

機 密

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2007年3月19日（14:00～16:06）

3月20日（9:00～12:36）

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）
春 英彦（ 〃 ）
福間年勝（ 〃 ）
水野温氏（ 〃 ）
西村清彦（ 〃 ）
野田忠男（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省 勝栄二郎 大臣官房総括審議官
内閣府 浜野 潤 内閣府審議官

（執行部からの報告者）

理事	稲葉延雄
理事	堀井昭成
理事	井戸清人
企画局長	雨宮正佳
企画局参事役	鮎瀬典夫（20日9:00～9:14）
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	前田栄治
国際局長	出沢敏雄

（事務局）

政策委員会室長	中山泰男
政策委員会室審議役	飯野裕二
政策委員会室企画役	執行謙二
企画局企画役	小田信之
企画局企画役	菅野浩之（20日9:00～9:14）
企画局企画役	武田直己
金融市場局企画役	高口博英（20日9:00～9:14）

I. 開会

(14時00分開会)

福井議長

それでは定刻となったので、政策決定会合を開催する。今日と明日の二日間の会合である。今日は金融経済情勢に関する執行部の報告を伺うことにする。政府から、財務省、勝大臣官房総括審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いします。内閣府からは浜野内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いします。いつも申し上げているが、会合中でのご発言は全て記録をさせて頂く。その前提で、委員及び政府からのご出席の方々のご発言頂ければと思う。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

それでは早速議事に入る。金融経済情勢に関する執行部報告ということで、最初に、金融調節、金融・為替市場の動向について、稲葉理事と中曾金融市場局長からお願いします。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

中曾金融市場局長

それでは、お手許の追加資料に沿ってご説明する。図表の1-1で2月21日——利上げ決定当日だった訳であるが——をご覧頂くと、合計で2兆1,000億円にも上る補完貸付が実行されている。借入れ先は主として外銀、外証なのだが、中には利上げが決定されるまで2回、3回と繰り返し借入れを重ねる外銀もあった。21日の利上げ決定までに都銀が準備預金の積みみを大きく前倒しで進捗をさせていたので、利上げ後は都銀のコール資金の取り意欲はむしろ小さくなった。このため、利上げの後のコールレートは、外銀の調達需要の大きさに左右された。その外銀の調達圧力で

あるが、2月中ほぼ一貫して強く、特に月末に掛けては特定の外銀が、一時は0.8%というロンバートを上回る、かけ離れて高いレートで取り上がったこともあり、この月末日28日をご覧頂くと、0.589%というところまで上昇した。ところが3月に入ってから、外銀の調達圧力が今度は急速に弱まって、一転してレートに低下圧力がかかり始め、3月6日には0.431%の水準にまで下落している。この辺りの背景については、また後程触れたいと思う。その後、積みの最終日に掛けては、潤沢な資金供給を行ったので、オーバーナイトレートは、15日には0.468%まで低下して積み最終日を終えたところである。

次に、当座預金の保有状況について、まず図表1-3(1)の当座預金残高のグラフをご覧頂くと、先程申し上げたように都銀が2月の決定会合に先行して大きく積みを進捗させていたので、2月積み期の初めのところが大幅な積み上になっている。21日時点の積みは、日数割に比べて、大体3日分位進捗をしていたことになる。このため、グラフの黒い実線でお示した残り所要は、かなりきつい勾配で右肩下がりになっている。しかし、メガバンクなどは、この後割合上手に吸収オペなども利用しながら積みのスピード調整を行って、結果的には——図表1-2、2月積み期の都銀の欄だが——、2兆9,500億円とほぼ所要並の水準で着地をしている。従って、ここに表われているように、メガバンクの資金繰りスキルは量的緩和解除後1年を経てかなり向上した印象を持っている。次に、図表の1-3(2)のグラフをご覧頂くとオーバーナイトコール、それからレポ・レートは、先程申し上げたように2月末に掛けて大きく上昇して、その後3月に入って反落している。この動きは、ちょうどこの時期、円安から円高となった為替相場の動きと符合する。さらに先程申し上げたように、この間のコールレートの変動は、勿論、個別行の要因もあるのだが、主として外銀によるものだったということと重ねて合わせると、やはり円キャリートレードの動きを反映したものと思っている。つまり、2月は外銀の円キャリー借入れ需要からコールレートが上昇し、3月に入ってからキャリーの巻き戻しという過程で円資金が今度は潤沢になってレートが下落したと、そういうメ

カニズムがあったと思っている。

続いて無担コール市場の規模をご覧頂くと、まず、図表 1-4 の一番右側、直近 2 月の市場残高は拡大している。この増加分は何かということだが、旬毎の残高推移をお示しした図表 1-5 をご覧頂くと、まず取引種類別にはオーバーナイトなどの翌日物の増加によるものであるし、〈取り手別〉には、点々印でお示しした外銀の調達、特に 2 月の下旬——右から 2 番目の棒であるが——に掛けて大きく増加したことによるものであることがお分かり頂けると思う。図表 1-6、オペの実施状況である。共通担保本店オペの欄にシャドーを付してお示ししてあるが、ちょうど 2 月末に掛けてオーバーナイトレートの上昇圧力が高まった局面で即日の供給オペを 3 本行っている。しかし 3 月に入ってから、一転して急速にレート低下圧力が強まったので、今度は 3 月 5 日から 8 日に掛けて連続して売手による即日の資金吸収オペを実施している。ここでもう一度、本店共通担保オペのところをご覧頂きたいのだが、この欄の共通担保オペの一番下から 2 番目と 3 番目、いずれも 3 月 14 日にオファーした 2 本のオペのところをご覧頂きたい。このうち 1 本は、エンドが 4 月 9 日の 3 週間物の割合短いオペであり、決定レートが 0.64% である。そして他方は、エンドが 6 月 5 日の 3 か月物の長いオペで、こちらはレートが 0.59% である。従って、長いオペの方がレートが低いという、いわばレートの逆転現象が起きている。その理由が何かということだが、長いオペの方については、当分利上げがない、そんな見方から、先高観がなくレートが低くとどまっているというふうに考えている。これに対して短いオペのレートが高いのは、年度末を挟む極く短い期間についての資金需要がかなり強いということを示唆していると思っている。この背景であるが、勿論、通常年度末における資金需要というものもあるが、それに加えて、今回はゼロ金利解除後初めての年度末になるという事情があるし、また、いわゆるバーゼルⅡを控えて資金の出し手が資金の放出に慎重になることが予想されているといった事情もあるかと思っている。これに対して、金融市場調節上どう対処していくかの前提となる 3 月末に掛けての資金需給を図表 1-7 でご

覧を頂く。19日以降年度末までの資金需給は+9.5兆円の余剰である。これは20日の国債大量償還、その後最終週に掛けての公共事業の支払、そういった財政要因によるものである。これに対しては、既に何本かの資金供給オペの足をこの時期に置いて、余剰資金を吸い上げる形としている。そのうえで、先程申し上げた年度末の強い資金需要については、今後、年度末を越える短めの先日付のオペや、必要に応じて即日のオペで資金供給をしていこうと考えている。資金供給を行うに際しては、市場全体の状況をみながら、ある程度、市場の中での自律的な金利形成に委ねていく、そういったスタンスで臨みたいと考えている。

続いて、金融・為替市場の動きについてみて参りたい。図表2-1で、まずターム物のレート、短国レートの推移をご覧頂くと、利上げ直後の2月22日の3か月物FBのレートが0.580%であった。直近の3月16日が0.590%であるからほとんど動いていない。同じように6か月物、1年物も動いていないので、ターム物のレートは横這いで推移しているといったことで良いかと思う。図表2-2で市場の期待についてみると、まず(1)のユーロ円金利先物からみたフォワード・レート・カーブであるが、黒太線でお示した直近のカーブは、グレー線で示した前回決定会合時に比べて下方シフトしている。(2)の限月別の動きを時系列的にご覧頂くと、9月限——太い線——の方が、6月限——細い線——よりも急勾配で低下している。つまり、期先物ほど低下幅が大きくなっているということがご覧頂けると思う。続いて図表2-3、OISの動きであるが、(1)の黒い棒のグラフで直近をみて頂くと、8月時点でも0.6%に届くか届かないかという状況になっている。しかし、OISも8月のように先の取引になると市場の流動性もかなり薄くなって、実はここから抽出できる情報量はあまりないというのが実情である。次に(2)のグラフでJGBのフォワード・レートに関するグラフをご覧頂くと、足許ではこのグラフが上を向いている。つまり細い線であれば0.75%、太い線であれば1%という一定の水準を超えると予想される時期が段々に遠のいているというのが、このグラフのメッセージである。以上のようなユーロ円金先、OISフォワード・レー

トから、現時点で読み取れる利上げに関する市場のメッセージは、恐らく当分は利上げはありそうもない、そういったものであろうかと思っている。つまり、かなり漠然としていて、「何月頃に利上げがありそうか」と特定の月に期待が集中しているような状況ではないということが言えると思う。この当分利上げがありそうもないといった市場の見方が、各種市場の価格を形成している訳で、長期金利もその一つの指標である。つまり図表 2-4 でご覧頂けるように、10 年債利回りは 1.6%を切るところまで前回決定会合以降低下してきている。このように長期金利が低下している理由は幾つかあると思うが、第一は物価の見通しが引き続き落ち着いていること、特にコア CPI が目先 0%近傍で推移するというようなことが意識されてきていることがある。第二には、この間、世界的に株価が下落して、アメリカの金利が低下しているということ、そして第三に、当分利上げがないという見方を受けてこれまで国債を買い控えていた生保とか年金といった機関投資家が、本来であればもう少し高い金利で買いたいところなのであろうが、しびれを切らすような形で——半ば仕方ないという形で——買いに出てきているということがある。そして、これらの投資家が買いを入れたのが中期ゾーンよりも先の長いところであったので、図表 2-5 の (2) イールド・カーブの変化幅のグラフでお示しするように中長期ゾーンの低下幅が大きくなっている。結果、イールド・カーブがフラット化しているということである。図表 2-6 であるが、市場参加者が注目する債券利回りの変動要因については、直近のサーベイでは、右端の棒グラフに表われているように、利上げは当分先という見方から、斜線の短期金利、金融政策に対する注目度がすっかり低下している。(2) 要因別のグラフをご覧頂くと、四角い印の折れ線の物価動向、それから太いグレーの線の債券需給が、引き続き債券利回りの低下要因として意識されていることがお分かり頂けるかと思う。

次に図表 2-7、クレジット市場である。(1) のグラフで社債流通利回りの対国債スプレッド、(2) のグラフで CDS のプレミアムをみて頂くと、まず日本というふうには括ってみると日本の市場は総じて横這いである。こ

れに対して欧米のCDS市場は、2月末以来リスク・リダクションの過程で、ややプレミアムが拡大している。今のところ日本の市場に影響が及んでいないのは、企業の財務ファンダメンタルズが良好であること、それから国債の金利が当分低位安定しているといった見通しがあることが指摘できると思っている。ただ、伝播するチャネル、可能性が全くない訳ではない。幾つかチャネルがあると思っている。第一のチャネルは、米国のサブプライムなどの問題に端を発して、外国の銀行やインベストメントバンクの信用度が悪化し、そういった主体がサムライ債を発行している場合は、サムライ債のスプレッド拡大といった形で日本市場へ影響が及ぶ可能性があると思っている。第二のチャネルは、グローバルにCDS取引の手仕舞いが行われた場合には、外国人投資家が主としてリスクを負っている消費者金融銘柄から、我が国のCDSプレミアムが上昇していく、そんな可能性があるのではないかとと思っている。そして第三は、仮にということであるが、CDOとかABSで日本の投資家を巻き込むような損失イベントが発生した場合、これは日本の投資家のリスクアペタイトを萎縮させる。そういった可能性もあるかと思う。繰り返しになるが、現時点では、海外市場の調整はほとんど日本の市場に影響を与えていない。日本のクレジット市場はこのような状況なのだが、今申し上げたような伝播チャネルが存在することは、一応認識しておいた方が良いかと思っている。

次に図表 2-8、株式市場である。(1)の右のグラフでシャドーをかけたところが前回決定会合以降の動きであるが、ここにあるように利上げ決定以降、日経平均は一旦1万8,000円に乗せたが、その後グローバルなリスク・リダクションの中で大きく下落した。その後も(2)にお示しするアメリカの株価に振られがちな展開になっている。日本の株はこれまで円安で底上げされてきた面が強いので、(3)のグラフの白い棒でお示しているように、この間、円高の進行による影響でこの1か月間の調整幅が、海外市場に比べると相対的に大きくなっている。図表 2-9、主体別の売買動向をご覧頂くと、2月は引き続き外国人が1兆1,000億円の買い越しになっている。しかし、週次の計数をご覧頂くと2月末からの調整局面で

は外国人は売り越しに転じてきている。これに対して、個人が押し目を拾う形で買い越しになっているが、個人は相場自体を押し上げる力は今のところないようである。業種別時価総額指数の推移で業種別の株価の動きを追ってみると、円高の進行で——これはグレーの線であるが——、輸出関連株の下落が大きいというのが一つの特徴。それからもう一点、銀行などの金融関連株——黒い太い線でお示ししているが——についても、利上げによっても直ぐに利鞘の改善が期待できそうもないというような見方から、調整幅が割合大きくなっている。不動産関連指数の推移のグラフだが、こちらでお示しするように、この間一貫して上昇してきたREITの調整幅も大きくなってきている。REITについては、外国人の売りによる下落という構図も株式と似ている。

図表2-10、為替相場については、前回決定会合での報告時に、既に円売りポジションがかなり積み上がっていたので、利上げを機に円が買い込まれる可能性があるとして申し上げたと思うが、実際にはそうならなかった。むしろ次の利上げは当分ないというような見方から円がさらに売り込まれて、ちょうど<参考>の表にあるとおり、期間中ボトムの2月22日にはドル/円で121円台、ユーロ/円で159円台というところまで円安になった。ただ、やはり円のショートは積み上がっていた訳であって、2月末からの調整局面で円高になり、ドル/円では115円位までかなり短期間で急速に上昇した。その後は、アメリカの景気指標を受けた米株価と共鳴するような形、すなわち、アメリカの株が上昇すると円が安くなるといったような構図の中で、115円ないし117円のやや幅広いレンジの相場に今はなっている。この間の調整局面では、円キャリーが巻き戻されて、円の独歩高となった。実際(2)の名目実効為替相場をご覧頂いても、主要通貨の中では、円の上昇が大きくなっている。このように、為替相場で円中心の調整が進んだのは、今回のリスク・リダクションのこれまでの特徴なのだが、この辺りを図表2-12の(1)のグラフでご覧頂く。2月末を境にキャリー取引の巻き戻しが始まって、②のグラフにあるように円とスイスフランが買い戻されてハイ・イールド通貨が売られるという姿がかなり

はっきり現われている。これまでのキャリー巻き戻しの主体は、主としてヘッジファンドあるいはCTAなどであり、いわゆるマージン取引などを含む個人の投資家は、今のところ様子見姿勢を続けているようである。少なくとも、彼らが円の買い戻しに大きくは動いていないというふうに見ている。それでは、そういったファンドや個人が再びキャリー・ポジションを大きく積み上げに向かうかという点、確かに金利差は大きいのだが、

(2) の円絡みのボラティリティをご覧頂くと、足許でもなお 9%ないし 10%と結構高止まっているので、必ずしも安心してキャリーを再開できるような地合いでもないというふうに見ている。IMMのポジションを図表 2-13 (1-1) のグラフでご覧頂くと、調整局面で、かなり円のショート幅が縮小している。また、(2) のグラフにあるように、ドルの先安観を示すドルのプット・オーバー幅も深くなっている。このようなことから、当面の動きについてだが、今までは円キャリーの巻き戻しによる円を中心とした為替の動きであったが、今後はキャリー絡みで円が売られるか買われるかといった要因に加えて、米国のファンダメンタルズを受けたドル自体の動きといった要素も重なってくるというふうに思っている。このため、為替については、これらの要因に左右されながら当面はやや振幅の大きいレンジの中で、方向感がなかなか掴みにくい相場展開になるのではないかなど思っている。以上のように、日本の各種市場では、利上げは当分ありそうもないというセンチメントのもとで、国内の債券、株、クレジットそして為替の各市場は、暫くはアメリカのファンダメンタルズに対する見方の変化の影響が様々なチャネルを経由して及びやすい、そういった状況が続くというふうに考えている。私からは、以上である。

福井議長

ご質問、ご意見があればどうぞお願いします。

西村委員

宜しいか。個人の投資家の動きをもう少し説明して頂きたい。

中曾金融市場局長

個人の株式か、為替か。

西村委員

どちらかと言うと為替の方である。

中曾金融市場局長

まず株式の方だが、いわゆる新興市場の個人の株主の動きをみていると、やはりアカウンティング・イレギュラリティ、つまり不正な会計などの影響がまだ残っていて、押し目を拾ってくる以上の上昇モメンタムを個人の買いが持つには至っていないと思う。それから為替の方だが、投信とマージン・トレーダーとは少し違うと思う。まず投信については、投資家のタイムホライズンがやや長めなので、かつての勢いはないにしてもまだ純増である。要するに外貨建ての投信を買い続けている。従来のようなエキゾチックなものが沢山入っているものというよりは、グローバル・ソブリン債のように投資対象が一つに固まっているものやバランス型のものにシフトしてきているというのが一つの特徴ではないかと思う。一方、マージン・トレーダーはどのような感じかという、一時は逆張り、あるいはコントラリアン的な投資姿勢で、外貨が下がったところで買い、上がったところで鞘を抜くという非常に巧みなオペレーションをやっていたのだが、いわゆるリスク・リダクションの過程の中ではそういった動きは引っ込んだ。逆に3月5日単日を見ると、マージン・トレーダーの中には手仕舞いの動きもポンド/円などで多少みられたが、逆に言えばその程度でとどまっている。そこからさらに一歩進めて円の買い戻しを進めるというような動きにはまだなっていない。一方でキャリー再開という動きもまだ大きく出てきていないので、基本的には様子見をしているのだろうというふう

にみている。

須田委員

幾つか少し聞きたい。一つは金融調節において、都銀はかなり能力が高まってきたということだったが、外銀については上手く運用する能力というのは少しは高まっているのかということが一点。それから、この指標の動きの中で、今、国内のプレーヤーであれば損をした人が誰で、その損失がどこかに溜まっているのかというのがもう一点。今後、先をみていくうえで隠れている可能性もあると思うが。

中曽金融市場局長

その損とおっしゃるのは……。

須田委員

取引における損失。

中曽金融市場局長

調節に関してか。

須田委員

そうではなくて。

中曽金融市場局長

短期についてか。

須田委員

この為替の動きとか株価の動きとかの中で、今どこが損を抱えているのかということである。それからもう一つ、当分ありそうもないという金融政策の変更について、これは要するに自分達が投資するスパンの中ではもう利上げはないということなのか、不確実ということなのか。もし、ある程度みえてきた時にはまた金利などを調整するのか、その辺はどうか。

中曾金融市場局長

まず外銀は結構個別性が強いと思っている。しかも、その個別行の中にもある時は随分上手くなったと思う時がある一方で、その同じ銀行がかなり稚拙なことをやるということもある。恐らく全体としてはスキルは上がってきているのだと思う。ただ、やはり外銀の特性として先程申し上げたように外部環境、特にキャリー絡みなどの資金需要が出てくる場合は、東京サイドの事情だけではなく本部の指示によって東京で調達オペレーションをするというような部分もあるので、なかなか我々からすると予測しにくい部分が付きまとっていると思う。メガ、都銀について言えば、ある程度行動が予測できるのである。準備預金の進捗率などをみていれば、ある程度どう出てくるかというのは読みやすいのだが、なかなか外銀はそれが読みにくいという部分があり、簡単にはそういった構造というのは変わらないのではないかとと思っている。それからどこにロスがあるかということだが、これは分からないとしか言いようがなく、実際に分からないから気持ち悪いというような心理が市場にあるのだと思う。定性的に言えば、アメリカのサブプライムなどを原資産にしているABS、あるいはCDOは、二重三重の構造になっているケースがあるそうである。ABSをABS、CDOをまたCDOにする。あるいはその部品としてCDSをその中に入れている。しかもそれは証券化されている訳であるから、どういうものが誰に行っているか、世界中の誰に行っているかということが分からないという気味悪さというものを恐らく皆感じているのではないかと思う。それから、当分利上げがありそうもないということについては、これは文字どおり当分ないということでは必ずしもなくて、あるとすればどこなのだろうと、それを特定しかねているということだと思う。ある人は夏頃、参院選が終わってからである、ある人は来年であると。どこかではあるのだろうが、なかなかどの辺か分からないという意味の不確実性が残っている。言い換えれば、色々な経済金融指標が出てきた場合、その見方に応じた調整、動きというのが出てくる、あるいは収斂していく、そう

いった動きになるのではないかと考えている。

福井議長

他に宜しいか。それでは海外情勢について、堀井理事と出沢国際局長から願います。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

出沢国際局長

お手許にお配りしてある資料の（追加分）と書いてある方を中心に説明させて頂く。前回のMPM以降、今の中曾金融市場局長からの説明にもあったように海外情勢の中で大きなイベントというのは、言わずもがな株価の下落である。これの実体経済面への影響については目下の判断としては、一応注意は払いつつも、あまり過度に心配する必要はないのではないかとみている。以下、そういったことを踏まえつつ説明したいと思う。（追加分）の図表4で、まず米国の株価と長期金利の動きについて確認しておきたいと思う。（1）の表であるが、株価は中国株の大幅下落をきっかけに、アメリカでの資本財受注の弱さやあるいはサブプライムローン問題、それからグリーンSPAN前FRB議長の景気後退に関する発言などが材料視されて大幅に下落した訳である。ただし、この下落幅は今のところ、昨年5月、6月の調整局面と比べるとそれ程大きくないことがこのグラフからみて取れると思う。このグラフで、S&P500は左目盛りで示しており、グラフの右端で一番上のゾーンにきているものである。真ん中のシャドーが昨年の調整局面、右端のシャドーが今局面である。一方、長期金利であるが、太線が2年債、それから細線が10年債の利回りである。質への逃避、フライト・トゥ・クオリティというような雰囲気あるいは年半ば以降の利下げ予想がやや強まったことを背景に金利は低下した。従って、今回の調整局面では株価と長期金利の低下——債券価格の上昇——というようにパラレルに動いているのがこのシャドーの右側のところでみて取れるかと思う。株価が少し戻すと長期金利は逆に上がり、株価が下がるとまた長期

金利が下がるというような動きを続けている。なお昨年の調整局面では、背景がインフレ懸念の強まりということであったので、このグラフの太線で示してある2年債利回りのところをみると、株価の下落と2年債利回りの上昇というように逆の動きになっているのが前回と今回の差である。表

(2)、(3)は、前回のMPMで用いたものの足を伸ばしたもので、サブプライム市場の動向である。(2) 遅延率の表で細線がサブプライムローンであるが、右端の第4四半期の数字が入っているが、過去との対比では水準として然程高くない。右側の目盛りでみると14%位であり、過去——今世紀の初め位——の水準と比べてもそれ程高くない。因みに同じグラフの中に、商業銀行保有分の不動産ローンに関わる遅延率があるが、グラフの左目盛りで、2%前半というところに今入りつつあるが、長い時系列でみると一番左側の90年代初の既往水準の約半分にとどまっている。(3)のグラフは、サブプライムローンをバックにした債券に関わるインプライドスプレッドの動きである。2月27日に急拡大しているが、その後は一旦反落して今横這い圏内で動いている。いずれにしてもサブプライムローンの残高の全体に占める割合は、13%と数字が出ているが、その程度であり、その中でも全部が全部信用リスクが高いという訳ではない。その半分位が変動金利ということであり、ギリギリその辺りが影響を受けると言われている。従って住宅市場全体、あるいは金融システム全体との関係でみれば、今のところは影響は限定的というのが標準的な見方となっている。

以上、金融面で、次にいつもの実体面の説明であるが、図表1、米国の主要経済指標から申し上げる。1. 実質GDPの第4四半期である。前回のMPMの時に、少しこれは下方修正されるという見方が一般的と申しあげたと思うが、前回3.5%であったものが、2.2%に修正されている。修正項目としては、在庫の動きあるいは純輸出が下げ要因になるのではないかと申しあげた。その二つは下げ要因であったが、加えて設備投資、それから個人消費も下げ方向に小幅ながら寄与している。その個人消費については、3. 実質個人消費でご覧頂けるように個人消費そのものは下方修正されても第3四半期、第4四半期では引き続き堅調に推移しているという姿が

出ている。マンスリーで1月の伸び率が前月比+0.3%という数字がある。これは、2. 実質可処分所得が1月はストック・オプションやボーナスでかなり増えた一方、セービングレシオが変わらないということで、消費にはねているということである。ただし、5. 小売売上高は、これは2月まで数字が入っているが、これは全てを含んだヘッドラインである。1月少し弱かった後、2月はほぼ横這いの+0.1%であるが、四半期で仮締めしたもの——1月、2月均して前期10~12月と比べたもの——をみると前期比+0.9%と高い数字になっている。これはいわゆる自動車とかガソリンとか建築関連の資材を含んだものであり、それを除いたところで見ると実はこれ程強い数字にはなっていない。ヘッドラインの+0.1%に対応するコア的なものは-0.2%である。1月、2月を均しても、10~12月の前期比+1.2%の後、+0.9%と若干減速感が出ているというのがもう一つの姿である。7. 消費者コンフィデンス指数であるが、2月は112.5ということで一応それなりの水準であるが、3月以降の株安というものを反映していないので、今後そういう株安の影響を受けてセンチメントがどう動いていくかは来月の関心事項になる。肝心の住宅関係の統計であるが、ご覧のとおり2月の計数は、アメリカ時間の20日、明日発表されるので、今回は前回に加える情報はない。ただこの表には載っていないが、MBAの購入指数だとか建設業者の景況感、そのような数字が出ていて、MBAのモーゲージ申込指数については、3月は前月に比べて改善している。それから建設業の景況感も、2月の数字はマイナスであるものの1月に比べて若干改善している。次に、9. 非国防資本財受注であるが、これはご覧のとおり1月の数字が前月比-6.3%ということで弱いイメージが出ている。第4四半期も実は前期比-1.1%ということで、前年比で見るとプラスできているのだが、明らかに増勢は鈍化しているので気に掛かるところではある。ただ、マンスリーのデータは元々振れやすいので、もう少し足が伸びたところで判断し直してみたいと思っている。生産については、11. I S M、あるいは12. 鉱工業生産である。I S Mの製造業は50というラインを挟んで上がったり下がったりであるが、2月は再び50の上に来ている。そ

れから、鉱工業生産であるが、1月に若干マイナスの後、2月はまたプラスになっている。ただし2月のプラスというのはエネルギー関係、電気、ガスといったところが気候の影響もあって操業度を少し高めたことが強く影響していると言われている。次に雇用の関係であるが、15. 非農業部門雇用者数の一番新しい2月の数字は9万7,000人の増加と、12月、1月に比べて下がっている。ただし12月、1月の計数はかなり上方修正されたものなので、地合いとしては引き続き労働需給はタイトだという判断になっている。また14. 失業率も2月は4.5%と前月に比べて僅かであるが低下しており、労働需給のタイトさは両方に表われていると思う。最後に物価関係であるが、17. CPIコアのところをご覧頂くと、前月比は1月+0.3%、2月+0.2%と年が明けてからの動きはやや上昇率が高いというか、前年比でみても+2.7%の水準で推移しているということで、インフレ圧力は引き続き警戒しなければならないという状況がまだ残っている。

以上でアメリカを終わり、続いて図表2-1 ユーロエリアである。前回の説明の時に1. 実質GDPの第4四半期が前期比年率+3.6%という数字が出ていたが、内訳は出ていなかったのので、一応類推として消費が強い、輸出が良かったのだろうと申し上げたかと思う。今回その内訳が公表されているが、予想どおり純輸出あるいは資本形成いずれも堅調でバランスのとれた成長が続いていることが確認されている。それから、消費について、ドイツのVAT引き上げの影響であるが、今のところ2月までの数字が色々出ているが、引き続き限定的という判断になっている。10~12月はある程度盛り上がったのだろうが、その反動というのはあまり出ていないということである。12. 失業率であるが、1月は7.4%とユーロ史上の最低値を更新している。このように、色々な面からみてもユーロの景気は、引き続き拡大しているということかと思う。最後に、物価である。CPIコア、あるいはヘッドラインであるが、前年比で2月はヘッドラインが+1.8%、コアが+1.9%と+2.0%を下回っている。一応目標上限の下であるが、コアの+1.9%というのはやはり若干VAT引き上げの影響がユーロ全体の統計にも出ている。ただ、VAT引き上げがフルに転嫁され

たものに比べると、半分程度が販売小売価格に転嫁されている状況という計算になっている。図表 2-2、イギリスについて一か所リマークすると、7. 住宅価格が前年比+10.2%とまた二桁台で動いており、懸念材料である点は変わらない。

次にアジアに移らせて頂いて、図表 3-1 である。中国であるが、中国の統計の一部は、2月に年初来累計が発表される関係で、1月と2月の数字が同じものが並んでいる。4. 固定資産投資についても事情は同じである。ただ、色々テクニカルな理由があって、そこにはN/Aということを書いてあるが、敢えて数字を埋めるとすれば+23.4%ということである。生産であるが、+18.5%の伸びというのは、今までのレベルと比べても、少しまた一段と加速された感じである。これは、5. 輸出の2月の前年比が+51.7%となにか爆発したような数字になっているので、この輸出見合いの生産活動があったものだと想像している。消費も+14.7%と堅調、固定資産投資は+23.4%と+25%は切っているが引き続き高水準という点は変わらない。輸出は、先程申し上げたとおりである。輸出がなぜこのように伸びたかについては、確たる証拠はないのだが、先週行われていた全国人民代表会議——全人代——が終わるとやはり輸出抑制のための色々な施策が出てくるのではないかというルーマーあるいは心配から2月に駆け込みがあったのではないか。2月は中国の旧暦の正月があって、本来営業日数が少ないために前年対比ではこのように伸びることもあるのだが、それを考えても大きく伸びているということであり、この動きが今後どこまで続くのかということをお心配してみている。そういう中国の過熱というか、輸出がこれだけ伸びている中で、あのような為替レジームを採っているため過剰流動性が供給されていくということが引き続き起きている。こうした状況を受けて一昨日土曜日に人民銀行は貸出及び預金金利を0.27%、8か月振りに引き上げた。7. CPIは+2.7%とそれ程高い訳ではないが、ただ傾向としてじりじり上がってきているので、今回の金利引き上げに際してのステートメントの中でも物価動向が懸念材料ということとはリファアされている。最後にNIEs、ASEANである。GD

Pについて、香港、タイ、マレーシアの第4四半期が出たので、一応全地域が出揃ったということであるが、前回申し上げたように押し並べてみれば引き続き緩やかな拡大を続けている。ただし、タイについては、第4四半期+2.7%という数字で、前からの流れに比べてやや低めの数字になっている。これは政変後の消費マインドの悪化あるいは予算編成の遅れということで、経済活動にやや遅延が起きているのではないかと思われる。輸出の増勢一服感は前回申し上げたと思う。引き続き1月、2月も続いている感じがある。ただそれ程深い調整ということではなく、地域的にみると台湾のIT企業の生産調整が主にみられるということで、その他の地域についてはそれ程強い懸念材料はない。ただこれから4~6月に入ってこの傾向がどのように展開していくか、一応注意深くみていきたいと思っている。最後にエマージング諸国における金融市場であるが、中国発でアメリカがあれだけの調整局面に入ったという影響は免れない訳であるが、ただ以前にあったような局面に比べれば、その下げ幅等も軽く、各国の発射台の水準にもよるが順調に戻っているということで、特に心配材料は目下のところない。取り敢えず、以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

岩田副総裁

宜しいか。アメリカについて二点程伺いたい。一つは雇用の数字だが9.7万人というのは確かに事前の予想どおりというか、特に悪いということではないと思うが、そのうち民間部門は5.8万人で、これまでのトレンド、特に2005年、2006年などからみると、大分落ちてきているのかと。つまり政府が雇用を増やしているのであって、民間はそれ程増やしていないという感じがあるのだが、そのように考えて良いのかというのが一点目である。もう一点は非国防資本財受注だが、かなり大幅に落ちたのだが、これはIT部門だというふうに考えてよいのか。どこの部門が中心で落ち

ているのかについて伺いたい。

出沢国際局長

まず二番目のご質問だが、ご指摘のとおりである。IT部門の動きが全体を作っているということであり、全般的な企業活動、色々な設備というよりは、そこに集中しているとみている。かといって安心できる訳ではないので、今後も毎月毎月数字を追っていく必要があると思っている。それから最初のご質問の方だが、経済全体のサービス化、それからサービスの中の医療など、そういう方に経済全般がシフトしていると言われているようなことが起きている可能性は十分にある。ただ、元々サービス化へ展開する中であること、また、財政のバランスの方も悪くなっているというよりは改善されている方向であり、財政の方からの調整が掛かって、公共部門による雇用吸収が止まるという懸念も当面ないので、経済全体をどうみるかという意味においては、それ程問題視はしていない。

堀井理事

この統計はこのところ大体、一月、二月経つと2万人、3万人上振れている。

岩田副総裁

改訂になるのだな。

堀井理事

従って、この場合は5.8万人、あるいは9.7万人の数字自体が上振れする可能性がかなり大きいということと、それから北米は1月までは物凄く暖かかったのだが、2月が物凄く寒くて、建設活動がかなり滞ったと言われているので、そういうことを考えると、2月をもう少しみて、それから3月の統計をみてから判断しても遅くないかと思う。

岩田副総裁

もう一点。台湾など、IT部門の収益などをみると春ではなくて冬景色という感じもするのだが、そろそろここもボトム・アウトすると考えて良いか。

出沢国際局長

一応そうみている。それから世界需要の方からみても、いつも副総裁ご指摘のBBレシオも1.04近辺でアメリカの方は横這いで推移しているし、環境としてそれ程悪くないので、前回は申し上げたと思うが、台湾のIT産業におけるある種構造的な特殊性というか、世界的にみてコンペティションが激しい中で台湾の製品ラインが相対的に弱くなっているということである。従って、台湾については、そうすっきりと4~6月で良くなるということとは言えないのだが、アジア全般、NIEs全般でみた場合については、それ程心配はしていない。

堀井理事

それと前も申し上げたのだが、台湾の企業が台湾で受注しても実際は船出しが大陸から出てしまう。例えば(参考計表)の図表3-2、(2-1)の輸出の実数、台湾というところと、(2-2)の台湾の輸出受注の前年比を比較して頂くと、受注の方が前年比はずっと大きいのである。であるから、受注はしているのだが、物はやはりどんどん本土の方にシフトしているという流れがあるので、少しその辺は割り引いて考える必要がある。

福間委員

中国の例の2,000億ドルの外準運用は、テマセック型でやっているということなのだが、結果においては恐らくドル離れの動きである。すなわち、ポートフォリオのコンポーネントをみると、日本やユーロ、ブラジルの案件が目立つ。ユーロ資産での運用については、ユーロの金利上昇を踏まえた動きだろう。こうしたユーロ資産での運用比率を高める動きは、ロ

シアでもみられている。ブラジル資産での運用の中身は、資源関連案件とみられる。このように、何となくじわじわとドル離れが進んでいる。この辺の動きというものと、ヒラリー氏の言っている保護主義——かなり激しいことを言っているが——というのは、どこかでみたような構図で気持ちが悪いのだが、中国の2,000億ドルの運用については、まだ概要が明らかになっていないのか。それとも、温家宝首相が記者会見で述べているのだからディテールまで公表されているのか。こういうものが積み重なってくると、ドルを巡る資金の流れが変わる危険性はないのであろうか、これは実際にドルが落ちてみないと分からないということもあるが、この段階で推測できる構図が分かれば参考になるので、一つ教えてもらいたい。先程も少し説明があったように、中国の輸出の伸び——昔、1970年辺りによく日本でも、アメリカでインポート・サーチャージが課されてしまうので、輸出を前倒ししろとやってやった記憶があるのだが——、この前年比+51%というのはやはり只者ではない。特に対EUなどは確か前年比+78%だと思うが、相当、中国自体もパニックがイミネントだという感じを持っているのだろうか。輸出がこのペースで続いていけば、もうこれはディスタビライジングであることは間違いない。どういう具合にサステナビリティを確保しようしているのか。もういくところまでいかなくは仕方がないのだということなのか。

堀井理事

まず中国の外準なのだが、先週も何か所かで中国の人と会って話したことを含めて申し上げる。まず2,000億ドルでどれだけドル離れになるかという点である。2,000億ドルという額は、我々との話でも、あるいは報道などで噂で出るものもほとんど一致している。それからテマセック型にするとも言っている。かつてはG I C型かと思っていたが、どうもテマセック型というふうに言っている。それからドル、あるいは為替市場に混乱を与えることはないということ、それは必ず守るということ、これは私が出ている会合においても、はっきり明言しているので、急速には変える構

えにはないのだと思っている。そもそもドルがどれだけあるかを公表してはいないし、内々の我々との情報交換にも応じてはいない訳だが、一般的には——この間もセントラル・バンク・ジャーナルに論文が出ているが——8割がドルであると言われている。従って、圧倒的にドルのウエイトが高い訳だが、やるとしてもゆっくりする。そもそも福間委員ご承知のとおり、このテマセック型をやろうと思えば、これはもう大変な労力がないとできない。私がみている今の中国の国务院を含めても、パブリック・セクターにそれだけの余裕があるとは到底思えない。当初、G I C型として打ち出していたが、G I Cはリスクが大きいということである。なぜかといえば不動産——確か汐留などの不動産案件も投資候補であったと思うが——が入ってくるとリスクが大きくなり過ぎるため、流動性の高い株にするというふうに言い出してテマセックになった。何せG I Cと言ったのは数か月位前のことであり、まだそういう状態なのかなと思っている。基本的にゆっくりやるということなので、直ちにはないだろうと思っている。それからロシアについては、ベンチマークを変えてユーロシフトを始めてもう2年になる。従って、実績から言えば然程影響はなかったということかと思う。ただ、そのドルの行方に関し、以前みたような姿とおっしゃったが、プラザの時と大きく違うのは、プラザの時は明らかにアメリカはそれまでの超引締め、要するにレーガン政権のドル高政策、高金利政策から政策をガラッと変えて金融を緩和している。一方、今のところアメリカについては、市場は先々、年後半の利下げを少し読んでいるが、Fedとしては先程出沢国際局長からもあったようにインフレの懸念が根強いという中で、そう簡単に下げるといふような匂いは出していないので、この点はやはり違うと思う。ただ、気持ち悪いとおっしゃった、まさにその保護主義のところはどうなるかというのは、国際会議でも、それから福井議長がG 7等を含め、それ以外の会議でご出席になっているところでも、私が出ているところでも常に出るものである。グローバリゼーションのもとで資金の循環、物のみならず資金の循環的な動きがあつて、アメリカの経常赤字のファイナンス、あるいは財政赤字のファイナンスが潤便に行われて

きた、その交易体制にひびが入ることになりはしないか、ということについては皆気にしている。そういうことでヒラリー氏がどうのこうのというよりも、その前に4月22日に第1回目のフランスの大統領選挙があって、2回目は5月6日だったかと思うが、ヨーロッパも含め、この保護主義の行方というのは、やはり目を離せないのかと思っている。それから中国の輸出の増加は確かに激しい。激しいのは、やはり根っこに固定相場のもとでの過剰流動性の問題がある。設備投資の増加により、不動産投資のみならず、企業の設備投資も含めた設備過剰を生み、これが輸出圧力に繋がっている。輸出増と、そこから生まれる過剰流動性の増加というサイクルから抜け出せないということがあると思う。ただ、目先色々な噂が出る中で、確かに前年比5割、7割という数字は取り敢えず早く出荷しておこうということだったかと思う。数年前に増値税の還付率の引き下げというのがあった。あの時もやはり5割などのペースであったから、今回もそういう動きかと思う。勿論、根っこの中で先程のサイクルは止まらない訳だが、それに一段と拍車を掛けた形になったと思っている。

水野委員

今の外貨準備の増加ペースを考えると、ドルの準備額を落として買うのではなくて純増した分だけを買って替えていくだけで良いのか。

堀井理事

1兆ドルあるもののうち、2,000億ドルをセットアサイドするということである。

水野委員

それが報道で伝えられたのか。

堀井理事

然り。彼等もそう言っている。それで話を聞くと、中身の話ではなくて

トップはもう決まっているといった人事などの話になってしまう。関心はそうではないのだと言ってもなかなか埒が明かず、中身の方はよく分からない。

水野委員

ただ、外準が今のペースで増えていった場合には、結局同じことだな。ドル準備額の増加に応じ、ドルのアセットなどを買わなければならない訳なので、特にそれ程影響を与えないようにすると言っていることを考えると。なぜかと言うと、そもそもヨーロッパの流動性の高い資本市場の規模は米国に比べて小さいため、そのような巨額な金額をポンとは買えない。であるから相当時間が掛かるだろうと考えた方が良いのではないかと、私は思ったのだが。

堀井理事

然り。世界の市場に混乱を起こさないというのは、世界の市場のみならず、自分のところでそれだけやれるだけの余裕がないということと、それから流動性の高い市場はそれ程ないということは勿論あろうかと思う。要は根っこである外需の増加ペースがいつスローダウンするかということなのだが、先程の輸出の話と同じなのだが、回っているものが止まらない限り、これは続かざるを得ないということだと思う。

須田委員

今のところ、為替レート、人民元はどうしようとしているのか。例えば変動幅を拡大させて少し自由にするとか、あるいは資本移動規制で主として対応しようとしているのか、この辺はどうか。

堀井理事

色々なことを小出しにしようとしている。政府関係者から聞いた話では、要するに、彼等はかつてシークエンシングが大事で、まず金融制度の整備、

それから金融市場の厚みを増す、そして自由な取引、要するに、市場を整備しながら変動幅についても弾力的に対応するということを書いてきており、彼等としては、ペースはともかくとして、最近はそのとおりにやっているというようなことを言うのである。であるから、須田委員がおっしゃった全てのものを少しずつやろうとしている。つい最近、新聞報道にあったが、先物市場を外国人にも開放しようとしており、これは市場の厚みを増そうとする動きだと思う。現に、昨年1年間の上海の1日当たり平均外為取引高というのは30億ドルであり、その2年前の2004年の時は10億ドルであった。であるから、取り敢えず3倍にはなっている。ただ、東京の2,500とかロンドンの7,500とかに比べると、勿論まだまだその水準には遠い訳だが、色々なことを少しずつやっている。その速度も少しは加速しようという感じは持っているようである。従って、人民元の変動幅の拡大については、実際やりたいと思っている人が多いようにみている。

野田委員

こうした中での利上げというのは、ほとんど効果を期待できないような感じであるが、どういう意味合いを持っているのか。いわゆるアナウンスメント効果のようなものを期待しているのか。

堀井理事

一応そうだと思う。それから図表3-1で人民元貸出の前年比をみると、少しは——どれだけかは分からないが——スローダウンするかなと。第1四半期の17.2%は少し別にして、年末に掛けて15%まで取り敢えず下がったのだが。貸出行動にどこまで制限が掛かるかを期待してのことだと思う。ただ、実効性については、野田委員がおっしゃるように、疑問視する声が今のところは多いようである。

野田委員

株などはまた反騰している。

水野委員

まだ金利感応度が極めて低い経済である。

出沢国際局長

利上げすると金融機関は取り敢えず儲かるということから言えば、銀行株が上がるということで良いのだが、去年も年間2兆5,000億円の増加額というガイドラインを出したが、結局3兆円と大幅に超えた訳である。去年も上半期にワッと出た訳である。要するに末残規制的な感じなので、平残であれば良いということになってしまう。今年もそれが起きてしまった訳である。その時に何もしないという訳にはいかないということだと思う。それから全人代という政治イベントも終わったので、本当は金曜日の夕方に公表されるという説もあったのだが、色々と手続き上の話などがあり、あのタイミングとなったようだ。何もしない訳にはいかないという中で実施したものであり、あれで凄い効果があるとは多分、当事者も思っていない。

西村委員

因みになぜ0.27なのか。

出沢国際局長

それは0.09の倍数ということである。

岩田副総裁

そうか。

野田委員

なるほど。

堀井理事

それは大分前、数年前にもご質問で出た点である。

出沢国際局長

1 年を 360 日として日歩計算した時に、ちょうど割り切れる数が 0.09 ということから刻みの単位としている。

福井議長

宜しいか。それではここで少しコーヒーブレイクを取りたいと思う。15 分から再開することとする。

(15 時 07 分中断、15 時 15 分再開)

それでは、会議を再開する。国内経済情勢について、井戸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、いつものように資料-4の(参考計表)をお出し頂いて、これに基づいてご説明したいと思う。まず図表1、GDP統計である。ご承知のとおり第4四半期の2次速報が出た。成長率は前期比+1.3%、年率+5.5%と、1次速報対比若干の上方修正である。中身をみると、一つは法人季報を反映した設備投資の若干の上方修正、また公共投資も1次速報段階よりも少し上振れている、といったところが主たる変化点である。この結果、第1四半期がゼロ成長であった場合の2006年度の着地が+2.1%、前期比で+0.4%を上回ると+2.2%となり、この近辺での着地の可能性が高いと考えている。

図表5、輸出入であるが、輸出はご覧のとおり順調な増加を続けている。

その一方、足許1月に関しては、輸入が少し大きく減少した。まず、図表6で実質輸出の内訳をご覧頂くと1月の10~12月対比は前期比2.6%の増加になっている。地域別にみると米国向けが若干減少した。これは、自動車の現地販売はまずまず順調であるが、これまで少し多めに出してきたものであるから、在庫が少し多くなってその調整に輸出を減少させたといった動きである。EUについては、横這いであるが基調的には増加していると考えている。今月の特徴は東アジアである。東アジア全体で6.2%の増加となっており、中国向けが相変わらず高い伸びであることに加えて、これまで低調であったNIEs向けも高い伸びになっている。ただし、この中国及びNIEs向けに関しては、いわゆる春節の影響が出ていると思われるので、ひょっとすると今年は春節が2月である結果として1月の数字がやや高めになっているという可能性があるため、1月、2月ないし1~3月を全体として評価したいと考えている。(2)の財別についても自動車関連は、先程米国向けが減少と申し上げたが、その他が増えているので、全体としては相変わらず増えている。消費財については少し大きなマイナスになっているが、これはあくまで一時的なものと考えている。その一方で、情報関連が第4四半期に続いて非常に高い伸びとなっているが、これは先般も申し上げたゲーム機用部品の中国への輸出が増えているためであり、この動きが世界的なIT需要の動きをそのまま反映したものではないということだけ申し上げておきたい。図表11の為替レートであるが、ご承知のとおり円キャリーの巻き戻し等もあって、若干円高方向に振れてはいるが、これを実質実効為替レートで表現すると、図表11に示している程度の動きということである。企業の想定レートというのは、本当は新年度の数字を使わないとあまり意味がないのだが、手許にその数字はない。恐らく来年度の事業計画は多くの企業が115円ないし110円で想定していると思われる。120円で想定している企業はほとんどないと思うので、足許の円高によって事業計画の前提が大きく崩れるといった話にはなっていないと思っている。一方、図表12の輸入であるが、正直に言ってなかなか説明が困難である。1月の10~12月対比は-3%とかなり大きな

減少になっているが、ご覧のとおり地域別でも財別でもほとんど全てがマイナスということであって、なかなか原因が突きとめにくい。むしろ、色々調べてみるとこの1月と12月辺りは季調指数がかなり不安定になっているために、今月はやや数字が弱く出過ぎたのではないかと思っている。もしそういう理解が正しければ、2月にはリバウンドするはずであるので、一応現時点ではそう信じたいと思っている。

次に設備投資である。図表13の法人季報の設備投資はご覧のとおり、私共の断層修正では前期比2%の増加であった。それを製造業、非製造業、企業規模別にみたのが図表14であるが、ご覧のとおり製造業、大企業が本当にステディにずっと増えていることに加えて(2)の製造業の中堅中小企業及び(3)の非製造業大企業については若干の振れはあるが設備投資は増加しているという感じである。よく分からないのが(4)の非製造業の中堅中小企業であり、上がってみたり下がってみたりで、全体としては横這いのような動きになっている。図表16、設備投資の先行指標であるが、機械受注については、7~9月に大きく減少した後、10~12月に若干増加し、1月もそこから若干増加、といった動きである。ご覧のとおり製造業に関しては、若干の振れを伴いつつも増加基調だと思う。それから、非製造業に関しては実は4~6月が非常に高く、その水準になかなかいかないのだが、この4~6月のところでは携帯電話が相当数字を押し上げていて、その後の落ち込みには携帯電話が効いているということであるので、その辺を考慮すれば、機械受注は全体としては、設備投資が今後次第に減速しつつも増加基調であるといった見方と概ね整合的な動きとなっているというふうに考えている。(2)の建築着工についても同じ理解である。図表18に法人季報でみた企業収益の図がある。こちらも製造業大企業が相変わらず順調に利益を増やしているほか、製造業の中堅中小企業あるいは非製造業の大企業も若干の振れを伴いつつ利益率が上がってきているという感じである。一方、非製造業の中堅中小企業は、水準として決して悪くはないのだが、一本調子で上がっていく感じにはなっていない。ただ、これは利益率で計算しており、今現在、売上は前年比一桁後半の伸びに

なってきたので、仮に利益率横這いであっても利益額はそれなりの伸びになってくる状況にあるということを申し上げておきたいと思う。

今月一番のサプライジングな動きは、図表 20、個人消費関連の動きである。一言で申し上げますと、思ったよりも良い数字が並んでいるという感じである。確かに新車登録は依然として弱い。これについては2月は1月対比若干リバウンドしたが、それでも1~2月で見るとかなりのマイナスになっていて、軽乗用車以外は調子が悪いという情勢は全く変わっていない。しかしながら、これを除くと、例えば家電あるいは百貨店、スーパー、コンビニエンスストア、いずれもとりわけ1月の10~12月対比で見ると比較的大きなプラスになっているところが沢山ある。さらに旅行、それから外食も同じ動きになっていて、1月の数字は総じて強かった——それぞれ理由は色々と違うが——という感じかと思っている。加えて、家計調査に関しても今月はお覧のとおり消費支出あるいは水準指数でみて10~12月対比さらにプラスになっている。なお、私は最初1月単月の動きだろうと思っていたのだが、ヒアリングをしてみると2月も結構良いという話があちらこちらから出てきている。先程、あそこの指標ボードに流れたのだが、2月の全国百貨店——資料に載せているのは経産省ベースで、先程発表になったのは協会ベースなのだが——の前年比は1.7%増という数字であったので、やはり聞いているように2月も悪くなさそうであるということかと思っている。この結果、図表 23 (1) の販売統計合成指数をお覧頂くと一番右端のところが明らかに跳ね上がった姿になっている。確かに(2)の消費財総供給で見ると10~12月対比若干弱いのだが、これは実は輸入が大きく落ちているためであって、先程少し申し上げたように1月の輸入の数字は少し季節調整が上手くいっていない可能性もあるので、それを考慮すると必ずしも悪くないかもしれない。最後に以上を使って消費包括指数を計算してみると、現時点では1月は10~12月の伸び率と同じ位の伸びが見込めるということである。その関連で一言だけ付け加えさせて頂くと、図表 27 で第3次産業活動指数の1月の数字が出たが、数字だけ申し上げますと1月の前月比は+1.6%、10~12月対比で+1.3%というこ

とであったので、やはり今申し上げたような消費周りの強さみたいなものがこの数字にも表われているということである。

一方、鉱工業指数であるが、鉱工業指数はご覧のとおり1月単月でみると生産が若干の減少、出荷が微増程度、そして在庫が減少という姿になっている。去年の第4四半期は出荷も伸びたのだが、それ以上に生産して在庫が積み上がった感じになっていたので、1月でその調整が若干行われているということかと思っている。現時点で予測指数を使って伸ばすと1~3月は-1.2%とまだマイナスではあるが、先月時点と比べるとマイナス幅が小さくなっている。実際、図表28の(2)の図をご覧頂くと、先月時点では下の方に白い棒が随分伸びていたが今月は白い棒がかなり消えてきたということである。私共の見方では、1.2%よりももう少し小幅のマイナスになるかと思っており、そうであれば10~12月と1~3月と併せてみた場合、結局去年の1~3月から7~9月まで四半期ベースで1%弱位の増加が続いていた訳であるが、大体そういった基調が現在も続いているのではないかと思っている。図表30の在庫循環の図であるが、(1)は去年の第4四半期のところで一回45度線に接近した後、1月はまた少し下の方に下りてきたという感じである。実は今月の改善の主たる要因は、このグラフでいうと(3)耐久消費財、より具体的に言えば自動車である。自動車が10~12月に少し生産を大きめにして在庫が増えたが、1月に生産を減らして在庫を減らすという比較的素早い調整が行われたということである。一方でずっと問題になっている(4)の電子部品・デバイスに関してご覧頂くと、前年比でみるとほんの心持ち良くなっているようにみえるが、基調的にはあまり在庫の調整が進んでいないという感じである。前から申し上げているとおり、内外の携帯電話、とりわけ国内携帯電話の在庫調整が主因であるが、一応、相当在庫を多く持っていたと言われている大手キャリアの在庫はある程度減ってきているようではあるが、この調整は直ぐに終わるという感じではない。加えて、1月末に発売になったウィンドウズビスタ搭載のパソコンに関しても最初からあまり期待されていなかったのだが、やはりあまり宜しくないという見方が一般的であって、

最近のDRAMの値段が少し下がっており、この分野に関しては、まだ暫く調整圧力が残る可能性が高く、注意してみていく必要があると思っている。

次に雇用関連をみていきたいと思う。まず図表 32 の (1) で失業率、有効求人倍率をご覧頂きたい。いずれも季節調整が変わったので、少し図の姿が変わっている。新しい図でみた場合、まず失業率はご覧のとおり例によって若干の振れを伴いつつ緩やかな低下傾向にあるということであり、足許は 4.0% である。一方、有効求人倍率はご覧のとおり、去年の夏に一旦ピークがあつて、その後は横這いないし若干右下がりという姿になっている。ただし、これについては先般から申し上げているように、いわゆる各地労働局による架空求人の適正化指導といったものが相当影響しているようである。去年の夏時点では、東京労働局だけだったのだが、各地労働局に同じような指導が広がってきているので、全体として求人の伸びが止まってきて、図表 32 の (3) にあるように新規求人前年比がマイナスという姿になってきている。これは、行政措置としては致し方ないことかと思うが、経済指標として使う立場としてはなかなか困った話である。実際私共の短観の数字は出ていないが、労働省が調べているいわゆる人手不足に関する調査をみると、2月調査において3か月前に比べて人手不足がかなり強まっているという感じであるので、いわば有効求人倍率の頭打ちを以って労働需給が緩んできたということではないというふうに考えている。やっかいなのは新規求人は景気動向指数の先行系列に入っていて、それからこの有効求人倍率は一致系列に入っているので、何勝何敗でみる際、全部マイナス要因になってしまうということを一応一言申し上げておく。なお、もう少し大きな目でご覧頂く場合、図表 31 の〈労働力調査〉であるが、非常に大雑把に今の労働需給の構図がどうなっているかということ、労働力人口は月によって数字が振れてしまうので難しいのだが、基調としては、大体前年比ゼロ%位の伸びだということである。一方で、実は生産年齢人口、すなわち 15 歳～65 歳の人口というのは、現在前年比で 0.8% 下がっている。従って生産年齢人口が 0.8% 下がる中で、労働力人口の伸

びがゼロだということは実はそれなりの労働参加率の上昇が起こっているということだと思っている。そうした中であって、ご覧のとおり雇用者数の伸び率というのは、月々振れを伴いつつ平均して+1%強であるが、就業者でみると伸び率はそれよりもかなり低いところになっている。どうということかと言うと、自営業などからの退出が起こっていてそれが雇用者で吸収されている。従って、就業者全体でみると極く低い伸び率であるので、労働力人口がゼロ近傍の伸びであるとすると、失業率は極く僅かに低下していくという図式になっているのが労働市場の全体像である。次に、今月の問題は<毎月勤労統計>であって、ご覧のとおり常用労働者数については1.6%増とさらに伸びを高めた。その一方で名目賃金が前年比1.4%減とかなり大きく落ち込んでいる。今月の特徴は、このところ弱かった所定内給与のマイナス幅が若干縮んでいる一方、特別給与が21.8%減と大きく減少してしまったということである。この結果、図表34、冬季賞与は現時点で計算すると-0.0%になってしまったということである。ただし、12月などもそうであったのだが、特別給与の速報の数字というのは、確報に掛けて結構大きく動く可能性がある。通常だと今ごろ確報が出ているのだが、今回はいわゆるサンプル替えの月に当たるために月末まで新しい数字が出てこないの、現時点では正確なところは評価できないという状態にあるということをお知らせしたい。

それから、物価面に移りたいと思う。国際商品市況については、先月ご報告したところからあまり大きな変化がないので、図表40まで進んで頂く。CPIであるが、ご覧のとおり3か月前比でみて-0.2%と、ここ2か月位-0.3%であったものから、少しマイナス幅が小さくなっている。

(2)のグラフでご覧頂くとお分かりのとおり、いわゆる石油、非鉄が相変わらずマイナスなのだが、3か月前比のマイナス幅でみると少し縮んできている。その一方でそれ以外のところは、ご覧のとおり鉄が相変わらず上がっているし、それから化学あるいは繊維材料などもそうであるが、石油が下がっても下がらないという状況が続いているので、国内関係のものは総じて上がっているということである。来月になると、石油、非鉄辺り

の下落がさらに縮んでくる可能性があるので3か月前比でみた場合、3月は、ほんの僅か低下かないし横這いという感じになろうかと思っている。図表42、CSP Iは、ご覧のとおり除く海外要因でみて、前年比+0.2%になった。特徴はこのところ一番ウエイトの高い諸サービスの下落がほぼ完全に止まっていて、そうした中であって不動産辺りがマイナスから次第にプラスに転じようとしている。こうした姿であるので、恐らくCSP I全体もマイナスから下げ止まり、プラスに転じようとしている位の感じかと思っている。ただし、この間、広告のところは実は結構大きく毎月振れていて、これがマイナスになると全体もマイナスになってしまうのだが、足許2か月位はマイナスが止まってくれたので全体で少しプラスになったという感じの動きである。今後も少し広告の動き等によって若干の振れは伴うと思うが、全体としてほぼ下げ止まりというところまではきたと考えている。消費者物価に関しては、1月は+0.1%かゼロかと思ったのだが、結局ゼロの方になってしまった。言うまでもなく今月は石油製品の上昇幅が一段と縮んだというのが最大の要因であるが、図表44にあるように特殊要因を除いたところも少し改善するかと思ったのだが、思いのほか弱かったという感じの結果になった。従って、2月はここからさらに石油製品の上昇幅が消えていくということ、また携帯電話の値下げが一部影響してくるので、恐らくはマイナスになる可能性の方が高いというふうに考えている。

以上であるが、ちょうど今3月であるので結局2006年度というのはどうということになったかというのを振り返ってみる。まず第一に冒頭申し上げたように成長率の方は2.1%ないし2.2%で着地する可能性が高いということである。昨年4月時点の中央値が2.4%であったので、見掛け少し下がったという感じはあるが、ご承知のように統計の改訂に伴う下駄の低下が0.3%あるので、そこまで考慮すれば特に成長率は下振れたという訳ではないと考えられる。その一方で消費者物価についてみると年度の着地は+0.1%であると思う。しかも足許に関しては、1~3月マイナスになってしまう可能性がある。スタート時点の見通しが0.6%であった。そこか

ら、いわゆる基準改定に伴う低下が 0.3%ないし 0.4%あり——これは少し微妙なのだが——、それを考慮しても幾分弱めであったと言わざるを得ないと思う。結局、何が起こったのか一言で言うと、グローバル成長の中で企業部門の活動は思ったように強かった。しかし、グローバル競争の中で賃金等を通じた家計部門への波及は思ったより弱かった、従って、GDP でみると、結局企業部門のプラスと家計部門のマイナスが刺し違えて、結局全体としてはほぼ想像どおりの成長になった。一方、物価面でみるとそういった家計部門への波及の弱さがCPIに何がしか影響してしまった、というのが結局この1年間で起こったこと、単純化してしまえば、そういうことであったと思われる。これから展望レポートの作業に向かっていく訳であるが、基本的には今申し上げたような力が恐らくはまだ何がしか働き続けることを踏まえて今後の見通しを考えていく必要があると思っている。それからもう一点、少し困っているのが先程少し申し上げた消費が足許思ったより強いことと、その反面、少なくとも統計上賃金はかなり弱いということである。現時点では、私はこれはそんなにシリアスな問題だとは思っていない。一応消費の方は良い数字が出たといっても、所詮1月、2月が仮に良いとしても所詮二月の話であって、これで基調的に消費がどうこうという判断をする段階ではないと思っている。他方、賃金の方は先程申し上げたように1月の特別給与というのは元々相当危ない数字であって、確報段階でのリバイスの可能性も十分あるので、そういう意味では消費の実勢は見かけ程そんなに強い訳ではない可能性があり、一方で賃金は少なくとも統計面程落ちてはいない可能性がある、差し当たりそういう理解で良いのではないかと思っている。ただし、仮に今後消費が思ったより頑張り、その一方で賃金は少なくとも数字面で弱いものが出てきた場合は、先般から少し申し上げているようなストーリー、すなわちいわゆる団塊の退職がもう始まっているので、それが少なくとも賃金統計上マイナス方向に働き、その一方で、当然その退職が始まっていれば——統計上把握できないので困るのだが——、恐らくは退職金がそれなりに支払われていて、それはそれで消費に対して何がしかの影響を及ぼすと

ということで若干のスプリットがそこへ出てくる可能性を考える必要があるかもしれない。少なくとも現時点ではそこまで言い切るよりも、取り敢えず足許の数字をみていこうと、こんなふうに思っている。私の説明は以上である。

福井議長

どうぞご質問があれば。

岩田副総裁

最後の点、少し大きい話であるが、GDPギャップが需要超過になっていて、これが段々増えていけばプラスになるだろうという点は、定性的には私も異論は全くないのだが、問題は定量的な大きさと、定量的にどの位頼りにして良いかどうか。私は「1% GDPギャップが増えると0.4%」というのが大好きでずっと使ってきたのだが、しかしそれはもしかすると危ないのかもしれない。調査統計局で前にギャップとの関係について色々分析頂いているが、今読み返してみると、新しい方式だとそれは実は0.34%である。それから期間をもう少し短くとして、2000年以降だとその計数は0.17%と半分以下になってしまう。このうちのどれを信じて良いのかというのが一つの問題としてある。それからもう一つは、GDPギャップの需要超過幅について、これも前にお伺いした点であるが、パート比率の変化を景気循環要因としてみるか構造要因としてみるかという問題がある。今足許の潜在成長率は多分+1.7%か2%に近くなっていると思うが、もしパート比率の上昇が景気循環要因だとすると2%位下がってしまうので、ほとんどゼロになってしまう。このような不確実性という問題が存在しており、それを踏まえて先行きの物価の基調としての強さを考える場合、潜在成長率を上回る成長を遂げている限りは私も少しずつ上がっていくということについて何の異論もないが——私自身が一番そのことを強く申し上げてきたので、これをリフュートするつもりは全くないが——、問題はその定量的な大きさ、力の強さである。それから、私はコ

アのCPIをみる時に、いわゆる実力コアを大事な指標だと思っている。エネルギーは上振れも下振れも両方あるので、あまりそれをみて上がった、下がったと言っている、それはコントロールの外にあるので、基調としての強さは実力コアでみるしかない。実力コアは、2006年度はもう直ぐ閉じることになるが、0.25%位のマイナス幅がある訳である。それが次の2007年度の成長率が2.1%だとして、先程の「GDPギャップがプラスの方向に1%行くと何%」という掛け算をするとどうしても足りない。単純に0.5%か0.6%ギャップが広がるというふうに考えても、マイナス幅を埋めるのはなかなか難しいと思うが——これも前回申し上げたことなのであまり繰り返すのも非常に恐縮であるが——、そこの辺りをどういうふうにみているのか。

早川調査統計局長

まず第一に、これは随分昔からの議論で……。

岩田副総裁

3年以上ずっとやってきている。

早川調査統計局長

岩田副総裁は当時から0.4%というのが大変お好きなのだが、我々は絵を書いてしまった責任はあるのだが、何度もこれを安定したものと考えない方が良さだろうというふうにずっと申し上げてきている。やはり普通にやるのであれば、例えばラグ項なしの係数よりラグを付けた方が良く、ラグ項を付ければ一応ストーリーとしては水準がリニアに上がってくるよりは改善していくという、いわゆる純粋なアクセラレーションみたいになり幅がどんどん拡大していくというふうには全く思っていない。そういうふうに考えるべきではないかと思っている。従って、我々は一度もあれを非常に安定したものとして信じるというふうには考えていない。

岩田副総裁

ただ、ポイントは、0.4%ではなくてそれよりも小さい数字になる可能性があるという点である。

西村委員

少し宜しいか。それは長期のフィリップスカーブをどういうふうにするかということだが、フィリップスカーブの傾きそのものをストキャステックに考えなくてはいけない。そうすると長期的にみればかなりの確率であるところに収まってくるということを考えれば——私もあれは非常に不安定なので信じない方が良いと思っているのだが——、短期に今低いということはストキャステック・プロセスのランで低いだけであって、一方で何らかの物凄く大きな変化が本当に起こったかどうかということに関してはそれなりに考えないといけないだろうと思う。であるから、そこはいつも大体似ているのだが、最後の結論がいつも違う。

岩田副総裁

私が最終的に申し上げたいことは多分同じで「不確実である」ということだと思う。

早川調査統計局長

何回も申し上げているが、いわゆる実力コアでも、先程おっしゃったように、ここのところ何年か成長率というのは2%少しなので、そういう意味ではギャップの改善率、程度というのはほとんど毎年同じ位である。それでは毎年実力の改善幅というのは同じかということそうではない。沢山改善した年もあれば止まっている年もあって、そこが弱くなった時に何か基調的に弱くなったと考えるか、逆に弱かったのだからどこかで取り戻すと考えるのかというのはなかなか難しいところである。例えば、個人消費なども足許の動きをみると、やはり弱かった後というのは少し取り戻すの

ではないかという感じもなくはなく、これは本当に難しいと思う。それから難しいのは今のギャップをギブンとしたうえでの物価の動きだけではなく、ギャップそのものの測り方も難しい。先程敢えて労働力調査を使って非常に雑な議論をさせて頂いたが、私共はギャップを測るところで色々な問題点があるのは十分承知しており、特にやっかいだと思っているのは、やはり労働参加率が上がっている点である。先程言ったように、生産年齢人口は0.8%減っているのに、労働力人口はゼロであるから労働参加率は上がっている。この労働参加率の上昇を少なくとも現在の我々の推計では循環的なものとみなして、いわば、ギャップがプラス方向にいつているというふうに考えている訳であるが、これは何年かすると、もしずっと労働参加率が上がり続けるのであれば、あれは構造的であったと認識し直すという可能性もあって、そういう意味ではこのところはなかなか測りにくいものがある。結局、「潜在成長率というのは何年か経って漸く分かる」というのと同じように、ギャップも同じような性格を持っているので、そのところは非常に難しいと思っている。従って、もし不確実性が大きいということであれば全く結論は同じである。

岩田副総裁

その不確実性が大きいことを認識したうえでそのリスク要因を考えてみると、0.4%というのは最大限0.4%であって恐らく実際にはもう少し小さいであろうと、半分かもしれないということである。加えて、物価が上がりやすい時と上がりにくい時というのはやはりある。一つは、世界のGDPギャップというか、つまり財市場で考えると、世界の景気が非常に強くて需要が強い時は、国内の財価格は上がりやすい。企業物価指数が——私はもうピークアウトしていると思うが——、まもなくするとゼロになる。前年比でもなるし、3か月前比であっても全ての段階でゼロになっているので、その圧力というのは今むしろ一段落している状況である。財市場が世界のGDPギャップみたいなものにある程度反応して動くとなると、そちらの要因はむしろ弱くなっている。それから、非製造業の方は、

私はサービスとかについては、単位労働費用、賃金との関連の方が強いと思っている。内需デフレータの動きと非製造業の単位労働費用を取ると綺麗に相関している。そういう状況のもとで、今賃金がマイナスになったということをどう受止めたら良いのか。私にとってもこんなサプライズはないのだが、日本経済が5年拡大していてどうして名目賃金がマイナスにならなくてはいけないのか。私には全く信じられない。何か統計の誤りではないかと最初思ったのだが、こうも続いていると誤りではない。そうすると、国内のGDPギャップに対して反応する、物価が上がっていくという力はあると思うのだが、少なくとも2007年度を考えると、それをむしろ引き下げるといふか、縮小させるような力が強く働いているのではないかというのが私の認識である。これは凄く難しい問題で、不確実だからこそ難しく、従って、その時に正しい分析ができるかどうかというのが本当のクレディビリティであり——これも前回申し上げたが——、誰も本当のことはなかなか分からないが、その中で一番ありそうなのか確かそんなことで説明していくことが重要ではないかと思っている。

早川調査統計局長

難しいのはおっしゃるとおりだが、難しいのは例えばCPIの実力コアの動きというのがCGPIと相関しているかというところでもない。

岩田副総裁

そこは財とサービスを分ける必要があると思う。

早川調査統計局長

あと、賃金についても、仮に団塊世代要因とかで賃金が動いているのだとすると、理屈から言えば限界費用のところはそういうふうな動きになっていないので、単純に統計上の賃金を使ってというのはなかなか難しいと思う。いずれにしても、いわゆる予測とは話は別であるが、物価の粘着性の程度というのが財によって、サービスによって色々違って、それぞ

れが違う性質を持っているということ、また、それがいわゆるマクロの色々な循環的な変数に対してどうリアクトする性質を持っているかといったことについて、来週少しお時間を頂いてご説明させて頂きたいと思う。ただ、その際には、足し上げてCPIが幾つになるかという話はしない予定である。どういう問題に我々が直面しているかということを少しご説明させて頂きたいと思う。

岩田副総裁

少し脇道に行ってしまう失礼した。

福井議長

他に宜しいか。それでは金融環境について稲葉理事、雨宮企画局長から願います。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

雨宮企画局長

金融環境については、資料-5の(参考計表)をみて頂きたい。当然まだ2月利上げの金融環境への影響を見極めるようなデータは出ていないので、全体としてここ数か月を展望したうえでの留意点みたいなものを一言申し上げる。金融環境のうち幾つかの変数については、今年の1~3月、要するに量的緩和解除前後にやや大きな断層を持って動いたものがある。典型的にはCPなどもそうであるが、前年比というメジャーだとこれが1年間尾を引いていた訳であり、この後数か月掛けて、段々巻き戻っていきだろろうと思う。後で数字をご覧頂くと、例えばCPは昨年ドーンと2月、3月落ちて、その後残高横這いであったのだが、前年比ベースではどんどん深くなってきたという格好がこれから多分巻き戻ってくるであろうし、似たような動きがベースマネーだとか社債でも出るので、これから数か月実態の動きに変化があるということではないと思うが、金融環境の数字の読み方としては留意しながらみていく必要があるかなと思って

いる。

以上、前置きを申し上げたうえで、まず図表1、民間部門総資金調達の模様であるが、(1)の数字をご覧頂くとおり前年比は、1月+0.4%、2月+0.3%とほぼ横這いである。ただ、中身は若干入れ繰りがあって、銀行・信金・外銀計の貸出は、1月+2.1%の後、2月+1.8%とむしろ伸びを低めた一方、直接市場調達が-0.4%から-0.2%とマイナスを縮めており、これらが両方合わさってほぼ横這いということである。直接市場調達の方は、今少し申し上げたCPの動きが数字で出だしたということである。貸出の方をご覧頂くと、図表2、民間銀行貸出であるが、主要業態でも2月+2.4%と1月の+2.8%に比べて伸びを落としている。まだ中身について十分分析しきっている訳ではないが、ヒアリング等によると、12月には——平残ベースでは1月にも効いていると思うのだが——、中間配当や賞与、納税資金といった運転資金があり、1月はやはり相当高止まっていたものが一服したというのが一つ。もう一つはやや特殊な要因ではあるが、昨年1~3月までは例の経営健全化計画のもとで期末に向けて中小企業向け貸出を大分積み上げるという動きがあったが、今年はそれがなくて、いわば自然体で動いているということで、前年比ベースだと若干弱めに出てくるということがあるかなとみているが、基本的には資金需要の状況について大きな変化があるというふうにはみていない。図表3(1)で借入主体別の内訳をご覧頂くと、少し濃い目のシャドーで示しているのが企業向けであるが、これが一番右の2月は少し伸び率を落としたのがみと取れるかと思う。以上が貸出の状況である。図表4、貸出金利である。初めに注釈のところだが、(注)で短プラ、長プラの直近の値というのがあがあるが、ここでは短プラ1.625%と書いてあるが、申し上げるまでもなく、3月20日以降は1.875%になるということである。約定平均金利の動きであるが、出ているのは1月までであって、新規約定平均金利の短期——除く交付税特会——をご覧頂くと、1.851%ということである。昨年7月の利上げ、短プラ上げの後には、それが一段落してほぼ横這いだった訳で、今でも横這い圏内であるが、実は昨年12月位から市場金利は利上げを先取

りして少しずつ強含んでいるので、それを受けて横這い若干強めという動きが続いている。それから、いつもほとんどみていないのだが、ストックの総合ということで1年間振り返って頂くと、結局1~3月1.613%から10~12月1.747%ということで、1年掛けて0.1%強、金利が上がったということになる。最後にマクロの金融緩和の程度をみる時にもう一度この数字を振り返りたいと思う。それから、図表7まで進んで頂いて、法人季報が出ているので、企業部門の資金過不足を10~12月まで計算した。(1)が企業部門の資金過不足の試算値であるが、前の傾向とほとんど変化ない。一番右の棒線が10~12月までの1年間であるが、資金余剰の方向に出ている灰色の部分、これがキャッシュフローマイナス設備投資である。徐々に縮んではいるが、引き続き設備投資はキャッシュフローの範囲内で行われており資金余剰が続いているということである。一方でマイナスに凹んでいる方は、主に運転資金の増減と配当と自社株買い——これは金庫株なのであるが——で不足が生じているという状況が引き続き続いているということである。

それから、足許2月までの金融環境であるが、図表8、中小公庫、国民公庫等のDI調査が2月まで出ている。ほとんど変化ないが、例えば(2)の<中小公庫・国民公庫>の統計による金融機関の貸出態度をみると一番右側に2月までの数字が出ているが、ほぼ横這いである。昨年7月に若干変化が窺えたような感じもあったのだが、結局1年間纏めてみると、この間、金融機関の貸出態度は相当緩い超の方向で、ほぼ横這い圏内の動きということで、昨年1年間の金融政策の変更は、こういう面では企業金融に目立った影響は与えていないということかと思われる。その意味では、企業金融の緩和度合いは不変であるということかと思われる。図表10まで進んで頂いて、直接金融市場の動向であるが、ここは少し数字に変化が出ている。<CP・社債の発行残高>の前年比をご覧頂くと12月-3.3%から徐々に-1.9%、-1.3%と縮まっている。その中身は、その下のCPで、-19.1%、-14.7%、-12.4%ときているが、冒頭申し上げた昨年の春のワнтаイムショックの裏である。図表11(2)のCP発行残高をご覧頂く

と、実はC P発行残高は、残高ベースでピークは2005年12月であったが、それが2006年1月、2月、3月と金利上昇を嫌う数社がC P発行を控えたためにドーンと落ちて、その後横這いになった訳である。前年比はどんどん突っ込んできた訳であるが、これが少しずつ元に戻りつつあるという動きである。社債も同じようなことがあって、(3)のグラフをご覧頂くと昨年前半、長期金利の上昇予想をもとに大分駆け込みの発行があったが、それが2006年後半に沈静化して、今また少し戻りつつあるというところだろうと思う。発行環境はほとんど変わらない。図表10<C P・社債の発行コスト>のAAA格のスプレッドをご覧頂くと、引き続き縮まっていて、2月発行のスプレッドは0.12%であり、社債の発行環境は引き続き極めて好調であるということである。昨年の裏という意味で、これから出てくるのはマネタリーベースであって、図表15がマネー関連指標である。<マネタリーベース>は2月の数字が直近であるが、-21.1%となった。多分-20%が付くのはこの2月までであって、一応2月の当預を前提に、かつ銀行券の伸びを+1%というふうに置くと、恐らく3月は-19%位、4月は-15%、5月は一気に-6%ということで、数か月掛けてマイナスが縮んでいくということになるかともみている。<マネーサプライ>は、引き続き同じ傾向が続いていて、定期預金、準通貨を中心に少しずつ伸びを高めており、1月1.0%、2月も1.1%という状況が続いている。

それから、図表21インフレ予想を簡単に申し上げると(2)のESPフォーキャストのCPI見通しであるが、これは3月調査でまた若干下の方に振れている。年度平均の数字を申し上げると2007年度が0.2%、2008年度が0.6%という数字になっている。ただ、これは前月も0.6%であったのだが、今月の0.6%を小数点2位まで言うと0.56%であるので、また弱いCPIが出ると少し下方修正されるのだろうと思うし、足許のCPIで物凄く振れているという意味では(3)の物価連動債のインフレ予想も非常に振れているようであって、実は一番右端の直近は0.39%と——このA-Bのインフレ予想の値が0.39%——、物価連動債の発行が始まった2003年度当初を除けば初めて0.4%を割ったということで随時下

がってきているということである。最後に、図表 22 でマクロの金融環境である。GDPと法人季報が出ているので、計算し直しているが、ほとんど状況は変わっていない。(1) 実質短期金利と成長率の比較であるが、これは計算として出しているのは第 4 四半期までであり、ご覧頂いたとお引き続き大幅な緩和状況が続いているということである。(2) は法人季報でみたROAと平均支払金利の比較である。先程ストックベースの約定平均金利は 1 年間で 0.19%上がったということを申し上げた。この法人季報ベースでも同じような動きであって、細実線の方が平均支払金利であるが、0.14%程上昇しているが、同時に実はROAも同じように上昇していて、短期的な凸凹はあるが、このようにROAの上昇に合わせて支払金利が上がっている結果、下の金融緩和の度合いも凸凹はあるが、1年間ほとんど変わらないという状況が続いているということである。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があれば、宜しいか。それでは本日の議題は全て終了した。明日は午前 9 時に会議を開催するので宜しく願います。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、この場にいらっしゃる皆様方におかれては、厳正な機密管理、会議の内容、プロセスを含め厳密な管理をくれぐれも宜しく願いたいと思う。それでは今日は閉会とする。

(16 時 06 分中断、20 日 9 時 00 分再開)

福井議長

おはようございます。それでは決定会合第二日目を開催する。政府の方からは、本日、財務省から勝大臣官房総括審議官にお越し頂いた。内閣府から浜野内閣府審議官にお越し頂いている。宜しくどうぞ願います。今日の議題だが、いつもと違って、最初に適格担保取扱いに関する対応について執行部から説明があった後、これは決定事項として決定したいと思う。

その後、通常どおり金融経済情勢に関する討議、金融政策運営に関する討議、それから議案の取り纏め、採決というふうに移る。その後、金融経済月報の基本的見解の決定、議事要旨の承認となるが、もう一ついつもと違うのは最後に 2007 年 4 月～9 月の金融政策決定会合の開催予定日等の承認が入っている。以上がアジェンダである。いつも申し上げているが、会合の中でのご発言は全て記録をさせて頂く。委員及び政府からご出席の方々はそのことを踏まえてご発言頂ければと思う。

Ⅲ. 住宅金融公庫の解散等に伴う適格担保取扱いに関する対応についての執行部説明と決定（資料－7）

福井議長

それでは第一案件の適格担保取扱いに関する対応についての執行部説明、そして決定に移る。稲葉理事と鮎瀬企画局参事役からご説明をお願いします。お手許に資料は既にお配りしてあると思う。宜しいか。

鮎瀬企画局参事役

資料－7 である。

福井議長

皆さん宜しいか。

鮎瀬企画局参事役

それでは資料に沿って説明させて頂く。本件は本年 4 月 1 日をもって住宅金融公庫が解散し、その業務が新たに設立される独立行政法人住宅金融支援機構に承継されることに伴って、同公庫及び同機構が発行する貸付債権担保債券、これは住宅ローン債権を担保とするパス・スルー型の分割償還債である、いわゆる R M B S ——Residential Mortgage Backed Securities——だが、これらについての担保価格に関する規程を整備するため、「適格担保取扱基本要領」の一部改正を行うこととしたい、という

ものである。

まず、本件の背景だが、独立行政法人住宅金融支援機構法に基づき、本年4月1日をもって、住宅金融公庫が解散をし、その権利、義務を引き継ぐ新たな法人として独立行政法人住宅金融支援機構が設立されることとなっている。以下、住宅金融公庫を単に公庫と呼ばせて頂き、独立行政法人住宅金融支援機構を単に機構と呼ばせて頂く。機構は、民間金融機関等による長期・固定金利の住宅ローンの支援・補完を目的とする証券化支援事業等を行うほか、災害関連など、政策的に重要であり民間では対応が困難な分野に限定をして、住宅資金融資事業を行うものとされている。機構の概要については（参考1）に示しているが、この表についての説明は省略させて頂く。

恐縮だが説明資料1頁に戻って頂きたい。この新しい機構だが、公庫が発行した債券を承継することとなっており、その債券に政府保証が付されている場合には政府保証も従前の条件で継続されることになっている。また、機構は自ら債券を発行し得ることとされている。公庫が発行している債券のうち、政府保証付債券、それから一般の債券——ここで一般の債券というのは満期一括償還型の債券である——及び貸付債権担保住宅金融公庫債券——公庫RMB S——については、現在、本行の適格担保となっている。また、新たな機構においても、これらに相当する債券を発行することが可能とされている。

（参考2）をご覧頂くと、従来、公庫が発行してきた債券とそれについての本行の担保受入高、それから機構の平成19年度における債券の発行予定額を予算ベースで示している。現在、公庫の発行債券だが、政府保証付債券及び貸付債権担保債券が本行に担保として受入れ実績がある状況である。また、機構においては政府保証付債券の発行は当面予定されていないが、一般の債券及び貸付債権担保債券について発行が予定されている状況である。

再度資料1頁の2.に戻って頂き、本件の本行適格担保制度上の取扱いと所要の対応の部分である。まず、本行の適格担保制度上、公庫及び機構

が発行する債券はいずれも、政府保証の有無に応じて、政府保証付債券または財投機関等債券として取り扱われることとなる。この点は規程上の対応は不要である。現在、「適格担保取扱基本要領」において政府保証付債券及び財投機関等債券の適格基準は、資料2頁の冒頭の表に示したとおりである。ここで独立行政法人である機構の位置付けだが、この横棒に示してあるように、政府の来年度予算案において、機構は、財政投融资の対象となる財投機関と位置付けられている。また、機構の業務運営・財務に関しては、債券の発行、毎事業年度における債券・長期借入金の償還計画に主務大臣の認可が要求されるなど、なお、政府の一定の関与がなされることとなっている。こうしたことから、機構は本行の適格担保制度上、財投機関等と位置付けられるところである。なお、現在既に独立行政法人であっても、例えば都市再生機構といった独立行政法人の発行した債券が本行の適格担保として取り扱われているところである。

次に担保掛け目だが、公庫及び機構が発行する債券のうち、政府保証付債券及び満期一括償還型の一般の債券については、それぞれ政府保証付債券、財投機関等債券という括りで設定されている担保掛け目を適用することとなる。この点も規程上の対応は不要である。ただ、これに対して、公庫RMB S及びこれに相当する機構RMB S、すなわち貸付債権担保住宅金融支援機構債券については、現在、公庫RMB Sについて個別に設定している担保掛け目を今後はこの公庫RMB Sと機構RMB Sの両者に適用できるようにするために、規程上の手当が必要となる。従来、公庫RMB Sについて個別に担保掛け目を設定しているのは、この公庫RMB Sが分割償還債なので、一般の財投機関等債券と区別されるほか、公庫RMB Sについては、安定的に時価を取得できるという点で他の分割償還債とも区別されるからである。そこで具体的な規程上の手当の内容だが、「適格担保取扱基本要領」の「別表1. 担保の種類および担保価格」の「(特則)」というところで、分割償還債についての定めを置いているが、そこで「貸付債権担保住宅金融公庫債券」という項目建てとしているところを、「貸付債権担保住宅金融支援機構債券」に改めるとともに、「(附

則)」において「貸付債権担保住宅金融公庫債券は、『担保の種類および担保価格』の適用については、貸付債権担保住宅金融支援機構債券とみなす。」というように定めることとする。これによって新たな機構RMB Sと機構が承継する従来の公庫RMB Sの両者に対して、従来の公庫RMB Sと同じ担保掛け目を適用できることとなる。また、本改正の実施日は平成19年4月1日とする。

5頁が本件の政策委員会付議文である。「『適格担保取扱基本要領』の一部改正に関する件。案件。本年4月1日をもって住宅金融公庫が解散し、その業務が新たに設立される独立行政法人住宅金融支援機構に承継されることに伴い、『適格担保取扱基本要領』（平成12年10月13日付政委第138号別紙1.）を別紙のとおり一部改正すること。以上。」である。6頁は「別紙」である。「適格担保取扱基本要領」のうち、「別表1」の「担保の種類および担保価格」の「(特則)」において、1.の(1)「貸付債権担保住宅金融公庫債券」とあるものを「貸付債権担保住宅金融支援機構債券」。また、「(附則)」において、「1. この一部改正は、平成19年4月1日から実施する。」こと、それから「2. 貸付債権担保住宅金融公庫債券は、『担保の種類および担保価格』の適用については、貸付債権担保住宅金融支援機構債券とみなす。」と定めさせて頂く。

また、本件ご決定を頂いたならば、この決定内容について執行部から対外公表をさせて頂きたいと考えている。私からの説明は以上である。

福井議長

少し技術的だが、ご質問等があれば願います。資料の2頁目、下から8行目位の掛け目のところ、「安定的に時価を取得可能」というのはどういう意味か。安定的に時価が確認できるという意味か。

鮎瀬企画局参事役

然り。安定的に時価を確認できるので、その時価を担保掛け目の計算に使い得るという趣旨である。

福井議長

取得というと、時価で取得という意味にとられないか。

稲葉理事

時価を認識できるというように理解されると思う。

福井議長

そうであれば。皆さん宜しいか。それでは決定案件である。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

福井議長

全員一致で本件は可決した。本件については適宜、執行部で対外公表をさせて頂く。

IV. 金融経済月報に関する執行部説明

福井議長

それでは次の議題、金融経済情勢に関する討議だが、まず議論の前提として事前にお配りしている金融経済月報基本的見解の案について、執行部から簡単にご説明をお願いします。

前田調査統計局参事役

それではまず、経済・物価のところからご説明する。今月は大きな基調判断の変更というのはないが、幾つかマイナーな修正をさせて頂いている。まず、生産のところであるが、前月までは「生産も増加を続けている。」としていたが、当月は「生産も増加基調にある。」というふうにさせて頂いている。これは1月の生産が10~12月対比マイナスになり、1~3月でみてもマイナスになる可能性が高いということであるので、その振れを表現するという形として「基調にある。」とさせて頂いている。なお、「振れを伴いつつ」という表現も検討したが、その直前に住宅投資のところでも「振れを伴いつつ」ということがあるので表現が重なりとややくどいということでこの表現にさせて頂いている。物価であるが、まず消費者物価の現状のところ、前月は「小幅のプラスで推移している。」ということであったが、1月の前年比がゼロとなったので、「原油価格反落の影響などからゼロ%近傍となっている。」というふうにしてしている。ゼロ%近傍としているのは、今後もゼロを挟んで若干マイナス、あるいは若干プラスということもあろうかとも思われるので、その可能性まで踏まえて比較的幅広い表現の方が良いかということで、ゼロ%近傍というふうにさせて頂いている。物価の先行きについて、まず国内企業物価であるが、前月は「目先、弱含み」というふうにしていたが、当月については、3月、4月辺り、場合によって

は3か月前比でゼロになる可能性もあろうかと思われるので、「弱含みな
いし横ばいで推移するとみられる。」というふうにさせて頂いている。消
費者物価であるが、「目先、原油価格反落の影響などからゼロ%近傍で推
移するとみられるが」と当月はさせて頂いている。前月は「ゼロ近傍とな
る可能性があるが」ということであつたが、現実には1月ゼロになつたとい
うこともあるので、「ゼロ%近傍で推移するとみられるが」というふうに
させて頂いている。私からは以上である。

内田企画局企画役

続いて、金融面であるが、企業金融等の面では変化はない。市況のみで
ある。市況については、まず当然のことであるが、オーバーナイト物金利
を0.5%前後としている。一方でターム物金利については、利上げの後も
ほとんど動きがないので、変化なしということである。その他為替・資本
市場であるが、円高、長期金利は低下、株価は下落ということである。因
みに、円の水準は前回会合時が120円前後だったので、3円程動いている。
それから長期金利は前回会合時1.7%前後だったので、こちらも0.1%強
動いている。それから株価は前回会合時17,900円位だったので700円位
の下落という状況にある。以上である。

福井議長

内容・表現については、あとでまた討議のあと詳しく検討したいと思
うが取り敢えず今の説明についてご質問があれば。宜しいか。

V. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

それでは、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
り大体お一方5分ずつ位という目処でご発言頂きたいと思う。その後自由
討議をしたいと思う。今日は、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁、福間委

員、西村委員、須田委員、野田委員、水野委員の順でお願いできればと思う。最初に春委員から願います。

春委員

それでは申し上げる。2月の会合直後の金融市場は株価が上昇を続けるなど、政策変更は概ねスムーズに受入れられたと思う。ところが、その後、実体経済面で特段の変化を窺わせる経済指標はなかったが、金融面では、2月末以降、世界的に株価が乱高下を繰り返すなど、不安定な動きが続いている。具体的には、2月27日の上海の株価下落——これは昨日はほぼ下落前の水準に戻ったとされているが——をきっかけに、既往最高水準に上昇していたNYダウは——これも昨日かなり上げているようだが——大幅に下落し、各国株式市場の一斉下落に繋がった。その後NYダウは一旦持ち直したが、3月13日、サブプライムローン延滞率上昇や取扱金融機関の経営破綻等により、再び急落して各国株式市場の連鎖安をもたらした。この中で、日経平均株価も、2月26日の18,200円台回復の後、3月5日に16,600円台まで急落し、その後は17,000円と振れの大きい動きが続いている。この間、円の対ドル相場は一旦121円台に下落した後、円独歩高の形で115円台まで上昇し、その後は116円～118円近傍で推移している。

次に、実体経済についてみると、米国では、10～12月の実質GDP成長率が、予想されたとおり下方修正されたが、個人消費と輸出を中心に底堅く推移している姿に変わりはないように思う。1月以降の指標をみても、住宅投資は引き続き弱くなっているが、消費者マインドは引き続き堅調に推移しており、小売売上高も底堅い動きとなった。企業部門をみても、ISM指数は製造業、非製造業のいずれも50を上回ったほか、生産、雇用とも底堅い内容となっている。今月号のブルーチップでも、2007年の成長率予想が、2006年10～12月GDPの下方修正によって幾分下振れたが、年後半に掛けて緩やかに加速していく見通しは変わっていない。2008年も前月と同じ3.0%成長が想定されている。

以上から、基本的に米国経済は、減速してはいるものの、引き続きソフトランディングの方向と考えると良いと思うが、サブプライムローン問題の波及を含めて、住宅投資や個人消費の動向など、従来以上に注意していくことが必要と思う。

米国以外の地域は、欧州、アジアとも堅調に推移している。欧州では、ECBが、2007年、2008年の成長率予想を上方修正して利上げを行った。中国も輸出が一段と加速するなど高水準の成長が続いており、人民銀行は基準金利を引き上げている。この間、NIEs、ASEANも、一部で輸出に弱めの動きもみられているが、基調としては緩やかな拡大が続いている。

原油価格については、3月15日のOPEC総会は、現行2,580万BDの目標生産量維持を決定した。IEAの月報によれば、2月のOPEC生産量はこの目標を約110万BD上回っているが、総会后OPEC関係者は、「原油の価格は健全な水準である」あるいは「OPECバスケット価格は55ドルないし60ドルが望ましい」などとコメントしている。先行き在庫の状況や地政学リスクなど、引き続き注意深くみていくことが必要と思う。

国内では、10~12月の実質GDP成長率が、設備投資の上振れを主因に年率+4.8%から+5.5%に上方修正された。1月の消費総合指数や設備投資総合指数も底堅い動きを示しており、1~3月の実質GDPは、前期に比べ伸び率は鈍化するものの、潜在成長率を上回る成長が続くという見方が多いようだ。2007年3月期に5期連続の増益、4期連続の最高益となる公算の企業部門は、1月の生産は10~12月の反動もあり弱めであったが、輸出は堅調に推移し、機械受注、法人企業統計も強めの数字となるなど、全体として底堅い動きが多かったと思う。その中で、電子部品・デバイスの在庫調整の動向については引き続き要注意と思う。

また、雇用・所得関係も、労働需給は引き続きタイトである一方、賃金が弱めという状況は変わっていない。先週の春闘一斉回答では、多くの大手企業が賃上げ要求に応じているが、基本的に賃上げに対する企業の慎重姿勢は根強いものがあり、また、大手企業の賃上げの動きが、非製造業が

多く、人件費増加で収益が圧迫されやすい中小企業にどの程度広がりを見せるか、楽観はできない。

一方で、個人消費関連では、1月の家計調査、家計消費状況調査とも底堅い動きを示し、小売販売も、自動車販売を除いて総じて予想以上に堅調な指標が多かったと思う。2月の消費動向調査による消費者態度指数も、前月比改善している。

また、物価面では、1月の全国コアCPIが、石油製品の伸び率鈍化を主因に2か月連続で上昇幅が縮小し、前年比0.0%となった。1月まで3か月連続で横這いであった東京地区も、2月は石油製品の伸び率鈍化や携帯電話料金の値下げの影響などから、0.0%と上昇幅を縮小させている。2月以降の全国のコアCPIが前年比マイナスに転じる可能性は高まっていると思うが、製造業の設備稼働率や失業率など、資源の稼働率は着実に上昇している。需給ギャップも既に、需要超過に転じており、基本的に、物価の緩やかな上昇基調は維持されていると考えて良いと思う。

こうした中で、冒頭に述べた、この間の円の独歩高を含む、世界的な金融市場の大きな動きについては、行き過ぎたリスクテイクの修正による調整にとどまる可能性が大きく、今後の動向や实体经济に与える影響について十分な注意が必要だが、拡大を続けている世界経済や日本経済のファンダメンタルズの変調に繋がる可能性は小さいと考えて良いと思う。

以上から、景気の先行きについては、基本的に緩やかな拡大が続く可能性が高いとみて良いと思うが、海外では米国経済や原油価格、国内では賃金、個人消費、IT在庫の動向などに加えて、世界的な金融面の調整の動向にも注意が必要と思う。今月の基本的見解については、先行きの表現を含めて執行部提案に異存はない。私からは以上である。

福井議長

続いて武藤副総裁からお願いします。

武藤副総裁

まず、海外経済情勢であるが、世界的に市場動向はやや荒れ模様の展開になっているが、実体経済面では全体として拡大が続いているという評価を変える必要はないと思う。

米国では住宅投資が大幅な減少を続ける中、景気拡大のペースが緩やかに鈍化している。もっとも、個人消費は堅調な伸びを維持しているほか、設備投資も増加傾向を維持している。先行きについては本年半ばに掛けて潜在成長率近傍に軟着陸していくという標準シナリオを維持することで良いと思う。最近、サブプライムローンの動向とその影響に関する懸念が高まっている。これまでのところFRBも含めて、米国経済に与える影響は限定的という見方が多いようであるが、当分注意してみていく必要がありそうである。

欧州ではしっかりとした景気回復の動きが続いている。ドイツの付加価値税引き上げの影響は今のところ小さい模様である。アジアについては、中国で内外需ともに力強い拡大が続いているほか、NIEs、ASEANでも緩やかな景気拡大が続いている。

ここでグローバルな金融市場の動向について触れておきたいと思う。最近の世界的な株価下落は中国から始まったが、その後の展開をみると、より大きな背景としては投資家のリスクテイク姿勢の見直しという要因が働いているように思われる。振り返ってみると、昨年グローバル・リスク・リダクションをこなした後、国際的に金融市場のボラティリティは一段と低下し、やや行き過ぎたリスクテイクが行われていた可能性がある。こうした状況のもとで、中国株価の急落や米国景気に関する悪材料をきっかけに過度なポジション形成の巻き戻しが起きたということではないかと思う。そうだとすれば最近の相場下落は世界経済の変調を示すものではない、という解釈が妥当することになる。現段階では世界経済が全体として拡大傾向にあることを踏まえると、市場も徐々に落ち着いていく可能性が大きいとみて良いと思うが、金融市場動向とその影響については今後ともよくみていく必要があると考える。

次に、日本経済であるが、まず輸出は今申し上げたような海外経済の拡大を背景に増加を続けていく可能性が高いと思う。最近の円相場上昇もこの程度であれば良好な輸出環境に大きな変化をもたらすものではないと考えられる。企業部門については、10～12月期の法人季報が公表されたが、高水準の企業収益が続くもとの、設備投資が増加を続けている姿が確認された。先行きも設備投資の増加基調は続くと思われるが、この点は来月初めの3月短観で改めて確認をしたいと思う。

次に、家計部門であるが、一人当たり賃金はやや弱めの動きとなっているが、雇用者数が着実に増加を続けているもとの、雇用者所得は緩やかに増加をしている。統計上の賃金の動きには団塊の世代の退職などが影響しており、実勢の見極めが難しい面がある。しかし、労働需給の様々な指標が示しているように人手不足感は着実に高まっており、この傾向が続けば賃金にも徐々に押し上げ圧力が加わっていくと考えるのが自然である。現在、労使間で今春の賃上げ交渉が本番を迎えているがその帰趨をよくみていきたいと思う。

個人消費については底堅く推移している。1月の百貨店・スーパーなどの販売指標は改善を示した。2月も衣料品販売などを中心に堅調に推移している模様である。乗用車販売は引き続き弱めの動きとなっているが、家電販売は堅調に推移している。また、外食や旅行などのサービス消費も増加基調にある。先行きも目立って高い伸びは期待できないとは思いますが、緩やかな増加基調を辿ると考えられる。

生産は内外需の増加を背景に増加基調にある。1～3月期は前期に大幅増加した反動から輸送機械などを中心に小幅の減産となる可能性が高いと思うが、4～6月期には前期比1%の増加に転じると考える。在庫面では全体としては概ね出荷とバランスが取れた状態が続いているが、IT関連では在庫の積み上がりが解消しておらず、引き続き調整の進展状況をよくみていく必要があると考える。

以上申し上げた情勢を踏まえると、我が国経済の生産・所得・支出の好循環のメカニズムはしっかりと維持されていると考えられる。

次に、物価であるが、国内企業物価は原油価格反落の影響などから目先弱含み、ないし横這いで推移する可能性が高いと思う。コアの消費者物価については、原油価格反落の影響もあって1月の前年比はゼロ%となった。今後2月、3月に掛けては、既往の原油価格低下や携帯電話の低料金プラン導入の影響などから前年比が若干のマイナスになる可能性がある。しかし、やや長い目で先行きを見通すと、潜在成長率を上回る成長が続くのであれば、需給ギャップは需要超過方向で推移し、消費者物価は基調としては緩やかに上昇していくと考えられる。その上昇ペースをどうみるかについては、今春の賃金改定状況や消費財サービスを巡る需給環境にも目を配りながら、4月の展望レポートに向けてしっかりと分析を深めていく必要があると考える。以上である。

福井議長

岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

既に皆さんがご指摘のように株価の調整があった訳であるが、私は今回の株価の調整は、本質はやはりアメリカ経済の先行きについての不確実性というところにあると思っている。アメリカ経済であるが、私は従来から成長率でみれば、第1四半期も恐らく2%~2.5%と申し上げたが、最近出ている指標をみると、設備投資がやや弱い感じが出ている。加えて雇用は、これを労働投入という形で考えると——就業者と労働時間の変化であるが——、労働時間がやや弱くなっており、実は労働投入でみると1、2月とも前月比-0.2%、-0.3%ということで、1、2月合わせて前期の第4四半期と比べてゼロ%の伸びである。であるから、供給面からみたGDPは労働投入の方からみるとゼロである。そうするとあとは生産性だけということになる。第4四半期の生産性は実は前年比1.4%であるが、それと同じ位と考えると、どうも第1四半期は供給面からみる限り1.5%程度にやや減速するのではないかと思う。これを需要面でみれば、やはり設備投

資が思っていたよりもやや弱めで動いているし、個人消費も2月は勿論天候要因があるが、小売等がこれまでの勢いよりはやや鈍化しているのではないか——勿論3%以上は伸びると思うが——、そうしたことが影響するのではないかと思う。これが実体面であるが、もう一つの不確実性は住宅部門の調整である。サブプライムローンは1.3兆ドルと言われているが——日本円だと150兆円——、延滞率、デフォルト率はここ7年間で最高になっている。そして、サブプライムローンの延滞率は13%へ——最近の数字はどれも15%まで上がっているようであるが——上昇している。さらにあまり注目されていないが、サブプライムとプライムの中間に、オルタナティブAというのがある。ARMなど非伝統的なローンが多い訳であるが、延滞率も上昇している。住宅ローンに占めるシェアは16%であるので、サブプライムローンと合わせると、24%位灰色と言うか、やや危ない債権が住宅ローンに存在しているということかと思う。貸出基準の厳格化等によって、金融機関の収益は悪化する可能性がある。それを証券化したものを組み入れていた投資家も打撃を受ける可能性がある。そして住宅を売る、手放すということがあれば、住宅価格を引き下げる。個人破産の増加が重なると消費者マインドも萎縮する可能性がある。ということで、私は依然としてそれでもソフトランディングは可能だと思うが、胴体着陸もあるソフトランディング、そういうものも含んだソフトランディングかなど。景気後退の話をグリーンSPAN前議長が色々おっしゃられているが、一つは住宅部門のこういうフラジリティというものと、もう一つ、グリーンSPAN前議長が気にしているのは利潤率、利潤のマージンである。産出価格と単位労働費用の比率がピークアウトして大体半年から1年位の間——これは過去のビジネスサイクルの経験であるが——リセッションに入っているということであるが、どうやらそれがピークアウトしたとみられるというところが主な根拠かなと思っている。であるから、そういったことを孕みながら、今日のマーケットではアメリカの株価は上がっているが、もう必ず利下げだと読み込んだうえでの株価上昇という感じも持っている。全体として言うと、アメリカは第1四半期の成長率が鈍化し、そ

れから不確実性は従来と比べるとやや高まっている。ソフトランディングについても胴体着地を含むというのがアメリカである。

二番目は、半導体であるが、半導体はこのところDRAMが供給過剰で、これは台湾と韓国メーカーが在庫を大量に出したことによるが、それで価格が大幅に下がっている。業界情報によると、3月から半導体の販売額の伸びはマイナスになる可能性がある。それから、稼働率がやはり落ちてきており、特に台湾メーカーでは大幅に落ちている。TSMCの収益は第1四半期はノーズダイブ、急減速している。しかしながら、売上げなどの底は、私は前から言っているが、第1四半期だろうと言われている。台湾メーカーにとっては春が遠のくハイテク市況ということかと思う。いつも申し上げているが、LCDのパネルメーカーについても稼働率はやはり低下傾向にあり、韓国、台湾の設備投資は2007年は大幅に減額ということである。半導体製造装置のBBレシオが昨日発表になり、単月でみると1.08まで急減した。3か月移動平均でみると1.3位あるが、単月でみるとかなり落ちている。ということで、恐らくパネルの方のボトムはまだ確認されていないのではないか。半導体関係の在庫で目立つのは液晶素子——これは大型も中小型もだが——、それから半導体集積回路等であり——主に液晶のテレビ、携帯ゲーム機、デジタルカメラ向け、こういったところのものが多い訳であるが——、特に液晶パネルメーカーには生産能力余剰感が強いということである。半導体の設備投資については、恐らく2007年は5%程度減少するのではないかと思う。ということで、半導体は、私は1年半位前からこういうことが起こると申し上げていたが、そのとおりのことが実際に起こっているということだと思う。従来、2、3月がボトムではないかと言っていたが、液晶等も含めて考えると、もう少し後ずれするリスクも孕みながら調整が進んでいるというふうに今のところみている。この生産面の弱さ、IT部門の調整ということを反映して、鉱工業生産関連がやや弱い数字になっており、特にDIは、3か月連続で先行指標が50%割れになっていて、一致指標も50%割れになった。機械的な計算なので私はあまり好きではないが、これは通常であればピークアウトの確率

が70%ということになる。C Iについてもやはり同じような傾向がみて取れるので、決して安心してはいけない。ただその一方で、消費がしっかりしているので、景気がこれで底割れになるというふうには私は思っていないが、しかし、機械的な計算でヒストリカルD Iを今計算すると、どうもピークは11月——これは全く機械的な計算なので、1年経ってみないと分からないが——という可能性も勿論あり、今後の動き次第ではということもどこか念頭に置いていた方が私は良いと思う。

それから消費はこのところ小じっかりというか、数字は良い数字が出ている。特殊要因としてあまり気付かれていないのは、税源移譲である。年前半に中央政府の減税——月に1,500億円程度であるが——、後半になると地方政府の増税があつて、プラスマイナスゼロであるが、年前半は可処分所得が1%位プラスになるので、もしかするとそういうことが効いているかもしれない。それから春物衣料は明らかに調子が良い。天候というものもプラスマイナス両方あつて、天候不順だからといって常に悪い訳ではなくて良い場合もあるということかと思う。それから注意すべきことは生産活動が鈍って消費が立ち直るというパターンである。消費の総合指数と生産の指数の比率を取ってこの比率が上がる時は大体後退局面である。これも過去の事実である。

それから、最後に消費者物価である。前回も私は色々申し上げ昨日もご質問したが、基調としてやはり実力ベースのコア消費者物価指数というのはなかなか力が足りない、緩やかに働いているが足りない。年度平均でもやはりマイナスのままである。さらに石油価格は下がっている。現在の石油価格の水準を前提にすると、1月の時点だと0.13%のプラスに寄与していたが、9月の時点だと——計算すると直ぐ出るが——10%位マイナスになるので、石油製品のウエイトが1万のうち355なので、大体0.35%位足を引っ張る。-0.35%である。現在、石油価格の要因が+0.1%位ありながらコアのC P Iがゼロということで、実力ベースは本当に少しずつしかよくなるしない。

これらを合わせて考えると、私はやはり他の方が考えているよりも、マ

マイナス幅は大きいし、しかも継続する、少なくとも9月位までずっとマイナスということもあり得るし、それ以降も——勿論石油価格がどうなるかわからないが——マイナスということもあると思っている。私が一人でこういうことを言っているのかと思ったら、最近ある民間——モルガン・スタンレー——で年度平均が-0.1%という予測が出たので、漸く出てきたかという感じも持っている。ということで物価の先行きについては、私は他の方よりもやや厳しくみている。ただ、これが金融政策運営に与える影響というのはまた別途次のラウンドでお話ししたいと思う。以上である。

福井議長

福間委員から願います。

福間委員

海外景気については、先般のB I S総裁会議でも確認されているとおり、順調に拡大している。このうち、米国については、昨年来の住宅・自動車市場の調整が引き続きみられる中、景気の減速が続いている。もっとも、個人消費は、所得の伸びを背景に底堅く推移し、設備投資も総じて良好な企業収益のもとで、均してみればややペースダウンしているものの、増勢を続けており、輸出も堅調である。こうしたことから、基本シナリオとしては、潜在成長率をやや下回る程度で想定していた減速を続け、ソフトランディングに向かうとみている。この間、雇用・設備需給が引き続きタイトなもとで、ユニット・レーバ・コストの伸びが高まっていることから、コアインフレ圧力は根強く続いており、今後とも注視していく必要がある。ここで、米国については、リスク要因として皆様の触れられたサブプライムの住宅ローンの問題であるが、昨年末から中小住宅金融会社の事業譲渡、チャプター11申請等が増加し、2月以降は、大手についても、例えば香港上海バンク、ニューセンチュリーによる貸倒引当金増額を皮切りに、業務停止命令、上場廃止などに発展するローン会社も増えている。昨日も何社かそういう会社が発生している。昨年夏からみられた住宅市場の調整は底

打ちしつ々あるとの見方が去年の末に掛けて広がっていただけに、こうした事態の進展は調整の深さを関係者に改めて印象付け、景気の不透明要因として意識されるようになってきた。

今後の注目点としては、以下の二点ではないかと思う。第一に、プライムの住宅ローンや、さらにはカードローン等も含めた個人向け与信全般に影響が波及するかどうかである。第二に、サブプライムローンの保有リスクは、証券化、CDS、ファンズ・オブ・ファンズにより、個人、金融機関、機関投資家に分散されているが、これら商品売却の動きが強まり、流動性リスクが顕現化するかどうかである。特に、順調に拡大してきた証券化商品にとって、これまでそのメリットとされてきた流動性が初めて試される展開も考えられる。昨年グローバル・リスク・リダクションの時には金利リスクの調整だったが、今回の場合はむしろ流動性、あるいはマーケットバリエーションが試されるということで展開が異なってくるのではないかと考えている。こうしたことから、大手金融機関の四半期決算やファンドの運用状況、証券化市場の動向、延滞並びに担保物件の売却の増加と住宅価格への影響を予断を持たずに分析していく必要があるかと思う。

我が国の景気については、緩やかながらも拡大を続けており、執行部の基本的見解に異論はない。

すなわち、まず輸出は、海外景気の拡大を受けて堅調である。企業部門も、主要企業の2007年3月期決算は1割程度の増益との予想もあるほか、鉄鋼・非鉄等で決算見通しを上方修正する企業もみられるなど、業績は総じて良好である。こうしたもとの、設備投資も、法人季報、機械受注でも確認されたように、引き続き根強いとみられる。

家計部門については、雇用需給は引き続きタイトであるが、注目された春闘も、これまでに示された経営側の回答は、国際競争力の保持の観点から好業績にもかかわらず、賃上げを小幅にとどめているほか、業界横並び・社内一律配分から大きく転換しつ々あることを示すものであった。この間、株のキャピタル・ゲインや配当増も所得を支えてはいるが、これを

勘案しても、家計部門への波及は、極めて緩やかで、かつ斑模様になるとみられる。こうしたことで個人消費は、緩やかな回復基調を続けているものの、力強さを取り戻すにはなお時間が掛かるとみられる。

物価面では、グローバルな競争の強まり等の構造的な抑制要因も働いているほか、企業物価は、原油・銅などの反落の影響等により伸びが緩やかで、CPIは、ガソリン価格の下落もあって前年比ゼロ%となっている。もっとも、雇用・設備需給がタイト化し、ユニット・レーバー・コストがマイナス幅を縮小させているもとの物価の上昇基調に変化はないと思う。

この間、先月ご紹介した物価押上げ要因のうち、オフィス賃料については、1月の企業向けサービス価格指数でも、前年比+0.6%となっており、伸びを高めていることが確認された。こうした状況のもと、不動産市場の動向については、後日公表される公示地価でもしっかりと確認する必要があるかと思う。また、素材については、鉄が、東京のオフィスビル建設ラッシュや自動車・造船向けの高級鋼板等のヒモ付き需要の強まりを受けて強含んでいることから、日経商品指数17種は高水準で推移している。国際商品市況についても、ニッケルが史上最高値を更新し、石油関連商品が反発する中、CRBインデックスも底値を打ってきている。さらに、先月も申し上げたが、中国の価格上昇についても、引き続き目を向ける必要があるかと思う。

金融・資本市場では、グローバルな株価が、米国はサブプライムローンの問題や弱めの一部経済指標、日本は一部大手証券の不正会計、さらには一部の大手企業の決算修正等の材料を受けて、ここ数か月間の急ピッチの上昇に調整が入り、世界同時株安が生じていた。特に、日米欧ともに銀行株が、昨日こそは反発しているものの、このところやや大きく下落していることは、調整が金融面を中心に生じていることを裏付けている。また、米欧のクレジット市場では、これまでレバレッジを効かせた結果、スプレッドの縮小が顕著に進んできたが、サブプライムローン問題への懸念の台頭をきっかけに、さすがにリスクを再評価する動きが出てスプレッドが拡大してきている。為替市場でも、これまでの低ボラティリティ環境のも

とで積み上がった円ショート・ポジション、あるいはキャリートレードのポジションを巻き戻す動きがやや急速に生じたが、ここに来て、新たに円ショート、キャリートレードのポジションを造成する動きもみられるようになってきている。今のところファイナンシャルな面での調整にとどまっており、また昨年5～6月のグローバル・リスク・リダクションとは異なり、商品市場やエマージング市場への波及も大きくはなく、このため、各国のファンダメンタルズには然程影響を与えないとみられているが、今後の動向には注意する必要があるかと思う。以上である。

福井議長

西村委員から願います。

西村委員

金融経済情勢について、基本的見解に大きな違和感はない。そこで時間を有効に使うために三点に絞ってお話ししたいと思う。

まず第一点は、先程から岩田副総裁、それから福間委員からご指摘のあったアメリカのサブプライムローン及び消費者金融についての件であるが、私は今までの話は少しネガティブの要素が強かったかなと思うので、逆の要素を少しご説明したいと思う。まず、基本的に延滞率は過去の高いところ、特に1990年代の時から比べれば遥かに低い状況のところにある。という訳でその長期をどの位トレンドとしてみるかどうかということにも依存するが、基本的に今非常にアラームな状況にあるというふうには考えにくいと思う。さらに、最近サブプライムローンの延滞率の高まりが強調されているが、実はそれがどこで起こっているかというと、ルイジアナ、ミシシッピー、つまりこの前のハリケーンのところ、それからミシガン、オハイオ、つまり自動車産業のあるところである。これはハウジングマーケットとは直接関係のない、どちらかというと局所的な問題であるというふうになっている。従って、ニューセンチュリーは破産の一手手前であるが、カントリーワイドの株価をみている限りにおいては、ほとんど

変化はない。カントリーワイドは基本的にはカリフォルニアを中心としたところである。ということから考えると、若干強くネガティブなものが強調されているような気がする。それから、消費者金融であるが、Fedの出している Financial Obligation Ratio をみている限りにおいては、ほぼ一定の状況が続いている。これは家計がどの位カードを含めたローンを背負っているかということであるが、これの大きな安定の要因というのは基本的には長期金利が上手くヨーヨーのようにビルトイン・スタビライザー的に動いているということに依存する。従って、今後の動きはほとんどこの長期金利がこういった形で上手くビルトイン・スタビライザー的に動くかということに依存すると思う。さらに大本はやはり長期的な物価の上昇率の期待がどうなるかということに恐らく依存するのだろうと思う。今のところはそれがコンテインされているので比較的ビナインな状況ではないかというふうに思う。

それではあとの二点についてお話ししたいと思う。一点は、消費者物価について基本的見解への若干のリザーベーション、そして今後の消費動向をみる視点という二点についてお話ししたいと思う。

物価についてであるが、前回MPMで1月全国コアCPI予想は+0.1%、正確には+0.11%と申し上げた。結果は0%、正確には+0.04%で四捨五入で0.0%であった。この差は実は特殊要因で、健康保持用摂取品であるサプリメント、銘柄としては大塚製薬のネーチャーメイドマルチビタミン——細かくて申し訳ないが——。実は当該品目は通販の比重が高く店頭と通販の価格を平均しCPIを作成している。ところが、通販では10%を超える値下げ幅で月間セールがしばしば行われるという性質がある。CPI作成上、本来バーゲンは排除しなければならないが、通販の比重が高い本品目では期間限定セールを排除すると実態を歪めてしまうということで算入しているというふうに考えている。実はマルチビタミンは去年は12月にセールだったのだが、今年は1月にセールがずれてしまい、予測が約0.035%ポイント過大となった。これがなければ先月予想はほぼ11月、12月に近い精度だったということである。今回の経験から経済の

このインテリジェンス——これは経済の情報分析であるが——の難しさが浮き彫りになったと考えている。重要なのは単にランダムな要素と逃げる前に、何らかの理由が隠れていないか確かめることだと自省している。因みに、サプリの通販セールは1か月で元に復帰する。これを考え合わせ、1月と同仮定で2月CPIを予想すると、 -0.099% つまり -0.1% である。同様に、3月CPIを前月と同仮定で大胆に予想すると -0.16% つまり -0.2% になる。従って、今後数か月はコアCPIはマイナス領域で推移し、特に3月CPIは微妙だが -0.2% とさらに下押し可能性は否定できない。これは前回会合でのそもそもの想定範囲内であり、1~2年を見通した物価の基調判断に変化はないが、誤解曲解を避けるため「ゼロ%近傍」の意味を辛抱強く説明する必要があるのではないかと思う。個人的には基本的見解の情勢判断を今後より明確にする方が良いと思っているので、基本的見解の先行きに「目先若干マイナスに振れる可能性もあるが」と明示した方が良いと思うが、強く主張するものではない。議事要旨で一委員の意見として明確にしたい。なお、ソフトバンクの新プランに続いて、ドコモ、KDDIが現在の「端末を安くし通話料で費用回収する方式」を改め、「端末を高くし通話料を2割程度下げる方式」とするという報道がされている。携帯電話通話料のウエイトが2%あるので単純に考えるとコアCPIには相当な下押しとなる。しかし、報道によれば、新料金体系への移行は新端末を購入する消費者にのみ当てはまり、また新方式か旧方式かを消費者に選ばせるということである。従来の端末利用者の多くは最も安い2年契約が主であると考えられ、旧契約をわざわざ損切りし、直ちに高価な新端末に買い替え、新料金体系に移るとは考えにくいと思う。これはスイッチングコストの問題である。従って、コアCPIには直ぐ影響が及ぶとは考えにくいと思う。現在の方式では、こういうケースの場合は、従来のやり方を踏襲するという形になっている。ただ、端末価格値上げと通話料値下げを別個に行い、しかも既存料金を適用するという大胆かつ企業収益に甚大な影響のある方法を採用ということになれば、これは即刻CPIに影響を及ぼすことになる。いずれにせよ、慎重に推移を見守る

必要があると思う。

次に、今後の消費動向を判断する際の視点である。地域格差が重要な要因になる可能性が高いことを明確にしたい。1月家計調査名目支出は前年同月比プラスに転じたが、実は都市部とそれ以外で大きな差がある。対象家計の54%が住む「大都市+中都市」では最近急速に伸びを高め、2か月連続して前年同月比2%を超える上昇を示している。しかし、残りの46%が住む「小都市+町村」では12月は-6%、1月も-2%と減少している。家計消費状況調査でも同じ傾向がみられる。「大都市+中都市」の動きをみると、都市圏では景気拡大につれて雇用主である企業から雇用者である家計へというモメンタムは働きつつあるように考えられる。「大都市+中都市」の実質支出伸び率は2005年初から徐々に水準を切上げ、目先はしっかりとプラス領域にある背景にはこれがあると思う。

他方、「小都市+町村」は家計調査、家計消費状況調査のいずれでも、逆に目先伸び率が切下がっている。地方財政の逼迫による事業縮小や、国の人件費削減の地方への波及という要素が、景気拡大の地方への波及の効果を抑えて余りあり、結果として負の効果を与えていると考えられる。雇用主である企業や地方政府から雇用者である家計への流れがここではマイナスの方向に働いている。地方の公的セクター、特に教育部門での賃金の抑制が、毎月勤労統計の所定内給与の伸びがマイナスとなる一因と指摘されているのと同程度に符合する。都市圏とそこに立地する製造業がリストラを進め収益力を回復、折からの海外需要の波に乗ったのが今回の息の長い景気回復と拡大の源と考えられるが、地方圏とそこに主として立地する非製造業、その多くは公的、あるいはそれに準ずる部門への依存度が高いものであるが、そこでは漸く意味あるリストラが進み始めた状況であるというふうに考えられる。そこでマクロの消費回復は、都市圏での企業から家計へのプラスの流れと、地方圏でのいわば遅れてきたリストラによるマイナスの流れとの相対的な大きさに規定されると思う。この点は今後留意する必要があるというふうに考える。以上である。

福井議長

須田委員からお願いします。

須田委員

前回会合以降の大きな動きとしては、株価を中心とした世界的な資産価格の調整が挙げられる。今回の資産価格の調整は、過熱感が漂う中でリスクの再評価が行われ、一方向に積み上がったポジションの巻き戻しによって生じたものであり、このこと自体ヘルシーコレクションだと捉えている。実際、これまでのところ、内外のファンダメンタルズに大きな変化がない中での金融的な動きにとどまっている。その間公表された経済指標をみると、米国については、ソフトランディング・シナリオを、また我が国については、緩やかながらもしっかりとした景気の足取りを、それぞれ確認することのできるものが多かったと思う。

主たるリスクは米国経済と情報関連の在庫調整、消費、物価の動きにある。そのうち在庫調整については、最近のDRAM市況の軟調が気になるが、今のところ調整は深くないとみている。消費者物価については、足許なかなか浮上しないが、いつまでもこのような状況が続くとは考えていない。人手不足の高まりと潜在成長率を超える2%程度の成長の持続、そして企業収益の増益率の低下を想定すると、いずれ賃金の上昇とそれを販売価格に転嫁する動きが強まると思っている。2年間を展望して、物価のシナリオをどう描くか、4月の展望レポートまでにしっかりと考えていきたいと思っている。

以下では、今回特に動きのあったサブプライムローン問題とその背景にある米国の景気後退懸念、それから我が国の個人消費の2点に絞って、私なりの見方を述べておきたいと思う。

サブプライムローン問題は昨年以降悪化を続けてきたが、本年2月に大手金融機関が貸倒引当金の積み増しを予告してから、局所的な問題にとどまらないのではないかと懸念が高まり、住宅問題を悪化させるという意味でも景気後退懸念を高めた。FRBのバイス理事は現在表面化してい

る部分は初期段階に過ぎないと述べており、この問題は簡単には解決するとは思わないが、私はサブプライムローン問題が米国経済に大きな影響を与える蓋然性は大きくないとみている。バイス理事も同様の見方を表明している。私は、現在の米国のように、良好な雇用・所得環境のもとで、金利が安定し、住宅価格が引き続き前年を上回る水準で推移する限り、サブプライムローン問題は、モーゲージの中のかなり限定されたセグメントにおける行き過ぎた行為の調整にとどまるとみている。そして、それによる損失額が限定的であるということが、金融機関の決算発表等の場で明らかになるにつれて、景気後退懸念は薄れ、株式市場は落ち着きを取り戻していくものと考えている。勿論リスクも存在する。オリジネーターが買戻しを余儀なくされた物件を流動化のために売却する、あるいは物件の購入取り消しが膨らむといった現象が思いのほか多く発生した場合、住宅価格の調整が一段と進むことになる。その結果、住宅問題の悪化に加え株価の調整が予想外に長引き、逆資産効果を通じて消費に悪影響を及ぼす可能性が高まる。そうしたリスクも念頭に置いて、引き続き住宅市場を注意深くみていく必要があると思っている。

住宅市場を考えるうえで金利の動向も気になるが、米国の消費者物価については、医療費——メディカルの方であるが——の加速などから上振れリスクがある。景気減速を重視している市場は利下げを催促しているが、インフレリスクがあるもてFOMCがどのように情報発信していくのか、今回のFOMCの声明文と市場の反応に注目している。

次に、我が国の個人消費については、1月の関連指標は強めとなった。2月についても個人消費は悪くなさそうで、実際、日本百貨店協会が昨日発表した2月の売上高はかなり強い数字となった。バレンタイン商戦が好調であったとのことであるが、それについては、余談になるが、2月のチョコレートの売上が高いとその年の消費の伸びが高いという意外な関係があるようである。マインドが関係しているのかもしれない。こうした個人消費の足許強めの動きはでき過ぎだと思っているが、月報の表現としては、前回執行部の提案にあったように、「振れを伴いつつも緩やかな増加基調

にある」という表現が私は相応しいように思っている。

これに対して賃金の動きは相変わらず冴えない。この点については、前回の会合でも説明したが、団塊の世代の引退に伴う賃金水準の相対的に低い若年層による補充、地方公務員の給与削減、賃金水準の相対的に低い女性の比率上昇、賃金水準の相対的に低いサービス業の比率上昇、といった要因が平均賃金を見掛け上押し下げている可能性が考えられる。民間の個人レベルで考えた場合、人手不足感が強まり春闘賃上げや新規採用増・初任給上げの声が聞かれる状況下、所定内給与が昨年を下回って推移しているというのはどうも直感に合わない。加えて、正規雇用の増加、団塊の世代の退職に伴う退職金給付額の増加、配当所得の増加等が、個人消費を支えている可能性を指摘することができる。私としては今後、個人消費については緩やかな増加基調を想定しているが、今後の個人消費の帰趨を検討するうえで平均賃金の見掛け上の弱い数字に依存し過ぎると、悲観的になり過ぎるように思っている。私からは以上である。

福井議長

野田委員から願います。

野田委員

前回会合以降明らかになった経済諸指標や諸情報から、我が国経済は、引き続き緩やかに拡大を続けており、先行きについても、息の長い拡大を続けていく可能性が高いとの判断が適当であると思う。

米国経済は、減速懸念が再認識され、これが2月末以降の世界同時株安に端を発する一連のグローバル市場における調整の遠因となっているとされているが、これは米国経済に対するこれまでの過度な楽観論の修正ともみられ、世界経済が順調な拡大を辿っているというファンダメンタルズ自体に急激かつ大幅な変調をもたらすようなサインとは思えない。すなわち、米国の企業部門は、製造業で生産活動が踊り場にあり、受注動向も設備投資の先行指標となる民間航空機を除く非国防資本財で2月は前月比

-6.3%と大幅な減少となるなど、先行きには依然として慎重な見方が必要である。しかしながら、主力エンジンである個人消費は、小売売上高でみる限りは、1、2月は目立った伸びを示さなかったが、天候要因に加え、建築関連や自動車市場の不振も影響しているとみられ、消費者コンフィデンス指数の高さも勘案すれば、全体的には総じて堅調とみて良いと思う。

ところで、米国経済の減速懸念の再浮上の要因の一つであるサブプライム住宅ローン問題であるが、今後の動向については、先程来見方が分かれているところであるが、目下のところ個人的には全住宅ローンに占めるウエイトが低いとされること、あるいは大宗を占めるプライムローンの延滞率が低位安定していることなどを踏まえると、一義的には、住宅市場への影響、さらには一般消費、あるいは金融システムへの影響は限定的となる可能性が高いとみている。しかしながら、これら実態の正確な把握も含めて、その影響が及ぶ経路やその程度等を見極めていくには、今暫く時間を要するものとする。差し当たっては、明日のFOMCの声明文で——前回1月31日のFOMCの議事要旨では、住宅関連については、「住宅市場がさらに大幅に調整するリスクは後退した」とされているが——、FOMCが本問題をどう認識・評価するのか、2月の消費者物価指数発表後高まったインフレ期待への反応と併せて、大いに注目しているところである。

国内経済であるが、企業部門は、実質輸出についてみると、海外経済の拡大をバックに増加を続けている。米国向けが、自動車の現地在庫の積み上がりを主因として、1月は前月比-4.1%と、これで3か月連続のマイナスとなる弱めの動きを続けているのはやや気掛かりではあり、かつEU、ASEAN4向けもマイナスとなったが、全体では+1.8%と、春節前の中国向けの増加要因が寄与している面はあるとは言え、全体として、NIEs及びその他地域でカバーされるという姿がより明確になりつつあると思う。

設備投資についてみると、1月の機械受注が前月比+3.9%となり、第3四半期以降の低迷により高まっていた先行きの悲観論を取り敢えず一蹴した感がある。また、法人季報によると、第4四半期の設備投資は前年比

+16.8%と第3四半期の+12.0%から再加速したが、中身をみると、中堅企業で+19.0%、中小企業で+35.1%と裾野の広がりも確認され、製造業を牽引車とする投資拡大の持続性は高まっているとみている。

生産面であるが、1月は、高い伸びを示した第4四半期の反動もあり、前月比で-1.7%と減少し、1~3月期もマイクロヒアリングを踏まえても6四半期振りのマイナスが予想され、一時的な伸び悩みは避けられないところであるが、先行きについては、内外需要の増加を反映して、再び増勢を取り戻すとみるのが自然であろう。生産減により在庫・出荷のバランスは統計全体ではよく保たれていると言えるが、電子部品・デバイスに資本財・消費財も含めたIT・デジタル関連財全体の動向をみると、1月に減少した在庫は、2月に再び増加した。財別に前月比でみると、消費財は2か月連続で減少したものの、資本財は大幅増加、生産財も僅かながら増加している。生産面でも、川上が強め、川下、最終消費財が弱めとなっていることと併せ、半導体市況が先程来出ているように不冴えな中で、在庫調整の不透明感は前回会合時よりも幾分か強まったと言わざるを得ない。

家計部門についてみると、毎勤統計における1月の名目賃金の-1.4%というやや不可解な大幅減少にもかかわらず、消費は、販売統計、家計調査、消費包括指数のいずれも1月は第4四半期のリバウンドの勢いを維持したことを示すものであり、前回会合での個人消費に対する判断を裏付けるものであった。

最後に、物価について簡単に触れる。コア消費者物価の前年比は、足許はゼロ近傍、場合によってはゼロを若干下回る水準となる見込みであるが、そうであっても、時間軸をより長く伸ばしてみた場合、实体经济がこのまま緩やかに拡大を続けていくのであれば、物価への根源的な上昇圧力は僅かずつでも強まっていくという、これまでの考え方に変更を迫るような新たな根拠は出ていないというふうに思う。私からは以上である。

福井議長

最後になったが、水野委員からお願いする。

水野委員

昨年10～12月期の実質GDP 2次速報は、年率+5.5%と高い伸びを示した。過去の統計とはいえ、振れを均してみれば、日本経済が年率+2%程度の成長軌道上にあることが確認できたと言える。法人季報では、企業部門は健全であることも確認できたし、先程もあったように、消費統計も10～12月期に大きくリバウンドした後、需要サイド・供給サイドともに、1月も緩やかな増加基調にあることを示唆している。調査統計局が作成している消費包括指数は、10～12月期が前期比+0.8%となったが、1月も10～12月期対比で+0.8%と増加した。1～3月期のGDPの個人消費もまずまずの数字が期待できるかもしれない。

さて、既に他の委員の皆様から、最近のマクロ経済指標に関する丁寧な分析がなされた。また、昨日の早川調査統計局長からの説明及び金融経済月報の表現に違和感はない。そのため、本日は、4月27日の決定会合で取り纏める予定の次回の展望レポートの内容に向けての個人的な見解を中心に述べたいと思う。

まず、2007年度～2008年度の我が国経済に関する全体感については、早川調査統計局長が前回のMPMで説明された見方で結構だと思う。すなわち、今回の景気拡大局面の6年目と7年目に当たること、それから、世界経済は実質5%程度と2006年度までと同程度の高い成長率となる可能性が高いこと、円相場が安定すれば緩和的な金融環境が維持される公算が高いことから、1%台半ばである潜在成長率を若干超える2%程度の成長率になることが想定される、というものである。

一方、4月の展望レポートで示す2007年度～2008年度に掛けての経済のメカニズムについては、昨年10月の展望レポートで示した2006年度～2007年度に掛けての経済のメカニズムに若干修正を加える必要があると思う。我々は、4月及び10月の展望レポートで、景気の成熟化という概念を使った。個人的には、年率2%弱の成長ペースを続ける緩やかな景気拡大パターンが続く可能性が高いと思う。その背景としては、円の実効為

替レートが安定し、世界経済が順調な拡大を続けることを前提にすれば、今後も外需は小幅ながらプラス寄与を続ける可能性があること、我が国を代表する企業の経営者はM&Aや業務提携を行ってもグローバルな競争激化に勝ち抜くために必要な設備投資は行う可能性が高いことから、企業部門がリードを続けると見込まれる。一方、経済活動がグローバル化する中、企業は国を選択できる時代となり、利益率の高い海外での生産活動とのバランスを常に考慮しているため、経営者サイドは賃金交渉において構造的に労働組合よりも強い立場になっている。経営者は、労働コストの固定費化には今後も慎重な姿勢を続けるはずである。また、団塊世代の退職者数の増加、新卒の大量採用、地方自治体における人件費削減の動きなどが、統計上の一人当たりの所定内給与の伸びを押し下げることが予想される。こうしたことから、家計部門は力強さが欠ける展開が予想される。このように景気の成熟化シナリオが実現するにしても、前回の展望レポートで想定した2007年度末までには、実現しない可能性が高いように思う。この点を踏まえて、4月の展望レポートで示す経済のメカニズムを検討する必要があると思う。

消費者物価指数及び国内企業物価指数の前年比上昇率については、1月の中間レビューの際に下方修正したように、2007年度は前回の展望レポートの数字よりも低い数字になる蓋然性が高いと思われる。確かに、生産年齢人口が減少に転じる中で、企業が現状の1%を超えるペースで雇用者数を増やし続けた場合、労働需給はタイト化すると見込まれる。そのため、企業が人件費抑制を意識し続けるとしても、賃金上昇圧力が次第に高まっていく可能性がある。しかし、フィリップスカーブのフラット化は主要国共通の現象で、失業率が低下しても、賃金上昇率やインフレ率が上昇するという単純なルールをベースに経済・物価見通しを考えることを見直す動きもそういう中で出てきている。

このように、消費者物価の見通しは非常に難しいものとなるが、今回の展望レポートでのポイントは、物価の基調をどのように説明していくかという点である。個人的には、原油価格など国際商品市況の軟化、携帯電話

通話料の低下、薄型テレビの価格下落など特殊要因に焦点を当てて、2007年度中は弱い動きをみせることを素直に述べる一方、潜在成長率を上回る実質GDP成長率が持続して需給ギャップが需要超過方向に拡大すれば、いずれは物価を押し上げる方向に働く公算が高いことを丁寧に指摘しておくべきだと思う。また、所定内賃金が、2007年度はマイナス基調で推移する反動で、2008年度は強めに出てくる可能性があるため、2007年度と2008年度のコアCPIインフレ率のギャップはかなり大きくなる可能性もあると思う。

次に、上振れ・下振れ要因についてであるが、上振れ要因については、前回とほぼ同じ内容で宜しいかと思う。すなわち、中国とユーロ圏を中心とする世界経済の成長率が上振れる可能性が高まった場合と、大都市を中心に広範化する地価上昇や株価上昇など資産価格上昇が民間需要を押し上げる方向に作用する場合、の二つである。下振れ要因としては、一つ目として、海外経済のうち米国経済の調整が想定以上に深刻化する可能性、二つ目として、好調な企業部門から家計部門への波及が想定よりも遅れる可能性、三つ目として、「経済のグローバル化」と「人口動態の変化」という二大潮流に上手く乗ってイノベーションができずに、潜在成長率が低下する可能性、を指摘しておくが良いと思う。また、不動産価格など資産価格の行き過ぎた上昇の蓋然性が高まった場合、金融政策運営でどのように対応すべきか、という点にも言及しておいた方が良いと思う。

最後に、前回のMPM以降の金融市場の動向について皆さん触れているが、私も簡単にコメントしたいと思う。2月下旬からの世界的な株価調整とキャリートレードの解消は、一言で言うと、グッド・コレクションと判断している。今回の株価調整をそれ程深刻に捉える必要がないと考える理由は、以下のとおりである。まず一番目として、世界的に株価の上昇テンポに非常に速く過熱感がみえ始めていたところで株価調整が発生したこと。ファンド筋なども比較的冷静に受止めている。二番目として、株式・為替相場の適度なボラティリティ上昇は、健全な価格形成に寄与すると思われること、三番目として、世界経済全体のファンダメンタルズは引き続

き良好であると思われること、四番目として、キャリートレードの解消に一巡感がみえること、がある。

リスク縮小のトリガーを引いたのが日銀の金融引締め、資金吸収・利上げであるという論調も散見されるが、これはおかしい議論だと思う。元々プラザ合意以降の超円安水準まで放置したのが問題であって、それを前提としての株価調整ならそもそも実態を超えたものであるから修正されてしかるべきであるし、ファンドから個人投資家までが円キャリートレードを拡大させ過ぎたものが修正されるのは当然で、むしろもっと行き過ぎが進んでから修正となれば、調整がさらに大きくなった可能性があったということを見ると、今回の調整は良いガス抜きと言える。4月から新年度を迎える本邦の金融機関と機関投資家からは、「恵みの雨」と受止める声も出てきている。余談になるが、経済の姿というのは一夜では急変しないのに、景気指標や天候や暦の関係で悩ましい変動を起こす。それ以上に思惑が渦巻く市場では一喜一憂から乱高下がよく起こる。相場は将来のファンダメンタルズを見事に先取りする可能性も秘めているが、往々にして間違えるケースがあるということ踏まえて、昨今のメディア等の報道をみると株が下がるとサブプライムローン、円高になると円キャリートレードの巻き戻しという単純なロジックが目立っていることは若干違和感を感じているところである。以上である。

福井議長

一当たり各委員のご意見を拝聴した。今回の情勢判断のポイントは何と言っても、このところの金融資本市場の大きな動きを踏まえながら、我が国経済が息の長い成長を続けていく、こういう見通しに前回会合での政策変更の後も変化がないかどうかをきちんと確認する、ということではないかと思う。多くの皆様方のご意見を踏まえると、まず世界経済については基本的に堅調な拡大が続くということで、ご意見が一致していたかと思う。市場の調整はもう暫く続く可能性があり、注意深くみていく必要がある訳だが、実体経済そのもの、そして市場の変動が実体経済に及ぼす影響とい

うことをなお丹念に見極めていくことが大切だと、そういうことであつたかと思う。現在の時点でみる限り、米国は引き続きソフトランディングの可能性を見失うものではない、そういうふうに多くの皆様方はご覧になっているというふうに受止めさせて頂いた。勿論、米国経済は、ソフトランディングの可能性があるといても、景気、インフレ双方にリスクを残しているほか、2月末以降の株価の調整、サブプライム住宅ローンの問題など金融面の動向がシナリオに影響を及ぼすリスクも残っているということなので、注意深くみていこうということではなかったかと思う。その他の世界経済、ユーロエリア、あるいは中国、NIEs、ASEANは前回決定会合以降あまり大きな変化はなく、堅調かつバランスがとれた景気の拡大が続いている、こういう状況ではないかと思う。ただ、中国については、やはり景気上振れリスクに引き続き注意する必要があるのではないかという感じが残っていると思う。

日本経済であるが、輸出は基調的には引き続き順調で、アメリカ向け輸出について、足許自動車関連を中心にやや弱めの動きがみられるということで注意は怠れないが、今世界経済全体の動きとの連関からみる限り、こうした海外経済の拡大を背景に先行きも増加を続けていくという見方がシェアされているというふうに思う。

国内の民間需要の方であるが、最近出てきている指標をみる限り、設備投資、個人消費ともに増加基調を維持している。特に設備投資の方は、法人季報、あるいはGDPベースの設備投資の指標でも、引き続きしっかりしているという感じで、高水準の企業収益に引き続き強く裏付けられて、この動きが続いているということだと思う。個人消費の方も10~12月に、7~9月の分を取り返したというか、リバウンドして、年が明けてどうかなという感じがあつたが、幸い目下のところは、多くの統計が1月も増加を示す内容となっている。2月についても、断片的な指標もサポートタイプなものが多いということだが、いずれにしても基本的な背景である所得環境を中心に、引き続き見極めていかなければならないということだと思う。なお、バレンタインデーの売上げが良ければ将来に対して非常に

エンカレッジとの話があったが、ホワイトデーはどうかと思う。まあ、男性は意外とけちな面もあるし、読みにくいかもしれないが。

生産のところは、予想されたとおりの動きになっていて、1~3月は、高い伸びとなった10~12月期の反動から一時的に小幅な減産となる可能性が高い。今の予測指数どおりなのか、あるいはそれよりは少し良いのかという幅はあるにしても、1~3月は取り敢えず小幅の減産となる可能性が高いということだと思うが、生産・出荷・在庫のバランスをよくみていく必要がある。この点では、電子部品・デバイスで高めの水準となっている在庫の調整があまりはかばかしくないという点が若干気掛かりな材料ということだと思うが、より広く生産・出荷・在庫のバランスをみると、それ程大きく傾き掛けているという感じではないのではないかと思う。雇用・所得環境のところであるが、有効求人倍率が引き続き1倍を超えているし、完全失業率も4%ということで、雇用そのものは順調ということだと思う。ただ雇用者所得の方は、冬季賞与に関する11月から1月の特別給与が前年比横這いと、意外にやや低い水準になったということも含め、今後の動向をきちんと判断していかなければならない点が残っているというふうに思われる。ただ、全体を踏まえてみると、我が国経済は生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持されるもとの、緩やかな拡大を続けていく蓋然性が高いという判断が大方の皆さんのご意見だったというふうに思う。

物価面について、改めて取り纏めて申し上げることはない。特に消費者物価指数の前年比は、1月がプラスマイナスゼロに、2月及び3月については場合によって小幅なマイナスになるかもしれない。これは先月の政策変更の時点から織り込み済みのことだと思うが、問題はその先、より長い目でみて物価の本当の基調はどうなるかということで、まさしくこれからやや長い目でしっかりと判断を行っていかなければならない。岩田副総裁から有益なご指摘が沢山あったが、これをしっかりと踏まえながら判断していかななくてはならないと思う。

なお、今のグローバルなマーケットの調整については、私も先般国際会

議に出て参った訳だが、皆さん方の大方のご意見は、ソフアー、ヘルシーコレクション、ないしマーケットのリスク感覚の修正と呼べるようなものの範囲内で動いているということだと思うが、同時にやはり幾ばくか米国経済の先行き見通しと絡んでいる部分があるかもしれないという見方があったことも確かである。特に、住宅ローン、住宅市場の調整に絡んで実体的にみても住宅の在庫水準がまだ高いということであるし、金融面の方のサブプライム・モーゲージの調整、ウエイトは小さいが一旦オリジネーターとか投資家が売りに出した場合には福間委員のおっしゃったとおり、流動性の面で急速に見方が変わり、それが他のクレジット市場に波及するかもしれないし、住宅市場で住宅価格の押し下げ要因として強く働くリスクもあるというふうに、やはり波及の経路というものは前もって考えられる訳である。現実にはそういう悪い波及があるのかどうか、これから見極めていかななくてはならない点は残っているということではないかと思う。

なお、水野委員から次回展望レポートについて有益なご意見があったが、これは今日の議題ではないので、議長としてはこの問題を今日は採り上げないことにさせて頂く。次回展望レポートを審議するまで大分まだ時間があるので、願わくは、水野委員におかれてもさらに研究を深めて頂ければ有り難いと思う。

それではさらに討議を深めて頂きたいが、一つは、アメリカ経済について、私は今触れなかったが、岩田副総裁からソフトランディング・シナリオへの繋がり方という面からみた場合、1～3月はやや下押し圧力が強くなり、胴体着陸的になるのではないかという話があった。そういう話は私は今まで外部では聞いていないが、堀井理事に、国際会議での議論などを踏まえて、今の岩田副総裁の見解等も含め、1～3月はどうかということについての追加的な話があればお願いしたい。

堀井理事

昨日も話があったサブプライムの問題であるが、クレジットの状況が経

済を下押しするという経路は議論の中には出てくるが、実際には然程懸念されていない。やはり一番のポイントは住宅価格がどうなるかである。これは経済実態の調整とも絡んでおり、住宅価格がもし下がってくると、そのサブプライムの市場でフォークローズした、抵当流れしたキャピタルロスが出てくるので、それがまた価格を下押しするという、金融と経済実態の悪い流れが出てくる可能性がある。そういう意味で少し気掛かりという意見はある。ただ、全般的に設備投資の方も、岩田副総裁のご指摘があったが、データは確かに弱いのだが、昨日も少し話が出たように、もう少しみていきたいという感じをアメリカの当局者も含め持っている。

福井議長

労働投入が低くなっているというが。

堀井理事

昨日のお話もあるので、2月については気候の要因とかデータのリバイスの仕方等々を少しみていきたいと思っている。

水野委員

労働投入は昨年12月が前月比+0.6%となった後に、岩田副総裁がおっしゃったように、私の記憶が正しければ、1月が前月比-0.2%、2月が前月比-0.3%というのが毎月の動きだが、1、2月の平均と昨年第4四半期を比べると+0.05%、ほぼ横這いという感じである。

福井議長

なるほど。

水野委員

基本的に建設業の雇用は良かった。3月でどうなるかというのは少し注意がいる。

岩田副総裁

一点だけ補足させて頂いて良いか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

少しバンピーというか、着陸が険しくなるという話をしたが、第1四半期は少し下振れで、その先は数字が出ないので何とも申し上げられないが、やはりマーケットは利下げをかなり読み込んでいて、その利下げをできればかなり上手くいくと思うのだが、問題はそれが可能かどうかということで、そこがインフレリスクの…。

福井議長

見方がよく分からないところなのだな。

岩田副総裁

グリーンスパン前議長は何か景気が危なくなると、「グリーンスパン・プット」があって必ず後は上手くやってくれると。バーナンキ議長はどうかというと、長期のインフレ期待の方にキャップがあって、それがあまり上がるような事態はいやだという「バーナンキ・キャップ」があるのではないか、インフレの方に。そちらはかなりリアルオプションというか、本当にやりそうなことだということがあって。要するに物価の方はどの位思ったとおりに上手くコンフォートゾーンのところには滑らかにいけるかというところであるが、そこでの問題というのは、話が戻ってしまうが、労働生産性が高ければそういうことがやさしくできるのだが、それがどうもやさしくない。ここ3年位平均をとっても、どうも下がっているようで、潜在成長率もどうも2.5%に近いのではないかなど。労働生産性が低くて

それで賃金の方が4%位伸びてしまうと、やはり単位労働費用が高いままになってしまうので、そうすると簡単にはインフレが下りてこない。インフレが下りてこないとF e dが動けない。マーケットは利下げを期待するけれど、いやいやまだまだというふうになると、ややバンピーになるというか、マーケットとのずれというか隙間ができて難しくなる。それでNA I R Uというか、失業率が私はある程度上がらないと物価は下がらないのではないかと思っているが、ローレンス・マイヤー氏もどうも同じ意見のようで、「失業率が5%位まで上がらないと物価は本当に下がらないのではないか」と言っている。マイヤー氏はそれをリバース・ソフトランディング、要するに失業率が上がらないと無理だと言う。このNA I R Uが幾らかというのはF O M CとF e dのスタッフには少し違いがあって、F e dのスタッフは5%、F O M Cのメンバーは4.5%~5%位かなと…。

福井議長

マイヤー氏はどう言っているのか。

岩田副総裁

マイヤー氏自身はもう少し、5.3%のNA I R Uをみているので、余計失業率が高くなるとなかなか上手くいかないという、そこがなかなか微妙なところで。そういう時に今バーナンキ議長は何を言っているかというのと、「データ・リッチ・アプローチ」とおっしゃっているそうである。データ・リッチ、すなわち、全体的な労働市場のスラックの状態だとか、サーベイだとか、賃金とか物価圧力とか広範に色々な指標をみて、それで物価がどうなるかを判断した方が良いのではないかとおっしゃっているのだが、そういうふうに幅広くみた場合に上手くできるのかどうかまだよくみえていないというところが、やや不確実性なのではないか。つまり、利下げがきちんとできれば、それ程悪くならないで、胴体着陸もしないでいけるかもしれないが、そのジレンマに陥った場合に、胴体着陸みたいなことがあり得るといふふうに思っている。

岩田副総裁

然り。なかなか基調としては下りてこないのではないか。

福井議長

今のところはそうだな。

須田委員

一方、サンフランシスコ連銀の最近のレポートでは、そうでもないという分析結果も出ている。それと伺っていると、よくグリーンспан前議長の話がある訳だが、彼はリセッションと言いながらも、グローバル化しているので違うかもしれないと言うなど、相変わらずあちらに行ったり、こちらに行ったりしている。一方でマーケットは勝手に、発言のある一部分だけとっている。それから、グリーンспан前議長は元々住宅の問題に関してキャッシュ・ウィズドローアルが非常に消費に効いているというふうで考えていたので、それが少なくなったことが消費に与える影響について凄く重視しているが、やはりそれも少し違うのではないかというのが今の評価なので、あまりグリーンспан前議長の話に皆が乗っかるというのはどうなのかなと聞きながら思った。

福間委員

サブプライム問題は、リスク要因としてはやはり考えておかなければいけないのではないか。そちらからリスクが顕現化してくると、経済全体にも影響は避けられない。一番良いのは、サブプライム問題で失業率が少し上がる程度に、景気が軽く冷やされることである。しかし、そのようなものは適度には調整できず、住宅市場の状況が深刻な時はやはりストンと消費全般に影響が来て行き過ぎた動きになると思う。

福井議長

グリーンSPAN前議長の、企業のプロフィット・サイクルと景気との相関関係というのは長い目でみてそれ程ずれが生じないだろう、というのは一つのものの見方である。

須田委員

それがグローバル化したもとでも成り立つかどうか、先行きは分からないという。

福井議長

そういうリザベーションはある。

水野委員

連結でみているから2割伸びている。そうでなければ前回も岩田副総裁からあったように、名目GDPは3.6%程度しかないのに2割はおかしい、調整しなくてはいけないという話にしかない。実際そうではないというのがアメリカの状況である。それからサブプライムローンについては私は西村委員の意見に近いが、長期金利の安定という意味では、今はFedの何もしない——何もできないといっても良いが——という状況の方がかえって安定しているかもしれない。下手に金利を下げてしまうと長期金利というのは上がってしまうことがある。今は、期待インフレが比較的抑えられているので、短期金利が一番沢山下がるとみている例えばメリルリンチなどをみても、短期は4%になるけど、長期はむしろ今と変わらないみたいな予想をしている。長期金利、特に5年が重要だと思うが、5年債の利回りは短期を下げた時にどうなるのかなと思う。過去と少し違って長期は既にもう下がっているということもあるので。金融政策を緩和すれば良いかどうかとは少し違のかなという感じがある。後は、金融緩和観測を持つマーケットと今実際に情報発信しているFedとの間のギャップは、去年の秋よりは大きくないのではないかなという感じがする。昨年

の秋、3回位、マーケットは織り込んでいたが、今回はそういう議論がまた出てきたという程度ではないかという感じである。もう少しデータがほしいところで、須田委員がおっしゃったように金融機関の業績がもう少し出てくるので、それをみながらもう一回議論がなされるのではないか。もう少しデータがないと幾らなんでもできないかなと思う。

福井議長

福間委員が今回の市場の調整はコモディティに大きく波及していないとおっしゃったが、それはなぜか。前回とどこが違うのか。

福間委員

前は金利が大きく変動し、これに連れてドルが強くなり、その他の国で通貨安となった。今回は全く逆である。それともう一つはその前の段階として、グローバルな経済がこのところ5%位の成長を続けている一方、鉱山開発はそう簡単には進められないので、国際商品の需給が引締まり、価格がじりじりと上がってきている、あるいは下がりにくいということが、コモディティ価格が相対的に安定している背景にあると思う。前は——確か私の記憶では福井議長がおっしゃったような気がしたが——「金利リスクに対してのBCP」あるいはストレステストをやったようなものであるが、今回はひょっとすると「セキュライゼーションに対してのBCP」かなと、私はみている。だから非常にこの問題はインベストメントバンカーあるいは企業金融の立場からも、よくみておかないと、ライアビリティに対して如何に資金調達の手当てを付けていくかというところに影響してくるような気がしている。

水野委員

あとスプレッドが適正化するということは良いことかもしれない。

福井議長

やはり極端なセキュリタイゼーション、リスク・ディスパーションと
いったことを通じて、リスクがディスアピアしたかのようになり、見えな
くなってしまふ。

福間委員

ディスアピアしたようにみえるが、どこかに移動してしまっただけであ
る。

福井議長

必ずどこかにある。

福間委員

必ず出てくる。そうならないことを望むのだが、CDSからぐるっと
回ってきてどこかからリスクが顕在化する。だけどシンセティック・ファ
イナンスシャル・プロダクツに対してこういう調整が入ってきたのは、初め
てであるな。

福井議長

だから今回は、実体経済をいつもみていて政策問題を考えている人と、
マーケットを細かくみている人とのニュアンスがかなり違うと思う。

福間委員

然り。相当違う。

福井議長

そういうところがあるのだと思う。他に特に宜しいか。それでは11時
10分から再開したいと思う。

(10時52分中断、11時09分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

それでは1分残しているが宜しいか。審議を再開する。当面の金融政策運営に関する討議に移りたいと思う。次回政策決定会合までの金融政策の運営方針についてご見解を伺いたいと思う。改めてお一方5分程度ということをお願いしたいと思う。春委員から願います。

春委員

申し上げる。次回会合までの金融市場調節方針は現状維持とし、引き続き極めて低い金利水準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。昨日のご説明ではメガバンクの資金繰りスキルはかなり向上したということであり、無担保コールレートは前回会合後、外銀勢の調達需要の高まりから、一時0.6%近くまで上昇したが、その後は落ち着きを取り戻し、総じてみれば概ね0.5%の水準で推移した。この間、株価が急落した局面では機動的な資金供給で市場の安定化に努めるなど適切な対応をして頂いたと思う。今後バーゼルⅡのスタートやゼロ金利解除後の最初の年度末を迎えて、再び資金需給が逼迫する可能性や、世界的な金融市場の調整の影響を受ける可能性もあるが、引き続き機動的なオペの運営等により、市場の安定と市場機能の回復に配慮した調節運営をお願いしたいと思う。何点か簡単にコメントさせて頂く。

利上げ直後の経済産業省の調査によると、企業の57%が利上げによる現在、または将来のマイナスの影響を懸念しているということであった。企業の間で金利上昇への警戒感はなお根強いものがあるが、昨年7月のゼロ金利解除後の同じ調査では、その割合が65%であったということを考えると、利上げの受止め方には若干の変化もみられているようにも思う。

市場では当分の間は次の利上げはないだろうと予想する向きが大勢のようである。前回会合以降、本行が利上げを急ぐことなく、二つの柱によ

る点検により、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は市場にそれなりに浸透していると思う。

今後の金融政策については、2月の利上げが引締めを意図するものではなく、極めて低い政策金利の継続によって、物価安定のもとでの持続的な成長を目指すものであり、また、今後継続的、あるいはスケジュール的な利上げを行う考えは全くないが、一方で、景気が緩やかな拡大を続ける中で、極めて低い金利が長期に継続するとの期待が広がることにより、先行きの経済・物価の振れが大きくなることに留意しているという情報発信も引き続き行っていくことが必要だと思う。また、12月及び1月の政策決定会合の前にマスコミの報道等をきっかけに市場が大きく振れたことや、公表されていない政策決定会合の状況などがマスコミに取り上げられたことについては、市場とのコミュニケーションや情報管理の面で今後さらに慎重な配慮が必要と考える。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

次回会合までの金融政策運営については、先程述べたような経済・物価情勢を踏まえると、前回会合で決定した現在の調節方針を維持するということが適当であると考えます。2月の利上げ後の短期金融市場の動向をみると、コールレートは月末に掛けて一時的に強含んだが、機動的なオペの実施もあって、0.5%前後にコントロールされている。また、ターム物金利は横這い圏内で推移しているほか、1年～2年先までのイールド・カーブをみても大きな変動はみられない。このように2月の政策変更は市場の金利観に大きな変化を与えずに順調に消化されたと言って良いと思う。今後の政策運営については、経済・物価情勢の変化に応じて徐々に政策金利水準の調整を行うという基本方針に沿って情勢判断に誤りなきを期していきたいと思う。

併せて、いわゆるコミュニケーション・ポリシーに関しても、引き続きその改善に向けて努力していく必要があると思う。その際、やはり基本となるのは、我々の新たな枠組みである。具体的には展望レポートにおける長期的な見通しとリスク評価、そして毎月の決定会合におけるその点検結果、これらの双方を正確に、かつ分かりやすく情報発信していくことがコミュニケーションの出発点になると思う。次々回の会合では、2008年度を含む展望レポートを討議、決定する予定ではあるが、既に我々は2月の決定会合において2008年度までを展望した議論を行ったうえで、政策変更を決定した。そうしたフォワード・ルッキングな考え方は対外公表文にも盛り込んだ訳だが、4月の展望レポートにおいては2年先までの見通しとリスク評価を詳しく示すことになる。前回の政策変更も含めて、日本銀行の金融政策運営の基本的な考え方を改めて示すという意味で大変重要な機会であると思う。しっかりと検討を積み重ねて参りたいと考える。以上である。

福井議長

岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

私は前回反対したので、今回はどうだということ色々とお書きになる方がいて、岩田副総裁は執行部の一員だから今回も反対することはあり得ないという報道もあるのだが。私自身は、執行部であるかないかにかかわらず、今回、現状維持で良いというふうに思っている。その理由は三つ程ある。一つは、政策金利の今の水準というものが0.5%ということについて、私は元々ゼロ金利にしたことが失敗の始まりという変なのだが、短期金融市場の機能を殺してまでやって良かったかどうかということは——これはもうずっと持論なのだが——、そこまでいくべきではなかったのではないかと思う。連邦準備は1%がいれば下限で、フロアにして頑張っ、マーケットの機能を維持するということに、やはり重要な意味を与え

ていたし、日本の場合も東京マーケットを本当にグローバルなマーケットにするのであれば、そうすべきでなかった。アメリカは1%だが、日本は0.5%というのは、いずれ必要と言うか、必要なものであるという気持ちは元から持っている。それから二つ目は、これはグリーンズパン前議長の10の原則の一つなのだが、一回方向を決めたら基本的に変えるなど。また上げて、また下げたりと途中でもって方針を細かに変更しない。一度スタンスを決めたら、それを一貫して行う。よく金融政策は財政政策よりもフレキシブルに運営できるので、上げたり下げたりをやれば良いのではないかと言うが、これは私は多分間違いだと思う。それではマーケットが最終的に中央銀行が何をやりたいのか、やはり分からなくなってしまって、財政と同じストップ・アンド・ゴーの一番悪い典型になってしまうと思う。そういうことで、決めた方向を——もう既にこれは去年の3月に方向を決めてあるので——また戻すというようなことは好ましくないと思っている。三つ目の理由は、オプティマルなタイミングということについての私の判断ということである。前回の反対理由で申し上げたが、データの蓄積を待って、そしてマーケットに透明性のある説明ができるということが重要であり、そのためには展望レポートを発表する4月が適切ではないか、また、それを待つ余裕を持っているのではないかということである。このオプティマル・タイミングの問題というのは、やはり説明責任と両方が絡まっているようなところがある。今マーケットには、物価上昇率に関して、10月の展望レポートで示した+0.5%という予測の数字しか2007年度については出ていないが、多分、この2007年度の+0.5%という数字を信じている人はほとんど一人もいないのではないかと思う。そういう状況を放置したままでアクションを取るということは、私はやはり説明責任を十分果たしていないと思っている。私自身もまさに新たな政策枠組みというものを十分活用したい。私自身、作ることに一所懸命努力したつもりだが、そこで実現しなかったことは、今もしたいと思っている。どうやったらこのフレームワークを使って最適な金融政策を実現できるかということである。今起きている事柄はどういうことかということ、言ってみるとオイ

ル価格が下がり始めた——これまで上がっていたのだが——、いわば交易条件が変化している時に、その時に金融政策運営をどうするか。これは福井議長が度々、この席上でもご質問をお出しになっている。石油価格が変わったらどうするのだと。物価が上がるかもしれない。しかし景気には悪いかもかもしれないと。今反対のことが起こっている訳だが、金利というものは一つしかないのである。政策手段は一つしかない。それで二つのことをしなくてはならない。物価の安定と、それから過度の景気変動を均すという、その二つをやらなくてはならない。これを解決しようとしたのが、オプティマル・マネタリー・ポリシーであって、元々そういうことなのである。私はいつかタイムレス・パースペクティブ・ポリシーでやれば良いではないかとお答えしたのだが、多分よく伝わらなかったのではないかと思うので、少しご説明する。二つゴールがあって、インスツルメントは一つなので、そこに何らかのトレードオフがある。限界変形率というか、一つ大砲を作るとバターの生産を幾らかやめなくてはならない、つまり犠牲にしなくてはならないという率がある。物価の安定の方に1のウエイトを置いて、アウトプット・ギャップの変化というものに例えば0.3のウエイトを置いたとする。そういう経済において、年2回位金利を上げるということを仮定したうえで政策予測をしたとする。1年後の経済の結果として予測された数字が、物価の安定は実は安定し過ぎて-1%になってしまった。GDPギャップは3%上の方に行ってしまった。ゼロと比べて+3%に行った。そうすると、その加重和を足し算するとちょうどゼロなので、これはオプティマルである。2回というのはオプティマルである。私は前の予測というのはとてもオプティマルで快適であった。なぜかという、私は1%の物価上昇率が中長期的に望ましいとはっきり思っているが、0.5%という物価上昇率を予測していたので、物価の安定の方は両者の差に相当する-0.5%が変化の値なのである。もう一方のアウトプット・ギャップが、これは分からないが、仮に2007年度は2%位になるとすると、 2×0.3 なので+0.6。足し算して0.1を少しはみ出るが、私の基準からすると年2回やるということがちょうどオプティマルということになる。ターゲットイ

ング・ルールという考えで整理すると、最適なのはそういうものなのである。であるから、中長期的に望ましいと考える1%というのは常に念頭に置いている訳である。だが、翌年に直ぐ実現しなくてはならないというものではない。それはアウトプット、景気の変動とのトレードオフとの関係でウエイトを付けて、その和がある一定になっていけば良いということなのである。バーナンキ氏の「キャップがある」という話があったが、「岩田のフロアはあるのか」と言われそうだが、私はフロアはないので、一時的にマイナスになることも別に恐れない。私がどうして前回反対したかという、その一つの部分的な理由は、従来+0.5%だと思っていた予測がどうもマイナスになりそうだということ。これは私にとってはある種ショックであった。マイナスになると望ましい水準との差は-1で、2%アウトプット・ギャップがあっても加重和がゼロになるには少し足りないのである。これでは引締め過ぎである、マイナスになってしまう。引締め過ぎだということになり、つまりそれは、半年に1回というのをスローダウンしても別に悪くない。その最適金融政策運営の考え方からすると、決して悪くない。これがもう一つあった理由である。もう少しゆっくりデータをしっかりみて、消費が本当にしっかりしてくるのならばそれで良いし、IT調整についてはボトムがきちんとみえたらそれでやれば良いというのが、私の前月の会合の時の気持ちであった。ここで重要なのは相対的なアウトプット・ギャップのウエイトなのだが、物価の安定と景気変動にどのようなウエイトを掛けるか、このウエイトの掛け方は人によって違う。それから、そのウエイトに関し、もう一つ重要なのは、アウトプット・ギャップが動いた時にどの位物価が反応するかという犠牲率あるいは反応度である。これは0.4と言ったり、0.2と言ったり、0.3と言ったりだが、今回の回復局面である2002年から2005年を眺めてみると、アウトプット・ギャップは3%改善した。この変化は大事である。その間に実力コアが0.7%改善した。これをベースにした感応度、アウトプット・ギャップの1%変化に対する物価反応度というのは0.23になる。0.4ではなかった。私がなぜ物価予測を2007年度間違えてしまったかという、一つの理由

はこれである。もう一つの理由は私は 2006、2007 年度の成長率を高めに見積もっていた。それから GDP の数字が実は 2005 年度とか、その前も動いて 1%位落ち込んでしまったのである。こういう理由で私自身は予測を間違ったと思っている。以上である。

福井議長

福間委員から願います。

福間委員

前半パートでみたとおり、景気は拡大を続けているが、そのテンポは緩やかにとどまっている。物価面でも石油反落の影響等もあって、CPI はゼロ近傍で推移し、先行きも直ちに伸びを高める状況ではない。

この間、米国のサブプライムローンの問題が、米国の景気の不透明要因となっており、グローバルな株式・クレジット・為替市場はやや大きく変動している。現在は、市場がボラティリティを高めることによって自ら調整を進めていく過程にあり、金融政策としてはウエイト・アンド・シーのスタンスが適当であると考えている。

短期金融市場では、昨日の執行部からの説明のとおり、今度の 3 月末は金利の付く環境に復帰した初めての年度末であるほか、新 BIS 規制の適用も始まる。このため、暫くは市場参加者が新しい金利水準に目が慣れることを待つ必要があると考えられる。これらの点を踏まえれば、現在は 2 月の利上げ効果の浸透度合いをじっくりと検証する段階にあると思う。このため、次回までの金融政策運営方針としては、無担保コールレートを 0.5%前後で推移するように促すという方針を維持することが適当と考える。

2 月の利上げは、それなりに市場で受入れられているが、12 月、1 月の会合前のように、市場が諸々の情報に基づき、思惑を持ってやや経済実態から離れて利上げを織り込み過ぎると、市場との対話が崩れ、金融政策決定について、市場の信認を得ることが難しくなってしまう。一連の会合の

経験を踏まえ、先行きの金融政策については、くれぐれも正常化ありきではなく、経済・物価ならびに内外金融市場の動向をしっかりと見定めて判断していくとともに情報発信には慎重を期することが必要であると思う。以上である。

福井議長

西村委員からお願いする。

西村委員

前回決定会合での政策金利変更直後の市場の反応は概ね平静であった。その後、米国経済に対する不確実性の増加、過熱状態にあった一部新興市場の調整に端を発し、様々な投資に対するリスクの存在が改めて認識され、世界的なリスク値付けの調整が続いていると思う。

世界金融市場での価格付けに反映されたリスク許容度は、以前にない高さを示している。この背後にはいわゆる、サーチ・フォー・イールドと言う投資家行動があるが、裏には為替や株式価格等のボラティリティの低下が背景にある。問題はこの行動変化が、世界金融市場構造の大きな変化に対応する変化であり、長期的にサステナブルなものであるのか、それとも構造変化が起こる時に同時に起こりがちな一方向のハーディング・ビヘイビア、つまり赤信号皆で渡れば恐くない、という類の行動なのかの見極めである。後者の場合は、どこかの時点で望ましくない大きな揺り戻しがかかることになる。ハーディング・ビヘイビアを避けるには、資金供給者がプルーデンスを守ること、経済実態に即した資金コストが投資家に対して課せられていること、の二つが必要である。前回政策変更時、一般的な文言として経済実態から掛け離れた資金コストが長期に続くという期待が形成されると、資金の流れや資源配分の歪みが生じると指摘したが、このことは現在の世界金融市場の動きにも当てはまる。実際には、現在起きている変化が長期的な構造変化の現われなのか、短期的なハーディング・ビヘイビアなのか、リアルタイムで峻別することは不可能である。慎重に、

市場に必要なコレクションはなされるようにするが、その変動を増幅するような形にならないように政策を運営する必要があると思う。

次回までの金融政策運営方針だが、政策変更の効果が浸透し、その評価が十分に可能であるためには時間が必要であることを勘案すれば、現状維持が望ましいと考える。

以下、第2の柱に関して、不動産市場の現況と、それからコミュニケーション・ポリシーについて一言申し上げたいと思う。12月会合で、不動産市場の現況について「一言で申し上げると、踊り場という状況であり」と申し上げた。その後の経緯は、地域的な格差を伴いながらほぼこのとおりに進んでいる。首都圏ではエンドユーザー・レベルでは、現在のところ数量的には景況感強い。しかしながら、これは年度末を控え値引き販促が広範に出ている影響と考えられる。前回申し上げたように、いわゆる新価格に移行するにつれて価格が上昇、売れ行きが不振となると言われていたが、実は2月、3月は年度末の業績嵩上げのための値引きがかなり出ているというふうに言われている。しかし、この効果はやがて剥げ、4月～5月に反動が出る可能性には十分注意する必要があると思う。その場合には、本年秋口以降、実際の供給件数に減少が生じる可能性がある。これがエンドユーザー・レベルである。さらに、いわゆる業者向けレベルでは以前から申し上げているように、不動産融資に関するプルーデンスの徹底が浸透し、転売、転がしが非常に難しくなっている。その典型的な例、もっとも極端な例が大阪である。大阪は業者レベル取引が12月まではかなりの活況を呈していたが、1月から2月に掛けて大きく取引が落ち込んだ。さらに福岡はまだ活況だが、愛知は天井打ち。京都はこれは特殊要因なのだが、新景観条例の影響から落ち込んでいる。纏めると二極化がさらに進んでおり、一部地域は依然として活況を呈しているが、他の地域への全般的な波及はみられない。さらに一部地域の活況も、愛知は典型だが、層の薄さが明確になり、頭打ちの状況である。これはトヨタが移転するに従って人が移動するというに伴う玉突が、ほぼ頭打ちの状況だからだそうである。しかしながら、エンドユーザー・レベルでは、地価の

全般的な下落は今考えにくいという見方が広がっている。然りとて地価の全般的な上昇を見込む向きもなく、買い急ぎの動きは出ていない。全体としての方向感が曖昧で、踊り場的な状況であると言えると思う。因みに地価公示が22日に発表されると思うが、地価公示は昨年後半の状況を今年1月1日に延長し鑑定評価したものなので、約半年の遅行指標であることを頭に入れておく必要があると思う。

最後にコミュニケーション・ポリシーについて一言申し添えたいと思う。日本銀行の政策運営について、市場との対話が重要であることは言うまでもない。しかし、これを市場の予想を常に裏書するということであるとするような誤解が一部にみられている。このように市場におもねる態度は、実は市場との対話との対極にある態度であると思う。

市場との対話が重要なのは、市場が政策運営上、極めて重要な情報を集計化して提供しているということからである。そして日本銀行としては、日本銀行発の無用なノイズをできるだけ回避し、市場の情報集計機能が十分に発揮されるようにしなければならないと思う。これが市場に優しくあるべきである、ということの真意であると考えている。

しかし、12月以来の状況は残念ながら様々な無用なノイズが日本銀行を取り巻く環境の中で発生し、混乱をきたしたと言わざるを得ない。ノイズがノイズであると分かれば、やがてそのノイズは無視、ノイズ源は無視されて終わりとなるが、移行期という学習過程においては、ノイズが望ましくない影響を与えてしまうことがある。まだノイズと一般には了解されていないノイズ源がさらに音量を一段と高めてくるような場合には、一層である。まだ移行期であるこの時期において、このようなことが起こったことは否めない。それが日本銀行のレピュテーションにマイナスの影響を与えてしまったことは反省しなければならないと思っている。この問題に関する王道は明らかで、日本銀行を取り巻く環境の中で発生するノイズ源をできるだけなくす、染み出してくる分はウィード・アウトするということであると思う。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

前回決定会合以降の金融調節については、外銀の中に特異な動きをするものが見受けられ、それに振り回される面があったものの、短期金融市場は総じて落ち着いており、金融機関の資金繰りのスキルが向上しつつあることが窺える。もともと市場参加者の相場観にばらつきがみられるなど、新しい金利水準に慣れるにはもう少し経験を積む必要があるようである。この点を含め、新しい金利水準の影響を見極める必要があるので、次回決定会合までの金融政策運営方針については現状維持が適当だと思う。

なお、無担オーバーナイト金利への外銀の影響度が高まっているもとで、バーゼルⅡ対応や金利のある世界での初めての期末ということで、期末に向けて予測不可能な面もあると思うが、執行部には、自律的な金利形成を促しつつ、円滑な資金供給を宜しく願います。

以下、今後の金融政策運営と市場との対話について、少し意見を述べておきたいと思う。

今後の金融政策については、市場参加者の多くは、「日本銀行は消費者物価指数の実績値や足許の消費動向を意識している」とみており、「CPIの伸び率がゼロ%近傍で推移している限り、政策変更はない」ということで、利上げは当分ありそうもないと読んでいるようである。実際、2月の政策変更後、為替のボラティリティが低下し、円高リスクへの警戒が後退するとともに、円キャリー・ポジションが一気に構築されていったと伺っている。そして積み上がった投機筋を中心とするポジションが、サブプライム問題ないしは米国の景気後退懸念や地政学的リスクといったリスク・ファクターの表面化を受けて一気に巻き戻され、円高をもたらした日本の株価調整をより大きなものにした可能性が指摘されている。

このように、先般の世界連鎖株安と円高の背景には、円キャリー・ポジションの巻き戻しがあったのは事実のようである。足許では、株安・円キャ

リーの巻き戻しに一服感が窺われるが、米国の景気後退懸念が弱まり、ファンド勢に再びリスクをとるセンチメントが生まれてくれば、ボラティリティの低下のもと円キャリー取引が再び活発化する可能性がある。物価安定のもとでの持続的な景気拡大の足取りを確実なものとするために、引き続き十分緩和的な金融環境を維持していくことを前提とすれば、内外金利差が急速に縮小することはあり得ない。そのような状況のもとで、今回のような偏ったポジションの造成とその巻き戻しが今後も起こる可能性は低くないであろう。そうした市場の不安定化は、実体経済や物価情勢に影響を及ぼす可能性があるので、そのコストを今後も十分意識しておく必要があると思っている。

もう一点、今後、4月の展望レポートで点検することになると思うが、中長期的な物価安定の理解について、「委員の中心値は、大勢として、概ね1%の前後で分散していた」という記述について、その具体的イメージが湧かないため、外国人に多いのだが「almost 1%」と捉えている向きが少なくない。従って、インフレ率が予想以上に低いので、「理解」も下方修正するのではという声も聞かれる。私としては、現メンバーの大勢の理解は、委員の中心値が1%近傍に集まっているというのではなく、前後で分散しているという認識を持ってもらっておくことが点検作業の前に必要だと思っている。

最後に市場との対話についてだが、前回会合直後、北米に出張し、中銀関係者や市場関係者と意見交換をしたが、市場関係者からは、政策決定過程が分かりづらい中で、一部の市場関係者のみに情報を提供するという情報発信スタイルがフェアでなかったとの手厳しい意見も頂戴した。バンク・オブ・カナダでは、全関係者に声を掛けてフェアに情報を発信しているとのことであった。勿論、国内の市場規模が大きくなり、マスコミや市場関係者も限られたBOCならではの運用なのだろうが、情報提供を平等に行うということの重要性を再認識させられた。いずれにせよ、前回も申し上げたが、経済・物価の見通しをしっかりとやること、積み上げてきたロジックを崩さないことが、中央銀行としてのクレディビリティを維持す

るためには不可欠なことだが、加えて、出張の際に何度となく聞いたフェアネスという言葉の重みを肝に銘じ、市場との対話に取り組みたいと思っている。以上である。

福井議長

野田委員から願います。

野田委員

前半でも述べたとおり、7月のゼロ金利解除後も極めて緩和的な金融環境のもとで我が国経済は緩やかな拡大を続けており、マクロ的な需給ギャップも極く緩やかだが拡大している。前回会合以降、米国経済の減速懸念が再浮上し、先行きのリスク・バランスに若干の変化はみられたが、世界経済が全体として引き続き拡大を続けるという標準シナリオの変更には及ぶものではない。こうした観点も踏まえ、二次に亘る利上げの効果、あるいは影響というものをしっかり見極めるためにも、次回会合までの金融調節方針は現状維持することが適当であると考えます。前回会合直後の市場の動きを振り返ると、長期金利は低下し、為替もドルが一時121円台半ばまで上昇、また、株式市場でも日経平均株価は2月26日に2000年5月以来の高値となる18,300円まで上昇するなど、政策金利の引き上げは市場に予想以上にスムーズに受け入れられたものと判断している。むしろ、目先は内外金利差の維持、ないしは拡大という見通しが市場参加者の中にさらに定着した嫌いが見受けられた。2月末以降の世界同時株安など内外金融為替市場において不安定な状況が発生し、この理由を日銀の政策金利引き上げに結び付ける向きもあるが、これについては、ただ今述べた利上げ後の市場の動きからも明確に否定できると思う。この間、短期市場においてレポ・レートは無担コールレートを若干上回る水準で安定的に推移しており、市場の機能の一段の回復がみて取れる。

ところで、前回会合以降も市場参加者の中には利上げの根拠や、あるいは政策運営の枠組みを巡って理解がやや拡散している節がみられる。これ

らは次回、4月の展望レポート策定に当たって重要な論点になると考えられるので、既に議論されたり、あるいは本日も他の委員が指摘されたこともあるが、私なりにポイント・アウトしておきたいと思う。次回展望レポートでこうしたところを議論されるというふうに思うので、本日のところはいわゆる議論の頭出しとして敢えて言及させて頂きたいと思う。

一つはいわゆる生産・所得・支出の好循環メカニズムについてである。これまでは基本的には好調な企業部門から家計部門への波及が息の長い景気拡大を支えるとしてきた。しかし、実際には雇用者所得は雇用者数の増加だけで支えられており、個人消費の伸びは、この雇用者所得の伸びに辛うじて見合うものにとどまっている。市場では、こうした所得環境下にあっても息の長い景気拡大は本当に可能なのかどうかについて、日銀の判断に係る不透明性を感じているのではないかと思う。我々としては、この基本的な考え方を大きく変更するには及ばないとは思いますが、ファイナ・チューニングのうえ、改めて、その考え方をきちんと説明しておく必要があると思う。また、物価についても需給ギャップと一人当たり賃金、中でも所定内給与との相関性が低下し、労働需給のタイト化とは裏腹に所定内給与の低下すら観察される中で、今後、果たして賃金は回復していくのか、また、賃金の上昇が不透明な中でマクロ的な需給ギャップの拡大が消費者物価の上昇に確実に繋がっていくのかといった問題については、昨日も議論されたが、我々としても極めて悩ましい問題である。展望レポートにこの点を率直に反映させる必要もあるのではないかと考える。

二つ目は、先程須田委員も指摘されたところだが、中長期的な物価安定の理解である。金融政策の枠組みとの関係が必ずしもすっきりと理解されていないのではないか、という点である。市場はこれを政策運営と直接的に関連付けて議論する傾向が強いように思う。次回の展望レポート策定時には、この中長期的な物価安定の理解を見直すこととなるが、改めて政策運営との関係を明確化し、分かりやすく説明する必要があるのではないかと考える次第である。

三つ目は、日銀がこれまで述べてきたフォワード・ルッキングという考

え方について、市場が未だ十分に咀嚼していないということがある。市場には日銀のフォワード・ルッキングな物言いに潜在的な不信感があるようにもみられ、足許ないしは目先の実体経済と物価——特に物価だが——の姿にスティックする向きが依然としてある。これを改善するには、今後とも粘り強く説明していくことに尽きるとは思うが、例えば展望レポートにフォワード・ルッキングの考え方を明らかにするというのも一案かと考える。いずれにしても、展望レポートの策定までには今暫くの時間があるので、私自身もこれからじっくりとよく考えてみたい。以上である。

福井議長

水野委員からお願いします。

水野委員

まず次回の金融政策決定会合までの金融調節方針だが、現状維持で良いと思う。O I S市場の参加者の広がりがあるが今一つ遅れているため、同市場から読み取れるメッセージは、せいぜい次の利上げは当分先であるという程度に過ぎず、今のままでは4月末の展望レポートの作成時にO I S市場はあまり参考にならないと思う。

過去数回のMPMでの議論を聞いた私の素直な感想だが、少なくとも1月までの議論は、あたかも政策金利が既に中立金利に近いところにある中央銀行がするような議論、慎重な議論になっていたのではないかという印象を持った。個々の経済指標の分析に時間を割きつつ、まだ経済・物価情勢の先行き不透明感は完全に払拭できないため、もう少しデータをみるべきであるという議論がかなりあったように思う。

現在の金融市場をどのように評価するかは、経済・物価見通しにも依存するが、一般的には潜在成長率について1%台半ばとみる向きが多いように思う。さらに経済がデフレを脱却し、インフレ予想もプラスになってきたと見込まれる中、見通しに基づいた場合、及び円安と株高が同時進行するとの見方に基づいた場合、現在の短期金利の水準はやはりかなり緩和的

と言えると思う。個人的には金利正常化の初期段階にある局面では、僅か50bpの政策金利引き上げで景気が腰折れする訳ではないので、先行き景気が失速するリスクがないか、などもう少し大局的な、あるいは景気循環の議論にエネルギーを割いても良いのではないかと思う。

市場との対話については一言だけ申し上げると、主要国の中央銀行に共通する課題だが、我が国では金利をターゲットとした金融政策に回帰してからまだ日が浅いこともあって、日本銀行内でも市場との対話のあり方を模索している段階にあるということ、前回の地方での金融経済懇談会でも言っている。これは福井議長も指摘されているが、それに尽きるのではないかと思っている。

前回のMPMでは、本日承認される見込みの議事要旨に書き込まれたように「多くの委員から、日本銀行と市場との間で双方向のコミュニケーションのプロセスが重要であるとの認識」が示されている。しかし、残念ながら、2月のMPM後の総裁記者会見について、市場参加者は今一つ腑に落ちてはいないというふうに感じている。すなわち、なぜ2月まで利上げを持ち越したか納得できる説明がされていないのではないか。あるいは、何を手掛かりに今後BOJウォッチングをしていけば良いのか、そのヒントになる説明は今一つなかったように思う。日本銀行はもう少し市場参加者が理解できるように対話を行って欲しい、というような若干わがままもとれる声が聞かれる。

福井議長は先週の国会での答弁で、「市場との対話は、双方向のものであって、そうであってこそ、市場は我々にとって鏡となる」と発言された。まさにそのとおりだと思うが、現在、市場との対話がスムーズにっていないことは、OIS市場が将来の日本銀行の金融政策について、ほとんど我々に何も情報を提供していないことから窺える。

昨年3月の量的緩和解除後、政策金利は50bp引き上げられた。金利機能が復活したにもかかわらず、企業・家計の経済活動に目立った変化はみられない。勿論、金融政策が実体経済に波及するまで1年以上のラグがあると言われる中、利上げの効果を議論するのは早計である。また、為替円

安、長期金利低下、株価上昇もあって、金融環境は量的緩和を解除した1年前とほぼ同じ程度緩和的であることや、極めて慎重な金融政策運営を行っていることは承知しているが、我が国の金利感応度は極めて低いと言える。金利感応度が働かない経済は不健全ではないかと思う。

前回のMPMで決定した「金融市場調節方針の変更について」の最後の部分では、「先行きの金融政策運営については、引き続き、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しながら、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準の調整を行うことになる」と考えられる。」とされた。勿論これには異論はないし、コアCPIインフレ率がゼロ近傍にある中で、金利調整を急ぐ理由はないという見解は理解できるが、同時に金融政策の効果が出るまでにはラグがあることも忘れてはならないと思う。仮に現在の半年に1回程度の利上げのペースを今後も維持した場合、かなり緩和的な金融環境が長期間に亘って維持される可能性が高いため、企業は過度な設備投資に走ったり、資産価格バブルの可能性が高まるなど、将来的に経済が不安定化するリスクは否定できないと思う。

最後に、我が国が避けて通れない主要国の二大潮流である経済のグローバル化と人口動態の変化について、金融政策運営から如何に対応していくかという困難な問題について、少しずつ議論しておく必要があるかと思う。既に団塊世代の退職の問題等、早川調査統計局長などからも説明が昨日もあったとおりである。具体的に言うと、経済のグローバル化の流れに上手く乗れない地方や中小・零細企業と、上手く乗れている大企業、それから都心部との経済格差がさらに拡大する可能性が高いこと、少子・高齢化のスピードが早まり、潜在成長率が低下する可能性があること。少子・高齢化の影響、金融市場のグローバルな統合が進展する中、内外の資産価格動向に与える影響も念頭に置いた政策運営を行う必要があること。極めて安定した消費者物価と長短金利の低位安定は、将来的に資産バブルが発生しやすい理想的な環境にあるということは認識しておく必要があると思う。以上である。

福井議長

次回、金融政策決定会合までの政策運営について各委員からご意見を表明して頂いた。次の会合までの金融市場の調節としては現状維持ということで皆さんのご意見が一致していたというふうに思う。すなわち、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.5%前後で推移するよう促すということであったと思う。それから前回会合以降の短期金融市場の動向についての評価も聞かせて頂いた。一頃、コールレートが0.589%へ上がり、その後、0.431%まで低下するというような少し波を打った動きがあったが、全体を通じてみると適切な誘導水準へのコントロールが上手く進んでいる。それだけ市場もこなれてきている、完璧ではないが、こういうふうな評価ではなかったかと思う。無論、市場機能の向上については引き続き我々も努力をしていかななくてはならないということだと思う。それから先行きの政策運営については、従来の方針どおり、引き続き極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を維持しながら、経済・物価情勢の変化に応じて徐々に金利水準の調整を行う、この基本スタンスを維持することが適当というご判断であったと思う。それから改めて市場との対話、コミュニケーションについて多くの方々からご意見を出して頂いた。やはり重要なのは合議制のもとでの意思決定という仕組みについて、市場に十分な理解を浸透させること。それから新たな金融政策運営の枠組みに基づき、我々としてさらに適切な情報発信に努めていくこと。この二点であろうと思う。これによって初めて我々の期待する双方向のコミュニケーションというものに磨きが掛かっていくということだと思う。我々の発信すべき情報というのは、具体的な政策のタイミングでは決してない。経済・物価情勢の判断であり、もう一つは金融政策運営の考え方、この二つであるということをも再三再四、確認させて頂いているが、改めて強く確認させて頂きたいと思う。ここから一步でもはみ出すと、全ての努力が水泡に帰すと思う。それに絡んで、次回の展望レポートまでに検討すべき課題ということで、野田委員からもご指摘があったが、その経済・物価情勢の判断という場合に、一番基本的なところ、つまり生産・所得・支出の好循環といった場合

に、雇用は伸びても所得が伸び悩むという時に、好循環のメカニズムというのを多くの人々が素直に理解できる形で我々はきちんと述べることができるのかどうか。それと絡んでいるが、労働需給のタイト化と物価形成との関係、これは岩田副総裁の少数意見の基本的な背景にもなっているということなので、岩田副総裁の意見と我々とがともに生きていけるような、より深い判断をやはり持っていく必要があると、このような感じがひとつあると思う。それから金融政策運営の考え方については、やはりこれも野田委員あるいは須田委員もおっしゃったが、いわゆる物価安定の理解、中長期的な物価安定の理解ということと、この枠組みとの関係。これは新しいアイデアであるから、実際に上手く進めていくことによって分かって頂くという部分はかなりあるので難しいのだが、しかし我々として展望レポートを出す都度、物価安定の理解と枠組みとを、我々が単にばらばらのものとして念頭に置いているというのではなく、やはり共通の理解を持っており、それを我々だけではなくてマーケット、あるいは海外にも持って頂けるように、そういう意味ではさらに明確化していく必要があるのではないかというご指摘があった。重要な課題であると思う。今申し上げたことは、結局、フォワード・ルッキングというのは一体何だということに繋がっていくと思うが、フォワード・ルッキングというのは山勘で将来をみる訳ではないのである。だが、山勘でなければ何なのだという部分が、より分かりやすくし得る部分ではないかという気がする。是非次の展望レポートは実態的なアウトルックも大事なのだが、やはり議長としてはこのところを深掘りしたものにしたいと思っている。さらにご議論頂ければと思う。

岩田副総裁

もう一点だけ宜しいか。先程の最適な金融政策運営についてだが、少し長めのプロジェクションというものは物価安定の理解というものの意味を深めるうえでも意味があると前から思っている。過度の変動という場合、1年、2年だと過度の変動なのかどうか、あるいは過度に資本蓄積がある

のかどうかということは、なかなか分からない訳である。であるから、本当に過度に設備投資があるのかどうか、中長期には物価もこういうところにきちんといくという中長期の姿を示したうえで、それから過度には振れていないか、というようなチェックをする必要がある。今は1年だけなものだから余計に説明が苦しいと私は思っている。常に2年位は射程に置きながら、しかも少し長めのインプリケーションで補完しながら、ということがやはり必要なのではないかと思っている。

福井議長

おっしゃる意味は展望レポートのアウトルックの期間を最短2年、あるいはそれ以上というふうにしてはどうかということか。

岩田副総裁

そういうことが一つである。

福井議長

金利の将来のトラジェクトリを、ノルウェー方式あるいはスウェーデン方式にするとか。

岩田副総裁

そういうことも勿論念頭に置いているのだが、エクササイズとして。それを直ぐ採用するという意味では全くないのだが。

西村委員

今の話は2年を越えるということか。

岩田副総裁

大体2年を越えてトラジェクトリを出している。アメリカのFedはオプティマル・ポリシー・プロジェクションを4~5年を出している。

須田委員

前から言っているように、モデルで分析すると言うのであれば、やはり最終的な目的が何かということを決めないと求まらない。

岩田副総裁

おっしゃるとおりである。

須田委員

行きつく先と言っても、先に目的を決めてしまうということであれば、そのところが何か……。

西村委員

もう一つ加えると Fed のスタッフのプロジェクトと FOMC のプロジェクトとは全く違う。

岩田副総裁

勿論そのとおりである。

西村委員

我々が出しているものはどちらなのか。本当に重要なのは FOMC のプロジェクトである。

岩田副総裁

然り。

須田委員

そこでスタッフのものを出してしまうと、ECB などのように「これはスタッフのものであって我々のものではない」というふうな言い方をする

ことになる。

岩田副総裁

私の言ったことが何か混乱をもたらしているとする申し訳ないのだが、あくまでこれはスタッフにそういう補完作業をして頂きたいという意味なのである。この場でもってそれを決めるということではなくて、サイドチェックのために、そういうことがあった方が良くはないだろうか。我々の決める事柄について色々な補強材料があった方が良くということなのである。それから須田委員がおっしゃったことはとても重要な点で、実は最適な政策運営をしようと思うと、どうしても決めなくてはならないバリエーションが三つある。今私の申し上げた点だが、一つはアウトプット・ギャップが1%動いた時にどの位物価が動くのか——これは基本的な認識の問題なのだが——、どの位の大きさなのかということについてある程度の共通の認識がないと私は上手くいかないと思う。それからもう一つは中長期の物価の安定の0~2%というものをゼロ%でずっとやっていくのか、2%というのを念頭に置いていくのか、1%を念頭に置いてやるのか、念頭に置いてという時に、やはりその中心値を一つ定めてやらないと2%を目指してやっている人とゼロ%を目指してやっている人とでは、直ぐに違ってきてしまう訳である。利上げの回数から何から皆違ってきてしまう。であるから、そこについての合意が必要である。それからもう一つは今言ったように、物価安定とGDPギャップが望ましい水準から離れた時の乖離にどの位のウエイトを置いて考えるのかという、これら三つがキー・バリエーションとして必要なのである。そのところについてある程度の合意がないとなかなか上手くやっていけないと思う。

須田委員

ウエイトについて個々の人が決めていくという合議制でやっていく時に、まずそこを何かで決めてしまうということは矛盾していると思うが。

岩田副総裁

ただ、どこかで決めないと、議論が。私は、合意というのは、基本のところが変われば最終的にはなかなか合意できないのではないかと思います。

須田委員

であるからそこは違って良いのではないか。物価と実体経済のどちらによりウエイトを持つかというのは、個々人それぞれで違う。

岩田副総裁

勿論、幅はあって良いのである。

須田委員

そのところは色々な人がいて、多数決で決めていくという時に、ものの考え方の基本のところを全部先に合意したうえでやるというのは少し個々人による決め方とは違うような気がする。

福井議長

早川調査統計局長、何かコメントはあるか。

早川調査統計局長

私が立ち入る領域ではないと思っているが。

福井議長

いや、何かコメントがあるのかと思って。

西村委員

今の話でもう一つ。データを使っている立場から言うと、要するにどういうデータを使って何を言うかということである。全てデータ・ディペンデント、その意味ではデータ・ディペンデントになるから。そうすると過

去のデータを我々はどういうふうに判断するかということになる。過去のデータ、すなわちこの10年位のデータは実は我々のスタッフのモデルの場合でもそれを無視していると言うか、あまりにもデータが正常な状態と外れているという理由で使っていない部分がある。こういったことを含めて考えなくてはならない。他の国、例えばアメリカのようにほぼ均衡周りで動いているというふうに考えてほぼ良いような国と、日本のように非常にそれと外れたところから、やがて新しい均衡方向に向かっているというような国とでは大きく違うので、単純に他の国のやり方をそのまま導入するということは私は反対である。ただし、なかなか難しい問題だが、そういったことをきちんと説明していくという努力というのは必要だと思う。それから経済学は全ての人間が全部違うという形でやるのだが、実は金融政策だけは一人の人間が決めるという形でモデル分析されている。そういうモデルで金融政策を考えるのだが、実は金融政策は複数の人間、違った人間の合意で決まっている訳である。であるから、そういったものを含めて実は学問の方も分析を発展させていかなくてはならないというところが実はある。そういったものの双方向の対話というのを、これから本源的にやっていかなくてはならないのではないかというふうには思う。

水野委員

福井議長が最近、ここ2か月位だと思うが、「独立したメンバーがそれぞれ論じ合って最終的に結論を導く、創造的なプロセスである。」とっておられた時には、それはどちらの見方に近いのだろうか。岩田副総裁の言い方と齟齬があるのか、ないのか。あるいは須田委員の理解で宜しいのか。

福井議長

私はそんなに両方に齟齬があるというふうには思わない。やはりスタッフが色々な作業をして、基礎となるデータはなるべく多くのものを共有したい。将来のアウトルックを形成する場合にも我々のインテリジェンスが

一人一人が完璧だということではないと思う。インディペンデントであるということと、一人一人のインテリジェンスが完璧であるというふうな傲慢さを持つということとは全く違うのであり、やはり組織として仕事をしているので、共通に蓄積されたナレッジをベースに、しかしそこから先のデベロップメントは個々の委員の独立した責任領域なのであると。一から十まで完璧に一人がばらばらに考えるという形とはそこが違うのではないかというふうに思っている。

水野委員

では折衷のような感じか。

福井議長

折衷というのとは違う。

水野委員

折衷はできないな。

福井議長

そういう組み立て方ではないだろうか。であるから、我々はあくまでスタッフには贅沢にも贅沢な各種の作業の依頼をすべきであるというふうに思う。それを共通の財産として、そのうえにさらに付け加えていくというプロセスでなくてはならないのではないか。

水野委員

いや、そうなるかと…。

福井議長

そうでなければ、もうスタッフなしでメンバーだけでやれば良いのである。

岩田副総裁

一点だけ加えるとする、私が繰り返しているのは中長期のホライズンを長くすればする程、短期的にはフレキシビリティが高まるということである。中長期にこういう姿になると言えば、短期に少し振れてもそこに行くということが、より説得しやすくなると思う。であるから量的緩和の時には本当に短いホライズンでやったので窮屈で窮屈で困った訳だが、中長期のエクササイズにはそういう意味もあるのである。

西村委員

言い方を変えれば、長期の定常安定成長経路、すなわち経済がある意味では望ましい状態になっている経路というのはどういう時期かというのは、実は中長期が対応する訳である。それに対して新しい枠組みというのは逆に言えばそこに向かっていく姿というのを書くものであるというふうに私は考えている。そういうふうに考えれば比較的分かりやすい。そして行った姿が必ずしも全員一致しないのは、その中で色々な長期的なパラメータが幾つかということに関して、例えば私と岩田副総裁は大分違うということから生じる。やはりそれなりに違いが出てくるのは当然だと思うのである。その時、例えば、本当に1%が良いのか、いや逆に言えばプライス・ターゲットの方が良いのかという議論もまた当然そこにある訳であるから、そういったものを含めた形で、やはりある種の散らばりが出てくるというのは私は自然だと思う。ただし、ある種のセントラル・テンデンスをみせるということは、それなりの意味があるので、そういう意味でスタッフ・レポートのようなものを上手く使うということは考え方としては十分考えられると思う。ただし、それはあくまでもスタッフ・レポートであって、ガバニング・ボディーのプロジェクトではないということだと思う。

須田委員

岩田副総裁のおっしゃっていることもスイスの場合にはよく分かるのである。スイスは今回下振れてインフレ率がゼロになったのに利上げした。つまりプロジェクションがグッと下に下がっていったとしても、先はプラスであるという姿は変わらない。

岩田副総裁

おっしゃるとおりである。

須田委員

だが、これは何かある意味詭弁のような気もしないではない。ああやっ
て行き着く先は同じであるというふうに割り切ると——それはどう信じて
貰えるかということでもあるが——確かに説明はしやすいが。

岩田副総裁

説明しやすいし、その方が透明性があるやり方であり、何も出さないで
上げるというのは一番不親切で説明責任を果たさないやり方だと私は思
う。

西村委員

新しい枠組みの中にはそうした説明はクオリティタイプに入っている
のである。問題はそのクオリティタイプなことを直ぐナンバーとして欲し
いという人達がいること、それが問題なのであろう。我々がクオリティ
タイプをみせているということが、ファン・チャートとどう違うのかとい
うことである。私は本質的な差はないとは思うのだが、もし本当にクオリ
ティタイプなガイド・ポストとしてみせていることが曖昧だとい
うのであれば、ある意味ではファン・チャートは出しても良いのかもしれない
とは、私は思う。

福井議長

スタッフ・ペーパーにしろ、我々が出す見通し、アウトルックにせよ、数字を付けた場合にこの日本という社会の中で一番注意しなくてはならないのは、やはり何と言おうか、見通しとプロミスとを混同されないようにすること。

西村委員

その辺が一番難しい。

福井議長

何がプロミスで何がアウトルックと言うか、見通しなのかという区別を我々だけがするのではなくて、ここはしっかり理解を持たれる形でないとやはり具合が悪い。

岩田副総裁

おっしゃるとおりである。であるから、現状は凄く良いと私は思っているのだが。つまりマーケットのエクスペクテーションなど、そういうものを参考にしながら、それぞれの人が最適な金利の形成について、それぞれ持ち合って、それでこういう場で話して、たまたま合意ができればそれで上げていくということで、そのプロセスとしては私は凄く良くできていると思う。

福井議長

取り敢えずアンダスタンディングと、この我々の枠組み、そして新しく作るアウトルックとの関係を、従来よりもやはり一步前進させる形で何か工夫ができるかどうか、これはトライすべきである。さて、その他に宜しいか。それでは政府の方からご意見を頂戴したいと思う。

勝財務省大臣官房総括審議官

我が国経済の現状をみると、景気は回復を続けているものの、昨年後半以降、消費がほぼ横這いとなっているなど、企業部門の好調さが家計部門に波及する経路がやや弱い状況が続いており、引き続き注視する必要がある。また、物価については、消費者物価が持続的に下落する局面ではなく、原油価格の下落の影響等からゼロ近傍で推移しており、先行きマイナスになることも予想されることから、慎重にみていく必要がある。先月、政策金利の引き上げが決定されたが、その経済への影響が現われるまでには時間を要することも踏まえれば、現在の金融市場調節方針のもとで、引き続き経済を金融面から支えて頂きたいと考えている。

一方、市場の動向をみると、先月末以降、株式市場や為替市場で動きがみられているところである。政府としても、市場の動向は引き続き注視して参りたいと考えているが、日本銀行におかれても、市場全体の動向に十分目配りして頂くとともに、今後の金融政策運営に関する思惑で、市場が不安定になることがないように、日本銀行の経済・物価情勢の判断や金融政策の先行きの考え方について、市場や国民に分かりやすくご説明頂きたいと考えている。以上である。

福井議長

浜野内閣府審議官から願います。

浜野内閣府審議官

経済の現状については、景気回復が続いていると認識しているが、これまでも申し上げてきているとおり、所得の伸びが鈍化する中で、消費は概ね横這いになっており、企業部門の好調さの家計部門への波及はこのところ少し弱まっている。物価の動向を総合的にみると、未だデフレを脱却していない。賃金や個人消費の動向と併せ、引き続き海外経済の動向などにみられるリスク要因を考慮しつつ、冷静に注意しながらみていく必要がある。先行きの経済・物価については、上振れリスクよりもむしろ世界経

済の動向等が我が国経済に与える影響や企業部門から家計部門への波及等が今後の経済動向の鍵となると考えられ、そうした観点から下振れリスクには十分留意する必要があると考えている。政府・日本銀行はマクロ経済運営に関する基本的視点を共有し、物価安定のもとでの民間主導の持続的成長のため、一体となった取り組みを行うことが重要である。日本銀行におかれては、政府の政策取り組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、市場の動向にも配慮しながら実効性のある金融政策運営に努め、経済活動や物価の下振れリスクを考慮して、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を維持することにより、責任を持って金融面からしっかり経済を支えて頂くことを要望する。4月27日の金融政策決定会合では2008年度までの先行き2年間の経済・物価情勢の見通しを議論し、展望レポートとして公表されると思うが、その際、日本銀行が考えられる物価安定に向けた道筋について、しっかりと説明責任を果たして頂きたいと考える。

福井議長

ただ今の政府のご意見に対して委員方からご意見があれば、お願いします。

水野委員

一つは質問と、もう一つは要望ということである。一つは単純な話で恐縮なのだが、デフレという言葉の定義というのは何か。かなり強く意識されて使われているのか。物価が、CPIがゼロ近傍、あるいはマイナスになればデフレという、それ位の感で使われているのか、ということが一つ質問である。あとは意見の方だが、政府の日本経済の物言いについて、もう少し明るい見通しを出して頂く方が良いのではないかと思う。中央銀行よりも政府の方が弱気に聞こえるようなところは日本位だと思うのである。ここは明るい話をして頂き、是非日本に投資して欲しいというような話をして頂ければと思う。デフレだとみると株式に投資すれば損をするのではないか、というふうになってしまうので、これは内閣府ということではないかもしれないが、政府全体としてももう少し明るい面も強調して

頂ければ良いのではないかと、いつも思っていることである。

須田委員

私も一つ宜しいか。足許は結構消費が強くなったと思っているのだが、消費を横這いとされている。そこはどうなったらそうではなくなるのかというのが私の疑問である。

浜野内閣府審議官

恐縮だが宜しいか。まずデフレについては、これは物価が下がり続ける状況というふうにご申し上げており、それでデフレ脱却についてはGDPデフレーターやユニット・レーバー・コストなど四つの判断基準で判断をするということにしている。私共の今の認識としては、デフレの状況はかなり改善してきて、脱却がもう視野に入っているがまだデフレに後戻りする危険性は拭えないので、まだデフレ脱却にはなっていないというものである。

水野委員

四つの基準に照らしてか。

浜野内閣府審議官

四つに照らして考えてである。それが今の考え方である。それから二番目は、やや私共にとっては意外なコメントであって、私共は常に楽観的だというふうにご批判を頂いており、来年度の経済見通しも2%成長であるし、中長期の経済見通しについては、かなり生産性の上昇を見込んで高い成長を見込んでいるということで、むしろ逆のご批判を受けている。それでこの場で私が申し上げることがやや暗いということかもしれないのだが、私が申し上げているのは、政府の月例経済報告の判断をそのまま申し上げているのである。それから、ややその先行きについては、私共の経済見通しというのは年度全体の見通しなものであるから、ここで恐らく議論されているのは、もう少し近い先行きが、例えば金融経済月報などでも議

論されていると思うのだが、若干現在の景気情勢、それから当面の先行きについては、少し私共はやはり慎重にみている。特に企業部門、それは三番目の須田委員のご質問とも関係するのだが、確かにこのふた月間、消費が若干良いが、賃金はむしろ低い。やはり賃金がマイナスになっているという状況ではなかなか消費の判断を変えにくいということがある。単月を取ると自動車以外は確かに昨日早川調査統計局長のご説明にもあったように良い数字が出ていることは正しいと思うし、私共もできれば良い方向にしたいという気持ちを持っているのだが、残念ながら今現状ではそこまでは至っていないというのが政府の立場である。

福井議長

それでは次に移る。金融市場調節方針の議案の取り纏めである。議長としては皆様方の一致したご意見として金融市場調節方針は現状維持ということで議案の提出をしたいと思う。念のため他に議案の提出者はいらっしやらないか。それでは議案を作成して欲しい。

[事務局より議案配付]

宜しいか。それでは読上げて欲しい。

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、0.5%前後で推移するよう促す。以上。」である。続いて別添、公表文である。「2007年3月20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○)。(注)として、賛成及び反対の委員のお名前である。

「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す。以上。」である。

福井議長

それでは採決に移るので恐縮だが。

[政府からの出席者退室]

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

金融市場調節方針の決定に関する件、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

全員一致でただ今の方針を決定した。稲葉理事と中曽金融市場局長にお

かれては、今決められた方針に則って適切な調節に努められるようお願いする。それから私は記者会見をやるのだが、岩田副総裁が今回どのようなボーティングをなさるかということに関心が集まって、まずこの紙で今日賛成されたということが明らかになるので、必ず私になぜ反対しなかったのだろうかという質問がくる。やはりこれは一言も説明しないという訳にはいかないで、ボードメンバーの了解を得たいと思う。私は「岩田副総裁は、物価の先行きについて透明性のある説明が必要と考え、前回利上げに反対された。展望レポートなどで透明性のある説明ができるよう、さらに努力すべきであるというふうに述べておられた。」このように言わせて頂こうかと思うが、宜しいか。「あとは議事要旨をみて欲しい」と。

岩田副総裁

有り難うございます。

福井議長

何も説明しない訳にはいかないと考えるので。宜しいか。それでは。

[政府からの出席者入室]

恐縮であった。ただ今の議長案は全員一致で可決をした。

VI. 金融経済月報の検討

福井議長

それでは次の議題だが、金融経済月報の基本的見解である。会議の冒頭に執行部から説明があったペーパーだが、もう一度ご覧頂きたいと思う。西村委員から既に一点コメントがあったが、その他の点も含めて改めて皆様方からご意見をお願いしたいと思う。西村委員のご意見は物価のところで「目先弱含みないし」…いや。

西村委員

先行きのところで。

福井議長

先行きというか「目先」のところだな。

西村委員

目先のところである。「目先、原油価格反落の影響などから」というところを…。

福井議長

「ゼロ%近傍」ではなくて…。

西村委員

「目先、若干マイナスに振れる可能性もあるが」と明示した方が良いというのが私の意見だが、私はこれを強く主張するものではないので、議事要旨で一委員の意見として明確にするという形で結構である。

水野委員

物価の「先行き」についてのところか。

西村委員

物価の「先行き」についての後の「消費者物価の前年比は、目先、原油価格の反落の影響などからゼロ%近傍で推移するとみられるが、」というところを、もう少し私ははっきりした方が良いかと思ったのだが、これは私としては強く主張するものではなく、議事要旨で明確にしたいと思っている。

岩田副総裁

私も全く同感だが、こういうことで皆さんが良ければ、私も敢えて……。

須田委員

私の言った個人消費についても、直ぐ変えるという訳にはいかないが、なるべく早く変えられるようになると良いな、という思いを述べさせて頂いた。

西村委員

それは若干まだリザーブした方が良いような気がするが。

岩田副総裁

3月は百貨店はそれ程強くないようである。天候もあり。

須田委員

「振れを伴いつつ」であるから良いのではないか。

福井議長

寒いからな。

岩田副総裁

寒くて、初雪等もあり。

須田委員

「振れを伴いつつ緩やかな増加」であるから。

福井議長

それでは他にご意見はないか。この案文はこれで良いか。それではこれで決定したいと思う。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

福井議長

全員一致で基本的見解を決定した。ただ今決定された基本的見解の部分だが、これは即日公表、今日の15時に公表の予定である。また、背景説明の方は必要に応じて執行部で修文を加えたうえ、22日、今週木曜日14時に対外公表の予定である。次の議案に移る。

VII. 議事要旨（2月20～21日開催分）の承認

VIII. 2007年4月～9月の金融政策決定会合の開催予定日等の承認

福井議長

議事要旨、2月20日、21日開催分である。お手許で既にチェックをし

て頂いたと思うが如何か。宜しいか。ではこれも決裁をしたいと思う。

中山政策委員会室長
議長、日程の方は。

福井議長

それではこれも併せて。もう一つ議題がある。2007年4月～9月の金融政策決定会合の開催予定日等の承認である。等というのは、この金融経済月報公表、議事要旨公表というものも入っている、この1枚紙を差し上げている。ご確認頂きたいと思うが。宜しいか。もしご異議がなければ議事要旨と、この日程とを同時に決裁して頂きたいと思う。

[金融政策決定会合議事要旨(2月20～21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

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

[2007年4月～9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

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

議事要旨に関する件と開催予定日等に関する件、ともに賛成9、全員一致である。

福井議長

全員一致をもって2月20日、21日の議事要旨を決定した。また、同じく全員一致をもって4月～9月の金融政策決定会合の開催予定日等のご承認を頂戴した。

IX. 閉会

福井議長

本日の議題は以上である。次回は4月9日、10日両日開催の予定である。宜しく願います。なお、今日の決定会合をもって春委員と福間委員

は最後の会合ということである。この後、4月4日にご退任の予定である。5年間に亘り、日本銀行の政策決定ならびに運営に大変な貢献をして頂いた。篤く御礼を申し上げる。いずれの方からコメントすべきか迷うが、春委員におかれては、日本銀行の政策決定会合において、本当に大黒柱のように安定感をもった皆が頼りがいのある存在として5年間ご活躍頂いたというふうに思っている。全てのデータ、あるいは情報をバイアスなしに評価され、非常にバランスのとれた判断をいつも出して頂いたというふうに思っている。加えて、電力ないしエネルギー、一番得意な分野からもいつも新しい情報を頂戴したし、それと経済・金融との関係付けということにも大変ご努力を頂いて、我々に有益な参考情報を頂戴したというふうに思っている。春委員は大変謙虚な方で「電力マンは金融政策には向かない」というふうに最後の最後まで言うておられたが、我々からみて、決してそのようなことはない。今や春委員は本当に優れたセントラル・バンカーであるというふうに思う。これからもまた違った分野で積極的な活躍をなさることを祈っている。個人的なことは申し上げるべきではないと思うが、1999年、ユーロが発足した時に、春委員とご一緒にユーロ発足後のヨーロッパを読み取るためのミッションに行った覚えがある。その時読み取ったとおりユーロが動いているというふうに、いつも春委員と二人で確認し続けている訳だが、そういう思い出も持たせて頂いている。くれぐれもお元気でご活躍頂きたい。

福間委員だが、経済実態をいつもしっかりと踏まえたうえで何と言っても市場の機能如何ということにかなりポイントを絞って深い分析をされ、我々に情報を提供して下さったと思う。市場といっても福間委員の場合には、単に金融市場、資本市場だけではなくて、非常に幅広い、本当に世界中のコモディティを含むマーケットについての分析、かつ、そこから洞察力をもって新しい将来展開の情報を頂戴したというふうに思っている。それだけではなくて、やはり企業行動について、企業家心理を含め、かなり何と言おうか、我々、他のメンバーでは読み取ることができないような材料をいつも提供して頂いたというふうに思っている。ペイオフ解禁後の量

的緩和政策の運営について、枠組みは維持するが、まず量的削減から早く着手すべきだというご提案は今でも非常に印象深く覚えている。率直に言って、大変共感を覚えながら、直ぐには実現できなかったのだが、私自身は心の葛藤を持ち続けたということを率直に言わせて頂く。福間委員とも個人的なことを申し上げれば、もう遥か昔から金融制度調査会、さらに続いては経済同友会で、これは日本においてやはり市場経済というものを作っていくために、同志であったという気持ちを私は持たせて頂いている。今後とも益々ご活躍頂きたいと思う。以上である。

改めて、最後に無機質なことを重ねて申し上げるが、大変重要なことである。決定会合における議論の内容はご自身の発言も含め、そして議事の内容だけではなくて、このプロセスも含め、厳に出席者限りということである。議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認確保の観点から、政府出席者の方々も含め、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っている。毎回申し上げているが、決して決まり文句ではなく、是非これをお守り頂きたい。以上で閉会とする。

(12時36分閉会)

以 上