

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2006年4月28日（9:00～12:39）

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	赤羽一嘉	財務副大臣
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
企画局企画役	内田眞一
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局参事役	門間一夫（9:50～12:39）
国際局長	堀井昭成

（事務局）

政策委員会室長	中山泰男
政策委員会室審議役	神津多可思
政策委員会室企画役	村上憲司
企画局企画役	白塚重典
企画局企画役	神山一成

I. 開会

福井議長

宜しいか。それでは金融政策決定会合を開催する。

(9時00分開会)

今日は一日会合である。展望レポートの検討、決定もあり、いつにも増して議事を効率的に進めたいと思っているので、ご協力を賜ればと思っています。政府の方から、赤羽財務副大臣、中城内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いします。議事だが、最初に金融経済情勢、それから展望レポートについての執行部説明を行うことにしたいと思う。続いて、金融経済情勢及び当面の金融政策運営に関する討議を行いたいと思う。議案の取り纏め、採決についてはまず、金融市場調節方針、続いて展望レポート、基本的見解というように移りたいと思っている。会合中でのご発言は、全て記録をさせて頂く。そのことを前提にご発言頂ければと思っています。早速議事に入りたいと思う。金融経済情勢及び展望レポートについての執行部説明ということで、最初は金融調節、金融・為替市場の動向について白川理事と中曽金融市場局長からお願いしたいと思う。各説明毎に若干の質疑応答の時間を設けたいと思うので宜しくどうぞお願いします。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告 (資料-1、2)

中曽金融市場局長

それではお手許の資料-1、2 (追加) に沿ってご説明申し上げます。まず図表 1-1 である。前回の決定会合以降、短期金融市場は落ち着いた状態が続いている。無担オーバーナイト・コールレートだが、概ね 2/1,000% で推移している。この間の当座預金残高は、前回の決定会合時は 25 兆円台だったが、昨日は 20.2 兆円。今日、月末日は 19 兆円の見込みである。順調に削減が進んでいる。それにもかかわらず、オーバーナイトのレート

が今まで安定していたのは、基本的に大手の金融機関がかなり早いペースで当座預金の圧縮を進めてきていることや、メガバンクが、債券投資を控えているため、退避資金がマネーマーケットに流入したことから、資金余剰感が強まったことが背景とみている。続いて図表1-2のグラフと表で、当座預金の主体別の保有状況をご覧頂くと、準備預金対象先を中心に残高が減少していることがお分かり頂けると思う。特に都銀なのだが、足許では5兆円台まで減少してきている。多くの主要行が、所要準備を意識した当座預金運営に移行しつつあるようである。具体的には所要準備、ないしそれよりも幾分高い水準の残高に目標を定めて、それを維持するように、かなり緻密な資金繰り運営を行うようになってきているようである。図表1-3である。これでコール市場の規模の推移を見ると、少しずつ回復してきている様子が窺える。市場参加者のクレジット・ラインの拡大、あるいは事務態勢の整備は、劇的ではないが徐々に進んでいる模様である。図表1-4でオペの実施状況をご覧頂く。供給オペの期落ちを待ちながら、当座預金残高の削減を進めているところだが、短期金融市場が大変落ちていたもので、供給オペの本数をやや絞っている。例えば、手形オペでは、前回決定会合以降オファーしたのは4月14日と27日の本店買入。それから26日の全店買入の合計3本である。国債買現先オペは、今日までで4月20日のオファー1本となっている。また、原則週1回としていたCPの買現先、あるいは短国の買入についても、一部オファーを見送ったところである。落札レートは、特に先週辺りまでだが、オペの頻度が落ちていく割には低めにとどまっており、大手の都銀の中からは、供給オペはいらないから当座預金残高を早く落として欲しいという声も聞こえてきたところである。下の表は吸収オペの実施状況である。吸収オペは、資金の需給を均す観点から実施しているが、ほとんどのオペで、落札レートが1/1,000%であった。このように、ここまでの資金余剰感にはかなり強いものがあつた。これはここまでと言うか、今週の初め位までなのだが、ただ、今週の後半位からは、僅かながらレートの上昇気配が出てきている。例えば、4月24日の売り手オペなのだが、ゴールデンウィーク越えといった

こともあると思うが、落札決定レートが4/1,000%と、久し振りに1/1,000%を上回っている。供給オペでも、26日の全店オペであるとか、27日の本店オペでは、レートが上昇してきている。決定ベースでいくと30/1,000%とか、20/1,000%とか、そういったところまで上がってきている。この間、市場レートは、レポ・レートあるいはオーバーナイトレートも、今日辺りに掛けてはやや強含んできているようである。背景については、主要行が取り敢えず目標としていたレベルまで当預の圧縮が進んだということ。それからゴールデンウィークを控えている、あるいは今日については月末である。こういった要因が重なっていると思うが、いずれにしても先週までに見られたような、いわば過度な資金余剰感というのは後退しているとみている。図表1-5で資金需給などをチェックしておきたいと思う。まず4月末、今日の当座預金残高は、先程申し上げたように19兆円程度となる見通しなのだが、その先の5月の資金需給をご覧頂くと、需給が-5.6兆円、それから調節上のオペの期落ちが-12.9兆円であるから、これを合計した大体18兆円位が5月中の機械的な当座預金残高の減少額になる。ただ、5月の末から6月の初めに掛けては、国債の発行とか、あるいは税揚げで大幅な資金不足となる時期であるので、これを埋めるため手形オペを、ある程度の頻度で実施していく方針である。それからCP買現先、短国買入もそれぞれ週1回のペースを目途に実施していきたいと思っている。これを前提とした場合の今後の当座預金残高の推移だが、次回の5月の決定会合の時には10兆円台の前半、つまり10兆円~15兆円の間、そして5月末には10兆円程度にまで低下する見通しである。続いて図表2-1以下で、金融・為替市場の動向を見ていきたいと思う。まず、図表2-1で(2)の表である。ターム物レートのうち、短国レートをご覧頂くと、3か月物のFBは、今週の初め位までは資金余剰感が強かったので、先程申し上げたようなメガバンクなどによるキャッシュ潰し的なFBの購入で、低下していたのだが、26日以降は、過度な余剰感の後退から上昇して今5bp位まで上がってきている。一方、TBの1Yは、利上げの可能性も意識して上昇してきている。続いて図表2-2だが、ユーロ円金

先などから見たフォワード・レート・カーブ (1) のグラフは、黒い実線でお示したように前回決定会合からあまり動いていない。市場ではこのカーブの形状を見て、今後 1 年位に 0.25% の利上げが 3 回以上織り込まれているのではないかと、とみる向きもあるようである。ただ、これはやや単純過ぎる見方かと思っており、実際には (2) のグラフにあるように、先物のレートの中には利上げ期待の他に、リスク・プレミアムが反映されている。足許では、そのリスク・プレミアムがかなり大きくなっている可能性があると思っている。リスク・プレミアムは正確に把握することが難しいのだが、(3) のグラフで極めてラフと言うか大雑把な感じでイメージを掴んでみたいと思う。(3) のグラフは 1 年先スタート 3 か月物のフォワード・レートとボラティリティ指数の推移を見たものである。2003 年のところを少しご覧頂きたい。2003 年の夏に金利が上昇したが、この際のフォワード・レートが 0.36%、ボラティリティ指数が 1.60bp であった。この時は今からみると政策変更期待は基本的になかったもので、0.36% は全てリスク・プレミアムと見ることも可能である。当時のボラティリティ指数が 1.60bp、足許のボラティリティ指数が 2.41 bp なので、単純にその伸び率を 0.36% に掛けて引き伸ばしてやると 0.5% という数字が出てくる。これが足許のリスク・プレミアムの大きさとみることもできる訳である。足許のフォワード・レートが、グラフにあるように 0.95% なので、ここから今の 0.5% を引いた 0.45% が政策変更期待ということになる。従って、リスク・プレミアムも勘案すると、足許では 1 年以内に 2 回位の利上げを、つまり 2 回目の利上げを織り込みつつあるというのが、市場の見方ということもできると思う。ただ、これは非常に大雑把な見方なので、実際のところは幅を持つてみる必要はあると思っている。続いて図表 2-3、長期金利の動向である。長期金利はこの図表の 2-3、そして図表 2-4 (2) のイールド・カーブの変化幅、これを合わせてご覧頂くと、2 年とか 5 年の中短期ゾーンは、金融政策の運営に対する思惑が一応一巡している。この辺の様子は、図表 2-4 のボラティリティ指数の推移をご覧頂くと、短いゾーンのボラティリティが、この間割と低下してきている様子をご覧頂

けると思う。ボラティリティが低下して中短期の金利は一旦落ち着きを取り戻しているという状況かと思う。一方、長期、超長期ゾーンは上昇している。背景としては、一つは、米国金利がこの間上昇しているということ。もう一つは、20年とか30年といった超長期債は、この間入札があったので、機関投資家が入札前は警戒感から買い控えをしていた。この二点を挙げることができると思う。ただ、30年債、20年債は結果的に入札は無難にこなしているのので、これが終わった後は長期ゾーンも幾分低下している。こうした中で10年債の水準だが、今の1.9%台の後半で推移している。今後の見通しなのだが、景況感が改善している以上、イールド・カーブ全般に上昇圧力は掛かり続けると思っている。ゾーン別には、中短期ゾーンは今は小康状態なのだが、このゾーンの主たる買い手である銀行が引っ込んでいるので、今後とも政策変更の思惑に振られやすく、どちらかと言えば、不安定な状態が続くのではないかと思っている。一方、長期、超長期ゾーンについては、金利が安定すれば、年金などの機関投資家の根強い潜在的な需要が顕現化してくるのではないかと思っている。ただ、金利が安定化するかどうかの一つの大きなポイントは海外金利である。この点については、図表2-5の(3)のグラフにあるように、このところ海外の金利が上昇している。足許は内外金利の連動性が非常に高まっている状況のため、日本の長期金利が海外金利の影響を受けやすくなっている点には留意を要すると思っている。続いて、図表2-6、クレジット市場である。(1)のグラフで社債流通利回りの対国債スプレッドをご覧頂くと、トリプルB格のスプレッドが、二段階でかなり大きく膨らんでいる様子をご覧頂けるかと思う。この二段階の最初の方の山は、この前ご説明したボーダフォンの要因である。後の直近の山は、アイフル要因である。すなわち、FSAによるアイフルに対する業務停止命令を受けて、消費者金融銘柄のスプレッドが拡大している状況である。続いて、図表2-7で株価を見ていくと、前回決定会合以降、株価は下落している。元々高値警戒感が強くなっていたなか、世界的な金利上昇懸念、それからG7後は、為替相場が円高に振れたことを背景にかなり大きく下落しており、現在は17,000円位の

水準で推移している。ただ、相場の地合いは、そんなに悪くはないと見ている。引き続きファンダメンタルズ重視の相場環境になっており、その意味で今週から本格化している企業業績に、株式市場の注目が集まっている。図表 2-8 で主体別の売買動向を簡単に見ておくと、外国人投資家は、ちょうどイースター休暇の前後に売り越しに転じているが、その後は買い越しに戻ってきている。図表 2-9 は為替相場である。ドル円相場は、前回決定会合以降、(1) のグラフ、表にもあるが、一旦 118 円の後半まで円安になった後、一転して円高方向に振れている。経緯は、図表 2-10 の (1) のグラフでこの間のイベントを並べている。ここにあるように、先週 FOMC の議事要旨が公表され、これで米国の利上げの打ち止めが近いという観測が広がった。その後、スウェーデン中銀において、外準に占めるドルの割合が 37% から 20% に低下するといったことが明らかになり、ドル安材料が元々重なっていたところに G7 の声明が出た。その中で、グローバル不均衡是正に向けた対応の必要性が強調されたため、これを契機にドル売りが加速し、ドル円相場は 114 円台まで円高が進んだ訳である。さらに、昨夜のバーナンキ議長の議会証言により、市場では、改めて利上げ打ち止めが近いと受止められ、新たなドル売りを誘発している。この間出てきたグローバル不均衡問題なのだが、これがテーマになる場合、本来は円高というよりドル安の側面が強いはずなのだが、主要通貨の中では円の上昇幅が相対的に大きくなっている。背景として、二点程指摘できるのではないかと考えている。第一は、G7 の声明で、エマージング・アジア、就中、中国がシングル・アウトされて人民元の上昇の必要性が謳われていることが円高要因と市場では受止められている点である。人民元高が円高に直結するという論理や必然性は必ずしもないと思うのだが、少なくとも足許では、アジアで最も高い流動性の通貨である円が、いわゆるプロキシ・トレードの対象となっている面があるようである。第二はクロス円のポジションである。クロス円のショート・ポジションがかなり溜まっている。例えば、対ユーロでの円のショート・ポジションがこの間かなり溜まっていたと思うのだが、これが一挙に巻き戻されたことが円高を後押ししたと

考えられる。実際に、円の対ユーロ相場は、4月19日は145円台だったのだが、これが24日には141円台までユーロ安が進み、ポジションの巻き戻しが起きている訳である。円はユーロ以外の通貨に対してもかなり上昇していて、この点は、図表2-11のグラフをご覧頂くと、資源国通貨などに対しても円が高くなっている様子をご覧頂けるかと思う。この間、G7声明で名指しされたアジアの通貨は(2)の①のグラフにあるように軒並み対ドル相場が上昇している。特に韓国ウォンが、アジア通貨危機以来の水準に達しているほか、その他の通貨も軒並み年初来の高値を更新している。この間、(3)のグラフにあるように、人民元の対ドル相場は、G7後もほとんど動かないというやや不自然な動きになっている。最後に、図表2-13で今後の方向についてである。G7後はドル売りが進んでいるが、ドル売りを仕掛けているのは、基本的に海外のファンドである。これに対してドルを買っているのが、本邦の実需筋、具体的には輸入企業、機関投資家、投信などである。このため、東京市場の取引高がかなり拡大している。24日にはスポット取引が普段の3倍近い220億ドル程度の取引があったが、その傾向は基本的に今も続いているようである。この(1-1)でお示したIMMの円のショート・ポジションのグラフだが、4月18日までしかカバーしていないが、今申し上げたような動きの中で、その後かなりこのポジションが縮小し、円ショートが切られていると思っている。このような展開を見ると、恐らくこのまま直線的に円高が進んでいくとはなかなか考えにくいのではないかと考えている。ただ、G7の後は、為替市場におけるテーマが、それまでは金利差だったのが海外不均衡へとシフトしつつある。従って、(2)のリスクリバーサルグラフで黒い太線でお示しているが、ドル円のプット・オーバー幅が拡大していることに現われているように、足許のセンチメントはドル安方向に傾きつつある。従って、ドルの反発力は以前より弱まっていると考えている。ドル自体が再びはつきりとした上昇トレンドに戻る可能性は、低下しているのではないかとみている。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

岩田副総裁

一つ宜しいか。為替レートについては、今対外不均衡の方に焦点が行っているということであるが、確かにG7後少しそういう感じがあると思う。ただ、先程ご説明があったが、特に日本の金利の動きは、1年先スタート3か月物フォワード・レートを見ると、0.3%位から0.9%位と結構上がっている。そういう金利差が、やはり円高の方向に作用しているということはないか。

中曾金融市場局長

テーマは徐々にシフトはしているのだが、金利差のテーマが全くなくなっているという訳では多分ない。実際、昨日のバーナンキ議長の証言も、恐らくテーマとしてはどちらかと言うと金利差と読めることから、ドルが売られている面がある。そういう文脈の中で見ると、これは今までも言われていたが、一方ではアメリカの利上げ打ち止めが、他方は日本の政策金利の引き上げが、やはり円高材料として意識されている部分は、おっしゃるように存在すると思っている。

須田委員

為替のボラティリティはどうか。

中曾金融市場局長

ボラティリティも多少上がってきている部分がある。ドル円で言うと、例えばこれは期間にもよるのだが、3か月とか1か月のところだと9あるいは9を上回るところまでボラティリティが上がっている。これは割と高い水準になってきていると思う。従って、ボラティリティが大きく上がっていくと、キャリートレードがあまりリウオーディングでなくなるので、

そこからやはり巻き戻しが起きて、円高要因になるという部分も、やはり意識しておく必要があると思っている。アイスランドとかニュージーランドの通貨を巡るイベントを見て、投資家や市場参加者の間にもボラティリティの上昇に対する意識が高まってきていると聞いている。

福井議長

宜しいか。次は海外経済情勢について平野理事と堀井国際局長から願います。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

本日配付したお手許の決定会合資料-3（参考計表）（追加分）をご覧頂きたい。図表1で、米国の主要経済指標を確認したいと思う。シャドーが掛かっているのが、前回会合以降、この半月余りの間に判明した計数である。アメリカでしっかりした景気拡大が続いている姿を示している。まず、1. 実質GDP、本年第1四半期分は、日本時間で今晚発表される予定である。目下の市場予想は+5%程度である。過去一年自動車販売の繁閑、ハリケーンの影響といったことによって、四半期毎の成長率は振れてきているが、仮に、第1四半期の成長率が+4.8%~+5.0%位と仮定して、過去一年の平均を均して計算してみると、+3.5%という数字が出てくる。中身であるが、個人消費に関して5. 小売売上高を見ると、3月は前月に比べて0.6%増加した。第1四半期の前期比も、3.2%増と高い伸びとなった。また、7. 消費者コンフィデンス指数であるが、4月には109.6と一段と上昇している。それから8. の住宅着工であるが、3月は年率196万戸と減少しているが、これは温暖な気候に支えられて高水準となった1月の反動が続いているものとみられる。先行指標の許可件数は、依然200万戸を上回っており、高い水準である。表には載せていないが、住宅販売は3月には小幅増加となったが、趨勢的にはこのところ減少傾向にある。また、在庫も増加している。販売価格の騰勢もかなり減速している。これら

を総合して、住宅投資は徐々にスローダウンしているとみられる。9. 非国防資本財受注であるが、2月微減の後、3月は増加している。部門別にもコンピューター、一般機械に加えて、この計数の外側にある航空機に至るまで幅広く増加している。12. 鉱工業生産は着実に増加している。13. 製造業稼働率も、このところ高水準で横這っている。物価について、17. CPIのコアをご覧頂くと、前月比は2月の+0.1%の後、3月は+0.3%と幾分振れているが、前年比でご覧頂くと、このところ+2.1%をずっと続けている。水曜日に発表されたFedのページブックによると、多くの企業がエネルギー、それから資材価格の上昇の転嫁を試みているが、部分的な浸透にとどまっているようである。次に図表2、ユーロエリアである。図表2を見ると、1. の実質GDP成長率は、昨年第4四半期年率+1.3%の後、本年第1四半期の市場予想は+2%程度である。実際、生産・輸出はこれまでの動きに沿った動きとなっている。14. HICPの全体の前年比は+2.3%前後でこのところ振れている。それからコアについては、+1.2%、+1.3%といったところがずっと続いていて、変化は見られない。なお、ドイツの主力金属労組のベア交渉は、主要な州において、前年より幾分高めの約3%ベアで決着している。これに関して市場では、インフレ懸念の観点よりは、好調な企業収益の家計所得への均霑という点で、景気のプラス要因と捉える向きが多いようである。図表3-1、1. で中国の経済を見たいと思う。本年第1四半期の実質GDP成長率は、前年比で見て+10.2%の高成長となった。内容的には固定資産投資と輸出といったものが伸びを高めている。また、8. M2、それから9. 人民元の銀行貸出が、計画を大幅に上回っている。これらを受けて、4月には温家宝首相が引締めを示唆する発言をした訳であるが、昨日、人民銀行は、銀行の貸出金利を引き上げ、本日実施することを発表した。1年物の貸出金利では、27bp引き上げて5.85%になる。公表文の中で、人民銀行はマクロ・コントロールの成果を強固にするための決定と説明している。これを受けて、昨日は、国際市場で原油、資源関連の価格、それから株価といったものが値を下げている。なお、表に戻って物価であるが、7. にあるよ

うにCPIの前年比はこの2か月連続で+1%を下回っている状況である。

2. (1) で、韓国の第1四半期のGDPが出ている。個人消費の増加を主因に+5.1%と、しっかりした成長となった。図表3-2で、東アジア各国の輸出と生産が出ているが、旧正月のずれに伴う計数の振れがあるので、その振れの小さい第1四半期のカッコ内をご覧頂くとお分かりのとおり、いずれも堅調な増加を続けている。図表3-3で(6)消費者物価指数であるが、こちらの方についても、ほとんどの国で旧正月の振れを除くと基調の変化はない。ただ、マレーシアだけ+4.8%とポンと上がっている。これは、3月に石油製品価格を引き上げた影響である。さて、図表4で、アメリカの金融指標を見たいと思う。(1)のアメリカの長期金利は、景気堅調を示す経済指標が出る時には上昇し、FOMCの議事録の公表や昨日のバーナンキ議長の議会証言といったところで、利上げ打ち止め観測が強まると反落という展開を辿りつつ、このところジリジリと水準が上がってきている。昨日のバーナンキ議長の議会証言であるが、その中でこのように言及されている。「将来、金融政策目的に対するリスクが完全に上下バランスしていないという場合であっても、経済情勢に関する情報を得るために、1回かそれ以上の回数の会合で何も行動しないということをするかもしれない」というように、利上げの一時休止が言及された。ただ、同時にその後、利上げの展開の可能性も排除しないということも合わせて発言されている。そうしたもとの、(5)のところで行先きの短期金利の現時点の予想を見ると、5月10日のFOMCでの25bpの利上げはフルに織り込まれている。その先6月末のFOMCでの25bpの追加利上げは、4割弱の確率で織り込まれている。6月か8月いずれかのFOMCで利上げして、FFが5.25%になるという見方は、6割の確率で織り込まれている。(4)の株価であるが、景気堅調を示す指標に重ねて、ミクロで好調な企業決算が発表されるにつれて上昇している。昨日はバーナンキ証言を好感してさらに上昇となった。1~3月の決算に関しては、S&P500中、既に半分強の数の企業の決算発表がなされている。一株当たり利益の伸びで、前年比約+16%と事前の予想を上回ってきている。この間、リスク関連指標であ

るが、金融政策の先行きを巡る不透明感が強まっているにもかかわらず、依然安定を続けている。図表5の欧州の金融指標であるが、(1)の長期金利はやはりジリジリと上昇している。と同時に(2)の株価も上昇している訳である。これに為替の強さといったことも加味して考えると、やはりこれらはヨーロッパの景況感の改善を反映しているとみられる。そうしたもとで、(5)ユーロ先物金利のグラフにあるように、市場では6月8日のECB定例理事会での25bpの利上げが確実視されている。年内、さらに0.5%ポイントの利上げがあると予想されている訳である。最後にエマージングの金融指標であるが、先進国での金融政策運営を巡る不確実性の高まりにもかかわらず、各国経済のファンダメンタルズの好調を好感して、株、債券、為替とも堅調な展開となっている。政変が長引くタイ、それから双子の赤字が懸念されているハンガリーを含めて、市場が一日、二日不安定化したことは勿論あるが、それ以上の変調は今のところ見られていない。私からは以上である。

福井議長

どうぞご質問等あったら。宜しいか。それでは国内の経済情勢であるが、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

それでは本日は、まずお手許に最初にお配りしてある資料に基づいてご説明した後、本日発表になった生産統計あるいは雇用統計のご説明をさせて頂き、その後、まだ調査統計局の方に残っている門間調査統計局参事役からCPIの中身をご説明する。特に、4月の東京について、思ったよりも強いとか弱いとかという情報があるかどうか精査しているので、少し遅れて参る。

早速であるが、最初に既にお配りしてある資料に基づいてご説明したいと思う。最初に図表4であるが、ご承知のように貿易統計が出ている。通

関統計については、ご覧のとおり輸出が昨年の後半以来の高い伸びを続けている一方で、輸入に関しては昨年の第4四半期が前回一旦横這ってしまったが、この1~3月はやはり増加しているということで、基調的には増加傾向にあると思う。恐縮であるが、その次の図表5をご覧頂きたい。輸出の内訳を一応確認しておく、(1)の地域別は四半期のところをご覧頂くと、どの地域も押し並べて増加しているということかと思う。米国については、昨年の国内での自動車工場の立ち上げ以来、自動車の輸出が順調に増加しているということ、それからアジアについても、旧正月の影響で月々のデータは相当荒れたが、結局締めてみれば中国辺りもかなり高い伸びが続いていることが確認されると思う。この他、この表には載っていないのだが、実はそれ以外の地域、中東であるとか、あるいはまたインドであるとか、東欧であるとか、そういったところ向けの輸出が高い伸びを続けているのも、また一つ基調的な事実だと思っている。(2)の財別についても基本的には押し並べて増加していると思っている。数字面をご覧頂くと、消費財が少し減少しているが、オートバイの影響が少し大きく出ていて、一時的だろうと理解している。

それから設備投資関係について、図表13を少しご覧頂きたいと思う。これは中小公庫のアンケートなのであるが、設備投資実施企業割合というのをご覧頂くと、足許のところかなり高い水準になっているのがお分かり頂けると思う。とりわけ製造業に関しては、1996、1997年の山を越えているので、多くの統計のようにバブル崩壊以来の一番高いところである。非製造業も、ほとんど1996、1997年の高いところと横並びに近いところまできているということで、短観もそうであるが、中小企業の設備投資意欲もますます強いということかと思っている。

恐縮である、図表17である。実は本日、商業販売統計が出ているのだが、準備の関係で数字をお配りすることはできないので、内容を申し上げさせて頂く。まず最初に、家電販売のところで、三角カッコ前期比+1.0%と書いてあるものが、3月が入ったところで+1.7%になった。そういう意味では、家電販売は相変わらず順調に増えている。次に全国百貨店、こ

れも三角カッコの -0.8% と書いてあるところが、3月が入った段階で -0.7% となった。若干、反動が出ている感じはあるが、前年比は1~3月 -0.4% ではなく $+0.4\%$ になった。2四半期連続プラスということであるし、実は店頭販売は、この数字よりも良いということもあるので、百貨店は比較的順調であるとお考え頂ければと思う。他方、スーパーの方に関しては、店舗調整後 -1.6% と書いてあるところが、3月が入ったところで -1.9% になってしまった。そういう意味では、昨年11月、12月にスーパーが結構強くて一体どうしたことだろうと思ったのだが、結局のところ要するに天候要因であって、その寒さが抜けてみるとなかなか弱いということだと思う。他方、コンビニエンスストアは、1~3月前期比が $+1.4\%$ のところは $+1.5\%$ になった。これも去年の暮れ位に随分弱くて、どうしたことかと思ったが、やはり彼等の言うとおりの、寒過ぎると駄目なのであるとか、そういうことだったのかもしれない。ということで、数字はばらばらになっているが、基本的には大きな流れは変わっていないということかと思っている。全体として括ってみれば、緩やかな改善傾向が続いている。ただ、逆に言うと天候要因がこれだけ影響するというのは、まだそんなに力強い回復ではないということかと思っている。それに加えて、困ったのは、家計調査の消費支出と書いてある数字が今日出ている。これは消費水準指数ではなく、世帯人員が調整されていないので少し役に立つものかどうか分からないのであるが、一応今月も弱くてこの三角カッコ -2.0% と書いてあるところが -2.1% になっている。先程見たら、所得は、実収入というのが所得に当たるのであるが、これが毎月毎月どんどん決れている状況であり、例えば、3月の前年比は名目で -4.7% ということであるので、水準指数で調整されるかもしれないし、これだけでは何とも言えないが、なにがしかGDP統計等には影響が出るかもしれない。

それから参考計表に関して、図表27、物価の方へまず進ませて頂きたい。図表27では国際商品市況を書いている訳であるが、ご覧のとおり国際商品市況は大幅に上昇した。原油も今週に入って若干反落しているが、ご承知のとおり、先週はWTI、ドバイ全てのものが高値を更新した。原

油に目がいつているのであまり注目されていないのだが、実は上がり方は非鉄の方が凄くて、グラフを書くとこの銅などはほとんど垂直に見える位のグラフになっている。正直言って、基調的には世界景気、需給環境があることは間違いないと思うが、さすがにここ 2、3 週間の動きはもう投機以外に説明できない状態となっているので、果たして今後どうなるかというのは少し予断を許さない状況になっている。以上を踏まえて、図表 30 の国内企業物価をご覧頂きたいと思う。実は国内企業物価は、出ているのがまだ 3 月の数字であるので、3 月はむしろ落ち着いていた。前月比で見れば実は 0.0% であって、ご覧のとおり (1)、(2) にあるような前年比、あるいは 3 か月前比ともに伸び率は幾分低下している。ご記憶のように、2 月は原油も非鉄も一時的にむしろ調整局面にあったので、そういった影響がここに出ている。4 月も、非鉄の上昇辺りの影響が出てくるので、前月比ではプラスになってくると思うが、まだ足許の原油価格の動きは 4 月にはそれ程出てこないで、前年比で見ると、去年が沢山上がっているので来月はまだもう少し下がるというイメージかと思っている。ただし、5 月以降はこの足許の原油、非鉄の影響が出てくるので、前月比でもそこそこ上がる可能性は高い。結局のところ、(2) の 3 か月前比のグラフをご覧頂ければお分かり頂けると思うが、これまでも 3 か月前比で見ると、結構大きなスイングを打ちつつ、結局基調的には上がってきているということであり、今後もそういう展開になる可能性が高い。例えば、非鉄などは、反落すれば一旦また落ちる局面があるかもしれないが、基調的にはそのような動きをしていこうと思っている。

それから、ここには載せていないが、今週の火曜日に内閣府から例の企業行動アンケート調査が出ていたので、この内容について少しだけご紹介させて頂きたいと思う。普段、一番注目しているのは、期待成長率の数字であって、期待成長率はこれから 3 年あるいは 5 年ともに +1.9% という数字が出た。これは大体私共の予想しているとおりであって、現在我々が考えている潜在成長率ともほぼ整合的ということになる。そういう意味で考えれば、この期待成長率を前提にすると、設備投資は増加基調を続ける

が伸び率は段々下がっていくと考えるのが常識的である訳である。ただ、実際には、企業行動アンケートは、直接設備投資や雇用についても聞いていて、それを見ると思った以上に強いという感じであった。具体的に申し上げると、設備投資はこれから3年間で年率6%近く伸びるという数字であり、これは計算すると、期待成長率が3%近くになってこないと具合が悪い位強いということである。それから雇用の方も、これから3年間年率2%弱で増えると言っていて、これはご承知のように、これから3年というと、団塊世代の退職フェーズが入ってくるので、ここで雇用者数を2%増やすというのは、これまた相当な数字である。そういう意味では、実は最近の企業行動というのは、一方において、例えば短観の業況判断や、先程ご紹介しなかったが物価指数の中でもCSP Iが相当弱い。マイナス幅は着実に縮小しているが、どうも私共の聞いているところだと、4月も必ずしもプラスにならないのではないかとされている。この辺は、やはり企業から見れば経費項目であるので、経費項目の削減については依然として相当厳しいという感じがある一方、先程の設備あるいは雇用辺り——新卒採用をご覧頂いてもお分かりだと思うが——は、かなり積極的になっている。一言で慎重とか、積極的とか表現するのはなかなか難しいような状況になってきているということかと思う。後程、展望レポートのご議論もあるかと思うので、一応紹介させて頂いた。

それと大変恐縮であるが、今お手許にお配りしている資料-4（追加図表その1）で、本日の鉱工業生産及び雇用関係の指標についてご説明したいと思う。まず最初に、この横になっている鉱工業生産指数であるが、ご覧のとおり3月の生産は前月比+0.2%であった。予測指数は+0.3%であったので、今月は大体予測指数並みの着地ということである。この結果、1~3月の生産は、以前計算していたとおり+0.6%である。ただ、横に見て頂くと、1~3月に関しては、出荷は-0.1%ということで僅かではあるがマイナスということ、それから在庫は+0.6%ということで小幅ではあるが在庫が増加しているということで、1~3月だけで見ると必ずしもあまり良い形であるとか強い形にはなっていない。勿論、在庫循環的には、

出荷の前年比+4.3%、在庫の前年比+3.1%ということであるので、45度線を下回ったという姿は変わっていないが、決して1~3月自体はそう強かった訳ではない。ただ、ご覧頂ければお分かりのように、昨年10~12月には結構強かった訳であり、また先行き4月、5月の生産予測指数をご覧頂くと、3.8%増の後、0.5%減で単純計算すると4~6月は3.2%の増加になる。こんなには増えないだろうと思うが、クォーター・バイ・クォーターには結構振れを伴いつつも、基調としては増勢にあるということだと思う。多分、四半期の振れを作っているのは、印象に過ぎないが、資本財出荷が結構大物中心にこの1~3月落ちている。これなどは、予測指数を見ると先行き増えそうな雰囲気なので、資本財出荷辺りが結構波を作っている可能性があるなと思っている。

それから恐縮であるが、次の図表2に雇用関係の数字を記している。雇用関係の数字については、毎勤統計は以前出たものに対する確報修正であって、特段申し上げる程のことはない。相変わらず所定外給与が弱くて困ったなという感じはするが、半年間はなかなか如何ともしがたいということである。勿論、4月は実勢の給与の変更があるので、そこには注目する必要があるが、若干弱めに出ていることだけは致し方ない。本日出た<職業安定業務統計>と<労働力調査>について申し上げますと、まず最初に<職業安定業務統計>は、ご覧のように有効求人倍率は1.01倍ということで、僅かではあるが久し振りに少し下がった。例えば、新規求人の前年比辺りをご覧頂いても、1月、2月とかなり高い伸びになってきたので、高くなってきたと申し上げたのだが、3月単月で見ると+2.6%ということで結構下がった。ただ、この辺はあくまで単月の数字であるし、ご承知のように求人などは単月で結構振れる数字である。しかも求人倍率1.01倍のレベルは相当高いので、これをもって雇用情勢に何か変化が起きているということでは全くない、と考えている。逆に、<労働力調査>の方をご覧頂くと、失業率は今月も4.1%で前月比横這いであった。私は、2月の4.1%は多分出来過ぎであろうと申し上げたのだが、少なくとも今月はまだその数字が横這ったということである。中身はこれまで申し上げてい

るようなこととはあまり変わっていない。一つは労働力人口のところをご覧頂ければお分かりのように、割と安定的に増えているので、振れはあるが基調的には労働参加率が少しずつ上がりつつあるのではないかと思っている。さらに、この雇用者数と就業者数の伸び率が相当乖離しており、この乖離の原因を作り出しているのは、自営家族従業者の減少であるので、これも雇用情勢の改善期によく見られるような現象である。ただし、ここ2、3か月は、何分にも雇用者数の前年比が2%内外で、非常に高い数字になっているので、この辺が若干失業率をサンプル要因で押し下げているので、私は4.1%から1回はリバウンドするのではないかと思っているが、両方合わせてみれば、雇用情勢はゆっくり改善しているということで間違いないと思う。むしろ注目は来月4月で、特に4月の毎勤統計かと思っている。ご覧のとおり毎勤統計は常用労働者数の前年比が全然動かない訳であるが、この辺もさすがに新卒が入れば動いてくる可能性があるし、春の賃金改定は、それ程大幅ではないが、本日は初任給が上がったという話もあったし、その辺も含めて賃金にどういう動きが出てくるか、この辺は今後の基調的な物価の動きを考えていくうえで重要な数字だと思っている。私が時間を使っている間に、門間調査統計局参事役がきたので、少しバトタッチし、消費者物価の最新情報についてご説明したいと思う。

門間調査統計局参事役

ただ今お配りした資料-4（追加図表その2）の図表1にあるように、全国CPIの除く生鮮が、3月は+0.5%ということで2月と変わらなかった。概ね想定どおりの動きである。東京CPI総合の4月が今回出ており、これが若干注目されていた訳であるが、ご覧のように除く生鮮で3月の+0.2%から4月は+0.3%へと0.1%ポイント伸び率が高まった。内訳をご覧頂くと、公共料金が+1.0%から+0.4%へと伸び率が低下しているが、これは電気代のプラス寄与の低下と診療代の下落ということで、想定どおりである。強いて言えば、診療代は低下幅が若干小さかったかなという感じはある。その一方で、一般サービスが+0.1%から+0.5%へと伸び率が

高まっている。後程、申し上げるように、若干振れと思われる部分もあるが、基本的にはこの辺りで少し伸び率が上がってくるという想定に概ね沿った動きと考えている。内訳であるが、図表 2 の全国の方をご覧頂く。

(1) のグラフをご覧頂くと、若干ラウンドの関係でぴったり合わないが、ほとんど中身は前月と変わらない。石油製品を中心に財が上昇しているという他は、公共料金が若干であるがプラス幅が縮小——これはほとんど変わらないが——。それと一般サービスが若干縮まっているのは、(3) の方に内訳があるが、家賃が 2 月に随分上がったが 3 月は伸び率が幾分低下している。しかし、その一方で、他のサービスが若干プラスになっている。この辺は振れということかと思う。図表 3 でいわゆる特殊要因を除いたベースであるが、右下のところはいわゆる米国コアであって +0.2% であるが、我々の実力コアでは、3 月は +0.0% ということで、+0.2%、+0.1%、+0.0% と伸び率が低下してくるような感じもするが、これはほとんどラウンドの関係である。実態的には 1 月も +0.1% であったし、3 月も +0.1% に近いということで、むしろ四半期ベースで見た第 1 四半期の +0.1% というのが大体——これだと米国コアも +0.1% であるし——実勢とお考え頂きたいと思う。因みに、上のグラフの刈り込み平均は、まだ 3 月は計算していない。それから、図表 4 の消費者物価（東京）であるが、4 月のところをご注目頂きたい。(1) の右であるが、先程申し上げたように、白い部分の公共料金はプラス寄与が低下している。その一方で、一般サービスの伸び率が高まってきているという状況である。その内訳であるが、(3) にあるように家賃の伸び率が高まっているだけではなくて、4 月は他のサービスの伸び率も上昇している。さらにその内訳を口頭で申し上げますと、外国パック旅行及び宿泊費といった、振れかもしれないものが多少上の方方向に振れているが、同時に年度の改定で変わることが多い補習教育とか私大授業料も上がっているということで、この辺りも大体想定に沿った動きと考えている。その一方で、(2) の財であるが、この辺は先程の全国もそうであったが、東京の 4 月についても、食料工業製品が相変わらず若干マイナス、それから被服もなかなか伸びてこない。この辺りは、依然として

競争圧力の強さといったようなこともあるかと考えている。それからその次に、図表5で一応東京の実力コアも計算してみた。ご覧のように、先程申し上げた公共料金が今月の低下方向の主な動きであるので、除くと実は実力コアは3月の+0.0%から4月の+0.3%へと拡大していることになる。勿論、これには家賃とか外国パック旅行などが入っているので、全部が全部本当に実力かどうか分からないが、足許のところ、サービスを中心に伸び率が拡大してきているという基本的な判断は、そういうことで良いのではないかと考えている。それから戻って頂いて、図表3の全国の4月以降の展開ということであるが、まず⑤の石油製品のところは、3月+0.48%という寄与があるが、これが4月以降は寄与度が低下してくる。ただその低下の仕方は、以前申し上げていたよりは小さく、恐らく石油製品で+0.3%以上位は残るのではないかと考えている。診療代は、若干マイナスになるが、特殊要因計で恐らく+0.3%位は残るという感じかと思っています。それに、先程申し上げた東京の実力コアが、足許+0.3%上がっているので、まるまるそれを乗せないまでも+0.2%位乗せておくと、多分その4月以降は全国も+0.5%、+0.6%辺りが展望できる。本日アベイラブルな情報から考える限りは、それ位のところが良い線かなというのが第一印象である。足許のところ、目覚しく変わってきているという感じもないが、じわじわと需給環境の好転、賃金の上昇圧力のようなものが出てきている可能性があるという位は申し上げられるかと思っています。私からは以上である。

福井議長

それでは局長からのご報告も含め、ご質問があればどうぞ。

早川調査統計局長

CPIの細かいことは門間参事役がお答えする。ご覧頂いたように、大体CPIも若干のラウンドの問題等あるが、ほぼ思っていたような動きである。

福井議長

想定どおりか。

早川調査統計局長

東京は前月比上がったが、これは元々石油製品の下落幅などが小さいので上がった訳であり、全国も確実に上がるというものでも必ずしもないので、大体みていたような動きである。ただ、一応サービスが、それなりに上がってくれたので、我々としては何となくほっとしたような雰囲気である。

須田委員

今、おっしゃったサービスの上がり方については、想定範囲か、それともそれよりも強いのか。

早川調査統計局長

概ね想定範囲である。先程の宿泊費が、少し強いのか。

門間調査統計局参事役

いや、概ね想定範囲である。逆に宿泊パック旅行、海外パック旅行、宿泊費など以外のものは、そんなに変わっていないという面もあるし、財の部分が被服を含めてそれ程変わっていないので、強いという程ではないと思う。大体想定どおりかと思う。

早川調査統計局長

財も思ったより少し良かった。

水野委員

後で展望レポートで出てくるのだが、先程企業行動が積極化するかどうか

かがひとつ注目点であるとの話があった。今の時点では、どの程度の可能性があるとみているのか。

早川調査統計局長

先程も少し申し上げたように、私共のミクロ担当に言わせると、今の企業の雰囲気からすれば当然だというのだが、私も、例えば、春の賃金改定なども若干小さかったかなという印象を持っており、他の物価指数がプラスになっていく中であって、先程のC S P Iだけはまだマイナスが続いている。そういう意味では、ある種のコスト・アップに対する企業の抵抗感というのは相当強いということが一方にある。しかし、そうでありながらも、やはり生き残りを懸けて戦うべきところは戦わなくてはならないということであり、設備投資は実施するものはする。雇用も、やはりしっかりとした中核部分を育てていかないと、いつまでも非正規だけでは生きていけないと思っている。ミクロ担当は、今の企業はそういうものであると言っているのだが、普段のマクロの経験則からみると、例えば企業収益がこれだけ上がってくれば、賃金にしても経費支出にしても、少し緩んでいくものなのだが、それが全然ないという感じである。であるから、どこを捉えてみていくかによって少し変わってくるが、設備投資については、少なくとも企業行動アンケートはああいう数字が出てきたし、後程、雨宮企画局長から紹介があるが、例えばローン・サーベイなども割と強い数字が出てきているので、引き続き設備投資は、思ったより強い可能性を注視するということであろうか。ただ、現時点で上振れるという程の証拠があるとは考えていない。

水野委員

慎重という感じではないのか。

山本理事

私が面談をしている感じから言うと、ミクロ担当とかなり近いのだが、

例えば人件費にしても何にしても厳しい姿勢で臨んでいるということは、基本的には変わっていない。ただ、そういった中で、やはりこれからの中長期的な自分の企業の成長ということを考えた場合、絞るには絞ってはいるのだが、やはりやるべきものをやっていかななくてはならないという姿勢はある。その結果が、こういう企業行動アンケート調査などに数字として出てくるのではないのかなと思う。従って、企業行動アンケート調査結果に違和感はない。

水野委員

集中と選択だな。

早川調査統計局長

私達は、どうしてもマクロの感覚で、成長率がこれ位であれば資本ストックの伸び率はこれ位でというような計算をするのだが、企業に聞いてみると、今山本理事が言われたようなことであり、我々のミクロ担当などもそういう印象を持っているようである。

中原委員

先程、早川調査統計局長が、アンケート調査では、3年、5年も含めて期待成長率が+1.9%ということであり、これは潜在成長率として我々の持っているイメージとあまり違和感がないとおっしゃった。最初の説明にあったが、これは実質経済成長率についての予想として結果が出ている訳であり、実質GDP伸び率と読んで良い訳であろう。そうであれば、これは企業がそれぞれ日本経済のマクロ見通しを独自の立場で言ったものであって、潜在成長率と直接関係あるのかどうか、私は少し疑問を持っているのだが。

早川調査統計局長

まず第一に、3年、5年という話になってくると、それ程滅茶苦茶離れ

られるものでもあるまいということである。特に、現在のように需給ギャップが概ねゼロに近いところで予想しているのであれば、潜在成長率はそう違う数字ではないと思う。例えば、物凄く深い不況の後であれば、角度の高い伸びもあり得るし、物凄く高いところから後で落ちる可能性もある訳だが、一応中期——3年～5年を中期と言って良いかどうか分からないが——では、そのようになると考えている。

中原委員

需要見通しは、+1.3%とか+1.4%位だな。

早川調査統計局長

然り。

中原委員

意外に慎重だと思うが。

早川調査統計局長

今日ご紹介しなかったが、これも実は、先程申し上げたこととよく似ているのである。これは、日本経済の成長に関する見通しと、自分の業界の需要見通しを聞いている。バブル期は、日本経済の潜在成長率に比べて、自分の業界の需要予測が凄く強いというのが特徴であった。それに対して最近の数字は、日本経済の成長率よりも、自分の業界の需要成長率の見方が低いのである。この辺は先程の例の短観などのイメージに少し近くて、やはり設備投資は強い数字を言っているのだが、決して浮かれた前提でやっている訳でもなさそうである。引き続き厳しい側面と積極的と言うか、やらなくてはならないという側面が並存している。従って、色々な統計を見るうえで、短観のDIはどちらかと言うと厳しい側面に振れる統計であり、設備投資などは逆の方にまた振れる。少しその辺を気を付けて見ないと読みにくいという感じはしている。その結果どうなるか、というの

はなかなか予測が難しい訳だが、取り敢えず企業はそういう感じで進んでいるということかと思う。

福井議長

先程の鉱工業生産等の新しい指数を入れると、この図表 25 の在庫循環の絵は、イメージとしてどちらの方に動くのか。

早川調査統計局長

在庫循環の絵は、少なくとも鉱工業全体で見ると、1月の絵とほとんど変わらない。

福井議長

45 度線の少し下位か。

早川調査統計局長

然り。

西村委員

この在庫が増えたことに関して、何か特別な情報はるか。鉱工業生産の在庫は、少し色々と特殊な事情がある。

早川調査統計局長

今月の在庫は、+0.6%であるから、それ程大きなものではない。情報は一切ないから何も言えないが、やはり輸送用機械がまた増えているので、その辺の影響があるかもしれない。あとは、化粧品関係が並んでいる。これは多分新製品ではないかと思う。

西村委員

そうすると、それは前向きの在庫であると解釈した方が良いということ

だ。

早川調査統計局長

取り敢えず困った在庫が大きく増えているという感じは持っていない。素材などについても、鉱工業指数上は、例えば鉄鋼の在庫など依然として結構多い感じなのだが、聞いている雰囲気では、調整は結構良いところまでできているという感じになっているので、本当は進んでいるのではないか。

福井議長

他に宜しいか。それでは金融環境について白川理事と雨宮企画局長から願います。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

雨宮企画局長

それでは金融環境についてご説明申し上げます。今朝お配りした資料-5(参考計表・その2)、「金融環境の現状評価」参考計表がお手許にあると思うが、それに基づいてご説明させて頂く。まず前半はクレジットを中心に、企業の資金調達環境の動向である。まず(1)銀行貸出残高だが、最近の数字をご覧頂くと、2月は前年比+1.5%の後、3月は+1.5%であった。この間、銀行貸出の前年比は、昨年夏以来、徐々にプラスの伸びを高めてきている訳だが、3月については、前年比+1.5%で横這いであった。四角カッコ内の数字が特殊要因調整前だが、これは若干伸びを高めて+0.2%~+0.3%であった。そういう訳で、銀行貸出全体が+1.5%で同じだった訳である。表には掲げていないが、業種別の中身を少し申し上げると、企業向けはむしろ若干伸びを高めていて、その分、地公体向けが落ちているという中身であった。この間、企業の需資が段々強くなってきているが、ただ、今月については、基調的な動きというよりも、やや特殊な要因だったようである。具体的には、(2)民間部門総資金調達の表のCPのところをご覧頂くと、CPの寄与度は1月、2月と+0.3%ポイントで

推移したのだが、3月は+0.1%ポイントという格好で数字が落ちている。中身だが、3月の量的緩和解除の前後に、CP市場のレートが若干上がったため、CP発行を手控え、銀行借入れにシフトしたという企業が出てきている。後程申し上げるが、金額的には、CP残高が2兆円強落ち、それが銀行借入れにシフトしたようである。これがCPの寄与度が落ちた背景である。従って、全体としての民間部門総資金調達も、3月は+0.1%で横這いであった。CP等の直接市場の環境だが、図表2の(1)が、CP・社債の発行金利におけるスプレッドである。今申し上げたCPの感じをご覧頂くために、3月、4月辺りの数字をご覧頂きたい。分かりやすいのはA2格辺りだが、2月は0.23%というスプレッドだったが3月には0.32%に上がった訳であり、この辺で若干発行控えがあったということであった。しかし、CPマーケットについては、量的緩和解除後はかなり早急に落ち着きを取り戻しているようであり、4月速報のスプレッドをご覧頂いても20bpということで、ほぼ平静を取り戻している。一方、むしろ遅れて若干変化が起きているかもしれないのは、社債である。シャドーを貼ってある4月のスプレッド、例えばこの中の三つの中でA格をご覧頂くと、3月まで大体20bp強だったスプレッドが39bpということで、全体に長期金利のボラティリティが上がっている中で若干拡大している。先程金融市場局長から説明のあった、アifulの要因が4月の後半に入ってくるが、これにより発行がどうなるかということは、また今後注目する必要があるかと思われる。ただし、スプレッドは拡大しているし、若干発行企業で慎重化しているところもあるが、市場環境が悪化しているということでは全然なさそうである。(2)の公社債発行額をご覧頂くと、4月の速報は3,890億円である。実は、定例的に社債を発行する電力系等がやはり若干様子見ということもあって、4月は、元々単月では社債の発行が非常に増える月なので、それを考えると少し控えめな数字である。当面、例えば発行環境に非常に敏感に反応するBBB格の発行シェアも引き続き15.7%となっており、少なくとも4月までは高いので、環境としては、全般的に良好な状態が続いているということかと思われる。図表3は、CP・社債全体の

残高の動きである。(3)の棒グラフをご覧頂くと、社債とCPの合計の前年比で、薄い色が掛かっているのが社債である。社債はプラスだが、CPについては、2月までかなり大きなプラスだったものが、3月はマイナスになっているのは、先程申し上げたような事情によるものである。具体的な数字のイメージを申し上げますと、2月のCPの発行残高は16.8兆円だったのだが、これが3月末は14.2兆円ということであったので、2.6兆円減った。ただ、市場はすっかり落ち着きを取り戻している。その他、(4)エクイティファイナンスも順調な環境が続いており、4月の速報は、転換社債の発行額は2,906億円と引き続き高水準である。中身的にも、転社の発行は、例のMSCBというやや特殊な商品でかなり嵩上げされていた面がある訳だが、4月については、2,900億円のうち2,000億円は大手メーカーのCBの発行ということで、前向き資金の発行もかなり増えてきたという印象である。株式の調達額は、4月は768億円でやや小さめだが、これは2月、3月と大口の発行があった後、大口の発行が少し止まっているということで、環境は良いと聞いている。以上が企業の調達を巡る環境である。今回新しい情報として、先程早川調査統計局長からも若干ご紹介があったが、図表4が主要銀行貸出動向アンケート調査である。これはいわゆるローン・オフィサー・サーベイであり、銀行の貸出責任者に対して企業の資金需要等々の地合いを聞いているという、いわば銀行版短観になる訳である。この(1)資金需要DIの一番右をご覧頂きたい。一番上の破線の部分が企業の資金需要の合計、その下の太めの線が中小企業向けであり、この第1四半期の資金需要の増加超幅が増えたという結果になっている。この統計は7年目位になる訳だが、ご覧のとおり非常に季節性の強い動きがある。企業の資金需要は、総じて年末に向けてどんどん増える。第3四半期、第4四半期と増え、年が明け、第1四半期、第2四半期と落ちるというサイクルを繰り返している。従って、第1四半期は通常資金需要DIが落ちる時期なのだが、この時期に増加となったのは過去7年で初めてである。中身を見ると、個人向けであるが、これは住宅ローンの駆け込みだろうと思われる。それから企業の中では、やはり中小非製造業からの

資金需要が増えたということが非常に多い。これは、中小非製造業は元々金融に対する感応度が強い訳であるし、先程早川調査統計局長の話にもあった設備投資の動向と符合している面があろうかと思う。ただ、何分振れの大きい統計でもあるし、実際にこの統計を作成して銀行と話している部署の感じでは、ここにきて企業の資金需要が一段と非常に強さを増したというよりは、むしろ堅調さを維持しているという感じだと思うが、少なくとも銀行から見た資金需要の地合いというのは、着実に変化しつつあるなということかと思われる。(2)は貸出運営スタンスだが、これは基本的には積極化の方向のまま、ほぼ横這いの動きが約1年続いている訳であり、その動きに大きな変化はない。全体としては、金融機関の貸出姿勢は緩和した状態が続く中で、資金需要も徐々に堅調さを増しているということだろうと思われる。最後、図表5がマネー関連指標である。(1)マネタリーベースは、まだ26日までの平残の速報だが、当然のことながら日銀当預が段々マイナス幅を拡大するのに応じてマイナスになっており、4月は-6.5%であった。(2)マネーサプライだが、1月は+1.7%、2月は+1.8%の後、3月は+1.5%ということで、+1%台後半のところでは伸びが少し低下している。全体としては、信用供与面ではマネーサプライが伸びる余地が出てきている訳だが、むしろ預金から投信へのシフトというかたちで、投信への資金流入が続いていることから、マネーサプライ統計自身は、やや伸びにくい環境が続いているということかと思われる。報告は以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。宜しいか。それでは展望レポートについてお願いします。

5. 「経済・物価情勢の展望」についての説明

雨宮企画局長

それでは展望レポートの、ただ今お配りした各委員方の見通しの数字を

中心にご説明する。今、まずお配りした数字の表についてご説明すると、新しく埋めた数字から申し上げる。まず 2005 年度の大勢見通しと実績見込みの中の消費者物価指数（除く生鮮食品）の実績の、+0.1%という数字は今朝入れた数字である。言い方は適切ではないのかもしれないが、+0.1%ということなので 10 月時点の見通しの中央値がそのまま当たった。それから委員方に頂いた見通しの数字が、その下からである。まず実質 GDP から申し上げると、2006 年度は大勢見通しで+2.1%~+3.0%、中央値は+2.4%で+2%台半ばという数字になって、10 月時点の見通しに比べて大幅に上方修正となった。それに続く 2007 年度だが、大勢見通しで+1.8%~+2.4%、中央値は+2.0%とほぼ+2%程度ということで若干成長率そのものについては減速するという数字になった。国内企業物価指数だが、大勢見通しは+1.4%~+1.6%、中央値は+1.5%ということで、10 月時点の見通しに比べ、これも大幅な上方修正である。2007 年度については、+0.8%~+1.1%で中央値は+1.0%という数字である。消費者物価指数は、2006 年度は実は数字が一つであり、+0.6%~+0.6%ということで、中央値も+0.6%である。欄外に大勢見通しがあるので、それで若干補足させて頂くと、消費者物価指数の 2006 年度の全員見通しの方は+0.5%~+0.6%ということで、一つずつ上下をカットしてこの大勢見通しになったということは、+0.5%の方がお一人いらして、残る委員全員が+0.6%だったということである。2006~2007 年度の大勢見通しへ戻って頂くと、2006 年度の中央値は+0.6%で、10 月時点の見通しに比べてほぼ見通しどおりの数字。2007 年度については、+0.7%~+0.9%で、中央値は+0.8%である。+1%弱で、プラス幅は徐々にではあるが拡大するという見通しを頂いた。それからこの表で一点付け加えさせて頂くと、(注 2) である。既にご了解頂いているとおり、今回から各委員方にこの見通しをお作り頂くに当たって、長期金利であるとか、株価であるとか、他の金融変数といわば整合性を取る。それぞれの委員方は、金融変数の前提を置かれていると思うが、その中にはある程度金融政策の変化も市場は織り込んでいる訳なので、それと整合性を保つという意味で、市場金

利に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考に見通しを作成して頂いた、という点を注書きしている。展望レポート本文中の数字については、お配りした資料が空欄になっていた部分があるので、頂いた数字を踏まえて、追加させて頂きたいと思う。お手許の展望レポートの本文の2頁をご覧頂きたい。一番上の段落だが、2006年度から2007年度の成長率のところである。この3行目に点々があるので、まず少し表現だけ申し上げてから文章全体を読む。一番最初、「2006年度は・・・」の点々が今申し上げたとおり「2%台半ば」、その次の「2007年度は2%程度と、」ということでご提案させて頂きたいと思う。一応この文章をその上から読ませて頂くと「成長率の水準は、景気回復局面に入って既に4年以上経過する中で、今後景気は成熟段階に入っていくと考えられるため、2006年度は2%台半ば、2007年度は2%程度と、潜在成長率近傍の水準に向けて徐々に減速する可能性が高い。」ということである。それから4頁、物価の部分だが、この4頁目のやはり同じ位のパラグラフのところにも点々が二つあるので、ここも今の数字で埋めさせて頂くと、「2006年度は・・・」の点々があるが、ここは「ゼロ%台半ば」、次に「2007年度は・・・の」のところだが、「1%弱」ということでご提示させて頂きたいと思う。この「その意味で」のところから文章を読ませて頂くと、「その意味で、先行きの物価上昇率については不確実性があるが、前年比のプラス幅は次第に拡大し、2006年度はゼロ%台半ば、2007年度は1%弱の伸び率となると予想される。」ということである。それからもう一つ点々があり、1頁の脚注の潜在成長率の推計のところだが、一番最後のBOX等に今回書いているとおり、「1%台後半」ということで公表させて頂くので、この1頁の脚注2番、3行目、「最近では・・・まで」のところを「1%台後半」と埋めさせて頂きたいと思う。「その水準は、一頃の1%程度から、最近では1%台後半まで回復している。」ということである。補足は以上である。

福井議長

中身は後から討議をさせて頂くが、取り敢えず今の説明等でご質問があ

れば。宜しいか。後は少し区切りを設けにくいものだから、ここで少しコーヒブレイクを取らせて頂く。10時40分から再開する。

(10時29分中断、10時40分再開)

福井議長

さて宜しいか。それでは会議を再開する。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

金融経済情勢、展望レポート、それから当面の金融政策運営方針。当面の金融政策運営というのは、次回政策決定会合までの金融市場調節方針であるが、この三つの点について一纏めでご報告頂きたい。従って、いつもは5分なのだが、7分程度を目途にご発言をお願いしたいと思う。今日は西村委員、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、福間委員の順で願います。まず西村委員から願います。

西村委員

現状判断及び展望レポートについて、時間を効率的に使うために、特に気になる点に絞って、二点意見を述べたいと思う。現状判断では本日8時半に発表されたCPIの持つ情報について述べたいと思う。残念ながら分析する時間が20分しかなかったもので、現時点では荒削りで、暫定的なものにならざるを得ないが、先程の執行部の説明に追加コメントをしたいと思う。3月全国CPI（除く生鮮食品）については、ほぼ予想どおりであると言える。2月の0.5%上昇に対して、3月は0.5%の上昇である。品目別に精査していないので正確なことは言えないが、1月は丸め誤差で四捨五入切上げの+0.5%、2月は四捨五入切捨ての+0.5%であったことを考えれば、3月のこの数字は概ね想定範囲と言える。CPIの今後の動きを予想する際に4月の東京都区部の速報値と、実は大阪市の単独集計値、

速報値が参考になる。これも 8 時半に発表されている。598 品目ベースでは発表されず、ともに中分類のため隔靴搔痒のきらいはあるが、大まかな動きをこれで見ることにする。全体で見ると、東京都区部の C P I (除く生鮮食品) 速報値は、2 月、3 月ともに 0.2% 上昇の後、4 月は 0.3% となっている。大阪市は、2 月はゼロ%、3 月は +0.2% の後、4 月は -0.1% となっている。この 4 月の大阪市は、実は地域特殊要因の影響が大きいので、それについては後述したいと思う。特に注目すべき点は、ウエイトの大きい住居費、特に家賃の動向と、4 月でのサービス価格関連の動向である。まず、住居費で見ると、東京都区部において帰属家賃を含む家賃は、前年同月比で 2 月が -0.1%、3 月が +0.2%、4 月が +0.5% と上昇率は加速している。これに対して大阪においては、2 月に -1.0%、3 月に -0.9%、4 月に -1.3% とかなり不規則な動きをしている。C P I データではないが、データの信頼性の高い民間データで新規家賃の動きを見ると、首都圏では小家族向け、ファミリータイプ向けともに昨年未頃よりも明確な上昇傾向が続き、3 月は若干加速気味である。従って、東京都区部 4 月の数字と綺麗に符合する。また、関西圏は、いつもノイズの大きな荒っぽい動きをしている。特に大阪市の家賃は、些か荒っぽい動きで有名である。そして 3 月はファミリータイプに若干のディップが見られる。これは大阪市 C P I 家賃が下落したのと符合しているかと思う。しかしながら、他のカテゴリーや傾向としてみるならば、緩やかな回復から上昇局面にあると考えるのが自然であると思う。今まで住居費は、地方で上昇傾向——この地方の上昇も最近若干下がってきているが——、大都市圏で下降傾向というのは見られていた。以上の結果から、凸凹はあるものの、大都市圏での反転が次第に明確になりつつあると考えられる。従って、今後全般的で緩やかな上昇が見込まれると思う。次に、4 月で重要なサービス関連価格である。4 月は教育関連等で動きが見られている。教育費を見ると、東京では 3 月までは前年同月比で +0.4% だったが、これが 4 月に 1.0% 上昇した。また、大阪においては、3 月までは +2.4% の上昇で、これが +0.3% に下がったが、これは他の地域と異なって、昨年 4 月に補習教育費が +8.6% と上

昇した裏があるためである。また、全国統一価格である宿泊費を含む教養
娯楽関連サービスを見ると、東京では2月に -0.1% 、3月に $+0.1\%$ とプ
ラスに転じ、4月は大きく $+1.0\%$ となっている。大阪においても——変
な動きをする大阪だが——、2月は -0.3% 、3月は -0.1% と下げ幅を縮
めており、4月はとうとう $+0.3\%$ となっている。このように4月改定で
主要な変化が起こるサービスを見ていると、プラス傾向が次第にはっきり
していると言える。以上からみると、今後は凸凹はあるものの、1月C P
I上昇率を維持する、あるいは若干のモメンタムがある、という以前の見
方のおりに推移していると思う。その意味で執行部の見方に同意する。
次に展望レポートについて、特に基本的見解について二点述べたいと思う。
2006年度から2007年度に掛けてのところである。これは先程話題になっ
た企業アンケート調査結果の解釈にも関係するが、2006年度については、
深い不況期からの回復、拡大の過程にあり、全要素生産性上昇率が過去の
トレンド以上に見込めることができるため、足許の供給能力の水準を示す
潜在成長率は高めに推移すると考えられる。これは需給ギャップを緩める
方向に働く。しかし、これが先程のアンケート調査と関係するのだが、需
要側も増大する可能性が高いと思う。世界経済の成長が高水準で続く蓋然
性が高く、その結果として、外需は堅調であると考えられる。特にこれが
重要な点だが、人的資本、物理的資本ともに過去15年の間に経済的陳腐
化がかなり進んでおり、それを埋め合わせるために、効率的な投資がなさ
なければならないし、実際その方向にあると思う。さらに消費の拡大が、
恐らくサービスを中心に底堅く推移すると思われる。このように考えると、
GDPギャップ推計でも総需要超過局面の中に入りつつあると考えるの
が自然であると考えられ、先行きの見通しとして回復から拡大へと判断を
変更するのは、展望レポートとして適当であると考え。それから足許の
潜在成長率が高めに推移すると予想されるため、需要拡大の物価へのプ
レッシャーはかなり抑制される可能性が高いと思う。展望レポートの物価
情勢のメインシナリオは蓋然性が高く、当を得たものであると考える。た
だし、2007年度の見通しにおいては、総意としてこの形で発表すること

には異論はないが、若干の違和感が残ることをテイクノートしておきたいと思う。現在のメインシナリオは、2006年度の延長であり、足許の潜在成長率へ向けての若干の減速であると考えている。しかしながら、2007年度の世界経済情勢を予想するのは、なかなか難しいのだが、世界的な不均衡、いわゆるグローバル・インバランスの緩やかな修正が起こる蓋然性がかなり高く、為替レートの調整を通じて外需が停滞するような可能性を否定できないように思われる。その場合は、若干の踊り場の状況になることを想定しておいた方が安全であるように思う。この点は下振れ要因としてきちんと明記されてはいるが、単なるリスク・ファクターよりも、もう少し蓋然性が高いのではないかと考えている。最後に金融政策についてだが、当座預金残高を短期金融市場に無用なノイズを生じることが慎重に避けながら下げている状況であるので、方針としては現状維持で宜しいと思う。

福井議長

次に中原委員から願います。

中原委員

前回会合以降、まだ日も浅く、重要指標の発表は少なかったが、今朝程の指標も予想どおりであり、大きなサプライズはないと言って良いのかと思う。サービス価格の上昇は、4月価格改定時ということで多少予想されていた訳だが、物価環境としては我々のシナリオの方向に向っているように思う。コンフィデンス関連の指標で見ると、ロイター短観、景気ウォッチャー指数などでも改善が明確である。また、先日の支店長会議のさくらレポート、あるいは商工中金の中小企業地域別調査等から判断すると、景況感の改善が、従来遅れていた北海道、あるいは東北、四国の一部などにおいても確認されているようであり、全体として景気回復の裾野は地方経済へさらに拡大しているようである。先程少し話題になった内閣府の企業行動アンケート調査は、私も興味を持って見た。回答企業数は1,123社と

いう話だが、経済成長率が+1.9%、それから業界の需要の伸びが+1.5%ないし非製造業で+1.3%~+1.4%程度というのは、かなり慎重に見ているなという感じを持った訳である。内容的には、設備及び雇用の不足感がかなり高まっているという結果が出ており、先程も早川調査統計局長から話があったが、設備投資の年度平均伸び率が+5.9%というのは、前年調査をかなり上回っているし、既に2005年度において設備投資が大きく伸びた現実を踏まえてこの数字が出たことを考えると、企業はマクロの経済成長には慎重だが、自社の経営についてはかなりアグレッシブなスタンスを持って臨んでいるということが感じられる。もう一つ、この製品の1年後の予想販売価格については、素材型産業は確かにプラスを見込んでいるのだが、加工型産業ではマイナスとなっており、全体でも-0.2%ということで、前年調査の-0.4%から若干縮小しているが、依然としてデフレと言うか、製品価格の下落を予想しているようである。企業は財務体力、収益力も高まって前向きな姿勢に転じていることは確かだが、期待成長率は必ずしも十分に高まってきている感じはないのではないかと思う。

海外経済だが、実体面ではほとんど変化はないと思う。米国経済は、本年後半の減速予想が出始めているが、出てくる指標は非常に強い。消費者信頼感も上昇しており、ガソリン価格上昇の影響はまだほとんど出ていないようである。住宅部門は減速している訳だが、販売は、中古、新築とも大幅に増加しており、一昨日の新築住宅販売も歴史的な高水準と聞いた。在庫の圧力が高まっていることを見ると、やや売り急ぎの傾向が出ているのではないかという気もするが、住宅部門のソフトランディングの可能性が高まることは、今後のFedの金融政策運営でフェイバーな環境ができるということかもしれない。中国はやや過熱の兆候と思っていたが、今朝の新聞報道のとおり引締めが一部行われたようだ。今回の引締めが最初で最後ということではなく、まだもう少し続くのではないかという気がする。以上、内外経済の実態面では、前回会合以降大きな変化はないのだが、金融・資本市場や為替市場の面ではやや不安定感が増している感じがする。日本を含む世界的な長期金利の上昇がインフレ・プレミアムを織り込んだ

ものかどうかという点については、私としてはそういう感じではないと今のところ考えている。そうかと言って、期待成長率がここへきて高まって、実質金利が上昇しているとみるのもどうかと考えており、今の感じとしては、やはり先行きの金融政策の不確実性によるターム・プレミアムの上昇を映じたものではないかと思っている。今後、このインフレ・プレミアム、あるいは信用プレミアムの拡大が出てくるのかどうか注意して見ていく必要があるかと思う。ECBは、金利の正常化という考え方をはっきり打出しており、+3.5%ないし+4%というような中立金利に向けて、今後3か月に一回程度上げていくというペースを示そうとしているようである。日本も今後同様の立場に立つ訳であり、いずれ米国との金融政策面でのすれ違いが起きることになるかと思う。例え米国の利上げが5月で打ち止めになったとしても、日米の金利差が急速に縮小する事態は想定しがたいのだが、折からのG7声明で、為替市場のテーマを金利差から米国の不均衡の問題に切り替えさせたという感じがある。中国の為替制度改革を名指しで要求するという強いトーンの声明になったことは、今後の円高傾向のリスクについて十分に注意したいと思っている。金利のノーマライゼーションと言われるが、世界的な金融条件の引締めりは、国際的な資金の流れを変化させる訳であるし、今後クレジット・スプレッドの変化、エマージング通貨の為替相場の動き等には注意する必要があるかと思う。また、当然ながら、世界的な引締めりが一定のラグを持って实体经济に影響を与えていくということは当然想定しておくべきではないかと思う。

展望レポートだが、市場には、日銀は展望レポートでゼロ金利解除の条件を具体的に示すのではないか、あるいは今後の金利引き上げに向けて意欲的な地均しを開始するのではないかというような見方が強いようである。この見方からすると、今回の展望レポートはやや肩透かしと言うか、拍子抜けという感じを与えさせるかもしれない。しかしながら、量的緩和解除後まだ1か月であり、解除後の若干の不安定感が漸く収まってきたところであることを考えると、今回のレポートは、解除時の声明文と十分に平仄の合ったものだと思うし、市場に影響が出ないということに注意する

ことが必要であろうかと思う。先行きのリスクについては、世界的に引締め方向にある金融政策がもたらす景気抑制が行き過ぎるリスク、あるいは国際的資金フローの変化がもたらすかもしれない円高に振れるリスク、足許の素材、原油価格の一段の上昇や今後上昇に転じる可能性のあるULCが企業収益を圧迫するリスク、さらに家計の公的負担の増加等の問題について、もう少し具体的に指摘しても良いのではないかという気もしているが、基本的に本案で異論はない。今後の市場対話も本展望レポートから逸脱することがないように、ベースを合わせていくべきではないかと思う。最後に、当面の金融調節方針だが、当座預金残高の縮小は当初想定した以上に順調に進捗している。金利機能も少しずつ回復する中、市場は安定した展開と言って良いと思う。調節については、現在の方針を維持。市場の動きに十分注意を払いつつ慎重に当預残高の吸収を続けて頂きたいと思う。以上である。

福井議長

次に須田委員から願います。

須田委員

まず、前回会合以降公表された輸出、生産、消費、雇用などの指標を見ると、前回会合時の「わが国の景気は着実に回復を続けている」という総括判断を変えなければならないようなものはなかったと認識している。もっとも、足許の国際商品市況高の影響については気になるところである。次に、展望レポートについてだが、「経済・物価情勢の見通し」及び「上振れ・下振れ要因」について基本的に執行部案に違和感はないが、何点か意見を述べておきたいと思う。まず、海外経済については、米国経済の足許の指標を見ると、雇用環境の改善や住宅価格をはじめとする資産価格の上昇を背景に、景気の牽引役である個人消費が想定以上に堅調である。また、中国経済も、大幅な金融緩和のもとで固定資産投資や不動産市場が再度活発化してきている。これらなどから世界経済の成長率はこれまでより

も少し強めに見ている。世界経済が強含むと、原油をはじめとする国際商品市況は高止まり、若しくはさらに上昇する可能性がある。実際、原油価格は、供給面に依然として地政学的リスクが色濃く出ており、需要面の好調と相俟って、既往ピークを更新しているが、私は高止まりが暫く続くのではないかと思っている。また、米国経済の拡大が続くと、市場が現在織り込んでいるような形で、FRBは利上げを止められないかもしれない。ただ、そうは言っても、米国では利上げの停止が展望される一方で、日本はこれから利上げ局面に入ろうとしているので、内外金利差の変化が米国の双子の赤字問題を背景にして、ある程度円高をもたらす可能性が大きいと考えている。

米国についてのリスクは、経済がなかなか減速せず、期待インフレが上振れるリスクを挙げておきたいと思う。その場合、金利の上昇を招き、それが好調な個人消費の原動力の一つである住宅価格の急激な調整に結び付くようなことになれば、個人消費は冷え込み、米国経済は想定以上に減速するリスクがあると考えている。そして米国の長期金利の上昇は、内外金融・資本市場に大きな影響を与える可能性がある。その他海外経済関連としては、中国経済については経済の大きな変動やアンバランスを政策で上手くコントロールできないリスク、世界的には鳥インフルエンザの影響などが気になるところである。国内経済については、在庫調整の可能性がある。もっとも、2004年のIT関連分野の調整を経験しているだけに、顕現化した時の景気に対するインパクトは大きくないと見ている。

次に消費者物価についてだが、需給ギャップが需要超過方向に動いている中で、所得環境の好転を映じて、ユニット・レーバ・コストが上昇に転じていけば、期待インフレ率の上昇もあって、消費者物価の前年比のプラス幅は大きくなっていくと考えられる。原油価格の高騰等、国際商品市況高の波及もある。他方、グローバル化や技術革新、規制緩和の進捗等の影響が大きく、物価上昇率はなかなか拡大しにくいかもしれない。特に我が国サービス業では、米国や英国と比べ、流通業や運輸・通信業の生産性が低いようだが、大手流通業の競争激化や、携帯電話への新規参入等、生

産性の向上に繋がるような動きが見られるだけに、サービス価格は今後も上がりにくいかもしれない。労働コストの増加についても、大きく騒がれた今春の賃上げ状況は、昨年実績を僅かに上回る程度にとどまっているので、ユニット・レーバークストが上昇に転ずる圧力は弱いかもしれない。このように、消費者物価指数については、私の中で強弱双方の要因が綱引きをしており、かなり悩んだ末にやや弱めの判断をしたところだが、先行きの情勢如何では強弱両方に振れる可能性があると考えている。いずれにせよ、4月の消費者物価の公表など、もう少しデータの蓄積を待って分析を深めていきたいと思う。なお、今回、この展望レポートでは政策金利の取扱いを変更した。これについては、金利一定、市場金利に基づいた可変金利、あるいは裁量的な可変金利など様々な方法が考えられるが、分かりやすさや議論の叩き台としての有効性、コミットメントと誤解されるリスク、一貫性・整合性などからみて、それぞれメリット・デメリットを併せ持っている。今回我々は、政策金利について市場金利に織り込まれたと見られる市場参加者の予想を参考にしつつ、見通しを形成することにしたが、運営上できるだけ良い面のみ伸ばしていかなければならない。この変更は、今後注目を集める可能性があって、市場参加者やマスコミは各ボードメンバーのパスを一覧表にしたいと考えるかもしれない。私としては、各メンバーの見通しがバラバラだという印象を生じさせたり、あるいはあまり差異がない場合にコミットメントと受取られるリスクがあるので、具体的なパスについては触れないようにすることが望ましいと思っている。

さて、金融政策についてだが、経済・物価情勢の二つの柱による点検についても、執行部案に違和感はない。ただ、第二の柱で指摘すべきリスクについて一言述べておきたいと思う。新しい枠組みを示した際に、発生の確率が必ずしも大きくないリスク要因を例示したために、第二のリスク要因としてバブルを念頭に置いている人が多いように思う。しかし、金融政策運営という観点から重視すべきリスクは、そのリスクよりも蓋然性が高いシナリオが外れるリスクや、タイムスパンを2年以上に伸ばした場合に想定されるリスクなど、発生の確率はもっと高く、かつ発生した場合のコ

ストもそれ程大きくないものになるのが普通だと思っている。実際、現時点で私が重視しているリスクは、設備投資などから景気が強くなり過ぎるアップサイド・リスクだが、そのリスクを軽減させることを意識したとしても金融政策の先行きのイメージは私が現在想定している政策金利の見通しから大きく乖離するものとなるとは思っていない。また、先行きの金融政策運営方針については、「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」との判断の前提条件が削除されたために、ほぼ無条件で将来の政策パスを規定しているような誤解を与えてしまうと、政策の機動性が損なわれかねない。従って、今後の金融政策について簡単に説明する必要がある場合には、3月の表現を踏襲し、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、との前提にも丁寧に触れておいた方が良いと思っている。もう一点、徐々に金利水準の調整を行うと言った場合の受止められ方についてである。私は以前、先行き不確実な状況で、フォワード・ルッキングかつアカウンタブルな政策を採ろうとすると、まずは小幅な政策変更を行い、様子を見ながら必要に応じて追加的な政策変更を行う漸進主義、グラデュアリズムが、ある程度望ましい政策運営方法であると考えられると申し上げたが、今や漸進主義とはメジャーペースと同義で、それはまた機械的に利上げを行うことと解される場合もあるように思う。金融政策は、経済・物価情勢の変化に応じて変更されるものであるということを、もっと浸透させていく必要があると考えている。最後に、次回金融政策決定会合までの金融政策運営方針についてだが、現状維持で良いと思っている。これからも短期金融市場の状況を注意深く点検しながら、無理をせず量を減らして頂きたいと思っている。以上である。

福井議長

次は水野委員から願います。

水野委員

金融経済情勢についてコメントする。最近のグローバルな金融市場動向をみると、原油価格はWTIで見て1バレル70ドルを超え、金価格は1オンス600ドルと、節目と見られていた水準を上回ってきた。米財務省証券10年債利回りも、市場では節目と見られてなかなか抜けなかった5.05%を上回ってきたため、当面は5%台に定着する可能性が高そうである。こうした動きは、金融市場で、世界経済は想定していたよりも強そうであるとの見方が市民権を得てきた証拠であると解釈して良さそうである。実際、IMFは最近、2006年の世界の実質GDP成長率見通しを+4.9%と、昨年9月時点の+4.3%から大幅に引き上げた。原油高、金価格急騰、長期金利の上昇は、全て世界的な景気の上振れの結果であり、世界経済を失速させる原因となる蓋然性は低いと思っている。その判断が適切ならば、懸念すべきは、世界的なインフレ圧力である。特に我が国にとっては、FRBがインフレ圧力を抑制できずにインフレ懸念からアメリカの長期金利が上昇するケースが最悪である。逆にFRBが米国経済のオーバーキルのリスクを取りながらも、インフレ懸念を払拭するまで、金融引締めを続けてくれた方が助かると思う。その場合、日米の長期金利が上昇するにしても急上昇ではなく、ドルは対円で安定する蓋然性が高いと思われる。また、米国でインフレ懸念が抑制されれば、ニューヨーク株式市場は底堅い展開になる可能性が高く、日本株には悪影響を及ぼさないと思われる。現時点では、金融市場は、基本的に世界経済の持続的成長に対してポジティブな評価を下しており、どの市場も安定して推移するものと思われるが、投資家のリスクテイク力は、どちらかと言えば低下方向にある点に留意する必要があると思う。その理由として、第一に、15年振りにG3の中央銀行が同時に金融引締め局面に入ってきたこと。第二に企業が投資に積極的になり、フリー・キャッシュ・フローが減少してきたこと。第三として、米国を中心に保護主義色が台頭し、金融市場の流動性が低下してきたこと、などを指摘できる。流動性が低い発展途上国の金融市場は、主要国の中央

銀行の金融引締めがきっかけとなった資本移動によって、大きな調整を受けるリスクが若干高まってきている。日本銀行としては、金融政策面でサプライズを与えないように気をつける必要があると思う。また、我が国の債券相場について簡単にコメントする。量的緩和政策という異例な金融政策が、5年振りに解除された訳であるから、債券相場が落ち着くまで多少時間が掛かることは自然だと思う。邦銀勢は、債券ポートフォリオの見直しに着手している。ただ、預金超過である金融機関は、いずれ国債購入に動かざるを得ない。一方、生保各社はこの2年間で株式含み益が大幅に増えて、経営に余裕が出てきたため、少しでも逆鞘解消を目指そうという動きが見える。新年度に入ったばかりの段階で、新発10年債利回りが2%を一旦付けたこともあって、今年度の長期金利の想定レンジを上方修正しようとしている。日本銀行としては、期末を控えた3月に敢えて量的緩和解除に踏み切った以上、この程度の調整は想定範囲であるという毅然とした態度で、債券市場をウォッチすべきだと思う。市場参加者は、本日公表する展望レポートを熟読し、先行きの金融政策運営を考え、長期金利の新たなレンジを模索する作業を続けると思われる。また、債券市場では9月の自民党の総裁選や来年の参院選を意識して、政府与党要人から消費税引き上げの先送りを示唆する発言を受けて、新政権誕生後、財政規律が低下するリスクがあると受止める向きもある。このように債券市場では、売り材料に過敏に反応する地合いにあるため、日本銀行サイドから日々の長期金利動向についてコメントしない方が良いと思う。次に、展望レポートについてコメントする。今回の内容については、原案どおりで異論はない。そのうえで若干コメントを付け加えたいと思う。今回の展望レポートでは、一番としては、日本銀行が想定している2007年度に掛けての景気回復のパスを示すこと。二番目に、景気の上振れリスクについてロー・キーなトーンながらしっかりと言及しておくこと。三番目に今後の金融政策運営はデータ次第であるものの、ビハインド・ザ・カーブの状況にある中、ゼロ金利を長期化させるつもりはないこと、を上手く伝えていく必要があると考えている。2005年度の実質GDP成長率は、+3%の前半に着地すると

見込まれる。一方、2006年度から2007年度に掛けての景気動向については、個人的には潜在成長率の見通しの議論をベースに、以下の二つのシナリオを考えている。第一のシナリオは、潜在成長率を+1.5%~+2%程度——執行部が考えているとおり——に想定したケースである。この場合、2006年度以降は景気の回復局面における成熟局面に入ることを念頭に、景気見通しを描くことが必然となる。実質GDP成長率は、2006年度が+2.5%程度、2007年度は+2%程度へと景気回復のモメンタムは鈍化してくる。もっとも、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に、仮に景気回復の調整があったとしても、軽微にとどまる可能性が高いと思う。第二のシナリオは、生産性上昇率が高まり、潜在成長率が+2%~+2.5%程度まで一段と上振れすることを想定したケースである。この場合、2006年度は景気回復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が共存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、いわゆる中立的な政策金利と足許の政策金利の水準のギャップが拡大した状況を放置するビハインド・ザ・カーブの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可能性が高まってくると思う。第一のシナリオは、今回の展望レポート案で見通しとして纏められている内容に近いものである。一方、第二のシナリオも個人的には十分あり得るメインシナリオと考えているものである。こうしたシナリオも念頭に置く必要があるのではないかと考えている。さて、物価についてコメントすると、非製造業を中心に人手不足感が強まるなど、大企業は新卒労働者を中心に採用活動を積極化させている。足許で生産性上昇率が高まっているため、雇用者所得は緩やかに上昇しているものの、ユニット・レーバ・コストが低下している。ただ、景気の成熟化に伴い生産性上昇率は鈍化するため、ユニット・レーバ・コストが緩やかな上昇傾向になる可能性が来年度には高まってくると思う。需給ギャップが、ゼロ近辺から需要超過に転化すると見込まれるなか、インフレ期待は高まるため、2007年度に入ると賃金・物価上昇率が上振れする可能性があると思

う。金融市場では、インフレ期待及び消費者物価の前年比上昇の上振れリスクに対する警戒感が薄いため、この執行部の案のとおり、原案どおり展望レポートにしっかり書き込むべきだと思う。今回の展望レポートにおいて、日本銀行が考えている潜在成長率の水準を+1%程度から+1%後半へと引き上げたことを注記することは、事実上、日本銀行が想定する中立金利のイメージが引き上げられた印象を与えることになる。また、債券市場では潜在成長率が上昇してきたことを理由に、長期債利回りの想定レンジを見直す動きもある。量的緩和政策の枠組み変更後、市場金利を通じた対話を心掛けていく必要がある。市場参加者の多くは、金融政策が引締めのか、緩和的かを議論する際、景気に中立的な政策金利の水準はどの辺りか、ということベースに考える。欧米主要国の中央銀行は、金融引締め局面に入る際、その数字に相当幅があるとは言え、中立金利の水準について内部で相当議論を深めている。そして念頭にある中立金利の水準について、聞き手がある程度イメージできるように情報発信を行っている。例えばFRBが公表しているFOMC議事録を見ると、FRBが1994年2月以降、金融引締め局面に転じた訳だが、その際、当時のグリーンズパン議長は実質フェデラル・レートの概念について明言し、1994年3月には「+4.75%が適正ではないか」という具体的な水準にまで触れている。FRBが実質FF金利を中立水準に戻すことを目標にして議論していることが窺われる。日本銀行も、フォワード・ルッキングな金融政策運営を目指すならば中立金利の水準、実質金利の議論、テイラー・ルールで見た適正金利水準などについて内部で議論を深めると同時に、相当幅のある数字であることを説明したうえで、適切なタイミングで情報発信すれば、金利を通じた市場との対話がスムーズになると思う。最後に当面の金融調節方針についてだが、現状維持で結構だと思う。短期金融市場は極めて落ち着いている。そのために5月末までに当預残高を10兆円程度まで引き下げても、無担保コール翌日物金利は、0.01%を大きく超えないような推移をする可能性が出てきた。個人的には、短期市場参加者が望むように若干早めのペースで当預残高を引き下げ、その後、超過準備がほとんどない状況において

コール市場が正常に機能するかどうかを確認するために、1~2 か月待つて、その後の政策運営を決めていく方が望ましいと思われる。以上である。

福井議長

春委員から願います。

春委員

それでは申し上げます。まず、金融経済情勢だが、前回会合以降短い期間の中で、経済指標は総じて底堅いものが多かったと思うが、原油や商品市況、あるいはその他の商品・金融市場において、多少気掛かりな動きも見られているように思う。

まず海外については、米国は、基調としては住宅投資が減速しつつあるようだが、個人消費は堅調を維持しており、生産も底堅さを維持するなど、潜在成長率近傍の着実な景気拡大を続けているようである。また、中国についても、昨日貸出金利が引き上げられたとのことだが、1~3 月の実質 GDP が前年比 +10.2% と二桁の伸びとなり、供給過剰や農村問題等はあるが、高水準の成長を続けていることが確認されたと思う。このような状況で、IMF は、世界経済成長率見通しを 2006 年は +4.9%、2007 年は +4.7% といずれも昨年 9 月の見通しを上方修正している。

この間、原油価格は前回会合後、イランやナイジェリアなどにおける地政学的リスクの高まりを背景に高騰し、WTI は一時 75 ドル台まで上昇のあと、70 ドル台で高止まりしている。ドバイも 67 ドル台まで上昇している。

国内経済は、輸出、個人消費などで底堅い指標が見られており、先日の支店長会議の報告等からも、地域的な格差はあるが、着実な景気回復が続いているものと考えます。

こうした中で物価面でも、今朝公表された 3 月のコア CPI、4 月の東京地区のコア CPI、いずれもプラス基調が続いていることが確認できた。また、原油価格の急騰を受けて、ガソリンなど石油製品・石油化学製

品で相次いで価格転嫁が打出されている一方で、競争の激しい運輸業界や中小製造業では、最終製品への価格転嫁が厳しい状況のようである。支店長会議で指摘があった、4月からのサービス価格の引き上げの動きなどとも合わせて注目したいと思う。

マーケットでは、前回会合後、長期金利は景気回復による金利先高観や海外での長期金利上昇を背景に、一時2%の大台に乗せるなど上昇した。また、為替もG7の共同声明を受けて、今週に入ってから円高が進行しており、株価も軟調となっている。原油や非鉄等の高騰と比較すれば、これらは一定の幅の中での調整と見ることもできると思うが、より警戒を強めていく必要があると思う。

次に、展望レポートについて申し上げる。今回執行部で準備頂いた原案について、特に異論はない。なお、従来展望レポートにおける政策委員の見通しについては、先行きの金融政策について不変を前提としていたが、既に量的緩和政策を解除し、金利を基準とする政策に移行した今回は、市場において予測されている金利を参考とすることも適当なことと思う。

こうした中でここ1~2年の最大のリスクは、私としては海外要因、とりわけ高止まりしている原油価格の動向と考える。足許の水準は、基本的には豊富な在庫水準にもかかわらず、地政学的リスクに着目した投機資金の流入に押し上げられた一時的なものとも考えられるが、底流には世界的な需要拡大と原油生産余力の縮小、石油精製など下流の設備能力の不足といった基本的な要因がある。先行き地政学的リスクの長期化や、一時的な供給制約によって高止まり状況の継続や、さらに上昇する可能性も否定できない。エネルギー利用効率の高い日本においては、直接悪影響を受けるリスクは相対的に小さいと思うが、海外経済の減速によって、間接的にその影響を受ける可能性は高いと思う。

また、金融政策運営については、二つの柱に基づいて点検をすると、まず、第一の柱については、先行き2007年度に掛けての経済・物価の最も可能性の高いと判断される見通しは、物価安定のもとでの持続的な成長のパスを辿っていると評価して良いと思う。また、第二の柱については、こ

れまで長く続いたデフレの中で、専らデフレ悪化のリスクを重視してきたが、今後の金融政策運営に当たっては、インフレ・リスクは極めて小さいとしても、設備、雇用の過剰がほぼ解消し、コアCPIが安定的にプラスとなっている現在、リスクのバランスは若干修正されているものとする。以上を踏まえて、今後の金融政策運営については、今後は無担保コールレートを概ねゼロ%とする期間の後も、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く、また、そうしたプロセスを経ながら経済・物価の情勢の変化に応じて、徐々に金利水準の調整を行っていくということが良いと思う。

最後に当面の政策運営方針について申し上げる。次回会合までの政策運営方針は現状維持とし、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、先程ご報告があったように4月入り後も順調に削減を続け、20兆円台まで下がった。この間、3月会合の議事要旨の公表などもあり、新しい枠組みについての理解が進んだことや、随時資金供給オペを実施するなど、適切な措置を採って頂いたこともあり、市場は冷静に推移しているようである。今後も引き続き慎重な調節運営をお願いしたいと思う。なお、量的緩和政策継続中に4兆円を割り込む水準まで規模が縮小し、市場機能が減退していた無担保コール市場も、これも先程のご報告で足許10兆円を超える水準まで回復し、取引も徐々に活発化しているようである。

なお、マスコミ等の関心は、引き続きゼロ金利解除の時期に集中している。市場では解除時期についての見方が徐々に前倒しとなり、早ければ6月に当座預金残高が所要準備の水準まで減少した後、7月にもゼロ金利を解除するとの見方も広がりつつあるようである。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が、合わせて今回の展望レポートについても、経済・物価の上振れリスクを強調して本行が利上げを急いでいるという印象を与えないような、注意深い情報発信が必要ではないかと思う。また、前回の会合でも申し上げたが、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、どういった判断基準でゼロ金利の解除や金利の調整ペースを判断していくか、諸外国等の例も参考に、予め内部的な検討を深めていくことも重要と思っている。私からは以上である。

福井議長

武藤副総裁からお願いします。

武藤副総裁

まず前回会合以降に公表された計数等を踏まえて、経済金融情勢について、幾つか申し上げておきたいと思う。

海外経済については、引き続き潜在成長率近傍での拡大を続けていくとみられる。こうした中で、米国経済は、住宅投資がソフトランディングの可能性が高まっているように見受けられるが、小売売上高、消費者コンフィデンス指数など、予想以上に強い指標もあり、今後とも注意して見ていく必要があると考える。

次に国内経済については、本日、鉱工業生産指数、労働力調査などの3月の計数が公表された。全体としてみると、我が国の景気は着実に回復を続けているという、これまでの判断に沿った動きと評価できるように思う。物価面については、やはり本日3月の消費者物価が公表され、除く生鮮食品、前年比+0.5%とプラス基調で推移している。同時に公表された東京の4月速報では、前年比が+0.3%と3月の+0.2%と比べ、0.1%上昇であった。これは、診療報酬や電気料金の引き下げの影響がみられる訳であるが、一方、年度替わりに伴う各種サービスの価格改定等による押し上げ要因もあるということだろうと思う。需給ギャップの改善や賃金の上昇など物価環境の改善を背景として、消費者物価はプラス基調を続けていくという見方の裏付けになると考えて良いのではないかと思う。

金融・資本市場の動向については、このところ長期金利が上昇したほか、為替市場もドル安円高の方向に振れた。今のところ不安定な動きが拡大している訳ではないように思うが、引き続き金融市場の動きについては十分

注意していく必要があると考えている。

次に、展望レポートについて、幾つか申し上げたいと思う。前回の会合では、金融政策の新たな枠組みについて、市場や世の中の理解を深めていくうえで、今後の具体的な運用、特に今回の展望レポートの記述が鍵になるということを申し上げた。具体的には、2007年度までを見通したうえで、物価安定のもとでの持続的な経済成長を実現し得るか、その際のリスク要因は何か、これらを踏まえたうえで金融政策運営についてどう記述していくかということがポイントになると思う。また、今回は従来の政策金利一定の前提に代え、市場金利を参考にしつつ可変金利を前提として見通しを作成するという事になった。この点は、長期金利、株価等見通しの前提となる他の金融変数との整合性を確保することに繋がると考える。

まず、経済の現状判断についてであるが、内外需、企業部門と家計部門が調和の取れた形で着実に回復を続けており、昨年10月の展望レポート対比では上振れて推移している。こうした中で、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ゼロ近傍になっているとみられる。先行きについては、2006年度から2007年度に掛けて、内需と外需、企業部門と家計部門のバランスが取れた形で息の長い拡大を続けるという見通しを標準シナリオとすることで良いと思う。ただ今申し上げたとおり、経済活動の水準は高まってきており、今後も成長を続けるということであれば、先行きについて「拡大」という表現を使うことが自然ではなかろうかと思う。

ただ今回の回復局面は、既に4年3か月を経過しているだけに、景気が成熟段階に入っていくに連れて、成長率は潜在成長率近傍の水準に向けて徐々に減速する可能性が高いと考えられる。背景となるメカニズムは、一言で言えば、企業部門の好調さが持続するものの、資本ストックの面から設備投資の伸びは次第に鈍化し、代わって家計部門へ牽引役が移行しつつ、前向きな循環メカニズムが続くということではないかと思う。

こうした経済の見通しのもとで、需給ギャップは緩やかに改善し、ユニット・レーバー・コストの下押し圧力は減少していくとみられるために、

物価を巡る環境の好転も継続すると考える。物価指数に即してみると、国内企業物価は、国際商品市況高や昨年後半の円安を背景に、前回の見通し対比上振れていて、先行きも上昇を続けるとみて良いと思う。消費者物価については、需給ギャップに対する感応度が低下している可能性があり、その意味で先行きの上昇率について不確実性があるが、前年比のプラス幅は次第に拡大し、2006年度はゼロ%台半ば、2007年度は1%弱の伸び率になるという原案に違和感はない。

次に、景気の見通しのリスク要因であるが、海外経済の動向、在庫調整の可能性、企業の投資行動の積極化の三つに言及するということで良いと思う。

前回の展望レポートとの対比でみると、二つ目の在庫調整の可能性が新たな要因として付け加えられた形になっているが、この点は景気の成熟段階入りという基本シナリオのもとで、IT需要の不確実性を踏まえれば、言及していく必要があるように思う。ただ雇用、設備の過剰が解消されていること、企業収益が高水準であることなどを踏まえると、経済全般に大きな影響を与える可能性は低く、その点も併せて記述する必要があると思う。

また、三つ目の企業の投資行動の積極化についてであるが、前回は上振れ要因として記述したが、需給ギャップが既にゼロ近傍にあることを考えると、今回は上振れ要因としてだけではなくて、その後の反動リスクも含め、経済活動の振幅を大きくする要因として言及する必要がある。この点については、後程触れるように、第二の柱として重視すべきリスク要因であると思う。

物価見通しのリスク要因としては、原油価格等の国際商品市況の動向のほか、需給ギャップと潜在成長率の評価が大きな焦点になると思う。我が国経済は、長期に亘る調整局面を経て、持続的な成長経路に復帰していく過程にある。こうした中で、需給ギャップや潜在成長率を計測するうえで重要な変数のトレンドも変化してきている。ただこうした変化をリアルタイムで的確に把握していくことは非常に難しい作業であり、この点の不確

実性を意識しているという記述を入れていくことは適当だと思う。

以上を踏まえ、先行きの金融政策運営を考えるうえでの二つの柱を点検すると、次のようなことかと思う。まず、第一の柱としては、我が国経済は物価安定のもとでの持続的な成長を実現していく可能性が高いと判断できる。第二の柱としては、金融政策面からの刺激効果が一段と強まり、中長期的にみて経済活動や物価の振幅が大きくなってしまいうリスクを挙げることで良いと思う。ただこの点については、こうした事態が起こる蓋然性が高いということではなくて、より長期的な視点を踏まえて、確率は高くなくても発生した場合のコストが高いリスクを点検する、という第二の柱の性格を対外的によく説明していくことが大事だと思う。

以上の点検を踏まえると、当面の金融政策運営についてのメッセージは、無担保コールレートを概ねゼロ%にする期間の後も、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こと。そうしたプロセスを経ながら、経済・物価情勢の変化に応じて徐々に金利水準の調整を行うことになると考えること。この二点を説明していくことが大切である。この二つは、実は量的緩和の解除時に記述したものと内容的には同じであるが、今回 2007 年度までの見通しを点検したうえで、同じメッセージを公表することには意義があると思う。市場の関心は、どうしても日本銀行の次の政策行動に集中しがちであり、中長期的な物価安定の理解と今回のCPI見通しの数値の比較といった単純なメルクマールを求めがちである。それだけに経済・物価の先行きを、二つの柱に従って丁寧に記述したうえで、一貫したスタンスを示していくことが、市場の人々の期待の安定化に繋がると考える。

最後に、次回決定会合までの金融政策運営については、以上のような経済・物価情勢の判断のもとで、無担保コールレートを概ねゼロ%で推移するように促すという現在の調節方針を続けることで良いと考える。以上である。

福井議長

岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

10月の展望レポートと比べて、成長率は上振れて推移している。コアの消費者物価は、想定のとおりであり、この傾向はこのところ続いているように思う。今後の予測についても、私は幾らか成長率の上振れバイアスが残っているのではないか、というのが一つ目のコメントである。今後2年間、潜在成長率を上回る成長をすること、物価の方もそれに連れて上昇するというメインシナリオについては全く賛成であるが、この中央値がそれぞれ整合性があるかどうかという点は、それぞれお考えになっている姿で違っているところがあるのではないかと。つまりロジカルにコンシステントなものかどうかという問題は残っているように思う。そこで、私にとって一番重要だと思われるのは、今後、潜在成長率と現実の成長率との差がどの位あるのかということである。潜在成長率について今回1%台後半ということで私は結構であるが、ただ2%近くを考えるのか、1.5%近くを考えるのかで実は大分違いがある。+2.4%と+2.0%という中央値をとると、仮に+2%の潜在成長率を考えている人がいると、+0.4%しか実は需要超過にならないということであり、それでどうやって+0.1%から+0.8%までCPI上昇率がジャンプしていくのか。私はその点はやや違和感を持っている。というのは、過去3年を取ってみると、平均成長率+2.5%位で、その間コアのCPIはどの位変化したかということと+0.9%変化した。来年平均+1%位現実の成長率が高かったらコアCPIが+0.3%位上がるという計算になる。勿論、GDPギャップの水準自体が、インフレギャップになるので、これよりはもう少し加速してもおかしくない。これは前から申し上げておおりで、今もその確信は変わらない。であるから、プラスアルファしても良いが、仮に今後2年間で+1.5%位現実の成長率の方が潜在成長率より高い、それに0.4位掛けると——これは昔の

フィリップスカーブの傾きであるが——、+0.6%位はC P I 上昇率が高まってもおかしくない。つまりC P I 上昇率が+0.1%が出発点だとすると、+0.7%位になってもこれは自然体。それにG D P ギャップの水準の効果というのを乗せれば、+0.8%位になってもおかしくないということだと思う。従って、潜在成長率を、+1.5%近くに考えるか、+2.0%近くに考えるかということで、実は少し差があると思う。アメリカの場合は、労働生産性の伸びがこのところ+3%弱であり、全要素生産性が+2%弱、資本深化率が+1%程度、合わせて+3%弱で、それに労働投入の伸びがあるので、+3%~+3.5%というのが潜在成長率ということだろうと私は理解しているが、日本の場合は、今全要素生産性は+1%強あって、資本蓄積率というか、深化率というのは+0.7%ないし+0.8%あると思う。合わせると、どちらかというと足許の潜在成長率+2%に近いと考えて良いのではないかと思う。その場合には、実質成長率がやはり今後2年少し高めに推移しないと、なかなかコアC P I が中央値の+0.8%までいかないというインプリケーションがあらうかと思う。潜在成長率がどの位上がっているかということのインプリケーションは二つある。一つは政策について、先程水野委員からお話があったが、中立的な金利水準をどう考えるかということである。これは少し長い目で見ると、議論を避けることはできないと思う。仮に+2%が潜在成長率だとして、今回の物価安定の理解の中央値が+1%を乗せると、+3%あってもおかしくないという話になる。仮に+1.5%であると+2.5%でおかしくない。日本の場合には、財政収支の赤字幅が非常に大きい。これを再建しなくてはいけない。これはアメリカではストラクチャル・ドラッグと呼んでいる。アメリカは経常収支の赤字と両方あるので、余計大変である。日本は経常収支は黒字であるが、財政収支は赤字なので、財政面からは成長率に対し短期的にはマイナスの方向が加わると思われ、そこはむしろ割り引く必要があると思う。歳出削減とか、あるいは増税との組み合わせで将来考えていくとすれば、その分を0.5%位は割り引いた方が良い。そうすると今中立金利を、2.5%~3%と申し上げたが、実は0.5%位それから下がるということも十分あり得るのかなと

思っている。ということで、金融政策の今後の運営について、どの辺が中立金利なのかということは、やはりよく見極める必要がある。潜在成長率が上がると、逆にインフレになるスピードは落ちる。インフレギャップの膨らみ方がスローダウンするし、単位労働費用、賃金のキャッチアップがそれ程速くないとすれば、やはりこれもなかなかプラスになりにくい。その両方で、インフレのスピードはスローダウンする。しかしながら、これは、実質成長率は高く、直ぐにはインフレにはならないという意味では非常に快適な経済で、政策の自由度がかなりある世界だということにも言えるかと思う。以上が一つのコメントであるが、二つ目は、リスクの認識である。この予測期間の範囲を超えるリスクとして資産価格バブルというものが指摘されており、私もこれは賛成である。つまり 1980 年代半ばの過ちを繰り返さないということである。デフレの源をずっと辿って行けばそこまで行く可能性があるのもそのリスクの認識は私も必要だと思うが、このリスクが本当にリアルになるのは、実は潜在成長率が+2%よりもっと高くなり、アメリカの+3%位に近づく一方、世界の実質金利が現在の2%位でそのまま推移する時だと思う。リスク要因としては、私が短期的に考えているのは、一番目は、原油価格の高騰、二番目はアメリカ経済の減速と日米両国の間の金利の変化に伴う為替レートの変化——これはある程度の予測可能性を持った為替レート調整だと思うが——、三番目はIT部門の調整である。中長期的には、発生確率は低いが損害の多いものとして、資産価格のバブルとグローバル・インバランスの解消だと思っている。後者が本当に動いた時は、ゆっくりした為替レートの調整ではなく、ドルが急落するリスクを念頭に置くべきだと思う。ただ、後者の方は、政策当局がそういうことを言うだけで、実はマーケットが動いてしまう。今回も若干そういう傾向があったかと思うが、ここに問題があるということ指摘しただけで実はマーケットがオーバー・リアクトしてしまうこともあるので、注意すべきだと思う。まずは、短期的なリスクとしての原油であるが、これは基本的には地政学的リスクの高まりである。IIEのバーレジャー氏は100ドルもあり得るとおっしゃっているが、IM

Fが言うように、景気がこのまま拡大を続け、しかも地政学的リスクが変わらなければ、そういう可能性は十分あると思う。それから為替レートについては、先程質問したが、マーケットは先行きを見るので、フェデラル・ファンドの先物のレート、それから日本のユーロ円の先物のレートの差がどのように動くかということが、為替レートに影響を与える部分があると思う。2005年初と比べて、実はこの二つの金利較差が開く方向に動いてきて、その結果10%以上円は減価した。今はそれがちょうどターニングポイントになりつつあり、今度は反対の方向に動いている。今日も114円ということであるが、ある程度そうした金利差の先行きを読みながら、為替レートの動きというのは、これは短期的にもあるリスクとして考えていく必要があるのではないかと思う。以上がリスクであるが、短期的リスクでもう一つIT部門について一言申し上げると、私は以前からIT部門には調整があると申し上げてきた。在庫循環図を見ても、電子部品・デバイスは、3、4か月後にどこか45度線にもう一回ぶつかる可能性がある。ただ今回の調整幅は、山が極めて低いので、2004年の場合よりも軽微だろうと思う。しかし、例えば半導体の設備投資は、業界の予測によると、現在はメモリ・デバイスの市況が悪化している訳なので、2006年、2007年はそれぞれ5%増加、1%減少というように予測をしている。半導体関連企業は、2006年第2四半期はまだ上昇局面だと思うが、その後下降局面となり、恐らく夏頃から調整が始まり、2007年の初め位までがボトムかなと思う。その後は夏に北京オリンピックがあるので、それに向けて上昇していくと、こういう姿が想定できるのではないかと思う。これも一応念頭に置いておく必要があると思う。

最後に消費者物価指数であるが、私は財の方では衣料品に実は期待を掛けていた。ところが今日のご報告を聞くと、寄与度ゼロになってしまい、これはやや変調したかなと思った。もう少し衣料品辺りが、財で引き上げてくる力になればと思っている。それから一般サービスの方は、期待どおり4月の東京都区部は上がっているが、短観等のサービス業の需給判断等がもう少し良くなしないと、なかなか本格的な上昇にはならないかなとも

思っている。それから稼働率を見ると、製造業の方は明らかに稼働率が非常に高いが、非製造業の方は、まだ、ややもう一押しというところがあるかと思っている。それから、消費者物価と失業率、労働市場との関係であるが、今失業率は随分下がってきたが、どの辺まで下がれば雇用のスラックが本当に無くなるのか。企業家の判断としては、既に需要超過になっているが、マクロ的にみた場合にどうかというのは、やはり幾か差があると私は思っている。パート化が相当進んで、それが今度は逆戻りで正社員化している。パート化しているのはある意味スラックだとみることもできる。過去のフィリップスカーブ——失業率とコアの消費者物価指数——で見ると、過去の経験がどの位役立つかどうか分からないが、失業率が3%~3.5%位のところまでいかないと、物価上昇率が+1%のところまでいかないとという計測例もある。

最後に金融政策運営であるが、これは現在量的な引き下げが行われており、順調に進んでいるということかと思う。問題はその先で、マーケットは先読みをする。そこで重要な点は、一つは先程も言った中立金利ということである。これは、今は内部でよく議論を深めた方が良さだろうと思う。と言うのは、マーケットは、中立金利に触れると、バックワード・インダクションで、2007年にはもう物価上昇率1%がみえるのかと、そうするとそこがノーマルなので、その時には中立金利2%、3%だと、逆算すると毎年1%上がっていかないと追いつかないという計算をしている。情報発信上、あまりマーケットを過度に煽ってしまうのは、やはり却って回り道をしてしまうと思うので、そこは注意すべきだと思う。やはり今は、新しいフレームワークのもとで、どういうことを日本銀行は考えてやろうかとしているかということについての正しい理解をして頂く段階ではないかと思っている。以上である。

福井議長

最後になったが、福間委員から願います。

福間委員

世界経済はIMFの見通しにも示されているとおり、好調を継続している。こうした中、原油、非鉄金属等、国際商品市況は地政学的リスク、新規鉱山開発の遅れなどの供給制約、投機資金の流入もあって、一段と高騰しており、CRBインデックスは既往最高値を更新した後、高値圏で推移している。夕べも中国の措置への一時的なリアクションとしてCRBが落ちたように見えるが、非鉄はむしろ終値においては上がっているというようなこともあるので、全体的には基調は変わっていない。もっとも、今のところ世界的にコア物価の上昇は——この点についてはここでも何回か議論していることであるが——、穏やかなものに止まっている。これについてはIMFの今回の「世界経済見通し」の中で、「グローバリゼーションはインフレにどのように影響しているか」をテーマに分析が行われ、3月のFOMCでも、同じように議事録の中でグローバリゼーションと物価の関係に触れ、夕べはバーナンキ議長も矢継ぎ早に同じような説明をしている。いずれにしても、賃金の伸びはモデレートである中、生産性が向上していることから、ユニット・レーバ・コストが抑制され、グローバルな競争のもとで、企業が価格支配力を持ちにくくなっていることが背景として挙げられる。原油を始めとする国際商品市況の高騰については、なかなか有効な解決策を見出しにくく、G7でも消費国の製油所増設や産油国の増産を促すことなどで合意されたものの、それ以上の具体的な施策は打出されず、このことは結局、価格メカニズムによる需要抑制とか、あるいは省エネ技術の開発、あるいは省エネの推進などでこの問題に対応して行かざるを得ないというメッセージを市場に与えたことになる。

我が国の景気情勢については、4月の支店長会議でも、短観同様、内需と外需、企業部門と家計部門のバランスが取れた形で、息の長い景気回復が持続していることが示された。しかし、この間に公表された第3次産業活動指数や小売売上高など、個人消費関連指標は、昨年10～12月の反動もあってか、必ずしも芳しくないほか、企業決算についても既往最高益を更新する企業も見られる中で、原料価格の上昇を転嫁できないことなどが

ら、減益決算を発表している企業の数がここに来てやや増えてきている。私も、先程から皆さんがクォートされた内閣府の企業行動アンケート調査で、まだこういう数字が出るのかと思ったのは、製造業全体で今後1年間の仕入価格は2.1%上がり、販売価格は0.2%下落するという見通しであるということ。これではなかなか企業業績アップは難しい。

物価面では、消費者物価は、需給ギャップがゼロ近傍まで改善し、ユニット・レーバー・コストがマイナス幅を縮小しつつあるとみられる中、プラス基調を継続している。もっとも、中国、台湾、韓国などに地理的に近い我が国の企業は、冒頭に述べたグローバル競争に常に晒されていることから、当面は物価上昇は緩やかなものにとどまると思っている。

金融面では、資金需要は順調に伸びており、貸出金利の上昇はみられず、企業・個人向けともに金融は依然として緩和的である。金融・資本市場については、先のG7共同声明において、世界的不均衡が世界経済成長にとってのリスクとされ、「多額の経常収支黒字を有する新興市場国、特に中国の為替レートの一層の柔軟性が、必要な調整が進むためには望ましい」、との文言が盛り込まれた。これに加えて、それに合わせたごとくロシア、スウェーデン、カタールが外貨準備のドル資産比率を引き下げるという報道でドルが全面安となり、特に対アジア通貨で大きく下落し、これに連れて割安感のあった円も買われた。本邦株価はご承知のように、円安修正に極めてセンシティブであるという性格を持っていることも割り引かなければいけないが、PERの面からも短期的にやや買われ過ぎていること、さらに信用残が非常に高いことも手伝い、G7後の週初、一時的に本年に入って最大の下落幅を示した。この間長期金利は、今月中旬まで高いボラティリティで推移していたが、節目となる2%まで上昇し、一応の軽い達成感が出たことから、目先筋のポジション調整が終了し、幾分スタビリティを取り戻しボラティリティもやや落ち着いてきたと思う。もっとも、先行きについては、景気要因も然ることながら、米欧の長期金利が経済の強さを背景に上昇しており、日本の長期金利はこれにシンパサイズする面もあるため、低下しにくい状況になっている。また、ゼロ金利を背景

に、円のキャリートレードをベースとした債券や商品等のデリバティブのポジションが未だ大きく、金利の先行きについては神経質な地合いが続いている。こうしたことを踏まえれば、今後の政策運営に関する本行からの情報発信には引き続き慎重を期す必要があると思う。

展望レポートについて申し上げますと、執行部案で概ね異論はない。ただ一点だけコメントすると、先般も言ったことであるが、2頁2段落目で、我が国経済が息の長い成長を続けていく前提として企業部門の好調が続くとみられている点があったと思う。確かに、我が国企業はグローバルに収益を上げる体制を構築しており、海外子会社も含めた連結ベースでは好調を続けるものとみられる。もっとも、国内については、設備投資をみても、展望レポートの2頁にも一部記載されているように、企業はグローバルな競争環境も意識したうえで海外設備投資は積極的に行う一方、国内の設備投資には慎重な姿勢を保っている。最近の自動車会社にとって何が問題かという、国内販売である。国内の建て直しが大変であると言っている。収益は史上最高であるが、海外で儲けている。自動車のことばかり言っても仕方が無いが、今年度は自動車の海外生産が国内を上回ることは恐らく確実である。このように、企業部門の国内セクターは必ずしも好調とばかりは言い切れない状況のもとで、展望レポートにおいて「企業部門の好調さが続く」との表現をすると、そういうところに少し配慮が足りないかなと思う。表現するとしたら、「海外子会社も含めたベースでは、企業部門の好調が続く」としておいた方がどちらにも逃げられるのではないか。企業の捉えどころはマルチナショナルであるので、あまり企業業績イコール国内セクターと捉えられると、少しジャッジメントが難しくなってくる。

当面の金融政策運営方針であるが、無担保コールレートを概ねゼロ%で推移するよう促す、との方針を堅持することが適当と思う。当預残高はこれまで20兆円にまで減額されたが、短期金融市場では目立った混乱は生じていない。ただ先行きについては、市場では、当預残高が15兆円以下の水準では、個別先のポジションの状況によっては金利が不安定化する局

面もあり得るとの意見も聞かれる。また、短期金融市場の正常化も始まったばかりで、クレジット・ラインの設定・引き上げなど、市場参加者の準備にもなお相応の時間を要する。このため本行としては、オペを通じながら、引き続き市場動向を丁寧にモニターしつつ、慎重に当預残高を減額していくことが重要であると思う。先程も述べたように、当面の間、我が国の経済成長は過熱する可能性は少なく、物価上昇も緩やかにとどまると考えられることから、市場参加者間の取引が活発化し、市場の金利形成機能が回復するまでには、まだなお時間を要すると思われる。このため、金融政策は予断を持たず、経済・物価・市場動向を十分にウォッチしながら、ペイシェンスを持って臨むことが適当と考える。以上である。

福井議長

これで全員からのご意見を拝聴した。今日は展望レポートを含めてのご意見だったので、かなり幅が広く、私が一挙に取り纏めるにはバラエティに富んでいたようにも思うが、皆様方のご意見が概ね一致している部分を捉えながら、私自身が考えているところという感じで述べさせて頂く。まず、金融経済情勢ということであるが、経済の情勢については、前回決定会合以降幾つか新たに計数が公表され、今日もまた鉱工業生産等の数字が出たが、これらを含めて、全体としては、我が国の景気は着実に回復を続けているという、4月の金融経済月報、基本的見解に盛り込んだ判断に沿った動きをしているということではないかと思う。また、日本経済は、世界経済と緊密な連関を保ちながら動いているが、世界経済そのものも比較的堅調に推移していて、従って日本から海外への輸出も引き続き増加を続けているという状況だと思う。世界経済については、先般のG7で、様々なリスクはあるけれども、見通しは依然として良好ということが確認された。様々なリスクのうち、一番差し迫っているのはやはり原油価格の高騰、商品市況の高騰であり、これまでは世界経済の高成長と両立してきているけれども、やはりこの要因は、特に非産油国経済の減速のリスク、あるいは世界的なインフレ懸念が高まる方向のリスク、この両方のリスクについ

て引き続き十分注視していく必要がある、という認識であった。声明等では、グローバル・インバランスのリスク、それからプロテクトニズムのリスクというように並列して書いているが、G7等での議論の雰囲気としては、グローバル・インバランスのリスクというのは、ややロングランなリスクであるが、しかし対応を怠っていると、プロテクトニズムの方のリスクが先行して引き出されてしまう、こういう組み立て方が意識されていたように思う。それから物価であるが、今日、全国の消費者物価指数の3月分と東京の4月分が出た訳であるが、これらも含めて改めて認識されるところは、日本の物価は4月の我々の基本的見解の判断に沿った動きだということではないか。それから、金融・為替市場の方では、最近少し動きがあるということだと思ふ。株価は、これまでの上昇テンポがかなり急激だったということもあって、足許では調整的な動きが出ている。ただ、企業収益の好調さなど株価を巡る基本的な環境についての認識は急に変わった訳ではないということであるので、市場参加者の基本的な認識は変わっていないだろうと思っている。他の市場を合わせて、世界的な金利サイクルの変化というものを意識しつつ、今は株式市場、債券市場、為替市場が相互に牽制しながら動いているという状況ではないかと思ふ。次に、経済・物価情勢の展望レポートの方であるが、2005年度の経済は、これはもう終わっている訳であるが、昨年10月の我々の見通しに比べ上振れて推移したという感じであった、というご認識で一致していたように思う。この間に、マクロ的な需給ギャップは、これまで長く続いた供給超過の状態がほぼ解消し、現在はゼロ近傍にある。これが2005年度経済の最大の特徴であったと思ふ。今後2006年度、2007年度に掛けての経済であるが、展望レポートに盛られた認識は、内需・外需それから企業部門と家計部門のバランスの取れた形で息の長い拡大を続ける。これがメインシナリオとして打出されている訳である。需給ギャップがゼロ近傍にある中で、経済活動の水準が引き続き緩やかに上昇していくという展望であるので、この段階の経済の動きは、「回復」よりは「拡大」と表現することが適当だという考え方も入っている訳である。需給ギャップの点からいくと、需要超

過幅がこれからは少しずつ拡大していくという経済であり、成長率は、1%台後半と考えられる潜在成長率を幾分上回る水準が続くという予想を立てようとしている訳である。2005年度のように過去の需給ギャップのアドバンテージを使つての成長ということでは無くなっていくので、成長のスピードそのものは、どちらかと言えば徐々に減速し、潜在成長力の方に引力を感ずる、そういう動きになっていく可能性が高いという内容になっている。いずれにせよ、こうした標準的なシナリオの蓋然性を、今後とも実際の動きの中で検討し、チェックし続けていかなければならない訳であるが、幾つかのチェックポイントがある。それは、海外との関連で輸出が着実に増加を続けていくかどうか、企業部門の好調が続くかどうか。この企業部門の好調というのは、海外部門を合わせた場合と国内部門の場合をよく見ていく必要があるという福間委員のご指摘があった。それから企業部門から家計部門への波及がより明確となっていくかどうか。そして我々が提供していく金融環境であり、これまで極めて緩和的な金融環境を提供し続けている訳であるが、これらが民間需要を適切に後押ししていくかどうか。大まかに言ってそういった様々な角度から点検していく必要があるということかと思う。物価の方であるが、需給ギャップの需要超過幅が徐々に拡大していくという点、それからユニット・レーバ・コストについても、賃金の上昇が続く一方、景気が成熟するに連れて生産性の伸びが鈍化するという方向性を念頭においていく必要があると思う。そういう意味では、物価は、下げ止まりから若干の上昇に転じ、消費者物価指数の前年比上昇率の幅も緩やかに拡大していく、というような予想は自然なものではないかと思われる。そういう考え方が展望レポートにも盛られている訳である。経済の上振れ要因、下振れ要因については、皆様方からご指摘があったとおりだと思う。それから物価についても、上振れ要因、下振れ要因がある。この物価の上振れ、下振れ要因のうち、需給ギャップのプラス転化の影響という点については、需給ギャップに対する物価の感応度が低下しているということがある。これには、規制緩和、あるいはIT技術の発達、グローバル化といったような各国共通の要因に加えて、我が国にお

けるユニット・レーバークストの低下の影響もあるということだと思ふ。もともと、需給ギャップがゼロ近傍から徐々に需要超過に転化していく中では、予想インフレ率の切上がりを伴いながら、賃金・物価上昇率が上振れる可能性もあると考えられる。この点も展望レポートに書いてあるが、物価の感応度は変わり得るので、いずれの側面もきちんと点検しながら、今後の物価の状況をしっかりとみていかなければならない。それから展望レポートの中の金融政策運営に関する部分である。二つの柱による点検を実施するというフレームワークを3月に打出した訳であるが、今回の展望レポート以降、我々はこれを初めて実践に移していくということであるので、今後の運営宜しきを得て、内外の理解が一層深まり、特に市場関係者の理解がしっかりしてくるということが非常に大事だと思ふ。春委員もご指摘されたが、これまで我々が長く最大のリスクとして意識してきたデフレ・スパイラルのリスク、これはかなり小さくなっているということだと思ふが、一方、今回の展望レポートでは、むしろアップサイド・リスクを書いている。各委員は今回市場金利に織り込まれたとみられる政策金利に関する予想を参考にして見通しを作成された。私自身もそうしたが、それでも経済・物価情勢に見合った水準よりは低い、極めて緩和的な状態が続くということであるので、そうしたもとで金融政策面からの刺激効果が一段と強まる可能性がある。需給ギャップがゼロ近傍のもとで今後さらに上振れが生じれば、その後の反動を心配する必要があるという点を書いている訳である。これは、直ちにバブルのリスクを指摘したというよりは、むしろその前の段階で景気の振幅が大きくなり過ぎないように注意する必要があるということが含まれていると理解されるような表現になっていると思ふ。

最後に、次回決定会合までの金融市場調節方針については、皆様方前回決定どおり変更無し。つまり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、という調節方針を現状どおり維持する、ということでご意見が一致していたと思ふ。付け加えて、流動性の吸収が目下円滑に進んでいる訳であるが、これから先、市場関係者が本当に不慣れ

な部分というのが表面化してくる可能性が勿論あると思うので、引き続き市場の状況を十分ウォッチしながら、最後まで円滑な吸収過程を全うして欲しいということだろうと思う。それから、幾つかお話が出たが、市場関係者は、ゼロ金利政策からいつ脱却するのかというところに引き続きかなり強い焦点を当てていると思うし、それだけではなくて、金利はどんどん先まで読みたいということであるので、日本銀行が持っていきたい最終ゴールはどこなのか、つまり中立金利の議論などにも当然強い関心があるということだと思う。我々としては、ゼロ金利脱却のタイミングについて、今後経済が本当に我々の標準シナリオどおりに動くかどうか、ということを中心に判断をさらに研ぎ澄まし、それを市場がきちんと織り込んでいくような形を作る、すなわち市場金利の形成のされ方が、期待で一挙に形成されるといったものよりは、もっと練れたものになっていくように、プロセスを上手に作っていく必要があると思う。また、先々のゴール、中立金利と言って良いかどうか分からないが、この議論はまだまだ未成熟であり、内部でよく議論を重ねていく必要がある。この時に、軽々に市場のスペキュレーションの種になってはならない、という点が最も大切なことだと思うので、これは皆で注意していかなければならない点かと思う。その他、沢山議論を出して頂いたが、一つ須田委員からご忠告があった。つまり、市場金利の中から市場の期待を抽出して、今回それを参考に経済見通しをそれぞれ出したということで、きっと多くの人から、ではあなたはどのような金利を抽出して見通しを作ったのかということ聞かれるようになってくる。そういうふうにコレクションをされることが良いのか悪いのか私には分からないが、恐らく害の方が多いのではないかと思われる。やはりボードメンバーとしては、注意深く対処すべき点であるとの須田委員のご指摘は、正当ではないかという感じがする。後は、潜在成長力を超えて成長が実現していく第二のシナリオという水野委員の議論、あるいは潜在成長力をどうみるかによって、我々がアウトルックとして持つ成長率と物価とのコンシステンシーの捉え方が変わり得るとする岩田副総裁からの議論、この辺はもう少し皆さんで議論を詰めて頂ければと思う。以上である。

岩田副総裁

一点少し宜しいか。コアのC P Iの予測と金利を機械的に結び付けようとする報道がなされている。

福井議長

コアであるか。

岩田副総裁

コアC P Iが今回+0.8%というのが出ると、もう2008年の第1四半期は+1.0%位になってもおかしくない。そうすると、金利をもう動かしても良いのではないかという機械的なリンケージと言うか、議論がある。私にはよく理解できないのであるが、これまでは結構指数改定を皆さん気にしていたのであるが、指数改定の話が急にどこかへ行ってしまった。やはり0.2%~0.3%位は引かないとおかしいのだが、どうして急に皆忘れてしまったのか、少し理解できない。

西村委員

それは非常に難しい。2006年までならまだ良いのだが、2007年も予想しているので、その時の発射台を何にするかというのは難しいところである。今回のケースは、2007年になるとある程度はやはり考えざるを得ないという形で私自身は対処したが、同じことがまた5年後に起こるので、指数改定という形で数字が出てきた時に、どういうふうに対処するかということはよく考えなくてはいけない。一番分かりやすいのは、改定に対応する分だけ引いてくれという対応であるが、ただその時点に立った時に、指数の改定要因でどの位下がったかということが正確には分からないので、その議論は必ずしも説得的ではないという面もあるため、これは今後少し考えていく必要があるものだと思う。

福井議長

いずれにしても、そういうふうに金利水準を見通しの数字と機械的に連動させるといった議論は断ち切らないといけない。

西村委員

それから三つの見通しの間の整合性ということであるが、これは本当は相互に整合的ではない形になっているが、それは仕方ないではないかと思う。見通しの作り方から見れば、厳密な整合性はないということは分かると思う。それはそれなりにきちんと説明すれば、分かることではないかと思う。

福井議長

他に宜しいか。それでは政府の方からご意見を頂戴したいと思う。まず、赤羽財務副大臣からお願いします。

赤羽財務副大臣

我が国経済の現状を見ると、景気は回復している。一方、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ものと考えられ、この改善を継続する必要がある。景気回復を持続的なものとし、デフレ脱却を果たすことは、政府・日銀一体となって取り組むべき最も重要な政策課題である。デフレから確実に脱却し、逆戻りすることがないよう、万全を期するべきであり、日本銀行におかれては、いわゆるゼロ金利の継続により、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、市場の安定が確保されるよう、金融当局として、現在約 20 兆円となっている日本銀行当座預金残高の今後の縮減についてはより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く必要があると考えている。本日決定される「経済・物価情勢の展望」は、新たな金融政策運営の枠組みが導入されて初めてのものであり、その内容について注目が集まっている。今後の金融政策運営について様々

な憶測が生じ、市場が不安定になることのないよう、決定される先行きの金融政策運営の考え方に沿って、市場や国民への丁寧な説明に努めて頂きたいと考えている。以上である。

福井議長

それでは中城内閣府審議官からお願いします。

中城内閣府審議官

景気は回復している。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。今回の展望レポートでは、先行き2年間の経済・物価情勢について、内需と外需のバランスの取れた景気拡大が続くとされ、物価安定のもとでの持続的な成長を実現していくとされている。しかしながら、高水準で推移している原油価格の動向が、海外経済のみならず国内経済に影響を与える可能性もある。マクロ的な供給過剰は解消しつつある状況であるが、経済活動や物価の下振れリスクにも十分留意する必要があると考える。日本銀行におかれては、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、展望レポートの公表後、金融政策運営を巡る先行きの観測から市場が不安定化することのないよう、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、一層丁寧にご説明頂き、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

政府のご意見に対して委員方からご質問、ご意見があれば、どうぞ遠慮なくおっしゃって頂きたい。

水野委員

宜しいか。谷垣財務大臣等が「なおデフレが緩やかながら続いている中で、長期金利が上がることは良くない」という発言をされているが、そのとおりなのであるが、マーケットはデフレだと思っていないから長期金利が上がっているのだと思う。これは私の二つめのコメントと繋がるのだが、日本銀行は当然長期金利全体に目配りはできるが、イールド・カーブの先の方までコントロールできないので、そこは十分理解して頂きたい。それから、量的緩和政策を解除したということは、市場機能を生かすということであるから、やはり暫く金融市場が不安定化するという面は敢えて承知しながら実施し、市場から抽出される事象を踏まえて対応していくということであると思う。それから、消費税の引き上げの話について、最近かなりポリティカルな議論と言っては失礼であるが、谷垣財務大臣がおっしゃっているとおり、18年度中に議論して結論を得るとのことだったと思うのだが、人によってかなり振れてきていると思う。この発言というのは、まだまだマーケットでそれ程意識していない人もいるが、意識している人も増えてきているので、ポスト小泉政権という話になってくる時に、財政規律が乱れてしまうと長期金利の安定というのは全く無理になってしまう。税収の増加によって、かなりの程度財政再建が行われていくと思っているが、長い目で見るとやはり歳出カットと増税がないとなかなか財政規律を維持できないと思っているので、この辺の政治家サイドの発言も、この3か月位は非常にマーケットに影響が大きいと思う。

福井議長

他にないか。もし何かあれば、宜しいか。

赤羽財務副大臣

消費税に関しての谷垣財務大臣の発言は、緩やかなと言うか、配慮を利かせた言い方にはなっていると思うが、本質的にはそんなに後退しているということではないと思う。

水野委員

いや、谷垣財務大臣は良いのである。あれが今まで決まっていた合意事項だと思うのだが、その他の方のコメントが出てきている。

赤羽財務副大臣

それ以外の方達の発言を纏めることは、なかなか財務省としては…。

水野委員

その点については、私は財務省の立場をよく理解しているつもりだが、その他の方のコメントによって長期金利が動くこともあるので、日銀が全部悪いと言われても引き取れないということだけをご理解頂きたい。

赤羽財務副大臣

来年7月の参議院議員選挙も非常に厳しい情勢が見通されている中で、非常に難しい問題ではある。

水野委員

ただ、まだ決定されていないとはいえ、一度合意されたものが何か覆されるかのような発言が最近かなり増えてきているので気になった。

福井議長

それでは、金融市場の調節方針の議案の取り纏めに入りたいと思う。皆様方の意見が一致しているという前提のもとに、議長としては金融市場調節方針現状維持に関する議案を提出したいと思う。念のための確認である

が、他に議案の提出のご希望の方はいるか。それでは議長案を用意して、読み上げてみて頂きたい。

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。」。続いて（別添）公表文案である。

「2006年4月28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

それでは議決に移るので、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した。それでは白川理事と中曾金融市場局長におかれては、今決められたとおりの方針に則って市場調節を宜しく願います。

[政府からの出席者入室]

金融市場の運営方針、原案とおりに可決した。それでは「経済・物価情勢(基本的見解)」の取り纏めに移りたいと思う。

IV. 「経済・物価情勢の展望(基本的見解)」の取りまとめ

福井議長

展望レポートの見通し計数であるが、再度これまでの議論を踏まえて各委員方から計数を提出して頂きたいと思う。変更を行われなくても「変更なし」という旨、ご報告頂きたいと思う。

雨宮企画局長

お待たせした。集計が終わった。

福井議長

変更はあるか。

雨宮企画局長

再集計の数字で、変更があるのでご報告申し上げます。先程、お配りした一枚紙に沿って申し上げますと、変更は数字2箇所である。まず、大勢見通しのうち、2006年度の国内企業物価指数の大勢見通しが、お手許の一次集計では+1.4%~+1.6%となっているかと思うが、この+1.6%を+1.8%に修正願いたい。ただし、中央値は+1.5%のまま変わらない。もう一点であるが、欄外の注の全員見通しの方であって、全員見通しの一番右側の消費者物価指数、今お手許の第一次集計は+0.5%~+0.6%になっているが、この+0.6%を+0.7%に変更願いたい。この2箇所である。

福井議長

中央値は変わらずか。

雨宮企画局長

中央値は変わらない。以上である。従って、文中の先程ご報告申し上げた点々のところの表現もこれで変更はない。

福井議長

それでは新しい数字を前提にして、内容的に改めてご議論頂きたいと思う。ご指摘等があったらおっしゃって頂きたい。宜しいか。

水野委員

非常に丁寧に書かれていて、良いのではないか。

福井議長

それではご了承頂いたものと思う。これも採決をしなければいけない。宜しく願います。

[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

全員一致で可決させて頂いた。この経済・物価情勢の展望、基本的見解であるが、本日 15 時に対外公表を予定している。そして背景説明を含む全文については、必要に応じて執行部で修文を施して、来週になるが 5 月 1 日月曜日 14 時に公表を予定している。15 時までまだ少し時間があるが、この内容についての機密管理を厳格にお願いしたいと思う。新聞記者が懸命に、特に数字について探っているので、厳密にお願いしたいと思う。

V. 閉会

福井議長

今日は議事録等の承認はないので、案件はこれで終了である。次回は、5月18日、19日の両日開催の予定である。宜しく願います。重ねて申し上げますが、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、それから議事録と一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認確保の観点から、是非厳正な機密管理を皆様方をお願いしたいというふうに思う。以上で閉会とする。

(12時39分閉会)

以 上