

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2006年5月18日（14:00～15:53）

5月19日（9:00～12:03）

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（18日）

赤羽一嘉 財務副大臣（19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

企画局企画役

内田眞一

金融市場局長

中曾 宏

調査統計局長

早川英男

調査統計局参事役

門間一夫

国際局長

堀井昭成

（事務局）

政策委員会室長

中山泰男

政策委員会室審議役

神津多可思

政策委員会室企画役

村上憲司

企画局企画役

神山一成

企画局企画役

正木一博

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)

本日と明日の二日間の会合である。今日は、金融経済情勢に関する執行部の説明を伺い、必要な討論をしたいと思う。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します。いつも申し上げているが、会合の中でのご発言は全て記録をさせて頂く。そのことを前提にご発言頂ければと思う。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

早速、議事に入る。金融経済情勢に関する執行部説明である。最初に金融調節と金融・為替市場の動向について、白川理事と中曾金融市場局長からお願いします。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

中曾金融市場局長

それでは、お手許の資料-1、2（追加）に沿ってご説明する。まず、図表1-1を開いて頂きたい。オーバーナイト・コールレートは、前回の決定会合以降、強含みで推移している。足許では10/1,000%、つまり1bp前後で推移している。これは、大手行が、当面の目標としていた水準まで当座預金残高を圧縮することに目途がついたため、資金運用を抑制気味にしていたことなどが背景とみている。ただ、16日からの新しい積み期に入ってから、やや低下してきている。この間、当座預金残高は、前回の決定会合時は18兆円台であったが、17日には15兆円を切るところまで低下している。因みに、本日は14.3兆円程度、明日には13兆円台になる

見込みである。これまでのところ、超過準備の吸収作業は、大きな波乱なく進んできている。続いて、図表 1-2 で主体別の当預の保有状況をご覧頂くと、4 月積み期、5 月積み期を通じて、大手都銀を中心に当預の削減が進んでいることがご覧頂けると思う。16 日から入った 5 月の積み期では、メガバンクが目標水準をさらに引き下げて、当預の一段の圧縮に動いている。地銀など、他の業態も、所要準備をより意識した運営に徐々に移行しつつあるとみている。続いて、図表 1-3 である。こちらでお示している無担コール市場の規模は、引き続き 10 兆円程度の規模で推移している。ただ、取引の内容を細かく見ていくと、ニューネーム、あるいは昔出ていた名前が久し振りに市場に現われるようになっている。例えば、取り手では、常連の大手地銀に加えて、その他の地銀が散発的に調達を行うようになっている。出し手サイドでも、一部の信金とか生保、これらは恐らくまだ試験的ではあると思うが、放出に久し振りに登場してきている。こうした動きは、恐らく今後レートの上昇に伴い、さらに拡大していくのではないかとみている。続いて、図表 1-4、オペの実施状況をご覧頂く。オペについては、日々の当預の振れを極力均しながら徐々に水準が低下するように運営している。供給面では、主力は手形オペであるが、レポ・レートなどが幾分強含む局面では、国債買現先とか、短国買入を組み合わせながら、短期市場の安定にも配慮したところである。4 月末以降、レポ・レートを始め短期金利が幾分強含んだことを受けて、全般に応札は堅調である。特に、ゴールデンウィーク明けには、6 月利上げ観測が出てくると、長めのオペに対する需要が一段と高まっている。例えば、全店の手形買入の 5 月 10 日オファー分をご覧頂くと、応札倍率が 6 倍近くで、落札レート、決定レートも、補完貸付金利を上回る水準まで上昇している。全店オペよりも期間の短い本店オペの、例えば 12 日、16 日のオファー分、あるいは国債買現先の直近の 5 月 11 日分は、落札レートが 5bp ないし 7bp 程度まで上昇している。一方の吸収サイドは、当座預金の残高を均す観点から、月末の 25 日、30 日の国債発行日の不足日にエンドを置いた、期間の短いオペをオファーしている。手形売出の欄をご覧頂くとお分かりになるよう

に、資金余剰感が徐々に後退しているため、応札倍率が低下してきている。12日あるいは17日の売り手オペでは、落札レートも4bpないし5bp程度まで強含んでいる。続いて図表1-5。こちらで当面の資金需給をチェックしておきたいと思う。5月18日以降月末までであるが、まず資金需給は、国債の発行を主因に-3.7兆円、そしてオペの期落ちが-6.7兆円あるので、これらを合計した10兆円が機械的な当座預金の減少額になる。ただ、実際には、5月末の国債発行とか、6月初の税揚げをカバーし、当座預金の低下スピードをコントロールする観点から、市場動向を良く点検しながら、ある程度の頻度で手形オペなど供給オペを実施していく考えである。これを前提とした場合の、今後の当座預金の残高見通しであるが、無論これは市場動向にもよる訳であるが、5月末には10兆円程度、そして次の6月の決定会合の時には10兆円をやや下回る水準まで低下する見通しである。続いて、金融・為替市場の動向をみていく。図表2-1である。まず、

(2) ターム物のレートをご覧頂きたい。短国レートは、FBの3Mのところをご覧頂きたい。先程申し上げたが、連休明けに6月利上げ観測が浮上し、たまたまその週に入札が2回あったため、需給が大変緩くなっていたこともあり、5月10日には0.19%までジャンプした。レポ・レートは、4月の末位から大体4bp位でやや高止まりしていた。これは、証券会社の在庫が膨らんでいたということもあるし、主たる出し手の都銀が、当座預金を圧縮する過程でレポへの資金放出をやや抑制していたことが背景であるとみている。このレポ・レートの高止まりが、市場参加者のレートに対する目線を上げてきた面があるのではないかとみている。続いて、図表2-2で市場の金利観についてみていきたい。まず、(1)のユーロ円金先からみたフォワード・レート・カーブであるが、6月の利上げ観測が出てきたゴールデンウィーク明けに一旦上昇し、足許では、ほぼ前回決定会合の頃のレベルにまた戻ってきている。利上げ観測が出た後の市場の動きであるが、事象的に追うとおよそ次のようなことではないかとみている。まず、6月の利上げ説に、外国人投資家が敏感に反応したということだと思う。スワップとか先物のショート・ポジションを膨らませたため、中短期金利

が上昇した。このゾーンは、債券を抱えている邦銀がいるので、邦銀がた
まらず損切り、あるいは追加ヘッジを余儀なくされたということである。
このため、恐らく邦銀からみると、6月利上げについては半信半疑のまま、
金利が上がってしまったということではなかったかと思う。ただ、これに
伴い、(2)のグラフにあるようにフォワード・レートも上昇した。フォワー
ド・レートの動きとか、私共のヒアリングの情報なども勘案して、市場の
金利観を読んでみると、もとより幅を持って考えておく必要があるのだが、
1年以内に2度の利上げの織り込みが進んでいると言えらると思う。また、
6月の利上げ観測については、足許では後退しているが、警戒感は消えて
なく、その可能性も視野に入った状態になっている。図表2-3、長期金
利の動向である。図表2-3の上のグラフと、図表2-4の(2)イールド・
カーブの変化幅、この両方のグラフをご覧頂くとお分かりになるように、
利上げの思惑が広がったので、まず短期ゾーンが強含んでいる。ただ、長
期あるいは超長期ゾーンはほぼ横這いか、若干下がっている。先行きにつ
いては、図表2-4の一番上のボラティリティのグラフが示しているよう
に、中短期ゾーンは、ボラティリティがなお上昇傾向、あるいは高止まっ
ている状態にあるので、引き続き政策変更の思惑に振られやすい不安定な
状態が続くだろうとみている。一方、長期ゾーンであるが、図表2-5の
長いフォワード・レート、例えば(2)の10年先スタートの10年物の金
利をご覧頂くと、概ね横這い圏内で推移している。つまり、インフレ期待
は大きく高まっている訳ではない、ということが見てとれる。それから、
需給的にみても、長期、超長期ゾーンは、日本の機関投資家の潜在的な需
要が強いゾーンである。従って、このゾーンについては、需給面からみて
も、金利上昇圧力は相対的に緩いのではないかと考えている。ただ、この
ゾーンも、海外金利には引き摺られやすくなっている。特に(3)のグラ
フが示しているように、内外金利の連動性が高まっている状況のもとでは、
アメリカの金利が大きく上昇する時には、これに連れて日本の金利も上振
れする可能性もあるのではないかとみている。実際、この辺りは、図表2
-6の(1)市場が注目する債券利回りの変動要因に関する直近のサーベ

イを見てみると、一番右端の棒に表われているように、上の方にあるグレーの部分であるが、海外金利に対する注目度が増してきているようである。それから(2)のグラフでご覧頂くと、こちらで黒い太線で示した債券需給を、金利低下要因として見る度合いがこのところ低下してきている。これは、年金などの本邦の機関投資家が、このところやや不安定になっている金利情勢を見極めようと買い控えしていることが、表われているのではないかと類推している。図表2-7でクレジット市場である。クレジット市場について、(1)のグラフで、社債流通利回りの対国債スプレッドをみると、Baa格のスプレッドが、ポーダフォン、それからアイフルという要因で、階段上に大きく上昇した後、足許では幾分縮小している。その他は大きな変化はない。図表2-8、株式市場である。株式市場の方は、前回決定会合以降、下落している。日経平均で見ると、前回の会合からは大体1,000円位低い16,000円前後の水準で推移していて、今朝方は一時16,000円を割り込んだところであるが、今はまた戻ってきている。株価軟調の要因を幾つか挙げるとすれば、第一は、為替円高。第二には、(2)のグラフとか(3)のグラフに現われているように、海外株価の軟調である。そして第三には、新興株式市場の不振の影響である。この点については、図表2-10の新興市場の株価指数・売買代金の推移のグラフをご覧頂くと、新興市場の株価指数は全般に低下している。マザーズやヘラクレスなどを見ると、1月がピークだったのだが、この辺りからもう4割位低下してきている。良くない材料も色々あるのだが、特に最近では、中央青山監査法人に対する処分に伴い、企業の粉飾決算などの露見が続くのではないかとといった連想から、株価が一段と冴えない状態になっているようである。このため、新興市場については、個人投資家の市場離れが進んでいて、売買額も低下傾向にあると見ている。その個人投資であるが、確かに新興市場からは離れつつあるようであるが、株式市場全体としてみれば、今のところはまだプレゼンスを保っている。実際、信用取引の動向のグラフを見てみると、信用買い残は、足許でも高水準のままなお横這っており、まだ大きくは減少していない。図表2-9の(1)のグラフで主体別の売買動

向3市場1・2部合計の主体別の売買動向の個人のところをご覧頂くと、個人の売り越しが、むしろ4月中は減少している。それから投信をご覧頂くと、これは基本的に個人の株式投信なのであるが、このところ買い越し基調が続いていて、個人の中期的な株の先高観は、取り敢えず維持されているように窺える。一方、海外投資家の買い越し基調は、一応続いているのだが、買い越し幅はこのところ縮小気味になっている。足許では、やや売り越しに転じているのではないかと、という見方もあるようである。株価にとっての当面の焦点は、為替相場、企業業績、こういった点を挙げることができるのではないかと思う。企業業績については、(2)のグラフでアナリストの見通しを見てみると、これまでの実績発表を受けて黒い三角印でお示した2005年度の収益は上振れしている。ただ一方、×印の2006年度の見通しはその分下振れる姿になっている。企業の業績改善期待が非常に強い中で、企業自身は慎重な見通しを維持しているのに、仮に増益であっても株価的にはなかなかプラスのインパクトとはなりにくい状況になっているようである。図表2-11、為替市場の動きである。為替相場については、前回決定会合以降、ドル安が進行している。グローバル不均衡、それから内外金利差、二つのテーマが両方ともドル安の材料になっている。このため、(1)のグラフ、あるいは<参考>の表にあるように、円は一時109円台、ユーロについては1.29ドル台まで上昇している。ただ、後でまた申し上げるが、先週末以来ドルの買い戻しが断続的に入っているため、足許ではやや不安定な動きになっている。実際、図表2-12の(1)、(2)のグラフの右端の方に四角の枠で囲んであるが、昨日も、アメリカの4月のコアCPI予想比上振れと、(2)のグラフになるが、フランスの高官によるユーロ高阻止の発言からドルが買い戻されている。そういったことで多少不安定な動きになっている。図表2-13で、冒頭に申し上げたようにドル安の流れは、ユーロあるいは円といった主要通貨以外の通貨——(1)①のグラフにお示ししているが——、あるいは②アジア通貨に対しても共通に見られる動きである。ただ、先週の金曜日から今週に掛けて、かなり広範囲に亘る動きがグローバル市場で見られたところである。すなわち、

ここのグラフでお示ししているような主要通貨、あるいはアジア通貨に加えて、エマージング諸国の株、あるいはコモディティといった資産が売却され、これに見合う形で、ドルの買い戻しが生じている。このグラフでは、やや見にくいのであるが、(1)のグラフで言うと、右端の方で一斉にドル高方向に振れているのがその部分である。同様にコモディティであるが、(2)のグラフの右端の方であるが、銀とか亜鉛、銅はこれまで上昇ピッチや幅が非常に大きかった訳であるが、それに比べれば確かに限界的ではあるが、一斉に反落している様子をご覧頂けるかと思う。その背景であるが、幾つか見方が並存しているようである。第一の見方は、ファンド筋による利食い説である。元々エマージング株とか、コモディティ相場が過熱気味だったことに加えて、ヘッジファンドが5月とか6月に決算期を控え、元々調整が入りやすくなっていた。そこに一部のファンド筋が損切り、ないし利食いを行ったことが広範な調整を誘発したのではないかと、ということである。もとよりその利食いを行う場合は、アジア株のようにこの間の上昇幅が大きくて、かつドル安で為替差益も含めたキャピタル・ゲインの大きな資産が、集中して売られたのは不自然ではないと見ている。これが第一の見方である。第二の見方は、関連はしているのだが、コモディティの市場流動性である。コモディティは、元々市場流動性が乏しい市場であるところに、ファンド筋の資金、あるいは最近では年金のリアル・マネーまでも集中して流入していたとみている。そこにLMEが、8日から証拠金を大幅に引き上げたことが一つの契機になって、ポジションが調整されたと言われているようである。第三は、やや構造的な見方である。すなわちグローバルな景気回復の背後に潜むインフレ圧力、それから中央銀行がビハインド・ザ・カーブになるリスクを逸早く感じ取った投資家が、リスクテイク姿勢を後退させ、広範なポジション調整を図ったのではないかと、といった見方である。エマージング株、コモディティといった動きは、足許では取り敢えず落ち着きを取り戻しつつあるようであるが、まだ不安定な動きが残っている。各種の金融資産のボラティリティが上昇しているし、主要国の株価も下落しているため、投資家のリスクテイク姿勢が、従来よ

りも慎重化する可能性もあるとみている。投資家の投資行動に変化の兆しがないか、引き続きよく見ていく必要があると思っている。最後に、図表2-14で、IMMのポジション面から今のような動きを点検しておく。(1-1)、(1-2)の二つのグラフにあるように、円もユーロもロング・ポジションが溜まっている。特にユーロについては、かなり大きなロング・ポジションになっている。先週から今週に掛けてのドルの買い戻しの局面では、このうちの一部が恐らく巻き戻されていると推測している。足許では、繰り返しになるが、ドルのショートカバーなどが入って、ややめまぐるしい動きになっているが、先行きについての市場の見方については、(2)のリスクリバーサルグラフを見ても、ドルのプット・オーバー幅がかなり足許では深くなっている、これを見る限りでは、中期的にドル安センチメントの根強い状態が続いているのではないかと思っている。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

岩田副総裁

少し宜しいか。二点程お伺いしたのだが、マーケットが金利の引き上げをどの位予想しているかということであるが、今のお話のなかで、ユーロ円金先でみると、年度内に3回とおっしゃったか。

中曽金融市場局長

1年以内に2回を織り込んでいる。

岩田副総裁

1年以内に2回で良いのか。

中曽金融市場局長

リスク・プレミアムの見方に勿論よるのだが。

岩田副総裁

国債の長短スプレッドや、イールド・カーブの方からも読み取ることが可能な訳だな。

中曽金融市場局長

然り。

岩田副総裁

その場合も、ほとんど同じだと考えて良いか。それとも何らかの差があると考えるべきか。

中曽金融市場局長

大きな差はないと思う。結局、そこから読み取れるリスク・プレミアムがどの位の大きさかという判断による部分が大きいのだが、基本的には、出てきているメッセージに大きなインコンシステンシーはないのではないかと思う。

岩田副総裁

大体同じか。二点目は、インフレ期待についてだが、物価連動債でみたブレーク・イーブン・レートが若干上がっているような気がする。先程のフォワード・レートの10年先スタート10年物も、若干このところ上がっているように見えるのだが、これはどんな感じでご覧になっているか。

中曽金融市場局長

恐らくブレーク・イーブンは1%位ではないか。

岩田副総裁

1%位のところまでか。私の記憶では、前は少しそれより低かった。0.7%とか。

中曽金融市場局長

我々もブレイク・イーブンを見るようにはしているのだが、これはいつも申し上げているように、市場として成熟度がまだ足りない。例えば、入ってきている投資家も半分以上は外国人だと聞いている。もう少し市場の流動性が十分なものになってからでないと、ここから読み取るのは、なかなか難しい状態なのではないかなと思っている。

須田委員

宜しいか。なかなか難しいのだが、今のマーケットの状況をどう理解していけば良いか。元々色々な不均衡がグローバルに溜まりつつある中で、何かのショックがあったら色々な波及効果等が起こるかもしれないという懸念はずっと持っていた訳である。商品市場なり、株なり、為替なり、今回の動きというのは、懸念していたことが起こってしまったのか。また、起こったとしても大したことはなさそうだということで良いのか。G7の発表文が、プラザ合意と同じような表現だったため、それを見て直ぐに為替を売り仕掛けたという話も聞くが、今回の動きのきっかけもよく分からない。よく分からない中で、マーケットの恐さをみたといったようなことについて、感じておられるところを教えて欲しい。

中曽金融市場局長

どうお答えすれば良いのか分からないが、取り敢えず要因を整理する。各種金融資産について、ある程度ポジションが溜まっているということは我々も認識していたが、今回については、割と広範に出てきたという印象がある。そこは、我々としても多少意外感を持ったところである。ただ、

事後的にみれば、ある程度ポジション的に溜まっていたもの、あるいは先程申し上げたように、これまでの上昇が、非常に急ピッチかつ大幅であったということからすれば、どこかで調整が入ってもおかしくない状況に既になっていた。それが色々なきっかけ——複合的な面もあるのだと思うのだが——により、売り戻しが入ってきた、巻き戻しが入ってきたということだと思う。今のところ、このままもう少し見る必要があると思うのだが、印象としては、取り敢えず止まってきているかなという感じはする。つまり、大きな巻き戻しが継続的に行われるのであれば、もう少し商品が売られてドルが買われる動きが、大きくなってもおかしくないのだが、一応ここで止まっているとすれば、取り敢えず利食いの動きで、起こるべくして起こった調整が進んだということなのかもしれない。ただ、若干引っ掛かるものがあるとするれば、流動性が非常に豊富な中でポジションを膨らませてきた投資家が、やや見方を変えて、つまりリスクテイク力が縮小する形でポジションを減らしたとすれば、これはもう少し構造的な要因なので、インパクトももう少し広範な観点から見ておく必要があると思っている。ただ、いずれにしても、一つ言えるかなと思うのは、例え利食いであったとしても利食いが終わったら、また買いに戻ってくるかということ、恐らくそうではないのではないか。つまり、ボラティリティが上がってきているので、その分リスク・リターン的には以前程大きなポジションを取りにくくなってくると思うので、戻ってくるとしてもモデレートなものかもしれない。そのような印象を今のところ持っている。

福井議長

宜しいか。他に宜しいか。

福間委員

今は、ヘッジファンド、投資ファンドにしても、エクイティ・ファンドにしても、アセットメニューが国際的にミックス化している。エクイティありコモディティありクレジットありといった具合で、ワン・バスケット

の中にそういったアセットがみんな入っている訳ではないが、恐らく 2、3年前に比べると様変わりが増えている。そうすると市場間で相互に連動を起こしやすい。中曽金融市場局長が先程言ったように、商品市場などでは、そういうお客さんは元々予定してなかったところに、何かをきっかけにワッと入ってきており、先週などは、1日で異常な上がり方をした。あのようになると、トラディショナルな人達はやはり利食ってしまう。こんな危ないところは駄目だということで。ところが、それがまたぐるぐると回って他の市場を痛めだした。各国中央銀行は、インフレーションをコンテインした、コンテインしたと言うが、サーチ・フォー・イールドをやっている人達からみれば、むしろイールドを上げるためにエマージングとか、あるいはコモディティとか、そういうものに運用のベースを広げている。だから、資金の運用に変わってきている部分はないのか、その辺を少し勉強しなければいけない。メイン・マーケットは、インフレ・コンテイン、コンテインと言うが、イールドを上げるためにハイ・イールドを狙うということはそれだけリスクが取られているということである。資金がエマージング・マーケットに行くと、アイスランドもそうだし、トルコ・リラもそうだが、大暴落してしまう。そうになると、次もまたどこかの市場で利食わなければいけない。

水野委員

市場規模以上に資金が入ってしまっている。

福間委員

土地勘がない。

水野委員

しかも、年金基金がイノセントであるため、自分のお金が回ってヘッジファンドにいて、投機されているというのを分かっていない。そういう感じである。

福間委員

これはあくまでも仮説であるが、どうも、そのような面があるのではないかと思う。商品市場の方から見てみるとやはり少し異常である。過去から出てくるようなものでは到底なく、チャートなど引いていたら大損ばかりしてしまう。

白川理事

最近結構話題になっているが、B I Sのチーフ・エコノミストでウィリアム・ホワイトという人が、「Is Price Stability Enough?」というタイトルの論文を書いている。これは今週号のエコノミストでも特集が組まれているが、物価安定は勿論非常に大事な目的であるし、これまでのところ総じて物価安定は達成してきているが、しかし今の経済をみて、本当にそれだけで十分なのだろうかという問題を提起している。日本のバブルからこの十数年間の世界の大きな問題、日本のバブルもそうであるし、それからアジアの金融危機もそうであるし、それからロシア危機、LTCM、それからITバブルの崩壊、いずれもその直前にインフレ圧力が高まり、その結果問題が発生したという訳では必ずしもない。勿論、物価安定は非常に大事であるが、そういう意味で中央銀行自身が自己満足になっていることはないのだろうかという内容である。答えは出していないが、そういう意識は多くの人々が共有しているのだと思う。物価を無視するという訳では勿論ないのだが、物価だけでキャプチャーできないところに、やはり難しさがあるなという気が個人的にはしている。今の福間委員のご質問に対しての答えはないのだが、一方で物価に代表されるファンダメンタルズ、その一方でマーケット自身のダイナミクスがどうなっているか、という二つの視点は常に忘れてはいけないなという感じはする。

中曾金融市場局長

福間委員の見方に即して言えば、市場が随分進化してきている。つまり

投資家サイドからみると、色々な投資家が出てきた。ファンド、機関投資家、最近は個人も入ってきている。それから市場といった観点からみると、これはエマージング市場もそうなのであるが、アクセシビリティが高くなっている。誰でもアクセスできる。例えば、ニュージーランドの売り出し債もそうなのであるが、特に顕著な事例の一つが、商品市場ではないかと思う。典型的な例として、最近では銀のETFというものがNYSE Arcaに上場されているが、投資家のサーチ・フォー・イールドをアコモデートするような多様な商品がずらっと並び始めている。こういうような形での市場の進化、変革が進んでいる中で我々も、おっしゃったような連動性も含めて、市場の動きを見ていく必要性が一段と高くなっているということだと思う。

中原委員

基本にあるのは過剰流動性ということであろう。それと、原油価格の上昇ではないのか。かなりの部分は、オイルマネーの影響ではないか。

中曽金融市場局長

流動性のソースとしては、オイルマネーがよく言及されているのは事実。

福井議長

それでは海外経済情勢であるが、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資料-3(参考計表)(追加分)をご参照頂きたい。図表1は、アメリカの主要経済指標である。前回会合以降、この半月余りの間に判明した計数がシャドーだが、ざっと見て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. で、本年第1四半期の

実質GDP成長率は、年率+4.8%となった。この高い成長率については、前回の決定会合でも報告しているとおり、このところ続いている四半期毎の振れの一局面である。実勢は、潜在成長率並、ないしはそれより若干強めの成長を続けているとみている。その後、4月の計数について見てみると、5. 小売売上高は、前月比+0.5%と増加している。計数的にはガソリン価格の上昇による影響が大きく、それ以外は小幅な増加にとどまっているが、後で見る雇用環境、それから消費者コンフィデンスなどを合わせてみるに、個人消費は堅調さを持続していると考えて良いと思う。ただし、8. 住宅着工だが、4月はついに185万戸へと減少した。着工許可件数とか住宅販売も減少しているし、販売価格の騰勢もかなり減速している。供給サイドの統計に移り、11. ISMは製造業、非製造業とも堅調である。12. 生産も着実に増加している。それから13. 稼働率は、製造業ベースで80.8と2000年6月以来の高水準となっている。また、14. 失業率は4.7%と低位で横這っている訳である。この間、15. 雇用者数の増加幅は、138,000人と最近のペースから見ると少なめではあるが、業種別に中身を見ると小売部門で減少していることに現われているように、イースター休暇のずれが、どうも上手く調整されていないのではないかと考えている。物価についてであるが、17. CPIは、4月の総合前月比が+0.6%、前年比が+3.5%と高めとなった。コアの前月比も、3月に続いて4月も+0.3%と高めになっていて、前年比も+2.3%と切り上がっている。内訳を見ると、ガソリン価格の他では、医療費、教育費などの上昇が目立つところである。帰属家賃も上昇しているのだが、これは前々から申し上げているが、天然ガスの価格の低下に伴う技術的な要因とみているが、ただ、これまでの不動産価格の上昇を反映している側面もあろうかと思う。次に、ユーロエリア、図表2だが、1. 実質経済成長率は、本年第1四半期は年率+2.4%となっている。2. OECD景気先行指標を見ても、10か月連続で前年比上昇幅が拡大している。11. 製造業PMIをご覧頂いても、緩やかな改善を続けている。この間、物価面だが、HICPは4月全体で、前年比+2.4%と若干高めになっている。なお、欧州委員会は、最近、経

済見通しを改定しており、実質成長率は、ドイツのVATの引き上げの影響を織り込み、2006年は+2.1%、2007年は+1.8%と、若干の駆け込みとその反動と振れを読んでいる。物価については、両年とも、ECBの物価安定の定義を超える+2.2%というインフレ率を欧州委員会では予想している。図表3-1の1. で中国経済を見たいと思う。2. 及び3. のところに工業生産、それから個人消費関連指標がある。4月も、前月並の高い伸びとなっている。また、4. 固定資産投資と年初来累計のところは、この時点では入っていないが、先程発表された。+29.8%に続く4月のところが+29.6%と、前月並の伸びとなっている。それから5. 輸出は、月々振れているが、均してみると依然高い伸びを続けている。他方、輸入の方は、4月に大きく鈍化している。これには非鉄金属の輸入抑制の影響と、それから人民元切上げを見込んだリーズ・アンド・ラグズの動き——去年も一時あったが——が反映しているものと考えられる。物価は、7. にあるように、CPIの前年比は、4月には+1.2%と高めになっているが、主因は食料品の値上がりであり、これを除くと+1%弱のインフレ率がずっと続いている。しかし、マネーサプライ、それから貸出といったところは8.、9. にあるように高い伸びを続けている。2. でシンガポールの第1四半期の実質GDP成長率が出ている。外需を中心に、+6.8%と高めの数字となっている。他方、インドネシアは、+1.5%と大きく鈍化している。これには政府支出の鈍化に加えて、3月下旬の港湾のスト、それから月末日の休日化といったものにより、輸出が一時的に滞った影響が出ているものと見られる。ただし、個人消費についても、物価が上がっているため、幾分鈍化している模様である。図表3-2で、東アジア各国の輸出と生産が出ている。いつものようにカッコ内の前年比をご覧頂くと、いずれも堅調に増加しているのが分かる。そこで、図表3-3の(6)で消費者物価を見たいと思う。多くの国で、農産物の振れを除くと基調に変化が見られない中で、タイの4月だが、原油高を映じたバス代の値上げなどによって、コアも若干上がっている。先月、マレーシアについても、3月には補助金削減に伴って石油関連製品が上がっているということで、波及の

動きを申し上げたが、パラパラこういうところが出ている。他方、インドネシアについては、前年比をご覧頂いてお分かりのとおり、高い訳だが、石油製品価格の引き上げに伴うインフレの高進は取り敢えず一段落してきた感がある。それから先程も一部話があったが、図表4でアメリカの金融指標を見たいと思う。ご承知のとおり、5月10日のFOMCで25bpの利上げが実施された訳だが、その声明文の中で、インフレ・リスクが明示されると同時に、今後の利上げの継続については幅を持った言い方となったこともあって、それまで一部で利上げ打ち止め感がもう少し出てくるのではないかと期待していた市場では、Fedの金融政策を巡る不透明感を強めた訳である。(5)で先行き短期金利の予想を見ると、6月末のFOMCで25bpの追加利上げをする確率が大体5割程度織り込まれている。それから6月か8月のいずれかで25bp上げると、5.25%になる訳だが、その見込みは8割位の確率で織り込まれている。平均的に見た確率は、前回の会合以降、然程変化がなく、昨日のCPIの発表を受けて幾分上昇した感じである。ただ、金融政策のその先のシナリオということについては、この間、市場関係者の間で見方がかなり分かれてきている。つまり、一旦利上げが休止した後、再びかなりの幅で利上げが進むという、先程も少しビハインド・ザ・カーブになるリスクという議論があったが、そういう見方と、それから休止後、再利上げはもうない——これはハウジングのクールダウンを強めに見る見方だろうが——といった見方に分かれている。そうした期近なところではなくて、さらにその向こうを見た不透明感があるもとの、(1)長期金利をご覧頂くと、ジリジリと上昇している。このピークは、実は5月12日なのだが、5.2%に接近した。4年振りの高水準であった。その後、商品市況の反落などを背景に、幾分反落した訳だが、昨晚のCPIの発表を受けて、インフレ・リスクが一層意識される中、再び上昇している。(2)のグラフだが、株価はそうしたインフレ・リスクが意識される中で、企業業績についても足許は好調なのだが、先行き懸念というものが強まってきており、とりわけIT株で顕著に下落している。ここの点線であるNASDAQは、年初来安値となっている。ただ、そうした不安

定な相場つきにもかかわらず、この社債スプレッド、あるいは株価のボラティリティ、足許少し上がっていると言えは上がっているのだが、一般的に言えば、ある意味では不思議と安定圏内にあることが見て取れる。図表5で同じようなところを欧州の金融指標について見るが、アメリカ程ではないが(1)長期金利がジリジリと上昇すると同時に、(2)株価ははっきりと下落している。そうした状況ではあるが、(5)ユーロ先物金利のグラフから窺えるように、市場では6月8日のECB定例理事会での25bpの利上げは確実視されているし、年内さらに合計0.5%位、利上げがあるのではないかと予想されている。最後に、幾つかの頁でエマージングの通貨スプレッド、株といったところを付けているが、欧米の金融市場の値動きが激しくなる中で、ミニトリプル安といった状況になっている。きっかけとなったのはトルコである。スプレッドに関しては、図表6-4の(3)、株価については、図表6-6の(4)の細実線で載せている。経常収支の赤字などの不安を抱える中で、トルコ中銀が、4月27日にインフレの鈍化ということを経由して利下げした後、インフレターゲットを大きく上回るインフレ率が公表されたことから、トルコの通貨、債券、株が売られた。これがきっかけである。先程中曾金融市場局長からもお話があったように、その後、これをカバーすべく利の乗っている市場での利食い売りを誘って、ブラジル、それからASEANに波及したと言われている。ただ、昨日までは、アジアを中心として経済のファンダメンタルズが良いこと、それから外貨準備が多い、さらには変動相場であるから、1997年の時の固定相場と違って、変動相場による経済調整メカニズムが見直される中で、少し戻す、あるいは小康状態だったが、昨晚、またアメリカのCPIが、市場のサプライズとなる中で、ラ米、トルコ、東欧などで再びトリプル安になっている。本日のアジアの市場の前場でも、株価は下落している。以上を纏めると、実体経済指標を見ると、世界経済は順調に拡大を続けている。金融市場では、経済活動の水準、稼働率、あるいは失業率といったもので水準が高まるもとの、原油高に伴うインフレ・リスクがFedのコミュニケーションズもあって意識されてきている。そうしたもとの、市場では各

資産の価格について、リスクとリターンとの関係から、この価格が良いかどうか、という見直しが始まっているとみている。私からは以上である。

福井議長

ご質問があればどうぞ。

須田委員

また答えが出るかどうか分からない質問をして申し訳ない。アメリカの金融政策の先行きを見ていくうえでの質問である。先日PPIが出た時には、予想を下回ったと言ってインフレ期待がスッと収まり、今度は消費者物価が予想より高かったと言ってインフレ期待が高まる、というように、足許の一個ずつの指標によって、今後の金融政策についての見方が凄くボラタイルになってしまうという状況は、フォワード・ルッキングで金融政策を考えるといても、結局は先行きではなく、足許でしか判断できないというような状況にあるということなのか。

堀井国際局長

それこそ答えになるかどうか分からないのだが、一つはやはりこの間のFOMCのステートメントで、他の先行き経済リスクというのは触れられない中で、言ってみればインフレ・リスクだけに焦点を当てたような形になっている。勿論、Fedは、物価を主眼に金融政策をやる訳であるから、今、須田委員がおっしゃったような、その裏にある経済の先行きに関するフォワード・ルッキングな分析はある。ところが、過去2年に亘って非常に透明度の高いと言うか、言ってみればFedが市場の行動を指差すような政策を長く続けてきて、Fedとしては、ここにきたら当然不確実性が高まるのは当たり前だろうと言いつつも、ああいうステートメントが出てくると、市場としては、「インフレというところに指し示されたのだな」という反応になってきているように思う。従って、結局、他のことは捨象して、インフレという数字だけをみてしまう。どうもそういう傾向に最近

はなっていると思う。ただ、市場も恐らくこういった状態に慣れてきて、徐々に独自の経済観を持ち、多様な経済見通し、物価見通しが、正規分布とは言わないが綺麗な分布になる中で、中心的なマーケットの値段が形成されていくようになっていけば、市場というのは安定していく。今はちょうどその過程で、先程も少し申し上げたのだが、F e dの金融政策については、有力なインベストメント・バンクだと、大体年末直前の秋まではお休みして、そこからピハインド・ザ・カーブになりながら6%まで上げていくという見方。別のサイドは、もう利上げはなく、むしろ景気失速リスクということで、もうあるとしたら次は下げだとみている。こういうようにポーラーな意見が出てきており、まだ咀嚼されていない状況なのかなと思っている。であるから期待を込めて言えば、そういう綺麗な分布になるように、中央銀行としてF e dがどのようにエンジニアしていくのかということかと思う。

岩田副総裁

今の点についてなのだが、今、先を見てインフレ懸念は少し強めに出ている。だが、もう少し先を見ると減速と言うか、引締め過ぎになってしまうという懸念がある。経済全体の需要が凄く強くなり、物価の方も上がりそうだし、経済の方の成長も強くなりそうだという場合は、話は単純で引締め続ければ良いということだが、今は、減速のサインも同時に¹出ている訳である。二つのサインが両方出て、その時にどちらをみるかという問題である。それに過去引き上げてきた——1%から5%までの4%引き上げ——効果が、パイプラインに入っていて、その効果がどのタイミングで出てくるのかという話もあり、余計に話が複雑になっているのではないかと思う。だが、今の状況だと、ともかく上げざるを得ない。上げないと今度は逆にクレディビリティの問題がある。あなたは本当にインフレに対して戦う気があるのか、ということになるので、本心は別として上げざるを得ないのではないかと思うのだが。

堀井国際局長

6月末の利上げということか。それは先程も申し上げたが、ちょうど5割の確率で織り込まれているので、私の方から右、左と言いつらいところである。Fedもこれから暫く市場の様子を見ていくのではないかと思う。

平野理事

今の岩田副総裁のお話しは、割合皆が典型的に持っているマクロ・ストーリーだと思う。しかし、それ以外に今後の事態の展開を、より一層不確実にしているのが、ここでも少し議論のあったように、政策金利それ自体というよりも、キャピタル・マーケットまで含めて、これまでいわば超金融緩和状態が続いていた訳だが、その巻き戻しが今起こりつつあるような感じがあることだ。そのことが、予想外の金融引締め効果を持つかもしれないが、それは予測不可能な訳である。その部分が、今後の先行きの経済展開そのものに、ある種のリスク・プレミアムというか、不確定要因を付加している部分があるのではないかと思う。勿論、確かなことを申し上げるだけのハード・エビデンスがないから、皆迷っているということだと思うが、その部分が非常に強く意識され始めているのではないかという感じがする。

福井議長

評価が固まるのに若干時間が掛かるだろう。インフレ抑制と、その先の景気減速という二重構造なのだが、景気の減速と言った時に、バーナンキ議長が目指している、まあ我々も目標にしているが、少し成長率を下げてソフトランディングというものと、景気の減速が行き過ぎることへの心配が二重写しになっている。マーケットでは、その辺のところの評価が今直ぐには出せない。少し動きながら評価していこうということなのではないかと思う。であるから、ソフトランディング・シナリオというのが上手く行きそうだという兆しが見えてくれば、同時にマーケットの落ち着きも得られる。過剰流動性の吸収プロセスを誰も急いではいない、グラデュア

リーに進むという点も、きちんと評価されれば良い方向ということになる。今そういう意味で大きな変曲点ということではないかなと思う。少し楽観的過ぎるか。

堀井国際局長

先程申し上げたように、こなれた市場ビューというのができてくるかどうか。ただ、そういう状態が欲しいというのは分かるのだが、ではどうやったら良いのか、何を言えば良いのか、あるいは何を黙っていれば良いのか、というのはなかなか難しいところだと思う。

福井議長

そういう何か非常にフラジャイルな状況を、暫く経過せざるを得ないと思う。

水野委員

今までがあまりにも分かりやすかったのである。日本もアメリカも。

平野理事

堀井国際局長は、非常に慎重に言われたと思う。リスク・プレミアムが物凄く低い状態がずっと長い間続いていた訳であり、これが今後上昇すると仮定した場合に、そのことが与える市場へのインパクトは計りがたい。スムーズにリプライシングが行われるのか、あるいは少し行き過ぎてしまって、どこかで何か、それこそクレジット・イベントが起こり、そのことが大きな調整に繋がるということもゼロではないなというところがあるため、必ずしも楽観一辺倒ではみられない。

福井議長

楽観している訳ではない。政策的迷走が、そのリスクをトリガーする一番の要素だと思う。

平野理事

そこは政策当局によって、ある程度排除できるリスクである。

福井議長

逆に言えば、間違えるリスクというものもある。

平野理事

然り。だが、今のリスクは、それだけではないのである。

堀井国際局長

楽観的なことを少し他の国について申し上げると、それは10年前に比べるとアジアの国のファンダメンタルズは、やはりマクロのみならず、インスティテューションとしても非常にしっかりしているし、平野理事はEMEA Pのデュピュティーズからお帰りになったばかりだが、彼等の意識も浮ついたところは全くなく非常に慎重である。であるから、トルコの場合、これは他国の政策であるからよく分からないが、利下げについて少しサプライズがあった。インフレは元々高い、それから経常収支の赤字は大きい。しかも政治的にはイスラム・ファンダメンタルズと汎ヨーロッパの間で非常に揺れている。そういった中で利下げをし、それがきっかけになって、ダツと通貨や債券が動いた。そういう例もあるが、総じて言えば、ラ米も含めて基礎は良くなっているというところは、如何ばかりかの安心材料である。

中原委員

秋口から、利上げを一時停止しても再利上げに向うという見方の方が多いように感じる。一方で、まさに先程どなたかおっしゃったように、経済全体としては減速する——勿論同じ人が言っている訳ではないのだろうが——という見方がある。その辺がどうも、全体としては必ずしも整合的

ではないと思う。今は、再利上げに向うという見方と、ここで終わりという見方は拮抗しているのか。再利上げの方が強いように思うのだが。

堀井国際局長

企業数と言うかエコノミスト数で有名どころを並べると、若干多いと思う。ただ、利上げがないと言っているのは、個別名を出すとGSとメリルである。むしろビハインド・ザ・カーブ気味に上げていくというのが、商業銀行系というか、パークレイズも含めてJPモルガン系のエコノミストに多いという感じである。敢えて少しうがった見方をすれば、JPモルガン系のエコノミストは、元Fedの人が多いいものだから、世論的にはそういうところを言う人が増えてきがちであるというのはあると思う。

中原委員

それから住宅だが、リファイナンス指数とか、在庫とか、その辺を見ると、もうかなり調整は進んだのではないかという気がするのだが、値段の方はあまりまだ伸び率が落ちていない。一般的には、この調整はまだ始まったばかりという評価なのか。

堀井国際局長

ソフトランディングと言って良いかどうか分からないが、スローダウンという感じである。地域的に見てみると、西部が住宅販売の落ち込みの速度が速い。一番上がりの速度も早かったのだが、ここへきてのスローダウンも大きい。元々カリフォルニア、ラスベガス等々で若干バブっていると言われていたものだから、そういう意味では全体的に経済合理性に沿ったような形でのランディング、敢えて、希望を込めて言えばソフトランディングへの道を辿っているのではないかと思う。

西村委員

西部の下がり方というのは、どの程度の下がり方なのか。

堀井国際局長

下がってはいない。件数か。

西村委員

価格である。

堀井国際局長

価格は、前年比の伸びが鈍化しているだけである。まだ、+7%とかの上昇率はある。

中原委員

住宅部門としては、そういうお話しがあるが、ホーム・エクイティ・ローンを通じた消費への影響という意味ではどうか。フローで見ると、ホーム・エクイティ・ローンはもうかなり落ちてきているのか。

堀井国際局長

フローでは落ちてきている。

中原委員

消費への影響というのは、もう一巡したと考えると良いのか。消費はご存知のとおり調子が良いので、どうもよく分からないのだが。

堀井国際局長

全体としては調子が良い。最近のコンセンサスでは、キャッシュ・アウトの直接効果というよりは、やはり広い意味での資産効果があったのだろうということは言われている。キャッシュ・アウトが落ちてきている程には消費にはマイナスになっていないと思うが、資産効果が減衰している、資産効果の風速がなくなりつつあるのはおっしゃるとおりである。ただ、

消費関係の計数には雇用の強さもあって、なかなか出ていないというのが現状である。

須田委員

アメリカの消費者物価についてもう一点だけ宜しいか。先程、医療費とか教育費が影響を与えたという話があった。それについて、これまでは特殊要因があって、医療費とか教育費はなかなか上がらなかったが、それが剥げれば今度は上がっていくというようなメモを見たことがある。このことを踏まえると、これからも上昇は持続すると考えて良いか。

堀井国際局長

この部分は、これまでも下がるということにはなかったし、ジリジリ上がってきているので、今後も上がってくると思う。あとは少しよく分からないのだが、被服は、日本とアメリカが前年比プラスで、ヨーロッパがマイナスなのである。この辺も、ある意味では景気実勢を表わしているとする、被服なども食料と同じように結構振れると皆思っているのだが、アメリカの消費、あるいは先程申し上げた稼働率の高さのようなものに引っ張られる可能性があるのかな、と思っている。

岩田副総裁

今の質問と関係あるのだが、アメリカで市場コアPCEと言われているもの、つまり医療費等制度的に動くものは分からないので除いてしまうという、我々が日本で見ている実力コアのような指標だが、それを除くと、割合落ち着いているというのも読んだ覚えがあるのだが。

堀井国際局長

基本的には、昨日までの段階だと、全体のコアで見ても然程上がっておらず、せいぜい3月単月で+0.3%が出ただけである。ただ、昨日の数字では、マーケット・ベースド・コアというものの数字がまだアベイラブル

ではなかったので、今後よく見てみたいと思う。

岩田副総裁

そのほかに単位労働費用なのだが、賃金は先程お話しがあったようにジワジワ上がっているのだが、単位労働費用自体は、福利厚生費とかがむしろ落ち着いているので、あまり上がっていない。つまり賃金面からのコスト圧力は、ジワジワ賃金が上がっていても、今のところはそれ程強くないと考えて良いか。

堀井国際局長

おっしゃるとおりだと思う。

岩田副総裁

もしそうだとすると、マーケットで決まる物価が、本当に足許のデータに出ている程上がっているのかどうかというのは、やや疑問とも思うのだが。エネルギーによる押し上げ効果は間違いなくあるが。

西村委員

平均費用が上がっているというよりは、限界費用が上がっているかどうかという問題である。

堀井国際局長

岩田副総裁がおっしゃったように、限界費用も、FRINGEの方の伸びがかなり鈍化してきているので、総コスト自体は然程強くなっていない。それから生産性の方は、こちらの図表1の18.にある。四半期は振れているので前年比位でご覧頂いた方が良いと思うが、2005年平均で+2.7%だったのが、第1四半期は+2.4%位である。スローダウンしていると言えばスローダウンしているのだが、目立って伸び率が低下している感じはない。

岩田副総裁

前にも申し上げたのだが、ノン・ファイナンシャル・セクターの生産性というのは、多分+4%位あると思う——生産性について二つメジャーメントがあって、どちらを見るかによるのだが——。もしそれが本当だとすると、あまり賃金コストが上がっていかないということになる。

堀井国際局長

ただ、一方で、先程申し上げたように、経済の水準自体が高いというところで、リスクとして見ている。足許は、Fedも言っているようにインフレが顕在化している訳ではなく、コンテインされている。ただ、水準、オイル、それから他の資源価格ということに合わせて見ると、リスクとしてはやはりそちらが気になるということで良いのかと思う。

福井議長

それでは、国内経済情勢について山本理事と早川調査統計局長から願います。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それでは、資料-4の（参考計表）をお出し頂きたいと思う。とは言っても、実は少なくとも数字という意味では、前回会合で消化しているので、今日は主だったところを若干お濼いも兼ねて、駆け足でご説明したいと思う。最初に、図表4をご覧頂きたい。いつもご覧頂いている輸出入の絵だが、輸出は、昨年後半からの高い伸びを続けている。輸入サイドは、去年第4四半期、なぜか一回横這ってしまったけれど、それを除けば着実に増加している。図表5は輸出の内訳だが、これも前回申し上げたとおり、(1)地域別に見れば、ほぼ押し並べて増加している。特徴を申し上げれば、一つは、アメリカが、昨年の後半から自動車向けを中心に、高い伸びをして

いること。それから東アジア、特に中国が、今年の第3四半期以降、かなり高い伸びが続いているということ。今回、その他というのを明示的に数字に出させて頂いているが、その他のところが、前期比で見てこのところずっと+5%以上位の伸びになっている訳であるから、これは相当伸びている。このその他というのは、実際には中東であったり、ラ米であったり、東欧であったりするもので、この辺も結構稼いでいる。財別に見ると、消費財のところだけはマイナスになっているが、これはオートバイ輸出の減少の一時的な影響だと思っているので、それを除いてみれば、押し並べて増加している。図表 11、為替レートだが、為替レートは、確かに円ドル相場は、このところかなりの円高と言うかドル安になっている訳だが、敢えて言えばドルペッグの程度の強い対中国が実は大幅に円高になっているだけであって、それ以外は実はそんなに大きな円高ではない。ということもあって、(1) 実質実効為替レートで見ると、足許確かに一番端のところは、少し右に上がってはいるが、これで見ても依然として比較的円安の水準にあるということであり、現在の為替相場で、これまでの輸出の動きに大きな変化が出てくるとは考えにくい。一方、ここで収益面への影響も一緒に話してしまうと、ご存知のとおり、企業は大体為替 110 円を予算にして事業計画を立てているので、為替が 110 円程度ということであれば、それ自体が収益面に大きな影響を与えるということでは勿論ない、ということだと思っている。まだ発表中ではあるが、恐らく 2006 年 3 月期の決算というのは、相当高い水準で着地したと思われる。従って、私達が普段書いている「高水準の企業収益」という表現であれば全く問題ないと思うが、さらなる増益ということ言えば、それなりにハードルは高い、ということだろうと思っている。恐らく企業は、予算を作る段階では、為替相場の想定と当時の実勢の間に若干ポケットがあったので、いざとなれば、このポケットが最終的に上振れ着地の要因になれば良いなという位に思ったのだが、このポケットがなくなってしまったので、多分今は、これは結構気を引締めてやらないと増益はなかなか大変だなと思っている。であるから、別に悲観的になっている訳ではないが、今は引締めていく必要がある

という感じが、典型的な企業の雰囲気だろうと思っている。

図表 13、設備投資関連だが、設備投資関係については、足許少し弱い数字が出た。まずは、この〈先行指標等〉のところの資本財出荷。これは一致指標だが、ご覧のとおり、1~3月は前期比-4.8%ということで、比較的大きな減少になった。図表 14 の (1) のグラフでご覧頂いても、足許落ちていることがお分かり頂けると思う。これは、半導体製造装置辺りで結構大きめの反動減があった以外に、いわゆる一般機械には、一台一台が大きく、四半期毎に凄く大きく振れるものが幾つかあるのだが、そういったものが軒並み弱いということもあって、このような数字になっているということだと思っている。従って、一時的だとは思いますが、それにしてもこれだけの減少になると、これがなにがしか明日発表される 1~3月の GDP 統計設備投資には影響してくるということである。一方、機械受注が先だって出た。少し季節調整替えになっているので、計数は過去に遡って変わっているが、3月の数字が出て、結局 1~3月が前期比-0.4%と、横這い、微減であった。これ自体は別に横這いなので、取り立ててどうこう言うことではないと思っている。若干気になるのは、(注) 1. に出ているように、4~6月の見通しが(除く船舶・電力)民需で-2.5%、特に製造業がやや大きめのマイナスになっている点である。過去数年間調べてもらったところ、毎年 4~6月の見通しというのは、結構大きなマイナスで出てきて、実は着地はそうでもない、というかむしろ増えたりすることが多い、ということでもあるので、これでもってどうこうという感じでもないかと取り敢えず思っている。一方、建築着工については、ご覧のとおり 10~12月は結構増えた後、1~3月も底堅い動きになっている。正直言って、設備投資関係に関しては、実は私共自身は、ミクロ情報、あるいは先だって少しご紹介した内閣府の企業行動アンケート、さらには最近のいわゆる銀行貸出周りの数字を見て、私達が想定している程減速しないのではないかという方向をやや心配していたので、こういう数字自体は、やはり一応減速はするのだろうという位のことを現わしていると今は考えている。

図表 18 は個人消費だが、1~3月の計数は出揃っている。ご承知のとおり

り、1~3月に関して見れば、10~12月まで弱かった車が少しリバウンドし、家電は堅調持続、旅行辺りも比較的しっかりとした動きであった訳だが、ご承知のように、百貨店・スーパー辺りで去年の冬の年末の好調からの反動が見られた。百貨店はどちらかと言えば去年良かったのと比べると、そんなに大きな反動でもないが、スーパーはやはり結構反動が深いな、という感じではないかと思っている。従って、販売統計を総じて見れば、若干反動という程度の動きではあるが、そうした中であって、家計調査をご覧頂くと、前期比で見て-1.5%と結構大きなマイナスになっている。これは先般来申し上げているように、家計調査で見ると、所得、実収入が相当大きく抉れているということであるので、基本的には標本要因ということだと思うが、それにしても言うまでもなく、これも明日のQEには影響してしまう。なお、4月の統計で出ているのは車だけであり、車に関して申し上げますと、除く軽で見ると前期比-4.4%ということで、1~3月増えた分、ほぼ落ちてしまったという感じになる一方、含む軽で見ると、実は1~3月増えて、ほぼ横這いということなので、随分絵姿が違って見える。最初は本当にそうかなと思っていたが、ここまでくるとやはりガソリンの値段が上がって、燃費の差、あるいはまた新しい商品も結構、軽に投入されているので、軽の割り勝ち、それに対する普通車、小型車の割り負けというのが少しはっきりしてきている。このようなことではないかと思っている。図表21、いつもの合成指数関係だが、これをご覧頂くと明確である。(1)販売統計合成指数は、去年の10~12月上がった後、若干の反動減。先程申し上げたとおりである。一方、(2)消費財総供給は、実は去年の10~12月に続いて、1~3月も増えている。さらに申し上げますと、ここに出していないが、第三次産業活動指数等から、サービスサイドの供給統計を見ても、これも結構しっかりしている。従って、結果的に何が起きているかという点、(3)にあるように、私共の消費包括指数で言うと、1~3月はちょうど横這いになっている。これはどういうことかと言うと、要するに消費財総供給及びそのサービスの供給サイドがプラスに出ている、一方で、家計調査がマイナスに出ている、両方が綱引きしてちょうど

横這いという感じなので、恐らくは、明日のGDPベースの個人消費もこういう感じの数字が出てくる可能性が高いと思っている。

図表 25、鉱工業統計も前回お話ししたが、生産は1~3月前期比+0.6%で着地した。出荷は、昨日確報が出て、-0.1%が+0.1%になったが、生産・出荷いずれも1~3月はやや低めの伸びで着地した。その背景にあるのは、先程ご説明した実は資本財の動きである。1~3月に関して見ると、資本財の生産・出荷ともに弱かった。ただ、予測指数を見てみると、4~6月、4月、5月の予測指数も結構強く、単純計算をすると、前期比+3.2%、私共の企業ヒアリングでは+2%弱位の伸びになるのではないかとということである。この点、図表 26 の (2) をご覧頂くと良いと思うのだが、足許から先行きに掛けての生産の動きが、基本的にずっと増えているのは、縦線のところ——この電気機械類と書いてあるが——の電子部品・デバイスが、このところ順調に増えていて先行きも増えると予想されているためである。振れを作り出しているのは、実は斜め線の一般機械であり、これは10~12月に増えて1~3月に減って、それで4月、5月にまた増えるという予想になっている。これが業種分類では一般機械であり、多分財別で考えれば、先程ご紹介した資本財（除く輸送機械）の動きがこういう形になる可能性が高いと思っている。ヒアリングでは、一般機械については、弱いという話よりも、たまたま1~3月に弱かった、という話になっている。図表 28 は在庫循環だが、ご覧のとおり1~3月は45度線を下回った。変化としては、(3) 資本財及び(4) 耐久消費財のところ、これは主に車の船待ちだが、これが掃けたということが一つ。それからもう一つは、(6) その他生産財、素材関係が、45度線にかなり近いところまで戻ってきている。素材業種は、個々に見るとまだ色々差はあるが、全体としては調整がかなり進んでいる。例えば、鉄などは、商品市況サイドから見ても、そろそろ底入れ、場合によっては少し上がるものも出てくる位の感じになっているので、調整は結構進んだという感じである。問題と言えれば問題なのは、(5) 電子部品・デバイスのところである。出荷はかなり高い伸びではあるが、在庫の前年比も結構上がってきている。勿論、1~3月の在庫前

年比が大きく上がったのは、去年の1~3月の在庫が大きく減った裏という側面があるし、今のところ企業ヒアリングでも、在庫について後ろ向きの在庫が積み上がっているという話はあまり聞かない。さらにはWSTTSなどを見ても、弱いという感じはあまり見えていないので、足許から心配だというのは少し言い過ぎかもしれないが、何分にもこの分野は2~3か月で直ぐ様相が変わるので、こういう形になっている以上、少し注意して見ていく必要があるだろうと思っている。

図表 29、雇用関係は、職安と労調は前回一応計数はご紹介した。繰り返すと、職安統計、有効求人倍率は3月は若干下がったが、基本的には1を超えたところで堅調に推移しているということだと思う。労働力調査については、完全失業率が4.1%と低水準で推移していて、この間、雇用者数が2月、3月、それぞれ前年比+2%台のかなり高い伸びになっている。恐らくは、雇用者数の高い伸びとか、あるいはまた失業率の4.1%辺りには、なにがしかのサンプル要因があると思っているので、ここまで実力が強いとは考えていないが、それなりに労働市場の改善が進んでいることを表わしているものだと理解している。一方、毎勤なのだが、実は先程、今日の午前中に確報が出た。それによると、まず常用労働者数は、3月は+0.6%と書いているのだが、+0.7%になった。そういう意味では0.1ポイント上回った。ただ、そうは言ってもこのところの毎勤と労調との乖離は結構大きくて、恐らくは一部労調サイドにはサンプル問題、逆に言うと毎勤サイドは、新しい事業所が入ってこないものだから多分若干実勢を過小評価しているということが起こっているのではないかと思っている。そういう意味では、4月になると毎勤サイドは今度は新卒が入ってきて、これで少し伸びが高まるのではないかと思っているので、その辺で実勢の雇用の動きがどういう感じなのか見ていきたいと思っている。それから賃金サイドだが、先般来申し上げているように、このところ所定内給与が少し弱く出ている、という問題がある。これは毎年1月と7月に5人~29人のところの事業所のサンプルの入れ替えがあって、そのところの影響が出ている。実は資料をお配りした段階では、3月に限ってみると、サンプル

要因のないはずの 30 人以上も弱かったので、これはどうしたことかと思っただが、実は確報で 30 人以上は結構上方リバイスされた。結果的には、例えば所定内給与 3 月単月、これは -0.3% と書いてあるのが $+0.1\%$ になった。であるから、3 月の 30 人以上のものは、多分報告ミスか集計ミスであって、やはり基本的には 5 人~29 人のところだけの問題、ということだろうと思っている。ただ、こちらもご承知のように、4 月になると春の賃上げの影響が出てくる。大企業だけで見ると、当初言われたよりは低めの着地であったのではないかと感じているが、中小企業まで含めてどういうことになるか。勿論、若干、サンプルバイアスを念頭に置きながら見なくてはならないが、今後考えていくうえでは重要な指標であることは間違いのないと思っている。

物価面に移る。図表 34 は国際商品市況である。もう既に今日随分ご議論のあったところであるので、改めて申し上げるまでもないが、足許、先週後半位から若干メタル中心に調整が入っているが、私共のように数週間単位で見ている人間にとってみれば、沢山上がった後、少し下がった位の感じでまだ見えている。図表 36、国内商品市況についても同様である。この絵にあるように、(1) ①石油が上がっていることは間違いのないが、それに加えて②の非鉄が相当大きく上がって、国内需要の商品市況についても相当の押し上げ要因になっている。それから先程申し上げたように、鉄周りは最近下げ止まり感が出ている。そうしたもとで図表 37 は C G P I だが、前年比は 4 月 $+2.5\%$ と若干低下した。実は去年の 4 月は、鉄の紐付きとか、それから化学関係の年度値決め、四半期値決め、そういうものが全部集まったので非常に大きな伸びになっていたもので、それ対比で見ると前年比は下がった訳だが、(2) をご覧頂くとお分かりのように、3 か月前比で見ると 4 月も 0.9% の上昇ということで、かなり高い上昇が続いている。中身はグラフでご覧頂くとお分かりのとおり、一番大きいのは言うまでもなく点々の為替・海外市況連動型である。これは石油と非鉄なのだが、足許に関して言うと、実は石油よりも非鉄が効いているというのが実態である。それ以外には、縦線の鉄鋼・建材関連のところは少しプラスに

なってきた。これは鉄の値段が下げ止まっているところへもってきて、鉄スクラップとか銅スクラップ辺りの値段が上がっているの、こう出てきた。最後に、その他素材というのは全然見えていないのだが、実はその他素材では、化学などが上がっている一方で、例の薬価の問題で医薬品が下がり、それらが打ち消し合って見えなくなっているというのが実態である。先行きに関してみると、石油関係がもう少し上がってくるので、まだ3か月前比で上昇が続いていくと考えている。図表40、消費者物価については、ご承知のとおり1月から3月まで除く生鮮で0.5%の上昇であった。図表41は、グラフの中で例の米国コアとか、私共の特殊要因除き、刈り込みと色々なものを書いてある。これも四捨五入の関係で若干上へ行ったり下へ行ったりしているが、大まかに見ると、こういった一連のコアコア系統の数字というのは、1~3月前年比+0.1%~+0.2%というところで大体推移していたとお考え頂ければ結構かと思っている。図表42、4月の東京の消費者物価については、先般門間調査統計局参事役からご説明したとおり、3月の+0.2%から4月は+0.3%へと上昇率を高めた。主因は一般サービスだが、ではこれで全国の4月が伸び率を高めるかということ、それは必ずしもそうではない。一つは、(2)にある石油製品のところのプラス寄与が小さくなっている訳だが、これは全国の場合だとウエイトがもう少し大きいという話があるし、(3)一般サービスの上昇に関して見ると、東京は結構家賃で稼いでいるので、この分は全国にどこまで反映されるか分からないということがある。従って、全国の4月は、3月の+0.5%が横這いなのか、下がって+0.4%なのか、恐らくそのような感じではないか。一頃はもう少し下がると思っていたので、あまり下がらない。かつ5月辺りにはガソリンの値段がまた上がるので、4~6月の数字は、恐らく1~3月と同じ+0.5%か、場合によっては高いこともあり得る。そのような感じになっていると思っている。

計数のご紹介は以上であって、重要な経済指標という意味では、明日QEが出る訳だが、何分もう時間がないので、取り敢えず今の予想だけお話ししておく、ただ今申し上げたように、設備投資が少し弱めである。消

費も横這い圏内であるということなので、恐らく純輸出はプラスになると思うが、全体としてはかなりの低成長で、前期比でみてゼロ%に近いものになる可能性が高いと思っている。ただ、元々去年の第4四半期が非常に高かった反動という側面があること、及び先程申し上げたように資本財出荷の振れであるとか、家計調査のサンプル要因などがあるので、それをもって何か特に心配すべきということではないと思っている。実際、展望レポートとの関係で言うと、皆様一人一人はどう思っているか分からないが、中央値ということでは、実は+2.4%というのは、いわゆる最近の民間コンセンサスよりも気持ち控えめの数字であるので、発射台が下がったからと言って別にどうこうということはないという感じである。一方、明日のもう一つの注目点は、内需デフレータのマイナス幅がどれ位縮小するだろうかということかと思っている。1~3月は確か内需デフレータは前年比-0.6%だっただろうか。この点、図表33をご覧ください。この全国CPI総合というのが書いてある。全国CPI総合というのは、去年の7~9月が-0.3%で、10~12月が-0.5%であった。要するに除く生鮮で見ると、去年の10~12月からプラスになったと皆思っているかもしれないが、含む生鮮総合で見ると去年の10~12月は前年比のマイナス幅が拡大していた訳である。その後、今後1~3月は+0.4%になるので、結構大きな坂がここで付き、その分が反映される可能性が高いので、恐らく内需デフレータのマイナス幅はかなり縮小する。なかなかゼロとかプラスとか言い切る自信はまだないが、かなりゼロに近いところまでいってもおかしくない、ということがもう一つのポイントになるかと思っている。

最後に、展望レポートが出たばかりなので、それとの関係で当面の注目点について申し上げておくと、展望レポートは、さすがに景気拡大、景気拡張5年目ということで、景気局面的には少し成熟化していく。その結果として、生産性の上昇率は少し鈍化して成長スピードが鈍化していく。しかし一方で、そのことはユニット・レーバ・コストが下げ止まりから、いずれは上昇に転じ、従ってCPIもゆるゆるとではあるが、上昇率を高

めていくという、こういうストーリーを書いている訳である。これはある意味では、景気循環の経験則を文章にただけという面もあって、あまり珍しいことを言っている訳では実はない。そういう限りにおいて、定性的な妥当性というのは比較的高いと思っているのだが、具体的に定量的にはどうなのかという話になると、これはなかなかはっきりしていない。ある意味でストーリーであると理解しておいた方が良くと思う。そういう意味では、実際にどの程度成長スピードがダウンしてくるのか、あるいはまた、どの程度物価上昇圧力が出てくるのか、この辺を肉付けしていくということが、当面の作業になってこようと思っている。そうした観点からみると、一つは成長スピードのサイドから言うと、やはり注目点は、設備投資だと思う。その回復の軸足が、企業部門から家計部門に移っていくと考えている訳であるから、どこかが減速するとすれば、これはやはり設備投資が減速すると考えるほかない訳であり、これがどうなるか。恐らく一つの焦点は、短観だと思う。3月短観の時点では、今年の3月の発射台は必ずしも去年の3月よりも低い訳ではなかったということであり、私共の設備投資が減速していくという見通しが正しいのであれば、6月辺りに逆転が起こらなければならないと思っている訳だが、果たしてそうなるかどうかというのが一つの大きな 이슈になってこようかと思う。それから物価サイドについては、改めて申し上げるまでもない。やはり今月末の数字である。一つは4月のCPI、これは全国。東京だけではまだ分からないことがあるので、やはり実際にサービス価格がどれ位4月に上がったのかというのが、今後考えるうえでの重要な発射台になる。さらに申し上げれば、やはり雇用統計。特に毎勤だと思うが、雇用者数は、今のところ毎勤と労調と随分離れてしまっている訳だが、恐らくは新卒が入って毎勤が少し上がり、多分サンプル要因が剥げてくれば、労調も少し大人しくなるので、実勢としてどれ位か。はたまた賃金の上昇がどれ位であったか。この辺が、CPIは、敢えて言えば、これまでの需給の改善などにより結果として最終価格がどれだけ上がったかというものを表わしているものであり、毎勤なり賃金なり雇用というのは、今後のコスト圧力のようなものを見るうえでの

重要な指標になってくると思うので、この辺が重要である。そういう意味では、実は目先ひと月半位の間、結構肉付けという意味では重要な数字が出てくる、こういう局面に入っていくということかと思っている。私の説明は以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。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

それでは席上配付してある「金融環境の現状評価」参考計表、資料-5（参考計表・その2）という資料に基づいてご説明する。前回の決定会合以降に出た、大きな金融環境関係の計数は、実はクレジット関係で銀行貸出があるので、それを中心にご説明する。まず図表1、クレジット関連指標である。(1) 銀行計の貸出、今日新しく出た数字だが、4月の前年比をご覧頂くと+2.1%で、3月の+1.4%からやや大きくプラス幅を伸ばしている。ただし、これは若干数字の技術的な、トリッキーな動きがある。昨年までは、銀行が例の経営健全化計画の達成のために、3月に中小企業向けに貸出を大分伸ばして、4月にそれが剥落するというパターンが続いてきた訳なのだが、今年はそういうパターンが大分薄れたため、3月は高いところからの伸びであるので若干低めに、4月は昨年落ちたところからの伸びなので若干高めに出るということがある。従って、実力という意味では、3月、4月を合計して平均してみると前年比+1.7%で、去年の夏場位からの趨勢をみると、7~9月+0.2%、10~12月+1.0%、1~3月+1.4%の後、4月+1.7%と、やはり順調に貸出の前年比はプラス幅を拡大しているということだと思われる。さらに典型的な、象徴的な動きとして、都銀等が前年比+0.7%という数字があるが、これは1998年3月以来、8年振りにプラスになった。ご承知のとおり、この間、地銀・地銀Ⅱについて

は、2年程前からどちらかと言うとプラス基調が定着してきた訳だが、都銀については、やはり主要の顧客である大企業が債務圧縮の動きをずっと続けてきたということもあり、地銀・地銀Ⅱに比べて出遅れてきた訳だが、ここで初めてプラスになったという意味では、象徴的な動きの一つかなと思われる。こうした貸出の拡大を背景にして、(2) 民間部門の総資金調達だが、4月は+0.2%と、0.2%ポイントの上昇である。銀行貸出等は、+1.5%ポイントで、前月の+1.0%ポイントと比べて+0.5%ポイントの寄与度の上昇である。先月もご説明したが、CPは、3月+0.1%ポイントの後、-0.1%ポイントと、-0.2%ポイント押し下げ、全体としては+0.2%ポイントということである。CPについては、3月の量的緩和解除前後に若干発行見送りということで残高が落ちた。4月は、実は残高は落ちていなくて横這いなのだが、前年比ではこういう数字になり、比率としては若干押し下げたということになっている。こうした貸出の中身だが、図表2の(1)借入主体別をご覧頂きたい。少し細かい表で恐縮だが、折れ線が全体の貸出であるが、2005年央からプラスに転じ、着実にプラス幅を拡大している。中身をご覧頂くと、この間ずっとマイナスであったグレーの部分の企業向けが、昨年12月にほぼゼロ近傍になり、さらに4月はプラス幅を拡大しているところが見てとれるかと思う。このように、この間のプラス幅の拡大は、企業部門が中心で寄与している。さらに、その企業向け貸出の内訳だが、この(2)にあるのは、本日発表された四半期毎の業種別貸出動向の数字である。従って、実は今までご説明している貸出とは若干定義が異なるし、四半期の末残しかないということをご留意頂きたい。規模的にはほとんど変わらないが、違う統計である。そのうえで中身をご覧頂くと、まず企業向け貸出の内訳のうち、企業規模別だが、太線が中小企業向けであるが、これは2002年をボトムにマイナス幅が着実に縮小し、2006年3月末で中小企業向け貸出はプラスになった。一方、細線の大企業向け貸出は、相当ギクシャクしているのだが、若干遅れながらも、特に昨年以降は着実にマイナス幅が縮小している。特徴的な動きとしては、2004年～2005年に掛けてマイナス幅がやや大きく拡大している

ところが見てとれると思うが、これは主に素材産業を中心に、むしろ収益状況が良くなってから、それを睨んで貸出を大幅に返済したという動きが、この凹みに出ているところである。この頃、特に繊維、化学、鉄鋼辺りは前年比で貸出残高を16%~17%、20%弱まで落とした時期があり、それを経て大企業向けもマイナス幅が縮小してきていることが特徴である。さらに、業種別にどうかということが下の表である。これは、太線が非製造業、細線が製造業であり、非製造業の方は、これもマイナスを着実に縮小し、直近の3月末では+0.4%と、プラスに転じている。製造業の方もマイナス幅が段々縮小してきているが、3月の段階では-2.1%とまだマイナスである。業種別の特徴は、なかなか趨勢というものはみられないのだが、製造業は押し並べてまだ凸凹があるが、大体マイナスが続いている。ただし、素材産業の大幅なマイナスは縮んできている、といった点が特徴である。非製造業は、全体として今申し上げたとおりの+0.4%と若干のプラスなのだが、その中で前年比プラスが目立っている業種を上げると、不動産が+3.7%、物品賃貸、リースが+7.3%、金融が、ノンバンク等だが+7.9%で、この辺がプラスの数字として出ているという点が特徴である。ただ、不動産は、物凄く突出して伸びているように見えるが、実態は必ずしもそうではなくて、若干特殊要因がある。2003年~2004年に掛けての山は、一部大手行でアパートローンの定義を変えて、個人向けから非製造業に移し変えたために出っ張ってしまった。そのほか最近の2005年中央のプラス幅は、都市再生機構が制度変更に関係して、財政融資資金を返却し民間にシフトしたということがあるので、全体としては、不動産も非製造業のプラスよりも少し上を走っているかなと思っている。それから<資金用途別>だが、こちらは運転資金、設備資金もそこそこ伸びているという中で、この点線でお示した設備資金の新規実行額が、大分凸凹しているが、プラスになってきているというのが特徴だと思う。図表3は大きなバックグラウンドである。新しい数字が来月出るので、来月ご報告するが、こうした資金需要の回復の背景として、全体として企業部門の資金過不足が大幅な余剰が段々消えてきて、トン圏内にきている、あるいは不

足に移りつつある、ということが大きなバックグラウンドかと思われる。以上を纏めて、あるいは今日ご報告した全体の数字に加えて先月ご報告したローン・サーベイ等における企業の資金需要等も含めると——これはまた明日ご報告するが——、資金需要の評価として、資金需要は下げ止まりつつあるという評価だった訳だが、これはもうゼロ、下げ止まりということで宜しいのではないかと思っている。今日を中心となる報告は以上だが、この間に発表された新しい計表だけ簡単にご説明すると、図表4が中小企業関係の貸出態度、あるいは資金繰り判断D Iで、中小公庫、商中が出たのでご報告する。(1)が中小公庫による貸出態度判断D Iであり、右端の4月は+47.0%ポイントで、若干凸凹しながらも、ゆっくりと改善傾向が続いている。水準的には、1990年代のピークである1997年の金融システムショックの直前を抜いて、むしろバブルの最後のステージである1989年位になっている。(2)が資金繰り判断で、中小公庫と商工中金のデータが出ているが、非常に見にくいのだが、むしろ中小公庫が+3.0%ポイント、商工中金が+0.8%ポイントと、数字がプラスであるということだけご覧頂ければ十分である。と言うのは、この中小企業で資金繰り判断D Iがプラスになるというのは非常に珍しい事象であり、過去で言うとはバブルの時位しかなかった。ここまでプラスになっているということである。図表5、信用スプレッド等々は、これは4月の数字を締めたところ、先月ご報告したものと変わらないというご報告である。CP市場は3月に若干スプレッドが拡大したが4月に戻った。社債については、むしろ4月に入って若干スプレッドが拡大するという事で、長期金利上昇やボラティリティ上昇の影響が幾分出ているということだろうと思う。ただし、(2)で社債発行額をご覧頂くと、4月は4,490億円と、多少控えめである。電力等で若干様子見をしているところがあるが、まずまずの数字であるし、BB格のシェアも16%と堅調なので、地合いは引き続き良いということだろうと思われる。図表6の(3)、CP・社債の発行残高だが、引き続きグレー部分の社債は、残高としてもプラス。CPは先程申し上げたような事情でマイナスになっている。(4)エクイティファイナンスも、4月で締

めたが、実は4月28日にご報告した数字とほとんど変わらなかった。転社の発行額は、大口があって堅調。株式の調達額は、4月は800億円と非常に小さく見えるが、元々4月は期初ということで増資の少ない月であるし、この2月、3月、大手商社、航空会社、IT企業等で増資のラッシュがあった後の一服ということだろうと思われる。それから図表7がマネー関連である。(1)マネタリーベースは、3月にマイナスに転じた後、4月は-7.2%と日銀当座預金の減少を主因にマイナスが拡大している。(2)マネーサプライは、4月は+1.7%と、貸出が段々プラスになる一方で投信への資金流出で、貸出の伸びがいわば反映しにくい展開であった訳だが、この4月は+1.7%ということで素直に0.2%上昇したということである。最後に、図表8は昨日出た倒産の数字だが、数字だけを見るとやや大きく跳ねているのだが、基調的な変化ということではないと思う。4月の原計数、倒産件数は1,087件で、前年比が+14.9%ということなのだが、実は倒産件数は、1990年代で最も低いところになっていて、いわば企業の新陳代謝というようなことを考えると、一種の岩盤に突き当たったところで上下に振れているということだろうと思われる。季調済の値を書いているが、1,076件ということで、この1年間はほぼ月ベース1,100件内外で振れているという状況だろうと思われる。以上である。

福井議長

如何か。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。銀行券の発行高については、4月は+0.4%であったのだが、非金融の民間部門が保有している銀行券の伸びが落ちたのか、それとも金融機関が保有している現金——確か平残で8兆円位持っていたと思うのだが——の方が減っているのか。内訳はどのようになっているのか。

白川理事

お配りしてある資料-5の図表17をご覧頂きたい。〈マネタリーベース〉の表である。金融機関保有現金——若干コインも入っているのだが、大半は銀行券である——を見ると、4月が前年比-12.1%と、このところマイナス幅を拡大している。

岩田副総裁

やはり、基本はこちらにあると考えて良いのか。それとも金融機関以外の保有の銀行券も相当伸びが落ちていると考えて良いのか。減っているのはよく分かるのだが、要するに経済全体として銀行券がどの位節約方向に動いているかというのは。

白川理事

取り敢えず足許の現象的な動きとしては、全体が若干のプラスで金融機関がマイナスであるから、金融機関以外はプラスということになってくる。前年比の数字は、前回もこの席でも申し上げたが、前年の3月を境として、流動性預金のペイオフの扱いが変わったので、去年よりはグッと伸びている。裏の影響が4月、5月とあるので、足許前年比の数字だけを見ていると、少し見えにくくなっている感じはする。達観してみると、ほぼ前年比横這いで今きている訳だが、この先どのようになっていくのかというのは、まずは普通預金金利が今後どのように展開していくのか、ということだろうと思うが、今はまだ確定的に言うのは少し難しい状況かと思う。

福井議長

宜しいか。それでは今日の議題は終了である。明日は、午前9時から会議を再開するので宜しくお願い申し上げます。いつも申し上げているが、機密保持の点である。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厳正な機密管理をくれぐれもお願い申し上げたいと思う。以上で閉会とする。

(15時53分中断、19日9時00分再開)

Ⅲ. 金融経済月報に関する執行部説明

福井議長

宜しいか。政策決定会合第二日目を開催する。今日は金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議を経て、金融政策の運営方針を決定したいと思う。その他、金融経済月報の検討、議事要旨の承認というような案件が並んでいる。政府の方から、財務省赤羽副大臣にお越し頂いた。内閣府から中城内閣府審議官に昨日に続いてお越し頂いた。宜しく願います。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いたいと思う。それでは早速議事に入りたいと思うが、最初に金融経済情勢に関する討議を行いたいと思う。まず、議論の前提として、事前にお配りしている金融経済月報の案について、執行部から簡単にご説明をお願いしたいと思う。

門間調査統計局参事役

それでは大きな横長の紙でご説明させて頂く。まず景気の現状判断、冒頭の総括判断であるが、「わが国の景気は、着実に回復を続けている。」ということで右側の前月と同じ表現である。この表現は今年の1月から使っているの、5か月目ということになる。なお、3週間前の展望レポートでも同じ表現を用いている。輸出以下のコンポーネント毎の説明についても、特段の変更点はない。2文目「企業収益が高水準で推移するも、設備投資は引き続き増加している。」、右の方の前月の文章には「良好な業況感も維持される中、」というフレーズが入っていたが、これは前月は短観があって今月はない、というだけのことである。次に先行きである。まず、「すなわち」以下の説明文の方をご覧頂きたいと思う。「すなわち」の直ぐ後であるが、前月の方をまずご覧頂くと、前月は「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。」と書いていた。前月はこのように経済活動の水準評価を明確にした訳であるが、その後、この1か月間で特段この判断に重要な変更を及ぼすような材料は出てきていないと考えているが、この間、需給ギャップについての議論を整備して、それによって経済活動の水準を評価するという捉え方を、展望レポートを通じて明確にしてきた。従って、この部分も意味内容は前月と変わらないが、展望レポートと全く同様の表現、「すなわち、マクロ的な需給ギャップは、長く続いた供給超過状態が解消し、現在はゼロ近傍にあるとみられる。」という表現に言い換えさせて頂きたいと思う。そういう状態から今後景気が拡張していくというシナリオについて、展望レポートでは「拡大」という表現を使ったので、月報においても今月から先行きは、「拡大」とさせて頂きたいと考えている。ただし、展望レポートでは、今後景気が成熟段階に入っていくとか、減速をしていくとか、そういうことをかなり詳しく説明していたが、月報の場合には短いセンテンスの中で、日本銀行が過度に強気になっていないということも、併せて誤解がないように表現しなければならないため、ここには「景気は緩やかに拡大していく」と修飾語を付けさせて頂いている。「先行きについては、景気は緩やかに拡大していくとみられる。」ということである。以上が、景気の現状と先行きの表現であり、次に物価へ移る。物価の方は、現状は、特段の変更はない。「国内企業物価は、国際商品市況高などを背景に上昇を続けている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、プラス基調で推移している。」ということである。次に物価の先行きであるが、国内企業物価は前月と同文である。消費者物価は二点変更がある。一点は、まず前月の方をご覧頂くと、「需給環境の緩やかな改善が続く中」という表現をずっと使ってきたが、需給ギャップが、ゼロからプラスになっていくということを「改善」と言うのは適当ではないかもしれないと考え、今月の表現は、ここも実は展望レポートと全く同様になるが、「マクロ的な需給ギャップが、今後は緩やかに需要超過方向に向かっていくとみられる中」というように表現を改めている。変更点の二点目は、前月は「若干の振れを伴いつつも」という表現を使っていたが、ここでは、4~6

月辺りで一旦伸び率がかなり低下する可能性があるということを念頭に置いて「振れ」という言葉を使っているが、その後、原油が上がったこと、それから東京等の大都市の4月を見てもネガティブ・サプライズはなかったというように判断しているので、「振れを伴いつつも」という表現は、今月は無くても良いかと判断している。以上が景気・物価の判断である。

内田企画局企画役

続いて金融面であるが、主な変更点は二点である。いずれも2行目のところであるが、まずは民間銀行の貸出姿勢について、前月までは「貸出姿勢は緩和してきている。」と「方向」に関する表現をしていたが、今月は「貸出姿勢を続けている。」という表現にさせて頂いている。先般出たローン・サーベイ、あるいはヒアリング情報などを総合してみると、既に相当緩和の程度が進んでおり、さらに一段とこれを緩和していくという感じはみられていない。従って、「方向」に関する表現から「状態」に関する表現に変更したというのが一点目である。もう一点は、民間の資金需要の部分である。先月までは「下げ止まりつつある。」という表現であったが、「下げ止まっている。」という表現にさせて頂いている。これはローン・サーベイの資金需要判断が改善しているということ、それから民間部門総資金調達の前年比で見てプラスに転じたといったことを踏まえ、ほぼ横這いというイメージで、「下げ止まっている」という表現にしている。為替・資本市場の動きであるが、為替・資本市場の前月の数字を申し上げると、円ドル相場は118円台、株価は17,400円台であった。従って、この二つについては、円高、それから株価は下落ということで良いと思う。問題は長期金利であるが、長期金利は前月この月報を決めた時点では1.8%台の後半、具体的に申し上げると1.88%位であった。従って、今日はまだ出ていないが、昨日の終値の1.94%位のレベルであれば、ほぼ横這いという判断で良いかなと思う。今日見たうえで、もしそういうことであれば文章の変更をお願いしたいと思う。その場合については、線を引いてある「円の対ドル相場および長期金利は」の部分の「および長期金利」とい

う言葉を取る。それが一つ。それから「株価は下落している。」の後に「この間、長期金利は前月と概ね同じ水準となっている。」とさせて頂きたいと思っている。読み上げると、「為替・資本市場では、前月と比べ、円の対ドル相場は上昇しており、株価は下落している。この間、長期金利は前月と概ね同じ水準となっている。」と、昨日の水準とあまり変わらなければ、そのような表現にさせて頂きたいと思う。以上である。

福井議長

内容及び文章については、討議の後、議論したいと思うが、取り敢えず今の説明で何かご疑問等があったらどうぞ。宜しいか。

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

それでは、金融経済情勢の各委員からの意見表明と討議に移りたい。このラウンドでは、お一方5分ずつ位ということでご発言頂きたいと思う。今日は中原委員、須田委員、水野委員、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁、福間委員、最後に西村委員という順でお願いしたいと思っている。最初に中原委員からお願いする。

中原委員

前回会合以降公表された経済指標はあまり多くない。足許及び先行きの基調判断を変えるような材料はなかったかと思う。設備投資、家計消費関連の指標でやや弱めのものが見られたが、基本的には設備投資の増加基調に変化が出たとは確認できないし、雇用・所得環境もここで悪化することは考えにくいと思う。外需の環境についても、実体経済面の指標は、米国、欧州、アジアいずれも引き続き拡大を示唆しており、大きな変化はないように思う。またIT関連材も、足許では世界半導体出荷は好調であるし、アジアにおける航空貨物の荷動きも引き続き活発に伸びているというよ

うなことで、実体経済の足許の指標は着実な回復から先行き緩やかな拡大という、今説明があった今月の基調判断を支持しているものと思う。昨日大いに議論があったけれども、ここへきて主要国経済や金融政策に関わる不確実性の高まりが、日本を含め世界の金融・資本市場に動揺を与え始めている。まず米国においては、FOMCのインフレ警戒姿勢がむしろ強まりつつある訳であるが、本年後半の経済の減速観測が強まる中で、今後の政策パスは極めて読みにくくなってきたということだと思う。今のところ、市場では利上げ中断はあっても、秋口に利上げ再開と予想する向きが多いように思うが、いわゆる中立金利を超えて引き上げの可能性も否定できなくなったように思う。これまでFedがフォワード・ルッキングな政策運営を指向してそれに成功してきた。これは環境が幸いしたということもあるように思うが、最近の市場との対話にやや円滑さを欠くことがみられ、市場の不安感が増幅していると言えるのではないかと思う。欧州も足許では着実な回復傾向が続いているが、ECBはインフレ懸念を強めており、利上げ姿勢を強く示唆しているものの、中期的な政策運営については全く不透明である。中国でも金融は引締め方向に動いている。一方で、素材産業を中心とする設備過剰の問題への対応とか、人民元に対するプレッシャーのもとでの為替政策運営の問題など、今後の政策運営パスは極めて狭いと言わざるを得ない。この間、足許で中国の輸入の減少がかなり目立っているが、これが何を物語るのか気になるところである。以上、世界的な経済の不透明感の高まりの中で、市場では不安定化とボラティリティの上昇の連鎖がみられるようである。今のところ、安全資産への逃避の動きは明確ではないし、かつてのアジア通貨危機、あるいはLTCM危機のような状況に至るリスクはまだ小さいと思うが、世界的に長く続いたリフレ政策の修正はいわば長期戦であり、その過程で国際的な資金フローの変化、ポジションの巻き戻しを通じたこのような市場の動揺は、一過性のもので終わるとは断定できない。企業収益やコンフィデンスの悪化などを通じて、内外の実体経済のトレンドを変える可能性については十分注意していく必要があるように思う。今後は、世界的な過剰流動性を、実物経済の

パイの拡大と、日本を含めた先進国中央銀行の漸進的な慎重な金融政策で、市場にショックを与えることなく吸収していけるかどうか、というのがソフトランディングのための鍵となると思う。今回の基本的な見解は、展望レポートと平仄を合わせており、需給ギャップがゼロ近傍にあることが確認された状況のもとで、基本的に異論はない。今後景気が緩やかに拡大していく、その蓋然性並びにそれがゼロ金利解除を正当化するのに十分なものであるかどうかについての見極めは、慎重に行われるべきものと思っている。差し当たりデータ上の次のイベントは、新年度に入ってから物価動向と6月短観だと思う。物価については、実態的な環境からみれば、今後需給ギャップがプラスの領域に入っていくとしても、物価の反応は緩やかなものにとどまると思うが、最近のメディア報道は、ややインフレ期待を煽るようなところがあり、今後の、特に家計の予想インフレがどのように変化するかが多少気になるところである。6月短観については、時期として今日発表があった1~3月のGDP統計を踏まえたサーベイとなる。今日の数字がどういう反応をもたらすのか、というのがポイントになるかと思うが、最近の円高傾向や株価の下落の流れのもとで、企業の今年度収益予想や足許及び先行きの景況感が悪化する可能性はあるのではないかと思う。先日のロイター短観は製造業が大幅改善を見せたが、足許の株安・円高が進む直前の4月下旬から5月上旬に掛けての調査であったことを考えれば、短観の結果について多少慎重にみておきたいと思う。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

先日の展望レポートの標準シナリオを現時点で修正する必要はないが、フォワード・ルッキングに金融政策を考えていくためには、数字のイメージも含めてこのシナリオが上振れ・下振れするリスクについて、しっかりとみていく必要があると思っている。以下、足許に生じていることを二点、

国際商品市況の高騰と最近の内外金融市場の動向を取り上げたいと思う。まずは、原油価格をはじめとする国際商品市況の予想を上回る高騰が、今後の日本の経済・物価に及ぼす影響についてである。とりわけ企業の設備投資と消費者物価への影響に関心がある。国内企業物価指数を需要段階別にみると、素材から中間財への価格転嫁はあるものの最終財への波及はまだ見られない。また、中小企業金融公庫や経済産業省の最近の調査から、中小企業は商品市況高を販売価格に転嫁できていないことが分かる。つまり、企業はこうしたコストアップを自らで吸収している姿が浮かび上がる。これは企業収益の下押し要因となるが、2005年度については、企業は円安と国際商品市況高の背景となっている、中国等の需要増加という追い風もあって、既往最高水準の収益を実現できた。こうした中、2006年度入り後は、為替が円高に振れ、国際商品市況の急騰に見舞われている。投機資金が流入しているので、ある程度調整が生じると思うし、円高が一部相殺してくれるが、収益環境が悪化したことは確かだと思う。ただ、企業による年度初の収益予想の保守的な見積もりや中期的な期待成長率の上昇、また、国際商品価格高騰の背景は海外経済の強さなどがあるので、設備投資計画や賃金に悪影響が及ばない形でコストを吸収できる可能性もある。現時点で収益や設備投資への悪影響がどの程度なのかは分からないが、6月短観において、収益計画と設備投資計画の修正の程度に注目したいと思う。特に、景気回復の裾野の拡大を示していると思われる、非製造業・中小企業の設備投資計画に注目したいと思う。また、需給ギャップが解消し、労働力人口も8年振りにプラスとなり、失業率も低いもとの、賃金がどう変化するのか、さらに賃金を通じた影響も含めて商品市況高がどのように消費者物価に影響を与えるのかもチェックしていきたいと思う。

二点目は、市場動向についてである。展望レポートでは、全体として物価上昇圧力が抑制されるもとの、金融環境の安定が維持されていることを、世界経済の持続的な拡大を支える要因の一つとしてあげた。最近の内外市場動向が、内外経済についてどの程度の深さ・広がり・期間の調整を伴うことになるのかは現時点では定かではないが、それが軽微なもので終わる

かどうかは、その国のファンダメンタルズが頑強であるかどうかに関係する。日本については、民間の抱える様々な構造問題は解決しつつあるので、海外からのショックが非常に大きいものでなければ、それ程大きな調整に繋がらないと思っているが、米国発のショックの場合にはそうはいかない。米国経済については、今後減速しながら潜在成長率近傍の景気拡大が続くと想定しているが、減速がなかなか確認できない。住宅投資の販売面での減速の消費への影響はまだ見えない。企業収益は好調で、設備投資は増加傾向にある。他方、製造業の稼働率は高く、失業率は低位で、非製造業を中心に時間当たり賃金は着実に上昇している。賃金上昇によるサービス価格の上昇や、帰属家賃の上昇も気になるところである。それに加えて、原油や非鉄金属などの上昇もあって、米国では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。こうしたことを背景に、仮に長期金利がさらに上昇するようなことがあれば、住宅価格の大幅な下落等を招き、個人消費が萎んでしまうことが考えられる。また、G7以降、対外不均衡の問題がスポットライトを浴びているほか、ボラティリティの上昇に伴いリスクテイクを嫌った投資資金が海外に流出する可能性もある。その場合、ドル安、債券安、株安のトリプル安を招きかねず、そうなれば世界経済への悪影響は大きなものとなるであろう。もっとも現時点では、こうしたリスクが高まっているとは判断していない。また、最近の市場の動向は、リスクに鈍感であった投資家のリスク認識を適度に高めてくれるかもしれない。また、米国の経常収支不均衡問題には、統計上、過大評価されている可能性が指摘されていること、米国企業は高い企業収益を上げており、属人ベースで見ればマクロでみて決して弱くないこと、G7で指摘されているように問題の根本は財政赤字とマイナスの個人貯蓄であることなどを考えると、為替の投機家の関心はそのうちにこの不均衡問題から離れていくのではないかと少々楽観的にみている。もっとも市場は、市場自身のダイナミクスによって大きく動いてしまう可能性もある。ボラティリティも高くなり過ぎ投資活動を必要以上に萎縮させてしまう可能性もある。そういう意味で、足許の海外経済や金融市場の動向には留意しておきたいと

思う。私からは以上である。

福井議長

水野委員から願います。

水野委員

まずは、金融経済月報についてコメントする。景気の現状認識については違和感はない。一方、先行きの言い振りであるが、展望レポートで「拡大」という表現が景気の加速感を意味している訳ではないと説明しているので、強いこだわりがある訳ではないが、「緩やかな拡大」ではなく「拡大」とシンプルにしても良いのではないかと思う。

前回のMPM以降、経済統計はほとんど出ていない。そのため、本日は最近荒っぽい動きをみせているマーケット動向についてコメントしたいと思う。

マーケットでは、原油、金、銅など、国際商品市況の乱高下、ドル相場の調整、主要国の株式相場の高値波乱など、ボラティリティが高くなっている。今のところ、国際商品市況を始め、長期間のブル相場を受けた利益確定の動きと解釈できる。しかし、市場参加者の間で、ITバブル崩壊後のグローバルなデフレーションと緩和的な金融環境下におけるボラティリティの低い状況が、そろそろ終焉するのではないかという意識が芽生え始めたようである。日米の金融政策運営は、予測可能性が極めて高い異例な局面は終わった。世界経済は上振れしているので、達観すれば、世界的な金融市場の不安定化は、期待リターンに比べてリスク許容度が高過ぎたことの反動とも言え、ボラティリティが本来あるべき水準に戻る産みの苦しみの過程とも言える。

こうした動きを具体的に見てみると、国際商品市況は春以降、世界経済の上振れ、ドル相場の下落、イランの核開発問題など地政学的リスクの高まり、コモディティの運用に長けたヘッジファンドを通じた年金・生保勢など、リアル・マネーの投資家の資金の流入を受けて急騰してきた。私は、

ゴールデンウィーク休暇明け以降、コモディティ相場に精通している欧米ヘッジファンドや国内外の大手商社から、既に市場規模から考えて流動性の限界を迎えつつある非鉄金属市場は、クラッシュするリスクがあると聞かされていたのだが、実際、今週に入って急落したため、少しびっくりしている。ただ、振り返ってみると、4月20日に銀相場が一日で20%も暴落し、中国が予想外に利上げした4月27日には、CRB指数が一日で急落した。世界の年金資産1,500兆円程度のうち、国際商品に投資されている規模は、まだ8兆円~9兆円程度であるから、1%に満たないのであるが、国際商品は年金運用のアセットクラスとして認知され、ポートフォリオへの組み入れ比率はさらに上昇する見込みである。市場規模に対する投下資金にミスマッチが発生している国際商品市況の現状は、年金資金や金・銀のETFなど、新規の投資マネーの流入によって、高値更新も暴落も両方あり得るというリスクを再認識しておく必要を感じた。

また、外為市場では、4月末のG7共同声明の最後のところで、「多額の経常収支黒字を有する新興市場エコノミー、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」という部分が注目された。この多くの主旨は、人民元切上げを躊躇する中国を名指しで批判するものでなく、世界的不均衡の解消に向けた責任はG7のみならず、新興成長国や産油国も共有して、構造改革を進める必要があるというものであるが、外為市場では、米国の対外不均衡是正にはドル安が不可欠という新しいロジックで、対東アジア通貨でドル安が進行した。世界的な不均衡は、世界各国の貯蓄投資バランスの改善によって是正されるべきである。主要国の中央銀行の間では、ドル相場の調整によって不均衡解消を目指せば、資金市場を混乱させるとの認識が共有されている。

もっとも、各国が構造問題への取組みを着実に進める可能性が低いと為替市場に解釈された場合は、世界的不均衡が解消される目途が立ってこなくなる。中国に代表されるように、新興市場はエネルギーの使用効率が総じて悪く、エネルギー多消費型の経済発展を続けている。今回のG7共同声明は、外為市場でドル安が進行するリスクを内包したものである。

加えて、米議会では保護主義色が強まってきている。G7各国は、中国の人民元改革のスピードの遅さに苛立ちを隠しきれない。多くの投機筋は、我が国の株式相場が反発したところで、1ドル105円、1ユーロ1.35ドル辺りをターゲットに、再びドルのショートを作ろうと考えているようである。

しかし、ドル独歩安という見通しと米国のファンダメンタルズの強さやFRBの金融政策の方向性とは合致しない。また、日米金利差が歴史的に拡大している中、投機的なドル売り・円買いを仕掛けるためのコストは小さくない。5月17日に公表されたアメリカのコアCPIは、前月比+0.3%と2か月連続で市場予想を上回ったこともあった。これを受けて、ドルが急速に買い戻されたことから、金利差の大きさというのは再認識すべきだと思う。対円でのドル売りで収益を上げるためにはスピード感が不可欠である。言い換えると、円ドル相場が小康状態に入ると、投機的なドル・ショートポジションを手仕舞われるはずである。また、緩やかな円高進行は、我が国については原油などの素原材料価格高騰の影響を相殺する効果が期待される。個人的には足許の円高進行についてはそれ程心配していない。

一方、我が国の株安進行の背景であるが、円高ドル安の進行だけでは説明できず、大手監査法人に対する金融庁の処分を受けて、同監査法人と監査契約を結んでいる上場企業の株式が嫌気されて売られたこと、本邦企業の決算内容に対する信頼が薄れたと判断した海外投資家が、日本株利益確定の売りに動いたことが指摘できると思う。

債券市場については、ゴールデンウィーク休暇後6月にゼロ金利政策が解除されるのではないかという憶測が浮上したこと、6月のTB入札とFB入札が重なって需給要因からターム物金利に上昇圧力が掛かったこと、GCレポ・レートが5月に入ってから上昇気味だったこと、Fedのバーナンキ議長発言の解釈を巡って市場が不安定化したこと、など悪材料が重なったことから、中短期セクターを中心に金利が急騰した。国債イールド・カーブは、海外の投機筋から短期セクターの円・円スワップの払いのポジ

ションが膨らんだことから、量的緩和政策解除後にベア・フラット化した。

円高と株安の同時進行や好調な結果となった5月16日の5年国債入札を受けて、取り敢えず債券相場は落ち着きを取り戻してきたが、株式相場の調整にもかかわらず、反発力は極めて弱いものにとどまっている。今後、展望レポートで示した経済・物価見通しが達成される蓋然性が高まった場合、潜在成長率の上振れを材料に、長期債利回りが上方に水準調整すると見込まれる。また、FRBの金融引締め局面は市場予想よりも長期化し、例えばアメリカの10年債利回りが、今の5.0%強のところから5.5%~6.0%台に入った場合、我が国の国債イールド・カーブもベア・スティープ化すると見込まれる。もっとも、今のところ今年度の生保勢の10年債利回りの見通しは1.7%~2.3%程度と聞いているが、これを変えようとはしていない。長期・超長期債への潜在的な需要の強さには変化はないと思う。

仮に、高い成長率と低いインフレ率の組み合わせが継続する世界的ディスインフレ環境が終焉し、世界的な景気回復局面においてインフレ圧力が高まりやすい環境に変化した、との見方が適切ならば、主要国の中央銀行は、金融政策の正常化に対する理解を得られやすくなる。一方、インフレのリスク・プレミアムが上乘せされるため、世界的に長期金利には上昇圧力が掛かりやすくなると思う。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、経済指標は総じて引き続き堅調であり、今朝発表の1~3月のGDPも予想を上回る数字だった。ただ一方、原油価格は高止まり、円高がさらに進行して、株式市場も弱含むなど気掛かりな動きも広がっている。

まず、海外については、米国は、1~3月のGDPが大幅な増加となり、

企業収益も好調だったようである。足許の指標も、直前週の新規失業保険の数字は特殊要因で少し悪くなったようであるが、個人消費関連は概ね底堅く、4月のISM指数や雇用統計も改善するなど、全体として堅調に推移している。今月のブルーチップの成長率予想も前月と変わらず、2006年が+3.4%、2007年が+3.0%と、先行き減速しながらも底堅い推移を予想している。一方、このところエネルギー価格が高騰し、設備稼働率も上昇傾向を辿る中で、4月のコアCPIが上昇して、インフレ懸念が高まっている。6月以降のFRBの金融政策を巡る不透明感の高まりもあって、長期金利は上昇している。足許、1ガロン3ドル近傍まで上昇したガソリン高によって、消費者マインドの悪化も見られている。米国経済は、引き続き潜在成長率近傍の着実な景気拡大を続けると考えられるが、エネルギー価格や長期金利の上昇、そして住宅市場の減速など注意が必要と思う。

また、中国については、供給力過剰や農村問題はあるが、高水準の成長が続いていくものと考えられる。

この間、原油価格は、地政学的リスクを背景に高止まりが続いており、トバイが5月2日に再び既往最高値を更新した。この結果、全日本通関原油は、5月が64ドル程度、6月は68ドル程度まで上昇するとみられている。基本的に足許の原油需給が逼迫している訳ではないが、中長期の需給逼迫要因がある中で、地政学的リスクの先行きが不透明であり、一時的な在庫や供給設備の稼働状況によって振れやすい状況が続いているので、引き続き警戒が必要だと思う。

国内では、1~3月のGDPが今日発表されて、2005年度の実質成長率は+3.0%と、潜在成長率をかなり上回る成長となった。足許の指標を見ると、輸出、生産は増加を続けている。電子部品・デバイスの在庫増が懸念材料とされているが、在庫水準等からみて、調整はあっても軽微にとどまると見て良いようである。設備投資についても、このところ機械受注や資本財出荷に弱めの動きが見られているが、内閣府の調査や調査統計局のマイクロヒアリングからみても、基本的に増加を続けているとみて良いと思う。個人消費も、家計調査はサンプル要因もあって弱めであるが、消費者

態度指数は上向き基調を続けており、販売や消費財供給統計から見ても底堅い動きとなっている。住宅投資も、分譲、貸家を中心に緩やかに増加傾向にある。家計支出は、総じて堅調に推移しているようである。今日が発表のピークとなる企業決算についても、上場企業が4年連続の増益かつ3年連続の最高益更新など、好調を持続している。夏のボーナスについても、業績連動型ボーナスの広がりもあって、平均支給額が初の80万円台に乗ったという報道もあった。4月下旬の景気ウォッチャー調査も、現状判断DIは、気温低下等の影響から幾分低下したが、横這いを示す50を12か月連続で上回ったほか、先行判断DIも、消費者の購買意欲の高まりへの期待などから、13か月連続で50を上回っている。国内経済は、全体として着実に景気回復を続けていると判断して良いと思う。

こうした中で、物価面では、素原材料の高騰を背景に、4月も国内企業物価の高騰が続いている。今月下旬に発表される全国の4月コアCPIの前年比は、概ね3月並みの上昇幅が維持される可能性が出てきたように思う。

マーケットでは、IMF、G7などで取り上げられた国際不均衡問題や、日米金利差予測、さらには欧州、中東諸国において外貨準備をドルからシフトさせていることなどから、ドル安円高が進行し、一時8か月振りに110円を突破して、2003年の年初頃から2005年の夏頃までの水準に戻った状況にある。内閣府の企業行動アンケート調査での採算レートが104円台であったことや、3月短観における110円という想定レート、また輸出企業の決算発表における想定レートが107円から110円といったことを考えると、現状程度であれば経済への影響は限定的と思われるが、株価への影響も懸念されるので、先行き注意が必要と思う。

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のほか、足許の円高株安、さらには設備投資や電子部品・デバイスの在庫の動向など、不透明要因を抱えながらも着実な回復を続けており、先行きもこのところ不透明要因がやや拡大している感じはあるが、基本的に4月の展望レポートのシナリオに沿って緩やかに拡大を続けていく可能性が高いもの

と考える。今月の基本的見解については、先行きの表現を「緩やかに拡大」とする点を含めて、執行部のご提案に異存はない。先行きの表現の変更については、それが景気判断を加速・上振れさせたものではないということ、情報発信していくことが必要と思う。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

前回の決定会合からあまり日が経っていないが、この間に公表された経済指標は、総じてこれまでの景気判断に沿うものであったと思う。

まず、海外経済であるが、米国では、着実な景気拡大が続いている。ただし、先行きについては、不透明な要因が増えているように思われる。住宅建設には漸く減速傾向が出てきたが、これが上手くソフトランディングに繋がるのかどうか、なお見極めが必要である。4月のCPIは、市場予想比高めの数字となった。原油価格の高止まり、高い稼働率といった状況を踏まえると、先行きもインフレ懸念を抑えつつ持続的な景気拡大が続いていくのかどうか、FRBにとっても舵取りが難しい局面になってきたように思う。アジア諸国は、総じて力強い拡大が続いている。このうち中国については、中国人民銀行がこれまで行ってきた窓口指導の強化に加えて、銀行の貸出基準金利を引き上げることを決定した。こうしたマクロコントロールの効果はどう出るかについては、注目してみたいと思う。

国内に目を転じると、輸出、生産は増加を続けている。調査統計局による企業からの聞き取り調査でも、4～6月の生産は前期比+2.0%弱の計画となっており、当面増加傾向が続くとみられる。設備投資は、一致指標の資本財出荷、先行指標の機械受注ともに、1～3月は幾分弱めの動きとなった。ただし、高水準の企業収益のもとで、設備投資計画がしっかりしていることを踏まえると、一時的な動きで基調的には増加傾向が続いていると見てよいと考えられる。雇用面をみると、労働需給の改善傾向が続く中、

雇用賃金の増加を反映して、雇用者所得は緩やかながらも着実に増加している。日経新聞や日本経団連の調査によると、今春の賃上げは、昨年を若干上回る上昇率となっており、企業から家計の波及傾向がさらに明確になっていると考える。そうしたもとで、個人消費は、増加基調にある。1～3月の販売統計合成指数や家計調査の消費水準指数は弱い動きとなったが、これらは前期の強めの数字の反動が出たことなどが影響したものとみられる。4月の消費動向調査によれば、消費者コンフィデンスは良好であって、先行きも個人消費は着実な増加を続ける可能性が高いと考える。本日朝公表された1～3月のQEは、前期比+0.5%と市場予想を上回った。経済の活動水準については、展望レポートで詳しく記述したように、長く続いた供給超過状態が解消するまで高まっている。先行きも、生産、所得、支出の好循環が続くもとで内外需、企業、家計がバランスの取れた形で、潜在成長率を幾分上回る成長が続くとみられる。

以上を纏めると、景気の総括判断としては、現状については、先月と同様着実に回復ということで宜しいかと思うし、先行きの表現についても執行部の原案にあるように「着実に回復を続けていく」から「緩やかに拡大していく」ということに変更することで宜しいかと思う。

物価面をみると、3月の消費者物価は1月以降3か月連続で前年比+0.5%の上昇となった。いわゆる特殊要因を除いたベースでも、1～3月の前年比は+0.1%と若干ながらプラスに転化した。先行きも消費者物価の前年比はプラス基調を続けていくと予想される。今後のプラス幅拡大がどのようなペースとなるかは、年度替わりで、各種サービス価格の改定が見込まれる4月の計数がどうなるか、ここが重要な判断材料の一つになると思う。

金融指標については、やや振れの大きい展開となった。為替相場は各国の利上げサイクルの違いに伴う金利差が意識されていることや、G7声明を受けて米国の経常赤字に対する懸念が改めて高まっていることなどから、ドル安円高が進んでいる。企業の想定為替レートなどから見て、差し当たり深刻な影響が懸念される状況にはないと思うが、こうした為替相場

の動きが企業収益、内外景気、あるいは物価面にどのような影響を及ぼしていくのか、注意して見ていく必要があると思う。株価は米国株価の下落などを受けて軟調な動きとなっている。企業収益の好調など、株価を巡る基本的な環境が良好である点について、市場参加者の認識は変わっていないと思われるが、最近の上昇スピードが速かっただけに、若干の調整が必要となった面があるかと思う。新興諸国でも株価の下落が見られており、内外の株価動向は国際的な金融・資本市場の安定という観点からも注視していきたいと思う。

長期金利は、10年物で2.0%程度まで上昇した後、少し戻すといったような展開になった。こうした動きには、海外金利の影響に加えて我が国の金融政策運営に対する見方が振れていることも影響しているように思う。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、引き続き適切な情報発信に努めていくことが重要かと思う。この点に関連して、金先レートについて、市場では年度内に3回の利上げが織り込まれたとの解釈も見られているが、こうした評価は先行きの金利の予想のばらつきに起因するリスク・プレミアムの想定如何で変わってくるため、明確なことは言えないと思う。ただ、どの時期に何回かといったような詳細はともかくとして、展望レポートで示された金融政策の運営の考え方については、概ね理解が浸透しつつあるのではないかと考える。以上である。

福井議長

岩田副総裁からお願いします。

岩田副総裁

まず、景気動向の判断については、先程事務方の方からご説明があったことに、全く異論はない。先行きについての「緩やかに拡大」という言葉についても、全く異論はない。個人的には、「足許も緩やかに拡大」と言ってもあまり違和感を私は持っていない。であるが、今回の表現のとおりで良いと考えている。そのうえで、三点程申し上げたいと思う。一点目は、

アメリカの金融政策と景気の動向。第二点目は為替レートの動きをどう考えるか。それから三点目は、今日発表されたGDP統計である。

まずは、アメリカの景気であるが、実体経済の方からみると、住宅投資は明らかに減速していると思う。その一方で、コアのCPIが、やや上振れしている。これは考えてみるとある意味では当然で、消費者物価指数というのは遅行指標であるから少し遅れて上がるということは全くおかしくない。ただ、今回の金融政策運営について、当初は引締めたにもかかわらず長期金利があまり反応しなかった。これはある意味では金融政策の景気拡大効果がより有効だったということで、本来は良いことなのだが、今は逆にそれが政策運営を難しくしているところがある。つまり当初の引締め効果が、思っていたよりもアンダーシュートしていた。それで最終局面では、コアのCPIが思ったより上振れしたため、景気の減速がかなり明瞭になっていても、引締めざるを得ない。つまり、最終局面で引締め効果がオーバーシュートする可能性があるという形になっていると思う。アメリカの第2四半期の数字は、マーケットは+3.0%位にみているが、私は+3.0%を切る可能性もあると思っている。この先の金融政策運営において、恐らく重要な変数は、やはり景気が、特にGDPの成長率がどの位減速するのか、それからもう一つはコアのCPIと、それからコアのPCEが次回のFOMCまでに、それぞれ4月分、5月分が出るので、そこがどのような数字になるのかということかと思う。仮に、第2四半期の数字が、市場が思っているよりかなり強いと、6月に単に利上げするだけではなく、その先も利上げしていくというシナリオになりやすいのではないかと思う。クリティカルなことは、コアのPCEが将来どういう動きになるかという点だと思う。足許をみていると、どうしても遅行になる。サンフランシスコ連銀が、モデルで予測していて、今年末にコアのCPIが+2.0%を少し超える——+2.1%——と予測している。つまり、落ち着いていく方向ではなくて、むしろ年末に掛けて少し上がっていくと予測しているということは、やや注目に値するかと思っている。もし、仮にそういうことが連邦準備の理事会のメンバーのマジョリティのビューだということに

なると、恐らく引締め継続というシナリオがより強くなるのではないかと考えている。以上が、アメリカの金融政策についてなのであるが、6月は、利上げをしないとむしろインフレ・ファイターとしてのクレディビリティが疑われるということになるので、恐らく利上げするのではないかと思っている。

それからもう一つ。堀井国際局長の方から、マーケットが少し不安定で、リスクとリターンの再評価をやっているというお話があったのだが、例えば少し長く戦前からのボラティリティを見てみると、アメリカにとっては、国債と株式のボラティリティは、確かに少し前と比べると近年は随分低いという印象があるのだが、1930年代からの長い期間を取ると、むしろ今のボラティリティの水準というのは正常である。であるから、アメリカの国債、株式というようなものをみると、「行き過ぎた安心感」というのがどこまであるかということ、それ程ないのかなと思われる。ただし、ボラティリティで言うと、為替相場の方はかなりボラティリティが上がっている。それから株式の方もリスクテイクをあまりにし過ぎたのかと言うと必ずしもそうでない。これはリスク・プレミアムは依然としてなお高い水準であって、日本はこのところ少し下がったのであるが、それでも国際水準に追いついたというところなので、投資家がやみくもに強気になってリスクテイクしたというようには考えにくいと思っている。例外は、コモディティ・マーケットだと思う。これは将来のキャッシュ・フローをもたらす訳ではない。むしろ投資家は、ちゃんとしたかなり高めの割引率で将来のキャッシュ・フローを割り引いていると思うので、その意味では慎重な投資姿勢と言ってもそれ程おかしくないのであるが、一次産品の方はどうもそうではない。ここが少し不安定化しているところがあるかと思う。それからグローバルなインベスターがリスクテイクをどの位しているかという点。一つの指標としては、グローバルなインベストメントのポートフォリオ・フロンティアというようなものを考えた、シャープ比率——リスク1単位当たりの超過収益——というものがある。このシャープ比率をみると、2000年に0.26だったものが2006年は0.65となっており、グローバ

ルなインベスターが 2000 年と比べて過度にリスクテイクしているかという
と決してそうではなくて、むしろ反対だということも言えようかと思う。
つまり、今マーケットが少し不安定になっているのだが、広範に投資家が
リスクテイクし過ぎたので、その揺り戻しとは必ずしも言えないと思っ
ている。ただ、一部のマーケットで不安定性が増しているということは間違
いないと考えている。特に、今、通貨の方はそういったことが問題になっ
ていて、為替レートのボラティリティが高まっている。為替レートについ
て言うと、日本円で言うと 2005 年の 1 月に 101 円少しというのが高値で
あったが、マーケットはそこをある程度意識し、その半値戻しというのが
109 円になるのだが、109 円位がどうやら一つのディフェンスラインのよ
うにマーケットは思っているように思う。これを超えると、100 円の近い
ところまで行くのではないかなと思う。この為替レートに影響を与えてい
るのは、やはり金利の予想パス全体である。金利の足許の変化も勿論ある
のだが、将来に亘って、どういう金利のパスになるかということ、日本と
アメリカの例えば金融政策運営でどのように動くのかということが、や
はり一つの重要なポイントではないかと思う。それからもう一つは、マー
ケットが構造的な不均衡を為替レートで本当に解決してしまおうという
ような方策が採られそうだというようにマーケットが思うと、ディスオー
ダーな動きが出ると思う。先週の土曜日に、ラウンドテーブル・ジャパン
2006 という国際セミナーへ出たのだが、そこでプレストウィッツ氏が「ド
ルは実質実効レートで 6 割下がらなければいけない」と言った。これに対
して深尾光洋氏がコメントして、「確かにドルは安くなるだろうが、2 割
ドルが実質実効レートで下がれば、日本経済はもう一回デフレに戻る」と、
そういうコメントがあった。構造的な不均衡を為替レートで解決するとい
うのは、私は基本的に間違った考えだと思っているのだが、仮にアメリカの
当局がそういうシグナルを出した場合は、非常にリスクが高いであろうと
思っている。

三番目は日本の GDP である。前回か前々回の会合で、全産業活動指数
で見ると +0.5% が実力ではないかと言ったのだが、結果はそのとおりで

あった。マーケットの事前予想は+0.3%だったが、それよりも上振れている。私は、二つの理由で上振れが起こったと考えている。一つは、前からアナウンスメントがされていたようであるが、自動車部品の扱いが少し変えられたのではないか。従って、設備投資は、事前の予想は恐らくマイナスかゼロだったと思うのだが、実は1~3月前期比で+1.4%、年率で言うと+5.8%伸びているが、その代わり10~12月が前期比-0.2%になるという入れ替えが起こっている。これが恐らく自動車部品の関係かなと思われる。もう一つは、個人消費が、10~12月がこれまでの+0.9%から+0.6%に下方修正された一方、1~3月は+0.4%と想像したよりも高い前期比の伸びになっている。これは、季節調整指数などの影響があろう。これらの結果、全体で+0.5%という数字になったのではないかと今のところ推測している。逆に言うと、実質でこれだけ伸びたということは、デフレ率がどうなるか、ある意味では非常に気にしている。これはデフレ脱却宣言と関係あって、特に国内需要デフレ率の中でも、個人消費デフレ率がいつプラスになるかということを見ている。前日の早川調査統計局長からのご説明でもかなりゼロに接近し得るというお話があったのだが、この数字を見るとそれ程はしてない可能性がある。というのは、基本的に個人消費デフレ率の方が、消費者物価指数よりもより包括的な物価指数であり、また売上げの方から数字が取られるので、安売りとか何とかの影響を受ける。従って、デパート等で安売り販売をしている部分は、むしろ個人消費デフレ率の方がより包括的に反映されるというような点がある。それから帰属家賃のところの扱いが勿論違うというようなことがあるので、多分まだマイナスのままではないかと思っている。以上である。

福井議長

福間委員から願います。

福間委員

世界経済の成長が持続する中、国際商品市況は地政学的リスクを含む供

給面の制約等もあって原油、金、非鉄金属等が高止まっており、C R B 指数は既往最高値圏内で推移している。こうした環境下、世界経済ならびに国際金融・資本市場にとっては、インフレ懸念がメイン・イシューとなってきている。米国経済は、1～3月のGDPが前期比+4.8%となるなど、足許の成長はかなり強いものの、先行きは住宅市場の減速に加え、既往利上げの累積的な影響が出てくることから、潜在成長率近傍の成長軌道に落ち着く可能性が高いとみられる。ただ、最近、長期金利の上昇や原油高騰など、個人消費へのマイナス材料が増える中、住宅市場減速について、個人消費を冷え込ませる要因として懸念する捉え方が再び台頭しており、注視が必要と思っている。物価については、継続的な生産性の上昇が、ユニット・レーバークストの上昇を抑制する方向に働いてはいるものの、4月の雇用統計で、時間当たり平均賃金が前年比+3.8%と2001年以来の高い伸びとなり、労働コストの上昇が確認されたほか、既に高水準にある雇用、設備など資源利用率も一段と上昇している。こうした中、4月のコアCPIは、3月に続き2か月連続で前月比+0.3%と高めの伸びを示し、これまでモDESTにとどまっていた、国際商品市況のコア物価への波及が見られ始めている可能性もあり、物価動向については一層注意深くみていく必要があるということを裏付けている。こうした中、FRBでは、これまでのメジャー・ペースでの継続的な利上げ姿勢から、経済情勢次第では利上げを休止する姿勢に修正しようとしているが、市場では、金融政策の先行き不透明感、さらにはインフレ懸念の高まりが台頭し、債券、株式、ドルのトリプル安的な現象も見られている。特に、規模は異なっているが、債券とドルの同時安は、過去、双子の赤字が深刻化した時代に見られた現象でもあるだけに注意を要する。市場では、次回FOMCが開催される6月末までは”wait and see”で取引を手控える、という一部市場筋の動きもあり、流動性の低下に伴いボラティルになる可能性もあり、市場の波乱の芽がその辺にあることを非常に心配している人もいる。欧州では、1～3月のGDPが前年比+2.0%増加するなど、昨年10～12月に一旦減速気味になった景気が、輸出や設備投資主導で再び回復の勢いを取り戻している。

先行きについては、フランスのブルトン財務相のユーロ高牽制発言にも見られるように、最近のドル安ユーロ高の影響はあるものの、緩やかながら持続的に成長していくものとみられる。この間、5月のECB理事会では、物価について、原油高がリスク要因となっているものの、今のところグローバルな競争が賃金・物価を抑制しているとの評価を示している。もっとも、先行きについては、トリシェ総裁は、「グローバルライゼーションによる非常に強力な物価抑制効果が、欧州のみならずG10諸国にとっても恐らく弱まりつつある」として、インフレ・リスクへの警戒感を滲み出している。我が国の景気情勢は、引き続き持続的な成長の過程を辿っているものの、3月の景気一致指数は8か月振りに50%を割り込むなど、1~3月には10~12月の力強い成長の反動が出たものとみられる。景気は成熟段階に入りつつあるだけに、好調な期間が長続きするとは限らず、好調・反動といった振れが生じやすくなっている。4~6月には、景気の力強さが戻るかとも思われるが、円安修正、原油を含む国際商品市況高、株価調整などが企業収益、個人消費等に与える影響も見極めていく必要がある。企業収益については、2006年度は減益の見通しを示す先も少なくなく、業界間、企業間で斑模様の様相を呈し始めている。この背景には、実質実効レートで見れば円安圏内とはいえ、このところ急激に円安が修正されてきたほか、原材料価格高の製品価格への転嫁が難しいことなどが挙げられる。2006年度の設備投資は、基調的には変化はないと見られるものの、企業が収益見通しを堅めに見直すことに伴い、投資スタンスがより慎重になるというメカニズムも働き得るだけに、その動向は一層丁寧に見ていく必要がある。個人消費は、雇用環境が緩やかながら着実に改善する中、地合いは引き続き堅調である。もっとも、1~3月の消費関連指標は、必ずしも芳しくない。これは天候要因が影響したほか、本年入り後のライブドア・ショックで急落したマザーズなど、新興市場株式について、投資家は個人が中心であっただけにキャピタル・ロスにより、消費マインドに水を差された点もあると思われる。このことは、株価の資産効果の大きさを物語っており、足許の主要株式市場も含めた調整が、今後の消費に及ぼす影

響には注意する必要があると思う。物価面では、4月の国内企業物価は、国際商品市況高を受けて前年比2.5%の増加となった。もっとも、需要段階別に見ると、中間財では前年比4.4%アップとなる一方、最終財では0.2%のマイナスと価格転嫁がなかなか難しい状況を表している。コア消費者物価は需給ギャップがプラスになりつつあり、ユニット・レーバークストのマイナス幅も縮小しつつあることから、前年比プラス基調が定着している。もっとも、我が国はアジア工業国と地理的に近く、企業が価格支配力を持ちづらいため、物価が上がりにくい状況には変化はない。金融・資本市場では、米国の金融政策についての不透明感、米欧を始めとするインフレ懸念、さらにはG7後のドル高修正の動きから、グローバルに為替、株式、債券、商品市場のやや大きな変動が見られており、市場参加者には不安感が高まっている。こうした中、東欧、南ア、東南アジア等のエマージング諸国では、今週入り後に株価ならびに通貨が広範に急落し、これら株価やトルコ・リラ、南ア・ランドなど、一部通貨の戻りが鈍い状況にある。こうした影響は、信用買い残高の高い東京市場にも表われており、2006年度業績見通しの下方修正の動きや某大手監査法人の業務停止命令を契機とする会計不信の台頭もあって、新興及び主要株式市場の株価が大幅に下落している。最近では、個人ならびに年金を中心とする機関投資家の資金運用も、新興株式のほか投信、REIT、商品ファンド、個人にみられる為替証拠金取引等多様になっており、各種ファンドでは海外の様々な金融商品を対象に組み入れている。このため、グローバルな金融・資本市場の変動は、個人ならびに機関投資家に直接的な影響を与えるようになってきている。現在もグローバルな市場において、円のキャリートレードをベースとしたポジションが造成されている中、世界的な為替、株式、債券、商品市場の動揺は、市場の相互間の連関を持ちつつ、値が増幅しがちであることから、今後の動向は注意しておく必要があると思う。為替相場の中で、株価が下がってドルが少し昨日辺りも戻っている訳であるが、「だから円がキャリートレードに使われていない」ということになかなかなく、こここのところの外国人の日本株売りが増えているのを見ても、むしろ

るこれはブラックマンデーの時にもそうであったが、ウォールストリートが高い時には損失補填を流動性が一番ある東京市場で行うことに絡んだ動きではないか。以上である。

福井議長

最後になったが西村委員から願います。

西村委員

金融経済情勢について、重要な点は皆さんがほぼ既に取り上げておられるので、二点だけ付け加えたいと思う。

一つは米国経済の現状、特に住宅市場の見通しである。メインシナリオがソフトランディングであることに変わりはない。これは二つの見通しからなっていると思う。第一に、住宅市場は減速するが然程価格は落ちないのではないかという見通し。第二は、価格が落ちたとしても需要への影響は比較的小さいのではないかという見通しである。ソフトランディングが依然としてメインシナリオであるが、ハードランディングのリスクシナリオに転化する可能性も十分あり得るので、この二つの見通しを検討しようと思う。

第一に、住宅市場は減速するが価格低下に至らないという見通しは、他の国の最近の住宅市場減速の状況、足許英国のリバウンドなどからの類推が働いているように思う。しかし、それが米国住宅市場の堅調というアンカーがあったから、という可能性もかなりあると思う。そこでアンカーであった米国で急ブレーキが掛かった場合については、不確実性が非常に高いと思う。日本の経験から類推すると、住宅市場の減速と株式市場の低落が同時に起きてくるような場合には、住宅市場にも相当な影響が出てくる可能性がある。

それから第二であるが、価格が落ちたとしても、それが家計の消費行動に然程の影響を及ぼさないのではないかという見通しがある。それは、従来マクロ時系列分析やミシガン大学の P S I D (Panel Study of Income

Dynamics) であるが、これを使った分析では、住宅価格下落から消費への影響は比較的小さいという結果であった。それに基づいた議論がされてきた訳である。しかし、南カリフォルニア大学ラスクセンターにおける「Consumer Expenditure Survey」——これは日本の家計調査に近いものであるが——と「Survey of Consumer Finance」——これは日本にはないのだが——の二つの大規模データをマッチさせた分析では、住宅価格の下落が消費に及ぼす影響が相当大きく出ている。その推計値に従えば、2005年水準から住宅価格が10%下落し、一年前の水準に戻ったとすると——これ自体はありそうな話であるが——、GDP成長率を約1%ポイント下げる影響が出るという、かなり大きなものとなっている。この分析は、その規模において他の分析よりも遥かに詳細なものであるので、その結果は先のソフトランディングの予想に疑問を投げ掛けるものである。

いずれにせよ、鍵は住宅市場の減速が目立った価格の下落をもたらすかどうかである。この点については、今後の推移に十分注意しなければならないと思う。

最後に、今般のGDP統計速報値に関して、幾つかコメントをしたいと思う。今回のGDP速報値の特徴は、遡って季調によって変化したことがかなり大きな影響を及ぼしているようで、民間最終消費支出が2005年の10~12月は+0.9%成長であったのが、今般の改定で+0.6%に下がっている。もっとドラスティックなのは民間企業設備で、10~12月は+0.4%の上昇であったものが、新しい推計では-0.2%に変化している。恐らくこの改定が、非常に大きなプラスの影響を及ぼした形になる。従って、こういった変化がなければ、調査統計局が説明した見通しとほぼ整合的だと思う。もし季調の変化がなければ、恐らく大きな上昇はないのだと思う。

特に、消費の部分について指摘しておきたい。消費に関しては、色々問題がある。1~3月の消費データの特徴は、生産面、つまり鉱工業生産指数や通関統計から見た消費財総供給がしっかり上昇したのに対し、支出面の家計調査からみた個人消費が弱含むという逆方向の動きを見せた点にある。四半期GDPは、簡単に言えば両者のほぼ平均を取るのと同じにな

るので、こういう結果が出たのだと思う。この方向感の齟齬は、景気判断にも実は微妙な変化をもたらすことになる。ただ、齟齬のものは家計調査の調査としての最近の難しさから生じているように思う。四半期レベルの消費把握という点では、家計調査の信頼性が低下しているように思うので、その点を指摘しておきたいと思う。家計調査において、調査拒否世帯が、特に都市部で相当な数に上っていることは想像に難くない。もし、調査拒否がランダムであるならば、それは調査の信頼性に影響を及ぼさない。しかし、それはシステムティックであると、調査結果にバイアスが生じる。実際、公務員——法人化で公務員でなくなった元公務員を含め——は、他の業種に比べて調査拒否が少ないと言われており、どうもシステムティックになりがちと思われる節がある。今般の景気回復においても、これは単なる想像であるが、所得の回復が遅い、あるいは切下がっているのは、公務員、そして公務員に準じて給与が決まっている人達である。実際、家計調査の所得は、ここにきてかなり弱含んでいるのが非常に示唆的である。もし、システムティックに公務員、あるいは公務員に準じて給与が決まっている人達が家計調査に多いとすると、今後もこうした消費の方向感の齟齬は生じる可能性がある。そういうことから考えると、やはり関係当局では、もう一度家計調査を四半期統計で利用する際の問題点を検討した方が良いのではないかと思う。以上である。

福井議長

各委員からのご見解の表明を頂戴した。前回展望レポートを出してから、今回が最初の決定会合であるが、今回以降、展望レポートの線に沿って経済・物価が推移していくかどうか、厳密な点検を繰り返していかなければならない、そういう段階に入っていると思う。今日の時点における各委員の点検であるが、まず世界経済については、引き続き展望レポートで示したラインから大きく逸れ始めているという兆候はまだないということで良いかと思う。米国や中国を中心に、世界経済は着実な拡大を続けているし、先行きも潜在成長率近傍の景気拡大を続けるという見通しを、なお維

持できるというようなご見解だったように思う。ただ、2003年ないし2004年以降、世界経済は、かなり高い成長率を維持して好調な成長振りを示してきている訳で、今なおあまり目立たないとはいえ、やはり物価上昇圧力というのは、ジワジワと高まってきている。そのことが広くマーケットにも認識されている訳で、先般出た米国の4月の消費者物価指数に対する市場の反応振りというのも、そうしたことの一つの表われではないかと思う。その一方で、実体経済については、これからなにがしか減速する方向にあるということも共通して認識されていることであり、政策当局、特に米国においては潜在成長率の方向に沿って、上手くソフトランディングさせたいということも政策的なメインシナリオになっている訳である。また、中国の方も、先般の窓口指導に加えて金利の引き上げ措置を採ったということからみても、投資の行き過ぎ、あるいは銀行貸出の行き過ぎというようなところに、さらにやや強いブレーキを掛けてやはりソフトランディングの方向を狙いたいという意図が明確だと思う。従って、今後海外経済については、各国の金融政策とインフレ圧力への対応の関係が、さらに上手くいくかということと同時に、実体経済が本当にソフトランディングのシナリオに沿って上手く動くかどうかを、両眼を開けて見ていかなければならない状況ということかと思う。実体経済について、西村委員をはじめ各委員からもご指摘があった。市場の不規則な動きとも絡んだ場合に、ハードランディングのリスクというようなことも十分念頭に置きながら見ていかなければならない。そういう状況ではないかと思う。

国内経済の方は、前回の決定会合以降、指標面では新しいものはあまり出ていないのだが、設備投資、個人消費関連では、若干弱めの指標が出ているものの、基調判断に影響するものではなかったというご認識であったというように思う。そして今日出たGDP統計については、後で調査統計局から補足的な説明を頂戴したいと思っている。供給面の方も、鉱工業生産は増加を続けているし、企業ヒアリングなどを見ても、この先生産は引き続き順調な増加計画というようなことになっていると思うし、在庫周りのところを見ても、出荷と概ねバランスが取れている。IT関連の在庫調

整のリスクは、展望レポートでも指摘しているところであるが、電子部品・デバイスについて、このところ在庫の前年比が大幅に高まっている。ただし、鉱工業全体としては、概ね出荷と在庫とのバランスが取れているということであるので、全体として、大きな在庫調整のリスクというのはまだ見えていないという状況かと思う。雇用・所得環境について、格別大きな変化はない。今春の賃上げの状況をみると、各種の調査はいずれも昨年を若干上回る上昇率ということであるので、これもまた展望レポートの線に概ね沿っているということではないかと思う。金融面での新しい情報は、やはり銀行貸出の前年比上昇率——これは4月の計数であるが——が大幅に拡大したということがあるし、もう一つは、民間の総資金調達、ローン・サーベイでみて、企業の資金需要がここに来て下げ止まったと明確に判断できる状況にきたことがある。これらの点は、今回の情勢判断の一つの特徴ではないかと思う。日本の物価については、新しい指標が出ていない。これから4月以降のCPI、特にその中身が非常に大事だということで注目したいというところかと思う。内外合わせて、マーケット周りの不確実性、あるいはボラティリティが高まっているというご指摘が、前回対比で目立った大きな変化だと思う。経済も金融政策も一つの大きな変曲点に差し掛かっており、世界的に金利サイクルが変化の局面に入っている。米国、欧州、日本と揃って、従来の緩和基調の修正というステップに入っている訳であるし、その中で先行した米国、欧州と、日本との間の金利差の縮小ということもマーケットにおいてある程度意識されている。このような状況だと思う。その背後には、今、各委員方からご指摘があったように、勿論インフレ圧力が、そこはかたなく高まっている一方で、実体経済のソフトランディング・シナリオを如何に上手く進めるかというこの両面の問題を、それぞれある程度の不確実性をもってマーケットが見ているという局面に入っていると思う。従って、市場コンディションは、債券市場をみても株式市場をみても為替市場をみても、一度従来の均衡点を離れて新しい均衡点を模索する過程に入っている、それが様々な市況とボラティリティの変化等を生み出しているという状況ではないかと思う。今のとこ

る、これが主要なディスターバンスに結び付くというような懸念をご指摘された委員はいなかった。その点は引き続き注目していかなければならないと思うが、物価に対するコントロール、それから実体経済のソフトランディング・シナリオと、それぞれの国において上手く完遂していくなれば、市場は当然新しい均衡点を常に探りながら大きなディスターバンスなく推移していく、そういうダイナミックな展開が、これからのむしろ望ましい姿ではないかというように思っている。為替市場においては、各国間、各地域間の金利差の変化に伴って為替相場が動き、ボラティリティが高まるという状況において、改めて根底に持っているグローバル・インバランスの問題に意識がいくということで、G7コミュニケ、その他がことさら取り上げられてやや不規則な動きが出ているという状況ではないかと思う。本質はやはり経済でも市場でも一つの変曲点を上手く乗り越えたいという気持ちで全ての人達が動いている、そういう最中ではないかなと思われるところである。調査統計局から如何か。

早川調査統計局長

本日、発表された1~3月のGDP統計第1次速報についてであるが、現時点で手に入った情報は限られているが、一応分かっている数字に若干の推測を加えてご説明していきたいと思う。

まず、最初に、ご覧のとおり、GDPの1~3月の前期比は+0.5%、年率+1.9%の成長であった。昨日、これはゼロ近傍ではないか、実際には+0.1%、+0.2%だと思っていたので、それと比べれば少し高い数字になったということである。ただし、実は過去の数字がいずれも若干ではあるが下方修正になっている。例えば、4~6月は+1.4%だったのが+1.3%、7~9月は+0.2%だったのが+0.1%、10~12月は+1.3%だったのが+1.1%になっているので、そういう意味では、これは特に強いというようには捉えないほうが良いと思っている。実際に年度の数字は、2005年度の数字は、横這いでも+3.3%位いくと言っていたのが、実際には+3.0%で着地しているので、若干下振れている。この点、少し推測に入

らざるを得ないので後程ご説明するが、そういうことがあったということである。ただしこれでいくと、いわゆる下駄と言われるものがちょうど+1%ある。仮に今後+0.5%の等速で成長していくと、2006年度の仕上がり+2.3%になる。先だつての展望レポート中央値、委員によって全部違うが中央値でいけばそれ位ということである。それから名目成長率であるが、名目成長率は、10~12月は結構大きな数字であったのだが、1~3月はゼロになってしまったということである。これは要するに外需が名目成長率でマイナス寄与している。原油価格が上がればこういうことが起こるということである。それでも、名目成長率に関して申し上げますと、2003年度+1.0%、2004年度+0.5%、2005年度+1.7%ということで、一応3年連続の名目プラス成長となった。特に2005年度に関しては、従来から政府が目標に掲げてきた名目+2.0%成長にかなり近いところまでいったということだと思っている。では、今度はデフレーターであるが、デフレーターはGDPデフレーターでみると、この1~3月も-1.3%ということで、やはり結構大きなマイナスが続いている。ただ、これは先程申し上げたとおり、いわゆる原油価格上昇に伴う交易条件の悪化を表わしているものであって、内需デフレーターについてみると、昨日かなりマイナスが縮むのではないかと、ただゼロとかプラスまでは少しなかなかな自信はないと申し上げたのだが、結果は僅かにマイナスなのであるが、-0.0%ということであった。このような数字は、実は1998年の第1四半期に+0.5%の数字があった以来である。1998年第1四半期は、言うまでもなく、まだ消費税の影響によってプラスだった時代であるので、取り敢えずそれ以来の数字が出たということである。因みに、岩田副総裁が質問されるのではないかとと思われるので、予め先に申し上げておくと、個人消費デフレーターについては、昨年第4四半期が-0.8%であったのに対して、第1四半期は-0.2%と、僅かにマイナスではあったがはっきり縮小した。この辺までは比較的確かであるが、ここから後、最後の頁については、ある程度推測を交えないとお話できない。まず、事実関係だけ確認しておく。昨日私がお話した内容とどこが違うかと言え、民間消費支出がゼロ近傍ではないかと言ったも

のに比べると、+0.4%と少し強かった。さらに設備投資に関しては、幾分のマイナスを考えていたのに対して、+1.4%とここも強かった。基本的には、この二つが中心である。これを考えるうえでの説明要因は、大きく言って二つある。本当は自信がないのだが、先程岩田副総裁が同じことを言われたので少し意を強くして推測を申し上げれば、恐らく季節調整替えと、それから自動車部品の扱いが影響している可能性があると思う。季節調整替えについては、GDP統計は、毎回毎回季節調整を掛けるので、例えば去年の第4四半期が高くて今年の第1四半期が低ければ、均されるような力が働くということが一つある。具体的に申し上げますと、西村委員が先程数字を挙げておっしゃられたことであるが、個人消費について、昨年10~12月が+0.6%と書いてあるが、実は前回の10~12月の2次QE時点では+0.9%であった。それが+0.6%に下方修正されている。それに対して+0.4%ということであるから、実勢がそんなに強いというよりは、前が下がって、こちらが上がった。これは多分、通信費の影響と言われているが、基本的には季調替えによる平均化効果が働いた可能性が高いというように思っている。一方、設備投資に関してだが、実は去年の10~12月が以前の2次QE時点だと+0.4%だったのが-0.2%に下方修正されて、それに対して+1.4%ということである。一つには、金融機関の設備投資の実績が明らかになったことによって、10~12月が下がったことの反射効果のようであるが、それだけではどうも上手く説明できない感じがしている。これを説明するとすれば、先程、岩田副総裁がおっしゃったように、自動車部品の扱いが今回変更された。非常に技術的になるが、要するに供給側の推計を行ううえで、従来自動車と纏めて考えていたのをもう少し自動車と自動車部品を分けて考えるというようにした。そうすると、今までは自動車を、どれだけいわゆる最終消費支出、固定資本形成にし、どれだけを中間投入にするかということとなる訳であるが、自動車部品をイメージ的に考えると、最終需要の配分比率も影響するのだが、それと同時に最終需要と中間投入の配分比率も変更される。多分、海外生産が増えながらであるから、自動車部品のウエイトは高まっている可能性があっ

て、それを明示的に考慮すると中間投入比率が高まっている可能性があり、その結果先程申し上げたように、GDPが過去に遡って薄く下方修正されている、付加価値が薄く下方修正されているのではないかと、取り敢えず今は想像している。1～3月と10～12月の振れについてみると、恐らくは自動車部品を明示的に考慮したことが、なにがしか影響しているということではないかと想像している。いずれにしても、数字は見た目少し強いが、これを単純に強いと思うのは少し如何かと思われる。ただし、今申し上げたようなことであるので、別に弱いと考える理由もないし、GDPデフレーター等に関しては、内需デフレーターがほぼゼロまで来たということであつたと理解している。中城内閣府審議官、何かあれば。

中城内閣府審議官

特にない。設備投資について、金融保険の実績見込みが実績に変わったということが大きく響いたと聞いている。

西村委員

正直言って、自動車は分からない。

早川調査統計局長

分からない。ただ、四半期のデータで過去に遡って年度が下がるとすると、自動車の中間投入比率を上げればそういうことが起こるので、理屈としてはあり得る。しかも、恐らくは海外生産を増やしながらかつているので、最終製品よりも部品の伸び率の方が高くてもおかしくはないと考えられるが、残念ながら、これは本当にコンジェクチャーである。

福井議長

情勢判断に関して、追加的にご意見あつたらどうぞ。それでは一旦ここでコーヒブレイクにしたいと思う。10時40分から再開する。

(10時31分中断、10時40分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

宜しいか。それでは会議を再開する。次は金融政策運営についてご議論頂きたいと思う。次回の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分ずつ位ご発言をして頂きたいと思う。最初に中原委員から願います。

中原委員

引き続き市場を十分にモニターし、慎重なペースで当座預金の減額プロセスを進めながら、ゼロ金利を維持するということが妥当であろうと思う。短期金利の上昇圧力が次第に明確になってきている。ただ、金融市場は全体としては落ち着いており、コール市場の規模も少しずつ拡大し、ペースは緩やかであるが、市場機能の回復も進んでいる。長期金利は、需給面で支えられており、基本的にはレンジ相場に入っているとみている。問題はやはり中期ゾーンの金利であるが、銀行貸出の増加のピッチが少しずつ高まっており、貸出金利にも底打ちの気配が出ているようである。このゾーンの金利には、今後も上昇圧力が掛かるということで、イールド・カーブが全体としてベア・フラット化の方向になお進むのではないかと思う。市場では、ゼロ金利解除時期に異常に関心が高まっているが、このところの日銀の市場との対話は、量的緩和解除の時の声明文及び展望レポートにおける説明と十分に平仄が合っており、6月利上げの観測も後退するなど、円滑な対話が成立しているように思われる。市場では、強力な時間軸のもとでの5年間の量的緩和の経験から、今後の金利引き上げのタイミングについてもう少し明確な道標を示して欲しいという期待が強いようであるが、結論としては、利上げ時期については予断を持たず、実体経済を慎重にみながら判断していくというスタンスを、今後も根気よく続けるということが重要と思う。市場自身が実体経済の動きを分析し、解除時の声明文

と展望レポートで示した道標のもとでこれをどう判断するか。現在織り込まれている見通しを修正しつつ、今後の利上げの時期やペースの見方を探りながら、収斂させていくという動きを期待したいと思っている。そのためには、些かでも金利引き上げが自己目的化していると、市場に誤解されないよう対話に当たっては細心の注意が必要であるとともに、現実の引き上げの第一歩をどのように理論付けし、市場に説明するのか、十分な理論武装と表現の方法についての工夫が必要かと思う。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

先日の展望レポートでは、政策金利について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して各ボードメンバーが前提を置き、そのもとで、我が国の経済の先行きについては、「内需と外需、企業部門と家計部門のバランスがとれた形で息の長い拡大を続けると予想される」とした。展望レポートについては、市場予想の範囲内の内容だったとの評価であり、市場の景気・物価見通しに大きな変化をもたらすものではなかった。市場には冷静に受止められた、ということではないだろうか。展望レポートを受けて、現時点では主要なアナリストのほとんどが、夏から秋に掛けてゼロ金利が解除されると予想しているようである。ゼロ金利の解除については、私は昨年秋の金融経済懇談会で、「量的緩和政策の解除開始以降、時間軸効果がゼロのゼロ金利を出発点として、最初の着地点は、低金利を想定している」と申し上げたが、このことからお分かりのように、私は概念のうえでは、量的緩和政策解除からゼロ金利解除まで、シームレスな流れを想定してきた。量的緩和政策の末期、つまり解除のコミットメントを満たしつつある状態では、量的緩和政策は、時間軸効果の極めて小さなゼロ金利政策とほぼ同じなので、量的緩和政策の末期の副作用として、金利機能を犠牲にしていることを指摘してきた際には、ゼロ金利政策その

ものに起因する部分も含めていた。より具体的には、短期金融市場の機能不全やゼロ金利による資金・資源の非効率的配分などを取り上げてきた。こういった副作用を取り払うためには、ゼロ金利にとどまるのではなく、金利機能が回復するレベルの低金利に到達する必要があるので、そうした金利レベルに到達して初めて、量的緩和政策の解除プロセスが完了したと言えると考えていた。だからと言って、実際の政策運営に当たっては、当座預金残高の吸収が終了したら、直ぐゼロ金利から金利機能が回復するレベルの低金利にすべきと申し上げるつもりはない。まずは概ねゼロ%のもとで、定性的にも定量的にも短期金融市場の機能回復をある程度見届ける必要があるからである。これまでの資金吸収過程では、積み最終日の意識の高まりが久々に見られ、地銀の東京資金部の復活や、短期金融市場への復帰組が出てくるようになったとのことである。また、無担保コール市場残高の増加や、国債の決済の件数・金額の増加なども見られ、足許の僅かな金利のもとで動き出している市場参加者の動きを暫く見極めることが必要と考えている。この見極めにどの程度期間が必要かは分からないが、いずれにせよ量的緩和解除からそれが完了するまでにある程度の時間が経過しているので、見極めができた時点で、物価・経済情勢をしっかりと点検し、ゼロ金利を解除するかどうかを決める必要がある。その際、展望レポートのシナリオから下振れているということであれば、その時には直ぐにゼロ金利を解除するのが望ましいと私は思っている。それは金利機能のより一層の回復のためでもあるが、それだけではない。もしファンダメンタルズとかけ離れて無理に金利を抑えようとした場合、後々、長期金利の急騰や物価や経済の変動等の手痛いしっぺ返しが待っていると考えられるからである。実際、今回の展望レポートにも示されているように、現時点において、実質GDPの成長率のトレンドと実質短期金利の乖離幅はかなり拡大しているので、緩和度合いが強くなり過ぎるリスクが高まっている。また、ゼロ金利は内外や現在・将来間の資金・資源の効率的な配分を歪めていると思っているが、その歪みを蓄積させるとキャリートレードの巻き戻しの力を益々溜め込むなど、歪みを解消させる時のショックが

大きくなるといった問題がある。物価と景気の振幅を抑制しつつ、持続的な経済成長を実現させることを念頭に置いて金融政策を遂行していくためには、遅過ぎず早過ぎず、適切な金融政策を実施していく必要がある。つまり、今回の展望レポートにおいても、適切なタイミングで適切な幅の利上げを行うことによって息の長い拡大が実現すると考えている。なお、ゼロ金利解除後の金利パスについてであるが、先程引用した主要なアナリストの来年末の政策金利の予想を見ると、かなりバラツキがある。我々は、先行きの金利は経済・物価情勢如何によると言っているの、これはアナリストの経済・物価情勢についての見方が大きく分かれていることの現われだと思う。これについては、「日本銀行が政策パスのイメージを提示すべきだ」という声を相変わらず聞くが、これに応えることが透明性の強化に繋がるとは思えない。市場との対話で必要なのは、まずは先行き経済・物価情勢についての見方の擦り合わせであると思う。それができれば、政策についてもゼロ金利解除時点のように自ずと収束していくと思うので、先行きの金利政策のパスを連想させ、市場の期待やポジションを誘導していくような物言いは回避すべきだと考えている。

最後に、次回決定会合までの金融政策運営方針であるが、現状維持で良いと思う。当座預金残高の削減は順調に進んでおり、僅かながらではあるが、金利の付くような状況になってきた。今後、当座預金残高は6月には10兆円を下回る程度まで落ちるとのことであるが、当座預金残高が減少していくに連れて、金融機関が神経質になっていくことが予想される。コール市場等短期金融市場の動向や金融機関の資金繰りトレーニングを見守りつつ、注意深く金融調節を行って頂きたいと思っている。以上である。

福井議長

水野委員から願います。

水野委員

3月9日のMPMで量的緩和政策の枠組みを変更し、現在は当座預金残高を10兆円弱まで徐々に引き下げる過程にある。総裁が講演、記者会見で「当座預金残高の削減を終えることと、ゼロ金利から金利を引き上げることとは別の問題。金利水準についてはあくまで経済・物価情勢に関する判断によって金利を決定する。」旨を繰り返し説明している。当座預金残高は今は15兆円を下回る水準まできているが、コール翌日物金利、ターム物金利、長期金利については、今後はどうしても上昇圧力が掛かりやすい状況になってくると思う。本日の決定会合では、前回同様、当面の金融調節方針は現状維持以外は考えられない。もっとも、本日はゼロ金利状況から、いつ、どのようなロジックで離脱するか、ゼロ金利を解除した後、金融政策運営の予測可能性を高めるためにどのような情報発信をすれば良いか、について、多少議論を深める良い機会だと思っている。4月末の展望レポートでは、先行きの金融政策運営について、「現時点では、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いと判断している。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られる」とした。この部分についての個人的な感想だが、早期のゼロ金利解除の思惑が強まりやすい環境にあることに配慮し過ぎて、あまりに慎重な情報発信をすると、ゼロ金利解除のハードルを知らず知らずのうちに高めてしまうリスクもある。現在は、先行きの金融政策運営に関する情報発信は、事実上かなり制約されていると理解している。個人的には、ゼロ金利解除の条件としては、4~6月には経済データが展望レポートで示した見通しに沿ったものであること、超過準備がほとんどない状況下において、コール市場が正常に機能するかどうかを確認すること、円ドル相場と為替相場が落ち着きを取り戻すこと、だけで十分だと思う。4~6月期のデータについてだが、特に4月、5月分の生産統計、消費者物価統計、7月3日公表予定の日銀短観6月調査は確

認したいところである。それから短期金融市場については、コール市場での価格支配力が予想以上に強いメガバンクが資金の放出を過度に絞らず、ラインの制約を緩めて外銀・証券からのターム物での資金調達希望に応じる姿勢が見えるかどうか、地銀が、金利感応度を高めて短期金融市場の運用体制を充実させるか、などを注目している。短期金融市場の機能回復度合いを見るためには、当座預金残高を7~10兆円程度で推移させて1回位の積み期間の金利形成を見守る必要があると思っ
てみている。また、2回目以降の利上げを実施する環境になる条件としては、2007年度の経済・物価見通しについて日本銀行自身が自信を深めることができること、国内の金融市場全体のボラティリティが過度に高まらず、将来の政策金利のパスについて、市場の金利観が安定すること、が念頭にある。後者については、実質金利、中立金利についての日本銀行の考え方を少しずつ時間を掛けながら出していくことが重要だと思う。例えば、インフレ圧力が加速しない間は、実質政策金利ゼロを目途にした金融政策を行うような金利観が継続されるような情報発信も一案だと考えている。先行きの金融政策運営はデータ次第であるが、市場の金利観を安定させるためには、金融政策運営にある程度のリズム感があった方が良く、また、金融緩和余地が乏しく、インフレ加速のリスクが小さい状況で利上げ時期を模索するため、複数回の利上げを展望できる自信が持てるまで利上げを待てるような気持ちのゆとりがあった方が良く、を指摘しておきたいと思う。前者については、FRBやECBのように将来の金融引締めについて予測可能性を高めることができるのは、恐らく2007年度に入ってからになると思っ
ている。G3の中央銀行が、同時に金融引締めモードに入るのは15年振りなのだが、FRBが5月10日のFOMCで利上げ打ち止め感を出さずに、今後の金融政策運営はデータ次第、データ・ディペンデンスであるとした。米国経済は、展望レポートで我々が想定した上限に近いパスで拡大しているのかなと判断しているが、先日出た4月の消費者物価は総合が前月比+0.6%、コアが同+0.3%となり、インフレ懸念が強まった。前回のMPMでコメントしたように、アメリカの10年債利回りは5%台に定着

してきている。昨日、リッチモンド連銀のラッカー総裁が、「インフレ見通しは、許容範囲の上限を上回りつつある。期待インフレ率の動向により、実質金利の軌道を引き上げる必要が生じる。従って、利上げ休止の可能性は低くなる。」という旨の発言を受けて、アメリカの10年債利回りが前日比で9bp程度低下した。これは市場でのインフレ懸念が高まってきていること、あるいはFRBがインフレ加速を容認しない姿勢が好感されたということの意味していると言えると思う。4月13日だと思うが、コーン理事の発言を踏まえると、FRBは、インフレ圧力抑制のために必要ならば景気をオーバー・キルするリスクをとると思われる。名目GDP成長率が+6%を超える中、インフレ圧力抑制のためにはひょっとするとフェデラル・ファンド・レートを現状5%から6%程度まで上げる必要があるかもしれない。政権与党である共和党の苦戦が予想される11月の中間選挙まで、FOMCは6月28日・29日、8月8日、9月20日、10月25・26日のあと4回しかない。利上げを休止した後、景気の上振れやインフレ懸念が高めに顕在化した場合には、中間選挙前に1回で50bpの利上げに踏み切る必要が出てくるという、非常にややこしい状況にもなりかねない。4月、5月分のコアPCE、それから5月分のコアCPIは相当低い数字でない限り、先程岩田副総裁も話されたが、私も6月末のFOMCでは追加利上げが実施される可能性が高いと思っている。ECBもマネーサプライ——M3——と対民間貸出の伸び率上昇からインフレ懸念を強めており、6月8日の政策理事会で25bpの利上げが実施される見込みである。市場参加者は、異例に予測可能性が高かった日本銀行の量的緩和政策の枠組み、それからFedのメジャード・ペースの金融引締め慣れ親しんできたため、多少、金融政策の不透明感が出てきたことに戸惑いを見せているが、仕方がないと思う。本行としては、経済・物価情勢に応じた、弾力的な政策運営に回帰すると説明しているが利上げを1回か2回実施するまで、市場参加者は、本行の金融政策運営は分かりにくくなったと受止める、あるいはそういう批判を受ける可能性はある程度ある、ということは覚悟しておく必要があるかもしれない。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。次回会合までの政策運営方針は現状維持として、ゼロ金利を継続して、持続的で息の長い景気拡大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、5月入り後も順調に削減が続き、14兆円台までになった。この間、無担保オーバーナイト・コールレートは概ねゼロ%の範囲内で徐々に上昇しつつあるが、4月展望レポートで示した当面の金融政策運営の考え方は冷静に受止められ、また金融市場局でも随時資金供給オペを実施するなど適切な措置を採っておられることもあって、市場参加者は量の減少という新しい環境に適合しているように思う。また、ニューネームやオールドネームが見られているというご報告だったが、市場参加者の体制の整備も進み、市場における取引も活発化して徐々に金利機能の回復が見られているように思う。今後も引き続き市場の混乱をきたさないよう、慎重な調節運営をお願いしたい。

当座預金残高の削減が順調に進んでいることもあって、市場ではゼロ金利解除時期についての関心が高まっている。市場では、1年以内に2回の利上げが織り込まれているとのご報告だったが、一時は早ければ6月にもゼロ金利が解除されるとの見方が広がるなど、過渡的にやむを得ないこととは言え、やや不安定な状況が続いているようである。これに対し、本行としては当面予断を持たずに景気・物価の実態に応じて調整を進めるという情報発信を続けて、本行が利上げを急いでいるという印象を与えないよう、注意が必要と思う。

私としては、4月以降のコアCPIの動きを確認するとともに、先行きGDPギャップやユニット・レバー・コストの動きに繋がっていく設備稼働率や労働需給等の動きなどを注意深く見ながら、デフレ、インフレの

リスクバランスの変化を判断していくことが基本となると思うが、その意味で6月短観が重要な位置付けを持つものではないかと思っている。

また、極めて重要な節目となる最初の利上げについては、その判断基準やその後の利上げのインターバルなどについて、どのように情報発信していくのか、諸外国の例なども参考に予め十分勉強していきたい。

なお、展望レポートによって、二つの柱による点検やそれに基づく今後の金融政策方針を示したことは、量的緩和解除の内容や考え方についてのマスコミや市場関係者の理解を深めるうえで有効であったと思う。また、日銀レビューで、経済見通しにおける政策金利の前提変更や潜在成長率と需給ギャップ推計の見直しについてレポートを公表したことも適切であったように思う。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ことで良いと思う。日銀当座預金残高については、現在、14兆円台の水準にあり、オペの期落ちの状況等から判断して、5月末には10兆円程度まで削減が進む可能性があるという金融市場局長のお話のとおりである。これまでのところ、短期金融市場は落ち着いた動きを続けており、引き続き短期金融市場の状況を十分に点検しながら、当座預金残高の削減を進めていけば良いと考える。

当座預金残高が所要準備額に近付く中で、当座預金の削減が完了する6月半ばに、直ちにゼロ金利を解除するのではないかという観測が少なからず見られた。市場はどうしても日本銀行の次の行動に関心が集中しがちであると思う。今のところ総裁講演などの発信によって大分沈静化し、その意味では成功していると思うが、日本銀行が先行きの政策運営について、

予断を持っているという誤解を与えないように、今後とも注意しなくてはならないと思う。

先行きの金融政策運営については、言うまでもなくこの4月の展望レポートにおいて見通し期間である2年程度を展望して、物価安定のもとでの振幅の小さい、息の長い成長を実現していくという観点から、必要な調整のペースについての考え方が示されている。もとより、その考え方の中で具体的にどのタイミングで政策変更するかは、今後の経済・物価の展開次第であるということである。今回の展望レポートは、新たな枠組みを適用した最初のレポートということでもあり、その背景にある考え方などについて、引き続き丁寧な説明を行っていく必要があるように思う。以上である。

福井議長

岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

金融政策運営については、現状の当座預金残高削減を粛々で行うということでは宜しいかと思う。6月2日には資金不足——ある推測では2.5兆円位——になるなど、日々による振れはあるのだろうが、特に10兆円近傍になると、やはり金利の動きがもう少し今より激しくなると思うので、そういったことに留意しながら当座預金残高削減を粛々として行うということでは宜しいかと思う。ネクスト・ステップは何かということが、マーケットも、あるいはジャーナリストも関心のあるところだと思うのだが、私は、今回の新しい政策フレームワークと展望レポートにおいて、実は二つイノベーションがあったと思っている。一つは、新しい政策のフレームワークでは、やはり中長期の物価安定についてアンカーが据えられるような仕組みにし、逆に短期的には、よりフレキシブルな運営ができるようになったという点だと思っている。もう一つは、展望レポートで、金利の動きについてマーケットの予想を参考にして作るとした点。これも私はイノベー

ションだと思っている。両方とも合わせて、より最適な金融政策運営の方向にステップが進められたのではないかと思っている。私はインフレーション・ターゲティングという仕組みも、勿論それをより改善していけば最適なものになると思っているが、日本銀行は日本銀行なりに最適な金融政策運営に近付くような努力をしているということかと思う。新しいフレームワークにおいては、マーケットの予想も参考にしながら経済の先行きを予測するということを明示している訳なので、マーケットが慣れていないということもあるのだが、マーケットの期待を過度に煽るような情報発信は、回避することが重要だと思う。それから、逆に、マーケットの予想に対して機械的に反応するというのも、これも非常に危険なことである。今回の展望レポートの「参考にして」という表現は非常に良いバランスになっていると思う。マーケットの予想に政策当局が機械的に反応してしまうと、実は解が収束しない。これはウッドフォード氏が、去年の夏のカンザス連銀で出したコミュニケーション・ポリシーの中で言っている点なのだが、固定の金利を前提にしてしまうと、価格の非決定性の問題が生じたり、あるいは発散解になってしまう。特に、資産価格とかはおかしなことになってしまう。また、マーケットの期待よりも仮に経済が少し上振れしたとすると、マーケットはそれに対して過度に——これはマラドーナ効果だが——反応する可能性があって、それにまた機械的に反応すると、これもまた発散解と言うか、資産価格等が上手いところで安定しないという、同じようなインプリケーションが出てくると思う。このため、市場の予想を考慮すること、しかしそれに機械的に我々は反応しないこと、この二点は大事な点だと思う。機械的には反応しないが将来に亘って最適と思われる政策金利のパスというものを、私共の内部では、個人がそれぞれお持ちになり、議論を尽くすべきだと思う。それを外に言うかどうかというのは、非常に微妙なコミュニケーション上の問題がある。それがもう「決まりきったことだ」とマーケットが思うと、かえって不安定化してしまうというところがあるので、そこは微妙なところなのだが、私はやはり内部での議論というのは徹底的に必要だと思う。連邦準備でもオプティマ

ル・ポリシー・プロジェクションというのを、グリーン・ブック等に基づいて実際上はやっている。ノルウェーの中央銀行は、それをもっと表に出してやってしまったというのが、私の理解である。しかしながら、オプティマルな政策金利のパスを出すためには、実はこれは調査統計局か企画局のどちらが行うのか分からないが、ある意味では非常に負担の掛かることで、GDPギャップの決まり方とか、あるいは価格の決まり方、あるいはそのトランスミッション・メカニズムがどのように動いているのか、その辺についてのより質の高い分析が必要になると思う。例えば、私が先週の土曜日に参加したある国際セミナーでは、が「今のようにグローバルな経済だと、国内のGDPギャップと価格の動きは一切関係なくなるのだ。相関はゼロである。」というようなことをおっしゃって、私は「いや、それは反対だ。」と言ったのだが、は「それでは証拠を見せてみろ」とか、「測ったら全くゼロだった」とおっしゃる。例えば、そういう、非常に基本的な決定のメカニズムや、ある政策決定をした時に、それを支える分析について、これは透明性の問題だと思うのだが、どういうことを想定して、あるいはどういったモデルを想定しながらこういう決定をしたのかということ、やはりもう少し背景を含めて説明する、ということが必要になっているのではないかと思う。それからもう一点。そういうエクササイズをやる時に、私はやはり為替レートというのが気になる。為替レートというのは、なかなか明示的にメンションして、政策運営をするというのは非常に難しいのだが、しかしながら、これを全然無視してやることもできないという問題だと思っている。ECBのスタディなどによると「ユーロの実質実効為替レートが6%上がると、ユーロ圏では100bpの実質短期金利引き上げに相当する」と言われていて、4月下旬以来ユーロ/ドル相場は5%位上昇しているのだが、これは実は25bpの金利引き上げに相当するというような計算もある。これから為替レートが——緩やかにであることが勿論望ましいのだが——、ドル安の方向に向うとすれば、それは日本やECBにとっては、金融面で引締めの方
向の力が加わるということもきちんと考慮していくべきではないかと

思っている。それからもう一つ、先程申し上げたオプティマルな金利のパスというのは、実はそれは将来ずっと先までということである。バンク・オブ・イングランドのように2年先のところで止まる必要は全くなく、足許からずっと先まで連続してどうなのかということが実は問題である。それをどのようにマネージするかというのは、実は期待のマネージメントの話で、それがどの位上手くできるかというのが、現代の金融政策の一番重要なポイントではないかと思う。現状を見ると、足許のオーバーナイトレートはゼロのままだが、その他の金利は、ゼロ金利解除前のところまで事実上パスとしては読み込んでいる。マーケットが1年以内の2回の利上げを織り込んでいるということはそういうことだと、私は理解している。もし我々がオーバーナイトの金利を変えるというアクションをとる場合、結局はその将来のパスをどのように変えていくか、つまりそのテンポと、その上げ幅をどうするかということについてのメッセージを伝えることになるのだということは、くれぐれも念頭に置かなければならない。足許の金利がどう動いたというだけでマーケットの期待を判断すると、間違いを犯すのではないかと思っている。以上である。

福井議長

福間委員からお願いします。

福間委員

前半パートでも述べたように、我が国経済は持続的成長を続けているものの、足許は10～12月の反動もあって、ここへきて景気に力強さや、広がりが増しているという状況ではない。また、物価も抑制されている。こうした中、今後の金融政策運営については、忍耐強く臨むことができる状況にある。また、最近の円安修正、株価調整、さらには国際商品市況の乱高下は、国際金融・資本市場に不安心理をもたらしており、こうした中であって、本行としては、当面マーケット・フレンドリーな金融政策運営ならびに情報発信を行うことが望ましいのではないかと思う。これらを踏ま

えて、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。市場参加者が引き続き注視している当預残高については、市場の混乱もなく、15兆円以下まで引き下げており”so far so good”と考えている。ただし、市場参加者からは、「量的緩和政策のもとで生じた資金偏在の影響か、当預残高20兆円割れの水準からは、コール市場やレポ市場での資金調達の一部では容易ではなくなっている」という声も聞かれている。また、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時間を要している。既に、当預残高水準は予てより申し上げていた要注意水準である15兆円以下に差し掛かっており、郵政公社も含めた資金偏在や、財政などの当預増減要因の影響も、より顕在化する可能性もある。このため、本行としては、引き続き市場の状況をよくモニターし、資金供給オペの期落ちをベースとしつつも、必要に応じ資金供給オペにより減額ペースを緩めるなどして、慎重に対応していくことが必要であると思う。前のお二方から、今後のゼロ金利政策からの出方について少しあったので、詳しくはともかくとして二点だけ申し上げる。ポイントの一つは、利上げは第1回目というのが非常に重要であるということである。これをマーケットは重大な関心を持っている。もう一つのポイントは、欧米のやり方を真似ないことが必要だということである。と言うのは欧米ではグリーンズパン前議長の毎回25bpの利上げというのがいつの間にか定着してきて、そのリズムをやや機械的にやっているという印象もあるが、これは実は結局自分を縛ることになる。あるいは16回上げてもまだ満足感が出てこないということにもなる。というようなことで、やはり我々としてはメイド・イン・ジャパンを作るべきである。プレイヤーと共有できるもの、あるいはアンダースタンダブルなものを作っていないとならない。要するに、参考にするのは良いのだが、欧米のやり方がこうだから日本もそうするというのは、やはり慎んだ方が良いのではないかと思う。今日はその程度で。

福井議長

西村委員から願います。

西村委員

前回会合から当座預金残高削減は混乱も少なく順調に推移している。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。これから今後の政策運営の際に考えなくてはならない日本経済の現状把握について、若干少し長くテクニカルになるかもしれないが、一つの説明を与えたいと思う。以下の説明は、景気に貨幣的な要因を捨象し、実物的な要因に視点を合わせての説明である。つまり、フィリップス・カーブに代表される様々な形の名目価格、名目賃金の硬直性を一旦脇に置いて、純粹に実物面から日本経済の変化を見てみたいと思う。さらに日本全体、地方圏も都市圏も大企業も中小企業、個人企業も含めたマクロ的な話であり、最近目立つ大企業に偏りがちな議論とは一線を画したものであることはまず注意しておきたいと思う。まず、現状把握だが、現在の日本経済は1990年代の危機的な下方スパイラル的状况から健康体への調整のプロセスにあると思う。これについては、ほとんど異論はないと思う。その理由だが、1990年代から2000年代初頭の時期は情報技術革新や世界市場化といった環境変化に対して、日本経済を構成する組織が、速やかに対処できなかった時代だと思う。そのため、物理的な資本ストック、そして人的な資本ストックの双方に広範囲に経済的な陳腐化が起こっていたと考えられる。ネットワーク情報通信技術を駆使したり、世界的な工場再配置を迅速に行い得る新しい経済環境では、今までのやり方とは違う形で資本や労働の再編を行わなければいけなかったのだが、その再編が実は円滑に進まなかったために、資本設備が余り、従業員が余ることが起こったと考えるのが自然だと思う。このことは、単に物理的な資本設備だけではなく、従業員に体化した企業固有の人的資本を含む、大きな意味での資本ストックが陳腐化し、経済的減耗が大きくなったことを意味する。そのために、経済的減耗を勘案した投資の限界収益率が著しく低下したことを示唆

していると思う。現在は、いわゆるリストラを進めたことによって、漸くマクロ的に見ても、経済的陳腐化の影響が次第に薄れつつあると考えられる。このことは、日銀短観において、設備判断で過剰と不足がトントンになり、雇用人員判断で過剰よりも不足が勝るようになったことから推測できる。このように病的な状態から健康体への調整プロセスにあるのが現在の姿と考えるのは自然である。病的な状態では投資の限界収益率はほとんどゼロで、前向きの純投資——これは純であることが重要であるが——、ネットの投資が起らない状況であったと思う。つまり、粗投資から減耗補填を引いた純投資がゼロに近い、あるいはマイナスであるといった病的な状態だと思う。現在は、そこから投資の限界収益率がゆっくりと回復し、前向きの純投資が少しずつ起こりつつある状況であると考えている。しかし、陳腐化の影響が次第に薄れつつあることは、この投資の限界収益率の回復も緩やかなものであることを強く示唆している。このことは日銀短観の企業の業況判断の慎重さと、投資計画の底堅さの両方と整合的だと思う。この説明を受入れるならば、そこには重要な二つの含意がある。第一の含意は、物価の安定と整合的な実質利子率を達成するために、必要な名目利子率の水準についての含意である。まず、物価の安定と整合的な実質利子率は、今まで説明した名目硬直性のない時の投資限界収益率に等しいことに注意したいと思う。これは正確には他に条件が色々と付くのだが、それを除くとそういうことになる。そうすると物価の安定と整合的な実質利子率も、現在は低位にあるがプラスであると考えられ、そこから緩やかに上昇していくと考えられる。そう考えると、実際の実質利子率が長期に亘って、物価の安定と整合的な実質利子率よりもかなり低い状態が続くと、過剰投資を呼び起こし、将来の経済の振幅を大きくしてしまう可能性がある。従って、物価上昇率が低いながらもプラスに定着している状況では、名目利子率を極端に低いレベルに長期に置き続けることにはリスクが伴う。と同時に、物価の安定と整合的な実質利子率が非常に低いレベルから緩やかに上昇していくことは、物価上昇率が目立って加速されない場合には、物価の安定と整合的な実質利子率を達成するために必要な名目利子率も、非

常に低いレベルから出発して、緩やかに上昇させるだけで十分であることを意味する。以上を勘案すると、物価上昇率が安定的にゼロよりは高いが、現在程度で安定している場合、第一に名目利子率ゼロ状態を長期に続けることは、新しい枠組みの第二の柱の観点——つまりリスクの観点——からすると望ましくないと考えられる。同時に、名目利子率は、緩やかに慎重に既に述べた投資限界収益率に対応して上昇させるべきであり、急速な名目利子率の上昇は望ましくないと考えることができる。ただし、調整のスピードは外的なショックによっても大きく変化するので、原則はそうであったとしても、その時点、その時点での再検討が必須となることは言うまでもない。次に、日本経済停滞の主要原因として、主として今まで考えてきた経済的な陳腐化を考えるこの説明の、第二の含意を考えてみる。まず、経済的陳腐化の程度は、機械的に作成され公表された経済統計の中の資本設備のデータからは分からないことに注意する必要がある。従って、陳腐化の程度とそれからの調整のスピードというのは、日銀短観のような企業サーベイからある程度定性的に類推せざるを得ない。この意味で短観に見られる企業の態度は、既に述べたように、経済的陳腐化に対する調整の度合いを測る重要な情報であると思う。この二つの含意から、名目利子率の適正な水準の判断は、現在のところ、公表される物価上昇率のデータとそこから抽出される将来の物価上昇率の情報に加えて、日銀短観やその他のビジネスサーベイに見られる企業態度の情報を勘案して、的確になされる必要があると考えている。以上である。

福井議長

各委員から、次回政策決定会合までの金融政策運営方針について、そして重ねてネクスト・ステップ以降についての最初の議論の糸口を出して頂いたと思う。まず、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針については、現状維持で全員一致であったと思う。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、これを維持するということがあったと思う。なお、現状は当座預金残高が一段と削減される過程にある。

目下のところ、市場に格別の混乱を生むことなく円滑にそのプロセスが進行中ということで、この先も市場の状況をよくウォッチしながらこのプロセスを全うしてもらいたい。こういう感じではないかと思う。今の感じでは、当初の予定どおり出発点以降から言えば数か月間、今から言えばあと数週間で実現できる可能性が高まってきているということではないかと思う。今後の政策運営の考え方は、これから益々回を追う毎に議論をし、方向性を出していかなくてはならないということだが、少なくとも現時点で言えることは、展望レポートで明確にこの先2年間という長めのタイムスパンを捉えて、日本経済のシナリオというものを出した。我が国経済が息の長い成長を続けるための最善の調整プロセスを模索していく、という日本銀行の基本的な政策運営スタンスを示した訳である。その後の市場の動きをみると、勿論様々な短期的な思惑が入ってはいるが、基本的に先行きの金融政策運営の道筋とか、その背後にある経済・物価見通しやリスク要因についての理解が、少しずつ浸透してきていると思う。つまり、日本銀行としては、中長期的な物価安定の理解というものを常に念頭に置きながら、長期的に望ましい経済のパフォーマンスを実現していく、そのために、最適な政策経路というものを見出していく、こういう感じが、少しずつ市場に浸透してきているのではないかとと思われるのが今の段階である。これから実際に、新しい経済・物価の動き、そしてデータが出てきて、その解釈をやり取りすることによって、一層この点が確認されていくだろうと思われるところである。岩田副総裁もおっしゃったとおり、我々のこの中長期的な経済のアウトルックは、市場が既にある程度織り込んでいる政策金利の先行き見通しというものを参考にしながら描いているというところに、また実に妙味がある訳で、この先の経済の見方についての市場との対話の中で、この市場金利というものが一層練れたものになっていく。それが頼りということではなくて、そこを中心としながら、我々の将来の政策経路というものに対する判断を一層確信の持てるようにし、あるタイミングで適切な政策を施していく。こういう経路になっていくのではないかと思う。将来の最適経路、オプティマル・ポリシー・プロジェクション

について、西村委員からは、既に個人的な見解のご披露があった訳だが、この点について我々一人一人が、これからより深く勉強しなければならない。企画局においても、我々の勉強を手伝って頂きたいと思う。それから中原委員から、市場とのコミュニケーションで、金利の引き上げを自己目的化しているかの如き印象を与えないように、というご忠告があった。それから春委員からも、利上げを急いでいるという印象を与えないという姿勢が大切だ、というご指摘があったし、武藤副総裁からも、予断を与えないように、というご指摘があった。そのとおりだと思う。あくまで情勢に忠実に、我々は我々自身として望ましい政策経路の考え方について確信を持てるようにしていくことが第一であるし、市場との対話については、あくまで客観的に情勢についての評価を交わしながら、市場金利がより練れたものになっていく、こういうプロセスを経て自然に望ましいタイミングを掴んでいく、ということが大事ではないかと思う。そうは言っても、刻々と出てくる経済指標等について、我々の政策判断上、より大きな重点が当然置かれるべきものと、そうでないものとの差というのは自ずとある訳である。特に短観などが重要だというご指摘もあり、私もそう思っているが、ただ、マーケットの人達、あるいは今の世間一般の方々は、CPI一点を眺め続けてきた系譜の延長線上にまだあるような印象を、私は偏見かもしれないが持っていて、特定の指標に視点を定めないと何か落ち着かないという雰囲気はかなり強く持ち越しているように思う。従って、何かの指標が重要であるということは確かなのだが、我々が何かの指標を重視しているという感じを与えると、今度は外の目がそこにばかり集中するリスクが非常に強いというように私は感じており、この点についても、やはり注意していかねばならないかなと思っている。無理に分散して物を言うという訳ではなく、なかなか難しいのだが、ことさらそういう印象を与えないようにはしなくてはならないと思っている。如何か。

須田委員

宜しいか。岩田副総裁の先程の話がよく分からないのだが。一人で決め

るというのではなくコミッティで政策を決定するということとの関係なのだが、執行部が色々モデルを考えるということ自体は一所懸命やって欲しいのだが、我々はそれぞれの人々がそれぞれの価値観に則って判断し、望ましいと思うことについて意見を述べ、その多様な意見を集約して政策を決定している。また、先行き長い期間については、モデルを回して計算すると、前提条件として入れた元々のインフレ目標とGDPの目標に収束することが見えているので、あまり生産的な作業とも思わない。執行部の話と個々の話とを材料にするのは良いのだが、BOEではないが、それを纏めて一つのものにするというのは大変な作業なので、その点については私はあまり賛成しかねる。

岩田副総裁

須田委員のおっしゃったことについて言うと、我々が最終的な判断をするうえでの色々な客観的な材料を執行部にできるだけ勉強してもらおうが、これを参考にしながら、判断を行うのはあくまで我々である。それは全く間違いない。ただ、政策というのはやはり、これはマイヤー氏も講演でおっしゃったのだが、それぞれが皆違うことを考えていて、それでお終いである、とはいかない。どこかでやはり、最小限ここまでは合意できるなということを作り上げるのが、この場なのである。各人がそれぞれベストと思われる政策判断を下すが皆違う方を向いているね、ということで終わってしまったら、やはり私は任務を果たしていないと思う。それぞれ違った意見を持っている中でも、どこまで合意するか探り当てることが大事で、そういうことで我々はこれまでやってきたし、これからもやるべきである。

西村委員

お二人とも、特段矛盾しているとは思えないのだが。

須田委員

然り。今のお話を聞いたらそうであった。

西村委員

そのとおりであると言えない。

福井議長

福間委員のおっしゃった「テキスト・ブック・アプローチではなくて、我々独自の判断で」というのもそのとおりだと思うし、そのためにもやはり、非常に将来の長いパスに亘って、経済のシナリオというのを明確にシェアしながら政策運営をしていくということになると、やはり将来の政策金利のパスはどうかということについて、それぞれの政策委員がしっかり考えておいて頂くということで、自然に総合して出てくるのではないかなと思う。取り敢えず数か月間のことだけで判断してしまうということでは、やはりいけないのではないかという気がする。福間委員がもう一つ、マーケット・フレンドリーにやっていくと言われた。分かるような気もするのだが、常にマーケットにフレンドリーという訳にはいかないのだが。

福間委員

然り。今日は、私が恐れていたGDPが、色々と内容はあらしいのだが、そうアグリーな姿ではなかったのが、マーケットへの影響は然程見られていないのだが。要するに月報の「拡大」のところである。ここに絡んで、月報では一体どういうタイムスパンで語るのか。展望レポートは2年間である訳だが、今のような非常に不安定な時に——マーケットというのは、いつも不安定と言えば不安定なのかもしれないが、これだけ大仕掛けなのはそんなにあるものではない——、あるいはそれがまだ入り口かもしれないという時に、「緩やか」という表現は入っているが——それは非常に展望レポートとの整合性上良いのだが——、「拡大」を入れることに

よって、何か日銀が一人で踊りを踊っているように市場から見えないかというところが一つある。であるから、私がお話ししたいのは、5月9日辺りの新聞だったか、どこから情報発信されたかは分からないが、新聞がゲス(guess)で書いたにしては、少し書き過ぎているような内容が掲載されて金利が動いている。これは非常に情報管理の面からも問題である。最近の展望レポートを巡るニュースの出方というのは、やはりあまり愉快ではない。これは我々自らが、もう一回ガバナンスの面からも、ちゃんと見直さないとならないのではないか。痛くもない腹を探られたくないから、やはり身は正しておきたいという部分が一つ。「拡大」という評価と金融政策が実はこんなにリンクしているなどということは、はっきり言って、今回まで私は知らなかった。マーケットが自然発生的に景気が「拡大」局面に入りつつあると意識して動いているとは思えない。であるから、やはり展望レポート、あるいは月報の中で「拡大」という文言が入るかもしれないということが、何らかの形で勘付かれたのだろうなと思う訳である。今日の総裁記者会見でも、やはりこの点は関係ないのだ、頭を切り替えろとまでは言わないが、とにかくそんなことと金融政策とは関係ないということをしかりと説明しておくべきだと思う。結局今回は、私はやはり月報の書き方を抑えた方が良くと思う。だが、朝のGDPを見て、これであれば少しは良いかなとも思っている。それ位微妙ではある。もう一つの問題は「拡大」という表現を示すのは、やはり、マーケットがこのように不安定な時には、短観が出るまで——まだもう少し時間があるが——待つか、あるいはマーケットがもう少し安定するまで待つのが良いのではないかということである。マーケットの動きについては、東京発信の事項であったら東京で判断できる訳だが、先程から話にあるように、ベースはニューヨーク、アメリカから情報が出てきて動く部分もかなりのウエイトがあり、イニシアリーにはそちらから動きが出ているかもしれないので、なかなかコントロールもできない。そうするとやはり、できたら短観までは月報の書き方を抑えるか、あるいはマーケットが幸いにしてもう少しオーダリーな動きになった時に「拡大」という表現を出してはどうか。プライスのレ

ベルがどこでないとならないということはないのだが。その面では、私からみたら、あまりにも景気判断の文言に意味を持たせたために動けなくなってしまった。やはり「拡大」ということを我々があまりにも重視するために、マーケットも入ってしまって、結局、我々を動かさない。先程から言うように適切に動けなくなる。そういう状況で、この月報の書き方というのも、私はもう少し待った方が良いのではないかと思うが、今朝くるまでの恐怖感からみれば、少し治まっていることは確かなのである。だが、マーケット・フレンドリーとはそういうことである。マーケットが恐がっていることを今日ぶつけることはない。この辺は非常に引き付けて言った方が良い。そういう感覚である。

福井議長

月報についてはまた後で少し議論をする。

福井議長

他に宜しいか。それでは、政府の方からご発言をお願いしたいと思う。赤羽副大臣から願います。

赤羽財務副大臣

我が国経済の現状をみると、景気は回復している。ただし、最近の外国為替相場的大幅な変動や金利、原油価格の上昇に鑑みれば、これらが内外経済に与える影響については、注意深くみていく必要がある。一方、物価についての動向を総合すると、デフレについては、まだ脱却したとは言えないものの、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するとともに、デフレから確実に脱却し、逆戻りすることがないように、引き続き政府・日銀一体となって取り組む必要があり、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な金融政策運営を行って頂きたいと考えている。具体

的には、日本銀行当座預金残高の縮減が進み、資金余剰感が減退しつつあるとみられることから、今後の縮減については一層慎重に行って頂きたいと思う。また、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。さらに、金融政策の先行きに対する憶測で市場が不安定になることのないよう、経済・物価情勢の見方や金融政策の先行きの考え方について、市場や国民への丁寧な説明をお願いする。以上である。

福井議長

中城内閣府審議官、お願いする。

中城内閣府審議官

景気は回復している。本日公表した1～3月期の1次QEは、実質成長率は前期比+0.5%、年率+1.9%となり、名目成長率は前期比0.0%、年率+0.2%となった。GDPデフレーターは引き続きマイナスであるなど、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、政府の経済政策の基本方針との整合性を十分考慮頂き、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。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、経済活動や物価の下振れリスクや市場の動向にも十分配慮し、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、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、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

ただ今の政府からのご発言に対してご意見等あれば、どうぞ遠慮なくおっしゃって頂きたい。

水野委員

お二人の方に共通することで申し上げたい。市場に十分目配りして行って、マーケット・フレンドリーに運営してもらいたいとの趣旨のご発言だったと思うが、今回、金融市場が非常にボラティリティが高い動きになっているのは、先程福間委員からもあったが、日本要因以外のものが非常に多いということである。それから、私は特にそう思っているのだが、長期金利は我々はコントロールできないという立場でもある。また情報発信については、総裁をはじめとして非常に丁寧にやっているつもりである。そして、今日国内需要デフレーターが一応-0.0%になり、デフレという判断については、そろそろ政府の方も判断を変える時期が近付いてきても良いのかなと思っていたのだが、そうしたご判断を今日聞けなくて残念であった。次回以降期待したいと思う。

福井議長

他に宜しいか。それでは次の案件。金融市場調節方針の議案の取り纏めに入りたいと思う。皆様方のご意見を踏まえて議長としては金融市場調節方針、これは現状維持に関する議案を提出したいと思う。念のためだが、他に議案提出ご希望の方はいらっしゃるか。いらっしゃらないか。それでは議長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

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。

「別添。2006年5月19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だが。

[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

全員一致で可決をした。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則って、適切な市場調節に努めて頂きたいと思う。それでは政府をお呼び頂きたい。

[政府からの出席者入室]

恐縮であった。本件は全員一致で可決をさせて頂いた。それでは金融経済月報基本的見解の検討及び決定に移りたいと思う。

V. 金融経済月報の検討

福井議長

冒頭、執行部からご説明があったペーパーだが、議論の途中で福間委員から、この「緩やかに拡大」という表現で良いか、というご指摘があった。その点も含め、各委員から改めてご意見があればお願いしたい。

水野委員

今日も総裁も記者会見があるほか、展望レポートで加速感を意味する訳ではないということを説明していることから、「拡大」の方がシンプルで良いかなと思う。また、将来「緩やか」を取る時——取らない時があるのかどうか分からないが——、表現はシンプルの方が良いのかなという感じがする。「緩やか」というのがマーケット・フレンドリーであるから変更するという事ならば、福間委員と同じように変えない方が良いと思う。む

しろ議論としては、総裁がおっしゃられたとおり、まだマーケットが物価のところに関心があるということになると、「若干の振れを伴いつつも」というのを今回落とす訳だが、実際に我々の物価に対する判断がベースにあるとは言え、これを取るということは、意外と注目されるかもしれないという気がする。ただ、特に強い意見ではない。

福井議長

最初の点は、「緩やか」も落とし、単純に「拡大」とした方が良いということか。

水野委員

然り。それがベストかなと思う。もし「拡大」を使うなら「拡大」で、敢えて修飾語はいらないと思う。

中原委員

福間委員のご意見に近いのだが、「緩やかに拡大」の部分は私も少し抵抗を感じた。私が敢えて良いかと思ったのは、まず展望レポートでもう言ってしまう——あの時もう少し議論すべきだったというような、やや反省もあるのだが——ことが一つ。需給ギャップの考え方を変えて単に並行移動しただけではなくて、新たに肌理細かな分析と推計方法の改善を行った結果、ゼロ近傍という、一応公式の結果を我々は得ている訳である。それが既に市場に伝わっているので、まあ「拡大」という言葉は受入れられるかと考えた。結果としては、「緩やか」を付けたことで、私としては何とか受入れられるものになったと考えている。

福井議長

他にご意見はないか。

須田委員

私は、元々この表現の違いが水準の問題なのであれば「拡大」という表現で良いと思うのだが、やはりスピードという面で誤解が生じるだろうと思っている。また、「拡大していく」と言っても標準シナリオでは「減速する」とみているので、この誤解を招かないためにも「緩やか」を付けたもので良いかなと思っている。

福井議長

他に如何か。前回の展望レポートを発表し、記者会見で「拡大」というのはレベルであり、むしろ経済はこの先減速するという展望である、ということは明確に説明した。その後、数回の展望レポートを軸とする講演においても、そこを強調して説明してきており、「拡大」という言葉を使って大きく誤解を呼ぶリスクは少し減っているかなと私自身は思っている。むしろ今回使わないと、なぜ使わないのだという議論を逆に誘発する可能性もあるかなとも思う。また、色々な記者の個々の質問を聞いていると、これを残しておく、これを入れた時が政策のタイミングの本当のサインなのか、といった考え方を呼ぶ可能性もある。6月説を消した後なので、今使えばこれはそうは読まれない、というように、色々と思うのであるが。

水野委員

来月以降よりは良いと。

福井議長

然り。私はむしろこの「現状、回復を続けている」というものよりも、いっそのこと「拡大」の方が、今後迫っていくような問題との関連で変な憶測を呼ばないかな、という気さえする位なのである。

水野委員

であるからシンプルの方が良い、というのが基本的な考えである。総裁がしっかり説明して納得を得られるようにして頂ければ。

福井議長

もし原案どおりであれば、勿論記者会見でこのところはまた丁寧に説明しなくてはならないと思う。

水野委員

「緩やかに拡大」と「緩やか」を取った時には、もう一度説明が必要になるという気がする。ただ、皆さんが合意できる文面にすべきなので、先程言ったように、特に強くこだわる訳ではない。

中原委員

水野委員がおっしゃった、「若干の振れを伴いつつも」も敢えて消したところは、また色々と探る発言が、マーケットでは当然出る。今月分だけを素直に読んだら、まさにこのとおりだと思うのだが、では先月と比べてどうかというと「若干の振れを伴いつつも」をどうして消したのかということになる。これも記者会見のなかで説明して頂くということになるか。

福井議長

だが、これも情勢判断にやはり忠実にいかななくてはならない部分があって、憶測を生む部分を全部消していくと、本当に政策を変更するまで何も表現が変えられないということにもなる。であるから、ある程度やはりこういうことは、市場のトレーディングということもあるので、出していった方が良い面もある。これは裏表両方ある。

武藤副総裁

「緩やかに」は、本当にエクスパンドしていく時には取れるのだろうが、ずっと緩やかに拡大することも十分あるので、今の時点で取るかどうかを気にする必要性はあまりない。また、ここでは、前のめりでないということに対して配慮することが大切なポイントだと思う。「緩やかに」とあつた方が、変に余計なインパクトを与えないという意味で配慮されたもの、という印象を与えるのではないか。また、スピードについての解説をする足掛かりにもなるという意味で良いと思う。

福井議長

今日は、2005年度のGDPが+3%という数字が出たものだから、私としては一層説明が容易になった。+3%から+2%と坂を付けて減速していくのが「拡大」なのだということについてだが。

水野委員

強く拘るものではない。皆が合意できることが大事である。総裁が上手く説明して下さるのならば。

福井議長

私の説明に全部担保が託されても大変困る訳なのだが、なるべく上手く説明するという前提で如何か。原案をお認め頂けるか。他にないな。

内田企画局企画役

市場の方だが、今朝程お願いした、長期金利は横這いという修正でお願いしたいと思う。

福井議長

長期金利は幾らになるか。

武藤副総裁

1.89%。

福井議長

1.89%か。前月は幾らだったか。

内田企画局企画役

1.88%であった。

福井議長

では、そこを修正した部分で、採決に回して欲しい。

[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

それでは全員一致で、基本的見解を可決させて頂いた。この基本的見解の部分だが即日公表、本日の 15 時公表の予定である。なお、背景説明、詳しい文章だが、これは必要に応じて執行部で修文を施したうえ、来週月曜日、22 日 14 時に対外公表を予定している。次に議事要旨の承認に移りたいと思う。

VI. 議事要旨（4 月 10～11 日開催分）の承認

福井議長

4 月 10 日、11 日両日開催分である。お手許にお配りして、既にチェックをして頂いたかと思うのだが、改めてご確認頂きたいと思う。特別のご異議はないか。それではこれも採決に付したいと思う。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

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、来週水曜日、5月24日、14時に対外公表を予定している。

VII. 閉会

福井議長

以上で、本日予定した議事は全て終了した。次回決定会合だが、6月14日及び15日、両日の開催予定である。宜しく願います。なお、機密保持のことだが、決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りということになっている。議事要旨、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。以上をもって閉会とする。

(12時03分閉会)

以 上