上げすることも5割弱の確率で織り込まれている。最後に図表5だが、ヨーロッパの金融指標を見ても、長期金利と株価がともに上昇している。やはり景気回復に伴うインフレと利上げの予想、企業収益の増加期待が背景にあるとみられる。先週のECB定例理事会では金利が据え置かれた訳だが、その際、トルシェ総裁が5月の利上げについては、どちらかと言うと否定的な発言をされる一方、6月利上げを強く匂わせておられる。こうしたことから、(5) ユーロ先物金利からは、ECBが6月に25bpの利上げを行うことをほぼフルに織り込んでいる状況である。この間、エマージング金融市場に関しては、概ね安定を続けている。政変のあったタイでも、株価、債券スプレッド、為替相場、いずれも経済への信認を示す動きとなっている。強いて探せば、昨年後半に大幅な資金あるいは資本流入が見られたトルコ、ポーランド、ハンガリーといったところで弱い展開となっている。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一段と市場で織り込まれてきているということかと思う。しかし、今のところ国際金融市場では不安定な動きは限定的である。私からは以上である。

福井議長

どうぞご質問、ご意見等があれば。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。アメリカの自動車販売なのだが、1年位の単位で見

ると、今年はどのような感じか。横這い位の感じで考えたら良いのか。それから販売促進の特別措置のようなものは、いつまで続けられるのか。

堀井国際局長

去年1年で尽きていると思いながらも、手を替え品を替え、自動車の対象範囲を広げつつやってくるものだから、なかなかいつまでということはいにくい、目先懸案になっているデルファイ——GMに対する最大の部品供給メーカーだが——のストライキがどうなるかということに掛かっていると思う。先週末もGMの社長は、チャプターイレブンとか、そういった破綻措置にはいかないのだということを強くおっしゃっているし、現にデルファイのストに備えて部品の在庫を積み増していると言われているが、実際ストになってくると、それこそ長期の販売計画どころではない、といったところが本音のところかなと思う。

須田委員

F e dの利上げについてはニュースか何かで、セントルイス連銀のプール総裁が5.25%までの引き上げもあり得るというような話をしたと聞いた。そうした中で、今まで潰れていた長期金利のタームプレミアムが少し拡大したという話があったのだが、F e dのボードメンバー達の見方は、現時点でかなりばらついているとみて良いのか。そしてそのばらつきが、金利の上昇に繋がっているということであるならば、今後もそのプレミアムの部分が乗ってくるとみておいた方が良いということか。

堀井国際局長

ばらつきに関しては、何せそのトラック・レコードのない人が今度二人入られているし、それからバーナンキ議長自身についても新任であることから、そもそも情報が少ないと金融市場は思っているのだと思う。ばらついているかどうかというよりは、そもそもよく分からないというところだと思う。さらに、それよりも底流にあるのは、そもそも中立的な金利レン



ジに入ったと多くのボードメンバーが認めている中で、そのレンジの中でどこまでいったということについて、なかなか今までF e dがやってきたような透明性を確保しにくくなっている。これはF e dの関係者が、何人も予てより色々なスピーチで言っている訳だが、それにもかかわらず、やっところへきてその事実が市場が直面している。それまでは、同じような程度でやはり先にガイダンスを与えてくれるのではないかと思った節がある。そういうことから、ここへきてタームプレミアムが恐らく上がってきて、逆イールドが解消し、順イールドとなっているということではないか。一言で言えば、結局コナンドラムというのは、その透明性の程度の高さ故に市場が持ってしまった、当時ある中央銀行の方が言っていたが、“イラショナル・コンプレイセンス”、非合理的な怠慢と言うか、その反映だったということになってしまうのかもしれない。そういう状況が今巻き戻しつつあるが、全て巻き戻したかどうかはまだ分からない。先程申し上げたように、他のところにも恐らく歪と言うか、影響があったはずである。EMAにせよMBSにせよ、色々なところであったと言われているのだが、そちらの方が全然表立った変化を見せていないので、ひょっとするとまだ巻き戻しが続くということかもしれない。今のところはそういうことであるが、単に意見が分かれているというよりは、この局面に市場が直面し始めているということだと思う。

#### 平野理事

補足すると、先程白川理事からの説明にもあったが、タームプレミアムの上昇という現象はアメリカだけではなくて、世界的に起こっている可能性があるというふうに思う。例えば、需給ギャップと物価の関係にしても一国だけで見るのではなく、世界的な需給ギャップという概念をもう少し重視する必要があるという議論があり、最近、IMF辺りが主張し始めている。確かに、世界経済の高成長が長期に亘って続く中で、世界的な需給ギャップが相当タイトになってきていることが、今後の経済成長とそれが物価のダイナミクスに与える影響を不確実なものにしている面はある

う。さらに言えば、それに対する金融政策のレスポンスについての不確実性も高まっている。そういうことが相俟って、世界的にタームプレミアムの上昇という現象が出てきているのかもしれない。こうした認識に立つと、今堀井国際局長が申し上げた米国における現象が、実は世界全体に当てはまるかもしれないという側面があると思う。

#### 岩田副総裁

今のことに少し関係があるのだが、エネルギー価格がこれ程上がっていても、コアは割合落ち着いている。アメリカは、今+2.1%まで上がってきたが、エネルギー価格の二次波及をどのように考えるかということは、一つの争点だったように思う。今のヨーロッパを見ると、コアは如何にも落ち着いている。+1.2%とかむしろ少し下がり気味の感じがするのだが、その関係をどのように整理したら良いのか。本当に二次波及が大きいと考えれば、やはり金利はもっと上げていかななくてはならないという話に多分なるのだろうと思う。アメリカの場合も同じだと思うのだが、これまでの評価はどうか。

#### 堀井国際局長

FOMCでも、インフレの実績及びインフレ予想はコンテインされているという言い方をしているように、今のところ二次波及は大きくなかったということはそのとおりだと思う。一番の決め手が賃金なのであるが、これについては、エコノミストはやはり意見が分かれていて、1年半位経ってからインフレの予想というのはやはりジャンプする、ちょうど今がクリティカルな時期であるという意見もある。同時に、従来お見せしている例のジョブ・ベイキャンシーの色々な関連指標を整えていくと、労働市場がちょうど今クリティカルな局面に入ってきているというところと重なっているものだから、我々もあまりコンプレイセントにならずに、少し見ていきたいなと思っている。これについては、今申し上げたように意見は分かれていると思う。EU、ヨーロッパについても、はっきり言ってECB

のエコノミストは、従来彼等が想像していたよりも賃金の反応が弱いので驚いているのが実態だと思う。一方で、景気のパラダイムは戻ってきているということかと思う。これについても、今のところには取り敢えず驚いているということなので、下方にシフトしたことを織り込んで、先行きの政策を考えるということまでは、まだ行っていない。

#### 水野委員

言い方を変えるとマーケットのテーマが、インフレになる可能性はある訳だな。マーケットはインフレ懸念がコンテインされていることをベースラインに置いているが、必ずしもそうではないかもしれない。最近では、政策のリスク・プレミアムやインフレ率のリスク・プレミアムが出てきたのではないかと。米国ではイールド・カーブが立ってきている。

#### 堀井国際局長

おっしゃるとおりである。この3~4か月本席でも議論が出たように、FRBの関係者は、やはりインフレについてそれなりに気になるし、コンテインされているとは言いながら、経済の水準が高い、需給ギャップが小さいということについて非常に懸念を持って発言している。にもかかわらず、市場がなかなか反応してくれなかったというのが半年位の間続いた。その間、徐々にFedの姿勢を織り込んできているというのがこの数か月の動きだと思う。そういう意味では、そもそもFedが暫く前からインフレというものを真正面に、あるいは潜在インフレ圧力と言うか、そういうものを真正面に捉えていることに、漸く市場が追い付いてきたということかと思う。

#### 水野委員

市場と中央銀行の間で、パーセプション・ギャップがまだかなりあるということなのか。市場は、長期金利を見ながら、勝手にインフレは落ち着いていると思っている方を含めて比較的楽観的だったが、最近少し揺らい

できた。一方、中央銀行は多分フラットに見ているのではないか。ヨーロッパでも金融政策の「2つの柱」の重要な要素であるマネーサプライについては決して低くない。日本の債券市場の人との間でも、このパーセプション・ギャップがある。ゼロ金利は永遠に続くと思っている方もいる訳である。この差というのは色々なところで今起きているのではないか。それがおっしゃるようにイールド・カーブが少し立ってきている要因かなと思う。日本はやや曖昧であるが、少し長めの金利が上昇してきた要因としてはそれがある。あとは中央銀行だけではなく、国際機関が——IMFも近くするのだと思うが——、景気見通しを上方修正する動きが出てきている。グローバルにもう少し物を言うと、主要国については、現在の政策金利水準では落ち着きどころとしては低過ぎるのではないかと、各国の主要な関係者とは話しているところである。

#### 西村委員

宜しいか。中国についてお聞きしたいのだが、中国は例の全人代の+7.5%については、あまり重要ではないというお考えなのだが、もしそのコントロールが結構効いてくると、かなり抑制された形になるのではないかという見方があり得ると思うのだが、その辺は如何か。というのは、最近鉄鉱石の輸入を締め始めていて、それでバラ積み船の価格が下がっているという見方もある。これは長期的に見れば良い形になると思うのだが、短期的には少し抑制の効いた形になるかなという気もする。その辺についてご意見をお伺いしたいと思う。

#### 堀井国際局長

これも1~2か月前に議論があったかと思うが、中国当局の希望は、伸ばすべきところは伸ばし、抑えるべきところは抑えるということにある。非効率な固定資産投資は抑えたいということで、鉄鉱石も勿論そうだし、発電設備なども恐らくそういうことで個別で抑えている訳なのである。ところが、今度11回目の5か年計画ということなので、11課題があるので

ある——去年は10課題、10チャレンジだったのだが——。私も当局者に「プライオリティが一番高いのはどれか。幾ら何でも11もできないだろう」と、かなり責任のある人に聞いた。ほとんど全ての人が、明確に農村対策だと言うのである。そうすると結局、農村の所得を上げる——税金は下げるほか、補助金というものもある——。もう一つは何と言っても農村へのアクセスに関するインフラ投資なのである。結局、そこを最重要視する限り、実は成長せざるを得ないのかなという気がしている。一方で、先程チラッと申し上げたが、マクロ政策の要所にある人民銀行は、マネーと貸出の伸びには非常に警戒感を表わしているし、我々に言っているのみならず、マダム・ウー第一副総裁も先週プレスに対して、金融については、少し緩和が進み過ぎているような発言をされたようだが、

ということがこのところ続いているから、やはり全体としては、成長が伸びてしまうというリスクが依然あるのかなと思う。

福井議長

宜しいか。

福間委員

フランスの暴動については、金融取引への影響は今のところは限定的だと思うのだがどうか。

堀井国際局長

まず、フランスのトレゾールのドイツ・ブンズに対するスプレッドを見ても、ほとんど、1bp位、3月の半ばから上がってきている位であるから、ほとんど動いていない。むしろある意味ではイタリアの方が、4bp位広がっている。市場的には、フランスについてはほとんど無視しているということかと思う。ただ、これは私の邪推になるかもしれないが、そもそもECBがと言うか、トリシェ総裁が、5月については見送りを強く示

唆されて、6月にやるということをおっしゃった背景の一つは、やはりイタリアの選挙が当初から予定されていたし、それからC P Eを巡ってフランスの政治が混乱し、ひょっとしたら経済もどうなるか分からない。取り敢えず様子を見ようという姿勢がなにがしか影響したのかなとも思っている。そういう意味では、そもそもどういう影響があるかと言われると、今のところ分からないとしか言えない。というのも、明日、もう一回書き直された法案が出されると言われているので、この中身をまず見たいということと、そういうことをした場合、ド・ビルパン首相がどうされるかということも全くこれは予想がつかない。混乱が長引く、あるいは首相も含めて変なことになって経済がそのまま行くということもなかなか考えにくいところである。どちらにしても、一両日を見てもないとどう転ぶかもよく分からないというのが正直なところである。

#### 平野理事

E C Bの政策運営については、今堀井国際局長が申し上げたように、この前のプレス・コンファランスを受けて、5月の利上げはないと市場は織り込んでいる。しかし、必ずしもE C B内部の意図はそういうことではないという話もある。つまり、E C Bは5月の利上げを完全にルール・アウトしたという訳ではないかもしれない。

#### 中原委員

平野理事は、世界の長期金利の同時上昇には、実体経済のダイナミクスと金融政策スタンスの同期化が影響しているのではないかとおっしゃったが、日本の中長期金利の上昇が、世界の長期金利の上昇を引っ張ったというようなことはないのか。2月末から3月初めの頃は、10年債の日米の利回りスプレッドがかなり広がっていた。そういう議論は、最近金融界では特にないのか。

平野理事

日本の長期金利の上昇が、ストレートに世界の金利上昇を引っ張ったという議論は聞いていない。ただ、日本の経済状況が良くなったことが、世界経済のピクチャーを変えて、それが全体的な長期金利の上昇になにがしか繋がっているという理解は、一般的にあるように思う。

堀井国際局長

もし、その世界にとって外部要因である日本の金利上昇が波及したとなると、他の条件が一定だとすると、株価は恐らく下がることになるのだと思う。株がジリ高——ヨーロッパの株価はむしろかなり上がってきている——ということになると、やはりそれは世界、あるいは当該国の経済の成長を加味して考えないと、閉じないということになるろうかと思う。

福井議長

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

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それではいつものように資料-4（参考計表）をお出し頂いて、ご説明していきたいと思う。最初に図表1、短観であるが、皆さんご承知のとおり今回の大企業製造業の業況判断は1%ポイント悪化した訳であるが、先行きまで含めて考えれば極く緩やかな改善基調は続いているということかと思う。ただ、それにしても、例えば収益、設備投資、あるいは雇用、需給、そういったものに比べて業況判断が慎重であったのは事実である。勿論これは今回から始まったのではなく、もう既に去年からそういう傾向は続いていたのだが、そういう意味では他の項目に比べての業況判断の慎重さが一段と際立った短観であったということではないかと思っている。

総裁が、堅実とか、企業ははしゃいでいないというコメントをされたと伺っているが、後程申し上げるように基本的にそういう動きであったのではないかと思っている。

図表 5、輸出入の動きであるが、ご覧のとおり輸出に関しては、去年の後半以来結構早いピッチでの増加が続いている。一方輸入は、第 4 四半期に一瞬横這いになったが、基本的には増加基調が続いている。図表 6、(1) 地域別のところをご覧頂くと、ご覧のとおり 1、2 月は地域別には押し並べて増加している。ご記憶だと思うが、アメリカがこのところ強いのはご承知のとおり、自動車の輸出が増えていることが大きい訳である。先月時点では東アジア辺りは弱かったのであるが、結局 2 月にかなり出て、東アジアあるいは中国向けは、それぞれ結構な勢いで増えている。そういう意味では、1 月、2 月の数字は春節の影響があったので、結局均してみなければいけなかったということかと思っている。(2) 財別をご覧頂いても、ほとんど押し並べて輸出は増えている。消費財だけマイナスが付いているが、これは 1 月にオートバイが結構大きく減少したので、その影響が残っているため、これは多分一時的だとすれば、全体として押し並べて輸出が増えているということかと思っている。

次に図表 15 をご覧頂いて、企業部門について見て参りたいと思う。利益については短観で見ているが、ご承知のとおり 3 月短観では 2005 年度の収益が 4 年連続の増益になったのではないかという実績見込みになっていて、それに加えて 2006 年度についてもさらに伸び率こそ大企業では幾分鈍化してくるが、5 年連続増益が見込まれているということである。製造業大企業辺りは、足許の為替レートの想定等をみると、2005 年度の着地はもう少し上に行ってしまう可能性があるのではないかと思っている。図表 18、設備投資関係のうち (1) 資本財出荷は、ご覧のとおり振れが結構大きい訳であるが、1、2 月に関して申し上げると若干減少している。ただ、ご覧のとおり振れる統計であるので、基調としては設備投資は増加していると思っている。実際、図表 19 で先行指標をご覧頂くと、(1) 機械受注に関しては、実は過去 1 年以上四半期ベースで見るとずっとゆっく



り増えている。この絵は実は1月微減になっていたが、先程2月の機械受注が出て、これを加えると1、2月もまた微増が続いているということである。一方、(2) 建築着工床面積をご覧頂くと、こちらは毎四半期の振れが相当激しい訳であるが、ご覧のように全体としては堅調に推移している。さらに2006年の設備投資の動きを図表20で見て頂くと、まず2005年の実績見込みであるが、これは先般来申し上げているように、概ね2004年の動きと平行して動いている。もう少し細かく申し上げますと、大企業も中小企業も、製造業は2004年より少し低いところで、逆に非製造業は2004年よりも高いところをずっと平行で動いているので、ウエイトとして非製造業の方が大きいと、このままいくと2004年を上回る着地になりそうである。これに対して2006年の発射台であるが、この菱形のところをご覧頂ければお分かりのように、大企業については製造業、非製造業ともに2005年の発射台よりほんの少し高いところからスタートということである。一方、中小企業はズバリ去年と同じところからスタートということであって、3月短観時点で見ると、スタートは、大企業中心に去年より少し高いところだと思っている。ただ、これをもって2006年の設備投資が、2005年よりさらに加速するかというと、私共はそうは思っていない。その理由は、(1) 製造業大企業のところに注目して頂きたいのだが、2003年、2004年辺りは、3月の実績見込みは、6月の実績のところはかなり下方修正される傾向がある。この分が翌年度にずれ込むことによって、3月短観から6月短観に掛けて伸び率がかなり高まるという傾向がみられた。実際、例えば2005年度でご覧頂くと、5%より低いところにあった3月短観が、6月短観時点で一気に15%を上回るような数字になっている訳であるが、これは言ってみれば、前年の実績が下がって、それがずれ込んでくることによる影響が相当大きいということである。ただ、今年は実は法人季報で見ると、2005年の大企業製造業のラップは結構高いところに行っているのだから、今年は最後であまり落ちないのではないかと。逆に言うと、6月短観時点で過去2年のように大きく駆け上がらないのではないかと。思っていて、勿論、増加基調は変わらないが、この短観の動きというのは

伸び率としてみれば 2006 年設備投資は、少し伸びが鈍化するということと一応整合的であると我々は理解している。

図表 21 をご覧頂く。個人消費であるが、個人消費については、全体として底堅い動きが続いている。10~12 月に結構強かったのに対して、1、2 月は若干反動が出ているが、反動はそれ程大きくないというのが全体像だと思っている。ただ、個々には内容が違っている。例えば、車は、7~9 月、10~12 月と結構大きく落ちた後、1~3 月そこそこ戻ったという感じで、反対の動きである。家電販売は、10~12 月大幅に伸びた後、1、2 月は伸び率が鈍化している。一方、百貨店については、10~12 月に結構増えた後、1、2 月は微減になっているが、3 月は結構良いのではないかとされているので、均してみればまずまず底堅い動きだと思っている。一方、スーパーに関しては、10~12 月は若干戻したが、やはり 1、2 月かなり大きな反動が出ていて、基調が弱いかなという感じである。さらに、コンビニエンスストアは、10~12 月があまりにも弱いのでどうしたことかと申し上げていたら、やはり 1、2 月は増えてきた。少し区々ではあるが、全体ではそのような動きである。一点気になるのは、そうした中で家計調査に関してやや弱い動きが出ているということである。これは 2 か月程前から少し所得が弱いので、その分弱いサンプルが入っているのではないかと申し上げたが、金曜日であったか消費水準指数が出た。少し統計の発表の仕方が変わったものであるからお配りした段階では 1 月しか入っていなかったのだが、先週 2 月の数字が出て、1~3 月 -2.0%と書いてあるところが -1.3%であった。若干マイナスは小さくはなったが、やはり弱いという感じである。GDPなどを評価する時は、この辺を少し念頭に置いておく必要がある。図表 24 をご覧頂くと、(1) 販売統計合成指数は、ご覧のとおり 10~12 月結構伸びた後、1、2 月若干の反動減になっている。(2) 消費財総供給は、1、2 月も含めて堅調である。一方、(3) 消費包括指数は、1 月の数字しかないが、10~12 月対比ほぼ横這いであるので、先程も申し上げたように全体としてみれば底堅い動きにはなっているが、取り敢えず、一段とどんどん強くなっているということではない。図表 27、(1)

新設住宅着工戸数であるが、住宅に関しては、12月、1月辺りに分譲、特にマンションの着工が結構大きく落ち込んだ。そこにはなにがしか耐震偽装の影響があったのではないかと考えているが、2月は、そのマンションも含めて全体に結構強い数字が出た。結果的に言うと、図表 27 でお分かりのとおり、点線の貸家系がこのところ順調に増えていて、その結果として住宅着工は強含みの推移になっているということかと思っている。

図表 28、〈鉱工業指数〉であるが、鉱工業生産はこのところずっと毎月少しずつ増えたが、ついに2月は前月比-1.7%と減少してしまった。それでも1~3月を一応予測指数で括ってみると、0.7%の増加となり生産は増加基調が続いていると思っている。最近、生産は、ご承知のように実現率がマイナスに出る傾向があるので、それを考えると、1~3月の生産は結構伸び率が低くなってしまいそうな感じがするが、私共のミクロ部隊は結構強気に見ていて、1~3月も1%台、あるいは4~6月も——4~6月は予測指数で言うと結構高くなってしまおうのだが——1%台の生産の増加を見込んでいる。現時点では実際幾つになるか分かりにくいですが、今度確報が出た時点で年間補正及び季節調整が行われてしまうので、現時点の数字から1~3月の着地が幾つ位と言っても、なかなか始まらないのではないかと思っている。前から申し上げている船舶の要素などは、今回で一斉に修正される可能性があるということである。因みに、〈第3次産業・全産業活動指数〉は、1月しかないがご覧のとおり結構強い数字が出ているので、製造業以外のところを見ても経済全体としては着実に拡大が続いていると思っている。次は図表 31 で在庫循環である。在庫循環については、ご覧のとおり(1) 鉱工業全体で1、2月は45度線を下回ってきた。この主因は、とりわけ(4) 耐久消費財がそうなのであるが、車の船待ち在庫がそれなりに掃けたということが大きく影響している。さらに(6) その他生産財、素材関係であるが、こちらはまだ在庫の重さが完全に払拭したという感じではないが、循環図で見るとそれなりに調整が進捗しているという感じになる。この間、(5) 電子部品・デバイスのところは、ご覧のように1、2月の段階で在庫の前年比が結構大きなプラスになった。これは

実は去年の1~3月在庫は大きく減った時期であったため、その反動という側面が大きい。従って、これをもって大変だということではないと思っている。ここ数か月電子部品・デバイスはかなり順調に生産・出荷を伸ばしてきたが、今のような順調な伸び方がずっと安定的に続くということでは必ずしもなくて、ワールドカップ後かどうかは分からないが、どこかの局面でなにがしかの調整が起こる可能性については、やはり注意して見ていった方が良く思っている。

図表32で雇用関係であるが、雇用関係は基調的にはしっかりとした改善が続いているという認識であるが、データを見るうえでは若干数字が荒れているので、そこを注意して見る必要があると思っている。〈職業安定業務統計〉は問題ない。有効求人倍率は2月1.04倍ということで、毎月僅かではあるが改善が続いている。例えば新規求人に関しても、一頃新規求人の伸びが前年比で落ちていたが、これがまた足許で数字が上がってきている。面倒なのはそこから後なのであるが、まず〈労働力調査〉である。これはここ数か月、完全失業率の低下がやや止まっていて、私はどうも雇用環境の改善に伴って労働参加率が上がってきているので、そうした局面で一時的に失業率の低下が止まる局面であるなどずっと言ってきたが、何のことはない、2月は突然失業率が4.1%まで落ちてしまった。少し内訳をご覧頂くとお分かりのとおり、まず最初に、労働力人口のところは、相変わらず振れはあるが伸びているので、労働参加率が上がりつつあるという判断自体は間違いのないのだと思っている。ただ、今月に限って言うと、雇用者数の前年比がなんと+2.4%と、これは相当高い伸びになっていて、この結果、実は自営家族従業者は相当減っているにもかかわらず、就業者数が全体として増えてしまい、その結果失業率は下がったということである。幾ら何でも雇用者数+2.4%というのは、やはり標本要因で高過ぎると思っているので、逆に言えばこの伸び率はどこかで下がる可能性が高いし、失業率についても一旦4.1%になったが、これから4.0%になり3.9%になるのではなくて、またどこかで若干上がるということは十分あり得ると思っただけの方が良いと思っている。一方、〈毎月勤労統計〉である

が、毎月勤労統計の常用労働者数は、ずっと前年比+0.5%という動きである。逆に言うと、こちらはやや動きが鈍過ぎるという感じもしている。いわゆる非正規雇用のところは、いつものことであるが、完全にこの統計に反映されていない可能性があると思っている。最後に、少し気になるのが賃金の動きである。ご覧のように、所定内給与のところは去年の10~12月位は前年比0.5%で増えていたものが、足許1月-0.3%、2月0.0%となっている。これは先月も申し上げたとおり、1月のところで5人~29人の小さい事業所の標本の入れ替えが行われる。この結果、この標本が入れ替えられたところで、賃金の伸び率が下がっている。30人以上は全然動きはないので、多分これは標本要因だと思う。本当は賃金が重要な局面であるので、あまり標本に動いて欲しくないのだが、これはもう致し方ない。6月までこの影響が残ると考えざるを得ないということである。図表34で、短観の雇用判断については皆さんご承知のとおり、前回時点で既に過剰感は完全に払拭していたが、今回はかなりはっきりとした人手不足の領域に入ってきたと思っている。

それから物価について、図表38の国際商品市況を見ておきたい訳であるが、国際商品市況はこのところまた上がっている。原油価格は、WTIでみると原油価格が現在67~68ドルで、去年の秋口のピークまではいってないが、ドバイでは、また1月にピークを更新した後、先週木曜日だったか、実はまたピークを更新するという動きになっている。また、(3)の非鉄についても、1月まで上がって2月中は調整局面であったが足許はまた上がっている。図表42の国内企業物価であるが、(1)前年比で見て+2.9%、3か月前比見て+0.7%と結構高い上昇が続いている。グラフでご覧頂くと、3か月前比での上昇は、圧倒的に石油関連と非鉄の要因であり、国際商品市況の影響が圧倒的に大きいということになる。私共、一頃2月辺りは、国際商品市況が総じて落ち着いていたので、上昇率は鈍化してくると思っていたのだが、足許の数字を見ていると必ずしも鈍化しないかもしれないと思っている。図表44、CSP Iは、一言だけ申し上げておくと、表の一番下に海外要因を除いた総平均があるが、ご覧のとおりマ

イナスは着実に縮小してきているので、4月辺りがどういう動きになるか注目していきたい。図表 45、消費者物価であるが、消費者物価（全国）の除く生鮮に関しては、皆さんご承知のとおり 1 月、2 月ともに前年比 0.5%の上昇ということであった。(1) のグラフの月次のところの右端をご覧頂くとお分かりのとおり、月次の寄与度を積み上げた感じからみると、1 月の+0.5%というのは実力+0.5%までいってなかったのだが、切上げで+0.5%になっていた。逆に 2 月は、+0.5%を結構上回っていたのだが四捨五入の結果+0.5%であった。従って、図表 46 でご覧頂いた場合、今回はいわゆる実力コアの部分が、先月+0.2%、今月+0.1%と書いているが、こちらもどちらかと言うと四捨五入によるものであって、先月は沢山あったが今月落ちたというよりも極くゆっくりと上がってきているとご覧頂いた方が良いと思う。この点は、一番右の米国型コアについても同じである。このままでいくと恐らく 3 月は、前年比+0.5%ないし+0.6%。これはまさに四捨五入次第という可能性が高く、4 月以降に関しては、実は去年石油製品の値段は上がっていたこと等の結果として、特殊要因のプラス寄与は若干落ちると思われるが、一方で 4 月にサービス料金の改定等があるので、この辺の繋がりがどうなるかということになる。いずれにしても、プラス基調は維持していくと考えている。

従って、今月出た指標について言うと、実は特に大きな変化はなかったと思っている。ただ、次回は展望レポートがあるので、ここで当面どういふところがポイントになってくるかということについて少しお話しておく。先般来、日本経済は、バランスが取れた姿になっている。バランスが取れたと言うのは、内外需、あるいは特に企業部門と家計部門のバランスということなのだが、企業部門と家計部門のバランスが取れてくるということは、裏を返して言うと景気としては成熟局面に入りつつある。要するに、家計部門の方に主軸が移りつつあるという意味で、成熟局面に入りつつあると思っている。過去の経験則によれば、景気がこの成熟局面に入っていくと、二つのことが起こるはずである。一つは、成長のスピードということに関してみると、若干スピードはダウンしてくるのが通常のパター

ンである。その一方で、物価面に関してみると、実は生産性の上昇率が段々鈍化してきて、一方で賃金が上がり始めるためにユニット・レーバ・コストがマイナスからプラスに転じ、その結果として、物価は少し上がりやすくなるというのが過去の経験則である。一応、私共は、今年も今後はそうなるのではないかと一応思っていて、定性的には多分そうだと思うのであるが、ではどれ位、例えば成長のスピードが鈍化するのか、あるいはまたCPIなり何なりがどれ位上がってきそうなのかという定量的な感覚というのは、今後データによって確認していく必要があると思う。そういう観点からみると、まず第一のポイントは、やはり設備投資関係だと思ふ。成熟局面に入って、スピードが鈍化してくるのは設備投資なので、先程申し上げたように、一応今回の短観を単純に見ると、発射台は去年より高いように見えるが、色々考えてみれば設備投資伸び率は去年より少し鈍化すると考えても、決して無理はない数字であったと一応思っているが、果たしてそうなるかどうか。新聞等では、結構大口投資のニュースも出ているので、私共の読みどおりになるかどうか。これはチェックしていく必要がある。二番目は、やはり現在実質金利がマイナスの領域に入りつつある。銀行の融資姿勢も積極的になってきているので、いわゆる金利感応セクターがどのように動いていくか。伝統的にみると、設備投資のうち非製造業中小企業の設備投資、及び住宅投資辺りが金利感応セクターということなのだが、足許、不動産価格の下げ止まりということもあるので、果たしてこの辺がどう反応してくるか。この辺が仮に出てくると、全体としては思ったようには減速してこないということになる。ということで、景気はやや上振れていく訳であるが、需給ギャップが沢山ある状態、経済の Slack が沢山ある状態では、景気が上振れることは常に良いことであるが、その Slack が大体なくなりつつある状態だと、必ずしも上振れイコールいつも良いこととは限らず、行き過ぎになればむしろ将来の調整圧力となって経済の振幅を拡大する可能性がある。そういった観点から、この辺を見ていく必要があると思っている。一方、もう一つの物価系列であるが、これはやはり4月の数字が大事だということになる。一つは、単純に4月

の消費者物価がどうなるか。この辺はどちらかと言うと、過去の需給の改善あるいは賃金環境の変化が、果たしてサービス価格等に4月に改定として現われてくるかどうかというのが一つの注目点になろうと思う。と同時に、やはり労働統計、とりわけ恐らく毎勤だと思うのだが、一つは、例えば毎勤の常用労働者数がこのところずっと+0.5%なのであるが、やはり4月は新卒が入ってくるので、そこで例えば伸び率がどれ位になってくるか、あるいは賃金についても春の賃金改定が行われているので、この辺がどれ位反応してくるか。この辺が恐らくは重要なポイントになってくると思っている。実際にデータが出てくるのは5月末になってしまうが、この辺が先行きの物価周りを見るうえでの注目点だと考えている。私の説明は以上である。

福井議長

ご質問ご意見等があればどうぞ。

岩田副総裁

最後の点なのだが、やはり賃金が上がって、サービス関係がどの位価格が上がるかという点に注目している。短観の結果をどう見るか。それ程エンカレッジングではないように見えるのだが。

早川調査統計局長

短観が、どれだけ先行きのCPIの分析に役立つかと言うと、残念ながら短観というのは、やはり基本的に企業を見ている統計なので、それ程役に立つとは思っていない。

岩田副総裁

販売価格も、思ったよりも少し弱かった。



#### 早川調査統計局長

短観の販売価格は、製造業は基本的にはC G P Iの動きに対応するものであるし、実は非製造業についてD Iを取っているが、これも時系列が長くないし、企業向けサービスも混じり込んでしまっているの、なかなか分かりにくい。やはりズバリ4月のC P Iを見る方が早いと基本的に思っている。

#### 岩田副総裁

それから労働生産性の関係であるが、潜在成長率とも関係するが、どうも最近、労働生産性の伸びが2%位にトレンドとして上がっているのではないか。過去の5年~6年は前年比1%強だったが。アメリカなどは明らかにI Tがサービスなどに使われて、そこで労働生産性が大幅に上昇したと思うが、日本の場合、その辺りはどうか。

#### 早川調査統計局長

そこが一番難しいところで、正直言ってここ1年あまりに関して言うと、思った以上に生産性は伸びてしまった。例えば2005年の成長率が+3%台になる可能性が高い一方、雇用の方は、勿論毎勤と労調でそれぞれ伸び率が違うが、著しく高い雇用の増加が実現した訳ではないので、おっしゃるとおり、結構高めの生産性の上昇が実現した可能性が高い。しかも、これは景気拡大局面に入って4年目における生産性の上昇なので、これがかなりトレンドを表わしているとする、おっしゃるとおりかもしれない。もしそうだと、私が最初に申し上げた、成長のスピードは少しずつ鈍化して物価は上がりやすくなっていくという程度が、それぞれ、成長率はあまり鈍化しない、物価はあまり上がってこないということになる。先程申し上げたように、定性的には多分正しいと思うのだが、その程度というのはやはりデータによって確認する必要がある。今岩田副総裁のおっしゃったような方向感だとすると、日本経済にとってはハッピーなことである。

ちょうど先程お話ししたように、1990年代後半のアメリカのようにハッピーなことなのだが、果たして本当にそれだけハッピーなことが起こっているのかどうかは、やはりデータを見ていく他ないと思っている。

須田委員

内閣府が、非製造業と製造業とを別々にユニット・レーバー・コストを計算している。それだと非製造業の方も+2%位の生産性上昇率だったような気がするのだが、その点についてはどうか。

早川調査統計局長

直ちにデータを持ち合わせていないが……。

中城内閣府審議官

データで見ると、ユニット・レーバー・コストは、製造業も非製造業も下がっているということだが、下がり方は——少し目盛りが違うのではっきり分からないが——、少し非製造業の方が小さいかなと思う。

早川調査統計局長

どういうデータを使っているかは分からないが、恐らく2005年という年は、生産が増えただけではない。例えば、第三次産業活動指数などを見ても、結構伸びている。そうして見ると、正確な数字はともかくとして、恐らく生産性はそこそこ伸びたのである。であるから、岩田副総裁がおっしゃっているようなストーリーもあり得ると思っている。先程の繰り返しになるが、普通は企業部門から家計部門の方に波及していくと、スピードは少し鈍化してくる。基本的に製造業の方の生産性は伸びやすく、サービス業の生産性は伸びにくいので、従来はそうだった。サービス業の生産性が伸びるということになってしまうと、その経験則は必ずしも成り立たないため、そこはやはり数字の細かい話ではなくて、経済全体を考えるうえで結構大きなポイントだろうと思う。

#### 中原委員

I Tの関連だが、先程の話では、どこかの局面で何らかの調整があってもおかしくないとのことであったが、もう少し具体的に言うことはできないのか。ミクロの話では、総合電機などは相当厳しい話をしているし、サイクル的にももうピークという人もいるようである。また、アメリカの情報関連最終財を見ても、ほとんど前年比横這い位である。もっとも、この前の国際局のレポートを見たら、台湾勢はかなりまだ強気だということであった。この辺はどう判断されるか。

#### 早川調査統計局長

前からいつもそうなのだが、ヒアリングした感じも誰に聞くかによって随分違う。私共は、どちらかと言うと今のところ日本勢は結構強気の方が多いと思っている。ただ、日本勢が強気であるから、本当に上手くいくとは限らない。先程の台湾の話だと、一時どこかで鈍化する、あるいは足許少し鈍化しつつあるがトータルで見れば強いのだろうというのが台湾勢の主張だったと思う。日本に関しても、足許はどちらかと言うと結構強いのだが、どこかでやはり減速が出てきてもおかしくはないという感じはする。細かい話になるが、例えばソニーのプレイステーションも、あるいはWindowsのVISTAも、それぞれ発売延期になっているので、そういったことも含めて、なにがしかどこかでスピード調整が起こってくる可能性はある。ただ、世界需要全体は、例えばデジタル家電はなんだかんだ言って供給過剰で値段が下がることはあっても、需要そのものが頭打ちという感じはないし、携帯についてもいわゆるBRICs需要と言うか、後発国の需要は、金額的にはともかくとして、台数は増えそうな雰囲気があるので、大きな調整はないのではないかと考えている。ただ、繰り返しになるが、日本勢の話聞いていてもそのとおりに必ずしもならないので、なにがしかの調整はあり得べし、と取り敢えず覚悟して、データを見ていった方が良く思っている。事前にこの頃に調整がくるなどと予言はで

きない。例えば、先程アメリカの話が出てきたが、今の調子で仮にアメリカのインフレ圧力が強いとすると、恐らくFedはなにがしかの引締めを続けていき、その結果として、年後半位には軽いグロース・リセッションのようなことが起こってくる可能性がある。それと、例えばワールドカップ後が重なる結果、軽い調整があるということ位はあり得ると思う。死角はない、などという議論をするよりは、そういうことは十分あり得るとみておいた方が良いと思っている。

#### 西村委員

プロダクト・ミックスが、やはり韓国、日本、米国は物凄く違ってきている。今i-Podは全然売れなくなっている。であるからサムスンが非常に調子が悪いというようなことになり、それから比べると日本の方が少なくともレジリエントであると言えるのか。

#### 早川調査統計局長

足許はそのように見える。厄介なのは、やはりサムスンというのは、池の中の鯨になってしまっているんで、あれがどの方向に生産を振り向けるかによって変わってしまうのである。一頃、例えばDRAMが弱かったのは、彼等のDRAMのいわゆる歩留まりが良くなってきて、それでDRAMが弱かったのだが、やはりこれはフラッシュだと言って、フラッシュの方へ生産をパッと切り替えたなら、フラッシュの値段がグーンと下がり始めて、それでDRAMが一時反発するようなことが起こっている。事程左様に、今西村委員がおっしゃったようにプロダクトの中身が違うし、例えばサムスン辺りの戦略の採り方によって、あちらは良いけれどこちらは悪いというようなことが結構平気で起こってくる。従って、どうしてもITというのは色々な情報を、国内情報だけではなくて海外情報も含めて合わせてみておく必要があるが、結局、合わせてみてもよく分からないので、不確実性が大きいとっておく必要がある。

須田委員

それは、先程おっしゃったように、最終需要を見ても、色々なものが後ずれしたりするなどということがあるからなのか。

早川調査統計局長

例えば、最近では携帯電話がインドで売れると言う訳である。何年か前も中国で売れると言っていて、中国で在庫がどれだけあるか誰も知らないで商売をしていた訳である。では、インドの在庫がどれだけあるかということ、誰が知って商売をしているのかという問題が多分あるのだと思う。

福井議長

宜しいか。それでは金融環境について、白川理事と内田企画局企画役、お願いします。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

内田企画局企画役

それでは今日お配りした資料-5(参考計表・その2)をご覧ください。まず図表1である。クレジット関連の指標だが、こちらについては銀行貸出が明後日、水曜日の公表になるので新しい数字は入っていない。念のための確認だが、(1)の銀行計をご覧くださいと、2月分は諸要因調整後で+1.4%ということでプラス幅が徐々に拡大してきている。また、カッコに入っている諸要因を調整する前の原計数を見ても+0.2%ということで、プラスに転化している状況である。また、(2)で生保、政府系等も含めた民間部門の総資金調達というベースで見ても、2月は+0.1%とプラスに転化してきている。図表2は資本市場調達である。まず(1)社債だが、公募社債の発行額は、3月は4,800億円ということになった。1月は1,000億円強ということで若干心配されたのだが、1~3月均してみると4,417億円で、これまでのトレンドとあまり変わらなかったということが確認された。この結果として(2)で残高を見ても、前年比で+3%位という状況

が続いている。(3)エクイティファイナンスのところは、多少動きがある。3月のシャドーが掛かっているところを見て頂くと、転換社債の発行額あるいは株式調達額を見て頂いても、どちらもかなり増えている。3月は、CBが2,800億円強、株式調達が4,600億円強という数字になっている。また、一つの特徴としては、このところ大型の案件が目立つようになってきている。例えばCBについては、M&A資金として1,100億円、株式調達の方では、借入返済で1,000億円、設備投資資金で500億円といった大型案件がエクイティ調達で見られるようになってきているというのが新しい動きだと思う。図表3と図表4が今回の短観ということだが、大きな動きはなく、これまでのトレンドに沿った動きであった。まず、貸出判断DIを見て頂くと、細い方の線の大企業が+27%ポイントということだが、これは前回の+25%ポイントから2%ポイント改善している。それから中小企業の方が+12%ポイントということだが、これは+11%ポイントから1%ポイントの改善であった。ただ、レベル感を見て頂くと多少違うところがあって、大企業も中小企業も前回のピークはいずれも超えているが、前々回、すなわち金融危機前の水準と比べて頂くと、大企業の方はまだピークまで行っていないという状況にある。一方、中小企業の方はほぼそこに並んでいるという状況にある。これは考えてみればある程度当たり前かと思うが、この間、金融機関が不良債権処理で一番苦勞したのは、大口先の処理だったので、やはり大口に対する貸出については、それなりに慎重な姿勢が残っているということではないかと思う。一方で中小企業に対しては、スモールビジネス・ローンといった新しい手法を導入して大手行を含めて積極的にやってきている。これは例えば中小企業の方の側から見れば、今まではほとんど来なかったような大手行が貸出攻勢にやってくるというような姿が見られるので、改善ペースがかなり速いということかと思う。この辺の感じは(2)中小公庫で見て頂いてもほぼ同じような感じであり、+46.2%ポイントということで、これは既に1997年2月のピークを抜いている。図表4は資金繰り判断DIだが、こちらは3月で、大企業が+22%ポイント、中小企業が-1%ポイントとなり、いずれも前回か

ら1%ポイントの改善となっている。こちらの方は、企業のバランスシート自体が良くなっているという要素もあるので、いずれも前2回のピークを超えて行っているというイメージにあって、バブルの末期の頃に遡れるという状況にある。この中小企業が、ほぼゼロの-1%ポイントというところまできている状況は、例えば中小公庫・商中という別の系列で見ても、ほぼ同じような状況であることが(2)のグラフで見て頂けるかと思う。図表5は、今回の短観の中で割と大きな動きがあったのは、当然と言えば当然なのだが、借入金利水準判断である。まず足許のところを見て頂くと、2006年3月と書いてあるところで大企業が+10%ポイント、それから中小企業が+5%ポイントという水準であった。この水準自体は、実は2003年9月、長期金利が上昇した時の水準よりは多少低い感じにある。2003年9月のところはそれぞれ+14%ポイント、+13%ポイントなので、これよりは低い状況であった。ただ、先行き6月に掛けての見通しというところは、それぞれ+32%ポイント、+29%ポイントということなので、こちらは当時の2003年9月よりも高い水準——当時は大体+24%ポイントとか、+23%ポイントとか、そのような水準であった——にある。とは言っても、これも当たり前のことではあるが、2000年の9月のゼロ金利解除直後の頃に比べると、まだレベルは低いという状況にある。以上、企業から見ると先行きはかなり上がりそうだという印象があるということだが、実際どういう状況になっているかということをお次の図表6、図表7でみている。図表6をご覧頂きたい。こちらは企業の資金調達金利を、短期、中長期に分けている。まず短期(1)だが、太い線の新規貸出約定平均金利を見て頂くと、横這い圏内の動きが続いている。もっとも、この数字はまだ2月までしか入っていないが、いずれにしても大きな動きはない。一方で、CPの発行レートだが、これは多少上がっている。特にA2格という格付けの低いところは、多少上がっている感じである。この点をベースレートとスプレッドに分けたのが(2)と(3)だが、(2)ベースレートは極く僅か上がっているということ。それから特に目立つのは、(3)スプレッドのところだが、これは低格付け中心に少し上がっている。CPについて

は、量的緩和解除前の 2 月位から上がっており、これは基本的にはボリューム、すなわち流動性を売っているという感覚にあるので、金融機関の引き受けスタンスが慎重化しているということであろうかと思う。2 月と 3 月とを比べると、特に大きな違いはなく、解除によってさらに慎重化したという感じではないと聞いている。最後に、図表 7 は長期だが、同じく太い線の新規貸出約定平均金利の方を見て頂くと、これも 2 月までしか入っていないということはあるが、ほぼ横這いの水準にある。一方で、例えばスプレッド貸——これは薄い太い線——、それから細い線の社債、こちらはかなり上昇してきている。この要因は、(2) ベースレートと (3) スプレッドに分けてみると、基本的にはベースレートの上昇によるものである。ベースレートは 5 年物を取っているが、2 年物を含めてベースレートが上昇していることを反映したものである。社債あるいはスプレッド貸ともに、同じような状況にある。一方で、スプレッドは量的緩和のもとで長年潰れてきているが、今のところまだ動意は見られていない。先程の流通市場のところも、個別要因を除くと動意は見られていないので、今後の動きは分からないが、取り敢えず現状ではスプレッドは潰れた状況である。貸出約定平均金利がなぜこのように動かないかということは、多少謎の部分はあるが、基本的には長期の貸出と言っても、変動金利の部分が半分以上とウエイトが大きいということで、長期金利が多少動いても約定平均金利にはなかなか跳ねないといったことが最も大きな要因ではないかと思っている。以上である。

福井議長

どうぞご質問等があれば。

須田委員

今、おっしゃったことのうち、変動金利のウエイトが大きいので、長期金利が多少動いても約定平均金利にはなかなか跳ねない、という説明がよく分からないのだが、もう一度説明して頂けるか。



内田企画局企画役

基本的に、長期貸出と言われるもののうち、恐らく——統計が正確にはないのだが——7割位が短期金利に連動しているものである。従って、短期金利が上がることによって、ベースレートが上がるのだが、長期金利と連動しているものはかなり減ってきているので、そういう意味で長期金利が上がっていることによる貸出金利、この統計ベースでの貸出金利はなかなか上昇しないという関係にある。

須田委員

そうすると短期金利だけが上がっていないということが影響しているということか。

内田企画局企画役

然り。今の段階では。

福井議長

他に宜しいか。それでは今日の議事はこれで終了した。明日は午前9時に再開する。いつも申し上げているが、機密管理である。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くれぐれも厳正な機密管理をお願いしたいと思う。宜しく願います。以上をもって閉会とする。

(15時47分中断、11日8時59分再開)

Ⅲ. 共通担保資金供給オペレーションの導入に関する執行部説明と決定

福井議長

それでは、政策決定会合の第二日目を開催する。今日は最初に個別案件で、共通担保資金供給オペレーションの導入に関する件ということを検討させて頂きたいと思う。その後は通常通り、金融経済情勢に関する討議、

当面の金融政策運営に関する討議、議案の取り纏め・採決、金融経済月報の検討、最後に議事要旨の承認というように進めたいと思っている。本日は、政府の方から、財務省赤羽副大臣にお越し頂いた。内閣府からは昨日に続いて中城内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いする。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。そのことを前提としてご発言願えればと思う。最初に、共通担保資金供給オペレーションの導入について、まず白川理事、鮎瀬企画局参事役からご説明をお願いします。

#### 鮎瀬企画局参事役

資料-7 である。では、資料に沿ってご説明させて頂く。「共通担保資金供給オペレーションの導入について」である。本件は、手形買入オペのペーパーレス化を実現することにより、金融調節実務の効率化を図る観点から、「共通担保資金供給オペレーション」、略称は共通担保オペであるが、これを導入することとして、そのために「共通担保資金供給オペレーション基本要領」の制定等を行って頂きたい、というものである。

本件については、昨年9月8日の金融政策決定会合において、本年央の実現を目途に検討を続ける旨をご決定頂き、对外公表させて頂いている。資料6頁は、昨年の9月8日にご決定頂いた对外公表文の抜粋である。別紙2 というところにあるような方向で検討を進めることとされたところである。資料1頁に戻って頂いて、今回ご決定頂く内容をご説明させて頂く。まず第一に、共通担保資金供給オペレーションを行うために必要な基本的事項を定める「共通担保資金供給オペレーション基本要領」を新たに制定して頂く。この基本要領で定める事項の概要であるが、次のとおりである。まず(1) 共通担保オペの位置付けおよび取引の形式であるが、共通担保資金供給オペレーションは、「適格担保を根担保として、貸付利率を入札に付して行う公開市場操作としての貸付け」である。貸付けの方式であるが、電子貸付、すなわち手形・証書を用いることなく日銀ネットにより行う当座貸越以外の資金の貸付けである。現在の手形買入オペは、オ

ペ対象先が振出す手形の買入であるが、共通担保オペでは電子貸付とすることによってペーパーレス化を実現する。次に、(2) 貸付店であるが、これについては現在の手形買入オペと同様で、いわゆる本店オペと全店オペの2本立てである。資料2頁に移る。(3) オペ対象先についても、手形買入オペと同様、金融機関、証券会社、証券金融会社、短資会社のうち、後程ご説明する「対象先選定基本要領」に基づいて選定した先とさせて頂く。

(4) 貸付期間についても、手形買入オペと同様である。金融市場の情勢等を勘案して貸付けのつど決定する1年以内の期間ということである。次に、(5) 貸付利率および利息の徴収であるが、まず貸付利率については、これを入札に付してコンベンショナル方式により決定することとする。また、利息の徴収であるが、手形買入オペが割引料を前取りであったのに対して、共通担保オペでは利息後取りとする。これはコール市場等での資金貸借取引における慣行に合わせたものである。次に、入札の具体的な方法であるが、コンベンショナル方式とは、応札に対して、希望貸付利率の高いものから順次、募入を決定していき、各希望貸付利率を貸付利率としていく方式である。ただし、1先が複数の利率で落札した場合にはその加重平均を貸付利率とする。また、極く例外的な対応であるが、取引先が入れてきた希望貸付利率が市場実勢から著しく乖離している場合には、その札を排除することがある。こうした取扱いは本行における全てのオペに共通するものであって、既に対外的にもそうした取扱いがある旨を公表しているところである。なお、日銀法上、金融調節のための貸付利率については、金融政策決定会合でご決定頂く事項とされている。この点、この共通担保オペについては、今回の会合において基本要領の内容の一つとして、ただ今申し上げた貸付利率の決定の枠組み、すなわち貸付利率を入札に付して決定するということ、及び入札の具体的方法、すなわちコンベンショナル方式によることをご決定頂くことによって、この日銀法上の条項が満たされるという整理である。(6) として、貸付日、貸付金額等の具体的事項については、手形買入オペと同様、貸付けのつど決定する。3頁で(7) 担保であるが、担保についても手形買入オペと同様、「適格担保取扱基本要

領」に基づく適格担保を根担保として受入れることとする。当座貸越や補完貸付などとの共通の根担保、いわゆる共通担保である。次に2. オペ対象先の選定基準であるが、これについては、まず「共通担保資金供給オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」を新たに制定して頂く。その内容であるが、基本的に現在の手形買入オペにおける「対象先選定基本要領」の内容を踏襲したものとする。すなわち、選定手続きは本店・全店毎に公募により実施。オペ対象先の用件はこの①から⑤にお示したような要件。応募先が予定数を上回る場合の扱いとしては、共通担保オペにおける落札実績、適格担保の差入れ実績を勘案して選定。選定頻度は原則年1回。ただし、全店オペは随時選定も可能。また、オペ対象先の公募に際して、ここにお示したような遵守事項というものを明示して、これに著しく背馳した場合、あるいはオペ対象先選定基準に鑑み必要と認められる場合には、オペ対象先から除外するなどの措置を取ることが可能とする。次に4頁に移ってオペ対象先の選定については、経過措置を定めて頂く。まず、ただ今申し上げた新しい「対象先選定基本要領」に基づく初回の選定であるが、これは9月末までに実施することとさせて頂いて、それまでの間は、現在の手形買入オペのオペ対象先のうち、希望する先をそのまま共通担保オペのオペ対象先として取り扱うこととさせて頂く。また、新しい選定基本要領に基づく初回の選定においては、共通担保オペにおける落札実績に加えて、手形買入オペにおける実績も勘案し得る扱いとさせて頂く。新たな基本要領等の制定は以上であるが、次に3. として、関連する基本要領等の改廃である。まず、手形買入オペから共通担保オペへの移行に伴い、「手形買入基本要領」、「手形買入における買入対象先選定基本要領」は廃止する。また、(2)一部改正を行う基本要領等であるが、まず「補完貸付制度基本要領」の一部改正である。これは①として、「電子貸付」の一種として、共通担保オペが加わることに伴って、補完貸付の対象先である従来の「電子貸付取引先」の呼称を「相対型電子貸付取引先」というように変更する。また、併せて利息の徴収を割引の方法により行うことを基本要領上も明示する。次に、「日本銀行業務方法書」であるが、共通担保

オペに関する規定を新設して、手形オペに関する規定を削除する。「業務方法書」の規定は、各業務の日銀法上の根拠条文に沿って立てられているので、共通担保オペに関する規定についても、他の貸付に関する規定振りと同様、「有価証券を担保とする公開市場操作としての貸付け」と「証書貸付債権を担保とする公開市場操作としての貸付け」に分けて規定する。また、「日本銀行組織規程」において、共通担保オペに掛かる事務を、金融市場局が所掌する旨を明確化するための改正を行う。具体的には、金融機構局側の事務に関して、貸出取引先の選定であるとか、貸付実施に関する事務について、共通担保オペに関するものを除く、ということを示し、共通担保オペが金融市場局側であることを明確化する。最後に「本行の当座預金取引または貸出取引の相手方に関する選定基準等の件」という決定についても、「補完貸付制度基本要領」の一部改正のうち、①と同趣旨の「電子貸付取引」について「相対型電子貸付取引」と呼称を変更する改正をさせて頂く。資料5頁に移って、以上について本日まで決定を頂いたならば、実施日すなわち共通担保オペの移行については、本年7月末までの総裁が別に定める日とさせて頂きたいと考えている。ただ、システムの移行準備等が順調に進んだならば、6月末頃には共通担保オペに移行できるものと考えているところである。なお、本件ご決定頂いたならば、本日対外公表を行うとともに、記者レクを実施させて頂く予定である。記者レクにおいては、ただ今申し上げた現時点では6月末頃の移行を想定しているといったことも説明して参りたいと考えている。資料7頁である。本件の「(政策委員会付議文)」である。「『共通担保資金供給オペレーション基本要領』の制定等に関する件。案件。金融調節の一層の円滑化を図る観点から、下記の諸措置を講ずること。」として、記書きでは、「1.『共通担保資金供給オペレーション基本要領』の制定。「2.」は「共通担保資金供給オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」の制定である。「3.」は「補完貸付制度基本要領」の一部改正である。「4.」は「手形買入基本要領」、「手形買入における買入対象先選定基本要領」の廃止である。「5.」として、「日本銀行業務方法書」の一部変更。「6.」として「日本銀行組織

規程」の一部変更。「7.」として「本行の当座預金取引または貸出取引の相手方に関する選定基準等の件」の一部改正。「8.」及び「9.」については、先程ご説明したオペ対象先選定に関する経過措置の定めである。「10.」については、従来の電子貸付取引先をそのまま呼称変更後の相対型電子貸付取引先とみなすということの明確化のための定めである。10 頁以下、別紙は新しい基本要領の制定内容及び関連基本要領等の改正内容を具体的にお示ししてある。内容は、先程説明資料にてご説明したとおりであって、別紙 1. は『「共通担保資金供給オペレーション基本要領」(案)』で、次の 11 頁の 6. (1) にあるように、「貸付利率は、これを入札に付してコンベンショナル方式により決定する。」と規定している。12 頁別紙 2. は『「貸付対象先選定基本要領」(案)』である。14 頁までそれが続いて、資料 15 頁別紙 3. が「補完貸付制度基本要領」の一部改正(案)、別紙 4. が「日本銀行業務方法書」の一部変更(案)であり、17 頁の「第九条の三」と、資料 18 頁の「第四十九条の三」が共通担保オペに関する新たな条文である。別紙 5. は「日本銀行組織規程」の一部変更(案)。別紙 6. が「本行の当座預金取引または貸出取引の相手方に関する選定基準等の件」の一部改正(案)である。私からの説明は以上である。

福井議長

要するに変更点は、手形オペが電子貸付に変わる、利息が後取りになる、そういうことか。

鮎瀬企画局参事役

然り。それ以外は、手形買入オペと同様の運用をして参りたいということである。

福井議長

ご質問ご意見があればどうぞ。

春委員

これによる日銀サイドあるいは取引先側のメリットとしては、業務の簡素化ということか。

鮎瀬企画局参事役

手形現物のハンドリング・搬送・授受というものがなくなるので、事務はかなり効率化されるのと、それから手形の搬送に伴うリスクからも解放される。

須田委員

6月末頃には共通担保オペに移行できると考えているという話があったが、これは日銀サイドに制約があるのか。

鮎瀬企画局参事役

現在システム変更の準備をしており、具体的には6月末を目指しているが、新たなシステムに移行するに際して、もし何らかの不具合があった場合には、一度戻す必要もあるので、日銀側の安全を見るために、規程上は7月末までの総裁が定める日とさせて頂きたいということである。

福井議長

宜しいか。それでは決定案件であるので。

[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

全員一致で可決させて頂いた。

#### IV. 金融経済月報に関する執行部説明

福井議長

次に、金融経済情勢に関する討議に移りたいと思う。最初に議論の前提として事前にお配りしている金融経済月報（案）について、執行部から簡単にご説明願いたいと思う。

早川調査統計局長

それではいつものように、A3の比較対照表をご覧頂いてご説明したいと思う。まず最初に、景気の現状判断であるが、「わが国の景気は、着実に回復を続けている。」ということで変更していない。各論の部分も基本的にはほとんど変化はない。1行目のところに「良好な業況感も維持される中、」という文章が入っているが、これは申し上げるまでもなく短観の結果を踏まえた表現である。それから3行目のところで、「個人消費も増加基調にある。」という表現にしている。先月は「底堅さを増している。」という表現であったが、毎月毎月底堅さを増していくというのも変な話で



あるし、今月はそれ程強い個人消費指標が出ている訳ではないので、「増加基調」というややぼやけた表現で受けている。先行きは一旦飛ばして頂いて、「物価」であるが、物価についてもほとんど変更はない。物価指数の現状に関して、先月は消費者物価の前年比について「1月はプラス幅が拡大した。」と記述しているが、ご承知のとおり1月、2月ともに+0.5%であったので、これは「プラス基調で推移している。」と記述している。それから先行きについても、消費者物価について「プラス基調で推移していく」と前月書いているが、既に2か月推移しているので「プラス基調を続けていくと予想される。」ということで、こちら大きな変更はない。ということで、今月変更提案させて頂いているのは、「先行き」のところであって、これについて私共は先行き「景気は拡大していく」という表現を使わせて頂いている。景気の「回復」と「拡大」という言葉の使い方であるが、通常は、景気の上昇局面において、経済が普通の状態に戻っていく過程を「回復」と呼び、普通の状態を少し上回っていけばこれを「拡大」と呼ぶというのが、従来からの基本的な言葉の使い方である。そうした観点でこの文章をご覧頂くと、最初のセンテンスで「各種の過剰は解消されてきており、企業の雇用不足感が強まるなど、経済活動の水準は高まっている。」という表現にしており、これは言ってみれば、需給ギャップはほぼ解消したということをご表現している訳である。そのうえで、今後輸出は増加を続けていくであろう。内需も堅調を維持していくであろう。生産も増加していくであろうということであるので、一旦需給ギャップが解消した状態からさらに上向いていくのであれば、「拡大」という言葉を使うのが良いのではないかとこの観点で提案させて頂いた。因みに、本日お配りしてある大きなA3の「景気循環」の絵があるが、ただ今申し上げた言葉の使い方を少し確認させて頂いているグラフである。(3)に政府月例の景気判断の言葉を使っている。私共のものもあるが、私共のものは金融経済概観、情勢判断資料、金融経済月報と変遷しており、その過程で表現の仕方が結構変わっている。政府も変わっているが、政府の方が比較的連続性があるので、政府月例でご覧頂いている訳である。実は、この期間

にしている過去 30 年余りで現在は 7 回目のいわば景気の上昇局面である訳である。そのうち、実は政府月例においては、過去 3 回——6 回のうち 3 回——について拡大という表現が使われている。ご覧のとおり 1979 年から 1980 年、1985 年前後、それから 1988 年から 1990 年位のバブル景気の時期であるが、この真上に上がってご覧頂くと、いずれも実は私共の新しい推計による需給ギャップであるが、それぞれが需要超過方向になった時期である。これは私共のギャップもそうであるが、基本的にはこれは短観でやっても、あるいはまた内閣府のギャップを使っても基本的には同じだと思うので、比較的政府の判断と割と整合的に需給がプラス方向にある状態でこういう表現を使っているということである。そういう意味では、今回もそろそろそういう時期に近付いているのではないかと思った訳である。さらにもう一点だけ申し上げておくと、「拡大」という言葉が「回復」に比べてスピード感が強いという含意はない。どういうことかと言うと、あくまで水準の判断であって、実際、GDP は振れるので分かりにくいのであるが、(3) 景気動向指数 C I の絵をご覧頂くとお分かりのとおり、実は拡大局面というのは多くのケースにおいて、C I の上がり方はむしろ緩くなる。これはスラックがなくなるので当然なのであるが、そういうことが過去にもあるということであって、例えば「緩やかな拡大」というのは形容矛盾ではないということである。とは言え、こう提案させて頂いて、事前に各委員方からやはりここでこの表現を使うのは早過ぎるのではないか、あるいは強過ぎるのではないかというご意見を承っているので、私共は先程申し上げたように、短観で雇用不足感が確認されているし、あるいはまた、実は新聞報道等でも最近「拡大」という言葉は結構使われるようになってきて、あまりもう唐突感はないという判断で今日提案させて頂いたが、この点に関しては本日の委員方のご議論を承った後、後刻の月報セッションでまたご相談させて頂きたいと思う。長くなったが実体経済は以上である。

## 内田企画局企画役

続いて金融面であるが、金利政策に移行したことを機会にして、若干項目の見直しを行っている。左の方を見て頂くと、4行目に「企業の資金調達コスト」を入れている。また、右の方を見て頂くと、これも4行目であるが「マネタリーベース」の記述があったが、こちらを削除した。また、今回の機会にということでも直接の関係はないのだが、同じく右の方の2行目のところに、「企業からみた金融機関の貸出態度」という表現があるが、これについてはその直前の民間銀行の貸出姿勢の内容をある種裏付けるような情報ということに過ぎないので、この機会にこちらを簡素化の観点から取り止めたいと思っている。以上は形式面の変更であるが、以下実体面の変更について申し上げる。左の方を見て頂くと、まず今申し上げた4行目の「企業の資金調達コスト」ということであるが、こちらは昨日ご説明申し上げたとおり、「やや上昇している」という状況にある。そうしたことも踏まえて、1行目の企業金融を巡る環境の総括判断を先月までの「総じて緩和の方向にある。」という「方向」という表現から「緩和的な状態にある。」という「状態」の表現に変えさせて頂いている。これはボリューム面はこれまでずっと増加してきていて、これまでのようにボリューム中心に記述している場合には「方向」という書き方で良かったと思うのだが、資金調達コストは多少上がっているし、上がっていく方向、名目金利ベースで言うと上昇の方向にあると思う。勿論、一方で経済物価情勢が好転しているので、実質ベースあるいは緩和の度合いということで言うと、必ずしも一方向ではないのだが、そういった意味でボリューム感と金利の動きというのがやや異なることがあり得るだろうと思っている。そういう中で、方向の表現を毎月行っていくのもどうかと思い、「緩和的な状態にある。」という表現にさせて頂いている。それが一点である。それから金融市場のところ。こちらは短期金融市場の書き方を変えている。これまでは量的緩和政策のもとで「日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、短期金融市場ではきわめて緩和的な状況が続いている。」という表現を採っていたが、

今後はやはり金利のところを書いていく必要があるだろうということで、左の文章のようにしている。「短期金融市場では、オーバーナイト物金利は日本銀行の金融市場調節方針のもとで概ねゼロ%で推移している。ターム物金利は、前月と比べ、長めの金利を中心に上昇している。」という記述にさせて頂いている。これも昨日金融市場局の方からご説明申し上げたが、今回のターム物の上昇は、主として6か月以上のところ1年物中心であるので、「長めの金利を中心に」という表現を入れている。最後に為替・資本市場であるが、これはやり方は変えていないが、前月に比べると長期金利及び株価はかなり大きく上昇している。まず、長期金利については、前回会合当時は1.6%台の前半であった。0.2%あるいはもう少し上がっているという状況である。それから株価の方であるが、これは16,000円程度の水準にあったので、こちらもかなり大きく上昇しているという状況にある。一方で為替相場であるが、こちら117円台であったので、それ程大きな動きではないと思うが、これは少し今日の数字を見させて頂こうと思う。以上である。

福井議長

内容、表現については、討議を経た後、検討させて頂きたいと思うが、取り敢えず今の説明に関してご質問あったらどうぞ。宜しいか。

## V. 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

それでは基本的見解については後でまたご議論を頂くとして、金融経済情勢について、各委員の見解をご報告して頂きたいと思う。いつものとおり、お一方大体5分ずつ位ということをお願いしたい。今日は福間委員、西村委員、中原委員、須田委員、水野委員、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁の順でお願いしたいと思う。最初に福間委員から願います。

## 福間委員

海外経済のうち、米国経済は住宅投資の減速はあるものの、拡大を続けている。こうした中、労働・設備等の資源利用率も高水準にあり、先週末に公表された3月の雇用統計において労働需給の一層の引締まりが確認されると、インフレ懸念の高まりから長期金利は一段と上昇した。この間、3月のFOMCの声明文では、エネルギーのほか、他の商品市況が将来的にインフレ圧力を高め得ると初めて国際商品市況に言及している。国際商品市況は、イランやナイジェリアにおける地政学的リスクなどを受けて原油価格が再び騰勢を強めているほか、世界的な景気拡大を背景とした実需の増加、新規鉱山開発の遅れ等の生産制約、投機資金の流入などから、銅、亜鉛、プラチナの価格は既往最高値、金、銀は1980年代前半の高水準に達している。今後の米国経済、物価並びに金融政策の動向を左右する要因として、改めて注視していく必要がある状況に達してきたのではないかと思う。欧州では、景気はなお停滞気味ではあるが、輸出と生産はユーロ安もあって持ち直しており、回復のモメンタムは徐々に強まっている。こうした中、3月のドイツIFO景況感指数は、東西ドイツ統一後の好況期91年4月以来の水準となっている。先行きは、欧州全域に感染地域が拡大しつつある鳥インフルエンザ、長期金利の上昇などの経済への影響に注視が必要だと思う。

我が国の景気情勢は、引き続きオン・ザ・ライト・トラックでの回復を続けている。3月短観では、大企業・製造業、非製造業とも業況判断DIは高水準での横這いとなるなど、我が国経済が持続的な成長過程にある姿を確認できた。特に、設備・雇用の不足の鮮明化や、個人消費の堅調さが窺えることが特徴である。こうした景況感の改善は、地方の中小企業にも及んでいる。設備投資は、大企業・製造業の生産・営業用設備判断DIが1991年11月以来の不足超に転じており、2006年度計画の立ち上がりを見ると、補修・改修に加え、慎重さは引き続き保ちながらも能増投資に踏み切る動きも見られている。また、大企業・非製造業でも2006年度計画は2年連続でプラスの計画からスタートしており、電力・ガスで高水準が維

持されるほか、小売業でも業界再編の動きもあり、大型小売店等の店舗リニューアル投資の盛り上がりなどがみられる。このほか金融機関では、銀行・証券業に加え 2006 年度は下位業態における設備投資の高い伸びが見込まれ、ここでも裾野の広がりがみられている。個人消費は、引き続き堅調に推移している。このことは、3 月短観において、小売業の景況感が企業規模の大小を問わず著しく改善していることから確認できている。雇用環境の一層の改善、株価上昇、配当収入の増加等の効果も加わり、個人消費は引き続き堅調と見込まれる。以上に加えて、海外経済の拡大を背景に、輸出も増加を続けている。我が国経済は、引き続きロバスト・アンド・レジリエントであり、今後とも息の長いインフレなき持続的成長が続くと期待される。

執行部の示した基本的見解については、先程も局長の方からあったように後程議論することとしたいと思う。消費者物価については、需給ギャップが足許ほぼ解消しており、ユニット・レーバー・コストも下落幅が縮小しつつある中、前年比プラス基調が定着していくとみられる。もっとも、我が国企業は、中国、台湾、韓国などとの競争上、製品価格を引き上げにくくなっているため、緩やかな上昇にとどまるとみられる。実際、今春の賃上げ率は抑制されたものであったが、これは我が国では従業員サイドも国際競争力確保の重要性を強く意識し、生産性向上分以上の賃上げ要求を自制しているためという面もあると思われる。なお、不動産価格の動向であるが、国土交通省が公表した 2006 年公示地価は、三大都市圏・商業地で前年比 1%アップと 15 年振りに小幅な上昇に転じたが、全国ベースでは、商業地・住宅地ともに -2.7%と下げ幅が縮小しつつあるが、依然としてマイナス圏にある。投機的な取引も散発的には地域によりみられるが、全体としてみれば、収益還元法に基づき実情に見合った価格で動いているという具合に概観して良いのではないかと考えている。金融面では、3 月短観でも、企業金融は依然として緩和の状況が維持されている。金利先高観の高まりも見られ、個人についてはここへきて固定金利の住宅ローンの確保を急ぐ動きが見られるものの、一部にとどまっている。企業につ

いては、収益の好調さから引き続き潤沢なキャッシュ・フローを有していることに加え、銀行の貸出余力は増し、株高を背景としたエクイティファイナンス、社債、CP、シンジケート・ローンなど、クレジット市場での調達手段は一段と広がってきている。このように、全体的な資金需給は緩和的であり、長期金利の先高観が一段と高まらない限り、貸出金利が急騰していく状況にはないと思われる。

最後に、最近の金融資本市場における動きについて触れてみたいと思う。国内資本市場では、量的緩和政策の解除は、景気の先行き不透明感が払拭されたものと市場が受止め、株買い・債券売りを現出し、株高・債券安となっている。欧米では、実体経済が好調な中、国際商品市況の急騰もあり、インフレ懸念の高まりから、長期金利が上昇している。こうしたグローバルな長期金利の上昇は、そのペースが早まれば各国の経済成長にもマイナスのインパクトを及ぼしかねず、主要国の金融政策については、従来以上に慎重さが求められる局面にきていると考えられる。以上である。

福井議長

西村委員から願います。

西村委員

前回政策転換後の消費者物価の動きを確認し、その後で金融経済情勢について述べたいと思う。

2月CPI（除く生鮮）公表値は1月と同じ0.5%の上昇であった。11月、12月、1月とプラス方向へ変化した品目が、マイナス方向へ変化した品目を次第に凌駕してきたが、2月はプラス方向数194品目に対しマイナス品目191品目と、変化は足踏み状態にある。ウエイトは小さいが、品目数の多い加工食品等に一部逆行が見られる。そのため、10%刈り込み平均でみると、財もサービスもほぼ横這いとなっている。しかし、品目数ではなく上昇率で見ると変化は底堅い状況にある。公表値は丸め誤差の影響があるので、537品目ベースの寄与度から計算し直すと、1月は0.44%、2

月は0.56%と明確に上昇幅を広げている。除く食料・エネルギーでも、1月0.10%から0.19%と上昇幅は広がっている。ただ、あまりにも小さい変化であるので、些か忸怩たるものがあるが、前回同様帰属家賃の上昇が目立つ。帰属家賃は個別要因に影響されるが、帰属家賃の先行指標である新規家賃指数を見ると、2月の首都圏、関西圏とも上昇しており、方向性に変化があるとは思えない。従って、政策変更時に「今後は、1月CPI上昇率をデコボコはあるものの維持するが、あるいは若干の上昇モメンタムがある」と申し上げたが、ほぼ想定通りの展開だと思う。今後は、4月に集中するサービス価格改定状況を注意深く見守る必要があると思う。

次に国内の経済情勢であるが、執行部原案に基本的に違和感はない。GDPギャップ推計で総需要超過局面に入りつつあること、短観で労働需給が需要増へ大きく転換したこと、設備過剰感の解消が定着したこと、また資金需給がプラスに転換しつつあることから、景気が先行き「回復」から「拡大」へ向かうという判断を現時点で下すのは妥当であると考え。ただ、二点程注意が必要である。

第一に拡大局面は底堅いが緩やかになる可能性が高いということである。短観で明らかになった企業の慎重な業況判断は、設備投資の必要性を感じながらも、実際の設備投資には慎重なことを強く示唆している。労働需要が増加したものの、長期間の深刻な不況の結果としての、雇用のミスマッチの解消には時間とコストが掛かると思う。消費の回復も、現在は高級車と軽自動車の両極が好調であるというように二極化しており、底堅いが力強い拡大とは言えない。因みに、メーカーを見ていてもはっきり二極化している。サービスの消費も伸びているが、特定サービス動態統計ベースで見ると、フィットネスクラブとパチンコといったところにとどまる。ついでに言えば、11月に申し上げたが、なぜか葬儀業が堅調を維持している。投資も消費も次第に裾野を広げていくが、急速にブームの状態となるというようには考えにくいと思う。さらに、IT関連には若干の翳りが見られる。昨年末以来市況回復が目立ったが、直近の末端市況はかなり軟化している。BBレシオは日本では回復したが、米国では然程でもない。



先行きの判断が非常に難しいところであるが、今後若干ソフトパッチ的状況が起こる蓋然性は小さくないと思う。現在は他産業も拡大しているので、IT関連ソフトパッチが及ぼす影響というのは然程大きくないと思うが、少なくとも拡大を緩やかにする傾向を強めているということは否定できないと思う。

第二に、今回の判断の基礎となった短観の結果、及び内閣府や本行でのGDPギャップの計測の中長期的な含意について、追加的にコメントしたいと思う。GDPギャップの推計で、供給能力の指標として潜在GDPを推計する場合、過去のTFPのトレンド部分、そして資本や労働の過去の稼働率のトレンド部分の情報を用いるのが普通である。これは足許の潜在GDPの動きを推計する際には、ベスト・プラクティスであると思う。また、短観の企業の見通しも、過去のトレンドにかなり依存している可能性が高いので、それとも整合的な結果であると思う。その意味で、GDPギャップが需要超過局面に入ってきたという執行部の判断に違和感はない。ただ、中短期的見通しを考える際に、それを外挿して今後の潜在GDPの動きを予測する場合には、注意が必要であると思う。1990年代からの日本企業は、世界市場化とIT化が複合した技術変化に対して有効な組織変革ができず、そのために全要素生産性伸び率の低下をもたらしたと考えられる。不良債権に端を発する金融の不全も組織変革を拒んだ要因と言える。従って、過去のTFPのトレンド部分、資本や労働の稼働率のトレンド部分は、こうしたいわば危機の経済に固有な面を持っており、危機を脱して、「普通の経済」への移行期となる今後を予測する際には、下方バイアスを持っている可能性がある。具体的には、今後数年のTFPの成長率、稼働率はスタートラインが低いところから出発するために、過去のトレンドからの予想より、高めの実現値になる可能性がある。とすると、潜在GDPが予想比高めになる。ただし、中長期的にはこうした動きが収まるに連れて、長期的なトレンドに戻っていくと考えられる。潜在成長率を考える際には、こうしたダイナミックな動きを念頭に入れておく必要があると思う。さらに付け加えると、今後組織変革が実を結んで、TFP成長

率が長期的にも想定より高くなる可能性も、非製造業を中心に存在する。ただ、これは現在のところかなり大きなイフではあるので、今後慎重にこうした可能性を検討していく必要があると思う。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経済諸指標は、総じて順調な改善を物語っていると思う。輸出は、地域別・商品別にかかわらず、押しなべて増加基調である。先行きの海外環境に関わるリスク要因、これは引き続き変わっていないが、外部環境に今のところ具体的なネガティブ・ファクターは感じられない。米国経済は、引き続き底堅い動きであるが、住宅の減速が緩やかに続いている。一方、雇用のスラックはなくなりつつあり、インフレに対する警戒感は当面続くのだろうと思う。5月の利上げも織り込んだようであるが、その中で足許ややピッチの早い長期金利の上昇は、米国のみならず世界経済にとっても懸念材料であると思う。欧州も、緩やかながら回復基調が続いており、企業収益も好調である。株式市場も活況を呈しているが、政治面からの不安感がある。インフレ警戒感が残るなかで、先般のトリシェ総裁の発言は、市場対話姿勢として考えるとやや分かりにくいところを感じる。東アジアも大きな動きはなく、総じて改善が続いている。従って、当面は、中南米などの途上国も含め、やはり今後の米国の金利上昇の影響がどのように表われてくるかについて引き続き注視しておく必要があると思う。国内経済に戻って、生産面では、2月の鉱工業生産が7か月振りのマイナスということで、1~3月としては、昨日も話があったが、前期比微増にとどまるのではないかと思う。ただ、前年比ではかなり増加しており、生産の基調は引き続き増勢にある。IT関連分野については、昨日も色々議論があったが、昨年春の調整終了後一年程経っており、循環的にもピークが近いという見方がある中、米国経済に金利上昇の影響が出

始める可能性がある本年後半位に緩やかな調整局面に入る可能性は、十分に考えていく必要があるかと思う。先日の短観については、ほぼ予想通りで意外性はない。足許の業況感は、加工型産業が小幅ながら改善するなか、素材産業は悪化ということであったが、先行きについてみれば、企業は総じて自信を持っているように見受けられる。この辺は、法人企業景気予測調査、あるいはロイター短観と整合的である。景気の基調としての改善傾向に変化はなく、設備や雇用判断が不足超に明確に転じたのを見ると、需給の改善傾向はなお続くということである。中小公庫、商工中金の中小企業業況調査におけるD Iの改善を見ると、引き続き回復の裾野も広がっているということかと思うが、零細企業が対象の国民金融公庫の業況感調査D Iが悪化しているということはテイクノートしておく必要があるかと思う。個人消費についても、引き続き底堅い動きが続いている。自動車の弱さはなお残っており、自動車メーカーも国内市場については慎重な見方を崩していない。もっとも先週発表された消費状況調査によると、家計の高額商品購入意欲は相当強いようである。物価については、需給の改善が続いていること、雇用が不足に転じていること、賃金も基本的には増加基調が続いていることなど、フェイバーな環境が続くと見られるが、一方で多くの特殊要因も残っている訳であって、昨日の議論のとおり、4月以降のサービス価格動向、あるいは石油製品価格の動向を見ていく必要があると思う。U L Cの動き、あるいは市場の競争条件等を見ても、基本的に実体経済の改善に物価が反応しにくい状況が今後も続くのではないかと思う。先行きのリスク要因に大きな変化はない。国内的には先行きの経済にショックを与えるような要因はなかなか考えにくい訳であるが、やはり注意したいのは世界的な同時引締め、それに伴う金利上昇が株式市場やグローバルの実体経済、あるいは国際間資金移動などに与える影響である。足許で金・非鉄、商品価格の騰勢が改めて強まっており、史上最高値を更新している中で、F e dやE C Bのインフレ警戒感が根強いことを考えれば、先程申し上げた米国長期金利の動きについてはやや懸念を抱かざるを得ない。先月の政策変更後の市場の動きは、全体としては想定の範囲内。

株価は引き続き堅調、為替はやや円安方向に振れているが、それぞれ素直に企業収益の改善傾向の持続や米国の金利の上昇傾向を読んでいるのかと思う。金融市場では短期金利は安定的であるが、債券市場について中期ゾーンの金利レベルとそのボラティリティの上昇が長期に波及し、それがまた中期ゾーンに跳ね返るといふ、ややスパイラル的な不安定な動きを感じる。もっともレベル的には、ほぼ2000年から2001年の初めに掛けての水準に戻った程度であり、専ら政策金利の引き上げ時期にフォーカスした、瀬踏みしながらのポジション・ワイズな動きと見ている。値頃感による買いの動きはまだ感じられず、ある程度の達成感が出るまで市場のベア・センチメントは暫く続きそうである。これまで及び今後も暫く続くと思われる長期金利上昇が先行きの株価や実体経済面に及ぼす影響については、今の段階で判断は難しいほか、企業の調達方針にも特に変化はまだ見られない。また、そもそも基本的に緩和的な環境が続くことはそのとおりであるが、世界的にみて同時期に金融政策が引締め MOMENTUM を働かせているという点には注意していくことが必要だと思う。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

先日公表された短観によると、良好な業況感が維持されている。また、2006年度も増収増益基調となっている。特に中小企業の経常利益をみると、2006年度は10%程度の増益を予想しており、景気回復の裾野の広がりを予見させるものとなっている。また、持続的な経済成長が実現できるかどうかを占ううえで、国内要因としては設備投資の動きに注目しているが、この点、2006年度の設備投資計画は、3月調査としては強めの数字であった。昨日の早川調査統計局長の説明では、昨年のように6月短観で前年度の先送り部分が嵩上げされるようなことはなく、出来上がりとしては2005年度の伸び率を下回りそうだとのことであるが、新聞紙上では強気

の設備投資計画が報道されているし、調統のヒアリングメモによると、設備投資やM&Aなどをこれまで以上に積極化させる企業が増えているとのことである。利上げ観測のもと、金利感応的な住宅投資や中小非製造業の投資が加速する可能性もある。設備投資が今年度に過熱し過ぎることはないかどうか注意してみていきたいと思っている。さて、持続的な経済成長を実現するためには、設備投資から個人消費へのバトンタッチがスムーズに進むかがポイントである。足許の個人消費は、家計調査や販売統計では元気のない数字が出ている。ただ、これには10~12月の反動やサンプル要因もあると思われる。今後については、今年のゴールデンウィークに海外に出掛ける人は過去最高となる見通しがでているほか、夏季ボーナスは、前年比プラス幅が拡大するとの予想もあり、所得環境は良く、足許で堅調な個人消費が崩れることは想定していない。次に、調査統計局の新しい需給ギャップ分析によると、短観の設備・雇用判断DIの加重平均とGDPギャップの乖離はほぼ解消されたということなので、今回の短観では雇用・設備判断DIにも注目していた。実際、雇用判断DIでは、製造業・非製造業、大企業・中小企業の全部で不足超となり、設備判断DIも足許ではゼロないし若干のマイナスとなっているので、需給ギャップは解消されたという認識をもって良いのではないかと思っている。このような判断に立つと、物価の動きを見るうえでは、後はユニット・レーバー・コストの動きが気になる。雇用統計を見ると、1~2月で均してみても完全失業率が昨年10~12月比で低下しているほか、就業者数や新規求人数は増加しており、雇用環境は着実に改善している。また、労働需給が改善しているほか、企業収益が高水準を続けるもとで、パートの正社員化の動きなどもあり、一人当たり名目賃金も緩やかな増加基調を辿っている。このような賃金上昇は、欧米比我が国の物価を低めているサービス価格の上昇に結び付く可能性がある。実際に、短観の販売価格DIのうち非製造業では、全ての規模で着実にマイナス幅を縮めてきている。個人消費関連である小売、対個人サービス、飲食店・宿泊の販売価格判断DIを見ても、全規模合計で改善している。さらに、公示地価では、三大都市

圏の商業地が上昇に転じたほか、都心部の住宅地でもほぼ上昇に転じたといつて良いような状況になっている。こうした地価の上昇もサービス価格の上昇に結び付く可能性がある。他方、労働生産性の方は、内閣府の分析によると、製造業と非製造業で生産性上昇にタイムラグがあり、非製造業の労働生産性は漸くここ2年高まってきているように見受けられる。過去においては、ユニット・レーバー・コストは需給ギャップに4四半期遅行との分析もあるが、今後も非製造業の労働生産性が上昇するかどうか注視したいと思う。なお、2月の消費者物価については、1月との比較で取り立てて申し上げることはないが、こうした中で17年度の全国の除く生鮮食品ベースの消費者物価指数の前年度比は、想定通り7年度振りにプラスに転化する可能性が極めて高いと考えられる。最後に先行きの留意点だが、前々から指摘しているように、電子部品・デバイスについては、生産・投資の強さが目立つ故に、出荷・在庫のバランスの悪化は前年要因があるとはいえ気になる。海外経済については、需要好調な中で地政学的リスクの高まりから、再び上昇基調にある原油価格の先行きや、米国長期金利の動向が気になる。米国経済については、潜在成長率近傍の景気拡大が続くと想定しているが、インフレ懸念と利上げを巡る不確実性が高まってきている。インフレ懸念については、労働需給が引締まりつつあるので、賃金上昇から物価上昇、とりわけサービス価格の上昇へという可能性は高まっているように思う。実際、米国では、雇用者数の増加は堅調で失業率も低下し、時間当たり平均賃金もじわじわと上昇している。製造業以外の時間当たり賃金の前年比上昇率は、昨年半ばから製造業のそれを上回っている。また、利上げを巡る不確実性の増大がタームプレミアムの拡大をもたらしているようである。もっとも、米国長期金利であっても、資本移動の高まりによって海外要因の影響を大きく受けるようになっており、金利上昇にはグローバルにみた需給ギャップの縮小などの影響も考えられる。いずれにせよ、コナンドラムと言われていた米国長期金利が現在上昇傾向にあり、米国住宅市場やエマージング市場への影響は大きいと想定されるので、その上昇は大いに気になる。日本についても、現在は内外長期金利の連動性

は非常に高まっており、米国の長期金利の動向は、日本の長期金利に直ぐ波及する可能性がある。実際、前回決定会合直後の長期金利の上昇は、ボードメンバーのタカ派と受取られた発言の影響があったが、3月28日以降はFOMCでの利上げ決定やIFO景況感指数の改善などから、米欧で長期金利が上昇したことに平行に反応し、足許もこの状況が続いていると言える。要するに、日本の長期金利の決定もグローバルな要因が重要ということであり、海外要因がどのように国内の長期金利に伝播してくるか注意深くみていく必要があると思う。なお、月報の基本的見解において、経済水準の高まりを判断基準として、短観を機に景気回復から拡大に変更することは考え方としては理解できるが、スピードを強めたと誤解されかねないと思っている。そういう意味では、今月の金融経済月報の基本的見解の先行きの表現は多少強過ぎる感じがしている。過去の数字とは言え、5月19日に公表予定の2006年1~3月期の実質GDP成長率は、QEの元データとなる消費関連に加え資本財出荷も弱めの数字が出ているため、好調な輸出でどの程度挽回できるかという面はあるが、素直に考えれば弱めに出る可能性が高いということもある。従って、市場等が日本銀行の見方を誤解しないような表現、すなわち「緩やかに拡大」といったような表現にする方が良いのではないかとと思っている。以上である。

福井議長

水野委員から願います。

水野委員

まず、景気動向についてコメントする。短観であるが、内需・外需それから企業部門・家計部門のバランスが取れた景気回復が続いているという本行の見通しを再確認できる内容だったことから、先程執行部からあった景気の現状と先行きの景気判断、表現を含めて私は違和感はない。3月短観では、全てのカテゴリーで増収・増益が計画されている。売上高経常利益率の改善テンポは鈍ってきているが、2006年度下期計画は、大企業製造業が

+6.08%ポイント、全規模全産業で+4%ポイントまで改善してきている。設備投資計画をみると、大企業製造業の設備投資計画は、2005年度が+16.9%、2006年度も+4.8%で、3月短観としては強めの数字ということだと思う。特に素材業種は、2005年度に20%以上伸びた訳であるが、その後2006年度も+11.8%と非常に堅調である。これについては、素材業種を中心に能力増強投資や老朽設備の更新投資などボトルネック解消やコスト・ダウンを図ろうとする企業が多いというマイクロ・ヒアリングとも整合する内容であると思う。次回6月短観で、2005年度の設備投資計画のうち、どれだけ2006年度にキャリー・オーバーされるかについて確認したいと思っている。

さて、昨年10月公表の展望レポートでは、2005年度から2006年度の経済見通しの下振れ要因として、原油価格の動向、米国をはじめとする海外経済の動向を指摘する一方、上振れ要因として国内民間需要の動向を指摘した。半年経過した現在振り返ると、2005年度については下振れ要因は杞憂に終わる一方、上振れ要因が顕在化していると判断している。次回の展望レポートでは、個人的にはメインの見通しは若干控えめに記述したうえで、上振れ要因についてははっきり書き込む一方、確率が低いと思われる下振れ要因はあっさり書く、あるいは言及しないことによって、読み手サイドが、日本銀行は景気の持続的な回復に自信を深めていると解釈できるような論理展開をした方が良いと思う。景気の先行きに自信があるとのメッセージが上手く伝われば、金融政策運営のパートで将来の金融引締めの可能性について必要以上に強いトーンで書き込まないで済むと思う。具体的な景気上振れ、下振れ要因の書き振りについては、以下のように考えている。まず一番目としては、景気動向であるが、2006年度については、我が国の景気は、着実に回復しているという基本的見解に死角らしいものは見当たらない。景気の下振れ要因は、原油価格高騰、主要国における長期金利の上昇、米国のインフレ圧力の上振れ、IT部門の在庫調整、中東情勢の緊迫化、鳥インフルエンザの世界的な流行など地政学的リスクが考えられるが、目新しいものは乏しいこともあり、敢えて言及すべ



きかどうか疑問があるものもある。一方、上振れ要因としては株価など資産価格上昇に伴う個人消費の上振れ、世界全体の成長率見通しの上方修正、生産性上昇に伴う潜在成長率の上振れなどは、指摘しておいた方が良いと思う。2007年度までを視野に入れた場合、景気の下振れ要因としては、米国の景気減速、定率減税の完全廃止など、景気回復のモメンタムが鈍化する可能性があるものの、潜在成長率が+1.5~+2.0%程度まで高まっていると見込まれる中、極めて軽微な調整にとどまる公算が高いと思っている。2006年度から2007年度に掛けてインフレ圧力が急上昇する蓋然性は低いが、所定内賃金の緩やかな上昇、好調な企業業績に伴う特別給与の上昇を受けて、単位当たり労働コストは下げ止まってくる可能性がある。そのため、量的緩和政策の長期化によってビハインド・ザ・カーブの状況に既にある中、金融政策の正常化が遅れた場合、財政規律の低下及び期待インフレ率の上昇から、長期金利にリスク・プレミアムやタームプレミアムが、上乘せされてくるリスクは否定できない。2005年度の実質成長率は+3%台半ばに着地する見込みであるが、2006年度から2007年度に掛けての景気動向については、議論のベースとなる潜在成長率の見通しを単線ではなく複線的に考えておく方が良いと思う。具体的には、以下の二つのシナリオを想定している。潜在成長率を+1.5~+2.0%と調査統計局のように想定すると、2006年度以降は今回の景気回復局面の成熟局面に入り、景気回復のモメンタムが鈍化する可能性が高いと思う。両年度の実質GDP成長率は、ともにせいぜい+2%台前半程度にとどまると見込まれる。それでも、内外需のバランスが取れた景気回復が続く蓋然性が高いため、仮に景気回復の調整局面があったとしても、軽微にとどまる公算が高そうである。そのため、持続性の高い景気回復を実現するうえでも、0~0.5%程度の極めて低い政策金利を長期間に亘って続けることは賢明ではないと思う。一方、生産性上昇率が高まり潜在成長率が+2.0~+2.5%程度まで上振れると想定した場合であるが、景気回復のモメンタムは衰えず、1990年代の米国経済のように高成長と低インフレとが存在する理想的な景気回復局面が長期間に亘る可能性が出てくる。生産性の上昇はディスイ

インフレ状況が持続する可能性を高めるが、むしろいわゆる景気中立的な政策金利と足許の政策金利の水準ギャップが拡大した状況を放置すると、ビハインド・ザ・カーブな金融政策運営の度合いが強まる結果、資産価格インフレが発生するリスクが高まってくる。

物価の先行きについては、もう既に色々あったが、まだ引き続き雇用のミスマッチがあるということ、一方、企業は労働者のリプレースメント・コストの上昇に配慮し始めてきていると思う。そのため、先行きについては二つのシナリオが描ける。一つ目は、質の面で妥協して新卒労働者の数を確保する、あるいは賃上げ容認する姿勢へ変化する。二番目のシナリオとしては、あくまでも総人件費抑制に動き、労働生産性上昇によってコスト上昇分を吸収し、価格転嫁を回避するという二つのケースがあると思う。前者の場合には、賃金上昇率が生産性上昇率を上回り、単位当たり労働コストが下げ止まり、まだまだ先のことであるが、中長期的には緩やかなユニット・レバー・コストの上昇傾向となるリスクが出てくることになる。

最後に、最近の金融市場についてコメントする。邦銀勢は、銀行貸出の下げ止まり感が出てきたこともあり、円・円スワップ市場において、ALM部門のスワップの受け（レシーブ）、トレーディング部門のスワップの払い（ペイ）の増加という行動を取っている。外国人は引き続きフラット化に掛けたポジションをとって、今やや閉じている、そんな感じであるが、市場環境としてはJGBスワップ・スプレッドが拡大傾向。それからユーロ円金利先物のイールド・カーブのステープ化、あるいは国債イールド・カーブのベア・フラット化という金利上昇局面における典型的な状況になっている。そういう意味では、債券相場としては、なかなか調整が終わらないなという印象を受ける。量的緩和解除後、内外の市場参加者と3月解除に踏み切った政策決定について議論したが、内外の投資家の間でかなりのパーセプション・ギャップがあることを改めて感じた。すなわち、国内の市場参加者はわざわざ期末に解除する必要性はなかったのではないかと否定的な反応が少なくない一方、海外投資家からはポジティブな反応が大半であった。政治との絶妙な距離感、日本株のショートカバーが入

りやすいタイミングでの解除の決定など、日本銀行の信認は高まったという反応が、海外勢からは多く聞かれた。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をみると、まず海外では、米国では、住宅販売に減速感が見られているが、底堅い消費者マインドに支えられて、個人消費は堅調に推移している。ISM指数も高水準を維持しており、IIPも上昇、直近3月の雇用統計も市場予想を上回る堅調な内容だった。ブルーチップ4月の成長率見通しを見ても、2006年は+3.4%、2007年は+3.0%と、これは3月と同じであるが、先行き幾分減速するものの、総じて堅調な推移を辿ると予想されている。米国経済は、原油価格や住宅市場、そして長期金利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。

中国については、固定資産投資や個人消費、輸出が増勢を維持しており、引き続き高水準の成長が続いているようである。こうした中で、米国の対中貿易赤字拡大や外貨準備の積み上がりを背景に、4月20日の米中首脳会談を前に人民元の切上げテンポを若干加速させているようである。中国経済は、当面高水準の成長が続くと考えられるが、供給力過剰に起因するリスクや、昨日も話題になったが、農村問題の動向に留意していく必要があると思う。

この間、原油価格は前回会合後、イラン情勢等から再び上昇し、WTIで先物価格70ドルを超える水準にまで上昇している。特にドバイは、4月に入って既往最高値をさらに更新している。この結果、4月以降の全日本通関原油価格は、これも既往最高の60ドル台半ば近くまで上昇する可能性がある。ついでに申し上げれば、これは10月以降の電力料金の燃料費調整に反映されることになる。原油価格は、在庫の変動や地政学リスク

によってはさらに上昇する可能性もあり、警戒感をもって見ていくことが必要と思う。

国内では3月短観の結果が出た。今回の短観は、国内景気が着実な回復を続けていることを確認する内容だったと思う。また、潤沢なキャッシュ・フローを生かして、設備投資やM&Aのほか、増配や自社株買入による株主還元を進めて経営姿勢を積極化させている一方で、慎重な業況判断が続いているということは、緩やかながら持続性のある景気回復に繋がっていくものと思われる。

短観以外の指標を見ても、底堅いものが多かったと思う。実質輸出は増加を続けているし、2月のIIPは7か月振りの減少となったが、先行きは増加が見込まれている。雇用関連も底堅い数字となっており、春闘交渉では、自動車、電気でも5年振りにベアを容認する動きがあった。消費者マインドもさらに改善している。個人消費は、指標は明暗入り混じっているが、雇用・所得、株価、あるいは一部地域の地価の上昇、消費者マインドの状況等を踏まえると、基調としては底堅い動きが続いていると思う。昨日発表の景気ウォッチャー調査も、春物衣料、高額商品、行楽需要の好調から現状判断DIは57.3と過去最高となり、50を11か月連続で上回った。先行き判断DIも、消費者の購買意欲高まりへの期待から、これも12か月連続で50を上回っている。

こうした中で物価面では、2月のコアCPIの前年比が+0.5%と、前月に続いて高めの伸びとなった。今後も需給ギャップの改善が着実に進み、ユニット・レーバークストも下げ止まっていく中で、原油を含む国際商品市況が上昇していることもあり、消費者物価は若干の振れを伴いつつも、引き続きプラス基調で推移していく可能性が大きいと思う。また昨日も話題になっていたが、短観における販売価格判断を見ると、製造業・大企業は主として素材業種のマイナスで低下しているが、製造業・中小企業は上昇したほか、非製造業は大企業、中小企業とも上昇している。非製造業や中小企業において価格転嫁が進み、特に小売業や個人向けサービスの販売価格判断が着実にマイナス幅を縮小しているのも、これと相関が高いCP

Iの財、あるいはサービスの指数の上昇に繋がる動きとして注目したい。

以上から、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ながらも、これまでの標準シナリオに沿って、内外需、企業、家計のバランスのとれた着実な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は、執行部のご提案は、先行きについて「拡大していく」と前月から修正しているが、私は、今月は先月までの「着実に回復を続けていく」を継続することが適当ではないかと思う。市場に対して混乱を生じさせないためには、今月末に公表する展望レポートで、GDPギャップがほぼ解消されていることなど背景説明等を行ったうえで、表現を変更することが適当ではないかと思う。

一点だけ簡単にコメントさせて頂くが、1月1日時点の公示地価が発表されて、三大都市圏の商業地が15年振りに上昇に転じたほか、東京都では住宅地を含めた全用途でも15年振りの上昇となった。地方圏はなお下落が続いており、地価も二極化になっているが、全体としては概ね下げ止まったことが確認されたと思う。最近の地価は、収益還元法に基づく価格形成となっているほか、ファンドを通じたりスク分散も進んでおり、基本的にはバブルを心配するような状況ではないと思うが、都心の一部の地域では前年比2割、3割といった大幅な地価上昇もあり、収益性をやや逸脱した価格となっている可能性もある。欧米市場対比でPERがやや突出した状況になっている株価とともに、注意して見ていく必要があると思っている。私からは以上である。

福井議長

武藤副総裁から願います。

武藤副総裁

今回の会合では、短観など前回会合以降明らかになった指標を踏まえて、息の長い成長が続くという基本的な情勢判断に変化がないかどうかを改めて点検するとともに、量的緩和政策解除以降の金融資本市場の動向を確

認しておくこと、この二つがポイントであろうかと思う。

まず、海外経済であるが、米国では、家計支出や設備投資を中心に潜在成長率近傍の着実な景気拡大が続いている。FRBでは、景気が順調に拡大するもとの、利上げを進めてきており、これまでのところ物価も総じて安定的に推移している。もっとも、労働需給の引締まりや設備稼働率の上昇が続いていることなどを踏まえると、今後原油価格の上昇とも相俟って、インフレ圧力が高まるリスクも否定できない。FRBでは、こうした物価情勢や住宅価格への影響などを見極めながら政策運営を行っていくものと思われる。原油価格については、イランの核開発問題など地政学的リスクの高まりが改めて意識される中で、3月中旬から再び上昇しており、足許では1バレル60ドル台後半で推移している。原油価格の動向が、インフレ心理や長期金利の動向に与える影響については、引き続き注意してみていく必要があると思う。こうしたもとの、我が国の輸出は、昨年夏以降比較的高い伸びを続けている。先行きについても、海外経済が米国・東アジアを中心に拡大を続けるもとの、増加を続けていくとみられる。

内需面をみると、企業部門では、設備投資は、高水準の収益を背景に引き続き増加している。3月短観を見ると、2005年度の企業収益は4年連続の増益となる見込みであり、2006年度も伸び率が鈍化するものの増益基調が続く見通しとなっている。また設備の過剰感は払拭されており、稼働率は高まってきている。こうしたもとの、2006年度の設備投資計画は、大企業では、製造業、非製造業とも昨年の同時期を上回る好調なスタートとなっているほか、中小企業でも昨年並みのスタートとなっており、幅広い業種や企業規模で、設備投資の堅調な増加が続くことが見込まれる。

こうした企業部門の好調は、雇用・所得面を通じて家計部門にも着実に波及している。雇用面では、有効求人倍率が昨年12月以降3か月連続で1倍を超えたほか、求職意欲の高まりから、このところ下げ渋ってきた完全失業率も、2月は4.1%まで低下し、1998年7月以来の低水準となった。短観の雇用判断DIを見ても、大企業、中小企業を問わず人手不足感が徐々に強まりつつある。このような雇用・所得環境を背景に、個人消費は

増加基調にある。全国百貨店売上高など一部の指標で、年末年始の好調の反動も見られたが、乗用車新車登録台数が持ち直しているほか、家電販売も増加基調を続けている。先行きも、雇用者所得の改善を背景に、個人消費は着実な増加を続ける可能性が高いと考えられる。

生産面をみると、2月は前月比でやや大きめのマイナスとなったが、均してみれば増加を続けているという判断で良いと思う。

以上のように、我が国経済は、海外経済が拡大を続けるもとの、国内においても企業部門の好調が、家計部門に着実に波及しており、生産・所得・支出の好循環が作用している。こうしたことを踏まえると、我が国経済は、今後も潜在成長率を上回るペースで成長を続けるものと見込まれる。また、企業部門における三つの過剰が解消されてきているほか、経済全体の需給ギャップも概ね解消されたと推計されるなど、経済活動の水準は高まってきている。その意味で、景気は回復局面から拡大局面に移りつつあるように思う。ただし、既に何人かの委員の方からご発言があったが、今回の「拡大」という表現については、この後少し議論があると思われるので、それを踏まえて判断したいと思う。潜在成長率なり需給ギャップについての論証をきちんと知ったうえで判断をしないと、マーケットにどのような影響を及ぼすかという点についてはやや懸念もあるので、そういう観点から、この後の議論を踏まえて最終的に判断したいと思う。

物価面では、消費者物価は、1月に続き2月も前年比+0.5%上昇となった。石油製品や電気代などの特殊要因を除いたベースで見ても、引き続き前年比プラスとなっている。今後も需給ギャップは緩やかな改善を続け、ユニット・レーバ・コストからの下押し圧力が減じていくもとの、若干の振れを伴いつつも、前年比プラス基調を続けていくと予想される。なお当面の動きについては、診療報酬の引き下げなどが押し下げに寄与することが見込まれる一方で、年度替わりに伴う各種サービス価格改定なども予想されるために、こうした点も含めて注意してみていく必要があると考える。

次に、量的緩和政策の解除後の金融資本市場の動向について申し上げた

いと思う。まず株価は、3月半ば以降上昇ピッチを早めており、足許では日経平均株価で見て、2000年夏以来の水準となる17,000円台で推移している。また為替相場は、概ね横這い圏内の動きとなっている。金利面についてみると、先行きの利上げ観測の高まりを受けて、長めのタームの金利や中期ゾーンの金利の上昇が目立っている。10年物長期金利も上昇しており、足許では1.8%台となっている。またボラティリティも若干高まっている。こうした動きの背景については、市場では、第一に景況感の一段の改善、第二に米国など海外の長期金利の動向、第三に先行きの金融政策運営に対する見方のバラツキというようなことが指摘されている。

このように量的緩和政策の解除後も、総じて見れば金融資本市場は落ち着いて推移しているが、長期金利の動向については、今後とも注意してみていく必要があると思う。市場動向との関係では、我々の新しい金融政策運営の枠組みについて、正確に理解してもらうということが重要な訳であるが、適切な情報発信に努めていくことが肝要であり、この点については、次の政策のセッションで触れることにしたいと思う。企業金融面では、短観の資金繰り判断や金融機関の貸出態度判断は、大企業、中小企業とも改善を続けており、引き続き緩和的な環境が維持されている。今後は資金のアベイラビリティやボリューム面の動向に加え、貸出金利やCP・社債の発行金利など、企業の資金調達コストの動向を含めて、十分注意してみていく必要があると考える。以上である。

福井議長

岩田副総裁からお願いします。

岩田副総裁

最初にアメリカの経済、それからアメリカにおける金利の動きについてコメントしたいと思う。

アメリカの経済は、足許第1四半期は恐らく成長率で言うと+4%~+5%位かと思う。第2四半期は、恐らくそれよりやや減速し、年後半は



+3%程度のところまで緩やかに減速するのかなと思う。住宅投資は減速している。また資本財受注は、まだプラスではあるが、どうやら既にピークを過ぎている。ということで、論者によっては、住宅投資の減速は、全て設備投資の強さで完全に相殺されるという方もいるが、そこはやはりカバーし切れずにある程度減速していくのではないかと思う。その中で注目されるのは、連邦準備がいつまで利上げを続けるかという点である。5%まではほぼマーケットは読み込んでいる。ただし、5.25%まではどうかというと、私の見るところ半分位読み込んでいるという状況ではないかと思う。この利上げがいつまで続くかということが、実は世界経済全体にとっても大きなインパクトを持つ話ではないかと思う。同時に、アメリカの長期金利も、これまで謎と言われた程落ち着いていたのだが、これがどうやら5%に向かって上昇し始めた。長期金利の謎については二つ仮説があって、一つは、タームプレミアムが圧縮された、非常に低下したということ。通常の場合よりも、75bp から 100bp 位圧縮されているのではないかという議論があったが、それが次第に巻き戻しというか——これは堀井国際局長の方からお話があったが——、それが次第に剥がれていくという説明がある。もう一つは、構造的な潜在成長率引き下げ要因、つまりアメリカの家計の貯蓄率が低過ぎるとか、あるいは財政赤字が大きいとか、エネルギー価格が上昇を続けているとか、構造的にアメリカの潜在成長率を押し下げる、いわばストラクチャル・ドラッグと呼ぶべき要因がある。あるいはグローバルに言うと、貯蓄超過傾向というのも、ある意味では世界の自然利子率を引き下げる役割を果たすので、それも同じだと思う。金融政策運営のうえでは、二つのどちらの説明を重視するかによって実は逆のインプリケーションがある。タームプレミアムが圧縮されているということは、もっと短期金利を上げていっても大丈夫だという、こういう話にもなる訳であるが、ストラクチャル・ドラッグを警戒するのであれば、これはむしろ自然利子率が下がっているというインプリケーションであるから、もうあまり上げられない。実は今足許で起こっていることは、タームプレミアムの方はどうやら圧縮だと。しかしながら、アメリカの実質利子率はむしろ

るやや上昇している。物価連動債のブレイク・イーブン・レートは、2.5%位でほとんど変わっていない。しかしながら現実の長期国債の金利は上がっている。その意味するところは、物価連動国債の利回り、つまり実質の利子率が上がっているということを意味している。であるから、動きからすると実は反対と言うか、ストラクチャル・ドラッグはむしろ弱くなっているというインプリケーションがあって、その両方がどうやら相殺し合っているという状況かなと思う。それから、タームプレミアムが次第に圧縮されていたのが取れてきた一つの理由は、やはり金融政策運営に関して、従来よりもやや不確実性が高まっている。つまり目先利上げが行われるだろうが、それがもしかすると利上げが行き過ぎて、景気がむしろ減速してしまうので、その先は利下げを予測するということで、アメリカの金利の先物レートを見ると、コブ状になっている。日本とかヨーロッパはそういうことになっていない。これはある意味では、マーケットがFedによる引締め過ぎのリスクというものを心配しているというようにも読めるのではないかと思う。いずれにしてもアメリカの政策金利がどこまで上がるか、その要因はインフレ・リスクと景気減速リスクのどちらを重視するか。一つ具体的には、私は連邦準備は何を決め手とするかと言えば、やはりコアのPCEがどの位上がるかというところを見るのではないかと思っているのだが、そこを決定する大きな要因は、やはりエネルギー価格の上昇がコアPCEにどの程度転嫁されるのか、あるいはサービス部門で賃金上昇率が今4%程度になっているが、それがどこまで加速していき、それが物価上昇率に繋がるか。それから草の根レベルでの価格引き上げ意欲というのは、依然として非常に強い。中小企業の価格引き上げを計画する企業の比率は28%ということ、さらに雇用が堅調だということ。こちらの方の要因を仮に重視すると、金利をさらに引き上げていく。先程、水野委員はあまり下方リスクはないとおっしゃったのだが、私はあり得ると思う。それは利上げのサイクルがどうなるか、つまりどこまで上げるかという点が一つと、それから利上げがもう終わったとマーケットが思った時には、今度は逆に為替レートの方が——今はドルが非常に強いのだが——

ドル安円高に反転するリスクが潜在的にある。これは勿論バック・グラウンドに、経常赤字が既に大幅であるということが存在していると思う。

以上がアメリカなのであるが、日本では、やはり金利のボラティリティが増していると思う。イールド・カーブを見ると、短中期がベア・スティープ化している。これは武藤副総裁が挙げられた、幾つかの理由によってベア・スティープ化していると思う。しかし、長期、超長期はブル・フラット化している。ある方は、イールド・カーブがイナバウアー型になっていると言っている。真中が膨れて、後ろに反っている。これは、やや市場金利が金融政策を先取りしていると言える。最近キング総裁が、金融政策が市場金利の変化に与える影響について、マラドーナ効果という言葉で説明した講演をしている。それによれば、政策金利は実際上はあまり動かさなくても、マーケットがどんどん先を読んで反応してくれる。であるから政策金利の変更は0.25%でも実際上はマーケットが3倍か4倍動いてくれる。だからあまり動かさなくても良いのだという議論をされているのだが、しかし、あまりそれが行き過ぎると、本来我々が達成しようと思っている持続的な成長であるとか、あるいはデフレを着実に脱却するとか、そういう目標の達成がかえって私は危うくなるのだと思う。水野委員がおっしゃったように、日本の景気については、私も足許は絶好調に近いと思っているのだが、しかしあまりそれを強調することで、わざわざこのマラドーナ効果をさらに拡大し、膨らましてしまうことのもやはり十分考えなくてはならないのではないかと思う。日本の景気の方は、足許恐らく第1四半期前期比で+0.5%程度と、潜在成長率程度で動いているのではないかと思う。国内のリスクとしては、何人かの方が触れられたが——私も前からずっと言っているが——、夏頃にはIT部門の調整があり得る。幾つかの指標から、その背景を挙げるができるが、時間の関係上省略させて頂きたいと思う。

日本について、もう一点重要なことは、潜在成長率が上がっているかどうかということであるが、今日ご報告があつて、足許では+2%位というグラフが出ている。私も前回の会合で、労働生産性のトレンドの動きを見

ると、どうやら+2%位のところまできている可能性が先行きあり得るということを申し上げたのであるが、どうやらその方向で動いているのかなと思う。ただ、潜在成長率が上がっていることのインプリケーションは二つある。勿論自然利子率が上がるという意味で、緩和の度合いが高まるという効果と、同時に、GDPギャップの縮まり方、あるいはインフレギャップの高まり方というのはむしろスローダウンする。それからユニット・レーバ・コストで言うと、むしろユニット・レーバ・コストが直ぐにはプラスの方向に行かないということになる。賃金の上昇率がよほど急速に追い付かないとなかなかプラスには行かないということで、むしろ金利引き上げを急がなくてもゴルディロックス経済が持続するという可能性があるのではないか。私、また同時に注意すべきことは、潜在成長率がどうい理由で上がっているかということも実は非常に重要で、全要素生産性が上がってということであれば万々歳なのであるが、仮に資本蓄積率が5~6%上がる——クレディ・スイスが潜在成長率はもう+3%だということもおっしゃっているのだが——と、後で資本ストック調整が厳しくなってしまう、かえって景気の波を大きくしてしまうリスクもある。それから2007年度まで展望すると、景気の持続性はあると思っているが、強さはストック調整上、やはり緩やかになっていくと考えた方が合理的ではないかと思う。

#### 福井議長

一通りご意見を拝聴した。まず、世界経済全体としては、引き続き米国や中国を中心に着実な拡大を続けているというご認識であったと思う。そして、最近市況の面では、原油価格の高騰が再び見られており、それが広く国際商品市況全般の動きを伴っているというのが一つの特徴であるというご指摘があった。世界経済全体としての拡大の強さということと同時に、イランを始めとする地政学的リスクの高まりということをややはり相当反映しているのではないかというようなことであった。世界経済の中では、米国経済が特に注目され続けているが、目下のところは住宅投資の若干の

減速がみられ、その影響を吸収しながら引き続き着実に拡大している。先程の原油及び商品価格の高騰ということも念頭に置きながら、市場予想に比べると強めの国内経済指標が出続けているというようなことを踏まえ、特に前回のFOMC以降は、FRBによる利上げ観測が幾分強まっており、連れて長期金利も上昇している。このようなことではなかったかと思う。ユーロエリアにおいては、景気はなお停滞気味であるが、やはりなにかしかな景気回復のモメンタムが徐々に強まっているし、長期金利の面では国際的な連動性が強まっていて、欧州でも長期金利が上がっているということではないかと思う。

国内の方は、引き続き外需及び内需の牽引力で、バランスの取れた持続的な回復軌道にオン・ザ・トラックという感じである。当面、短期的にあまり大きなリスクはないが、IT関連、エレクトロニクス関連のミニ調整といったようなものがどの程度影響してくるかということが若干の注目事項であるところのご指摘があった。短観等で見ても、企業は、引き続き増収、増益予想。そして設備投資計画についても、新年度の投資計画は比較的強めのスタートという感じの計画を提示している状況。そして企業部門の好調さが家計部門に引き続き反映され続けていて、雇用・所得環境は引き続き改善している。3月の短観で見ると、雇用人員判断は、大企業・中小企業いずれでも不足超幅が拡大しているという状況で、これらが個人消費の基調的な増加というものをしっかり裏付けてきている、というような状況のご判断であったと思う。そして物価との関連では、いわゆるGDPギャップ、需給ギャップは、ほぼ完全に解消したと認定される状況。そしてユニット・レーバ・コストは、一方で生産性の緩やかな上昇を恐らくは伴いながらも、賃金が緩やかに上昇ということで、低下幅が縮減してきていて、物価押し下げ圧力も同時に低下している。我々としては、勿論生産性の上昇を上回る賃金によって、物価が押し上げられるということを期待するものではない訳であるが、現在のユニット・レーバ・コストの変化方向というのは、経済がよりバランスの取れたものとなる、そして物価基調がよりしっかりとしたものとなるという流れに沿って動いてい

る、こういう認識ではないかと思う。金融関係あるいは市場関係のところであるが、引き続き国内でみると緩和的な金融環境が維持されていて、今後の企業活動を支えていくうえで必要かつ十分な緩和環境が提供され続けている。そして、先般の量的緩和に終止符を打ったことに対しても、市場は概ね正しい理解を寄せており、市場全体としては、引き続き落ち着いた状況にあるということであった。ただ、仔細にみると、国内では中短期の債券市況で、ややボラティリティが高まっている。この点については、今後、我々が政策運営を進めていく中で、期待の安定化について、さらに工夫を尽くしていく必要があるということだと思し、国際的にみても、長期金利のコナンドラムの一部が、恐らくタームプレミアムのほぐれという形で解消し始めている感じである。そのこと自身は自然なことだと思いが、やはり大幅な国際的な資本移動というのを、いつ何時トリガーしかねないというリスクは孕んでいる訳であるので、そういう点では要注意事項だというようなことではなかったかと思う。なお、日本の潜在成長能力については、少しずつ上方に動いてきているのではないかということであった。今年、来年、さらにその先の日本経済のあり得るべき軌道ということ考えた場合に、潜在成長能力がどういう要因で上がってきつつあるのか、そこをできる限り正確に見る必要がある。これは、今後の望ましい経済パスをどうデッサンしていくかということに深く絡んだ問題である。この問題については、今日も幾つか議論を出して頂いたが、特に次回の展望レポートを作る時には、さらに綿密な議論を積んだうえで、今年度、来年度の見通しを固めていくべきではないかと思う。景気の成熟度というものをどの位念頭に置いて物を考えていくか、そして物価の基調をどう判断するか、この両方に深く絡んだ問題だと思っている。「拡大」という表現を今回採るかどうか、後で金融経済月報の時に議論したいと思うが、需給ギャップが完全に解消されたという情勢判断に確信が持てるのであれば、経済情勢に忠実な表現をしていくということは、むしろ我々としては正直だという気もするが、そののところはさらなる分析を経て、ということも当然あり得る訳であり、同時にマーケットに対するインパクトをどうみる

か、マーケットに対する説明能力を十分持ち得るのかどうか、そのようなところがポイントではないかと思う。さらに追加的にご意見あればどうぞ。

水野委員

追加ではないのだが、私は 2007 年度はよく分からないので、一応展望レポートはメインの見通しは若干控えめに記述して、上振れ要因で書いた方が、マーケットへのメッセージが強くならなくて良いのではないかというイメージである。少し言い方が伝わらなかったようですまない。私も 2007 年度はアメリカ景気は減速するとみているが、2006 年度は意外と落ちそうで落ちないかなという感触を持っている。

福井議長

宜しいか。

福間委員

意見がダブってはいけないので、また後の「拡大」の議論のところまで。

福井議長

それではまた後で。少し早いですが、コーヒープレイクを取らせて頂く。10 時 50 分から再開する。

(10 時 39 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

それでは会議を再開する。次は、次回決定会合までの金融政策の運営方針について、改めてお一方 5 分ずつ位ご発言をお願いしたいと思う。福間委員から願います。

## 福間委員

まず、前回体調不良から、本会合を欠席してご迷惑を掛けたが、その時決定された事項について意見を述べたいと思う。意見書も出しているのですが、基本的に何も変わる訳ではないが、「新たな金融政策運営の枠組み」については賛同する。その中で、「物価の安定」についての考え方や「中長期的な物価安定の理解」の水準についても、私自身全く異論はない。次に、量的緩和政策の解除については、実現までにやや私からみれば時間を要し過ぎたような感じもするが、私自身も意見書で申し上げたように、解除そのものは妥当な決定だったと思う。意見書の中でも申し上げたが、今後の政策運営は、漸進的、段階的、慎重に行うべきであると思う。これは予ねてから申し上げている点であるが、この背景は、市場における円のキャリートレードをベースとした種々のデリバティブのポジションが造成されており、これらの巻き戻しに十分配慮することも必要であるからである。以上が前回の会合に対しての意見というか、欠席したことに対して補完したことである。

金融・資本市場では、このところゼロ金利早期解除の思惑が台頭し、非常にボラタイルな様相を呈している。マーケットには、ポジションが大き過ぎて、年内に2~3回とかそういうことを言わざるを得ない部分もあるし、人のポジションを崩す投機的な動きもある、というのがこの形であるが、典型的には国債市場におけるボラティリティが高まる中、量的緩和政策期に積み上がった国債・デリバティブのポジションに関わる金利リスクのヘッジや、ショート・ポジション造成を急ぐ投機的な動きが目立っており、VaR管理上、売りが売りを呼ぶ動きも見られている。こうした中、4月初めには一部証券会社が取引相手に受渡しをする予定である特定銘柄について、市場で調達して受渡すことが困難となり、本行のSLF、国債補完供給が一年半振りに利用される事態も生じた。市場は、国債の新たな水準感をまだ模索している段階であり、またひとたび市場が混乱した時に利用可能なSLFなどのファシリティの利用方法についても、必ずしも習熟しているとは言えないのではないかと考えている。また、短期金融市場



の正常化も始まったばかりであり、コール市場におけるクレジットラインの設定・引き上げについての審査も年1回しか行わないとする先も多いなど、市場参加者の準備にもなお相応の時間を要すると思われる。こうした中、市場に求められるのは、ボラティリティではなくスタビリティである。これらを踏まえると、次回までの具体的な金融政策運営方針としては、現状の「無担保コールレート（オーバーナイト物）を概ねゼロ%で推移するよう促す」、との方針を維持することが適当と考える。政策目標を金利に変更したとはいえ、市場は先行きの金融政策運営を予測する手掛かりとして、従来以上に当預残高に注目している。当預残高の減額は基本的には粛々に行えば良いと考えるが、現在は金利先高観が高まりやすい市場環境にあるため、当預残高の減額ペースが市場の予想よりあまり速いと、金利がオーバーシュートするリスクがあることに注意して、金融調節や情報発信を行う必要があると思う。一方、ゼロ金利政策の変更については、極めて慎重に行うべきである。当預残高の減額は粛々と、ゼロ金利政策の変更は極めて慎重に、ということは去年の4月からずっと一貫して申し上げたが、ゼロ金利政策の変更については極めて慎重に行う必要がある。量的緩和政策が解除されてまだやっと1か月経過したところであり、市場が新たな取引水準に目が慣れて安定化するまでは、本行からの情報発信にも慎重を期す必要があると思う。仮に、市場が早期の利上げを過度に織り込むような場合には、ゼロ金利解除には相応の時間的余裕を持って忍耐強く慎重に行うことができる市場環境である旨を重ねて説明する、あるいは示す必要があると思う。欧州では、ECBが、やや政治的な背景もあるかと思うが、トリシェ総裁が、マーケットの5月の利上げの可能性について牽制発言をしている。市場が走る時には場合によってはそういうことも必要かもしれないと思う。

最後になるが、ゼロ金利解除までにはまだ相応の時間的余裕がある訳で、余裕のあるうちに解除をよりシームレスに行うための工夫について、研究しておいても良いのではないかと思う。これはFRBが1994年の利上げ、最初は0.25%だったが、後半期に至ると0.5~0.75%と引き上げ幅を拡大

し、それが金融市場、あるいは経済にマイナス・インパクトを与えたと言われているが、その経験からグリーンSPAN前FRB議長は2004年6月からの足許に至る利上げ局面では、実に15回に亘り0.25%の小幅な利上げを慎重に行った。一方、低金利国であるスイスでは、2004年6月以降0.25%の利上げを4回実施しているが、利上げは急ぐことなく、経済実勢に応じて、時として1年以上同一金利を維持するなど柔軟に運営している。台湾では、2004年10月から7回の利上げのうち6回は0.125%と小幅にとどめている。このように各国とも、超低金利からの利上げについては、色々な工夫というか、苦勞している。マーケットに任すと走り過ぎるし、とってやはり適正な金利レベルというのはファンダメンタルズに応じた、あるいは持続的成長を続けるための金利である。景気に応じて金利が上がることはやむを得ない訳であるし、長期金利を我々中央銀行としてコントロールできないということなので、やはり短期金利の運営は、非常に微妙に芸術的にやらなければならない。これら海外の事例を紹介したのは日本もこのとおりにやりましょうということの提案ではなく、他の中央銀行も我々と同じように低い金利水準から出る時の出方というのをそれなりに勉強して出てきているということで、執行部の方で一度勉強して頂けたら良いなということで少し申し上げた。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

前回政策変更後、市場の動きを見ると、全体として大きな混乱もなく、概ね想定範囲にとどまっていると思う。従って、次回までの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。以下、政策変更後の動きで気になっている点を、三点程申し述べたいと思う。第一に、物価安定の理解だが、概ね肯定的に受け入れられたと考えている。しかし、新しいフレームワークでもあり、難解であるとか、ECBやBOEとの違いが判然としない

とかの意見もあり、十分な理解を得られていないところもある。粘り強くこの新しいフレームワークの意味するところを説明していかなければならないと思う。批判あるいは誤解が多いのは、ここから引用すると、「わが国の場合、もともと、海外主要国に比べて過去数十年の平均的な物価上昇率が低い」中略、「このため、物価が安定していると家計や企業が考える物価上昇率は低くなっており」中略、「金融政策運営に当たっては、そうした点にも留意する必要がある。」という件である。私なりの説明を加えておきたいと思う。欧米の学界を中心として、経済がフォワード・ルッキングな家計、企業から成ると考えるのが主流になっている。この見方からすれば、過去の物価上昇率は、単に経済に対する様々なショックと金融政策を含めた経済政策の結果であり、それがフォワード・ルッキングな家計、企業の物価安定の見方に影響を及ぼすことはない。そこで先程述べた、物価安定についての考え方の部分は理解しがたいという反応になる。しかし、日本では全ての家計、企業がフォワード・ルッキングではなく、バックワード・ルッキングな、つまり過去の経験に強く依存して将来計画を立てている企業、家計がいる可能性が高いと思う。例えば、価格、賃金の制度的硬直性があまり見られないにも関わらず、フォワード・ルッキングとバックワード・ルッキングのハイブリッド・フィリップス・カーブを推計すると、後者、バックワード・ルッキングの計数が随分高く出るという事実がある。こうした企業、家計にとっては、過去の物価上昇率の推移は、当然彼等の考える物価安定の見方を規定するということになる。これを考慮すると、日本の過去を考えれば、失われた10年を除いても、インフレ率はドイツ、スイスに比べて明確に低いので、例えば2%を超えるインフレ率を目途にするような政策をとると、物価安定というよりはインフレ誘導と取られ、特に不動産を中心とする資産市場に望ましくない動きを惹起しかねない。蓋然性の高い可能性に対処できる実際的な政策を考える時には、この可能性を当然考えなければならないということになる。ただし、バックワード・ルッキングな部分というのは、今後、危機の経済から普通の経済への転換の中で、様々な構造変革、例えば直接金融の進展という中

で比較的早く変化するかもしれない。そこで定期的な見直しをする必要があると思っている。それを明確に考慮したのが、今回のフレームワークであると私は解釈している。第二の点は、情報発信を慎重に行う必要性である。これは先程福間委員からもあった点だが、今回の政策変更に関しては、これは括弧を付けてはつきりさせたいのだが、「現在及び将来の金融政策決定会合の判断」について決め打ちをした報道が多くなされた。そのため、外国メディアを含めて、日本の金融政策決定プロセスのインテグリティを疑う論説が出たのは非常に残念である。これはマスコミサイドの姿勢にも問題があるが、金融政策決定会合参加者の情報発信についても、自戒を込めて改めて慎重を期すことを確認する必要があると思う。特に景気判断、物価情勢判断等を個人の意見として情報発信するのと——これももう一度括弧を付けるが——、「現在及び将来の金融政策決定会合の判断」に関しての情報を伝えるというのは全く異なるレベルの問題である。特にそれによって無用なノイズを市場に与え、さらに将来の政策に特定の見込みを与えてしまうようなことがあると大変なことになる。第三の点は、直近の金利体系の動きである。ユーロ円金利先物を見ると、仮定の置き方にもよるが、一時年度内に 25bp、3 回もの利上げ織り込みを窺うような急な動きが見られ、違和感を覚える局面もあった。既に指摘したように、経済・物価情勢は前回展望レポートで、これも引用だが、「経済がバランスのとれた持続的な成長過程をたどる中におい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、全体として、余裕をもって対応を進められる可能性が高い」とした見通しをほぼ辿っている。そうした判断のもとに、前回は、これも引用だが「経済がバランスのとれた持続的な成長過程をたどる中において、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、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が当面維持される可能性が高い」とされた。とするならば、一時の前傾化——若干行き過ぎとも思えるような金先の動き——は大変気になるところである。特に海外からの深読みとでも言えるような動きの影響が示唆されているようだが、そうであるならば、物価安定の理解により、透明性を

高め無用なリスクをできるだけ軽減しようとする努力と相容れないように思われる。市場とのより一層の対話が必要であると考えます。

福井議長

次は中原委員からお願いします。

中原委員

量的緩和の解除については、私は3月に行うことについて反対の立場を取らせて頂いた訳だが、結果としては、期末にもかかわらず解除後の市場は概ね安定していたと言えよう。解除の趣旨、理由、3条件の充足に関する判断等に対する市場の理解は得られたものと思う。調節方針としては、現状維持が妥当である。解除後の金融為替資本市場は、先程も申し上げたように比較的安定しているとは言え、債券市場はやや不安定化しているような感じがしている。ベア・センチメントが強く悪材料に反応しやすい状況が続いており、一定のレベル感が出てくるにはもう少し時間が掛かりそうである。いずれにせよ、当座預金残高が所要の水準まで縮小した後、どのようなペースでどの位の水準まで金利が上昇するのかについて、市場はコンセンサスを模索している段階であろうかと思う。現状の市場環境を見ると、今後もメディア等から記者会見等の場で金利動向に関する質問がストレートに出てくることは避けられないと思う。例えば、市場金利の上昇は、日銀の利上げを催促しているのではないかといったものが想定される。ノーコメントといった対応も考えられるが、これまでの市場との対話が重要であると言ってきたことを考えると、これもなかなか難しいのではないかと思う。現状、ユーロ円金利先物レートは年度内3回の利上げを織り込みつつあるように思うが、私は、これはやや過剰な織り込みではないかと思う。市場では、解除の際の声明文で述べた二つの道標、当座預金の縮小に数か月を要し、その間はゼロ近傍での金利が続くということと、所要の準備まで縮小した後も物価が抑制された状況が続くのであれば、金利は極めて低い水準による緩和的な金融環境が維持されるであろうということ、

の二つの道標の考え方を踏まえると、先程申し上げた年度内3回の利上げの織り込みはやや行き過ぎであり、今後の市場との対話によって、場合によっては修正する、あるいはそもそも対話の姿勢を極めて慎重なものとする必要があるのではないかと思う。特に、もし今回の月報で先行き判断を「拡大」に上方修正するとすれば、私はこれには反対だが、さらに行き過ぎ感を煽る可能性が高いとみている。こうした金利動向は、物価がなお上昇しにくい状況にある現時点においては、我々として望ましいとは考えられないのではないかと思う。先行きの金融政策のパスについて、中央銀行がコメントを発した場合には、どうしても市場に大きな影響を及ぼすことは避けられない。今後の市場との対話に際しては、道標の示唆するところと齟齬がないように、十分に慎重な物言いをすべきであろうと考えている。なお、こうした市場との対話に関しては、次回会合で議論する展望レポートの説明や表現においても、十分に配慮することが必要であろうと思う。最後に、中長期的な物価安定の理解についてだが、これもいまだに市場の理解は必ずしも十分とはいえないようである。私の認識としては、物価数値の表現は、透明性と機動性のバランスを取りつつ、審議委員間の意見の食い違いを調整するための一つの選択だったと理解しているが、政策との関連を強く否定するあまり、数値公表の意義が十分に市場に伝わっていないくらいがあるように思う。また、市場ではいまだに量的緩和の3条件のうちの第1条件の如く実績値に関するバックワード・ルッキングなものとして理解している向きも多いようである。いずれにせよ、折角の数値公表の意義が十分に発揮されるよう、今後も丁寧なバランスを取った対外説明が必要であろうと思う。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

前回の金融政策決定会合において、量的緩和政策の解除を議決したが、

期末を含めその後の市場動向をみると、極く短期の市場は総じて安定的だったと評価できる。その背景には、当座預金残高をほとんど減らさなかったこと、オペの打ち方やその落札結果も市場に安心感を与えたことなどがあったと思う。金融調節の結果、当座預金残高は無担保コールレート・オーバーナイト物 0.001%~0.004%程度のもとで、20兆円台半ばまで減少した。今後も月末までに引き続き概ねゼロ金利のもとで、昨日言及のあった 20兆円程度に当座預金残高を落とすことができると思うので、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。短期金融市場の状況をみながら、無理をせず残高を落としていって頂きたいと思う。

量的緩和政策の解除直後、株価が上昇し、為替レートも円安になったこともあって、解除をしたこと自体については、今のところ、内外のマスコミ・市場や政府などから一定の評価が得られたと思っている。そして現在の市場の関心は、いつゼロ金利が解除されるか、あるいは年度内に何回利上げが行われるかといったところに集まっている。しかし、現在は漸く当座預金残高が減少し始めたところであって、今の私の関心は短期金融市場の機能回復にあり、現時点では利上げの時期やスピードについて議論するのは時期尚早だと思っている。市場では、当座預金残高の削減のペースと利上げ時期を結び付けた議論も行われている。しかし、利上げをするかどうかは、物価・実体経済情勢に依存して決まるので、思ったよりも短期金融市場の機能が早く回復したり、当座預金残高を想定よりも早く減額できたからといって、利上げの時期が早まるということではない。日銀は、無理に解除を前倒ししたから利上げも早いという意見も見受けられるが、この点も合点がいかない。昨年9月以来、展望レポートも含めて一貫して年度内に解除があり得ると述べてきたし、私にとっては想定通りの解除であった。それにもかかわらず、市場やマスコミは3月の解除の可能性は全く念頭に置かず、解除は4月以降であると思いついていたように思う。市場やマスコミは、その理由として政治や政府と日本銀行との関係や年度末要因を取り上げていたが、もっと他の理由があるかもしれない。利上げは、

実体経済や物価動向に依存して決まると我々が幾ら情報発信しても、今後市場やマスコミがその他の要因を考慮に入れて時期を想定するというのであれば、市場との対話は上手くいかない。今後の政策変更の情報発信の際にも参考になると思われるので、なぜ市場は年度内の解除を完全と言って良い程までに排除してしまったのか、この間の事情を解明しておく必要があると思っている。

以下、今後の情報発信について気を付けるべきポイントを二点述べておきたいと思う。まず一つは、新たな金融政策運営の枠組みについて、理解がまだ十分になされていない状況を踏まえ、新たな枠組みが理解されるまで、枠組みの説明はワンボイスで行うということである。勿論、発言者を一人に限る必要はないし、その評価については完全に一致する必要はない。しかし、そのコアの部分の説明について、同じ言葉で同じ説明を心掛けることが必要だと思う。二つ目は、新たな枠組みが理解された後の情報発信のあり方である。市場は景気や物価の動向よりも、金利のパスがどうなるかというストレートな答えを知りたがっている。これはゼロ金利を長く続けたことに伴い、金利を通じた対話ができなかったことや、時間軸を設定したことにより、市場が自らの力で金利のパスを予想する力が落ちてしまったということかもしれない。これに対して、要求通り金利のパスを提示することが良いとは思わないし、そもそもボーディングで決定される政策であるにもかかわらず、あたかもストーリーが決まっているように情報発信を行うのは自己否定に繋がる。また、その結果として、政策は自作自演となり、金利を通じた対話ができず、本当に適切な政策を行うことができなくなる惧れがあると思う。この点に絡む話として、中立金利への言及について申し上げておきたいと思う。中立金利と一言で言っても、長期と短期を区別する必要がある。また、長期の中立実質金利については、長期の潜在成長率にほぼ等しいとされるのが通常だが、潜在成長率は構造改革の進展等によって変化すること、また、真の値が分かったとしてもそこへ到達するまで、どれだけ期間が掛かるかについて、勝手に解釈されかねないことなどから、中立金利までの利上げのパスを聞きたくて仕方がない市



場に、具体的な数字を示すことは、現時点では誤解を生じさせる可能性が高く、危険だと思っている。今後、私共が行うべきことは、金融政策の新たな枠組みに従って、各々のボードメンバーが、自らの景気や物価の先行きについての見方やリスクについての考え方を提示することだと思う。それがポーティングで決まる政策のパスに対する市場の予想をしやすくし、ひいてはそれを映じた金利を通じた対話が成立するようになるのではないかと考えている。なお、私共の操作目標である、オーバーナイト物の金利はまだメッセージを発信するような状況には至っていない。従って、当座預金残高が減少し、オーバーナイト物金利との対話が成立するようになるまでは、先を急がず、じっくりと新たな枠組みを市場等と共有できるような情報発信を心掛けるべきではないだろうか。利上げの話に前のめりになっている市場やマスコミに落ち着いてもらうためにも、私としても心に余裕を持って情報発信を行うことを心掛けたいと思っている。以上である。

福井議長

水野委員からお願いします。

水野委員

当面の金融市場調節方針については、現状維持で良いと思う。市場参加者が、「新たな金融政策運営の枠組みの導入について」に盛り込んだ内容を消化するにはもう少し時間が掛かりそうである。今後の金融政策運営について透明性を高めるために、以下の点について丁寧に情報発信していくことが重要かと思っている。第一に、量的緩和解除後も市場参加者は、消費者物価指数の前年同月比上昇率に強い関心を持っているように思う。今後の金融政策運営は、英語で言うと、Data Dependence、データ次第であるということ。これは実は総合判断で解除をしたが、市場参加者は極めてCPI Dependenceな状況から変化していないということである。であるから、コアCPIインフレ率だけでなく、あらゆる経済・物価指標を注視して、総合判断で今後も政策をやっていくのだということを根気強く説明

していく必要があるのではないかという感じがする。量的緩和政策の枠組みは、CPIにコミットしたということで、ある意味で我々もCPI Dependenceな枠組みを作ったという責任もあると思う。しかし、「新たな金融政策運営の枠組みの導入について」という公表文で、「2つの柱に基づく経済・物価情勢の点検」の第一の柱については、「物価安定のもとでの持続的な成長の経路をたどっているかという観点から点検する」と説明している。CPIは典型的な遅行指標であるし、フォワード・ルッキングな金融政策運営を目指す姿勢を示す意味でも適切ではないかと思って見ている。また、「物価の安定についての考え方」に盛り込んだ「消費者物価前年比上昇率で表現すると、0~2%程度」については、我々ボードメンバーの数字に対する考え方は区々で、それぞれ多少異なる訳である。また、目先の金融政策運営の予測可能性を高めるために数字を出した訳ではない。なぜ、0~2%程度という数字が、中長期的にみて物価の安定を意味する数字であるかについて詳しい説明を求められると難しいところだと思う。しかし、市場参加者が、政策金利がいつゼロからプラスに上げられるのか関心を持つことは、ある意味で仕方がないと思う。そのため、当面は講演等の機会を皆さんが利用されて、経済・物価の先行きを予想する際、どのような経済指標に注目しているかについて、それぞれボードメンバーの注目点は違うかと思うが、言及していくことが市場との有効な対話手法だと思っている。個人的には、景気回復の持続性をみるうえでは、雇用・所得環境、物価のトレンドを見極めるうえでは、賃金動向を注目しているなど、労働市場関連の統計に注目していることを発言していきたいなど思っている。「資産価格の過度な上昇が発生しないか注視していく必要があるため、株価上昇に伴う資産効果を楽しむ個人消費の上振れの可能性に注目している」というメッセージも良いのではないかと思う。

第二に、日本銀行は3月まで量的緩和政策の枠組みを採用することによって、金融政策がビハインド・ザ・カーブになるリスクを取ってきた。また、GDPギャップが足許概ねゼロ近傍まで改善してきている中、政策金利がゼロである現在、実質金利で見ればマイナスになる。デフレ期待が

後退する中、さらにビハインド・ザ・カーブの度合いが強まる可能性が高いと判断される。金融政策は、過度に緩和的であるという認識を市場参加者と共有できるような工夫も必要ではないかなと思う。

第三に、足許で原油、金、銅などの国際商品市況は、再び騰勢を強めてきている。世界経済の上振れに伴い、素原材料の需要が高まってきたためだと思っている。量的緩和解除後も、円相場は対ドル、対ユーロでむしろ弱含み、円の実質為替レートは、これはプラザ合意以降、1985年の前の水準まで低下している。今後、所定内賃金が下げ止まりから緩やかな上昇をみせる中、川上段階の物価上昇圧力が最終消費財に転嫁される可能性がいずれは高まってくる、あるいは市場予想よりも早い段階で、潜在的にインフレ懸念が高まってくる可能性もないことはない、という説明をしていく必要があるのではないかなと思う。量的緩和政策を解除した後のマーケットについてであるが、債券市場では、政策金利がゼロからプラスとなる時期が前倒しされるのではないかなという観測や中長期的にみた中立金利の議論に関する過剰反応、金融引締め継続を示唆する——私はそう思っていないが——、3月28日のFOMC声明文、17,000円台を達成して期末を迎えた日経平均株価を受けて、国債イールド・カーブは、まずベア・フラット化が進行した。その後、現在は調整されてきているが、2年債利回りは一時0.7%まで上昇したし、大手銀行中心に相当中短期の国債のポジションを圧縮したと聞いている。銀行勢は、日本銀行が極めて低い短期金利を経て、極めて緩慢的なテンポで金融引締めが行われることを期待している。しかし、債券相場参加者の立場からみると、実は過去2年の米国の例にもあるように、漸進アプローチによる政策金利の微調整は、私はそれで良いと思っているが、国債イールド・カーブをベア・フラット化させているし、銀行勢はキャリー益を享受できないため、国債保有残高を増やそうというインセンティブが高まってくることは、なかなかないと思う。量的緩和政策の解除によって時間軸がなくなってきたという情報発信を我々はしてきた訳であるから、債券市場参加者が長期金利の水準感、国債イールド・カーブの形状を予想するうえで悩んでいる。経済情勢及び金融政策の見通

しという点では、今回は若干過熱感も見られるものの、株式市場が的確に判断する一方、債券市場は政治的圧力が金融政策に与える影響を過大評価した結果、やや後手に回ったと私は思っている。足許で債券相場が大きな調整を受けているが、やや突き放した言い方をすれば、金利機能が復活してきた証拠かなと思う。先程どなたかから言及があったが、日本国民の物価の見方は、バックワード・ルッキングであり、特に政治家の先生方のデフレ心理が後退するには時間を要すると思う。しかし、2006年の世界経済見通しは上振れの可能性が高まってきている。IMFは近い将来、2006年の成長率見通しを、昨年9月時点の+4.3%から+4.8%へと上方修正される予定だそうである。我が国は、経済・物価の両面で大幅に改善しており、金融政策はビハインド・ザ・カーブに陥っている可能性が高く、最近の株価や都心部の地価上昇は、将来のインフレ圧力の高まりを示唆する情報変数であることには留意が必要だと思う。慎重な政策運営をすることが私は必要だと思うが、ゼロ金利状況が長期間に亘って継続するという期待感が出過ぎないようにする、また足許の長期金利の動きに対して我々が過剰反応するという形で、ゼロ金利が長期化するというメッセージを過度に出さないようにすることも必要ではないかなと思う。短期金融市場は、大きな混乱もなく将来の利上げを織り込む展開になってきている。足許の債券市場は、ヘッジファンドがポジションをフラット化して益出ししているが、邦銀勢が国債を売却していることや、アメリカでインフレ懸念から米国債のイールド・カーブがベア・スティープしていることに加えて、我が国の株式相場が、アメリカの株式相場と乖離しながら上昇し続けていることから、日本の債券相場は調整局面が続きそうである。景気の上振れを示唆する経済指標が続いた場合は、金利先高観を放置するよりも、市中金利に追随するリアクティブな早めの利上げに動いた方がむしろ安定する可能性もあるので、政策運営については色々な選択肢を残した方が良いのではないかなと思う。中立金利について私自身大津（滋賀）で講演した時に言及して、皆さんも多分そこを言われているかもしれないが、私自身は総裁が国会で何回か中立金利について言及されていて、3月10日の衆議院の財務

金融委員会の議事録を見て、越智議員からの質問に対する答弁でいずれ中立的な金利水準に徐々に戻すということが、これから日本の経済の活力を真に引き出す道に繋がるというように考えている、というところがあったので言及した。私が講演で具体的な数字を出したことは問題かもしれないが、これは市場参加者で潜在成長率の見方がかなり強気になってきて、人によって+3%近いという見方が出てきているので、それ程高い訳ではないという意味で言ったつもりである。ただ、何人かの委員の方が言われたように、今非常に皆がセンシティブな局面になってきている。私は、中長期的な観点から述べたつもりであり、今回の景気拡大局面で敢えてその水準まで行く必要はないと思ってみているが、メディアがヘッドラインとして使いやすいような情報は、これから気を付けて発信していきたいと思っている。以上である。

福井議長

春委員から願います。

春委員

申し上げる。前回会合で決定した金融政策の新しい枠組みについては、必ずしも十分な理解が得られていない面はあるが、特に市場に混乱を生じさせることもなく、概ね肯定的に受け入れられたのではないかと考えている。次回会合までの政策運営方針は現状維持として、引き続きゼロ金利のもとで持続的で息の長い景気回復のプロセスをサポートしていくことが適当と考える。

当座預金残高は、3月中は概ね30兆円の水準を維持してきたが、4月以降は所要準備の水準に向けての削減を徐々に進めていく段階になった。アンケート結果などを見ると、市場では一部に4月末までに20兆円、5月末までに10兆円との予測もみられているようである。金融市場局では、前回会合直後を含め、随時資金供給オペを実施したほか、金融市場レポート追録を作成、公表し、枠組み変更後の市場における課題や対応を示すな

ど適切な措置を取っているように思う。コール市場も徐々に機能回復に向けた動きを示しているようであるが、今後も引き続き市場に混乱を来たさないよう、慎重な調節運営をお願いしたいと思う。

また、補完貸付の利用日数の臨時措置を継続するとともに、長国の買入れについても同じ金額頻度で実施するようにしたが、枠組み変更に伴う市場への影響を最小限にとどめる措置として有効、適切であったと思う。

中長期的な物価安定の理解については、それが政策を縛るものではないということは、それなりに市場関係者やマスコミに理解されているように思うが、一部には、なお、足許の消費者物価指数に応じて機械的に政策運営をすとか、一定期間に目標を達成する目標値であるといった誤解もみられている。またその関連で、中長期的な物価安定の理解として示した数値について、先行きの金融政策とどのような関係があるのか分かりにくいという指摘もある。理解の浸透にある程度の時間が掛かるのはやむを得ないと思うが、今後も今月末に公表する展望レポートなどの情報発信を通じて、市場参加者による予見可能性を可能な限り高めていくとともに、透明性と機動性を両立させる新たな金融政策の枠組みであることを、自信を持って粘り強く説明していくことが重要と思う。

現在のマスコミ等の関心は、ゼロ金利の解除の時期に集中している。企業に対する調査では、年内解除容認派が僅かに上回っているというような報道もあったが、市場では7~9月、あるいは10~12月とする予想が支配的となっているようである。本行としては、当面予断を持たずに慎重に検討を進めるという情報発信を続けることが適当と思う。

こうした状況における検討課題については、これまでも触れられたことと重複するが、私なりに三点程コメントしたいと思う。一つは、次回会合で決定する4月末の展望レポートにおいて、枠組み変更の最初の二本柱による点検に基づく情報発信を行う訳であるが、物価安定の理解を含む新たな金融政策運営の枠組みについての理解を深めるとともに、市場参加者の予測可能性を高める観点から、どのような形でレポートの充実を図っていくか検討を深めることが重要と思う。二点目は、一点目とも関連するが、

これまでは、比較的足許数か月の範囲の物価の動きを念頭に置いた情報発信が多かったように思うが、今後は中長期的な物価動向の見通しを踏まえた情報発信の重要性が増すことになるので、その内容等について検討をしていきたいと思っている。三点目は、当面ゼロ金利を継続した後の金利政策や情報発信のあり方について、色々な方が触れられているが、諸外国の例も参考に、予め内部的な検討を深めていくことが重要であると考えます。私からは以上である。

福井議長

武藤副総裁から願います。

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、無担保コールレートを概ねゼロ%で推移するよう促すという現在の調節方針を維持するということが良いと思う。先程も申し上げたとおり、量的緩和政策解除については、期末の市場動向などからみても、概ね円滑に市場に受入れられたように思う。新しい金融政策運営の枠組みで示した考え方も、次第に浸透しつつあるように思われるが、世の中のさまざまな意見や批判を伺ってみると、さらに丁寧に説明すべきと思うことが幾つかある。そこで、以下情報発信という観点から、重要と思われる点を三点挙げておきたいと思う。いずれも既に委員が何人かご指摘したことと基本的には同じであるが、私なりに三点に整理したいと思う。

まず第一点は、中長期的な物価安定の理解で示した 0~+2%という物価上昇率を、先行きの政策変更のタイミングと直接結び付けて理解する向きが依然としてある、ということである。この点については、中長期的な物価安定の理解は、あくまで各政策委員が金融政策運営の判断に当たって、現時点において物価が安定していると理解する物価上昇率を示したものであり、インフレーション・ターゲティングのように、物価安定の数値的な目標を定めて、ある期間内に達成することを目指す枠組みではないとい

うこと。さらに新しい政策運営の枠組みが、「物価安定についての明確化」、「2つの柱に基づく経済・物価情勢の点検」、「当面の金融政策運営の考え方の整理」という三つの要素からなっているという枠組み全体を理解して頂くことが重要である、ということを手際よく説明していくことが必要ではないかと思う。

第二に、量的緩和政策時における消費者物価指数に基づく約束に比べて、今回の枠組みは明確さに欠けるという批判もあるようである。先行きの政策運営を消費者物価指数という特定の経済指標に直接結び付ける形での約束は、日本経済がデフレ・スパイラルの淵にあった時期に、金利の低下余地がない中で、金融緩和効果を引き出すために取った異例の措置である。金融政策は、本来長い目で見た物価安定のもとでの持続的成長の実現という観点から、機動的に行うべき性格のものである。中央銀行と市場との対話も、これまでの約束のような一方通行のものから、ダイナミックな相互関係に変わっていかねばならないと思われる。すなわち、まず第一に、日本銀行が金融政策運営に対する基本的な考え方を示す一方で、第二に、市場参加者がこうした日本銀行の考え方を踏まえたうえで、自らの経済物価情勢判断に基づいて金融政策の先行きを予測し、第三に、日本銀行はそういった市場参加者の判断を反映する市場動向から、重要な情報を虚心坦懐に汲み取って行くという関係が基本になっていく、ということを手際よく説明していくことが大切ではないか。

第三に、市場はどうしても日本銀行の次のアクション、すなわち、いつゼロ金利から脱却するのかということに関心が集中しているという問題がある。言うまでもなく、金融政策の運営は経済物価情勢を丹念に点検しながら、経済物価情勢に応じて機動的に行うべきものであり、予めシナリオがあるというものではない。先行きの政策運営については、現段階では先月の公表文で示したとおり、「経済がバランスのとれた持続的な成長過程をたどる中であって、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、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が当面維持される可能性が高い」ということに尽きる訳であり、この点をしっ



かり説明していくことが必要であると思う。

以上、この新しい枠組みに関する情報発信という観点からの課題を申し上げたが、市場や世の中の理解を深めていくという点では、この枠組みというのは一つの概念の整理であるので、今後具体的な経済に当てはめて、その枠組みをどのように運用していくかということが鍵になるのだろうと思う。そこで、当面は次回の展望レポートにおいて、どのように二つの柱に基づく経済物価情勢の点検を行うのか、どのように先行きの金融政策の運営の考え方を記述していくのかということが重要なことであり、この点を十分議論していく必要があると考える。以上である。

福井議長

最後になったが、岩田副総裁願います。

岩田副総裁

それでは私も今度の新しい政策のフレームワークについて、コメントを幾つか申し上げたいと思う。一点目は、私はヨーロッパに一週間程行って、大陸ヨーロッパとイギリスの方とお話する機会があった。そこでの受取り方は、フランクフルトでは、どちらかと言うと「柔らかな数値表現、物価安定についての数値表現をされたのだな」という受取り方が一般的だったように思う。それから、元連邦準備理事のマイヤー氏がおっしゃっていることは、連邦準備は1996年7月にFOMCでこの物価安定の議論を散々やった。イエレン氏とグリーンズパン前議長が相当激しく議論して、グリーンズパン前議長が「今日のコンセンサスは+2%だね」と、「だが外には言わないようにしよう」とおっしゃって終わった。あの会議をちょうど公表したのと同じではないか、ということをお書きになっていて、私もそれに近いかなと思う。よく新聞等でフレームワークを出す時に、連邦準備型かECB型か、バンク・オブ・イングランド型かと言っているが、私は連邦準備についての考え方は少し間違っていると思う。つまり、実はマーケット参加者は、+2%位を念頭に置いてグリーンズパン前議長がやって

いる、あるいは今もバーナンキ議長はずっと望ましい物価上昇率は+1%~+2%ということを行っているので、そういうことを念頭に置きながら金融政策をやっているということを、皆知っている。そのうえで、言葉で「コンシダラブル・ピリオド」とか、そういうことを付け加えることによって、期待が安定化し、上手くデフレのリスクを逃れられたというのが私の理解である。そこのところの理解がどうもあまりなくて、数字は一切なくても言葉だけでいけるのだろうというように報道されている向きが多かった。それで3月の公表文に数字が入ったのでびっくりしたというジャーナリストの方が多いのだが、そこは少し元々の理解が少しおかしいと思う。私は今回の発表はどちらかと言えば、私はマイヤー氏の言っているようなことに近いと思うのだが、言葉による説明がこれでいらなくなったということではなくて、やはりこれは言葉が必要なのだと思う。今度のフレームワークである二つの柱によって中長期の物価の安定のある種のアンカーを置いたと思っているが、さらにそれはその時々で言葉で補っていかないと正しく伝わらない。そこは重要なポイントではないかと思う。先程、マラドーナ効果と申し上げたのだが、これはもしかしたらご存知ない方もおいでになるかもしれないので、若干説明を加えると、今度ワールドカップがあるが、1986年のメキシコシティのワールドカップでマラドーナ選手——アルゼンチンの人だそうだが——が二度物凄いゴールを決めて、一回目はそれこそ芸術的に走り回ってゴールを決めた。二度目は皆、マラドーナ・シフトをして一所懸命構えて、後で調べたら奇跡の60ヤードを直進したと。自分自身が一番最短の距離を直進し、周りが皆動いた。つまりそれをマラドーナ効果と言っている。もしかするとコミュニケーションが物凄く上手くて、非常に上手なアートで金融政策を巧みに操れる中央銀行だというクレディビリティが十分確立されれば、言葉でこちらの方角というだけで実は何も変えないでも良いところまで行ってしまいうということもあり得ると思う。だが、日本の現状は勿論そういうことにはなっていないので、アートの部分とマラドーナ効果とをどうやって上手く組み合わせるって運営していくかということが、我々に課せられている課題で

はないかと思っている。

それから二点目は、私は今度のフレームワークは透明性と柔軟性ということを非常に強く言ったと思うのだが、これには二通り意味があると思っている。一つは、物価の安定の理解そのものを、つまり0%~+2%とか、中央値が+1%であるとかいうことを決めるプロセス自体を透明にしている。インフレ目標を採用している国の多くでは、どういうことで物価の安定という数字が出てきたのかが分からない。政府が決めたのか、何か相談したのか、そのプロセスは別に明らかにしていない。日本銀行はそここのところも手の内を見せていて、これ程正直で透明なフレームワークはない。であるから物価の安定の理解そのものは非常に透明である。しかも、それは経済構造等が変化すれば柔軟に変わり得るということも言うてあるので、これは柔軟性と透明性を実は両立させているコンセプトだと私は理解する。それからもう一つ重要な点は、中長期の物価の安定についてのアンカーが置けるとすれば、短期にはむしろ柔軟に政策運営できるということが、実はもう一つ重要な点である。そして現実には多くの国では、予想インフレ率についてのターゲティングをやっているので、実は内実は日本銀行の新たな枠組みとそんなに変わらない。今回の日本銀行の場合には、その達成期限も言っていない訳であるから、実はそれよりももう少し柔軟であるということになる。だが、経済学の文献を見ると、最適な金融政策運営という観点からは、これは前にも申し上げたが、インフレーション・ターゲティングというのはセカンド・ベストであり、決して最適ではない。ロバストかもしれないが最適ではない。最適なのはむしろ、期限を付けない枠組みである。リアルタイムで最適にしていくことが良いことなのである。そういうことで、達成期限を付けないことのメリット、デメリットがあって、私は柔軟性というメリットを備えていると思う。それに関連して、これまで量的緩和の時に三つの条件という非常に強いアンカーで縛っていた。それで量的緩和を解除する時には第2条件が重要だということを私は申し上げてきた。つまり、将来デフレに戻らない、フォワード・ルッキングな枠組みが一番重要である。私は今回のような形で中長期の物価安定に

ついでに考え方が出せない場合は、コミットメントにより縛り付けることによってでしか物価安定のアンカーが置けないと考えていた。また、今の日本銀行法、特に第四条を非常に強く読むと日本銀行は物価安定目標を自分自身では出せないのではないかという方さえおいでになって、そういう中で考えていった場合、金利操作上のコミットメントの形でしか物価安定のアンカーを表現できないかなと思って、一時、先行き1%位が見えるまではゼロ金利で頑張ったらどうかということをし上げたことがある。だが、今回は中長期について物価安定のアンカーができたので、今度は逆に短期的なコミットメントに縛られる必要はない。どうやったらその中長期のアンカーに最もスムーズに行けるかという、そのベスト・タイミングを選んで金利調整をやっていけば良いと、こういうことになったのである。ところが、マーケットのアナリストが色々な観測をして「おお、これでボードメンバーからハト派がいなくなった」、「岩田副総裁は+1%をやめて、もう直ぐに金利を引き上げろと言っている」と言う方もいる。私は全く中立に申し上げているつもりなので、どうしてそういう誤解になるのか分からない。逆のケースもあって、例えば今度の展望レポートで、2007年度は、まだ分からないが、新聞ではCPIの上昇率が+0.8%とか+0.9%とかいう観測が出ていて、そうすると2008年の第1四半期には+1%に行くというスペキュレーションも起こる訳である。であるから展望レポートで+0.8%とか+0.9%が出た途端、「ああ、もう+1%が見えた。では、もう利上げだ」とかえって煽ってしまう。私はむしろ、そちらを恐れているので、中長期の理解と政策を機械的にリンクさせるのは間違いであると考えている。だが、方向性としては、物価安定の理解ということを中心に念頭に置きながらやるということには全く変わりがない。急にハト派がタカ派になる訳ではなくて、私の心の中では一貫性があるのだが、なかなかコミュニケーションが難しいところがあるかなと思う。

それから三番目は、やはり物価安定の理解をこういう形で出したことは、先程中原委員もおっしゃったが、凄く重要なことである。私はコモン・ナレッジと呼んでいるのだが、今回ノーベル賞をもらったゲーム理論のシェ

リング氏とオーマン氏が、両方ともこのコモン・ナレッジについて凄く良い本と論文を書いているが、お互いに知っているだけではなくて、全員がそれぞれどうしているかということも知っているということが、実はコーディネーション、あるいは合意形成を促進する効果があると思う。コンセンシュアル・ナレッジに転化すると。コモン・ナレッジがコンセンシュアル、合意形成が可能なナレッジに変わっていきける。そうなると、私はもっと物価安定のアンカーとしての役割が強化されていくと思う。ということで私は今回の枠組みは、先行き色々と展開が期待できる非常に良いフレームワークだったのではないかと考えている。

#### 福井議長

当面の政策運営について、各委員のご意見を表明して頂いた。差し当たり次回政策決定会合までの金融市場の調節方針は、オーバーナイト物の無担保コールレートを概ねゼロ%で推移するよう促す、これを維持するというご異論はなかったように思う。引き続き市場から流動性を吸収する過程にある訳だが、金融市場局において、市場の状況を勘案しながら、慎重かつ適切にやって頂いているということで市場の混乱なく今日まで推移している。何人かの委員がおっしゃったとおり、この先も市場の状況をよく勘案しながら、適切な吸収プロセスを全うして頂きたい、このような感じである。今日までの状況を見ていると、当初の想定通り、数か月程度を目途に当座預金残高の減少が実現する可能性が、今日までのプロセスを見ている限り高まってきているのではないか。こういうように感じられる。なお、今後のコミュニケーションと言うか、情報発信について、色々な角度からのご発言があった。かなり長い期間続いた量的緩和の枠組みのもとでの情報発信、ないしはコミュニケーションのあり方と違って、金利レジームのもとにおけるコミュニケーションについては、市場も5年間のうちにそのノウハウをかなり失っているところがあると思うが、実はボードメンバーの我々もよく自戒しなくてはならないのではないかと。我々が市場のことを言っているうちに、自分達自身も、もしかしたら一番大事な点

を見失っているかもしれない。そこが出発点になると思う。言葉と言葉でコミュニケーションするというよりは、やはり市場金利を介してダイナミックなコミュニケーションが行われるように変わる。ここが一番のポイントな訳である。従って、今後の経済・物価に関する情勢判断について、我々が確信を持てるところを市場にきちんと提供していく。市場は自らの判断と擦り合わせて、市場金利が自動的に動く。我々もその市場金利の動きを見ながら政策判断に結び付くものの考え方を形成していく、こういうダイナミックなプロセスに変わっていく訳なのだが、そういう中では、やはり金利の経路そのものについて、我々が直接あたかも触れたかの如き発言をすることが適当かどうかということについて、やはり慎重に考えていかななくてはならないところがあるのではないか。それから中長期的な物価安定の理解を含め、我々が前回打ち出した新たな金融政策運営の枠組みについて、相当説明努力をしてきているが、勿論、今日までの短期間のうちに、内外ともに 100%この理解が進んでいるということではないと思う。今後ともできる限り枠組みの趣旨、中身についてはワンボイスで、つまり同じ説明振りで浸透させていく必要がある訳だが、私自身が考えていることは、説明に加えてこれからの我々の政策運営の中でこの枠組みをきちんと活かしていき、それを内外の市場参加者、あるいは経済主体全般に実感として分かっていくということが一番大事ではないかと思う。今日はノーチェンジでも、政策措置の発表を出発点に、とりわけ今月末の展望レポートの作り方や打出し方を軸にしたコミュニケーションを通じ、市場金利を上手く形成させていきながら、我々の政策判断を最終的にスムーズなものに持っていけるようにする、このダイナミックな仕組みを築き上げていかななくてはならないということだと思う。市場は非常にショートサイトで、ゼロ金利脱却はいつかという点に異様なまでに強い関心を持っているが、こここのところも今私が申し上げたように、我々自身が提示した枠組みに沿ってきちんと政策を運営していくことを通じて、良い方向に向って行き得るのではないかという気がしている。水野委員がおっしゃったとおり、いつまでもゼロ金利が続くのだというパーセプションが固まるのも危

険だし、一方で、無用の憶測を呼ぶような刺激を与えるということもまた  
適当でない。この辺のバランスを如何に上手く取っていくかということだ  
と思う。きっと我々は、上手くやっていけると思うので、各委員も一つ、  
金利レジーム体制でのコミュニケーションの腕を磨いて頂きたい。私自身、  
記者会見が今日直ぐにあるが、できる限り上手にやりたいと思う。それか  
ら、中長期的な物価安定についての理解は、外国の人に言う時には  
“understanding”という言葉一本槍で私は説明しているが、これにつ  
いてはあまり「目安」であるとか、色々な他の言葉を使わずに、今後もず  
っと「理解」は「理解」であり、英語で言えば“understanding”、これを通  
していき、さらに長期的に我々の政策運営が適切であれば、必ず正しく浸  
透していくのではないかと。岩田副総裁はコモン・ナレッジとおっしゃった。  
非常に良い言い方だなと思ったのだが、ボードメンバーだけがコモン・ナ  
レッジとして持つというのではなくて、上手く浸透すればやはり経済主体  
皆がこのナレッジを共有してくれる。これが今回打ち出した措置の本当に  
一番大事な生命線であるから、コモン・ナレッジが真のコモン・ナレッジ  
になるように、これは努力していかなくてはならないと、岩田副総裁のお  
話を聞いていて感じた。他にご意見はないか。

#### 水野委員

議長がまさに今おっしゃったことはそのとおりだと思う。私は入ってか  
らずっと考えていた中央銀行的なものの考え方というのをこのところ学  
ばせて頂いていて、元同業者に対して、総裁がおっしゃったようなことを  
説明するが、彼等はCPIしか見ていない。もう何か頭が固くなってし  
まっているのである。であるから、もう少し頭を柔軟にしろと言ってもな  
かなかできないというところがある。「それは誰が悪いのだ」と言うと「日  
銀が悪いのだ」という人もいる。やはり時間はある程度掛かるという覚悟  
は必要だと思う。であるから、非常に丁寧にと言うか、うるさい位言っ  
ていかないとならない。Data dependence というのはずるいと言う人もいる。  
量的緩和解除は、総合判断でやったつもりなのだが、市場ではCPIで

やったという人もおり、まあそれはそれでそうなのだが、今後もCPIだけで政策判断を行うというのは、とんでもない誤解なので、そこは本当に時間を掛けて説明しなければいけない。お互い金利を通じて対話することを本当に長くやっていなかったものだから、結構大変かもしれない。

西村委員

宜しいか。少し明確にしておきたいと思うのだが、総合判断というのは、全く自由に決めるということではなくて、元々この枠組みの範囲の中から到達した結論として何が起こるかということなのである。総合判断と言った時に、どうも市場は枠組みの中身をすっ飛ばして、あたかもその時、その時のフリップ・フロップで決めているような印象を与える可能性がある。言葉の使い方には注意しなくてはならないと思う。特に今回の場合は、我々は明確に枠組みの範囲の中で合意をした。コモン・ナレッジの話については、“agreeing to disagree”という論文があり、それに近いものだと思うが、少なくとも我々がどこにdisagreeして、どこにagreeしたかということを確認にしたところであるから、これは我々の今後を縛るものになる。この形式そのものは、今後新しい委員が入ってきたとしても、恐らくそれを縛るという形になると思うので、特に言葉の使い方については、注意して説明していかなくてはならないと思う。

福井議長

枠組みのない総合判断ということではない、ということだな。

西村委員

然り。

福井議長

この枠組みのチェック機能の中で判断していくということであろう。



西村委員

今までもそうだったのだが、それを明確にしたということである。

福井議長

然り。

水野委員

さらに透明性を高める方向でバランスを取っている。

福井議長

然り。

水野委員

日銀が上手くやるから、機動力だけを取った、というのとは少し違うという話をすれば良いと思う。

福井議長

この枠組みに基づいて、展望レポートの時に、中長期的な経済と物価のアウトルックあるいは標準的なシナリオ、かつそれに対する評価、リスク要因というのを出していく訳だが、カレントな政策判断というのは、展望レポートの時だけしかやらないというのもまた間違いである。展望レポートは、中長期的な大きなシナリオなので、経済が、マンスリーないしはデイリーにそれに沿って動いているか、動いていないかということをチェックして、毎回政策判断をする。ここのところも大事で、あまり展望レポートを強調し過ぎると、合間の政策決定会合は政策判断とは無縁かということにもなりかねない。これは基本的な誤りを呼ぶと思うので、展望レポートの時以外は刻々の情勢の変化を織り込みながら、やはり政策判断の時期はいつでも来得るということに理解を得ることも大事である。無論総合判断が行き過ぎているという、変な誤解にならないようにはしなくてはなら

ないが。

西村委員

言葉が一人歩きしているところがあるので、非常に気を付けなくてはならないと思う。

須田委員

この新しい枠組みについては、勿論、物価安定に対する理解と、それを公表したことに意味があると思っているのだが、二つの柱を建てて、それを軸に政策を実施していくことを明確にしたということが凄く重要だと思う。もっとも、世の中にはそれがまだなかなか上手く伝わっておらず、今のところ数値の方に関心があるのが実情である。これからは、展望レポートを出すことを通じて、先程福井議長もおっしゃったように、二つの柱を建てて、それを軸に政策を行うことがより具体的になるので、この柱によって我々が考えていることを、より明らかにできるのではないかなと思っている。

福井議長

然り。実際にやっていくと理解が浸透すると思う。確かに、まだ何もやっていないうちに枠組みを十分理解するということは無理だと思う。

西村委員

何か日本では「理解」ばかりが注目されているが、トゥー・ピラーというのは物凄く重要で、やはり岩田副総裁が行かれた、欧州などでは非常に重要な見方とされている。特に第 2 のピラーはコンテンツ・ポリシーであり、これを明確にするということは非常に重要なので、この点はもっと強調すべきかなと思う。

福井議長

欧州よりも難しいトゥー・ピラーを採用したかもしれない。

西村委員

欧州と同じだとは言わない方が良いと思う。

水野委員

だから“understanding”と。

福井議長

宜しいか。それでは政府の方からご意見を願います。

赤羽財務副大臣

それでは財務省からまず発言させて頂く。我が国経済の現状をみると、景気は回復している。一方、先日公表された2月の消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比上昇率が+0.5%となるなど、物価についての動向を総合してみると、緩やかなデフレ状況にあるものの、少しずつ改善しているのではないかと考えられ、この改善を継続する必要がある。日本銀行におかれては、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が重要な政策課題であることを十分に踏まえ、デフレから確実に脱却し、逆戻りすることがないように、いわゆるゼロ金利を継続することにより、金融面から経済を十分支えて頂きたいと考えている。また、金融当局として、市場の安定が確保されるよう、当座預金残高の縮減について市場の状況をみながら慎重に行うとともに、長期金利を含めた金利全般に対して十分な目配りをして頂きたいと考えている。前回の金融政策決定会合では、当面の金融政策運営について、「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、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が当面維持される可能性が高い」との考え方が、全員一

致で決定されたものと承知している。にもかかわらず、市場関係者の間では、今後連続的に利上げが実施されるとの思惑が生じ、その結果、中短期金利が上昇するなど、金融政策の先行きについて、日本銀行の決定されたメッセージを市場が正しく理解していない節も窺われるところである。日本銀行におかれては、この政策決定会合での決定に沿って、金融政策運営の考え方を市場や国民に丁寧に説明し、市場の安定に努めて頂きたいと考えている。以上である。

福井議長

中城内閣府審議官から願います。

中城内閣府審議官

景気は回復している。しかしながら、物価の動向を総合してみると、改善が見られるものの、緩やかなデフレ状況にある。従って、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針」、「構造改革と経済財政の中期展望」、「経済見通しと経済財政運営の基本的態度」といった閣議決定等で繰り返し表明している、18年度でのデフレ脱却という政府目標の達成が極めて重要である。日本銀行におかれては、この政府の経済政策の基本方針との整合性を十分考慮頂き、量的緩和政策解除後も短期金利を概ねゼロ%で推移するよう促し、緩和的な金融環境を維持されているが、今後の金融政策運営に際しても、引き続き政府と一体となってデフレ脱却に向けた取組みを行って頂き、責任を持って金融面から経済を支えて頂くことを要望する。また、前回の決定会合で新たな金融政策運営の枠組みが導入されたが、次回の展望レポート等の機会において、デフレ脱却との関係を含めた経済・物価情勢や先行きの見方について一層丁寧に説明頂き、市場や国民の経済に対する予測可能性を高め、期待を安定化させることを期待する。以上である。

福井議長

ただ今の政府のご意見に対し、各委員からご意見、コメント等あればどうぞ遠慮なく。

水野委員

赤羽財務副大臣、宜しいか。量的緩和解除後、特に海外の投資家とお話ししていると、次のようなことを言われる。日本全体から出てくる発信は、まだデフレである、あるいは将来消費税は何%に上げなくてはならない、上がってくるかもしれないという、非常にネガティブなコメントが多い。日本銀行が、景気に対して自信を持つことを示しながら解除したということとデフレとの整合性について、海外では、直接投資にしろ、証券投資にしろ、日本に投資をしたい方をエンカレッジするような発言がもっとできないものか、という声を非常に聞く。これは非常に重要な点ではないか。デフレと思われるのならばデフレで良いが、何をもってデフレなのか。CPIをもってデフレを判断するのではないというのであれば、GDPデフレ率なのかどうか。消費税については、まだ我々の金利調整よりも遠い先の話である。20%以上に上がるかもしれないという話を、今する必要があるのであるのかどうかということも——対話方式が金融政策と財政政策運営は違って当たり前だと思うが、私達にとっても政策を縛ることになるので——、ここは少し色々考えて頂きたいと思う。

福井議長

他に宜しいか。それでは議案の取り纏めに移りたいと思う。議長としては各委員方、今日のご意見の相違はなかったと思うので、金融市場調節方針については現状維持に関する議案の提出をしたいと思うが、念のため他に議案の提出のご意向はないか。それでは議案を用意して欲しい。

[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。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、概ねゼロ％で推移するよう促す。以上。」である。続いて別添、公表文案である。「2006年4月11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○）。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、概ねゼロ％で推移するよう促す。以上。」である。

福井議長

それでは採決に移るので大変恐縮である。

[政府からの出席者退室]

[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

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

全員一致で本件は可決させて頂いた。白川理事と金融市場局長におかれては、今決められた方針に沿って調節に努めて頂きたい。なおかつ流動性の吸収について引き続き市場の状況を適切に勘案しながらやって頂きたいと思う。それでは政府の方をお願いします。

[政府からの出席者入室]

大変恐縮であった。ただ今の件は、全員一致で可決させて頂いた。

## VI. 金融経済月報の検討

福井議長

それでは、金融経済月報の基本的見解に戻りたいと思う。冒頭に早川調査統計局長と内田企画局企画役から説明があった文章だが、改めてご覧頂きたいと思う。これまでの議論を踏まえて、こういった文章で良いかどうか。既に「景気は拡大していくとみられる。」という部分についてどうするかという問題提起があったところだが、改めて如何か。

早川調査統計局長

「拡大していく」という点についてなのだが、ただ今委員方のご意見を伺った結果、一応チョイスとしては大まかに三つ位のチョイスがあると思

う。一つは、一応私共が提案させて頂いた原案を取り敢えずA案とさせて頂く。もう一つは、具体的には、須田委員、西村委員がおっしゃったことだが、先程「拡大」という言葉に元々スピード概念は入っていないと申し上げたのだが、何分長いこと使っていない言葉なので、やはりマーケットの人達が誤解してしまって、「相当日銀は強いことを考えている」ということになってしまうと困るので、例えばこの「拡大していく」の前に「緩やかに拡大していく」という表現とするというのがA案としてあり得る。一方、もう一つのB案は、具体的におっしゃったのは春委員だが、元々「拡大していく」というのは具体的にはどれ位のスピード感を想定しているのか、この文章では分からない訳なので、展望レポートで具体的に我々は現在の経済の活動水準をどれ位だと考えていて、その後、どれ位のスピードを考えているのかも明らかにしたうえで、例えば5月以降どこかでこういう表現を使っていくというもの。その場合は単純に申し上げると、先月の表現を丸ごと使った方が良いと思っている。これがB案である。と言うのは、線を引いている部分は、前月の「企業の過剰債務などの構造的な調整圧力が概ね払拭されたもとで、」という表現が、短観等を踏まえてA案の冒頭一文になっているので、この線を引いている部分を捨てないで、残しておいたうえで例えば5月以降そういうことを考えるということである。従って、一応A案、A案、B案と三つ位のチョイスがあり得ると思うが、これを踏まえてご議論頂ければと思う。

福井議長

今のB案の場合は何であったか。この「景気は着実に回復を続けていくとみられる。」というだけではなくて下の4行の文章をも前月のものを使うということか。

早川調査統計局長

然り。その方がむしろ良いと思う。要するに、A案の第1センテンスを持ってきたうえで「着実」にしてしまうと、例えば将来どこかで「拡大」



にする時にその根拠がなくなってしまう。むしろそれは先程春委員のお話にあったように、スピード感なども例えば展望レポートに記したうえで言った方が良い。中途半端にするよりはA案、A'案、B案という位の方が、むしろ良いのではないかと思っている。

#### 水野委員

確かに短観を踏まえてこういう表現が出てきていると考えると、短観月の方が良いような気がする。それで市場の理解が得られれば、原案どおりで私は良いと思うのだが、得られないのであれば対案で、文章は変えない方が良く思う。

#### 福井議長

幾つか考えるべきポイントは、先程私が申し上げたとおり、経済の実体判断に即してそのまま素直に表現するか、そこはなお分析してからにするか。あるいは判断が付いていても、市場へのインパクトということを見るともうワンテンポ遅らせるか、そういうことだな。

#### 早川調査統計局長

然り。この点について申し上げますと、「拡大」と「回復」というのは、いわばノーマルなレベルより上か下かということなのだが、これは元々ピンポイントできる話ではない。本日も、潜在成長率などはピンポイントできないだろうとか、需給ギャップのレベルも1年経つと変わってしまうだろうというご議論があって、まさにそのとおりなので、ピンポイントして今月でなければならぬという必然性は必ずしもない。たまたま我々は短観があったので今月便利だと思っただけで、それは別に展望レポートでそういう認識を示せば何も短観月でなくても構わないと思う。

#### 福間委員

宜しいか。結論から言うと、市場へのインパクトである。B案だと思う。

これは極めてアネクドタルであるが、この間、「社長 100 人アンケート」という日経がやっているものを見た。これが今の産業界の基本的な見方だと思うのだが、「順調に回復している」というのがほとんどで、「力強く拡大している」というのは 2.4% であった。ではなぜこのようなパーセプションになっているかというのと、とてもではないが「拡大」などというのはいえない訳である。今回の企業業績の回復というのは、私自身の経験から言っても企業を経営している人からみると、シュリンク・トゥ・グロウなのである。やはり一旦減損会計とか、時価会計とか、バランスシートをグッと縮めて、それで徐々に徐々に拡大している。企業業績の P/L はピークのレベルに帰っているが、ストックとしての B/S はまだ帰っていないかもしれないというのは幾らでもある。であるから、「回復」と「拡大」というのはやはり感覚的に分かれてしまっているのである。これは今の景気認識の問題というよりは、減損会計をやったり、先程言った時価会計をやったり、リストラをやってみて、今元のレベルに帰ったとか、あるいは元のレベルを超えて拡大していると言うよりは、やはりまだまだ回復途上であり、今このようなところで自己満足してはならないという感覚を経営が持っている訳である。これが基本にある。これが一点である。第二点目は、やはりグローバルなのである。企業業績の連結と単体。今企業業績は良い、良いと言っているが、これは連結の数字が良い訳である。単体は四季報を見れば分かるが、大きな会社、日本の著名な会社でもミゼラブルなものが幾らでもある。従って、連結と単体の一体的な好調にはなっていない。本体は、単体ベースでみて、まだ貧乏していると思っている訳である。国内ではとてもあんなにゲインがないから。それがやはり、国内の給料が上がらなかつたり配当する時には海外から収益を持ってこないと大変だという話になる。そういうことで、私はもう少し本当に自信を持って確認されないと、「拡大」という表現は採れないと思う。いわんや金融政策について僅か 1 か月前に変えたばかりなのにまたここで景気認識を前進させてしまうと、煽るのもいい加減にしると。言ってみればそういう格好になってしまう。いや、実態が変わるのならば良いのであるが、実態はむしろ

る変わっていないのである。一番オーソドックスに言うと、もう少しこう「拡大」ということの認識が広がらないと、我々としてもこうした見解を示すことはできないということである。今は、こうした認識の広がりはいまにも一部である。であるから、その理解を求めるために展望レポートに書いていくということは良いと思う。だが、私はそんなに皮肉るために言っている訳ではないが、いわゆる「ダム論」であってもやはり世間の常識と離れていた訳である。今回もたった 2%しかいないのである、「拡大している」と思っている人は。であるから、やはりこういうものは極めて定性的な感覚なのである。もう少し、理屈を立てて展望レポート等で浸透させることが必要である。「拡大」という正しい景気認識を持つこと自体は必要だと思う。だが、今ポンと言ったらその位開きがある訳である。その開きは、我々サイドとしてはよく認識し、それを教育すると言うか、知らしめると言うか、一緒に共有しなくてはならないと思う。

#### 須田委員

私自身は「拡大」という表現を最初に見た時に、やはりマーケットに対してどのようなインパクトを与えるかというのが凄く気になったのだが、実体経済については調査統計局がニュートラルな形できちんと分析して出してくる案というのも凄く重要だと思うので、それをマーケットに対して歪めるということがあってはやはりいけないのではないかなと思っている。従って、「拡大」が良いということであれば仕方がないかなと思う。もっとも、「拡大」だけだとスピード感が出てしまうので「緩やかな」という言葉を付ければ良いと思う。次回の展望レポートでそういう認識を示すということになると、次の月報を議論する決定会合は、5月19日となるが、その日はQEが公表される予定である。このQEで低い数字が出る可能性があるということまで考えると、5月は「拡大」という言葉に変更しづらくなるかもしれない。それではその先いつになったら「拡大」という言葉が使えるのだろうかということも考えると、先程ご説明のあったように整理するのであれば、「拡大」という言葉を使いつつも、「緩やかに」

という言葉をつけるのが良いかなと私は思った。やはり需給ギャップがほとんどなくなっているという判断をきちっと言う必要があるというのがその理由である。この「拡大」という言葉の意味はそれだけであるということを、きちっと表に出していくことを考えた時に「緩やかな拡大」というふうにするなら大丈夫かなと思う。もっとも、調査統計局の見方として、そこまで「拡大」という言葉に拘らないのであれば、元に戻すということでも良いと思う。そこの拘りの程度である。

福井議長

中原委員、如何か。

中原委員

私も意見を述べさせて頂く。私は春委員のおっしゃるとおり、現状の表現で良いと思う。福間委員のご発言もそのとおりだと考える。もっとも、今後さらに分析したうえで、展望レポート時に「拡大」にするのかどうかという点については少し迷うところがある。展望レポートまでには新しいGDPギャップの考え方が発表されるということだが、これにより従来の計算方式に比べてギャップがいよいよプラスの領域に入ってきたのだということがアナウンスされるという意味で、「拡大」という言葉が使いやすくなると思う。しかし、よく言うところの「持続的な自律的な成長メカニズム」が経済構造そのものに備わったのかどうかという判断について、これは何をもってそういう判断をするのか私にはよく分からないのだが、そこまで我々が言い切れる自信があるのだろうか。デフレに戻るリスク・蓋然性が極めて低くなり、構造問題の解決への道筋がはっきりしたと言えるような条件が整う必要があろう。具体的には、政府はデフレ脱却宣言をなさるつもりらしいが、これが出てくる前の段階で、「拡大」という言葉は本当に使えるのかという気がしている。これらの点がきちんとされるのであれば、次回の展望レポートの分析の結果によっては「拡大」としても良いかなと思うが、それでも今須田委員のおっしゃったようなQEが出て

くるとなると、また心配になってくる。そういう意味で、私としては、今回の表現は現状維持のままが良いと考えており、展望レポートでやろうということについても自信がないと言わざるを得ない。

福井議長

他にあるか。

西村委員

私もこの「拡大」と聞いた時に、度肝を抜かれたのはまずそのとおりなのだが、これは定義の問題だと思う。ニュー・インフォメーションが入った時に展望を変えるというのであれば、やはり今変えるのが望ましいと思う。ただし、その「拡大」ということが言葉の意味として、先程も言ったように、短観できちんと定義できるというものとして了解できるのであれば、それで私は構わないと思うのだが、そうではなくて、例えば「拡大」というものが、私がよく言う「病人の経済から普通の経済」になったということなのかと言われると、これはウツと言うところがある。その意味で、私が「緩やかに拡大した」とした意味は、どちらかと言うと福間委員に近いがイメージが少しあったためである。強くこれにこだわるつもりはない。ただし、先程申し上げたように、ではどういう時に「普通の」というところにするのかということに関して、実はあまり良いメルクマールがないため、これについて、もしこういう形にするとするならば、やはりそれについて展望レポートを含めて、我々はこれから少し考えていかななくてはならないと思う。

福井議長

他に如何か。

武藤副総裁

宜しいか。今早川調査統計局長の「着実に回復」という時には、「すな

わち」以下も前の文章に直さないとならないという話があったが、短観を踏まえると、この新しい表現というのはそれなりに説得的な訳である。それが出たにもかかわらず、古い表現を維持するということについての問題というのもある。

少しこれは混乱するような議論で申し訳ないのだが、確かに私も「拡大していく」というのは強いと思うが、全く元に戻ってしまうと、一体この短観のこの変化というのは、いつ入れるのかということになり、タイミングを失ってしまう訳である。

新たな情報が展望レポートまでに何か入ってくる可能性はほとんどない。そうすると、展望レポートで何かできるとすれば、GDPギャップとか潜在成長率とか、という議論をきちんとするということは新たな展開としてある。それと関連させてここの判断を変えていくというのは、一つのやり方ではあるのだが、ただ、それは先程の福間委員のおっしゃっているようなことを理由とすると、さらにその5月もなかなか難しいのではないかなという気がしてきてしまう。

そうなると一体、いつ、どういうものを持って月報の考え方を展開していくのかということになり、出口があまり見えてこない。そういう問題があるので、展望レポートで、潜在成長率とか需給ギャップとかをとにかく分析する。そういうものを表に出すことによって、我々の方も論証に努力し、世間も納得しやすいということになる。あまり展望レポートにこういうものを押し付けるのは、私はあまり好きではない。と言うのは、展望レポートがあまりにも何か違った意味を持ってくるような気がするからである。ただ、今回はそういうことがないと、普通の状況に戻っているのか、戻っていないのかというのは、やはり今言ったような潜在成長率や需給ギャップの話をしなないとならないはずなので、それがないままいきなり出て行くということに違和感があるのではないのかなという気がする。

福井議長

他に宜しいか。

須田委員

一つ宜しいか。「拡大していくとみられる」のは、「先行き」なので、これが今の話ではないというところをもう少しはっきりさせる必要がある。言葉としてびっくりするところがあるが、それがいつかというのがよく分からないということがそれを煽っているところもある。

早川調査統計局長

まず最初に、調査統計局としてはどれ位スティックしているかということについては、そんなに強いスティックはない。と言うのも、繰り返しになるが、元々需給ギャップが概ねゼロであろうということは、ほぼ間違いないと思うのだが、上か下かどちらだと言われると、そんなにピンポイントできるものでもないからである。それがまず第一点である。それから二点目は、これは「先行き」に使ったというのも、実はそういうこととの関連であって、過去においても、例えば形容詞の変化ではなくて、「景気横這い」から「回復」などという局面においては、一旦先行きに入れておいて、現実になんてなってきたなと思ったら、それを上に上げるというステップを踏んでいることがあり、今回も突然冒頭表現に「拡大」が飛び出すよりは、そういう方が良くかなと思った。それから最後に、武藤副総裁がおっしゃったことなのだが、まさしく先程の春委員のご発言はそういう感触ではなかったかと思っており、要するに、今月の時点ではなかなか分かりにくいのが、展望レポートで需給ギャップなり、そういうものを示していけば一応理解が得られる。一応私は現時点ではそういう理解でもって本日のところは、B案というのは一つの十分な選択肢だと思っている。なお、勿論「拡大」という言葉について、経済のいわゆる経営者の感覚、あるいはノーマルな水準というところ、これはなかなか分かりにくくなってしまって、一方で少し考えているのはやはり、いわゆる「回復」という言葉と「拡大」という言葉の大きな違いはどこかと言うと、要するに「上振れ」ということを常にポジティブに捉えられるのかどうかという違いなのである。要する

に、まだノーマルより下だと言っている限りは、見通しより結局は上振れるというのは、基本的に常に良いことであるという位置付けができる訳だが、そうでないとすると、例えば設備投資が異常に強いとすると、それは単純に景気・物価がどうこうと言うだけではなくて、将来のストック調整を招き得るという観点からも、必ずしも上振れ＝ウェルカムというように言えないというところに大きな違いがある。やはりそういう観点で考えると、先程言ったようにピンポイントはできないのだが、ギャップの水準を概ね基準に考えていく、というのが一つのオーソドックスなやり方だろうと思う。

#### 福井議長

私自身は「拡大」という言葉に何らショックを受けなかったものだから、大変纏めにくいのだが、今日は慎重にというご意見が比較的多かったので、慎重に扱った方が良いかなというようにも思う。ただし、展望レポートできちんと分析ができ、マクロ経済の判断として確信を持てば、やはり「拡大」という言葉を使う。企業のミクロの判断の集積ということだと、いつかということは非常に分かりにくくなるので、やはりマクロの判断をベースに、展望レポートで確信を持てれば「拡大」という言葉を使うという、そういう含みが必要かなということが一つ。もう一つは、もし、その時期をさらに先に持っていくと、5月以降は益々政策金利を巡る思惑が市場で渦を巻いてくるから、大きなきっかけなく言葉を変えると、その方がスペキュラティブな感じになるのではないかという気もする。であるから、情勢判断、マクロの判断がきちんとした時に整々と変えるということが良いのではないか。それに対する市場の理解に多少リスクがあるとしても、それは仕方がないのではないかなという気もする。それからもう一つは、仮にB案でいくとしても、この本体の文章はA案にはできないのか。

#### 早川調査統計局長

逆に言うと、A案の下の文章をそのまま使って冒頭表現だけ「着実な回



復」にすると、今度はどこかで「拡大」する時に、何も中身は変わっていないのに、ということにはなる。

福井議長

だが、展望レポートでは、当然色々な文章が変わるだろう。

西村委員

「着実に」を削るというのはどうか。

岩田副総裁

私も「拡大」はそんなに抵抗がない。つまりサイクリカルな局面としては、「回復」、「拡大」、「収縮」、「後退」とか、普通の4局面で分ければ、客観的にはそうかなと思う。だが、もし修飾語を付けるとすれば、「緩やか」と言うよりはむしろ「着実」なのではないか。私の感じは、ペースは全然変わらないという感じである。ただ、仮に、日本銀行は少し前倒し気味に量的緩和も解除したし、それから景気も少し前のめりでもってきたし——日本銀行のやってきたことは、大体私は正しかったと思うが——、というように、さらにマーケットがオーバー・リアクトするようなことがあるとすれば、それは多少避けた方が良くもしいないという感じである。

西村委員

私は「着実」かどうかは別として、中身はやはり短観が出たのであるから、やはり変わった方が良くという気はする。

武藤副総裁

短観が出たので、「景気は着実に回復を続けていく」と変えて、展望レポートで先程の議論を踏まえて、ここの「先行き」の見通しを変えるというのでは、何か問題があるか。

早川調査統計局長

いや、もしそういうことが皆様の多数のご意見であれば、それでも問題ない。

武藤副総裁

論理的な矛盾はないのではないか。

早川調査統計局長

恐らく一月先とか、二月先にやるとすると、後ろの部分はそう大きくは変えられないという気はするのだが、一応、展望レポートでそういう状態をもって「拡大」と認識しているのだということであれば、後ろの方を沢山変えなくても、冒頭表現を変えるということは可能だと思うので、もし今の案を仮にB案と呼ばせて頂くのであれば、B案もあり得る。

水野委員

例えば、需給ギャップだけを変える時に、需給ギャップが今ほぼゼロだったという言い方にするのか。同じことなのだが。

早川調査統計局長

然り。その手の使い方である。

水野委員

それを使って、ウエイトを変えてしまうという方法もある。

早川調査統計局長

然り。需給ギャップという表現も使える訳である。今回は何分にも使えないが。

水野委員

まさにその需給ギャップを今度使えば良い。

早川調査統計局長

短観を踏まえてという形にはなっているが。

福井議長

如何か。短観も見て、やはりマクロの実体経済の判断についてそんなに不一致がないのだから、敢えて完全にB案というのではなくて、何か木に竹を接ぐようにする訳ではないが、今月はB案位にして、展望レポートでしっかり内容を固める。表現の変更は、あまり後ろのスペキュラティブな部分の中では敢えてしないという位の含みがあった方が良いのではないかなという気はする。

福間委員

去年の10月の展望レポートは「わが国経済は、潜在成長率を幾分上回るペースで、息の長い成長を続けると予想される。」と、この辺が一番良いのではないかと私は思うのだが。今回も使える。

早川調査統計局長

その段階ではあまり「回復」とか「拡大」というのは使っていないのである。実は2006～2007年というのは結構微妙なタイミングなのである。2005～2006年、今回は2006～2007年が対象期間になるので、現状概ね需給ギャップはフラット圏内だと、ここから先は、ほとんど拡大局面になる。前回は実は、そういう意味で「回復」とも言わず「拡大」とも言わず、そういう害のない表現で逃げてある訳である。

福間委員

実態は逆だな、恐らく。

早川調査統計局長

それは先程申し上げたように、スピードということ言えばそうかもしれない。ただ、先程も少しご説明したように、例えばC Iなどで見ると、むしろこの拡大局面の方が上がるペースが鈍くなるのである。要するに、リソース・ユティライゼーションがかなり高くなった状態なので、そんなに走るはずがないということなのである。ただ、どうしても長いこと使っていない言葉なので、そういう言葉の意味が理解され難い。先程の岩田副総裁のように、この業界の人は皆ほぼ共通認識だと思うのだが。

福井議長

単純に「拡大」という言葉を使ったことはないが、私自身はそれ程厳密な認識がないままに、先行きについては、スピード感は出さないにしても、「着実に回復」ないし「拡大」していくということを何回も色々なところで言った覚えがあるな。

早川調査統計局長

ご承知のように、最近、新聞報道等でも実は「拡大」というのは結構使われていて、皆意外に気付かないうちに使われているのである。

福井議長

然り。

福間委員

話す分には良いが、改めてこういうもので披露すると。

早川調査統計局長

先だっても、実は、政府月例の自民党内閣部会では「いつまでが回復なのか」という質問が実際にあった。

福井議長

あまり引っ掛かりがない時に、言葉は変えていかないと、ということではないか。

早川調査統計局長

ということであれば、B案で宜しいか。

福井議長

如何か、今回はB案ということで。展望レポートで改めてよく考えるということで如何か。

中原委員

金融市場の長期金利に関する部分だが、このところのボラティリティの上昇は少し気になる。ライブドア・ショックの頃程には上がっていないのだが、ここでボラティリティには日銀も多少関心を持っているのだということを表わすために、新たな言葉を入れることも考えられる。前回の時はどうであったのかといったことを、少し聞きたいのだが。

内田企画局企画役

最近入れたのは一回。1月のショックで、株価が大きく上がって下がったという時である。あの時に、多少動きを書いたことがある。長期金利については、過去多分「大幅な」とか、あるいは「幾分上昇」とか、そういう表現にしたことはあると思う。ボラティリティ自体を書いたことは恐らくない。

福井議長

宜しいか。それでは基本的見解を今のように修正して欲しい。議案は用意できるか。

武藤副総裁

確認のために読んだらどうか。

中山政策委員会室長

「先行き」のところである。「先行きについても、景気は着実に回復を続けていくとみられる。」。これが修文である。

福井議長

その後はどうか。

中山政策委員会室長

「すなわち、」以下は先程の文章どおりである。

武藤副総裁

変えていないということだな。

中山政策委員会室長

然り。

福井議長

新しい方か。

中山政策委員会室長

新しい方である。読み上げる。「すなわち、各種の過剰は解消されてきており、企業の雇用不足感が強まるなど、経済活動の水準は高まっている。

そのうえで、今後も、輸出は、海外経済の拡大を背景に、増加を続けていくとみられる。また、国内民間需要も、高水準の企業収益や雇用者所得の緩やかな増加を背景に、引き続き増加していく可能性が高い。こうした内外需要の増加を反映して、生産も増加基調をたどるとみられる。この間、公共投資は、減少基調を続けると考えられる。」である。

[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

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

それでは修正後の案で、全員一致で可決をした。この基本的見解の部分は即日公表である。本日の 15 時公表を予定している。また、背景説明、これは必要に応じて執行部で修文を施したうえ、12 日水曜日、14 時に対外公表を予定している。

VII. 議事要旨（3月8～9日開催分）の承認

福井議長

もう一つ最後の議題である。議事要旨、3月8日、9日開催分の承認の件である。お手許にお配りして既にチェックをして頂いたと思う。宜しいか。

[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

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

全員一致でご承認を頂戴した。この議事要旨だが、4月14日金曜日、14時に対外公表を予定している。



## VIII. 閉会

以上で議事は終了である。次回は4月28日、一日開催である。宜しく  
願います。なお、毎回申し上げているが、決定会合における議論の内容  
は、ご自身のご発言も含め、厳に出席者限りということである。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、この場にいらっしゃる皆様方に、それぞ  
れに厳正な機密管理をお願い申し上げたいと思う。以上で閉会とする。

(12時43分閉会)

以 上