

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2006年6月14日（14:00～16:01）

6月15日（9:00～12:06）

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（14日）
	赤羽一嘉	財務副大臣（15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	白川方明
理事	山本 晃
理事（国際局長）	堀井昭成
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

（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	山口智之

## I. 開会

福井議長

宜しいか。それでは政策決定会合を開催する。

(14時00分開会)

今日と明日の二日間の開催である。今日は、金融経済情勢に関する執行部の説明を伺い、明日は、情勢及び政策についての討議・決定をしたいと思う。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する。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、委員及び政府出席者は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ということで、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する。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

中曾金融市場局長

それではお手許にお配りしている資料-1、2（追加）に沿ってご説明する。まず図表1-1である。無担オーバーナイト・コールレートであるが、5月22日の週から1bpを超えて上昇し始めている。その週の終わりの26日には0.076%というところまで強含んでいる。背景は、概略、次のようなことである。まず、当座預金残高が、26日には12.1兆円まで低下し、資金余剰感が後退した。その中で、25日、30日の国債発行日、あるいは6月2日の税揚げといった資金不足期を迎えて、資金需要が高まった訳である。金利の上昇は、まず証券会社、特に外国証券会社であるが、大量の

国債やF Bの在庫ファイナンスに迫られる形で、レポ市場で始まった。それがコール市場に波及したということである。詳細は後でまた申し上げる。コールレートが上昇するに伴い、補完貸付も増え、5月中の実行額合計は外銀・外国証券を中心に1.4兆円と過去最高になった。私共としては、こうした状況を眺めて、無担オーバーナイト・コールレートの上昇圧力がかなり強いと判断し、即日オペを含め資金供給額を増やしたところである。この結果、当座預金残高が、5月末に14兆円台に戻ってしまったが、レートは沈静化し、6月7日は5/1,000%にまで低下している。レートが落ち着いている間に、当座預金も減らせるところまで減らしておこう、ということで削減作業を再開し、足許は10兆円前半まで低下している。ただ、ここまで水準が下がってくると、またオーバーナイトレートが上昇し始め、昨日は5.9bpというところまで上がってきている。今回の一連の動きの特徴であるが、図表1-3の5月積み期中の短期金利のグラフにあるように、5月末に掛けてレポ・レートが上昇し、これがコールレートに波及したという点である。そのメカニズムであるが、およそ次のような需給両面に亘ることである。まず需要サイドであるが、元々国債とかF Bの発行残高が増えていたし、最近では邦銀が債券を売却していたので証券会社の在庫が溜まっていた、ということがある。その在庫ファイナンスについては、これまでは証券会社は、日銀オペで容易に調達できていたのだが、オペが減ってきた分、レポ市場での調達を増やさざるを得なくなったという事情がある。そうした資金需要の強さが、国債発行の重なった5月末に掛けてレポ市場で鮮鋭に現われたということだと思う。これが需要サイドであるが、供給サイドでは、レポ市場の主たる資金の出し手であるメガバンクは、寡占化が進んでおり、一部の先は運用より当座預金残高の削減を慎重に進めることを優先したようである。この点、図表1-2の主体別の当預の保有状況の表にあるが、都銀、地銀、地銀Ⅱこういったところが5月の積み期を見ると、所要準備に比べて厚めの当預を保有するといった保守的な資金繰りを継続したため、先程のグラフにあったように、5月末に掛けてレポ市場がタイト化し、一時はロンバートレートの0.1%を超えるところま

で上昇した訳である。これに伴い、コールレートも上昇し始めたが、その過程で外国証券会社から資金調達を委託された外銀が、コール市場で取り上がったことも、コールレートの押し上げに寄与したとみている。因みに、図表1-5の無担保コール市場残高の、取り手別の内訳をご覧頂いても、5月末以降、外銀の調達額が急速に拡大していることがご覧頂けるかと思う。このように、5月末はコールレートが上昇したが、その後日本銀行の供給オペの効果もあり、レートは一旦沈静化した。ただ、先程も申し上げたように、今週に入ってからまたオーバーナイトレートが再び上昇し始めている。背景を見ると、当座預金残高10兆円割れが目前ということとか、積み最終日の接近——明日であるが——、これが意識されているようである。昨日辺りから、上昇圧力が増してきて、コールレートが0.1%に接近する勢いを見せたので、昨日と今日と連続して朝即日オペを実行している。一方、レポ・レートについては下がりにくい状況が続いていたが、やはり先週末頃から上昇圧力が高まっており、今週は0.1%を超える取引も見られるところである。レポ・レートについては、なかなか下方硬直性が強いなという感じを持っている。今回の経緯を振り返ってみると、当座預金の削減過程で、円滑に資金が循環せず、金利が摩擦的に上昇した要因として、一つは国債・FBの大量発行、それからレポ市場でのメガバンクの寡占、そういった構造問題がまず指摘できるかと思う。同時に、時には少し闇雲にも見えるような外銀のコールレート市場での取り上がりといった点で、市場機能の回復がまだ途上にあることも指摘できるかと思っている。図表1-6でオペの実施状況をご覧頂く。オーバーナイトレートの上昇局面では、新規の供給オペを短いタームで行っている。今回レポ・レートの上昇が、コールレートの上昇へ波及するメカニズムが大分分かってきたので、レートが上昇しやすい国債発行日など、いわゆる「モノ日」については、国債の買い現先とか、あるいはT+3のような本店買入の手形オペなど、先日付のオペで予め資金を供給するようにしている。それでもなお、オーバーナイト・コールレートが跳ね上がるような場合には、即日オペで対応するようにした。即日オペについては、シャドーを付しているが、今朝も

う一回やっており、これまでのところ今回の局面では今朝の分を含めて5回、3.5兆円を供給している。図表1-7で資金需給を見ていく。14日以降の資金需要については、6月20日に国債の大量償還を主因に、月末まで12.2兆円の余剰と見込んでいる。当座預金残高については、追加の資金供給を行ったため、削減ペースが減速していて、当初は、今頃10兆円割れを見込んでいたが、本日は10兆円半ば、10.6兆円位になるのではないかと見ている。16日から新しい積み期に入る。主要行では、新しい積み期では、所要並みかあるいはさらに超過準備を圧縮するといったオペレーションを目指していくとみている。一方で、運用難から結果的にある程度超過準備を抱えざるを得ない、と言っている地銀もある。郵政公社を除いた、いわゆる純粋な準備預金先の超過準備は、合計で4.7兆円である。こういった先へのヒアリングから得た感触を総合すると、6月の積み期は、4.7兆円の所要準備に対して大体6~8兆円位を目安に当座預金を積んでいこうとしているようである。既に現時点で、準備預金先の当座預金残高は、6兆円台まで低下している。それから、昨今のオーバーナイトレートはなかなか下がりにくくなっているという事情がある。従って、こういった点からみて、準備預金先の当座預金削減プロセスは、岩盤に差し掛かっている、概ね収束しつつあると私共は判断している。この中で私共としては、レートが落ち着いていることを前提とすると、準備預金先の残高が今申し上げた6兆円ないし8兆円程度に保たれるような調節運営を行っていく方針である。当座預金全体では、これに非準備預金先と郵政公社の保有分が加わる訳であるが、6月の半ば以降は年金の定時払いであるとか、国債の償還といった余剰日があるので、郵政公社は、一時的に7兆円位まで当預が膨らんでしまう可能性がある。従って、郵政公社などの抱え込みの程度によるが、当座預金全体では、10兆円から15兆円位の間で変動するのではないかとみている。続いて、金融・為替市場の動きを図表2-1以降でご説明する。図表2-1のターム物レート等の推移であるが、短国レートをご覧頂くと、FBの3か月物のレートは高止まっているが、TBの6MあるいはTBの1Yについては、急ピッチの利上げ期待が後退している

ので、6月の初め位に比べると、ややレートが低下してきている。そのマーケットの利上げの期待が、どのような状況になっているかということであるが、図表 2-2 をご覧頂く。(1) のグラフがユーロ円金利先物からみたフォワード・レート・カーブである。これは、破線から実線のところへ下りてきているので、前回決定会合に比べると下へシフトしてきている。これは株価の下落の影響を受けたものとみている。これに伴い、(2) のグラフで、フォワード・レートも足許は幾分低下してきている。このような点から見ると、ちょうど前回の決定会合の頃には、年度内に 2 回の利上げは堅い、3 回目も織り込みに行っていたような状況だったと思うが、足許ではこれが後退している。現在は、年度内に 2 回あるかどうか、問われ直されている。つまり、年度内 2 回の利上げについての織り込み度合いが後退している状況とみている。ただ先程冒頭に申し上げたように、レポ・レートの上昇ないし高止まりといったことを経験して、金融機関は先行きの資金調達コストについて、割と保守的にみるようになってきているのではないかと思う。(3) のグラフは、それを示したものである。このグラフの見方であるが、グラフの黒い実線は、注にあるように 7 月 13 日まで、つまり次回の決定会合頃まで 2bp、14 日以降 25 bp という前提で、今日から向こう 3 か月間、日々資金調達を行った場合の平均コストがどうなるかを示した線である。同様に、破線はそれよりも高い金利、すなわち注にあるが、7 月の 13 日まで 10 bp、14 日以降は 50 bp、という前提で調達を行った場合の平均コストを示したものである。ご覧頂くと、菱形マークで示した運用金利としての F B 3 か月物レートは、最近では破線の近くに分布するようになってきている。以上が意味するところは何かということだが、一つは、市場は 7 月にも利上げがあり得るとみている点である。そして第二には、その場合、投資家の運用に関する目線が上がってきている。つまり調達コストがかなり上昇するという保守的な想定を置いた場合でも、損失を被らない水準で F B を運用しようとしている点である。続いて図表 2-3 で長期金利の動きをみていく。長期金利は、株価の下落から低下していて、10 年債の利回りは、足許では 1.7% 台まで低下している。図表 2-4 の (2)

のグラフで、イールド・カーブの変化幅をご覧頂くと、F B 3 か月と極く短期の部分で高止まっているが、その他では全ゾーンに亘って低下している。続いて、図表 2-6 の市場参加者が注目する債券利回りの変動要因で、これに関連する直近のサーベイをご覧頂くと、(1) のグラフの右側にあるように、引き続き短期金利とか金融政策に関する注目度は高いが、(2) のグラフからは、三角印の景気、それから菱型の株価、細い実線の海外金利といった線が下を向いており、金利の上昇要因として捉える向きが、ここへきて後退していることが窺えるということだと思う。続いて、クレジット市場はあまり大きな動きがないので、図表 2-8 の株へいく。株価は、前回決定会合以降かなり下落している。この間、日本株だけではなく、グローバルに株価が下がっている。ただ、日本株であるが、(2) のグラフあるいは (3) のグラフにも現われているが、欧米に比べても下落率が大きくなっている。日経平均は、足許 14,000 円台の前半まで下落しており、年初来の安値を更新してきたところである。背景には、グローバル要因と日本の固有の要因があるとみている。まずグローバル要因であるが、アメリカの景気の先行きについての不確実性という点があると思う。具体的には、5 月以降次のような見方が出てきている。つまりアメリカの景気が減速する一方、インフレ懸念が高まっているといった判断から、F e d が利上げを行う。そうすると、もしかしたら景気がさらに減速するかもしれない。そういったリスクシナリオが意識されるようになったことがあるのではないかと思う。これがグローバル要因である。次に、日本の要因の一つは、個人投資家の痛みが大きくなっているという点である。この点については、図表 2-9 の表の個人投資家の売買動向をご覧頂くと、個人の売却超が足許で嵩んでいる。これは 6 月 2 日までしか入っていないが、この後は売却超の数字がさらに大きくなっているのではないかと思っている。最近の特徴は、個人の信用買いが減っているという点である。この点については、図表 2-10 を見て頂きたい。個人は株価の上昇局面で信用買いをかなり拡大させてきた訳であるが、新興市場株価指数・売買代金の推移のグラフに示すように、新興市場の株価も含めて株価が下落してきた。その中

で、評価損益率の推移のグラフになるが、評価損も拡大してきた。暫く我慢していた個人投資家だが、先週の株価下落局面に至り、信用残の手仕舞いに走っているようである。それが売りが売りを呼ぶような形になって、株価下落に拍車を掛けたようである。信用取引の動向のグラフで黒い実線で示しているのが信用買い残で、これも6月2日までの計数しか入っていないが、その後かなり減っていると考えられる。ただ、信用買いがこうして減ると、ポジションが整理され身軽になる。そういう意味で、需給面では相場にとってプラスに働くという見方もある。今週に入ってから、外国人の売却もこれに加わり、昨日の日経平均は、1日の下げ幅としては9.11以来となる614円の大幅な下落を記録したところである。図表2-11である。もう一つの日本の要因は、我が国の企業業績の見通しが慎重であるということである。わが国企業業績の見通しのグラフにあるように、×印の2006年度の収益見通しが、企業が保守的にみているという点もあると思うが、下方修正されてきている。この点も日本株価にとっては弱い材料になっている。そして、日本の要因の最後に、日本株はこれまで上げが大きかった分、下げがきつくなってきた点も指摘できるのではないかと思う。業種別時価総額指数の推移のグラフにあるように、エネルギー、素材関連株、あるいは内需関連株が、昨年からの株価上昇を牽引してきたが、そうした株程、足許の調整が大きくなっている。従って、株価全体の下落幅が大きくなっている、といった面もあるのではないかと思う。このように日本の株が下落した訳であるが、これと平行して5月半ば以降は、グローバルにも各種金融資産が売られている。例えば、図表2-12の(1)①、②のグラフで、エマージング株あるいは債券は年初来値上がりしていた訳であるが、足許はその一部を吐き出すような形で下落している。同様に、(2)のグラフで示したコモディティも、これまで上昇幅が大きかった訳であるが、その大きさに比べればまだ小幅ではあるが、ほぼ一斉に売られている。昨日の海外時間も、海外の株、あるいはコモディティはかなり大きく売り込まれた。その結果として、(1)③のグラフであるが、エマージング諸国の通貨が対ドル相場で下落している。こういったところから浮



かび上がっている構図は、幾つかあるのだと思うが、一つはいわゆるクラウド・トレードの影響である。つまり然して流動性の高くないエマージングだとか、コモディティの市場に、ヘッジファンドなどの投資家の巨額の資金が集中して入っていたため、利食いで抜け出そうとした時、その影響が大きく現われたという面がまずあるのではないかと思う。そういったクラウド・トレードの影響と、もう一つは、米国の景気減速と利上げによる影響を計りかねたグローバル投資家が、リスクテイク姿勢を慎重化させ、投資ポジションを縮小させている。そういったいわゆるリスクリダクションの構図だと思う。そうしたプロセスの中で、投資家が投資を引き上げて、ドルに戻す過程でドル高が進んでいる。この点については、図表 2-13 をご覧頂くと、(1)のグラフの一番下の黒い実線がドル/円である。5 月半ば頃から、それまでのドル安基調が反転してドル高が進展し、昨日の海外市場以降は円は 115 円に乗せている。ユーロも同様にドルで下落しているが、ユーロについては、下がると海外中銀の買いも相応に入ってきているようであるし、欧州投資家が日本株を売ってユーロに戻すといった動きもしているようなので、ユーロ/円の相場を見ると、ユーロ高・円安に傾いている。こうしたドル買いの流れを作った元々の背景は、米国の利上げ観測である。この点については、図表 2-14 に示しているが、ちょうど 5 月中頃から高まってきた。具体的にこの中で、例えば (1) のグラフで四角で囲んでいるが、4 月のコア C P I の予想比上振れ辺りからインフレ懸念が意識されるようになってきており、5 月末に公表された F O M C の議事要旨は、市場では利上げを継続すると受止められた訳である。これを裏打ちするように、F e d の幹部による割とホーキッシュな発言がこのところ相次いだため、利上げ期待が高まってきた訳である。そういった中で、足許ではドル買いの流れになっている訳だが、図表 2-15 の I M M のポジションを見ると、(1-1) の円についても (1-2) のユーロについても、なおロング・ポジションが維持されている。特に、(1-2) のユーロについては、歴史的にみても大きなロング・ポジションになっている。ただ、足許のドル高基調からみて、このロング・ポジションは直近のデー

タでは、もう少し縮んできていると推測される。それから、(2) リスクリバーサルグラフをご覧頂くと、中期的には不均衡問題などをテーマとして、やはりドル安期待が依然として残っていることが見て取れる。プット・オーバー幅も、引き続きマイナスになっている。従って、足許のドル高基調が、いつどういう形でドル安の流れに反転していくのか、あるいはしないのか、この辺りはグローバル株売りと、ドルへの回帰といった調整が、どの位長く続くかといったことに依存すると言って良いと思う。その意味で、グローバル投資家にとって、アメリカの景気の回復の行方、Fedの政策対応、それらの世界景気への影響などが見極められるまでは、物価などの景気指標に注目しながら、神経質な相場の動きが続くのではないかなとみている。私からは以上である。

福井議長

それではご質問あればどうぞ。

水野委員

宜しいか。セントラル・バンカーが集まると、多分5月のゴールデンウィーク以降は、グローバルなマネーフローが変化し、リプライシングというか、リスク・プレミアムが正常化しているという流れである、という話になってくるのだと思う。第1、第2の柱に照らし合わせてみると、第2の柱の中で、この超低金利の状況があまり長く続くとファンダメンタルズが変わってくるということも、とても気の長い話だがあり得る。私自身は、日銀だけでなく、世界中で金融政策の正常化を進めているので、市場参加者が思っているよりも高いところに金利が上がっていく、それから、インフレが加速するとは誰も思っていないが、インフレに対して少し警戒感が出てきている。それで、皆今までのリスク・プレミアムが少し低過ぎたのかなと、私は解釈している。この1~2か月の動きを中曽金融市場局長はどのようにみているかという話を皆さんに言ってもらうと良いのではないか。

中曾金融市場局長

非常に大きな流れとして言えば、正常化の動きというのが広がってきている。主要国の金融政策の動き、それから先程は申し上げなかったが、アジアなどの中央銀行も、方向としては金利を引き上げる方向に動いてきているので、グローバルに見ても、正常化の動きの流れと言っても良いと思う。そういった中で、資金の流れについて着目するとかなり大きな動きが出てきている感じはする。ただ、動いている中身を見ると、例えば、先程エマージングの話若干したが、必ずしもファンダメンタルズの悪いところが売られているということでもないようである。そうすると、やはりグローバル投資家の視点から見た一種の調整——例えば、金利差とボラティリティなどをバランスして見ながら、ポジションをどうするかということ——が、各種の市場を跨ぎながら、あるいは商品間を跨ぎながら、一斉に大きな動きとして出てきている。今は、そういった意味での調整のプロセスに入ってきているのではないかと考えている。

須田委員

短期金融市場の機能の回復度合いなのだが、レポ・マーケットの問題もあるということなのだろうが、ある程度は回復したと判断して良いか。また、オーバーナイト金利の平均値はここにあるのだが、日中の動きはどのような感じなのか。その辺の短期金融市場の機能の回復度合いについて伺いたい。

中曾金融市場局長

全体的な動きとしては、徐々に回復をしてきていると言って良いと思う。我々が言ってきたような、例えばクレジット・ライン、資金繰り態勢面の整備、この辺については、着実に回復・改善してきていると言って良いと思う。ただ、やはり先程申し上げたようになかなか進まない部分もある。あるいは見えていて変だな、と思うところもある。具体的に申し上げますと、

例えば外銀の動きである。昨日、今日辺りは、コールをまず外銀が取り上がってくるのである。朝からいきなり 7bp とか 8bp とか、今日辺りは 10bp でも取り上がってきている。そういった外銀の調達圧力が非常に強いのが目立つのだが、よく見てみると、邦銀の調達は、例えば 5bp とか 4bp など、ずっと低い水準で行われている。しかも不思議なことは、短資にお金が溜まってしまっている部分がある。これはどういうことかと言うと、地銀などで出したいところはあるのだが、出したいところ、取りたいところは大体 5bp 位で折り合いが付いてしまい、なお余ったお金は、仕方がないので短資に預けている、というようなことも起きている。であるから、少し外銀と邦銀の間のミスマッチが出てきているという感じがする。その問題を詰めていくと、結局どうも外銀がまだクレジット・ラインが不足しているようなのである。であるから、地銀が出そうと思っても外銀に対するクレジットがない。あるいは外銀から見ればラインをもらっていないので取れない、というような摩擦的な問題もあるようである。どちらが悪いか、なかなか判断しかねる話なのだが、外銀の担当者がクレジット・ライン開設のため、あまり邦銀を挨拶回りしていないのではないかと、といったことも聞く。いわゆる市場機能の回復は、全体として見れば進んでいる、と言って良いと思うが、今のままでどこまで進むのかということについては、恐らくもう来るところまで来ているのかなと思う。逆に言えば、ここから先というのは、ある程度金利が上がっていくことによって、自然に促されることになるのではないかなとみている。

#### 白川理事

今、中曾金融市場局長が言った最後の点を一般論で言うと、要するに市場機能が回復するというこの意味合いだが、通常は、例えばコール・マーケットもそうだが、運用収入、あるいは調達コスト、そういった金銭的なコスト・ベネフィットを計算のうえで裁定行為が働いてくる訳である。そうすると、先程言ったような業態間、あるいは金融機関間のアンバランスも当然解消されていく訳である。しかし実際には、そういう取引には、純

粹にお金を動かすコストもそうだし、心理的なコストも含めて、必ずコストが掛かってくる。こういうゼロ金利環境だと、そういう諸々のコストの方が取り敢えず目に見える金銭的なコスト・ベネフィットよりも大きい。そうすると、なかなか裁定が働きにくいということだと思う。今は、概ねゼロという範囲内で、極限のゼロから少し離れていくという状況である。そういう状況のもとで、相応に市場機能が回復してきている。逆に、概ねゼロの範囲でできる市場機能は、相当回復してきたな、という感じはする。ただ、絶対値として、目に見える形で裁定行為が上手くいくことを市場機能の回復と言うとすれば、まだ回復はしていないということになる。

福井議長

郵政公社の資金繰りは、どれ位進歩してきたのか。

中曾金融市場局長

一言で言えば、あまり進歩していない。

福井議長

努力はしているのか。

中曾金融市場局長

努力はそれなりにされているのだと思うが限界がある。今月は、それが非常に典型的に現われる。今までのところは2兆円とか、そのようなオーダーできているのだが、年金、国債償還、特に国債償還の後に、7兆円位まで一挙に膨れ上がる。ではそれを効率的に運用できるかということ、必ずしもそうならないようである。我々が聞いているところでは、これを極力圧縮し、なるべく運用する方向で努力はしようとしているが、人員、経営資源などの制約もあって、恐らくなかなか進んでいないのが実態ではないかと思う。



は であるが、他方、日本銀行では、例えば6兆円、7兆円は郵政で振れると説明すると、彼等からは、よくそういう環境で調節がやれているな、と本当に驚嘆の眼で見られるといった感じである。ただ、郵政公社がサボっているかという、アクションを目に見える形で取っている訳ではないという意味では勿論サボっていることになるのだが、彼等にしてみると、サボっているという意識よりは、基本は、このゼロ金利のもとでそこまで色々と人員を掛けてやっていくのは、やはりコスト的に合わない。また、今郵政公社化には色々な事業があるため、リソース配分から見ると、やはりこの短期資金の世界で資源投入をしても、ベネフィットがある訳ではないという意識であろう。従って、サボっているという少し酷かなと思う。現場の責任者とすれば、しっかりやって欲しいという気持ちはあるが、彼等はそこまでのインセンティブを感じていない。逆に言うと、金利が上がると彼等は否応なしにやらざるを得ない。例えば、7兆円余資を持っていて、仮に金利がある程度付くのに何もやらなければ、これはもう大変な逸失利益になるから、これはやらざるを得ないという感じにはなると思う。

#### 福井議長

私の聞いた意味は、郵政公社が全く慣れていない、あるいは練習さえしていないという状況であれば、彼等の資金需給の振れは、すなわち彼らのエクセスリザーブの単純な振れであって、市場に対しては中立であるということもできるが、練習を始めて中途半端に予期せざる時に出てくると、かえって混乱の元になるのではないかということである。

#### 中曾金融市場局長

新しい環境で、郵政込みの市場調節運営をやっていくのは、これからがいよいよ本番なので、やってみないと本当には分からないところはある。

西村委員

同じように、外銀と邦銀との間で、インタレスト・センシティブリティが相当違うということがある。

中曾金融市場局長

然り。

西村委員

恐らく金利が上がっていくうちに、次第に収束していくのだろうが、収束の仕方もスムーズならば良いのだが、やはりでこぼこに収束する可能性がある。それが少し心配である。

中曾金融市場局長

おっしゃるとおりだと思う。センシティブリティの違いが顕著に出ているのは、やはり外銀のレポ・レート、あるいはコールレートに対する感覚は少し違う。要するに0.1%というのは、彼等の世界からしてみれば、非常に低い金利だということだと思う。これに対し我々は、これまでは1/1,000%の世界にいた訳で、やはりそこは感覚が違うのではないか。先程の話に戻ると、外銀の中でも超過準備を抱えているのは数行いるのだが、彼等はやはり本格的に0.1%を超えていかないと、とても運用する気にならないというようなことを言っている。やはりセンシティブリティの差というのは、いつの間にかかなり開いていた、ということはあると思う。

水野委員

そういう意味では、地銀、第Ⅱ地銀もそうであろう。当預の所要額を上回る分が完全になくなるというのは、やはりゼロ金利解除という状況にならないと、なかなかきちんとトン調節できないであろう。



中曾金融市場局長

然り。

水野委員

スタッフがいないとか、インセンティブがないというか、コストに全く見合わない。

中曾金融市場局長

色々な要因が深く重なっていると思う。スタッフがいないということもあると思うし、これもセンシティブティの違いかもしれないが、例えば、小口で資金を出そうと思っても取り手が取ってくれないとか、そういったことは聞いている。

水野委員

その他では外資系にいたので分かるのだが、本部は自社の格付けが良いから、円資金はいつでもふんだんに取れると勘違いしている。東京では、マイノリティだということが分かっていない。

福井議長

外銀自らはクレジット・ラインを設ける必要性を感じていない訳か。挨拶回りに行けば取れるといった認識なのか。

中曾金融市場局長

否。挨拶に行けば、自動的に枠を設けてくれるというようなものではないことは認識しているだろうが、その他にも日本の慣行というのが色々あるようである。

福井議長

要するに、欲しいけれど取れないということか。

中曾金融市場局長

然り。あるいはその努力をまだ十分にしていないということではないかと思う。

福井議長

努力はしていない、しかし必要性は感じていると、こういうことか。

中曾金融市場局長

然り。委員方がおっしゃったように、外銀は、円は安い金利で幾らでも取れるものだという慣性効果が働いている部分があると思う。それが今回、2~3回の金利のスパイクが生じたところで、漸く意識が多少変わってきているような感じはする。

中原委員

私の聞いているところだと、外銀は結構メガバンクを回っているが、むしろ、メガバンク側が相当ラインを絞っている、かなり抑え気味にラインを運営しているという話だが。

中曾金融市場局長

二つあると思う。一つは、これまではメガ自身が、目標水準を彼等なりにゆっくりと下げてくる途上であるため、どうしても所要準備対比では多めの資金を抱える形になっているので、外から見るとどうも絞り過ぎているのではないかというように見えるところはある。ただ、メガバンクの側に言わせると、順序を踏んで練習を積みながら当預水準を下げていく、ということになる。もう一つは、細かい話になってしまうのだが、クレジット・ライン管理というのは、創設ないし管理が結構大変のようである。つまり邦銀からすると、グローバルにクレジット・ラインを管理し、しかもプロダクトを跨いでラインを設定することも多いようなので、挨拶回りに

こられたので明日から上げる、というようなことにはなかなかいかない。つまり、信用リスク審査部門の審査と決裁を経て、初めて付与されるようなことになるので、どうしても時間は掛かるということは聞いている。

#### 水野委員

そのほか、邦銀は、トゥー・ウェイで担保を入れるのを嫌がるということがある。外銀は、担保を入れるのは当たり前なのだが、邦銀は、そこまでしてやりたくないと考えるようだ。

#### 白川理事

外銀との関係で申し上げると、ドル金利を巡る思惑が大きく変動すると、ドルをどこでファンディングするかというと、やはり最後は円投する訳である。今は、東京市場で、ゼロ金利で円を調達し、円投してドルを調達しようという動きになるから、このところのドル金利の相場観の変動が、円転コストに割合素直に出てきている。そういう意味で、形としては外銀なのだが、その背後には実はそういう要因があるという感じが出ている。国内の円の短期金利は、純粋国内要因で決まる面が勿論大きいのだが、マージナルにはドルの金利観によって、振れているという感じがする。

#### 福間委員

2か月位前の金融政策決定会合の第一日目に、市場間の動きが非常に分かりにくくなったとの説明があった時に、よくウォッチしておかないと危ないぞ、というようなことを言ったことがあると思うが、中央銀行の集まりでは、どうみているのか。特に今回の場合は、コモディティが入っている。コモディティも一番元気が良いものに運用するということは鉄則であるからリスクマネーが入ったのだろうが、よく言う池の中に鯨が入ったようなもので、出してもらっても困るし、入ってもらったら水がなくなってしまって、市場がドライ・アップしてきている。ポジション調整が段々進むと、こういう資金、リスクマネーは減ってくる。そういうことによって、

グローバル市場に、マネタリー、あるいはキャピタルも含めて、どういう影響が出てくるのかというようなことは、中央銀行間で話題になっているのか。話題というより、非常に大きな問題だと思う。ある意味では、今回はプレーヤーが大変な失敗をしている訳である。失敗というのは少しおかしいが、自分の分際がよく分かっていないので、皆飛び込んでしまったという部分が多少ある。インド株にしてもそうである。要するに、エマージング・マーケットと称するものは、内外ともに大体そういう性格が出ているということだろう。

#### 中曾金融市場局長

後で国際担当理事あるいは他の局長からもお話があると思うが、当然、これは大きな話題として議論されるようになっている。恐らく今回、非常に大きく動いた経緯なども踏まえて、今後の中央銀行間の会合において、中心的なトピックになってくると思う。その中で、我々も海外の中央銀行がどのようにみているかということを知りたいと思うが、取り敢えず、我々がこちらサイドから見ていると、やはりクラウディド・トレードの影響が、典型的に表われた部分だと思うのである。ただ、コモディティについては、上げが非常に大きかった分、調整幅は大きく見えるが上げに比べると今のところまだある程度のところでとどまっている。これが今後どうなっていくかというのは、恐らく景気であるとか金融政策であるとか、あるいはグローバル投資家のポジション、投資行動、こういったものにも依存するので、この辺をよく見ていく必要があるということは、我々も含めて各国中銀が共有している問題意識だと思う。

#### 岩田副総裁

少し宜しいか。一つは株式市場なのだが、企業業績の見通しが少し弱いというご説明があった。資料-2(参考計表)、図表10の(2)を見ると、ここに、各企業が提出しているものを基にした東洋経済新報社の予想がある。三角印の2005年度の見通しを見て、去年の同じ時期に、企業業績見

通しの下方修正が大きくなってしまって弱ったね、と言った覚えがある。去年は幸いにも結果的には相当良いところまで戻って、終わりはハッピーだったのだが、今回も、やはり終わりがハッピーになるというふうに考えて良いのかどうかというのが一つ目である。つまり、株価は今少し底値を探っているような状況だと思うのだが、企業業績に関する期待がどの位戻ってくるかということが、海外要因とは別に、今後の株価を決める要素ではないかと思う。それからもう一点。図表 16 の IMM ポジションのご説明があった。要するに円の買いのポジションだということのだが、同時に、個人の委託証拠金取引、信用取引が金額的にいうと 4,000 億円位で、実際の取引額は 4 兆円位だというような話もあって、その個人投資家のブームはこれと逆のポジションを取っていると考えて良いのか。円レートは今日少し円安方向だが、個人のこうした動きが影響を与えていると考えて良いのか。

#### 中曾金融市場局長

まず企業業績については、去年もそうだったかもしれないが、国内の投資家と、株式市場で主体になっている外国人投資家とでは、見方が少し違うのではないかと思う。我々からみると、企業が恐らく相当慎重にみているので、図表 10 の (2) にもはっきり出ているが、2005 年が上方修正された分、2006 年が下方修正されているだけではないかという感じもする。水準的には悪くないという感じは皆持っていると思うのだが……。一方、株式市場で主たるプレーヤーである外国人投資家から見ると、これが割と単純に弱い材料に映ってしまっているということだと思う。であるから、岩田副総裁がおっしゃったように、今後 4~6 月の業績が実際のところどうなっていくかということ——7 月にならないと分からない訳だが——や、日本のマクロ景気指標がどうなるかということが、やはり日本株にとってはポイントになるのではないかと考えている。IMM のポジションは確かにロングなのだが——今は多少小さくなっていると思うのだが——、個人投資家の動きとしては、まだはっきり数字的には把握していないのだが、

外へ向けた流れは止まっていないようである。去年の外為マージン・トレーディングが爆発的に伸びたような時期、あるいはその後売出債が伸びたようなところに比べると、さすがに沈静化はしているようなのだが、フロー自体はそれなりに続いていると聞いている。

岩田副総裁

円安の方向に。

中曽金融市場局長

然り。

福井議長

宜しいか。

須田委員

もう一つだけ宜しいか。資料-1、2 (追加)、図表2-2のFBレートと資金調達コストの比較の図がよく理解できないのだが、7月中旬以降は50bp というレベルまで入札のレートが上昇しているということか。これをどう解釈すれば良いのか。

中曽金融市場局長

これは50bpが政策レートそのものというよりは、調達コストという視点で考えている。例えばレポ・レートは、今回の局面でも0.1%を超えてしまった訳であるが、そうすると、もし利上げがあると、場合によってはレポ・レートなどが0.5%位まで上がってしまうかもしれない、というような認識が反映されていると思う。そういう認識を持っているのは誰かという、やはり外銀、外証なのである。このところ邦銀は、FB等の短期国債は、金利上昇懸念があったり、あるいは金利がボラタイルなので買っていない。最近のFBの入札などを見ていると、外銀、外証の落札比率が

結構上がってきている。今日の入札でも5割を超えていると思う。従って、F Bの利回りには、外銀の金利観が出ていると思う。彼等は先程も議論になったが、金利が少々高くても平気で調達してしまうが、ある程度のスプレッドを抜くために、運用金利もある程度確保したいということが、恐らくここに表われているのではないかなと思っている。

福井議長

それでは海外経済情勢について、堀井理事から願います。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井理事（国際局長）

それでは、本日配付したお手許の資料、金融政策決定会合資料-3（参考計表）（追加分）をご参照頂きたい。図表1で、アメリカの主要経済指標を確認したいと思う。いつものとおり、シャドーが掛かっているのが前回会合以降判明した計数である。全体として、アメリカでしっかりした景気拡大が進んでいるが、その拡大テンポが幾分鈍化しつつある姿を示している。まず1. 本年第1四半期の実質GDP成長率は、速報値からかなり上方改定されて年率+5.3%となった。中身を見ると、在庫投資の減少幅が、小さく改定されたものであり、最終需要面では大きな変更はない。その後の個人消費について、3. の計数を見ると、足許エネルギー高に伴う物価の上昇から、実質可処分所得の伸び幅が削られた。つれて、消費が伸び悩んでいる姿になっている。5. 小売売上は、5月が出ている。6. 自動車販売、7. 消費者コンフィデンスなども消費減速を示している。一方、設備投資の方に関しては、9. 非国防資本財受注を見ると、4月は減少してはいるが、3月の大幅増加の後の反動とみられる。供給サイドに目を転じると、11. ISMは製造業、非製造業とも拡大が続いている。15. 雇用統計を見ると、4月は126,000人増、5月は75,000人増と、第1四半期までの月平均170,000人増加ペースの拡大に比べると、増勢が鈍化している。16. PPIは、5月、エネルギー関連の値上がりの一服から、伸び率は鈍

化したが、ここに載せていないが、コアベースでは、幅広い財で価格上昇が見られ、前月比が高まっている。なお、CPIの5月計数は今晚発表の予定である。図表2でユーロエリアの経済を見たいと思う。1. 実質GDP成長率は、先月の会合でも報告したとおり、第1四半期に前期比年率+2.4%と高めの成長となったが、その後内容が判明している。内容を見ると、経済成長は輸出の増加に加えて、個人消費が前期の反動で伸びが高まったことによる。その後の計数を以下で見ると、景気がジリジリ拡大している姿を示している。すなわち、2. OECD景気先行指標だが、前年比の数値はそこにあるが11か月連続で上昇幅が拡大している。5. 消費者コンフィデンス、それから11. 製造業PMIもジリジリと改善している。この間、物価だが、14. 消費者物価全体、コアともに、前年比が心持ち上がってきている。図表3-1の1. で中国を見たいと思う。2. 工業生産では、5月の工業生産が発表されている。先程発表されたものだからまだ数字が入っていないが、+17.9%と高い伸びになった。それで4月、5月を平均すると、そこには古い数字の+16.6%が入っているが、実際には+17.3%と、前期よりも伸びが高まっている。それから3. 小売売上を  
ご覧頂くと、ここでも伸びを高めている。また、4. 固定資産投資は、引き続き高い伸びを示しているし、5.、6. 輸出入のうち、輸出も引き続き高い伸びを続けている。この間、輸入については、先月も報告したとおり、4月は人民元切上げを巡る思惑に伴うラグスなどを反映して大きく鈍化した後、5月は元の拡大ペースに戻っている。この間、7. 物価を見ると、ジリジリと前年比が上がってきている。手許で食料品の影響を除いても、幾分切上がってきている。人民銀行をはじめとする政策当局も、銀行貸出、それからマネーの高い伸びもあって、物価上昇圧力が高まりつつあると警戒を強めている様子である。2. はNIEs、ASEANの第1四半期の実質成長率が出ている。一部の国で、エネルギー高により内需が幾分鈍化した訳だが、大半の国で堅調な拡大となっている。その後の輸出に関して、図表3-2の(2-1)で、カッコ内の前年比を見て頂くと、いずれも堅調に増加しているのが分かる。図表3-3、(5)個人消費関連だが、



エネルギー高や株安を嫌気して、韓国や台湾のコンフィデンスが幾分低下している。(6) 消費者物価を見ると、全体、コアともに、タイ、マレーシアといったところでジリジリと上昇幅が広がっている。こうした物価上昇の圧力を受けて、タイ中銀や韓国銀行では、それぞれ6月の7日と8日に25bpの利上げを実施している。図表4で、アメリカの金融指標を見たい。

(1)にあるように、長期金利は、前回MPM時に比べて幾分低下している。この長期金利を、インプライド・フォワードに分解してみると、実は、目先の予想金利が上昇する一方、1年、2年先の金利が一旦低下して、6年先以降の遠い将来の予想金利は然程上昇していないという、姿になる。資料-3(参考計表)のグラフはということかと言うと、要するに市場の平均的な見方は、目先は金融引締め予想が強まっている一方、その後は金利が下がり、遠い将来は金利がなかなか上がりにくいともみているということである。現に、(5)FF先物金利を見ると、これは近いところだが、6月末のFOMCでの25bpの利上げは、市場では既に9割弱織り込まれているし、8月までの実施はフルに織り込まれている。この間、(2)株価は大きく低下している。こうした金利と株価の動きに、先程中曾金融市場局長からの報告があった、為替市場でのドルの動きなどを合わせて考えると、金融市場では、一つの可能性としては金融政策のオーバーキルを予想しているということがあつた、あるいは金利、景気を巡る先行き不透明感の強まりを受けて、フライト・トゥ・クオリティの動きが発生している、この二つのうちどちらか、ないし両方の可能性が考えられると思う。そういう観点から、(3)、(4)のリスク関連指標を見てみると、確かに足許幾分は上昇している。次に、図表5でヨーロッパの金融指標を見ても、アメリカ同様に長期金利は幾分低下し、株価はかなり下落している。ECBの金融政策スタンスに関しては、(5)ユーロ先物を見ると、年内に50bpの利上げがほぼ織り込まれている。なお、(3)、(4)のリスク関連指標も、アメリカ同様に少しは上がっている。この間、先程少し議論もあつたが、エマージング市場でも株、債券、為替のトリプル安が進行している。いずれもアメリカ、ヨーロッパ、日本の金融緩和の巻き戻しに伴う先行き不透

明感の高まりを背景に、ヘッジファンドなどがポジション調整をしたことが、相場下落を導いたとみられている。そこで、このリスク関連指標に関して、より長い目で見てみるために、図表6を用意している。かなり長い10年位の時系列だが、いずれのグラフもよく見ると、右端の直近のところが上がっているように見える。これは極く微細な動きである。最近の水準は、いずれも昨年末の水準に戻った程度に過ぎない。実際、こうしたことについて、アメリカ、ヨーロッパ、それからアジアの中央銀行の私のカウンターパートと、この1週間の間色々と話してみた。いずれの中銀でも、これまでのところはヘルシー・コレクションといったように言っている。従って、現時点でリスクを誇張するのは、狼少年的ということになるかと思うが、ただ、先は分からないので、我々としては引き続き気を緩めることなく見ていきたいと考えている。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

中原委員

やはりフライト・トゥ・クオリティとみるべきなのか。ヘルシー・コレクションという動きとは違うと思っているが、どうもあまりフライト・トゥ・クオリティの動きが生じているという感じもまだないのではないか。

堀井理事（国際局長）

現象面では、通貨で言えばアメリカ・ドル、それからインスツルメントで言えばアメリカ財務省証券に。

中原委員

短いタームの債券か。

堀井理事（国際局長）

いや、長い方も含めてだが、入ってきているという資金フローの動きはある。出先は、大体がコモディティ・ファンド、エマージングということだから、程度はともあれ——程度は（6）のグラフ程度だと思うが——、現象的にはフライト・トゥ・クオリティの線では動いていると思う。フライトという言葉が相応しいかどうかということはあるが。

岩田副総裁

一つだけ宜しいか。インプライド・ボラティリティなのだが、為替レートと株価は、両方とも少し上がっているということは間違いないのだが、債券は非常に落ち着いている。それはどういう違いか。

堀井理事（国際局長）

これも、アメリカ、ヨーロッパ、アジアの中央銀行の人達と色々と議論してみたのだが、結局手前味噌の解釈になってしまうかもしれないが、長期的、あるいは中期的に見た中央銀行に対する市場参加者からの信認が高い。債券の先行きはやはりインフレ懸念が一番影響する訳であるから、市場参加者は、インフレについては、どのようなことがあってもそんなに長期的に上がってくるという感じはないだろうと見ているのではないか、というように我々の間では一つの合意というか、何となく意見の一致をみている。ただ、これも今のところ動いていないから、こういうことを言っている訳である。

西村委員

量的には、かなりフライト・トゥ・クオリティ的な大きさがあるが、レートはそれ程動いていない、ということなのか。

#### 堀井理事（国際局長）

手仕舞いの額も正確には分からないのだが、例えば 1998 年の L T C M の時やアジア危機の時に起こったような量では勿論ない。であるから量的に言ってもやはり少ないことは少ないのだと思う。従って、ポジションのアンワインディングは、中央銀行のみならず実はヘッジファンド、あるいは証券会社等々、ウォール・ストリート、ロンドン、それぞれ電話で話しをしてみると、まだまだ続くよと言う関係者は結構多いのである。6 か月位は、パニックの形ではなくて、ゆっくりと進んでいくのではないかと言う人が結構いる。L T C M、あるいはブラック・マンデーが起こった 1987 年の様子とは違うので、中央銀行が流動性供給を増やしたり、緊急対策といったことを実施してもあまり関係ない。市場は、別にそれを期待している訳でもないと言う人も何人かいた。彼等の話であるから、どこまで自分達のポジション・トークをやっているのか、割り引いて考えなくてはならないかもしれないが、一応そういう見方をしている。

#### 福間委員

こういうものについては、プライベート・セクターであれば、例のアジア危機があって、ダラーラのところが指標を集め出しただろう。こういうものをそういうプライベート・セクターでも良いから管理と言ったらいけないが、感触を持っていないと、先程の質問のようにどの位の厚さがあるのかさっぱり分からないし、やはり今回は、今までのアジア危機とか、L T C M と比べて、エマージングまで入っており、一段とグローバル化しているから、地球儀を持ってみていかなくてはならない。マクロと言うか当局として、非常に密接な連携が必要なのではないかと思う。例えば取引所であれば、ある程度収まるのだろうし、仲介機関であればそれはそれなりに色々な把握の仕方がある。今は、さっぱり分からないということか。

堀井理事（国際局長）

中曾金融市場局長のところでも幾つか数字を集められていると思うが、比較的カッチリした数字を集めようとする、結局遅くなってしまうのである。そこで、我々が今一つやっているのは、大手のカストディアンに実態を聞いている。幸い国際局では、

関係があるので、彼等から

、話を聞いている。カストディアンの銀行は、福間委員もご承知のとおり、大寡占状態である。数える程しかない、そこで大体のことは掴める。ただ、確かにもう少しアップデートな情報を、アドホックではなくて継続的にフォローしていくような習慣を付けた方が良いとおっしゃるのは、まさにそうだとは思っている。

須田委員

金融市場がこれだけグローバルに動いていたため、元々の原因は何だというのはよく分からないのだが、昨日もテレビを見ていたら、最近の市場の変動の犯人としてはFedの金融政策とともに日本銀行が当座預金量を減らしていることであるということを述べているマーケットの人——ソロスもそうであるが——がいた。理由がよく分からない中で、サマライズしたところ結局はその二つを原因として取り上げる向きが結構多いということか。

堀井理事（国際局長）

マーケットの人で言う人もいるし、よく知らない中央銀行の人で言う人もいるのだが、例えば、アメリカの当局者と先週末に話をした時に、ヨーロッパの人もいたのだが、アメリカ・サイドから円のキャリー・トレードの巻き戻しといったことはどうも違うのではないかというようなことを言っていた。アジアの中央銀行の人に聞くと、Fedには気の毒なのだが、一つはFedの金融政策の不透明性が自分達にとっては一番効いたと

思っていると言っていた。それから二つ目は、時系列としては先なのだが、やはり前のG7の声明がドル安容認と取られたことである。どんな通貨でキャリーを取っていても、ドルが安くなると、ドル・ベースで見た返済コストは圧倒的に大きくなる。金利のボラティリティよりも為替のボラティリティの方が圧倒的に大きいので、為替の方が怖い。従って、為替のドル安センチメントが出た途端に、ポジション調整が始まったという人は、結構アジアの中央銀行の人の見方では多い。

#### 中原委員

中南米やトルコ辺りでも利上げの動きが出ているのだが、それらの通貨の価格がそれ程大きく動いてはいないことを考えると、利上げ自体は通貨防衛的なものではないとみて良いか。

#### 堀井理事（国際局長）

いつかご報告したと思うが、トルコは、そもそも4月の終わりにインフレは大丈夫だろうという思惑のもとに、中央銀行が利下げをしてしまった。ところが実際に出てきた数字は前年比+8.8%という大きな数字だったため、これがエマの売りのきっかけになった。その後、結局トルコについては、6月7日に緊急金融政策委員会というのをやって175bp利上げをし、今15.0%である。ブラジルは、一応インフレ率が安定してきたということですとずっと下げているし、5月の末にも50bp下げた。ただ、他の国はご指摘のとおり、タイと韓国以外でも、インド中銀が25bp上げたし、それから同じ6月8日に南アの準備銀行が、市場予想は25bpの上げだったが、インフレ懸念ということで50bpと大きく上げた。これがきっかけで、南アの株は大きく調整した。グローバル化している市場の中で、やはり中央銀行が、予想よりも強めの引締めを採っているなという認識を、投資家は一段と深めているのだと思う。それが先程申し上げたように、債券のボラティリティは抑える一方、オーバーキルの懸念とか色々なことがあるのだが、株の方に今調整の弁がむしろ向いているという形になっている。

水野委員

エマージング市場は、為替が安定しないと投資してもらえない。であるから、通貨防衛することが、長い目で見ると多分株の安定に繋がることになる。

堀井理事（国際局長）

私もそうは思っているのだが、それぞれ南アも含めてステートメントを見ると、やはりオイル、それから需要の強さといったインフレターゲット的な説明が全てなされている。韓国だけは、経常収支が一時的に赤字になったということ、プラス不動産価格がまたぞろリバウンドしているということも背景説明には書いている。

福井議長

宜しいか。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

それではいつもの資料-4（参考計表）と、それから席上に配付してある（追加図表）を使ってご説明していきたいと思う。最初に資料-4（参考計表）だが、図表4をご覧頂きたい。輸出入の動きだがご覧のとおり、このところ輸出はかなり強く伸びてきた訳だが、足許4月単月で見るとほぼ横這いにとどまっている。その一方で、輸入はこのところ順調に伸びているという感じである。図表5は輸出の内訳だが、(1)地域別にご覧頂くと、米国、欧州向けは4月も引き続き増加している訳だが、東アジア向けとその他地域向けが若干減少している。このうち、例えば中国、あるいはNIEs、それからその他地域——例えば中東、東欧、インドといった地域だが——については、現地の経済状況等から考えて、輸出がここで鈍化

するという事は考えにくいので、元々これは4月単月なので振れである  
と思っている。ただ、敢えて一つ申し上げると、ASEANは元々ご覧の  
とおりあまり伸びが高くないのである。足許については、確かに5%減と  
いうのはやや振れの影響もあると思うが、例えばインドネシア辺りは、物  
価上昇率が高まってきているため、その影響もあって、経済が少し減速し  
ているということがあるので、若干この辺だけは実物的な影響があるかと  
思っている。(2)財別については、ご覧のとおり押し並べて足許横這い圏  
内であり、先程申し上げた単月の動きと思っている。図表12で、輸入サ  
イドについて一言だけ申し上げておく。輸入は4月も高い伸びであった。  
しかも、(2)財別のところをご覧頂くと、資本財のうち実は飛行機が4月  
は随分減っている。従って、それを除いてみると4月は結構強かったとい  
う感じであり、その要因は、財別の素原材料である。これまで鉱工業生産  
が増えている割に素原材料がなかなか入ってこない、とずっと思ってい  
たら、4月に纏めて原油を中心に素原材料が入ってきた。ひと月でこれ程  
大きく入ってきたことから、この調子でどんどん入ってくるという訳でも  
多分ないのだろうと思っている。

図表13、設備投資関連については、元々幾分上振れのリスクを意識し  
ているため、先月やや弱い数字が出たことについてどちらかというところ  
うど良いかなと思ったのだが、今月をご承知のとおり、軒並み強い数字が  
並んでいる。少し古いところから紹介すると、法人季報である。法人季報  
の1~3月の設備投資は、前期比で10%位増えた。これは勿論振れの大き  
い統計であるし、10~12月に減っているから、その反動という面がある  
ことは間違いないが、それにしても高い伸びであった。それから資本財出  
荷も、4月は1~3月対比二桁の増加になっている。こちらも振れの大き  
い統計であり、かつ1~3月減った反動。それから中身を見ると、如何に  
も単月で振れそうな大きなものが沢山出ているので、多分このような勢い  
で増えていく訳ではないと思うが、いずれにしても1~3月の弱さは、逆  
に言えば一時的なものであったということは確認されたということであ  
る。この他、機械受注、建築着工もご覧のとおりであり、機械受注につい



ては、4～6月の見通しの数字がマイナスになっている、という議論があった訳なのだが、先般少しご紹介したように、ここ何年間か4～6月のマイナス見通しは必ずしも実現していない。現に、4月はこういう数字が出てきた。建築着工についても、引き続き振れを伴いつつ堅調に推移しているということだと思う。設備投資関係の数字は、何分にもどの統計をとっても振れの大きい統計なので、今月これだけ強い数字が出たからといって、もうこれで想定より既に上振れているというのは少し早いと思っているが、ご承知のように日経の設備投資調査が強かったということもあるので、今後の統計で少し実勢を見ていく必要がある。勿論ご承知のように、来月初に短観が出るが、今日3時半に中小公庫の中小製造業設備投資が出るので、この辺も確認しておきたい統計の一つだと思っている。図表14で、法人季報の中身について一言申し上げると、ご覧のとおり(1)大企業については、製造業は着実に設備投資が増えてはいるが、さすがに少しスピードが鈍化しつつあるかなという印象を与える。その一方で、(3)非製造業の大企業は、このところ順調に増えている。一方、中堅中小企業については、やはり統計の振れが大きいなという感じである。いずれも10～12月にかなり落ちた後、1～3月に大きくリバウンドした。特に、中小製造業の3割増などというのは、幾ら何でも振れ過ぎではないかという感じがする。図表17は、企業収益である。〈法人季報・売上高経常利益率〉は、ご覧のとおり、高水準ながら率で見るとやや頭打ちといった感じの動きになっている。勿論、名目の売上高が最近結構伸びているので、率で頭打ちでも実額の利益は増えているということではあるが、このような感じになっている。内訳を図表18でご覧頂くと、大企業に関しては振れてはいるが、利益水準は高水準横這い、ないし依然として幾分上がり気味という位の感じになっている。一方、中堅中小企業のところでは、少し利益率が下がっていて、この辺はやはり原材料高の転嫁が十分に進んでいないという側面が一部あるのではないかと思っている。特に製造業辺りについては随分落ちていて、先程の設備投資とあまりにも様相が違ふ。多分、実勢としては、設備投資はそれなりに強いのだろう。利益サイドには、やはり

原材料価格の圧迫がそれなりに起こっているのだと思う。ただ、設備の増え方とか収益の落ち方は若干標本要因で拡大されているのではないか、という気がしている。

次に、図表 20 は個人消費である。図表 20 の販売統計については、このところやや冴えない動きになっていると思う。ご承知のとおり、車に関しては5月もやはり冴えない動きであった。軽自動車だけをとると相変わらず堅調ではあるが、何分にも小型、普通車がやはり不振であり、勿論このところ新車がないということもあるが、それにしてもやや弱いという印象がある。家電販売も、4月はやや弱い数字になった。ただ、NEBA統計がなくなってから、家電販売を商業販売ベースで見ている訳だが、これは元々どこまで自信を持って見て良いか分からない統計であり、足許、他の統計——ポスト・データなどがあるが——を見てみると、確かにパソコンが弱い、一方でデジタル家電その他はいずれも堅調であるので、足許、家電関係の販売が少し鈍化してきたというのは少し言い過ぎかもしれないと思っている。一方、百貨店、スーパー等々だが、ご覧のとおり百貨店は、4月は前月比でかなり落ちた。やはり雨の影響が相当大きいと言われている。従って、衣料品が悪いということである。ただ、聞いてみると、5月は天候の割にはそんなに悪くないという話なので、どんどん弱くなってしまふという感じでもなさそうである。一方、スーパーについては、ご覧のとおり、4月は何とか店舗調整後で微増にはなったが、1~3月に大きく落ちた分を取り戻しきれていないということかと思っている。それから最後であるが、やはり天候要因に影響されやすいのはやはりコンビニであり、これも雨の影響で4月は悪かった。以上に加えて、家計調査の消費水準指数について申し上げますと、このところ毎月申し上げている訳だが、これで見ると所得がずっと減り続けている、減り幅が拡大している。1~3月にかなり減少した後、4月も微減になっている。サンプル要因は如何ともしがたい感じがある。ということで、図表 20 の数字を見ると、何か個人消費は随分弱そうに見えるのだが、図表 23 で各種の総合指数を見てみると、ご覧のとおり (1) 販売統計合成指数は、足許確かに弱含みの動きになっ

ている。ただし、(2) 消費財総供給は、ご覧のとおり結構伸びている。この他、サービス関係の供給統計も実は決して弱くないものだから、全部をCCIの形で纏めてみると、実は個人消費は、1~3月CCIで見て微増の後、4月も微増を維持しているということであり、特に落ち込んでいるという感じではない。一方、図表25は住宅投資だが、住宅投資に関しては、ご覧のとおり、4月は年率で133万戸という数字が出た。内訳は、図表26、(1)のグラフでご覧頂くとお分かりのとおり、4月単月で見ると分譲住宅、マンションの増加によるものである。ただ、やや均して見て頂くとお分かりのことは、持家についてはこのところずっと横這いである。そうした中であって、基調的にやはり貸家系が強い。それから分譲系も振れを伴いつつ上がってきている感じであり、結局供給サイド主導型の姿は変更ないが、住宅投資は段々水準を切上げてきている。このような感じに見える。

図表27は鉱工業生産だが、〈鉱工業指数統計等〉は、1~3月、生産、出荷ともにやや弱い着地になった後、4月は結構しっかりとした増加になった。確報が出て若干水準が下方修正されている。例えば4~6月の生産は、現在予測指数で伸ばしたものは、ここに書いてある+1.8%ではなく+1.6%ではあるが、私共では企業ヒアリングと合わせて考えると、4~6月は2%弱の生産の増加になるのではないかと考えている。中身は図表28の(2)をご覧頂くと多分一番分かりやすいと思う。ご覧のとおり1~3月に生産の伸び率が鈍化したのは、主に斜線の一般機械の動きである。これは先程資本財出荷をご覧頂いて、1~3月は落ちていた。これが10~12月に伸びて、1~3月に減って、また4月以降伸びるということで、元々資本財というのは振れが大きいのが特徴なのだが、これがどうやら四半期毎の振れを作り出しているとお考え頂ければ良いと思っている。因みに、見掛け上は、予測指数対比で生産は弱かったように見えてくるかもしれないが、図表28の(3)にあるように、実はそんなに大きい下方修正が起こっている訳ではない。実は予測指数内部の系列は、そこそこ伸びているので、+1.6%からさらにどんどん下方修正されていくとは多分みなくて良いと

思っている。在庫循環は、図表 30 の (1) にあるように、鉱工業全体は見にくいのだが、1~3 月と 4 月の白丸がほとんど重なっている。ポイントになる (5)、(6) をご覧頂くと、(6) その他生産財は時間が随分掛かったが、漸くどうやらほぼ 45 度線上に戻ってきたと申し上げて良いと思っ  
ている。一方、(5) 電子部品・デバイスは、1~3 月は在庫が去年の反動もあって随分上がった後、4 月は少し右下に下がっている。4 月の数字は、これは生産減、出荷減、在庫減の結果である。いつもこの分野は情報が錯綜し、少し読み取りにくい訳だが、少なくとも現在私共が聞いている限りは、何か困った在庫が積み上がっているという感覚はあまり業界にはないと思っ  
ている。ただ、現在まさにワールドカップの最中であり、前もこう  
いう時期を境に流れが変わったことがあるので、やはりこの辺は少し注意  
してみていく必要があると思っ  
ている。

図表 31 は雇用関連だが、まず<職業安定業務統計>については、有効求人倍率は 4 月、また 1.04 倍とやや上昇した。このところ、新規求人の伸びは上がったり下がったりしてなかなか読みにくいのだが、均してみるとやはりさすがに伸び率は鈍化の方向と考えて良いと思うが、求人倍率は依然として 1 倍を超えた状態でゆるゆるとまた上がっている。<労働力調査>をご覧頂くと、完全失業率はここ 3 か月連続 4.1%であった。私は、4.1%は下がり過ぎなので、きつとりバウンドすると申し上げたのだが、全然リバウンドしなくて困っている。こうした中、結果的に起こっていることは、ご覧のとおり雇用者数の伸びは予想どおり下がったということである。さすがにこれまでの 2%台の伸びというのは少し統計の振れなので、+1.3%になって、根拠はちゃんとしたものはないのだが、何となく実勢に近いところにきているのではないかな、と私共は今思っている。ただ、これまでは労働力人口が比較的伸びてきていたのだが、4 月単月は下がってしまった。雇用の伸びが下がったにもかかわらず、たまたま今月に限って言えば労働参加率が少し下がったので、失業率は今月も上がらなかったと  
考えている。従って、目先失業率は引き続き 4.1%とかなり低い水準で、  
ここからさらにどんどん落ちていく訳ではないと思っ  
ている。最後に<毎

月勤労統計〉だが、雇用者数については、ご覧のとおり 4 月は前年比 +0.9%まできた。以前は、ずっと+0.5%位で、労働力調査と毎勤統計が随分開いていて困ったなと思っていたが——我々は労毎乖離などと時々言うのが——、漸く今月はかなり近付いてきて、いずれも多分実勢に近いところになりつつあるのではないかと思っている。この 4 月で伸び率が上がったのは、恐らく新卒採用の影響があると考えている。その一方で、名目賃金だが、ご覧のとおり、とりわけ所定内給与は前年比-0.1%と、ここ最近の 1~3 月の数字とほとんど違いはなかった。勿論、前から申し上げているように、この 1 月以降はサンプル要因によって数字が押し下げられていると考えられる。それからもう一つは、実は新卒を採ると、一人当たり賃金は下がってしまうという影響も多分あるのだと思っている。ただ、それらを考慮しても、この春なにがしかの賃上げが行われてと考えたのと比べると、暫く前から多分そうではないかと分かってはいたが、やはり結果的に賃金の方はあまり上がらなかったということである。従って、図表 34 の (1) の雇用者所得をご覧頂くと、確かに雇用者所得はステディに伸びている。ステディに伸びているが、(2) で前年比を見ると、伸び率はあまりはっきり上がっていない。どちらかと言うと、寄与度で見ると人数の白いところの方が少し大きくなってきている。勿論、多分先程申し上げたバイアスが取れるともう少し伸び率は上がると思うが、それ程顕著な雇用者所得の伸び率の上昇ということでもなさそうであるという感じを持っている。

大変恐縮だが、(追加図表) をご覧頂きたいと思う。図表 1 に先般出た GDP 統計、1~3 月の 2 次速報が出ている。ご承知のとおり成長率は前期比 +0.5% から +0.8%、年率 +1.9% から +3.1% へと上方修正された。主因はご覧のとおり、企業設備の上方修正が一つであり、これは先程ご覧頂いた法人季報の反映である。それからもう一つ付け加えておくと、(2) の公的資本形成、要するに公共投資のマイナス幅が少し小さく修正された。1 次速報の時に使われている内閣府の内部推計値よりも、実は 3 月の公共投資の出来高が少し大きかったということの反映であると理解

している。因みに、GDPデフレーターは1~3月前年比-1.2%、1次速報の-1.3%から0.1%ポイントの上方修正。それから内需デフレーターについては、-0.0%から+0.1%へと上方修正されたことは多分ご存知ではないかと思っている。

物価関係は、図表3。国際商品市況に関しては、ご承知のとおり原油は大体4月一杯、それからメタルは5月上旬位まで猛烈に上がった後、足許は調整局面である。特にメタル関係は、先週辺りから株が下がるにつれて少し大きめに調整しているようである。ただ、レベルを見ると、何ぶんにも上げ幅が大きいものだから、まだ結構高いところにいる。では、国内の商品市況はどうかということだが、図表5である。国内の商品市況も、基本的にはかなり高水準にある。②にあるように、さすがに非鉄は少し足許下がっている。ただ、例えば化学関係が上がっているし、紙パ、この辺はいずれも石油価格の上昇の影響が出ている。さらに大変見えにくくて恐縮なのだが、鋼材もよく見ると、これまで極く緩やかに下がっていたものが、足許極く緩やかに上がっている。他に比べるとあまりに動きが小さくて見えないのだが、そうは言っても一応先程申し上げた、ある種の在庫調整の進捗の表われだというようにご覧頂きたいと思っている。図表6は国内企業物価だが、ただ今申し上げたような商品市況を反映して、5月は大幅に上昇した。前年比で見ると、3.3%の上昇ということであり、以前は、消費税の影響を抜いてみると1981年以来と申し上げていたのだが、1997年、1998年の影響を軽く抜いてしまったので、そういうクオリフィケーションなしで、1981年3月以来、25年振りの上昇率である。3か月前比でご覧頂いても+1.2%と大幅な上昇になっている。中身をご覧頂くと、グラフにあるように、やはり海外要因が中心であることには変わりはない。ただ、中身を見ると、どちらかと言うと足許は石油よりも非鉄の影響の方が大きい感じである。併せて、縦線の鉄鋼・建材関連が上がっている。これはどちらかと言うと、鋼材よりもスクラップの影響の方が大きい。いずれにしても、この辺も上がってきている。目先はさすがに非鉄が下がると思うので、このような上昇率にはならないと思うが、多分前年比や3か月前

比では、まだ暫く上昇が続いていくということになると思う。最後に、図表7をご覧頂きたい。(1)で需要段階別にみると、中間財は当然非鉄等を中心に上がっている一方で、このところ最終財が弱い。一部転嫁が進んでいないというコメントが色々聞かれたのだが、元々転嫁がなかなか進んでいないということは確かに事実なのだが、足許のここ2~3か月の数字は、実は薬価基準の引き下げの影響で薬の値段が下がっていて、薬は最終財でしかも金額ウエイトが大きいものだから、これが結構効いている。中身は、ガソリンが上がっているのに薬が下がっているというのが実態である、ということだけ申し上げておきたい。恐縮だがもう一度(参考計表)をご覧頂く。図表41、CSP Iだが、4月の前年比は、海外要因を除いて-0.3%であった。そういう意味では、実は広告が4月は下がっていて、これは多分単月の影響で5月位には少し戻ると言っているのも、マイナス幅が大きいというのは少し言い過ぎかと思う。それにしても、やはりCGPIとかCPIに比べても、やや割り負け感が目立っているという感じである。CSP Iというのは、元々企業の経費支出の項目、値段である。従って、従来であれば企業収益が良くなるとこの辺は上がりやすかったのだが、やはり企業の経費に対する厳しい姿勢は、この辺に結構よく表われていると思っている。一方、図表42の消費者物価については、ご承知のとおり、1月~4月まで除く生鮮で前年比+0.5%であった。3月~4月の動きに関して申し上げますと、(1)にある公共料金のところが、例の診療報酬、あるいは電力料金等で少しプラス寄与が小さくなっている。それから(2)の財のところ、前年比で見ると、やはり石油価格が4月に下がっていたということが表われているが、その分が(3)サービスの価格、とりわけその他のサービスの上昇によって大体埋め合わされている。その結果として、0.5%が継続されたということである。図表43をご覧頂いて、いわゆる除く何とか系列、除く特殊要因、米国コア、刈り込みといったものをご覧頂くと、大体このところ前年比+0.2%位で推移している。最後に、図表44、CPI東京は5月の数字が出た。前年比が+0.3%~+0.4%へとさらに0.1%ポイント上がっている。それは(2)にあるように、石油製品の前年

比が、また4月から5月について拡大しているということと、(3) サービス料金の上昇が、やはり4月だけではなく5月も残っている結果である。以上を踏まえると、5月～6月の全国の除く生鮮は、中心的には+0.6%位の可能性が一番高いと考えている。

以上申し上げたように、足許までに判明している数字を見る限り、景気、あるいは物価、いずれの面からみても、日本経済は大体我々が想定している線で動いているということかと思う。少なくとも想定より弱いという感じはないと申し上げて良いと思う。であるから、最近マーケットが色々なところで動いている訳だが、その震源地が国内の実物要因の方にあるという感じはやはりしないというのが一つの結論である。なお、若干印象論になって恐縮なのだが、最近の企業行動について一言だけ申し上げておきたいと思う。ご記憶のように、去年の今頃、私共は企業行動について慎重であるということをお願いしてきたと思う。それは例えばキャッシュ・フローに対して設備投資が慎重である、あるいは、生産が増えても雇用があまり増えない、まだ有利子負債の返済を続けているというようなことを去年申し上げていた訳である。その結果として、企業は慎重であるので、景気の勢いがなかなかついていかないのだが、その代わり、息の長い成長に繋がっていくというのが、去年の理解であった。そこから1年経って今、企業行動がどのように見えているかということについて、印象で恐縮だが若干申し上げたい。一つは、もうさすがに単純に慎重という表現はやや当たらなくなっているな、ということである。設備投資については、それなりに積極的にやっていると思う。先程申し上げたように、少しまだ現状上振れているとまで断言するつもりはないが、しっかりしているということ間違いはない。それから雇用者数についても、先程毎勤統計で確認したように、やはり新卒をかなり採用している。これも実は以前採用した分が4月に入ってきた訳であり、実はもう既に来年の4月分が相当な勢いで行われているので、そこまで含めて考えれば、結構積極的であると申し上げた方が良いでしょう。それから資金面で見れば、ご承知のように配当を相当に増やしている。その一方で、有利子負債の返済はどうやら一段落しつつあ



るといふことなので、単純に慎重という言い方は、少し相応しくなくなつてきている。ただ、それでは異常にいけいけどんどんになっているかという、実はそうでもないというのも特徴である。一つには、例えば先程申し上げた賃金。春頃にはいよいよ春闘復活などという議論もあったのだが、結果的には結構抑制的に着地したと思う。それから先程申し上げたC S P Iなどについても、相当抑制的な姿勢が目立っていると思っている。従つて、単純に慎重とか強気とかという二元論で考えるよりは、敢えて言えば、設備投資について必要なものはやはりちゃんとやっている。将来を見据えて、中核的な労働者の確保もしている。株主への還元もやるべきことはしている。その一方で、将来のコスト増に繋がる賃金の上昇とか、ましてや経費の削減については、結構シビアになっている。I Rの模範回答みたいで少し話が過ぎ過ぎなのだが、逆に言うと、それは今の状況をどう表わすかということ、ディシプリンが効いていると言うか、ガバナンスが効いていると言うか、そういうような状態が恐らく今の企業を表わすのに適切な表現になっているのではないかと思っている。例えば、同じ位儲かったバブル期と比べて、いわゆるガバナンス面での圧力というのは、恐らく全然違うということが一方にあるだろう。ただ、それだけではなくて、もう一つは、製品市場の競争、つまりグローバル競争の影響もやはり結構大きい。先だつての日経新聞の鏡の国のアリスという話をお読みになった方はいらっしゃるか。こういう話である。要するに、今はこの国では同じ場所にとどまっているためにも全力で走らなければならないのだ、という話があったと思うが、この辺りは今の日本の企業経営者の心理を非常によく表わした表現ではないかと思っている。そういう意味では、今後短観などが出てくる訳だが、そういう数字を読むうえでも今申し上げたようなことが起こっている、変化が起こっていることを前提に数字を読んでいく必要があると思っている。ただ、最後にもう一つだけ老婆心で付け加えておくと、企業一個一個がディシプリンが効いていて、きちんと考えて行動しているとしても、マクロでは合成の誤謬というのはいり得る訳であり、個々の企業がしっかりやっているから、過剰投資はあり得ないということでは必ず

しもない。このことは最後に一点申し上げておきたいと思う。少し長くなったが私の説明は以上である。

西村委員

二点程。一点はコメントとして。コメントは、先程のCGPIなのだが、これから2000年基準から2005年基準に変わる訳である。

早川調査統計局長

然り。

西村委員

であるから、直近の数値は指数作成の問題で高めに過ぎている可能性が高い。

早川調査統計局長

それはそうである。おっしゃるとおりである。それは幾何平均の方をご覧頂ければ随分違うことがお分かり頂けると思う。

西村委員

伸びていることは確かなのだが、何か間違った印象を与えるとまずいと思った。それが一つである。もう一点は、特に建設と言うか、住宅着工のところでは金利の先高観の影響が出ているのかどうか、つまり駆け込みのようなものが出ているのかどうか。

早川調査統計局長

若干あるかもしれないが、大規模に起こっているという感じはしない。駆け込みのようなものは、どちらかと言うと銀行サイドで見た方がよく分かるのだが、先だつての金融機構局の話にも若干あるかもしれないが、それ程大規模に起こっているという感じではなかったと思っている。前から

申し上げているように、これは持ち家の方が、本格的に出てくると影響は相当大きいですが、足許の数字を見る限りまだそこまでは出ていない。プロの方はどちらかと言うと、金利がいずれ上がるだろうことはもう分かっている。商売なので、ここで慌てない。慌てるのは多分素人の方なので、むしろどちらかと言うと私はその点に関しては、持ち家の方に注目している訳だが、今のところそういう感じはしない。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。(参考計表) 図表 9 で情報関連輸出なのだが、2004年の時、やはり夏に減速したが、今少し格好が似てきている。それから、パソコンの需要について、先程も話があったが、マイクロソフトの今度のVISTAか、それが少し遅れ気味だと。

早川調査統計局長

然り。

岩田副総裁

情報関連は特にアジア向けの輸出などを見ても、やや弱いような感じがするのだが。その辺は大丈夫か。また戻ってくるか。

早川調査統計局長

この分野については、あまり予言はしない方が良いと思っている。正直言って、情報は結構錯綜している。ついこの間までは、どちらかと言うと、強いという意見の方が相当多かった。ほんの2~3週間前に、WSTSもSIAも今年の半導体出荷の見通しを上方修正したのである。上方修正した直後に出てきたひと月の数字が弱かった。であるから、ひと月の数字が弱かっただけなので、これで弱いというのも如何なものかという感じがする。やはり2年前と同じように、あの時はオリンピックの話があったが、今回もいわゆるワールドカップの話があるので、この前後で潮目が変わる

ことがあり得る。現時点で何か悪い在庫が積み上がっていてどういうという話は聞いていないが、ワールドカップ前後辺りでそういうことが起こり得るので、この点は安心しないで見ておいた方が良いと思っている。

福井議長

宜しいか。それでは金融環境だが、白川理事と雨宮企画局長から願うする。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

雨宮企画局長

それでは金融環境の現状評価について、今日は事前にお配りしていた資料-5(参考計表)に基づいてご説明する。まず図表1、民間部門の総資金調達である。(1)の数字をご覧頂くと、5月は実はまだ社債の残高の数字が出ていないので、前月末比横這いで置いた仮置きPの速報の数字だが、総資金調達は4月の+0.2%に対して5月は+0.4%ということで、プラスに転じた後、若干ではあるがプラス幅を拡大する展開になっている。中身は、寄与度の数字をご覧頂ければお分かり頂けるとおり、銀行貸出の寄与が+1.5%ポイントから+1.7%ポイントになっており、基本的に貸出の増大が背景である。さらに、この貸出の中身だが、この後出てこないのここで申し上げておくと、主たる業態別の寄与は外銀である。具体的には、こう申し上げると直ぐ分かってしまうが、大手のIT企業による携帯電話会社の買収資金の1兆1,000億円の半分近くは外銀であるということと、外銀が交付税特会向けに貸出を増やしたということもあって、外銀の寄与によってこの銀行貸出の伸びる寄与が増え、全体としての資金調達が増えたという格好であった。そういうイメージは、(2)のグラフからもご覧頂けると思う。その他の生保、政府系、直接市場調達については、当月は大きな変化はなかった。図表2である。従って、銀行貸出のうち主要業態の方は、実は前年度は表面上横這いであった。銀行計の前年比をご覧頂くと、4月の+2.0%に対して5月も+2.0%。調整前も+1.2%と+1.2%

ということで横這いである。ただし、これは前月ご説明申し上げたとおり、3月、4月というのは前年の裏要因で技術的に少し入れ繰りがあるので、この3月、4月の実力は、恐らく足して2で割る位のところであろうと考えていたので、実力+1.7%~+1.8%程度であったものが、5月は+2.0%と引き続きプラス幅が拡大していると評価して良いのではないかと考えている。それから図表3の業種別等々は、これは前月ご説明済みなので省略させて頂くが、先程の設備投資との関係で一点だけ確認させて頂くと、この(2)〈業種別〉のグラフで貸出の増加幅を見ると、割とプラスになっているのが非製造業である。非製造業の中でも、業種としては金融、リース、それと不動産系。このようなところが業種としては大きくなっているのが特徴である。図表4で、今月新しく出た数字としては、4月の約定平均金利がある。量的緩和解除後の貸出金利の動向が、一応数字として出た。4月の短プラ、長プラはご覧のとおりであり、約定平均金利をご覧頂くと短期金利の方は3月の1.18%に対して1.164%。短期の除く交付税特会、交付税特会向けを除いて、こちらは若干上昇しているが、1.392%が1.423%であるので、短期の貸出金利については、4月も概ね横這いという評価で良かろうと思う。それに対して、明確に上昇したのが長期であり、3月の1.384%に対して1.639%と上昇した。ただし、この3月は、毎年信用保証協会向けの貸出のローンチなどがあり、表面上の貸出金利が下がる月であるので、それを均して1~3月の1.453%位がこれまでの水準か考えると、20bp位の上昇という感じかと思われる。ということで、貸出金利全体としては、短期は横這い、長期はやはり長期金利の上昇傾向を映じて貸出金利にも影響が出ているという状況かと思う。それから図表5で一点注釈だけさせて頂くと、(2)のグラフにスプレッド貸出のスプレッドがあるが、一番右の4月が飛び跳ねているように見えるが、これも先程申し上げたIT企業の貸出が非常に高スプレッドだったので、その影響が出ている。250bpであるのでそれが出ている。それから、図表6で、今まで申し上げたような銀行貸出の背景にある、企業の資金需要の動向で一つ新しい数字が出ている。具体的には、法人季報で掲載した企業の資金過不足

であるが、図表 6<資金需要関連>をご覧頂くと、企業の資金過不足、昨年の 7~9 月は-1.2 兆円、10~12 月プラスの後、この 1~3 月は-2.8 兆円ということで、まだ小幅ではあるが資金余剰基調から資金不足基調に段々入ってきたという感じである。図表 7 の (1) のグラフをご覧頂くと、この 2003 年辺りから段々資金余剰が縮んできて、足許徐々に資金不足に入りつつあるといったところをご覧頂けるかと思う。全体としては、先月から申し上げているような、資金需要が若干出てき始めているという動きと平仄の合う資金不足の動きだろうとみている。それから、あまり大きな動きはないが、図表 10 で資本市場調達の動きである。<国内公募社債の発行額>は、5 月は 4,400 億円で、ほぼ 4 月並と横這いの数字が続いている。実は、若干長期金利の影響が実は出たかということで月中は非常に様子見の動きもあったのだが、5 月の後半に長期金利が下がると、直ちに発行があって、結果的には引き続き旺盛な発行意欲が続いているということだろうと思う。若干気になるところは<エクイティファイナンスの状況>のところであり、転換社債については、5 月も 3,300 億円とかなり大きな発行があった訳だが、株式の調達額は 742 億円と、4 月の 813 億円の後もやや小さい数字になっている。ただ、これはどうも 3 月までかなり大型の増資があった反動のようであり、足許の株価下落の影響が、調達の方に出てくるとすれば、むしろ 6 月から出てくだろうと見られていて、恐らく来月ご報告することになるかと思う。実際にアネクドータルな材料としては、やはり控えるという動きが出ているようである。ただし、全体として社債・CP 等の貸出等の企業の金融環境、調達環境は引き続き良い環境が保たれているということかと思う。次に図表 15、マネー関連指標である。これも 5 月の数字が出ている。<マネタリーベース>の伸びは、当然当預の圧縮を主因にマイナスになっており、5 月は-15.3%という数字になっている。それから<マネーサプライ>だが、4 月は+1.7%の後、5 月は+1.4%ということで、このところ 1%台半ばの動きが続いているという状況はあまり大きく変わっていない。それから企業倒産だが、今日の 2 時半に新しい数字が出ているので、それだけ申し上げると、図表 19、企業

倒産関連指標の〈倒産件数・負債総額〉は4月の1,087件まで前月ご報告しているが、先程出た新しい数字は、ほとんど横這いで変わっていない。この1,087件に続く5月の数字は1,083件。カッコ内の前年比が+1.0%、それから季調済の数字、1,076件に続く数字が1,067件であるので、倒産件数は先月も申し上げたとおり、この位の件数で横這いが続いている。4,268億円に続く負債総額は、実は7,823億円と若干大きくなっている。明日報道されるかもしれないが、中身は東京都のいわゆる3セクである。臨海の東京都の臨海副都心であるとかテレポートとかいった、あの第3セクターの三つの中心主体が民事再生法を開始して、これが3,800億円入っているというのが大きな要因である。細かい計表等は以上だが、あとは新しいGDPと法人季報が出たので、図表22で四半期毎にお示ししている金利水準の評価ということで簡単にグラフだけご説明する。(1)が実質短期金利と成長率を比較したものであり、その差がグラフである。申し上げるまでもなく、この間CPI、これはCPIを使っているのでCPIがプラスになる中で、実質短期金利は低下しているので、実質短期金利と成長率のトレンドの差もかなり大きく緩和的になっており、今回計算し直したところ、ご覧のとおり1987年、1988年時よりも大きなマイナスになっている。それから(2)は、企業のROAと平均支払金利を新しい法人季報で計算したもののだが、これは先程早川調査統計局長からのご報告にもあったとおり、利益水準自身はこのROAでとつても、ほぼ横這いになっているのだが、全体としては引き続き大きなマイナス幅が続いているという状況が確認できた。私からの報告は以上である。

福井議長

ご質問等あればどうぞ。

春委員

図表17(2)の信用乗数のところが、右側へきてキュッと上がっているのだが、これはどのように読めば良いのか。

雨宮企画局長

信用乗数の解釈というのは昔から議論になっているのだが、足許、何が起きているかと言え、要するに分母のマネタリーベースが小さくなる一方で、 $M2 + CD$ が一定であるので、結果的にそうってしまったということ。この後多分マネタリーベースを増やせば、あるいは減ればそれと比例的にこの信用乗数どおりに動くということではないだろうと思うので、むしろこの後、この信用乗数は過去のトレンドのような部分にどんどん戻っていくプロセスにあるのだろうと思う。ただし、その信用乗数が戻ることが、ある種金融政策運営上、あるいは実体経済上強い意味を持っているかどうかと言うと、これまでの経験からすると、それ自身はあまり強い意味を持たないと考えておいて良いのではないかと考えている。

春委員

マネタリーベースとマネーサプライの間にはあまり強い直接的な関係はないのか。

雨宮企画局長

要は、マネタリーベースを増やしたにもかかわらず貸出、あるいはマネーサプライ等々になかなか影響が及ばなかったということの逆が、現在、表われており、当面はそういう状態が続くものと思う。ただし、もう一度経済が定常状態に戻り、金利が付くという状態になった時に、この関係がどうなるかということについては、まだ即断はできないと考えている。

福井議長

他に宜しいか。それでは今日の議題はこれで終了である。明日は午前9時に再開するので宜しくお願いする。なお、いつも申し上げているが、決定会合への信認確保の観点から、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したいと思う。以上で閉会とする。



(16時01分中断、15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

それでは、決定会合第二日目を開催する。今日は金融経済情勢に関する討議。それから当面の金融政策運営に関する議案を取り纏めて採決というプロセスであるが、その他に金融経済月報の検討、それから議事要旨、前2回分の承認、それから7月から12月の間の金融政策決定会合開催予定日等の承認。アジェンダとしては、そういうものが予定されている。政府の方から、財務省赤羽副大臣にお越し頂いた、宜しくどうぞ願います。内閣府は、昨日に続いて中城内閣府審議官にお越し頂いた、宜しくどうぞ願います。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。そのことを前提に皆様方ご発言頂ければと思っている。それでは、まず、金融経済情勢に関する討議に移りたいと思う。いつものとおり、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頂きたいと思う。

門間調査統計局参事役

それでは、横長の大きな紙でご説明申し上げたいと思う。まず経済の方だが、この1か月間に出た指標を振り返ってみると、輸出や小売統計の一部に一時的な振れと考えられる若干の弱さがあったが、設備投資、住宅、生産、雇用等はしっかりとしていた。全体として、好循環が続いているということを表わす内容だったと考えている。一方で、前月、先行きの判断を、「緩やかに拡大」としたが、その後を受けて今月直ちに、現状も「拡大」にするかということになると、そこまでの決め手になる材料もなかったかなと判断している。マーケットの不安定さにも一定の配慮が必要かもしれない。ということで、今月の冒頭判断だが「わが国の景気は、着実に回復を続けている。」ということで前月と同じ判断にしている。因みにこ

の表現だが、1月から使っているのも、今月で6か月目ということになる。以下、「輸出」以下の個別項目についても、ほとんど変更点はないが、一か所だけ。住宅投資だが、直近4月の住宅着工が、4月の1~3月対比が+5%、前年比が+15%ということでかなり増えている。勿論、これは単月の振れがあると思うが、均してみても徐々に水準が切上がってきていると判断できるので、前月までの「強含みの動き」という表現よりは、「緩やかに増加している」という基調的な判断の方が宜しいかと考えて、表現を変更した。現状は以上である。先行きについては、全く変更点はない。「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。」というのが総括判断であり、「すなわち」以下は改めて読み上げないが、ご覧のように全く変更点はなく前月と同文である。次に物価だが、ここも前月と何ら変わるところはない。「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。先行きについても全く同様であり、国内企業物価は上昇を続ける。消費者物価の前年比は、プラス基調を続けていく、という判断で変更はない。経済・物価は以上である。

#### 内田企画局企画役

続いて金融面だが、実態的な変更はない。市況のみだが、市況について資料をお配りした後に若干動きがあったので、この場で修正させて頂ければと思う。まず、円安、株安というのはこのままで良いかと思うが、長期金利は、前回1.9%程度だった。昨日の終値だと1.7%台の後半まで低下しているので、この水準であれば同じ水準というよりは「低下」としたいと思う。文言の変更だが、読み上げさせて頂く。「為替・資本市場では、前月と比べ、円の対ドル相場および株価は下落し、長期金利も低下している。」。以上である。

#### 福井議長

内容と表現については後程議論するが、取り敢えずただ今の説明につい

てご意見、ご質問等があればお出し頂きたい。

水野委員

表現が基本的にほとんど同じな訳だが、基本的に見直しを変える理由がないという判断をしているのか。

門間調査統計局参事役

先行きについてか。

水野委員

否。大きなピクチャーという意味で。

門間調査統計局参事役

今月の時点で、これまでの判断を大きく修正するような材料は特になく考えているが、そこは包括的に来月、中間評価でご議論頂くということかと思う。

福井議長

宜しいか。それでは委員の意見表明と討議に移りたいと思う。

#### 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

このラウンドでは、金融経済情勢について、お一方大体5分ずつということでご発言頂き、その後、自由討議をしたいと思う。今日は須田委員、水野委員、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁、福間委員、西村委員、中原委員の順でお願いしたいと思う。最初に須田委員から願います。

## 須田委員

我が国の景気動向についてだが、4月の輸出は1~3月比で若干減少したものの、海外経済が拡大を続けている状況下、増加基調の変化とは捉えていない。インドネシア向け等一部に弱めの動きが見られるが、多くは振れの範囲内の動きとみている。設備投資は引き続き増加している。法人季報、輸送機械を除いた資本財出荷、機械受注など、いずれも強い数字だった。先行きについては、日経新聞や中小公庫調査でも堅調な計画となっており、むしろ標準シナリオ以上に設備投資が強くないか、という上振れリスクに注意すべきかもしれない。この点については、6月短観で今年度の計画がどのように修正されるのかを見ていきたいと思う。また、足許増加基調を辿っている生産については、鉱工業生産指数の予測指数や調査統計局のマイクロヒアリングでも前期比2%弱となる見通しであり、先行きも増加を続けると思われる。この間、企業収益を見ると、高水準ながら中小企業を中心に原材料高の影響から増益テンポはさすがに鈍化していると思われる。こうした中、賃金を見ると、企業の抑制的な姿勢のほか、サンプル要因もあり、所定内給与は足許やや弱めとなっているが、所定外や特別給与が増加しているため、極めて緩やかながら増加基調にある。また、雇用者数の増加もあって、雇用者所得は緩やかに増加している。こうした状況下、個人消費をみると、天候要因から弱めの話が散見されるが、増加基調が変化したようには受止めていない。その他、住宅投資も緩やかに増加している。こうしたことを踏まえると、「わが国の景気は着実に回復を続けている」と判断できる。後に触れるが、米国金融政策や海外経済を巡る不透明感の台頭、また、韓国と台湾の液晶パネル大手が、期待外れのワールドカップ特需等により、今期の出荷見通しを引き下げるといったようなことに端を発する在庫調整の可能性、そして先程触れた我が国企業の設備投資の前傾化等、投資行動の一段の積極化の可能性など、上振れ・下振れ要因も含め多少の強弱はあるものの、4月の展望レポートで描いたとおりの景気動向になっていると思っている。

また、物価については、国際商品市況高を受け、国内企業物価上昇率は予想比高まっているようだが、消費者物価については、今のところコアコアの動きは、ユニット・レーバー・コストが下げ止まらず、想定どおりのゆっくりとしたものとなっている。このように我が国経済については、景気の回復が続いており、物価も大幅に上昇するような状況になく、良好な環境にあると言える。こうした中で気になるのが、グローバルなマーケットの動きと、マーケットから伝わってくるメインシナリオが下振れるリスクの高まりについてである。海外経済の動向を見ると、アジアの景気拡大が続いているほか、欧州で回復の動きが若干強まっている。米国については、住宅ブームのピークアウトやガソリンの高止まりなどによる家計支出の鈍化、雇用者数の増加テンポの鈍化等、減速の兆しが窺われるが、これも予想どおりの望ましい展開である。従って、海外経済も順調と判断できると思う。ただ、問題はここにきてインフレ懸念が高まっていることである。米国のPCEコアインフレ率は、半期議会証言で示された予想よりも上振れしそうであるし、足許、上限とされている2%を超えている。CPIコアも予想以上であった。もっとも、物価上昇の一因である国際商品市況は、景気が減速すれば低下すると思われるし、来年のインフレ率はブルーチップでも低下する予想なので、今のところ上振れは一時的であって、世界経済は物価安定のもとで潜在成長率近辺の成長を続ける、というシナリオの蓋然性が強いとみている。ただ、市場を通して見た世界経済の見方は異なっている。市場では、インフレ対応としての米国の利上げの行き過ぎによるオーバーキルを心配している声が強く、米国の金融政策の先行きについての不透明感が高まっている。最近、米国長期金利は再び逆イールドとなっているが、オーバーキルを織り込んでいるとの見方が強まっている。メリルリンチのファンドマネージャー調査によると、今後1年の世界経済の見方は、これまでかなり相関が見られたOECD景気先行指数との関係では、OECD景気先行指数が上昇傾向にあるのに対して、ここにきて大きく落ち込んでいる。こうした先行き不透明感の高まりから、投資家のリスク・アパタイトは後退しており、ポジションを手仕舞う中で、株式、

商品市況やエマージング市場が軟調となり、米ドルが買い戻されている。また、ファンドマネージャー調査でもキャッシュをオーバーウエイトする投資家が急増しており、様子見の向きも多く、なかなか反転しない状況にある。今回のグローバルな市場変動のきっかけが何にせよ、そのもとで経済・物価がシナリオどおりに推移していると判断されるのであれば、投資家マインドも落ち着きを取り戻し、市場の変動は一時的な調整という評価になると思う。今のところその蓋然性が高いと思っているが、標準シナリオと市場を通して見た実体経済の見方のズレが、どのように修正されていくのかについて注意深くみていきたいと思う。その際、インフレ懸念の程度や次回FOMCの結果と声明文などもチェックしたいと思う。インフレ懸念については、インフレ期待を測れる適切な指標はなく、足許のインフレ率やサーベイデータ、物価連動債の動き、金利先物などから総合的に判断していくしかないが、それが高まることかどうかが注視していきたいと思う。なお、軟調な金融市場が実体経済に悪影響を及ぼすことも考えらえるので、その点からも市場を注意深く見ていきたいと思う。以上である。

福井議長

水野委員から願います。

水野委員

前回のMPM以降に公表された経済統計を見ると、方向としては、輸出、生産、設備投資、住宅投資を中心に堅調なものが多い一方、水準としては、マクロ的な需給ギャップが需要超過になったと言い切るところまでは至っていないということなので、現状判断は「着実に回復を続けている。」という前回と同じ表現で良いかと思う。我々が展望レポートで示した経済・物価情勢の見通しとの関係で言えば、現在はオン・ザ・トラックで推移していると判断している。ただし、経済情勢については、最近の経済統計を見ると、上振れ要因として展望レポートで指摘した企業の投資行動の

一段の積極化が顕現化しつつあることが窺われる。1～3 月期の法人企業統計は、設備投資（除くソフトウェアベース）で見ると、季調済前期比で+6.2%、1～3 月のGDP第2速報の民間企業設備投資は前期比+3.1%と+1.4%から上方修正されている。4月の機械受注、これも前月比+10.8%と市場予想を上回っている。設備投資の一致指数である資本財出荷も、何度も説明があったが、1～3 月期の前期比-4.8%から4月は同+14%と回復した。製造業が前年同月比+5.4%となる一方、非製造業が+18.2%増と加速し、設備投資の牽引役が非製造業に交代する可能性も示唆されているかもしれない。日経新聞社による2006年度の設備投資調査も、前年比で昨年度の実績見込みで+12.9%を上回る+14.5%と、バブル崩壊後初めての3年連続二桁増の見通しになっている。日銀短観でも、2006年度の設備計画は上方修正される可能性が高いのではないかと思っている。また、物価上昇率についても、上振れ要因を意識する状況になってきた。5月の国内企業物価指数は、前年同月比+3.3%と非常に高い伸びを示し、3か月前比も+1.2%と、昨年4月及び9月の+1.1%を上回った。指数レベルでは、100.6と2000年2月以来の高い数字となった。前年同月比+5.1%となった国内需要財を需要段階別に見ていくと、素原材料が+20.8%、中間財が+6.2%、最終財が+0.2%、これは全て前年同月比だが、川上から川下への価格転嫁の動きが少しずつ進んでいることが読み取れる。また、1～3 月期のGDPデフレーターは、前年同期比-1.2%だったが、外需を除いた国内需要デフレーターで見ると+0.1%と、2004年10～12月期の+0.0%以来、5四半期振りのプラスになった。5月、6月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）は前年同月比で+0.6%から、場合によっては+0.7%まで上振れする可能性がありそうである。デフレに逆戻りするリスクは着実に低下している。展望レポートの2006年度の大勢見通しの中央値は+0.6%だが、次回10月末の展望レポート公表時には、+0.1%ないし+0.2%上方修正する必要があるかもしれない。以上述べた上振れ要因に関しては、次回日銀短観——6月調査になるが——の中で、中小企業を中心に2006年度の設備投資計画がどの程度上方修正されるの

か、雇用人員判断D Iの不足超の幅がどの程度拡大するかなど改めて確認したいと思うが、大きく捉えればマクロ的な需給ギャップが緩やかに需要超過方向に向っていることは確認できるのではないかと予想している。このように、経済のファンダメンタルズは日本のみならず主要国では良好であるにもかかわらず、5月以降、世界の金融市場は大きく動揺している。きっかけとなったのはG7共同声明、FRBのバーナンキ議長の発言に対する過剰反応であったと言われている。しかし、今回の想定外のボラティリティの上昇は、当局と市場参加者の単なるボタンの掛け違いと片付けることは適切でないと思っている。ボトムラインには市場参加者のインフレ期待の上昇、金利先高観の高まりがあると思う。今回のグローバルなマネーフローの変化、世界の資産価格のリプライシングの動きは、世界レベルの金融政策の正常化のプロセスで発生している。すなわち、金融市場を取り巻く環境が、従来のグローバル・ディスインフレ、マーケット・フレンドリーな緩和的な金融環境から、グローバルなインフレ期待の高まり、インフレ予防的な主要国の金融政策運営へと変化する可能性を先取りしたものと判断している。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てきたとの見方が適切であれば、長期債利回りには上昇圧力が掛かることになる。主要国の中央銀行による金融引締め継続期待の高まりは、世界的に株式相場の反発を弱めることに繋がる。また、5月から6月に掛けての世界的な金融市場の混乱の教訓として、リスク性の高いアセットクラスに投資する際、十分なリスク・プレミアムが上乘せされているかどうか、投資対象のマーケットの流動性はどの程度高いか、市場参加者の顔ぶれはどうか、について——特にコモディティ——は、従来以上に慎重な検討が投資家によって加えられることになると思う。5月、6月は厚いビットの広がりとか、ボラティリティの上昇、リクイディティの低下に相当投資家は困っているようである。もっとも、達観すれば、足許の世界的な金融市場の不安定化は、長期間に亘るブル相場の修正、期待リターンに比べてリスク許容度が高過ぎた反動



と言える。主要国の国債などリスク・フリー資産に対するリスク・プレミアムは、本来あるべき水準に戻る生みの苦しみの過程とも言える。主要国のみならずトルコ以外の新興成長国のファンダメンタルズが良好であることを考えると、世界的な株式相場の調整がいつまでも続く可能性は低く、ボラティリティはいずれ低下してくるはずだと私もみている。以上である。

#### 福井議長

春委員から願います。

#### 春委員

申し上げる。前回会合以降公表された実体経済に関する経済指標は、海外、国内とも4月の展望レポートの見通しを概ね裏付けるものだったと思うが、ここへきて海外、国内とも一段の株安が進行して、注意が必要な状況となっているように思う。

まず海外については、米国は1~3月のGDPが上方修正される一方で、住宅市場の減速に加えて、ガソリン価格の高止まりから5月は消費者マインドも低下、5月の雇用統計も市場予想を下回るなど、経済の減速を示す指標が見られている。今月のブルーチップの成長率予想は前月とほぼ同じだったが、2006年は+3.4%、2007年は+2.9%となっており、若干減速しつつ潜在成長率近傍の景気拡大を続けているとみて良いと思う。昨日発表された5月のコアCPIは、3か月連続で前月比+0.3%とアナリストの予測を上回った。インフレ懸念が台頭する中で、ある程度の減速は経済の持続的成長にとって望ましいとも言えるが、住宅市場や雇用関係指標の動き、そして特に今月末のFOMCにおけるFRBの判断とその影響に注目したいと思う。

一方、中国は、高水準の固定資産投資が継続しており、供給力過剰、あるいは農村問題等があるが、先行きも高水準の成長が続いていくと考えられる。

この間、原油価格は、6月1日のOPEC総会で生産枠の据え置きが決

定された後も高止まりが続いている。地政学的リスクの先行きは依然としては不透明であり、一時的な在庫や供給設備の稼働状況によって価格が振れやすい状況が続いているので、今後も警戒的に見ていくことが必要と思う。

国内でも、前回会合後公表された経済指標は総じて堅調だったと思う。1～3月の法人企業統計は経常利益、設備投資とも好調で、これを受けて1～3月の実質GDPは上方修正、2005年度の前年比も+3.2%に上方修正され、内需中心の潜在成長率を上回る成長を続けていることが明らかになった。4月以降も、輸出、生産、住宅投資の増加基調は続いている。設備投資については、皆さんお触れになったが、日経新聞の2006年度設備投資調査によると、全産業の当初計画は前年比+14.5%と3年連続の二桁増加となっており、4月の機械受注も市場予想を大幅に上回る増加となるなど、今のところ減速の兆しは見られていない。雇用・所得関係も、有効求人倍率、失業率、名目賃金など堅調な内容であった。その中で、個人消費は、家計調査がサンプル要因から引き続き弱めとなっているほか、家電販売も、天候不順の影響から弱めとなるなど区々だが、消費財総供給やサービス消費の状況からみて、基調としての底堅さは続いているとみて良いと思う。また、5月下旬の景気ウォッチャー調査も、現状判断DI、先行き判断DIとも天候不順の影響や原油価格の上昇懸念から、前月比水準は低下しているが、横這いを示す50は1年以上連続して上回っている。

景気判断については、国内経済は原油価格や海外経済、さらには足許の株安など不透明要因を抱えながらも、4月展望レポートの標準シナリオに沿って着実な回復を続けており、先行きも緩やかな拡大を続けていくと考えられる。今月の基本的見解について、先行きの表現を含め執行部の提案に異論はない。

こうした中で物価面では、4月のコアCPIが一般サービス価格の上昇もあって4か月連続で前年比+0.5%となった。5月の東京地区が4月の+0.3%から+0.4%と上昇幅が拡大していることからみても、コアCPIは先行きも安定的にプラス基調が続くと見込まれる。なお、5月の内閣府

の消費動向調査の中の、消費者が予想する1年後の物価の見通しにおいて、「上昇する」という回答の割合が、4月の51%から5月は61%に上昇していた。

マーケットでは、4月7日に17,563円の年初来高値を付けた株価が、5月に入って海外株価の低下につれて下落し、年初来安値を更新し、今日は上がっているようだが、一時は14,000円近くまで下落した。5月に入っ  
ての海外投資家の売り越しが株価下落のきっかけとなり、このところ個人も売り越しに転じている。一時、予想PERで見て、24倍程度と欧米市場対比やや突出した状態となっていたが、ここへきて18倍程度と概ね欧米市場に近いレンジに収まった状況になった。実体経済は着実に回復を続けており、企業業績も好調に推移しているので、このまま低下基調が続くとは考えにくい  
が、世界的な金融政策の基調変化の中での株式市場からの資金流出の現象であって、株価下落の企業や個人のマインドへの影響なども含め、注意が必要と思う。

一点、地価について簡単にコメントさせて頂く。日本不動産研究所が発表した3月末の市街地価格指数は、全国全用途平均で前年比-4.8%とさらに下落幅が縮小した。また、6大都市圏の全用途平均は+3.8%と15年振りに前年比プラスに転じた。基本的に地価は全体として下げ止まりから上昇に転じつつある状況であり、価格形成も収益還元法に基づき、ある程度合理的なものという評価が  
適当かと思うが、今後、緩和的な金融政策の刺激効果がどのように現われていくのか注意して見ていきたいと思っている。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

前回から今回の決定会合までに公表された経済指標は、総じて展望レポートの標準シナリオに沿って経済・物価情勢が展開していることを示唆

するものであったと思う。

まず海外経済だが、米国では家計支出や雇用面で景気拡大テンポの鈍化を示す材料が出始めている。これらは基本的にはこれまでの利上げの累積的な効果が漸く現われてきたという面が強いように思う。今後もいわゆるソフトランディングに向けて調整が上手く進んでいけば、現在強まっているインフレ懸念の沈静化にも繋がるはずである。米国経済の先行きについては、基本的にはそうした調整シナリオをメインに据えつつ、当面FRBの政策運営とその効果、特にインフレ懸念を抑制できるかどうかという点に注目して情勢を点検していきたいと思う。これに対してユーロエリアは輸出、生産、設備投資の増加に加え、家計支出も低調な地合いを脱しつつあり、景気回復のモメンタムが徐々に強まってきている。アジア諸国も総じてみれば緩やかな景気拡大が続いている。このうち中国では極めて高い成長が続いている。この先、先般開始された金融引締め策によって過剰流動性を吸収し、投資、消費の上振れリスクを抑制することができるかどうかは中国経済だけではなく、世界経済の動向や原材料市況など、国際的な物価情勢をみていくうえでも、重要なポイントであると思う。

国内に目を転じると、まず第1四半期のGDPの2次速報値は+3.1%となり、1次速報値の+1.9%から上方修正された。内外需のバランス、企業部門と家計部門のバランスがとれた成長の姿が、改めて確認されたと言って良いと思う。輸出、生産は増加を続けている。調査統計局によると、企業からの聞き取り調査では、4~6月の生産は前期比+2%弱の計画と、増加傾向を維持している。設備投資は法人季報で1~3月の強さが確認されたほか、資本財出荷や機械受注などを見ても、均してみれば引き続き増加基調にあると判断される。日経新聞の調査による今年度の設備投資は、バブル崩壊後初となる3年連続二桁増となるなど、計画もかなり強めであり、この点は短観等も踏まえて確認していきたいと思う。

雇用面を見ると、労働需給の改善傾向が続く中で、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。賃金について、所定内給与が足許やや弱めとなっている。これは企業の人件費抑制ス

タンスが根強いことを反映している面もあるが、1月に行われたサンプルの入れ替えが影響している可能性が大きいとみられる。

個人消費を見ると、4月の各種販売統計はやや冴えない動きとなったが、これには天候不順が影響しているようである。家電製品などの耐久財、あるいは外食や旅行など、サービス関連は増加傾向が続いている。先行きも雇用者所得の緩やかな増加を背景に、個人消費は着実な増加を続ける可能性が高いと判断される。以上を総括すると、我が国経済の現状については、着実に回復を続けている、先行きについては、緩やかに拡大していく、という判断を維持することが適切であると思う。

物価面を見ると、5月の国内企業物価は前年比+3.3%となった。非鉄金属、石油・石炭製品の上昇が主因とは言え、1981年3月以来、25年振りの上昇率である。また、4月の消費者物価、全国（除く生鮮食品）は、1月以降4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、若干プラス幅が拡大しており、年度変わりに伴う一般サービスの価格改定の影響が現われていると思う。全体として、物価のプラス基調は特定の品目に強く依存するのではなく、様々な物やサービスの価格全体を通じて定着しつつあるように思われる。

金融・資本市場では振れの大きい展開が見られた。ただし、金融機関の貸出態度、CP・社債の発行環境など、企業金融を巡る金融環境は極めて緩和的な状況が続いていることには変わりがない。株価は大きく下落した。程度の差はあるが、他の主要先進国、エマージング諸国の株価、あるいは非鉄などの商品市況でも、同様の動きが観察されている。基本的には、各国で金融政策の転換が行われてきた中で、特に昨年後半以降に顕著になった行き過ぎの調整が進んでいるということだと思う。最近では、これに加えて米国経済についてインフレ懸念の台頭や景気減速懸念などの不確実性が、従来よりも強く意識されるようになってきていることも影響している。これまでのところ、我が国を含め各国経済のファンダメンタルズはしっかりしているので、物価の下落を実体経済に関するなんらかの変調が生じていることを示すもの、とまでみる必要はないと思うが、市場動向とその経

済に与える影響については引き続き注意深くみていきたいと思う。以上である。

福井議長

岩田副総裁、お願いします。

岩田副総裁

二つ程申し上げる。一つは日本経済、もう一つは世界の金融・資本市場についてである。日本経済については、多くの方がこれまでご指摘になったように、私共が出した展望レポートのメインシナリオに沿った線で動いているということかと思う。前回の決定会合から比べて、二点程目立つ点を指摘したいと思う。一つは設備投資だが、足許についてはやや強めの指標が出ているということかと思う。これは法人企業統計季報の数字、あるいは機械受注、あるいは資本財出荷、この辺で見られるところである。その一方で、企業収益については、法人企業統計季報で経常利益は全産業では+4.1%増ということだったのだが、中小企業では経常収益の伸びが-7.5%ということになっており、これはさすがに石油価格の上昇などの交易条件の悪化を十分に吸収しきれなくなっている部分が出ているのかなと思う。それから人件費も、恐らく少しずつ増えてきている。こういうことが収益圧迫要因になっているのではないかと思う。そういうことを反映して、既に昨日ご報告があったが、企業部門の資金過不足は、これまでかなり膨大なプラスだったのだが、これがマイナスに転じてきているということである。先行き、やはり企業のキャッシュ・フローの伸びが鈍化していく、あるいはその企業収益の伸び自体も減速していくということは、企業の設備投資の先行きについても、強弱で言うと弱い方の動きではないかということ、両方の動きが出ているのではないかと思う。どちらがより強くなるのか、今のところは十分把握できていないということかと思う。もう一点は、ハイテクの動きである。アメリカ、アジアのハイテク部門を見ると、ここも強弱混在の指標が出ているのだが、全体として見ると1年

間続いた拡大の終了が近付いているのではないかと思う。アジアの第1四半期のハイテク生産は、昨年同期の半分のペースになっている。あるいはアメリカのハイテク部門の労働時間、生産の伸びも減速している。世界の半導体の設備投資の稼働率は、むしろ第1四半期にやや低下した。注目しているのは、アメリカの国内のコンピュータ生産の先行指標と言われているが、インテルの売上が第1四半期に3年振りにマイナスに転じたことである。第2四半期も-10%程度の落ち込みが予想されている。インテルはMPU——マイクロ・プロセッサ・ユニット——で非常に強いのだが、その出荷額が4月に52.2%の減少と、激減した。第2四半期のインテルの予想は13.3%から6.8%減少と発表をしている。ただ、今日はアメリカの株が少し戻ったが、これはインテルが巻き戻し、挽回の新戦略を出すというので、それを投資家が評価、アップグレードしたということで、若干持ち直しているということかと思う。しかし、MPUの出荷を見る限り、かなり急速に減速しているということは、やはり注目すべきだと思う。それから液晶だが、液晶の市況を見ると2005年10月以降崩れ始めている。第1四半期には、値下がりが加速している。韓国、台湾などLCDパネルの製造各社は業績が悪化して在庫も増加している。台湾メーカーは設備投資に強気だが、韓国メーカーは2006年に-9%の設備投資というように、やや弱気になっている。PC市場では、デスクトップ型は年末から減速している。加えてノート型では、価格の上昇が若干ある。それから中国で第5世代の工場の立ち上げが進んでいる。こういう要因が色々組み合わさっているが、全体としてPC市場の成長に減速感が出ている。それから日本の4月の半導体製造装置の受注は、第1四半期と比べて横這いになった。この背景には、DRAMからNANDフラッシュメモリーへの生産シフトがあるほか、MPUの旧世代製品の在庫調整、NANDフラッシュメモリーを量産する旧ラインの調整等々が影響している。大型パネル用のドライバICは需給が逼迫しているが、ワールドカップ終了後の需要減退局面では注意が必要だと考えている。また、電気機器の輸出数量が減速傾向を示しているということは、電子部品・デバイスの生産にとって黄色い信号が

灯っていると考えるべきではないかと思う。電子部品・デバイスの生産は、出荷、在庫バランスが2005年11月にピークを付けた後、4月にやや持ち直したが、これは多分一時的で、5月、6月にピークを付ける可能性が強いのではないかと思う。今回のIT循環の上昇局面が、仮に6月位にピークだとするとやや短期の上昇局面ということになるが、アジアの電子部品等の貿易を見ると、日本から従来だと韓国、香港、タイなど幅広く増加するのだが、今回は台湾向けが中心であり、広がり少し小さかったということが指摘できようかと思う。ということで、ハイテク部門についてはやはり要注意ではないかと思っている。それでもう一つは、世界の金融市場だが、多くの方がご指摘になったように、今回の大幅な株価の下落は、インフレ・リスクの高まりに対応した世界的な金融緩和政策の手直しを反映していると思う。金利上昇懸念、あるいは観測から、過剰な期待が剥落したほか、アメリカ経済の先行きについて減速の懸念があるといったことから、リスク・アペタイトが減退していると言っても良いのではないかと思う。この間、流動性が吸い上げられたので、という議論があるが、アメリカの流動性の状況等をみても、例えば満期ゼロの資金というようなものは、最近はむしろ持ち直し気味なので、流動性が吸い上げられたから、というのが果して当たっているかどうか疑問であると思う。銀行貸出が増えていることから疑問だと思う。日本の量的緩和政策についても同様ののだが、マネタリーベースは確かに急減しているが、その主な理由は、銀行の超過準備が縮小していて、その一方で貨幣乗数は急増する、上昇するということである。同時に貸出が増えているということは、経済全体としての流動性について、ここで状況が変わったと考える必要はないのではないか。むしろ、先行き金利が引き上げられて流動性がタイトになる、ということマーケットは心配していると考えた方が理解しやすいのではないかと思う。この間の株価の動きを見ると、2005年中に価格上昇の大きかった株式市場で値下がりが大きい。新興国は約3割上がったが、その半分とか、あるいはその上がった分に近いところまで戻すとか、日本の場合は



40%以上上がって2割位下落するといった状況かと思う。特徴があるのは、アメリカのマーケットであり、2005年中に+6.6%しか上がらなかったのだが、下がる方も非常に小幅である。株価の下がり方が一番小さいのはアメリカである。アメリカの株式市場の、あるいは世界の株式市場におけるインプライド・ボラティリティが、4月半ば以降、特に5月半ば以降上昇して、それが株価の大幅な下落に繋がったと思うが、ただ、よく調べてみると、中長期的なリスク回避傾向が基本的に変わったのかどうかというのは、やや疑問がある。株式のリスク・プレミアムをみると、これはほとんど変化していない。それから債券市場において、ボラティリティが低い水準のままで安定的に推移しているということを考えあわせてみると、今回の株価の大幅な変化は、言ってみるとファンダメンタルズそのものが変わったというよりは、ファンダメンタルズの先行きに対してやや不透明性が出ていることを懸念して、マーケットがポジション調整をしているとみたら良いのではないかと考えている。もう一つの不確定要因は、アメリカの金融政策がオーバーキルになって経済の減速が強まるのではないかとということだと思う。グリーンSPAN前議長の時代を振り返ると、1989年～1990年、1994年～1995年、1999年～2000年に引締めをしたが、この3回ともグリーンSPAN前議長はインフレがピークになる前に金利引き上げを停止している。このうち1989年～1990年、1999年～2000年は景気後退に繋がったが、1994年～1995年の時は繋がらなかった。その時、ブラインダー副議長は、ホテルの室温調節と同じで引締め過ぎに気を付けなくてはならないと述べたが、アメリカはそういうリスクも抱えているかと思う。全体として、今回の株価の動きがまだ続いているが、ある意味で、巨大な投機の巻き戻しであって、ファンダメンタルズそのものが変化したということではない。フィッシャー・ブラックという方は、「期待の変化による株価変動はよくあることで、均衡から本当に離れた動きなのかどうか重要で、仮に株価が大幅に動いたとしても、例えばブラック・マンデーすら均衡と考えて良いのではないか」ということをおっしゃっている。今回も纏めて言うと、投資家のリスク・アペタイトが変化し、経済の先行き

増勢縮小を懸念することによる流動性選好の強まりで、これまで緩和的な環境のもとで行われてきた巨大な投機の巻き戻しが起こっていると考えて良いのではないかと思う。しかしながら、この株価の調整局面が長引くと、今度はそれはそれ自体として金融条件としては引締め方向に働くことになるので、この先経済にインパクトを与えるということも考えなければならぬと思う。私は、アメリカ経済の先行きの不透明性が払拭されていくにつれて、マーケットは安定していくと思うし、今回も基本的には上昇トレンドの中での調整局面と考えているが、この先少し短いタームでは、中間反騰局面——今日も少しプラスに戻っているが——を挟みながら、しかしながら調整局面が秋口まで延びるというリスクも同時に抱えて進行しているということかと思っている。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

世界経済については、引き続き成長を持続しているものの、インフレ懸念と景気減速懸念が並存している。こうした中、各国の利上げ姿勢もあって、これまでに積み上げられたキャリー・トレードの巻き戻しなどから、世界同時的な株安が進行し、フライト・トゥ・クオリティによるドル高も受け、原油、金、非鉄・金属等の国際商品市況が下落するなど、国際金融・資本市場の方はやや大きな変動が続いている。米国経済は、企業部門の堅調は継続しているものの、住宅市場の減速が続き、既往利上げの累積的影響や原油高もあって、個人消費の減速も懸念されつつある。また、5月の雇用統計では、4月に続き、非農業部門就業者数の増加が小幅にとどまるなど、雇用の強さにもやや翳りが見え始めている。昨日の夜出たページブックも大体同じような調子だったように私は理解している。一方、物価については、労働コストが上昇し、設備・雇用など資源利用率が高水準となっている。こうした環境のもと、原油を含む国際商品市況は、足許やや

大幅な調整局面にあるとは言え、これまでの上昇が着実に川下段階にまで波及しつつあり、コアPPI、コアCPIは高めの伸びを示している。こうした中、市場では、米国の金融政策は景気・物価の両睨みで臨まざるを得ないとの見方から、その先行きについては、引き続き不透明感が漂っている。先月も申し上げたが、6月末のFOMCまではウエイト・アンド・シーとの市場筋の見方も多く、市場が薄くなっていることから、最近のように思惑次第でかなり価格変動幅が大きくなっている。我が国の景気情勢については、内需を中心にファンダメンタルズは堅調であり、執行部の基本的見解に特段の違和感はない。先程岩田副総裁からもあったが、企業収益は引き続き高水準ながら、1~3月の法人季報でも増益率は+4.1%と縮小してきている。会社側の発表では、元々、保守的にみる傾向があることは勘案する必要はあろうが、ほとんどフラットである。高原状態にしているということが一番大きな要因だが、それに加えて、石油をはじめとする原材料高や賃金の上昇を製品価格に転嫁しにくいことや、過去3年間に活発に実施した設備投資の減価償却費や研究開発費が増加することもある。過去のように二桁増益を達成することは難しくなりつつある。設備投資については、企業は最近の金融・資本市場の乱高下をも踏まえつつ、引き続き慎重さも保っているが、4月の機械受注は1~3月の反動もあってか高い伸びを示すなど、引き続き堅調であることが改めて確認された。4月の設備稼働率が4か月振りに前月を上回るなど、生産能力不足感の強まりも設備投資の堅調さを支えているとみられる。個人消費は、雇用環境が着実に改善する中、地合いは堅調である。もっとも、5月の消費者態度指数は50%を割り、これまで堅調であった中古車登録台数も5月は2か月連続の前年割れになるなど、足許の個人消費関連指標は、1~3月に続き必ずしも芳しくない状況である。これは天候不順の他、株価続落に伴い、東証各市場の時価総額が、4月上旬から約100兆円減少するなど、キャピタル・ロスが僅かの期間にこれだけ膨らんだことも一部影響しているかと思われるが、今後の推移は注視する必要があると思う。物価面では、5月の国内企業物価は国際商品市況高を受けて、前年比+3.3%の高い伸びとなったが、こ

ここで注目されるのは、価格転嫁は、米国でもやっと始まってきているが、これが日本でもどういう形で現われてくるのかということである。コア消費者物価の上昇は、引き続き緩やかにとどまっている。もっとも、最近になって消費者物価を巡る環境に、アネクドータルで恐縮だが、やや変化の兆しが見られるものをご紹介したいと思う。第一に、これまで私はグローバル要因が物価の抑制要因であるということをずっと申し上げてきたが、昨日、少し執行部の説明にもあったが、中国がやはり少し需給がタイトになってきている。具体的には、中国が鉄鋼のアジア向けの輸出価格を上げたのである。こういうことは非常に珍しいことである。これは、アジアの需給がタイトだということと、中国も環境コストの上昇とか、最低賃金の大幅な引き上げとか、原油高のコスト・プッシュを受けて、引き上げざるを得なかったということである。それを上げてみたら通ってしまったということが一つ。引き続きグローバル要因がやや抑制要因であるとは思いますが、中国に少し変化の兆しが見られるということである。第二に、これらは日本の要因だが、これもアネクドータルだが——アネクドータルというよりは全般の問題かもしれないが——、ご承知のように日本版SOXが始まる。早い第1グループは4月から始まっているが、これはアメリカのサーベンス・オックスリー法で大騒動したのと同じように、日本の企業は今大騒動している。会計、法律、ITの各部署で人員増強が必要になっている。新卒採用を通じて需給のタイトさを感じ取った訳だが、こういうものの人員確保に出てみると、正社員より高い給料を払わないと人が集まってこない。やや専門分野でもあるからということなのであるが、改めて企業は労働需給の逼迫を体感するようになってきている。これが第二点の変化である。第三は、今までは円安修正で、少し輸入物価の抑制要因にでもなるかなと多少は期待されたのだが、足許はややドル高で推移しているため、大きく期待できるような状況ではないということが、今の時点での評価かと思う。こうした消費者物価を巡る変化点については、今後とも十分に目を凝らしていく必要があると思う。金融面では、昨日の執行部のご説明のとおり、企業金融は引き続き緩和的である。金融・資本市場については、米国の金

融政策の不透明感、米欧を中心とするインフレ懸念等を受け、グローバルな為替、株式、債券、商品市場が相互に関連、増幅しながら変動しており、こうした中、市場参加者の不安感が高まり、その結果、ボラティリティも高まってきている。最近では、個人投資家並びに機関投資家の資産運用も、投信、REIT、ファンド・オブ・ファンズ、商品ファンドなど、非常に多様になっており、各種ファンドでは海外の様々な金融資産を対象に入れている。このため、グローバルな金融・資本市場の変動は、個人投資家並びに機関投資家のポートフォリオに直接影響を与えるようになっている。こうした世界的な市場の大きな調整は、過剰流動性を吸収する過程において、残念ながら過去にも時々発生してきたことでもある。ヒト・モノ・カネの三つの過剰を克服した我が国経済が、こうした市場の大きな調整を乗り越え、ロバスト・アンド・レジリエントであることを改めて示すことに期待したい、ということが率直な気持ちである。市場の大きな調整は、短期的なものに終わるのであれば、景気の足取りも比較的しっかりしている現段階で悪材料をこなしていくことにより、先行きの持続的成長の基盤を一層固めることができるという、ポジティブな見方ができる。一方、万一、市場における大きな調整が長期化し、価格変動幅が拡大した場合には、経済のファンダメンタルズへの影響も発生しかねないというネガティブな面もある。ポジティブ、ネガティブのいずれの面が出るにせよ、金融・資本市場の動向の我が国経済のファンダメンタルズへの影響は、金融政策運営において大きなポイントとなるだけに、予断を持たずに注視していく必要があるかと思う。以上である。

福井議長

西村委員、お願いします。

西村委員

金融経済情勢について、判断は皆さんと基本的に同じであるので、いつものように重点を絞って2点だけ——正確に言うと2.5点なのだが——、

付け加えたいと思う。米国経済の状況だが、確かに現在住宅投資は減速している。しかし同時に企業投資がかなりの程度、その穴埋めをしているように見える。この点はバーナンキ議長が先の講演で示唆されているが、マーケットにはメッセージが必ずしも十分には届いていないように思われる。設備投資も強いようだが、特に特徴的なのは建設投資である。商業系は、今、地域によってはブームに近いようなところも出てきているようである。

セントルイス連銀の総裁のお膝許、セントルイスでは、ビル建設に必要な利用可能なクレーンがついに払底してしまったということである。南部でのハリケーン・カトリーナの後の復興需要や、特に高所得層を対象とする施設、例えばゴルフ場関連施設等の建設業は好調であると聞いている。特に、この種の建設は、プロフィット・マージンが高く、企業収益の好調さを下支えしていると考えられる。さらに住宅投資は確かに減速しているが、これが目立った住宅価格の低下に繋がるかどうかという判断は非常に難しいと思う。特に最近、国境を越えた需要があることが特徴である。例えば、マイアミは現在価格が上がっているが、その大きな理由は、ドイツ人が買っているということのようである。イタリア、リビエラからフランスのコートダジュールが高くなり過ぎて、そのうちにスペインのコスタドールに行ってまた高過ぎるので、ついにマイアミに到達したというようである。このように、証券市場、商品市場のグローバル化の影響というのは言われているが、最近不動産市場にもその波が押し寄せており、判断が非常に難しくなっていると思う。そこで、現在のところは、やはり米国経済は底堅く推移しており、年率で+3%~+3.5%のレンジ、すなわち潜在成長率近辺での成長を見込むというメインシナリオはそのままで宜しいのではないかと思う。急速に住宅価格が低落し、それが消費に大きく影響を与えるというハードランディング・シナリオを示す動きは、今のところは出ていない。勿論、これから注意しなければならないとは思う。次に、1~3月期2次QEについて調査統計局の説明に補足したいと思う。まずは、ちょっとした点であるが今回の改定の主要部分は民間設備投資であり、法人企業統計季報が大企業、中

小企業とも製造業、非製造業とも押し並べて良かったことが牽引していることは昨日の説明のとおりである。しかし、昨日調査統計局から説明があったように、特に中小企業の数字は、サンプルが小さいので、特殊要因の影響が多いことから考えると、今回の数字のみで判断することは、非常に慎重にならなければならないと思っている。この点は注意を喚起したいと思う。調査統計局の方からも既に示唆があったが、この点は我々も考えておく必要があると思う。それからもう一点は——これは本当に重要な点なのだが——、注目したいのは、消費もまた上方修正されたということである。これは生産動態統計の3月分が入手されたことによって判明したが、第一にバレンタイン商戦やひな祭りが好調であったということで、なぜかチョコレート、菓子類の生産がかなり大幅に上方改定されたということである。それはそれで興味深い話なのだが、それよりももっと重要でマグニチュードが大きいのは、自動車、特に軽自動車、小型自動車のカテゴリで、1次QEの補外推計よりも3月の数字が良かったことが挙げられる。特にこの場合は、消費は需要側の統計と供給側の統計があって、これらを大体足して2で割るのだが——その大体というところは少し説明が難しいのだが——、自動車は需要側がなく、全て供給側である。従って、この供給側で大きな変化が出ると、これはそのまま数値として反映される。自動車に関しては、先程申し上げたように、軽自動車、小型車のカテゴリが実はかなり強い。強いと言うか落ちていない。1~3月のQEのデータに加え5月の含む軽・新車登録車台数を前年同月比全体で見ると、95.1%と落ち込んだが、内容を精査すると軽自動車は前年同月比で100.7%で5か月連続の増加である。それから高級車カテゴリの一部、いわゆる外車プラストヨタのレクサスは前年同月比で114%の増加である。不調の主な原因は、普通車、特に第2メーカー——言わなくても分かると思うが——の絶不調の状態にあるということになる。これは軽・小型車の質の向上と燃費の良さに比べて、普通車、そして特定メーカーの不振というのは、供給と需要のミスマッチを示唆しているように私は思う。このミスマッチが解消されない場合には、自動車需要が景気を牽引する力というのは、や

はり小さいのではないかと思う。これからどういう形でこのミスマッチが解消されるかを慎重に見ていきたいと思っている。以上である。

福井議長

最後になったが、中原委員からお願いします。

中原委員

前回決定会合以降の指標を見ると、実体経済について、全体として着実な回復という基調判断を変える材料はない。ただ、景気が成熟局面に入っていく目先、一時的にせよ調整の生じる可能性があることを物語る材料がやや増えてきたように思う。また、4月の展望レポートとの関係で言えば、ほぼ見通しに沿った動きということで良いかと思う。1~3月GDPの上方修正で、2006年度に向けてのゲタが高くなったということから、年度成長率は上方修正の動きが出ている。世界的な根強いインフレ懸念、それから金融引締めの流れ、これらが内外株式市場に大幅な調整をもたらしており、今後、これが実体経済面、コンフィデンスの面に影響を及ぼすリスクには十分注意したいと思う。国内経済だが、昨日の議論にもあったとおり、個人消費の需要面の指標と供給面の指標との乖離が気になる。家計調査におけるサンプルバイアスの問題が大きいという話だったが、雇用の改善という材料はなお変化していないとはいえ、一方で、雇用者所得の伸び悩みのもとで、低調な自動車新車登録などの販売統計があまり冴えないことや、景気ウォッチャー調査での家計動向DIが少し悪くなっていること、このところの株価の急落などを考えると、今後の家計の動きは注意して見ていく必要があるように思う。企業周りは総じて好調であり、IT関連も具体的な調整の兆候は今のところ特に見られない訳だが、幾つか多少気になる指標も散見されている。実質輸出は2か月連続のマイナス、外需環境の変化のリスクは引き続き念頭に置かざるを得ないと思う。電子部品・デバイス部門について、生産が極めて高水準に達しており、やや頭打ちの気配が出てきたこと、あるいは在庫率の上昇傾向などは、気になる動きとい



うことができるかもしれない。先日発表された法人季報の設備投資は予想以上に強かった訳であり、先行指標である機械受注もポジティブ・サプライズということだったが、企業収益の予想が下方修正を重ねていることに加えて、設備投資額と減価償却額との乖離がやや広がり始めており、今後の設備投資下方修正の可能性については、考えておく必要がある。法人季報でもう一つ気になるのは、中小企業における損益分岐点、労働分配率が上昇に転じていること、言い換えれば総資産経常利益率に悪化の傾向が出ているということである。先程西村委員からサンプル数の問題があるということでお話を承って、なるほどとも思ったが、いずれにせよ今後中小企業の収益環境等については、十分注意していく必要があるかと思う。米国経済も、実態面ではそれ程大きな変化はない。基調は強い訳だが、期待インフレの上昇に対するF e dの強い警戒感が实体经济をオーバーキルするリスクに市場は反応し始めており、住宅及び消費の減速も次第に明確になっているようである。当面、最も注意を要すると思われるのは、世界的な引締め方向への政策運営のもと、内外市場での株価の調整の動きである。今のところはグローバル・タイトニングの流れのもとでポジションの巻き戻しが行われる一方、金融政策の先行きの不確実性に係るリスク・プレミアムが拡大しているということではないかと思う。新興市場からの資金流出はマイルドであり、今のところ必ずしも強いとはみえないフライト・トゥ・クオリティの動きがどこまで続くのか。これは結局、米国のインフレ懸念と景気減速のシナリオがどこまで現実的なものになるかということによるが、見通しは極めて困難であり、現在の不安定な状態は、暫く続くと覚悟すべきかもしれない。もっとも、経済のグローバル化のもとで、インフレになりにくい世界の経済構造に、大きな変化があったとは思えない。原油価格上昇が、需要要因に基づくものであり、相対価格の変化が、基本的に生産性の向上で吸収されてきたという、これまでの構図に変化がないとすれば、ソフトランディングの可能性は十分にあるかと思う。我が国において、一昨日、株価の下落が少し大きかったので心配したが、これをセリング・クライマックスとみるかどうか。バリュエーション、あ

るいはチャートで見ると、そろそろ下げ止まりという気がするが、企業収益の今後の予想は極めて不透明であることに加えて、中央青山監査法人、あるいは村上ファンド事件等が続いているし、政治面からのイベント・リスクも予想されることから、当面、株式市場は低迷するものと考えておいた方が良いと思う。

#### 福井議長

一通りご意見を頂戴した。今日、各委員から表明して頂いたご意見を並べてみると、あまり大きなご見解の相違はなかったなと思う。世界経済については、引き続き米国や中国を中心に拡大を続けている。ただ、そのテンポは足許米国で鈍化しつつある。アジアで比較的堅調な状況が続いており、ユーロエリアにおいて、意外にもとっては言葉が悪いと思うが、景気回復のモメンタムが徐々に強まっていることもあって、米国の減速を他が若干補う形で上手くバランスのとれた展開になっているのではないかなと思うが、やはり一番大事なのは米国経済の帰趨であろう。労働需給の引締まり、あるいは原油等の商品価格の上昇を背景にして、潜在的なインフレ・リスクが一段と意識されるようになってきている。その一方で、景気は、住宅建設に減速傾向が出ているほか、家計支出や雇用面で増勢が鈍化しつつあるというようなことで、金融政策の対応宜しきを得て、米国経済が望ましいソフトランディングのコースを本当に辿るかどうかについて、市場も注目しているし、リスクも感じているということである。我々が今後の経済を判断していくうえで、やはり非常に重要なポイントになってきているということではないかと思う。上手くインフレ・リスクをコンテインしながら、米国経済が潜在成長能力のラインに沿う形でソフトランディングしていくかどうか。今直ちに読み切れないが、FRBの政策対応も含め、この動きを正確に判断していく必要があるという状況ではないかと思う。日本経済についての皆様方のご意見は、目下我々の4月の展望レポートのメインシナリオに沿った動きをしていて、ここのところは、寸分の狂いもないと言っても良い位だということであった。ただし、仔細にみると、足

許では企業の設備投資について少し強い指標が出ているが、先行きまで考えると、企業のプロフィット・サイクル的には、既に高原状態になっており、少なくとも先行き二桁増益がいつまでも続くというような状況ではないのではないかということがある。特に、コスト転嫁という点まで考えると、中堅中小企業の収益動向をやはりしっかり読んでいく必要がある。これらはいずれも先行きの設備投資の動向に絡んでくる話であり、その辺りがメインシナリオに沿った設備投資の強さという方向に上手く収斂していくかどうか。そこは、国内面で非常に重要な判断項目だというようなご指摘があったと思う。個人消費の方は、一時的な天候要因といった振れはあるが、基調的には企業部門から家計部門への好影響が引き続き続いているということで、個人消費の基調にそう大きな変化はない。今後も、比較的底堅い動きが続くだろう、というような見方で一致していたのではないかと思う。物価についても、引き続き基調的に需給が均衡し、ゆっくり需要超過の経済に入っていく。企業の賃上げ姿勢は引き続き非常に慎重だが、ユニット・レーバ・コストの低下による物価押し下げ圧力がさらに減衰する方向にあるということなので、物価の基調は引き続きしっかりしていくであろう。CPIの中身を見ていても、最近はサービス価格の面に少し上昇の動きが広がってきている。これは指数の中から判断するのだが、福岡委員からもご指摘があったとおり、その他色々なアネクドタルなデータから判断する限り、最終財あるいはCPIという面で、価格上昇の動きというものがジワジワと広がりつつあるというのが現状認識ではないかと思う。鉱工業生産、在庫周りの動きは、目下のところあまり大きな問題はない。生産は増加が続いているし、在庫は概ね出荷とバランスして動いているということで、こうした供給面からの動きで突如不均衡が目の前に見えることはなさそうだということである。鉄鋼や化学など素材関連でも、在庫調整の進捗が明確に認められるようになってきたということである。ただ、岩田副総裁からもご指摘があったが、ITないしハイテク関連については、マグニチュードはどれ位か分からないにしても、やはり6月辺りをピークとしたある種のサイクルを予見しておいた方が良いというお話

があったように思う。世界経済及び日本経済のファンダメンタルズは引き続きそういう形で良好であり、先行きの展望についても、このような基調的な動きの中から大きなリスクを読み取ることはなかなか難しい状況だが、それでも市場の方、特に株式市場が大きく動いている。やはり、インフレ圧力のジワツとした台頭に対して上手く金融政策を適合させられるか、経済の減速を行き過ぎさせないような上手い金融政策を採れるか、こうした点についてマーケットは金融政策当局に対する信認と同時に、ある種の不確実性を感じていて、リスク・アペタイトを少し後退させている。あるいは、先行きの流動性不安というものを感じながら、市場が目下のところは必要な調整をしている。2005 年中に大きく押し上げた相場の部分については、より大きく反動的な調整が出ているというのが、現状に関する皆様方の基本認識であったかと思う。もし、そういう好ましい調整、新しい均衡への調整ということであれば、先行きのファンダメンタルズ、経済の推移と整合的な金融環境が整備されるという望ましいコースになる訳だが、市場には常にオーバーランのリスクがある。あるいは、どこかで本当にリスクを感じたら鋭くそこを攻撃してくる。そのような動きが大きくなれば、せっかく健全なファンダメンタルズに対して衝撃を与えるリスクもあるので、そこは注意深くみていこうというご認識であったかなと思う。最後に、中原委員から締め括りのようなお言葉を頂いた。世界経済全体として、生産性の上昇でコスト上昇を吸収していけるといって、こういう基本的な構図に大きな変化がない限り、ソフトランディングのシナリオが一挙に大崩れする心配もないのではないかと。一番大事な注目点を、ご指摘頂いたような気がする。大体皆様のご意見はそのようなことではなかったかと思うが、自由にご議論頂きたい。須田委員から、マーケットの中で、先行きのオーバーキルのリスクを感じ取る指標が幾つか出ているというようなお話があった。この辺については、今の市場の調整の動きの中で、先行き強い懸念というのを示す材料が、須田委員がお示しになったこと、あるいはそれ以外にもあるのかどうか。もしあれば、そこはやはり今の段階でも正確に把握しておく必要があると思うが、おっしゃった点をもう一

回ご説明頂きたい。

須田委員

一つは、イールド・カーブが逆イールドになっていること。以前に一時的に逆イールドになった時は、それはコナンドラムであり、必ずしも景気の減速を示すものではないかもしれないという意見があったが、再び逆イールドになった今は、もう少し景気の減速を読み込んでいるのだというようなレポートを読むことの方が多くなってきている。

福井議長

なるほど。

須田委員

それから後は、つい最近のメリルリンチのレポートを見ると、やはり見事かというと、急激に投資家のマインドが悪化している。そこにはOECDの景気先行指数(6か月変動率)と世界経済の見方が並べてグラフになっていた。それを見ると、過去については綺麗に相関があるのだが、足許は見事に逆方向に動いている。毎月結構振れるものであるため、そんなにこれが長引くかどうか分からないが、やはりこういうものが出た時には影響を必ずチェックするとともに、一応頭の中に入れておきたいということである。

福井議長

堀井理事や中曽金融市場局長から何か今の点であるか。特にないか。中曽金融市場局長もないか。

中曽金融市場局長

メリルリンチのサーベイは、確かに大変印象的で、先程須田委員からお話があったように、投資家のリスクテイク姿勢の慎重化が表われている。

具体的には、キャッシュ・ポジションを厚めに持とう、それから日本株については、これまで程は強くなってきている。そういったところが確かに特徴的に表われているということで、我々も注目すべきだろうと思う。それからアメリカのイーロード・カーブのインバートは、一つは確かにオーバーキルのリスクを意識した部分もあると思うのだが、一方で米国債に資金が戻っているので、需給面から多少長いところを買われているので金利が下がっているという部分もあるのではないかとみている。

福井議長

ハイテクのスイングについては、西村委員も情報をお持ちか。

西村委員

あまり大きな情報はないが、確かに一番新しいレートを見ると、マイナスのレートは出ているのだが、それと同時に強い話もあるので、今は非常に見通しがしにくい時期であることは、多分、岩田副総裁と同じ判断だと思う。少なくとも足許を見ると、確かに良くない。それから、岩田副総裁がインテルの話がされたのだが、インテルは、AMDに意外に食われている部分もあるので、少し個別的な要素もあるため、そこから直接に判断するのはなかなか難しいという気がする。ただ、昨日の夜には逆に格上げとなったのだが、その理由は、要するに今までは単なるマーケティングの間違いだったのであって、きちんとマーケティングをすればもっと伸びるはずだという見通しをマーケットが持っているとも考えることも可能である。そこでコーシャスリー・オブティミスティックという形で言うて良いのではないかと思う。これに関しては、後で大きく間違える可能性があるのも、あまり大きな声では言えないが、今のところ少なくとも単月で少し何かを言うのは非常に危険な感じがする。多分、岩田副総裁も同じご意見だと思う。

福井議長

早川調査統計局長はどうか。

早川調査統計局長

先日もどこかに書いてあったがマーク・トゥウェインが “It is difficult to make predictions, especially about the future” と言っていて、そのような感じである。

西村委員

もう一つは、台湾と韓国の違いだが、これはプロダクト・ミックスが違うこともあるので、少し前のように全てがDRAMで動いていた世界とはかなり違う世界になっていることは確かである。ということは、世界全体がそうなのだが、グローバル化と同時に非常にダイバーシファイされているので、ちょっとした動きに関しては比較的レジリエントに動くのだが、全体に同じ方向にいつてしまう時の恐さはある。それをどういう形で、どうやって調べるのかという議論があるが、やはり全てのデータを見ながらウォッチしなくてはならないことは確かであろう。

水野委員

マーケットの指標について二つある。一つは、前回もお話したのだが、コモディティとかエマージングでいたずらしているのは、結構年金のお金なのである。年金のお金が、アセット・アロケーション、アセット・ミックスのもとダイバシフィケーションして、その結果、マーケットサイズが小さいところ——クラウド・トレードと言われるが——では、皆がバーッと入って、出ようと思ったら出口が小さかったというような状況が起きている。年金が本来入ってはいけないところに入っているのではないかなと感じる。最近では米国の大手公的年金などはその見直しを始めている。また、アメリカの利上げに対して懸念を表明するファンドなどが必ず

言うこととして、低金利時代に作られたプロダクト、特にCDOなどには、色々なクレジット物で組成されている訳である。それがどこかで爆発するのではないかと。これは誰もテストしていないので狼少年みたいになってしまうのだが、低金利を前提として作られたその辺のプロダクト、あるいは仕組み債、そういうものが少し恐いなという感じがする。

#### 福井議長

中原委員から、企業収益の動きやその他で、一時的かもしれないが幾ばくか目先調整の兆しもあるという話もあった。この調整の兆しというのは、資金需要の出方や貸出の伸び方、銀行の貸出姿勢といった方面から先行きの実体経済を占ったものとどのように擦り合わせて我々は理解しておけば良いのだろうか。もしご意見があれば出して頂きたい。

#### 中原委員

銀行貸出については、今は基本的に緩やかな伸びで水面上に出てきている訳だが、この動きは当面続くのではないかという気がする。少し申し上げたのは、設備投資と減価償却との関係について、2003年位には一時、ほとんど同じ位の水準になっていたが、足許ではかなり離れてきていて、減価償却をかなり上回る設備投資が行われ始めている。今後の企業収益のレベル・オフというか——悪化ということではないと思うが——、伸びが止まった段階で、設備投資を企業経営がどう考えていくのか。企業経営は非常に慎重になっていると言うが、これは在庫管理だけではなく、恐らく設備投資のプロジェクト管理も相当機動的に動くようになってきていると思われるので、計画したのだから実行してしまうという、かつてのような動きはあまりもうないのではないか。設備投資についても、需給、あるいは競争条件に応じて機動的に動くような感じが今後は出てくるのではないかという気がしており、設備投資の今の強さがいつまで続くのかについては、若干疑問を持ってきているということである。もっとも、銀行貸出については、当分、今のペースでの増加が続く感じがしている。



私としては、ITの調整がくるのかどうかということがいつも気になっている。出てくる数字その他については、先程岩田副総裁、西村委員からお話があったが、よく分からないのは、ITという時にどういう産業を含めて言うのかという点である。私は、いつもスタッフの人をお願いして色々なデータを作ってもらい、電気機械、情報通信機械、電子部品・デバイスの三つでみているのだが、動きはかなりバラバラである。これまで共通していたのは、どこも在庫水準がかなり低いということだった。しかし、今、情報通信機械などの生産レベルはほとんどずっと変わっていない一方で、電子部品・デバイスの生産レベルは物凄く高いところにきているので、これ程の高水準に一旦達してしまうと、いずれ調整が始まるのではないかという気がしている。このようにITと一口で言っても、どういう業界を見ていったら良いのかというのもよく分からないので、教えて頂きたいという気がしている。

福井議長

他に宜しいか。それではここでコーヒーブレイクを取りたいと思う。

(10時27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。それでは討議を続行する。今度は、次回決定会合までの金融政策の運営方針について、ご討議頂きたいと思う。改めてお一方5分程度ずつでお願いします。須田委員からお願いします。

須田委員

足許の短期金融市場の動向をみると、無担保コールレート・オーバーナイト物は概ねゼロ%というディレクティブどおりであるが、0.001%を離れ、多少なりとも金利が付くような状況になっている。また、そうした中

で無担保コール市場残高も増加基調にあり、概ねゼロ%という金利の範囲内という制約の中ではあるが、短期金融市場の機能も着実に回復してきているようである。また、ゼロ金利解除時期を探るためか、市場等の一部に「10兆円割れはいつか」といったように、今なお当座預金残高に意味を見出そうとする向きがあることには閉口するが、現状の10兆円程度で岩盤に突き当たったということのようなので、当座預金残高を削減するプロセスは概ね終了したと理解している。執行部においては、これ以上無理をして当座預金残高を減少させる必要はなく、ディレクティブに沿うように、必要に応じて当座預金残高を増減させるなど臨機応変に対応して頂きたいと思う。

こうした中で気になる点が二つある。一つは、ロンバート貸出についてである。元々ロンバート貸出は、期末日や何らかのショックに伴う金利のハネ上りを抑えるためにコールレートに上限を画し、金利変動を安定化することを企図して設けられた制度である。もっとも、足許のロンバート貸出の利用状況をみると、そのように利用されているというよりも、10bpという超低金利で日本銀行から担保さえあればいつでも好きなだけ資金調達ができる制度として、他の市場で運用して利鞘を抜くために利用されていると思われる例が散見される。これがあまりにも多く使われるようでは、市場機能の回復を阻害しかねない。またロンバート貸出は、先方が金額や借入期間を決められるため、金融調節上も積み期間の最後の方でレートコントロールが難しくなる可能性がある。

日本銀行が裁定用の資金を気前良く貸していると言われるのは心外なので、こうしたロンバート貸出の副作用部分を減じ、ロンバート貸出を当初企図したものに回帰するように仕向ける必要がある。そのためには、ターゲットとなる無担保コールレート・オーバーナイト物とロンバート貸出の適用金利の間にある程度の差を設ける必要がある。差がある程金利変動幅が拡大され市場機能の回復も促進される。他方、まだクレジット・ラインやシステム対応の必要性などから市場機能回復が十分とは言えない面もあるので、当面、ある程度はロンバート貸出を使えるようにしておく

必要もある。そのためには両者にあまり大きな差を設けることは問題かもしれない。また、担保さえあれば資金がいつでも取れるロンバート貸出金利水準が政策金利に近いとその資金を用いた裁定取引の活発化を通じて、短期金利形成にロンバート金利が影響を与える度合いが高まるかもしれない。こういったことを考えると、ゼロ金利解除時から普通の状態に戻るまでに、政策金利とロンバート金利差をどのようにしていくのか、なかなか結論が出ない問題であるように思う。今直ぐということではないが、今後金融政策運営方針を検討する際に、考えていく必要があると思う。

もう一つ気になる点は、前回も指摘したが、足許マイナス化している実質コールレートと実質GDP成長率トレンドの差が拡大し、緩和度合いを強めていることについてである。今回示された図から緩和度合いはバブル期以上であることが分かる。私は今日のような景気回復局面では、バブル期程の緩和度合いを維持する必要はないし、ましてやその強化は緩和し過ぎと考えている。従って、概ねゼロ金利のもとでの市場機能回復がほぼ達成されたと評価できる今、我が国の景気が、4月に公表した展望レポートで示した標準シナリオをトレースしている、ないしは上振れている蓋然性が高いという判断ができるのであれば、その時点でゼロ金利を解除していくのが望ましいと考えている。

さて、今申し上げたようなことを踏まえつつ、次回決定会合までの金融政策運営方針であるが、現時点では展望レポートの標準シナリオをトレースしていると考えている。ただ、先程のパートでも触れたように、マーケットからは、米国経済が標準シナリオよりも下振れるという見方も少なからず聞こえてくる。ゼロ金利解除に当たっては、慎重を期すためにも、米国の経済・物価情勢、FOMCも含めてもう少し見て、マーケットとのズレについて検証する必要があると思っている。従って、今回は現状維持で良いと思う。次回以降、展望レポートで示した標準シナリオが下振れる蓋然性が低いという判断を今以上の確信を持ってできるのであれば、実質的な緩和度合いが強まっている現状下、ゼロ金利の解除について躊躇なく検討すべきだと考えている。早めにゼロ金利を解除すればより一層の市場機能

の回復が望めるし、その後の金融政策の変更も余裕をもって対応でき、長期金利の跳ね上がりも抑制できると思う。現在は展望レポートのシナリオの範囲内であれば、夏から秋に掛けてゼロ金利を解除することが市場に織り込まれている。ピンポイントでの時期については決して予断を持ってはいないし、前のめりになるということでもないが、次回以降、冷静な判断によって、そして市場にもサプライズにならないような形でのゼロ金利の解除が展望できるのではないかと考えている。以上である。

福井議長

水野委員から願います。

水野委員

当面の金融調節方針については、経済・物価情勢は展望レポートで示した見通しに沿っているため、経済のファンダメンタルズからみれば、7月を待たずに今回の決定会合でゼロ金利を直ちに解除できる要件は整っているように思う。もっとも、金融市場の状況からみれば、前回の決定会合以降、コールレートやGCレートが一時的に跳ね上がったこともあり、現行の金融市場調節方針のもとで、6月16日スタート、次回の決定会合の二日目になると思うが、7月14日終了の積み期間において短期金融市場で適切な金利形成が行われることを見守った方が良く、第二に、多くの市場参加者が予想していない6月のタイミングでゼロ金利解除に踏み切るとサプライズとなり、その後の金融政策方針に関する市場との対話が困難になるリスクがあることから、本日は現状維持が適切であると思う。

世界の中央銀行は、5月以降の世界同時株安について冷静に受止めているようである。まず、Fedは6月の第一週の段階で、6月28日・29日のFOMCで追加利上げの可能性が高いとのメッセージを送ったと市場では受止めている。6月8日には、欧州中央銀行のみならず、韓国、デンマーク、南アフリカ、そして世界同時株安の震源地とも言えるインド、トルコも予想外のタイミングで大幅な利上げに踏み切った。ECBはインフ

レ懸念の抑制、インド、トルコは通貨安定が主目的であると見込まれるが、それぞれの中央銀行は、クレディビリティを意識して利上げに踏み切ったと思う。インドの株式相場は、利上げ直後の9日は反発したが、これは利上げが海外資本の流出に歯止めを掛けた可能性を示唆している。Fedのバーナンキ新議長は現在、金融市場からのクレディビリティ・テストを受けている状況にあると考えられる。昨日公表された5月のコアCPIは、前月比+0.3%、前年同月比は+2.4%に達した。バーナンキ新議長が5日の講演で強調した3か月前比、6か月前比の数字は、それぞれ+3.8%、+2.9%と前月の+3.2%、+2.8%からさらに上昇した。3か月前比については11年振り、6か月前比の数字については5年振りの高い数字になる。新議長の信認が簡単に高まりにくいことを考えると、6月28・29日のFOMCで、仮に25bpの追加利上げが実施されても、米国市場は不安定な状況が続く可能性がある。特に、バーナンキ新議長が米国経済のミニ・スタグフレーションのリスクを示唆していると受止める向きもあるため、米国株式市場の上値は当面重いと予想される。当分の間、米国要因で我が国の株式市場が反発する可能性は低いと考えておいた方が良いと思う。個人的には量的緩和解除、当座預金残高引き下げ、ゼロ金利、ゼロ金利解除というステップ全体が「量的緩和解除プロセス」と理解している。量的緩和解除後、ゼロ金利をあまり長く続けると、このロジックで対外説明しにくくなる。世界の中央銀行が、世界同時株安の中で、ファンダメンタルズに忠実に利上げに踏み切っている中、日本銀行がゼロ金利解除に向けてトーンダウンすると、「日銀は日経平均株価の下落を嫌気してゼロ金利を解除できないのではないか」という間違ったメッセージを送ることになりかねず、3月の量的緩和解除で高まった日本銀行の信認、特に海外からの信認が高まったかと思うが、それが損なわれるリスクがあると思う。

さて、金融経済情勢のパートで述べた情勢判断を「新たな金融政策運営の枠組みの二つの柱」に照らして点検すると、第一の柱については、内外需のバランスが取れた持続性の高い景気拡大が続くという展望レポート公表時の見通しをサポートしている。7月の中間評価において、景気は概

ね「見通し」に沿って推移する一方、国内企業物価と消費者物価は、幾分上振れて推移するという判断を示すことが出来る可能性が高くなってきたと思う。

二つ目の柱に照らして点検すると、需給ギャップの水準がゼロ近傍にある中、株価・長期金利など資産価格の安定に配慮し過ぎる結果、金融面からの刺激効果が一段と強まる可能性、二番目として世界的な金融市場の不安定が続き、株価下落の持続が消費者マインドの悪化や逆資産効果によって可処分所得が改善しても個人消費の回復が芳しくない可能性、この二つが候補として想定できる。しかし、少なくとも現時点では、どちらも蓋然性は高いとは言えない。すなわち、経済・物価情勢からは、遅くとも次回7月のMPM以降までゼロ金利解除を先延ばしした場合、対外的な説明は相当苦しく、金融政策の信認が低下するリスクが高いと思っている。

また、量的緩和政策の枠組み変更後、日本銀行は短期金融市場の安定と機能回復を両睨みしながら、当預残高の引き下げを行ってきた。言い換えると、当預残高引き下げのテンポと株価・長期金利の関係について、直接的な影響はないように配慮してきたと私は理解している。ただ、民間エコノミストの一部には、単純なマネタリスト的な議論の延長線上で、「最近の株価下落の主犯は、日本銀行が流動性吸収を急いでいるためである」という主張もみられる。日本銀行が当預残高目標を30～35兆円程度に維持していた際、金融機関は日本銀行の期間の長いオペに応じることで長めの資金調達を行っていた側面はあるが、一方で利子の付かない当座預金に所要額以上の資金を積んでいた訳であるから、それだけ市場運用を放棄していた側面があると思う。日本銀行の当預残高が減額されることは、民間金融機関は今まで当預残高に積んでいた資金をFB・TBなど短期国債や期間の短い国債等の金融資産を購入する市場運用に振り向けることで、一定の資金収益を計上している。量的緩和政策の解除によって、CPIへのコミットメントがなくなる結果、市場金利に上昇圧力が掛かる一方、民間金融機関の市場運用が増えるため、金融市場にとってはポジティブな面もある。

前回の決定会合以降、G Cレポレート上昇を起点にして無担保コールレート・オーバーナイト物のレートが補完貸付金利である 10bp に近づく局面があった。コール市場におけるメガバンクの価格支配力は予想以上に強いことが確認されたことで、金融市場調節セクションのノウハウが蓄積されたことは怪我の功名だったと思う。今後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に応じる姿勢が見えるかどうか、それから地銀が金利感応度を高めて短期金融の運用体制を充実させるかなどを注目している。先程、須田委員も言われたが、マーケットでもロンバート金利とオーバーナイト金利のスプレッドがゼロ金利解除後どうなるか非常に関心が高い 이슈になっている。私自身もここは二つの議論がある。市場機能を優先するならばスプレッドは 25bp 位あった方が良いという結論になるし、暫く今より若干拡大したところで様子を見るということもあり得るということで、これは次回決定会合以降議論して詰めた方が良いのではないかと考えている。以上である。

福井議長

春委員からお願いします。

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、引き続きゼロ金利のもとで、持続的で息の長い景気拡大のプロセスをサポートしていくことが適当と考える。

無担保コールレートは、前回会合後、レポ市場における金利上昇の影響を受け 5 月下旬には一時 0.076% まで急上昇した。即日オペに加えて、国債発行日に合わせた先行的なオペによる資金供給など適切な措置が講じられたほか、補完貸付の利用も広がったことなどにより、一旦は落ち着いた動きに戻っているが、今週に入って当預残高が 10 兆円に近づいた段階で再び同様の現象が見られているようである。昨日のご説明では、当預削減プロセスも岩盤に差し掛かっているとのことであったが、市場機能の回

復を見守りながら引き続き慎重な調節運営をお願いしたいと思う。

二点申し上げたいと思うが、市場やマスコミでは6月解除説は後退したが、7月～9月に解除、との見方が引き続き多いようである。こうした中で、本行としては引き続き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行って、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が、一方では、4月のコアCPIで消費者物価の安定的なプラス基調が確認され、足許の設備稼働率や労働需給の動きなどからみても、デフレ・リスクが着実に後退している中で、コアCPIのプラス定着によりゼロ金利の持つ緩和効果が増大していることも踏まえて、7月以降の決定会合では、こうしたリスクバランスの見極めが重要となるものと考え。7月の決定会合において、4月の展望レポートの中間評価を行うことになるが、6月短観の内容や株式市場の状況を含め経済の状況をよく点検したいと思う。

二点目は、今後の最初の利上げの際に、その後の利上げのペースについてどのように情報発信していくか、諸外国の例も参考に検討を深めることが必要と思う。私としては、その後の利上げを急ぐことなく慎重に進めていく姿勢を明らかにするために、展望レポートで示した「政策金利を概ねゼロ%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・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準の調整を行う」というメッセージを継続的に発信していくことが重要と思う。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

先程述べたような金融経済情勢を踏まえると、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続けることで良いと思う。



日銀当座預金残高は引き続き減少し足許では概ね 10 兆円となった。この間、先月下旬あるいは最近も国債入札に応じる証券会社の資金調達ニーズの高まりなどから、オーバーナイトレートが 0.1% 近傍まで上昇する局面が時折見られている。ただ、ある程度の摩擦的なレート変動は、3月の量的緩和解除の際にも予想されていたことであって、概ねゼロ%で推移するよう促すという調節方針のもとで、短期市場は概ね安定的に推移しているとみて良いと思う。

市場の安定に配慮しつつ当預残高の削減が順調に進められてきた結果、コール市場では、金利が市場環境を反映して若干の変動を示すようになった。また取引も徐々に増加してきている。このため、日々のオーバーナイト金利をコントロールするうえで技術的な問題はほぼなくなったのではないかと思う。そういう意味で当預残高の削減過程はほぼ収束したと言って良い。残高のレベルの問題ということではなく、マーケットの動きからみて、ほぼ収束したと判断して良いのではないかと思う。

ただ、このことは当預残高が先行きもこの水準で推移するというのではない。当預残高は、資金需給や金融機関の資金繰りなど様々な理由で大きく変動する可能性が高い訳である。しかし、金利コントロールのスキームのもとでは、当預残高の変動それ自体には政策的な意味合いは全く含まれていないと、この点については市場参加者や世の中に対してよく説明していく必要があると思う。

先行きの金融政策運営については、経済・物価情勢の展開が展望レポートに沿ったものであれば、政策運営も展望レポートに沿って進めることが可能であると考え。もとよりそうした考え方のもとで具体的にどのタイミングで政策を変更するかは、今後の経済・物価情勢の展開次第ということに尽きると思う。現在のところ、経済・物価情勢は、展望レポートの標準シナリオに沿って展開していると判断されるが、先程述べたとおり、世界的な金融資本市場の情勢や米国経済の動向などリスク要因もある。こうしたことを含めて、経済・物価情勢を慎重に見極めつつ、最も適切なタイミングで政策を行っていくということが、次回会合以降の課題であると考

える。以上である。

福井議長

岩田副総裁からお願いします。

岩田副総裁

金融政策運営については、現状維持ということで宜しいかと思う。当座預金残高は現在 10 兆円程度ということであるが、量的緩和政策を解除した時点で金利の調整について、我々としてはメッセージを既に出している。量的削減過程では事実上ゼロ金利が続き、その後も、極めて緩和的な金融の状況が続き、金利の調整プロセスに入っても、それは経済・物価の動向をよく見極めながら行うというものである。こういう姿で、現実にも推移してきていると思う。一方で、マーケットからみると、量的削減はいつ頃終わったのかということについて、やはり何らかのシグナルがないと、いつ終わったのか分からないという、潜在的な疑問が生まれても、それは当然だと思う。その意味で私は、量的削減について、一区切りが着いたという何らかのシグナルを送ることは意味があることだと思っている。ただ、同時に、量はそもそもオペレーションのターゲットではないので、10 兆円であるか 9 兆円であるか、あまり量についてプレーアップする必要はないと思っている。

それから、現在の状況で一番大きな問題は、世界の金融・資本市場である種ストームと言うか、特に株式市場ではそういう状況がまだ続いていると思う。これがやはりどの位続くのかということが、政策運営をするうえで考えておくべき要因だと思っている。私は、基本的にはアメリカ経済がソフトランディングする、つまりインフレもきちんと抑え込まれ潜在成長率経路にきちんと乗っていくということについて、マーケットが確信を持てるようになった時には、恐らくグローバルなマーケットのストームは収束するのではないかと思っている。そこでやはり鍵となっているのは、アメリカがソフトランディングするかということである。グリーンスパン

前議長のもとでは、実はリセッションが非常に短く、在任中 18 か月しかない——18 年務めて 18 か月なので偉いと思う——が、そのうち二回は先程言ったように 1989 年、1990 年それから 1999 年、2000 年である。1999 年、2000 年というのはある種イメージがあって、ゼロ金利解除の時のリセッションは、短かったものの、IT のバブルの崩壊としてかなりシャープに起こった。当時との直接比較はできないが、IT については確かに少し減速の感じが出ている。但し、2000 年のような崩壊はないだろう。それから逆に、1994、1995 年はやはり引締めを行ったが、リセッションにならなかった。その一つの大きい理由は、生産性だったと思う。あの時に同時に生産性革命が起こって、それで全て上手く収まったと思っている。そこで鍵を握っているのは、やはり生産性がどのように動くのかということである。前から何度も言っているが、アウトプットベースとインカムベースの生産性どちらが本当なのか、会うたびに色々なアメリカのエコノミストに聞いているが、なかなか明確なはっきりとした答えがない。インカムベースならまだ 4% 位あって、アウトプットベースだと 2.5%~3.0% の間ということで、どうも不透明なままである。私はどちらかと言えば高い方だと思っている。その意味では、潜在的にはソフトランディングする可能性がかなり残されていると思うが、ただそこは舵取り次第のところもある。短期のコアの CPI が前年比 +2.4% となったので、6 月利上げは間違いのないと思うが、その先どういうパスを考えるかである。短期のインフレ率が振れている。特に私が気にしているのは、帰属家賃が結構上がっていてそれに短期的に振られ過ぎることである。一方、中長期のインフレ期待は極めて安定している。10 年のボンドのインデックス・ボンドのブレイク・イーブン・レートを見ても大変安定していて、その意味ではアンカーはきちんとあるが、短期的に動いていることをどのように抑え込むかということが、一番鍵ではないかと思っている。

以上であるが、あと二つ程、コメント的に須田委員のお話しに付け加えたい。一つはロンバートレートの話であるが、今どんどん圧縮してしまったので 10bp のところに行っているが、少し長い目で見ればコリドー方式

的に下限と上限を決めて、マーケットの金利がその間を動くようなシステムが良いのではないかと思うが、これは先の検討課題だと思う。ただ、現実にはゼロ金利解除する時に、それもある程度同時に配慮しながらやる必要があると思う。もう一点流動性についてであるが、私はこれまでの段階は、超過準備が除かれるという過程であって、しかもそれは大きなインパクトを与えていないと思っている。ただもう少し広い意味での流動性、 $M2 + CD$ と例えば名目GDPの比率——これはマーシャルのKと呼ばれているが——はやはりトレンドから見ると相当乖離している。過去には二回大きいトレンドからの乖離があった。1973年、1975年と1990年と1993年である。これは乖離が戻った時期であるが、膨らんだ後の調整過程は、経済にハードランディングを伴っていたと私は思う。どういうプロセスでこのマネタリー・オーバー・ハングというか広い意味での流動性が、上手く調整されていくのかというのは、やはり潜在的には大きな問題だと思っている。以上である。

福井議長

福間委員からお願いします。

福間委員

国債・社債などの長期資本市場では、量的緩和政策解除の直後には保有債券の金利リスクヘッジのため先物ショート・ポジションを造成する動きが活発化したが、日銀が政策スタンスを変えず3か月間頑張った結果、ポジションのアンワインディングが起きて、平準化されており、それが最近のレートの落ち着きに現われてきている一つの理由だと思う。もう一つこの量的緩和政策解除の直後に起きた現象で、ここでも少し話題にしたこともあるが、年内2、3回金利を上げるという憶測があった訳であるが、やはりこれも粛々と我々の緩和政策を、あるいは現状の政策を変えずに行うことにより、ある程度マーケットの見方と我々の見方が段々と近づいていく。正しいとは言わないが、今のところマーケットは、1回ないし2回か

の利上げを織り込んでおり、要するに暴走しなくなった。これは非常に良かったと思う。申し上げたいのは、先程から色々な議論が出ているが、色々  
と焦るポイントはあると思うが、一方ではペイシェンスも必要であるとい  
うことである。やはりこれはあくまでも物価・景気というものをよく睨ん  
だうえで、行う必要がある。我々は追い上げを食っている訳ではないので、  
前半パートで少し申し上げたがその兆しはあるものの、それでもまだ多少  
時間的余裕があるので、やはり今は、前傾姿勢は避けた方が良いと思う。  
以上が第一点である。また、前半パートでも述べたように、米国の金融政  
策についての不透明感や米欧を中心とするインフレ懸念を受け、為替・株  
式・商品市場は乱高下が続き、市場に不安心理をもたらしている。こうし  
た中であって、次回までの金融政策運営としては、現状の無担保コール  
レート（オーバーナイト物）を概ねゼロ%で推移するように促す、との方  
針を維持することが適当と思う。先程何人かの委員からご指摘があったロ  
ンバートレートの抱える問題は、マーケットというのは必ずこういうもの  
は裁定取引で攻めてくるので、それも非常に目に付いているが、こういう  
形で利用されるのは適切ではないと思う。ただマーケット全体の資金需給  
が緩めば、これも沈静化する可能性もあるので、資金余剰の際の動きを見  
極めた後、ロンバートの仕組みについて、全営業日を通じて公定歩合によ  
る利用を可能としていることも含めて、2003年のクライシスの時に決め  
た取扱いを正常化する余地は残っていると思う。これもできたら市場との  
対話の中でタイミングを間違えることなく、行うことが重要である。オペ  
レーションの面では、5月末、6月初の資金不足期や今週にはコール及び  
レポ金利でやや急速な上昇も見られ、本行は即日資金供給オペや大量の補  
完貸付により、適切にマンドートの中で適応した。このことは予ねてより  
申し上げているクレジット・ラインの設定・引き上げなど、正常な金利環  
境下での取引に向けて、市場参加者の準備が必ずしも十分に進んでいない  
ことの証左であり、市場参加者にベスト・プラクティスの整備を促してい  
く必要もあると思う。市場参加者が引き続き注視している当預残高につい  
ては市場も岩盤に当たったと——こちらから発信しているのかどうかよ

く分からないが——、いずれにしてもそういう認識は一致している訳であるので、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、引き続き市場状況をよくモニターし、必要に応じて機動的な資金供給オペにより減額ペースを緩めるなど、市場が極めて神経質な動きをしているだけにより慎重に対応していくことが適当であると思う。6月末より手形オペがペーパーレス化されるが、これによりオペ先、本行双方の金融調節実務負担も軽減され、機動的なオペを通じ市場機能の一層の向上が図られることを期待したいと思う。なお实体经济の動向の中には、前半のパートで述べたような微妙な変化が窺われる。今後はこうした点や最終製品価格へのパス・スルーの状況を一段と細かくフォローしていく必要があると思う。以上である。

福井議長

西村委員から願います。

西村委員

前回決定会合から今回までに利用可能になった経済統計、サーベイ調査、またヒアリングの結果等を見ても、前回会合と比べてデータから変化を示唆するような兆候は出ていない。従って、次回までの金融政策運営方針は、現状維持が適当であると考えている。

一点、コミュニケーション・ポリシーについて、私の考えを述べたいと思う。市場に対する情報発信について、比較的小さなことであるが、実は大事な点があると思うので明確にしておきたいと思う。今回も問題になったが、5月の金融経済月報の基本的見解で、景気の先行きについて「緩やかに拡大していく」と判断を変更した。この判断の一つの根拠は、過去のトレンドの動きを勘案して推計されたマクロ的な需給ギャップをみると、長く続いた供給超過状態が解消し、現在はゼロ近傍、つまり需要と供給能力がほぼ見合った状態にある。そして、需要と供給の推移を見ていくと、今後は緩やかに需要が超過していく局面に入るという可能性が高いとい

うことであった。この判断の変更には、何か大きな意味を読み取ろうとする向きがあった。そのようなものではないことを明確にしておく必要があると私は思う。この点については異論があるかと思うが、私の考えを明らかにしておきたいと思う。景気は図式化して三角関数のサインカーブのような波と見ると、景気の底から少しずつ波が上昇し、加速し、やがて加速が止まり、伸びも低下し、景気の山に達する。従って、景気回復の局面、つまり景気が底から加速しながら上昇する局面から、景気拡大の局面、つまり伸びが低下して景気の山に到達する局面に転換する点が存在する。この回復から拡大への転換点が初等数学的には変曲点、リフレクションポイントである。二次微分がゼロという形になっている。実際には、景気は多くの経済指標の様々な動きの中に共通する動きとして捉えている。従って、サインカーブのような一本の波に集約される訳ではない。従って、回復から拡大の変曲点というのは、いわば例えのようなものに過ぎない。しかも過去のトレンドの動きを勘案した需給ギャップの推計とて、信頼度はそれ程高いものではない。相当幅を持って考えなくてはいけないと思う。従って、回復から拡大への判断変化も、景気変動の中で回復から拡大への変曲点を通過しつつある可能性が高い、といういわば示唆程度のものとして捉えるべきであり、それに大きな意味を持たせるのは百害あって一理なしだと思ふ。一般に政策決定会合が市場に発信する情報にも、ピンポイントに重要な情報と潮流の変化を示すような大掴みな情報の二種類があると思ふ。両方とも重要な情報である。そして、市場が大掴みな情報を、あたかもピンポイントに重要な情報と深読みして過剰反応する愚は避けなければいけないと思ふ。またその逆も避けなければいけない。そのために必要なのは、繰り返し辛抱強く情報の性質を市場に説明することだと思ふ。市場は意図してか、意図しないでか、極端なショートメモリーであることが多いので、この点は慎重に対処しなければいけないと思ふ。また関連することであるが、やはり不確実なことについては、曖昧にしなければならない。あたかも確実であるように話してしまうのは、非常にまずいであろうと思ふ。但し、曖昧にする場合には、その理由が、その場あるいは少な

くとも後で、明確に分かることが必要かと思う。さらには、これは我々の場合は関係ないのかもしれないが、そもそも政策委員会メンバーが何らかの用語を使って対外的に発信する場合には、共通の理解を持っている必要性は、強調しても強調し過ぎることはないと思う。

最後に、ロンバートについて色々ご意見があったが、私もロンバートについて今後検討していかななくてはいけないと思っている。以上である。

福井議長

最後になったが、中原委員から願います。

中原委員

足許の実体経済のファンダメンタルズの強さに大きな変化はない。その中で、先行き微妙な変化を予想させる指標も出ている訳である。消費者物価の上昇も、足取りはしっかりしてきているが、特殊要因を除くと上昇幅は極めて小幅である。最近の世界的な株式市場の不安定化といったことを考えると、今ゼロ金利解除の条件は整っていないということで、現在の調節方針を維持することが妥当と思う。短期市場について、外証あるいは外銀のビヘイビアがやや攪乱要因になっているほか、レポ市場とオーバーナイト市場の裁定が上手く働かないような市場構造になっていること、さらに、ロンバート金利という天井が極めて低い中で、オペ運営に始終やりにくい点があるということは良く分かるが、昨日金融市場局長からも説明があったように、先日付スタートオペ等々工夫をこらして今暫くゼロ金利を維持していくことが必要だと思う。同時に、当預残高の数字に捕らわれる必要はなく、市場動向に応じて弾力的な調節を引き続き行うべきであろうと思う。昨日も議論が色々あったが、短期市場の機能回復は、時間を掛けながら根気よく進める必要がある。今のところ展望レポートの内容に沿った一貫性のある市場対話姿勢が、市場に政策の先行きについてある種の安定感をもたらしている感じはある。このところの中期ゾーンの金利の落ち着きも、一部これを物語っているのではないかという気がする。



はっきりしている点は二つある。一つは消費者物価のプラス定着が明確になる中、ゼロ金利は次第に実態に見合う水準へと調整されて行かざるを得ないということ、もう一つは、物価の反応が緩やかな中で日銀は決して急いではないということである。この二点に関する市場の理解は、次第にこなれてきているように思われる。これによって解除時期についても、実体経済の具体的な動きと、その他の外部環境からの情報を客観的に判断していこうという市場のムード、センチメントが醸成されつつあるように思われ、これに対して無用のノイズを与えないよう引き続き注意していきたいと思う。市場は、既に2回、0.5%程度の利上げを見込んでいるようであり、既に銀行の長期貸出金利、あるいは社債金利も年初来50bp程度上昇している訳である。また資金循環表の資産・負債バランス等から見ると、企業の金利上昇に対する耐久力は、このところのバランスシート調整で大幅に向上している。このようなことを考えると、現在程度の金利上昇は、色々な経済主体の将来予測、収益等の将来予測に既にある程度織り込まれつつあるとみて良いかもしれない。ただ、今後の政策金利のパスについて、中立金利に向けての連続的な引き上げの思惑が強まった場合には、恐らく市場は、場合によっては一瞬にしてそれを織り込む可能性はあると思うし、金利上昇の実態面への影響は、特に中小企業などで無視し得ないように思う。ゼロ金利解除の際において、政策金利の先行きパスの考え方をどう表現していくのかは今後研究が必要であるし、細心の注意を払う必要があるように思う。以上である。

福井議長

当面の政策運営方針についても、一通りご意見を頂戴した。皆さんに共通していたご意見は、次回の金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、経済・物価情勢を踏まえ現状維持。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、この方針を維持するということがあったと思う。私も同様に考えている。

それから二番目に議論して頂いたのは、短期金融市場の動向。量削減の

過程ということであるが、当座預金残高の削減過程は、金融市場局の慎重な対応で順調に進んできた。一時的に僅かながらオーバーナイトレートが振れる局面を挟みつつも、政策目的どおり基本的にはオーバーナイトレートをゼロ近傍で安定的に推移させながら、削減が図られてきたと思う。現状は、須田委員の言葉を借りれば、岩盤に当たってきたような状況。これは別の言い方をすると、コールレート自体はゼロ近傍であるが、市場環境を反映して変動を示すようになってきている。もう一つは、コール市場での取引というか、市場参加者同士の取引も徐々に回復してきている、そういう意味で岩盤にきているということである。金利コントロールに支障が生じる状況ではなくなっている。つまり、余計な流動性はもうなくなっていると考えられる。その意味で、当座預金残高の削減プロセスはほぼ収束したと言える状況になっているのではないか。但し、短期金融市場の機能が万全なところに来たということとは全く別であり、今後とも機能回復、さらには機能向上に相当な努力が要る。これは今後の課題として残っているということだと思う。

三つ目には、今後の政策運営であるが、今日皆様方と確認した情勢判断は、少なくともこれまでは、経済・物価は展望レポートのメインシナリオどおり動いてきているということであるので、今後とも経済・物価がメインシナリオに沿って動いていく、展開していくということであれば、政策運営についても、展望レポートで示した考え方に沿って実施できる可能性が引き続き高いということだと思う。つまり、展望レポートで示した考え方というのは、オーバーナイトレートを概ねゼロ%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を当面維持できる可能性が高いということであるし、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ということを、引き続き市場にしっかりコミュニケーションしていく必要があると、春委員がおっしゃったが、そのとおりだという感じである。展望レポートの見通しは、物価安定のもとでの持続的成長と望ましい姿を示している訳であるが、これは市場や企業がある程度の政策変更を織り込んだうえで意思決定をしているという

ことを前提としている訳である。そうした意味で見通しどおりの展開であれば、経済・物価情勢の変化に応じて政策金利を変化させていくということは、究極的に景気の波を小さくし、日本経済を息の長い成長に導くことに繋がる。これは展望レポートの時の基本的な考え方である。一方、見通しに沿った動きの場合、経済は減速していくと考えられるために、物価の上昇は緩やかなものにとどまる。従って、急激な金利の調整は必要ない。まさに、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に調整していけば良い。こうした政策運営の面でも、メインシナリオが現在維持されており、今後も維持されていく可能性が強いということが、今日の確認事項ではなかったかと思う。従って、各委員がおっしゃったとおり、引き続き金融市場の動向も含め、様々な指標や情報を読み取りながら、経済・物価全体の姿を確認していきたい。次回の政策決定会合以降そうした点に絞って、さらに濃密に議論していきたいと思う。

なお、補完貸付のあり方について、複数の委員からその問題点の指摘もあった。日本銀行が意図するところと少し異なる使い方もなされているという点も含め、今後の補完貸付のあり方については、やはりこれからの検討課題である。直ぐにもということではなくても、ある程度時間を掛けてこの問題点を綺麗に整理し、新しい姿を描き出していく。さらに言えば、この問題についても、単に技術的問題ということで答えをいきなり持ち出すということではなく、市場とのコミュニケーションの中にきちんと入れながらやっていく、こういうご指摘もあったということだと思う。

大体そのようなことが纏めではないかと思う。なお、次回の政策決定会合以降、情勢点検をさらに濃密にやっていく必要があると申し上げたけれども、特定の指標にウエイトを掛けた判断を行っていくということではなくて、あくまで様々な指標や情報を丹念に点検して、市場情勢も含め、全体としての経済・物価情勢をしっかりと見極めていき、できる限り共通の認識を固めていく必要がある。このようなことではないかと思う。さらに私が申しそびれていること、あるいは別の観点から追加的にご意見を出して頂ければと思う。

## 岩田副総裁

一点だけ宜しいか。仮にゼロ金利を解除するような場合に、やはり一番重要なのは、将来の金利のパスをどのようにしたいかということについて、よく事前に理解の擦り合わせをしておく必要があると思う。足許を動かすだけではなく、金融政策の効果を考えるうえでは、先行きのパスがどう変わるかということについての市場の期待がどう動くかということが大事だと思う。これは繰り返し申し上げたい。量的緩和政策が、まさに足許の金利を全然動かさないで市場の期待だけに働き掛けるというマラドーナ効果そのものであり、それだけで実はやってきた。しかしそれは決して弱い政策ではなくて、非常に強い政策だと思っている。であるから、仮にゼロ金利を解除するということを議論する場合には、実は金利のかなり長いパスについてもやはりある程度配慮し、さらに、その予測期間には必ずしも捕らわれない、つまり中長期のリスクまで考えるということがもう一つのポイントである。それで、先日、サンフランシスコ連銀の

がセミナーにおいでになった際に、「オプティマル・ポリシー・プロジェクトはどのような状態か」と聞いたところ、ブルーブックと呼ばれるものの中で、単に1、2年ということではなくて、5、6年といった長い期間でみたオプティマルなポリシーのプロジェクトはどのようなものであるか、また、そうしたプロジェクトとテイラー・ルールに忠実に従った場合のパス、現実のパスを比較考慮しながら議論するというようなことをやっているとの回答であった。一番難しいのはどこかと聞いたら、「為替レートが想定と反対に動くとその時はどうしようもない。それは非常にコンセンサスが作りにくいところである」とおっしゃった。やはり長い期間をとってプロジェクトを行う場合、為替レートとか資産価格がどういう方向に動くかを考えないといけな。ここは非常に難しいところだと思う。日本銀行もそういう観点から、少しオプティマル・プロジェクト的なことについてエクササイズを深めて頂ければと思っている。

福井議長

中原委員からも最後におっしゃって頂いた点で、今後の政策金利のパスについて、やはり市場が正しく理解するように、我々としては対応する必要がある。これは岩田副総裁がおっしゃられたとおりしっかり勉強しておかなければならない。単に、記者会見で上手にもの言うというような類のことではないと思っており、少し勉強しないといけないことだと思う。

西村委員

内部的な検討の話と外に出す話とまた違う話なので、これを我々がどういう形でやっていくかということは、今後よく検討しないといけないことだと思う。つまり——この間も総裁の話があったが——、内部的にはこうして色々なことを話し合うことができても、外に対しては、そういうことを話すとどういう誤解を受けるか分からないということもあるので、その点については慎重を期さないといけないと思う。

福井議長

コミュニケーション・ポリシーとは切り離して、しっかり勉強したうえで、どのようにもの言うかということであろう。

水野委員

今の話とは少し別な話があるので話したい。今日の福間委員の話と須田委員の話は、全く同感のところが多かった。ゼロ金利解除後の政策金利のパスということだが、物価が急激に上がっていくリスクがないという世界では、これは多分実質金利マイナスあるいはゼロで良いと思う。ただ、実質金利をプラスに持っていかなければならない世界が来るとしたら、多分インフレに対する上振れが出てきた時であるので、これは今年度あるいは来年度そういうことがあるのかどうか。私もそうであるが、今日、消費者物価については、意外と少し雰囲気が変わってきたのではないかという話をされていたし、実際に出てきている計数も、国内企業物価指数は強い。

その辺がどういうパス・スルーへの効果が出るかということを見極める必要がある。一つの尺度としては、実質金利があると思うが、これを考えていかないといけない。余裕を持って対応できるというのは、物価が緩やかにしか上がらないというのが大前提であるので、それが変わったら、これも変わってくるというのがまずあると思う。それから二つあって、一つは別の議論であるが、私は、短期金融市場の機能回復はまだ程遠いと言ったが、元に戻るというのはあり得ないと思う。なぜかという、それはメガバンクがこれだけ大きくなったために、市場構造が完全に変わってきてしまったからである。その中でどうするかということは、実は金融市場局を中心に色々なレポートを出して発信している。もっと言うと、ある程度金利が上がってくる世界にならないと、いわゆる収益チャンスがなければ、結局は皆ブタ積みをしていく訳である。であるから、短期金利がある程度上がっていくというビューが必要である。換言すると、オーバーナイト金利がゼロの状況のままであると、短期金融市場の機能はこれ以上良くなるという部分もあると思う。だから、金融市場の機能を回復するためにもゼロ金利の状況がいつまでも続くのは良くないというのは、須田委員と全く同じである。実は矛盾しているようではあるが、今のゼロ金利とロンバート0.1%の間で市場機能を回復しろというのは、それは無理な相談である。10bpは、海外中銀から見れば誤差である。そういう点を含めて考えないと、10bpというスプレッドが良いのかどうか、あるいは25bpが良いのか、50bpが良いのかどうかというロンバートレートとオーバーナイトレートの差の議論も、答えが全然変わってくるのではないかという感じがする。それと、構造問題のところでは、地銀、証券会社、特に証券会社、外銀、国債大量発行時点における彼らの在庫のポジションが相当溜まってきているため、実はF B・T Bの買い切りオペの量を少し増やすことによって調整したりしているが、国債の入札の後の在庫の重さというのは相当効いてきているので、証券会社、外銀は、取り意欲が相当強いだろうということは頭に置いておいた方がよいのではないかという気がする。それが一点目。それから全く違う話で、情報発信であるが、前から凄く問

題意識を持っていて、何人かの方にお話したことがあるのだが、英語のコミュニケーションを少し真面目に考えた方が良いなということがある。総裁が記者会見をすると、これが一日経って本行のホームページに出る。でも英語のものは一切出ない。これはリソースの制約から無理であるというのが、情報サービス局、政策広報からの話だったが、3月の政策変更の記者会見の時に、総裁が色々お話しされたことや我々が公表したことについては、色々な誤解、難しい問題、デリケートな問題もあったのではないかと思う。その情報がどのように海外に流れていったかということ、民間エコノミストやワイヤーを通じて流れていくルートのほか、外資系証券会社のセールスを通じて流れるルートがあった。一番正確に伝えているのは外資系証券会社のセールスだと私は思っているが、ただそれとてバイアスが全くない訳はない。外資系からきた私のような人間からすると、日米同日、あるいはドイツだったらドイツ語と英語の同時発信が基本である。これだけグローバル化していて、海外から日本市場に対する関心が高い中で、英語のものが遅れるならともかく仮訳もない、要訳もない、ましてや1週間経っても1か月経っても何も出てこないというのは、非常に宜しくないのではないかと思う。これはリソースを割いてでもやるべきだと思う。勿論総裁の日本語は含蓄があるので、なかなか翻訳が難しいという意見もあり、総裁自身にも英訳されたものをチェックしてもらう必要があるかもしれないが、英語による発信は、仮訳、要訳何でも良いので、何かをできるだけ早い段階で出さないと、意味を間違った情報が海外へ流れてしまう、または、これはフェアじゃないと思う情報が発信されてしまうリスクがある。今後政策変更、ゼロ金利解除という大きなテーマが待っているし、先行きの景気、金利のパスを含めて、総裁のことであるから、非常に微妙な言い回しをされると思う。それを日銀として綺麗な形で、まずは要約で出していくという必要性を——事務方は中期経営戦略に取り込まなければ無理であると直ぐ逃げるが——、ここでやはりシェアしていく必要があるかなと思う。

福井議長

第一点目の方は、非常に大事な点で、先程も私は市場機能の回復とは言わないで回復向上と申し上げた。金利がある程度のレベル以上になれば機能がより向上するということは疑いないと思っているが、この話も機能向上のために金利を上げるのだと逆取りして理解されてはいけないので、話し方が非常に難しい点が含まれている。あくまでも情勢判断に忠実に金利を上げて、結果として機能向上がさらに進むと、こういう構図でなければいけないと思う。二番目の点も非常に重要であり、予ねてから意識している。展望レポートなどについては、既に初めから英文が用意されていて、それは確か配られていると思う。前回は私は決定会合4月の展望レポートの後、直ぐ海外に行ったが、少なくとも中央銀行の間では、展望レポートの英文は全部読んでくれていた。私が下手な英語で説明しても、少なくとも理解度はかなりあったと思うが、水野委員がおっしゃったのは、さらに広くマーケット全般に対してということか。

水野委員

月1回の記者会見である。ここが、総裁から何かを引き出したいという非常に緊張感があるところである。

西村委員

私はそれに対しては、リザベーションがかなりある。記者会見は、日本語のディスコースであるので、日本のディスコースを英語のディスコースにそのままに翻訳することは不可能である。しかもその中には、幾つかの色々なコンテキスト面の問題があるから、記者会見に関して何かすることは、そもそも英語で記者会見する以外は、非常に危険である。

水野委員

だから要約を。



#### 西村委員

私の個人的な経験からしても、そういう形でやるのも、非常に危険であると思う。

#### 須田委員

私も海外に行くと、やはり記者会見のことを知りたいと言われるが、英語でも発信するのは危険だと思っている。やはり日本語で発信していれば、日本語でしっかり説明すれば良いが、英語でも発信するとなると英語は色々な方向の意味に取れるので、それはそれで走ってしまう可能性が高いので、気を付けた方が良いのではないかと考えている。それから最初の話に戻っても良いか。政策の予測可能性についてであるが、どういう金利パスを描くのだろうかということを本行内で勉強するのは良いが、外に対して言えることは、政策そのものの予測ではなくて、政策のフレームワークである。経済自体をどう考えているかを正確に伝え、それに基づいてマーケットが予測するということをしっかりやっていかないといけない。メジャーペースにせよ、あるいは我々の過去に出たコミットメントにせよ、今まであまりにも政策そのものが予測できる状況であったため、マーケットが自らで考えなくなっている。今後の金融政策というのは、日本もアメリカも不確実性の中で行われて、その部分のリスク・プレミアムは仕方がないということを、世界中が共有しなくてはならない状況である。どのような形であれ政策金利のパスそのものを、コミュニケーションするのはいずれ止めた方が良くと思う。

#### 福井議長

それはマーケットに先行きの政策金利の経路をどういうふうに正しく理解させるか、混乱なく理解させるか、という非常に幅のある話である。究極的な姿としては、ノルウェー方式となってしまう訳であるが、現状の出発点を考えた場合にはそれとは随分距離がある。我々は、どういうやり方をするのか、そしてどういう表現でそれを説明していくのかということ

について、日本に最適な方法を考えないといけない。一発で決まらないかもしれないけれども、動きながら検討していかなければいけないかなと思う。岩田委員のご発言も、いきなりノルウェー方式ということではないな。

#### 岩田副総裁

私もそういうことではなくて、今は要するに金融政策に関する市場の予測を参考にしながら経済の先行きを予測するというのが、多分ベストチョイスであって、そのやり方を暫く浸透させるのが良いと思う。ただ、「参考にしながら」には色々な意味があって、リスクのアイデンティフィケーションとか、ある政策を今採った時に、市場の予測がどのように変わるかということについて、内部でより深く掘り下げてエクササイズすべきだと思う。勿論、参考になるような簡単な指標は幾つもあるのだが、実質金利がマイナスの間はそうした指標に基づくのは危険だとか、経済全体の姿と比べてそうした指標が本当にソリッドかどうか、ということは、よく調べる必要があると思う。あまり簡単なメジャーに基づいて、テイラー・ルールにも多少そういうところがあるのだが、それだけに基づいて金融政策を決定してしまうのはやはり危ないであろう。そういうことにならないために、より掘り下げた分析が必要ということをお願いしている。ニュージーランドなど、ある意味では極端にトランスペアレントだと私は思うが、そうした方式に直ぐ移行するという話ではなく、要するに、新しい政策の枠組みをより中身のあるものにするという意味で申し上げている。

#### 水野委員

須田委員が言われたことで、私が最近よく感じるのは、日本もアメリカも同じだが、特に日本で市場の金利予測能力が極めて低下しているということである。これは低金利政策が長かったためである。アメリカが毎回25bpの利上げ、日本銀行はずっと量的緩和でゼロであったと分かりやす過ぎた。これから政策が変わっていく時に、混乱がある程度起きるとい

気がする。これがまず一つある。もう一つは、我々の中でも意見の相違がまだ大分あるなという感じがある。

福井議長

どのような相違か。

水野委員

テイラー・メイドの色々なオプティマルなポリシープロジェクトである。先程おっしゃられた実質金利の話とかテイラー・ルールとか色々なものがあるが、テイラー・メイドではなく何と言うのかプリメイドが良くないというのはそのとおりである。しかし、何もプロジェクトがないところで政策を決定していくと、最近市場関係者がそうであるように——非常におもしろくないのだが——最後の答えを知りたがるのである。総裁も同じ感じを受けるかと思うが、もうこれだけ先行きの政策に対する考え方を丁寧に説明して、これ以上は説明しようがないだろうと思うのだが、「極めて低い金利が何bpか」まで聞きたがる。そんなものは自分で考えろ、というのが私の意見であるが。そこまで聞いてくるというのは、悲しいが本当にそれだけ質が落ちてしまったということである。それと対話するということがある意味で非常に難しいことをやろうとしているという意識を持っておくことが必要である。

福井議長

機械的なテイラー・ルールは良くないが、日本の状態にあったテイラー・メイドのものは良いのではないか。

水野委員

テイラー・メイドは良いのだが、テイラー・メイドにすると、事務方に対して負担と政策決定のリスクを転嫁するリスクがある。我々がそのプロジェクトを作るのであれば良いのだが。

#### 西村委員

さらに難しいのは、スタッフのレポートと各政策委員のものと、どのように切り分けて考えるかということである。多分岩田副総裁がおっしゃっているのは、それを含めてのことだと思うが、我々は今後考えていかなければいけないと思っている。

#### 福井議長

宜しいか。それでは政府の方からのご意見を拝聴したいと思う。赤羽副大臣から願います。

#### 赤羽財務副大臣

財務省から説明させて頂く。我が国経済の現状をみると、先日公表された本年1～3月期の四半期別GDP速報において、実質GDPが対前期比+0.8%になるなど、景気は回復している。しかしながら、原油価格は引き続き高い水準にあり、原油価格の動向が内外経済に与える影響については、慎重にみていく必要がある。一方、物価についての動向を総合してみると、デフレからまだ脱却したとは言えないものの、少しずつ改善がみられており、この改善を継続する必要がある。景気回復の持続を図るとともに、デフレからの脱却を確実なものとし、逆戻りすることがないように、日銀におかれては、政府と一体となって取り組んで頂きたいと思う。また、最近、株価が大きく下落するなど、市場にはやや不安定な動きが見られるところである。今後の市場を巡る環境を注意深くみて頂く必要があると考える。従って、当面の金融政策運営に当たっては、引き続きいわゆるゼロ金利を継続することにより、金融面から経済を十分支えて頂くとともに、市場の動向にも十分配慮して頂きたいと考えている。加えて、金融政策の先行きに関する憶測で市場が不安定になることのないよう、金融政策の先行きの考え方について、市場や国民への丁寧な説明に努めて頂きたいと思う。以上である。

福井議長

中城内閣府審議官、お願いします。

中城内閣府審議官

景気は回復している。物価については持続的な下落、すなわちデフレという状況にはあるが、改善が見られる。政府は構造改革を加速・深化するため、成長力、競争力強化と財政健全化を車の両輪とする「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2006」の取り纏めを行う。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平成18年度でのデフレ脱却という重要な政策目標が達成されるよう、経済活動や物価の下振れリスクや市場の動向にも十分に配慮し、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

政府からのご意見に対して委員方からご意見、コメントがあれば、どうぞ遠慮なく。

水野委員

一点だけ。お二人とも金融市場の不安定化ということをご指摘されたが、日本銀行ができることとできないことがあるので、それだけのご理解頂きたい。今回は特に海外要因で振れている部分があるので、金融面でのサポートは、この3か月できる限りしてきたという認識でいる。

福井議長

他に宜しいか。それでは、金融市場調節方針の議案の取り纏め、それから採決に移りたいと思うが、議長としては、今日は皆様方のご意見は現状維持で揃っていたかという印象を持っている。議長として、現状維持に関する議案の提出をしたいと思う。念のため、他に議案提出ご希望の方はいらっしゃるか。それでは議長案を用意して頂きたいと思う。

[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。

「2006年6月15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

それでは採決に移りたい。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

全員一致で可決をさせて頂いた。今決定されたとおり白川理事と金融市場局長におかれては、引き続き適切な市場調節をお願いしたいと思う。それでは政府の方をお願いします。

[政府からの出席者入室]

原案どおり可決をさせて頂いた。それでは次に金融経済月報の基本的見解の決定に移りたいと思う。

## V. 金融経済月報の検討

福井議長

冒頭に執行部から説明があった一枚紙で、今日の議論を踏まえてこういう文章で良いかどうか改めてご覧頂いて、ご意見があればお願いしたい。市況の方もこれで良いか。宜しいか。それではこれも採決に移りたいと思う。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

### 議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

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

全員一致で可決した。この基本的見解の部分は即日公表の扱いである。今日の15時で公表の予定である。また分厚い方の背景説明であるが、これは必要に応じ執行部で修文を施したうえ、16日金曜日、14時に対外公



表をする予定である。次の議題であるが、議事要旨の承認である。

VI. 議事要旨（4月28日、5月18～19日開催分）の承認

VII. 2006年7月～12月の金融政策決定会合の開催予定日等の承認

福井議長

今回4月28日の分、5月18日、19日開催分と2件ある。お手元に既にお配りしてチェックを加えて頂いたと思うが、宜しいか。もう一つ一枚紙をお配りしているが、2006年、今年の7月～12月の金融政策決定会合開催予定日、それから月報公表、議事要旨公表の日程である。これももうチェックして頂いたかと思うが、念のためご確認頂きたい。宜しいか。それでは今申し上げた議事要旨2件、それから金融政策決定会合開催予定日等の案件、合計3つ纏めて決裁をお願いしたいと思う。

[金融政策決定会合議事要旨（4月28日開催分）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

[金融政策決定会合議事要旨（5月18～19日開催分）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

[2006年7月～12月の金融政策決定会合の開催予定日等について事務局  
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。3件とも賛成9。全員一致である。

福井議長

議事要旨、それから金融政策決定会合開催予定日等の日程、いずれも満場一致で可決させて頂いた。議事要旨の方は、6月20日火曜日、14時に对外公表を予定している。日程の方は、本日の会議終了後、速やかに公表する。

VII. 閉会

福井議長

今日の案件は以上であるが、次回は7月13日、14日2日間の開催予定である。宜しく願い申し上げる。いつも申し上げているが、機密保持のことである。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扱いになっている。議事要旨及び議事録そう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、厳正な機密管理をくれぐれもお願いしたいと思う。

閉会を申し上げる前に、今日は、中原委員が政策決定会合最後のご出席である。まもなく任期満了を迎えられるということである。中原委員におかれては、5年間、審議委員として、日本銀行の政策運営に大変大きな貢献をして頂いたと思う。我々一緒にこの机を囲んで様々な議論をさせて頂き、中原委員との議論は非常に有益だったと、私だけではなくて各委員皆さん感じておられると思うし、かつ大変愉快であったと思っている。私自身は、中原委員とは随分昔から、東京銀行で若いバンカーであられた頃からずっと長年の付き合いである。今も全く変わっておられないというのが

私の印象である。いつも落ち着いておられて、静かに知見と経験を積み重ねられ、必要な時に力を一挙に発揮される。昔からそういう優れたバンカーだと思っていたが、政策マンに転じられてからも、同じスタイルで政策マンとしての力を発揮されるというのは素晴らしいことだと、いつも尊敬申し上げていた。つまり何と云うか、バンカーらしくいつもデータを丹念にチェックしてきちんと組み立てて、論理だけでなく実情に合うようにいつも議論を展開される。そういうことで我々は感銘を受けていた訳である。我々一人一人、特に私などは判断を急ぐ性癖がないとも限らないが、中原委員は、いつも慎重に判断して頂いて大変有り難かったと思っている。議事運営の面でも、議事促進のため、私のチェアマンシップが十分ではない時もあるが、中原委員はいつも議事運営上私のチェアマンシップを助けるような配慮を、いつも静かにして頂いたと思っている。そういう点でも大変有り難かったし、温かみのある対応をして頂いたと理解している。これは本当に私情であるが、願わくば、量的緩和の解除だけではなくて、ゼロ金利解除についてもお付き合い頂きたかった。残念ながら今回、最後の決定会合を迎えられたということで、また別の場面で、我々は中原委員と接したいと思う。日本銀行での5年間のお仕事を、中原委員がどのように受止められているか、私共は分からないが、今後さらに新しい舞台で活躍される時に、日本銀行での経験が少しでも次のご活躍のなにかの土台になるとか、フレーバーを付けるものであれば、我々としても非常にハッピーだと思っている。新しい職場で新しい展開を遂げられることをお祈り申し上げます。

中原委員

過分なお言葉有難うございます。大変お世話になった。

福井議長

それでは以上をもって閉会とする。

(12時06分閉会)

以 上