

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4月 9日（14:00～16:36）

4月10日（9:00～12:41）

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）  
水野温氏（ 〃 ）  
西村清彦（ 〃 ）  
野田忠男（ 〃 ）  
中村清次（ 〃 ）  
亀崎英敏（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省	勝栄二郎	大臣官房総括審議官（9日）
	田中和徳	財務副大臣（10日）
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
政策委員会室企画役	執行謙二
企画局企画役	神山一成
企画局企画役	鈴木公一郎

## I. 開会

(14時00分開会)

福井議長

宜しいか。それでは定刻であるので、政策決定会合を開催する。本日と明日の二日間の会合である。今日は金融経済情勢に関する執行部からの説明を聞く。明日は、金融経済情勢に関する討議、金融政策運営に関する討議、そして政策の決定を予定している。政府の方から、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。なお、当方であるが、中村委員と亀崎委員が今日から政策決定会合にご出席である。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。そのことを前提として、各委員それから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

早速議案に入る。最初は金融経済情勢に関する執行部説明ということで、金融調節、金融・為替市場の動向について、稲葉理事と中曽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）

中曽金融市場局長

それでは、追加の資料-1、2に沿ってご説明申し上げます。図表1-1で、無担保コール・オーバーナイトレートの推移をご覧頂くと、全体として概ね誘導目標水準で安定して推移している。多少時系列的に言うと、前回決定会合以降、年度末に掛けては、期末越えのオペによって潤沢な資金供給を行ったので、29日までは0.5%を下回る日も何日かあった。30日の年

度末日は、期末要因から 0.715%まで上昇している。この日は、1兆円の即日の資金供給に加えて、補完貸付を外銀を中心に2兆7,800億円実行している。この結果、当座預金は11兆7,000億円、準備預金は8兆8,000億円と大幅に積み上がった。この期末日の動きはまた後で申し上げるが、このように準備預金が高水準となり、しかも30日金曜日から日曜日までの3日積みになったので、積みが大幅に進捗した。このため、週明けの4月入り後は、金融機関が準備預金の進捗調整をしており、コールレートが0.5%を下回る日が続いている。次に、当座預金の保有状況であるが、まず、図表1-3で06/10月積み期以降の当座預金残高のグラフをご覧頂くと、3月積み期の特徴として、年度末、つまり3月末に、大きく当座預金残高が膨らんでいる。この内訳をご覧頂くとわかるが、積み未了先に加えて、積みの終了先の残高も拡大している。つまりこの日に当座預金を大きく積み上げて、今積み期の所要準備を積み終えてしまった先が多かったということである。これは、言い換えれば、期末日に日銀当座預金にブタ積みをして資金を抱え込んだ先が多かったということであり、やはりバーゼルⅡがかなり強く意識された期末であったとすることができると思う。以上の点を、図表1-2の計数で確認頂くと、3月積み期の準備預金先の準備預金の途中ラップであるが、5.4兆円とこれまでの積み期や所要準備と比べても高くなっている。業態別にご覧頂くと、都銀は2.9兆円と概ね所要準備並みの水準となっているが、これに対して地銀や地銀Ⅱ辺りの残高は所要準備に比べてかなり高めになっており、バーゼルⅡを意識した資金の抱え込みは、主としてこれらの業態でみられたとすることができると思う。もう一つの特徴は郵政公社である。4月の初めに預託金の払い戻しを受けて大きく増加しており、直近の4月6日では約7兆7,000億円位まで上昇している。これは当座預金全体の水準を、足許で12兆円近くまで押し上げている計算になる。

次に期末日の動きをみて参る。まず、図表1-4で、期末日3月30日スタートのオーバーナイト取引、つまり末初物のコールレートの推移である。末初の取引というのは、3月中旬位から出てきたが、当初はかなり高く、

グラフをご覧頂くとお分かりになるように、26日位までは1%を超える水準で、一時は1.5%近くまで上昇するという水準であった。ただ、この辺りから期末越えの期間の短いオペを私共がかなり集中してオファーした結果、次第にレートが低下し、28日以降はロンバートの0.75%を下回るようになった。私共としては、この辺りで大体期末越えの資金需要は概ね満たされつつあると判断をした。そのうえで期末当日のレートの強さというのは、一つは外銀のその日の要調達額の大きさ、もう一つは資金の出し手の抱え込みの程度、この2つの要素に左右されることになるだろうと予想した訳である。このうち、期末日の資金の出し手の抱え込みは、先程申し上げたとおり、かなり強いものがあつた。それから、外銀の当日の要調達額もかなり大きなものになった。従つて、朝に1兆円の即日の資金供給を行った。これにより、マクロ的には十分な資金供給がなされた計算であつたが、レートはあまり低下せず、外銀の中には午後からの追加オペを期待する向きもあつた訳である。ただ、以下のような理由から追加供給については見送つた。第一には、外銀の中には、最初から日銀オペや補完貸付を当てにしていて、コール市場での調達努力をほとんどしない先が複数みられたことである。こうした中で、追加オペを実施すれば、自助努力を促すことのないままロンバートレートよりも低いレートでの調達手段を外銀に提供することになり、結果的に外銀支援の色彩が強くなり過ぎるというふうに考えた。それから第二に、これらの外銀は、担保余力が相応にあり、最終的には補完貸付で調達需要を充足できるであろうというふうに判断したことである。そして、第三には、期末日にある程度レートが上昇するのは自然なことであつて、水準的にも、午前中の市場取引の状況からみて、加重平均レートで0.75%を超えることはないだろうというふうに予想した。以上のような理由から、一部外銀からの不平の声は承知で追加オペを見送つたところである。この結果、図表1-5に示すように、期末日のレートは0.715%となつた。また、補完貸付は、外銀を中心とした12先から総額2兆7,800億円の借入れがあつた。この期末日のレート、0.715%は、最近の年度末の中では一番高い数字になるが、少し遡つてみ

ると2のグラフにあるように、ちょうどこれは1997年、1998年の3月末とほぼ同水準である。因みに1998年3月当時の調節方針は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて公定歩合水準」——当時は0.5%であったが——「をやや下回って推移するよう促す」というものであった。次に無担コール市場残高の推移をご覧頂く。図表1-6のグラフで月次平残ベースをご覧頂くと、3月はさらに残高が拡大している。しかし、旬毎の末残の推移を図表1-7でご覧頂くと、先程申し上げたように、年度末の30日には資金の出し手が資金放出を抑制したので、残高が縮小している。図表1-8で、最近のオペの実施状況をご覧頂く。前回決定会合以降、期末資金の供給を本格的に開始した。特に3月26日は——最終週であるが——、共通担保の本店オペと国債買現先オペにより、期末を越える極く短い資金を集中的に供給している。この時期のオペのタームをご覧頂くと、ほとんどが2週間以内の短いものであることがお分かり頂けると思う。最終週にこうして供給した短い期越えの資金は、共通担保、それから国債買現先、合わせて6本、総額4.4兆円に及んでいる。ただし、先程申し上げたように、積みが期末に掛けて進捗し過ぎた反動で、期明け後はオーバーナイトレートの低下圧力が高まっているので、（資金吸収オペ）にお示ししているように、4月3日以降、連日で売出手形による即日の資金吸収オペを実施しているところである。以上が調節の関係であるが、次に、市場の動きを順番にみて参る。図表2-1の(2)で、ターム物レートの推移について、まず短国のレートをご覧頂くと、概ね横這い圏内と言っていいと思うのだが、例えばTB6か月ものは足許じわりと低下してきており、FB3か月ものとほとんど差がなくなっている。このレート低下の背景としては、一つは、先程申し上げたように、郵政公社がかなり当座預金を積み上げていて、FBやTBで何とか運用しようとしたことがあると思っている。短国需給は総じてタイトであって、その結果、証券会社の在庫も軽くなっている。従って、レポレートも安定して推移している。以下、市場の期待についてみて参りたいと思う。図表2-2、(1)がユーロ円金利先物からみたフォワード・レート・カーブであるが、足許の

フォワード・レート・カーブは、前回決定会合の時に比べると期先物が僅かに上昇しているが、全体としてほとんど変化はないと言っていいと思う。

続いて図表 2-3、(1) のグラフで、O I S の動きをご覧を頂くと、9月に漸く 0.6% に届くような姿になっている。ただ、O I S も 9 月のように先の取引となると市場流動性が薄く、そこから抽出できる情報が多くないが、今のところ指標から読み取れる市場の金利観というのはあまり前回決定会合の時と変わっていない。アンケート調査などでは、夏場以降の利上げを予想する向きもあるのだが、ポジションを傾けるだけの確信もないといったところかと思う。このため、金融市場においては、特定の期間に利上げの期待が集中するといったような状態にはなっていない。続いて、図表 2-4 で長期金利の動きをご覧を頂く。長期金利は、前回決定会合以降で見れば上昇していて、10 年債利回りは今 1.7% 近くまで上がってきている。その背景としては、一つは買われ過ぎた反動があると思う。つまり、2 月末以降の世界同時株安の中で債券が買い進まれて、10 年債の利回りは一時 1.5% 台まで低下していたが、さすがにここまで下がってくると、生保や銀行の買い手もついてこられなくなったということが一つある。それから、もう一つは、この間に海外金利、特にアメリカの金利が上昇したことの影響もあったと思う。ゾーン別には、図表 2-5、(2) のグラフで見られるように、中期ゾーンから先の上昇幅が相対的に大きくなっていて、イールド・カーブはややスティープ化している。ただ、日本の長期金利については、日本の物価見通しが引き続き落ち着いているので、どんどん上昇していく地合いではないというふうに見ている。図表 2-6、(1) のグラフで、市場参加者が注目する債券利回りの変動要因に関する直近のサーベイ結果をご覧頂く。ここに表われているように、海外金利に対する注目度が増している。要因別の影響を (2) のグラフでご覧頂くと、物価動向であるとか債券需給が、引き続き利回り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。続いて、クレジット市場であるが、図表 2-7、(1) のグラフでお示ししているように、我が国においては、社債流通利回りの対国債スプレッドは、総じて横這いと言っていいと思う。

B a a 格はむしろじわじわと低下を続けているが、投資家の需要が依然として強いことの現われではないかと思っている。その背景であるが、第一に日本企業の財務ファンダメンタルズが引き続き良好であるとみられていること、そして第二に、国債金利が安定していて上昇余地が限られているので、特にB a a 格などが引き続き投資家のいわゆるサーチ・フォア・イールドの対象となっていることが考えられる。次にC D S 市場に目をやると、(2) のグラフにも表われているように、欧米、特にアメリカのプレミアムが2月末以降の調整局面の中で拡大した後、高止まりしている。これとは対照的に、日本のC D S のプレミアムはほぼ一貫してフラットになっている。従って、海外クレジット市場の変化の日本市場への波及というのは、今のところ観察されていないと断言はいいと思う。図表2-8で、株式市場の動きである。前回決定会合以降の株価の動きを(1)のグラフでお示ししているが、振れを伴いながらも上昇していて、足許では特に金曜日のアメリカの雇用統計が予想を上回ったということもあって、本日は1万7,700円付近まで上昇している。ただ、(1)のグラフにも書いてあるが、世界同時株安直前の高値が、日経平均の場合、2月26日の1万8,215円であったので、この水準を回復するには至っていない。一方、欧米株価は、(2)あるいは(3)のグラフにあるように、日本よりは回復力が強くなっている。つまり2月下旬以降足許までの株価騰落率であるが、D A X などの欧州株は底堅い景気に支えられて世界同時株安前の水準を既に超えて回復している。アメリカは、同時株安前の水準まではまだ回復していないが、日本株よりは回復が進んでいる。このように、日本株の戻りが遅いというのが海外株価と比べた場合の一つの特徴かと思うが、この辺りの背景についてみて参りたい。図表2-9で、まず主体別売買動向をご覧頂くと、外国人は、週次計数に示されているように、世界同時株安が進む中で2月末から売り越しになっていたが、3月の3週目から買い越しに転じている。個人は、ちょうど外国人が売り越ししている間に押し目拾いの買い越しとなっているが、個人には相場を押し上げるまでの力は今のところないようである。次に業種別の動きを左下のグラフでご覧頂くと、金融関連

株のほか、輸出関連株の頭が重くなっている。これは、アメリカ経済の先行き不透明感が払拭されず、減速懸念を先取っていることが背景の一つとしてあると思う。また、もう一つはアメリカの利下げ期待である。これ自体アメリカの株価を支えているとも言えるのだが、利下げ期待があることが我が国では為替相場がやがて円高になるのではないかというような不安にトランスレートされていて、それが輸出株に影を落としていることも一因と考えている。内需株には株価を全体に牽引する勢いが今のところはないので、どうしても値嵩の輸出株が全体の株価の地合いを左右する構造となっている。従って、今日のようにアメリカの指標が良いと上昇するけれども、逆の場合は低下する、そういった神経質さはなお残っているというふうにみている。為替の動きであるが、図表 2-10、ドル/円相場は、(1) のグラフにあるように、前回決定会合以降、強弱入り乱れるアメリカの景気指標に反応しながら 116 円～119 円台に掛けての動きとなっている。ただ、足許では、金曜日の米国雇用指標が予想よりも良かったことを受けて円安方向へ傾いており、ドル/円相場は 119 円台前半になっている。円安はクロス円の相場にも表われていて、特にユーロは、景気が底堅い、それから追加利上げ期待も相応に強いので、ユーロ高・円安が進んでいる。ユーロ/円相場は、<参考>に示しているが、足許では 159 円台と、円の対ユーロでの既往最安値圏にある。こうしてみると、いわゆる円キャリーが再開したようにも一見みえる。確かに図表 2-12、(1) の②のグラフ、つまり前回決定会合以降足許までの動きをみると、円が売られてニュージーランドドルや豪ドルのような高金利の通貨が買われているという構図が復活しているようにもみえる。しかし、以前に円キャリーが盛んであった頃と異なる点もやはりある。例えば、(2) のグラフでお示した円のボラティリティは、拡大図の方に表われているように、確かに一頃よりは低くはなってきたが、以前の水準までは下がっていない。従って、必ずしも円キャリーを以前程安心して積み上げるような地合いでもないのではないかと思っている。それから、ここにはお示していないのだが、投資家別の動きを少しみえてみると、日本の個人投資家は、いわゆる外為証



抛金取引などでは、この間むしろ買い建て玉を減らしている。それからもう一つ、外貨建て投信の設定額をみると、設定額が募集上限に満たなかったケースも最近では散見されるようになっている。こういった点からみて、個人投資家は今のところ様子見姿勢をしている、つまり、キャリーを本格的に再開していないというふうにみている。図表 2-13、(1-1) のグラフで円の IMM ポジション、いわゆる投機筋のショートポジションをみると、こちらも若干円のショートが、4月3日時点で積み上がってはいるが大きくはない。それから、(2) のリスクリバーサルグラフをご覧頂いても、ドル/円については、ドルのプットオーバー幅が深くなっていて、先行きのドル安・円高警戒感が相応に強いことを表わしている。従って、足許の円安というのは、一頃のように個人投資家も巻き込んだ形で円キャリーがどんどん積み上がっていくという中で進んでいたのとはやや様相を異にしているのではないかと、思っている。足許では、いずれドル安・円高になるという見方であるとか、そうは言っても円キャリーがまた勢いを増すのであるといったような見方が交錯していて、暫くはアメリカの景気指標などに振られながら、方向感の出にくい展開が予想されると思う。以上のように、2月からの世界的な株安調整というのは、取り敢えず一巡したようにも見えるが、なお神経質な面は残っていると思っている。この中で、日本については、株の戻りが他の国に比べると遅れていること、それから一方ではクレジット市場については、投資家の需要が非常に旺盛で、クレジット・スプレッドやプレミアムが拡大したままになっている海外の影響が及んでいない。そういったことが日本の特徴点として指摘できるかと思っている。私からは以上である。

福井議長

どうぞご質問、ご意見があれば。

須田委員

先行きの金融政策変更がどの位織り込まれているかということに関し

て、今エコノミスト達は夏場という話をしているが、先程の話では、O I Sとかにはあまり表われていないということであった。元々O I Sというのはスペキュレティブな外国人の比率が高い市場だが、その外資がまだ金融政策についてのポジションを張らずにおとなしくしているということなのか。

#### 中曾金融市場局長

外資も含めておとなしいということだと思う。それなりに期待が出てくれば、O I Sもぐっと期待を織り込むような水準になっていくと思うが、やはり今のところはもう少し様子を見てみないと何とも言えないなという感じを外資も含めて市場参加者が持っているということだと思う。因みに、O I Sは去年位までは外資が中心だった訳であるが、今年の初め位から一部のメガバンク、それから日本の証券会社も徐々に参入しているので、そういったことも勘案すると、外資を含む市場参加者の金利観が表われている。取り敢えずは、どこか一部に期待が集中している訳ではないということだと思う。エコノミストの見方は、確かにアンケート調査——「金利羅針盤」みたいなもの——をみると、7~9月と答えた人は5割あるので、O I Sとは少し乖離があるようにもみえるのだが、聞かれればその辺りかな、という程度のものであって、ポジションを張れるような確信は今のところ彼らは持つに至っていないと言えるのではないかと思う。

#### 須田委員

もし、そうした金利観が影響しているということであれば、少しポジションをとっても良いというような形になった時には、市場での金利水準の調整というのがある程度生じることになる。例えば、2003年の例が少し気になるのだが。すなわち、当時のように、日本の物価が上がらないからと言って、今の政策がずっと持続するのではないかというふうに思い込んでいると、ファンダメンタルズが少し動いた途端に政策に対する見方が大きく変わってしまうという可能性もあり得るのではないか。

中曾金融市場局長

今は様子見ということなので、それなりに強い景気指標、先行きの回復基調が強いと感じ取れるような指標、あるいは物価の上昇圧力が結構あるのでないかということが感じ取れる指標が出てくれば、恐らくマーケットの指標にも反映されることになると思っている。

水野委員

量的緩和のイナーシャが強いのでないか。物価の政策に対する影響が大きいのと思っているとか。また、総裁、副総裁が「スケジュール感を持ったら許さないぞ」というご発言をして、そのとおりに反応しているという感じである。政策変更について、今は当分ないということしか言えないということだが、市場参加者は、利上げ期待が高まってくれば、きちんと織り込むということだと思う。

中曾金融市場局長

そうだな。

水野委員

ロンバートのあり方、スプレッドのあり方を考えるうえで、今回の期末をみると、オーバーナイトレートとのスプレッドは25bpや50bpでは足りないということも示唆している訳だな。これは次に政策変更をする時、スプレッドをどう考えるかという話である。先程聞いていてそれはそうだなと思ったのは、担保余力がない投資家はいないし、ロンバートでの借入れを行っている先はほとんど外資でこのスキームを使うことに抵抗がない人達である。そのため、ロンバートのスプレッドが大きくなったとしても、混乱が起きる可能性は極めて低いのではないかという感じがするがどうか。どの程度のスプレッドが適切かという議論は別途置いておいて。これが50bpになったからといって、大変だとか騒ぐ人はいないのでな

いかなという感じがしているし、実態面からいっても皆さんのオペレーションでは、少なくともレポレートの跳ね上げはないし、それから担保があるから借りるとのことなので、ターム物取引を促すためにはスプレッドを徐々に上げていった方が良いのではないかという感じは強いのだが。ただ、他のポリシー・メーカーの方々には、スプレッドが開くというと嫌な顔をされる方もいるので、何とも言えないのだが。

#### 中曾金融市場局長

その判断は難しいところである。図表 1-4 は色々なことが示唆されているグラフであるが、末初物のレートの推移をご覧頂くと、ロンバートでキャップが掛かることはなく、1%とか 1.5%位に達している日もある。従って、仮にロンバートレートが今よりも多少高くても、例えば政策金利とのスプレッドが 0.5%位あってもこういうレートで取引をしようというインセンティブがなお働いていただろうということを示唆している。一方、期末日にみられたように、一部の外銀は担保さえ持っていれば 0.75%で借りられるということで、無担保コール市場に依存することなく、ある程度「寝転がっていた」と——表現が適切かどうかは別にして——、期末日が終わるところでいざとなればロンバートにいけば良いというスタンスがあった訳である。そうした中、仮にスプレッドが 0.25%よりももう少し広ければ、つまり 0.5%位のスプレッドがあったならば彼らがどう対応したかというのはなかなか難しいところなのだが、1%を超えるようなところでも取引が無担保コールでは行われていたというのは一つ示唆するところという気がする。

#### 稲葉理事

これは、結局はこちらの量的な資金供給をどうするかということに掛かっているし、それからロンバートを借りる主体の担保繰りがどうなっているかということにも掛かってくる。この図表 1-4 が示唆しているのは、マーケットの色々な需要を考えると、担保を持っている人だけではなくて

持っていない人の取り需要も事前には高かったということである。それが次第に下がってきたということは、その間に我々がオペレーションでそういう需要を吸い取っていたということである。こうしたことの総合的な効果が今回のこの期末のレート形成と、ロンバートの利用状況に出たということである。従って、一概にこれで良いとも悪いともなかなか言い難い。市場の事前のニーズとか事後的な満足度、その辺をもう少し気にしていく必要があるかなと思う。いずれにしても、このようなアプローチも一つのやり方ではあるが、そもそも、平均的にみてコールレートをどの位の範囲に振らせることが適切なのか、現状ではこの位のレンジで一旦様子をみながら経済の動きをみようというのが本委員会での結論であるので、もう少しデータを揃えていく必要がある。

#### 水野委員

5 時時点のレートしか書いていないが、日中はもっと動いている訳で、金融調節の場で敢えて市場に甘えを許さないというポーズをみせたということについては、私は適切にやったと思う。ただ、当然不満に思っている人もいる訳であって、そういう人達にはきちんと「理解しなさい」ということを直接、間接に色々な形でメッセージを出していくことが必要である。メッセージは市場参加者が出すこともあるし、我々もオペを通じて出す、と両方あると思うが、なるべくターム物の取引を増やすことによって、イールド・カーブが適切に形成され、さらに先程須田委員のおっしゃった O I S マーケットに将来の金融政策が何となく反映されていくというのがあるべき姿、方向かなと思っているのだが。

#### 稲葉理事

一つはレートが発する今後のレート観のようなインフォメーションを、レートの動きの中から我々が掴めるかどうか。もう一つは、逆にレートが変動することによってマーケットにおいて資金ポジションとか値付けで非効率なことが起こっているかどうか。このバランスで市場をみることに

重要である。

水野委員

なぜこのようなことを言うかという、金利を通じたコミュニケーションとやっている以上、金融市場調節の現場の人達に甘えてはいけなかなという気持ちもあり、適切なスプレッドについても、時間を掛けて議論をしていく必要があると思っている。

中曽金融市場局長

この期末日の動きというのは、非常に今のような問題が凝縮して現われた日だと思う。先程少し申し上げたが、言い方を変えれば、仮にロンバートレートが 0.75%よりも少し高い水準であったらどうだったかという問題設定かと思う。その時、寝転がっていた幾つかの先がもう少しコール市場の調達に出てきたかどうかであるが、これは本当に分からない。しかし、相当な幅がないと、例えば 1.5%位で取っている人達もいるので、あまり痛みを感じないのではないのかなという感触もある。いずれにしても、期末日一日だけの動きなので、もう少しよく分析を試みる必要がある。

水野委員

年度末だからな。

中曽金融市場局長

然り。特異な日であることは間違いない訳であるから。

福井議長

今の話に関係するが、早目に 1.5%位で資金を取ろうとしていた外銀は、邦銀、特に中小規模の銀行がバーゼルⅡ絡みで資金放出を抑制するというのを読んでいたのか、それともそれは読んでいなかったのか。つまり、期末はバーゼルⅡ絡みで非常にタイトになるということが市場で読まれて

いたのか。

中曽金融市場局長

然り。

福井議長

そうすると、今は日本に限らずどこでも期末に起こり得る現象だという理解になっている訳か。

中曽金融市場局長

然り。

福井議長

では、今後期末に必ず繰り返し行われるのか、それとも今後は消化されていく部分があるのか。

中曽金融市場局長

今回、                    で                    とか                    ともこの問題を少し議論してみたが、いわゆるバーゼルⅡ絡みで資金の放出に慎重になるという現象はどこの国でもみられるそうである。ただ、今回みられた日本での動きというのは、我々が思っていたよりも結構強かったなという印象をもっている。ただ、今回は初めてということもあるし、特に中小金融機関は相当慎重になったというところもあるのだとすれば、ある程度こなしていくうちにもう少し資金を出してきてもおかしくないかなという感じはしている。数字を調べてみたのだが、今回の3月期末日というのは非常に特異で、この日に積みの終了先が一挙に増えているのである。小さい金融機関を含めた60先位がこの日1日であつという間に積み終わってしまった。こうしたことから、今回は中小金融機関、地銀、地銀Ⅱ以下が特に慎重になったのではないかと類推される。何回か経験していくうちに、もう

少し慣れてきてほしいなという気はしているのだが。

福井議長

期末要因と言っても、期末の資金需給をトランスペアレントにすれば解消するという問題ではないな。

中曾金融市場局長

然り。

稲葉理事

そういう意味では、今後もバーゼルⅡがあると残る可能性があると思う。申し上げたように、  
でもあるいは  
でも程度の差こそあれ、現象としてはあるということだが、やはり日本の金融機関、特に出し手の場合、ホールドすることによって結果的に自己資本をどれだけ高めに行けるか、似たような銀行と比べて遜色のないところに維持できるかという点を、割と間際まで意識するようである。今回は慣れていない面もあるので、少し過剰に防衛的になったという可能性もあるのではないか。

須田委員

期末日のレートが、1997年、1998年の時とちょうど同じような水準だったということについて、今回はバーゼルⅡとか、あるいはロンバートレートが0.75%であるという前提がある訳だが、その当時のレートはどのように形成されたのか。

中曾金融市場局長

その辺りはあまり承知していないので、正確なことは申し上げられないが、フレームワーク自体が今と少し違うし、置かれた状況も、当時は金融危機が広がっていたりと現在と少し違っているので、類似性はないし差異を分析するのは難しいかと思う。先程のご質問に関係するのだが、今回感



じたのは外銀の要調達額はその日にならないと分からない、ということである。外銀は、ある程度期末についてみえている部分はオペとかターム物でとっていたのかもしれないが、その日の要調達額については、海外の本部からこの位調達しろと言われるまでなかなか分からないと言っている。従って、この要因とバーゼルⅡのダブルの効果は、今後の期末に同じように残ってくるのではないかなと思う。

野田委員

今のは、外銀の日本支店というか出先にとっては気の毒だという感じのご発言か。そうはいつでも、やはり自分できちんと市場参加者としてのリスクを持たせるというような指導はできないのか。

中曾金融市場局長

お気の毒というふうにはあまり思っていなかったのだが……。

野田委員

まあそうだとは思いますが。

中曾金融市場局長

しっかりやってくれというような気持ちは、持っている訳であるが。敢えて言うと、もう少し彼らにできるところもあると思うが、構造的なところもあると思う。つまり、彼らは準備預金が小さいのである。平準化機能というのは元々ない訳である。決済需要の方が遥かに大きいのでどうしてもそれに振られてしまうという構造的な問題がある。邦銀の方は準備預金が非常に大きいので決済需要もこれで吸収できる訳だが、そういった違いが邦銀と外銀の差に元々あるので、仕方のない部分というのはある。ただ、外銀のオペレーションのスキルという意味では、本店との連携も含めて、まだ改善の余地はあるというふうに私は思っている。

野田委員

なぜそう言うかという、期末日1日といえども、やはり市場の裁定、効率化、あるいは金利形成をその分だけ歪めているという感じは否めないと思うのである。

須田委員

しかし、そもそも、もっとグローバルな裁定取引が外銀に任されていて、その裁定の鞘が残ってしまっている方が問題である。それが縮まれば彼らはこのように当日に調達しなくて済むということだと思うので、もう少し市場が効率的、グローバルになるということが必要である。

野田委員

勿論そういうことである。

稲葉理事

先程の須田委員のご質問に関して、1998年時はバーゼルIであったが、今回も銀行に対する信用のリスクファクターは20%と特段変わっていない。差異は、暫く前はそういったことを意識しない年度末がずっと続いてたっぷりとお金があったということである。今回はそういった意味では初めてである。外銀にとっても、同じように今回が初めてである。本来、いくら最終日の資金調達額の予測がつかないといっても、ある程度は予測したうえで、例えばターム物でそこを泳いでおくとか、色々なツールなり方法はある訳である。本当はそうしたことをやっていると、どんどん裁定が働き、期末だからといってスプレッドが急に高くなるというようなこともなく、どんどん平準化していくのだろうと思う。私は基本的にはマーケットの行動がどんどん円滑になっていけば、跳ね上がりは自律的には抑えられるし、現在、こうしてロンバートを貰っても良いと外銀が思っているのは、どっちに転んでも同じようなコストだからと思っているからなのだろうと思う。

水野委員

金利が低いからではないか。

稲葉理事

ターム物でとったら有利になるということであれば、それが効率的になるということであれば、事前にターム物をとっている。

水野委員

本店から兆単位のを一日でやれと言われることは、これはどこまでがJGB絡みの話か、円キャリーか分からないが。円がファンディング・カレンシーになる可能性がある。

稲葉理事

勿論そうである。さらに言えば、そういう取引をやっても全体としては儲かるということだから、本部からは間際になって連絡がくる。

水野委員

幾ら金融調節をやっても、あるいはロンバートレートを変えたところで、円の他通貨に対する金利の水準の低さを考えるとある程度仕方がない部分があると思う。

福井議長

それでも、予定をさばれば採算は狂うということ、やはり次第に明らかにさせていく必要はある。

水野委員

コスト意識をもう少し持たせるようなスプレッドとか、やれることはあると思うのだが。

福井議長

他に。

岩田副総裁

今の関係で宜しいか。補完貸付の2.7兆円というのは大体外銀と考えて良いのか。

中曽金融市場局長

ほとんど外銀である。2社を除いて、10行が外銀である。

岩田副総裁

そうした先の必要な準備というのは物凄く小さく、1,000億円もない。そうすると、それはほとんど本店に送っていたと考えて良いのか。本店にそれだけ資金需要があったと、しかも円資金の需要があったということか。

中曽金融市場局長

結局その借り入れた円というのは誰かが抱えている訳であるが、その日の動きをみても、それは外銀ではなくて、先程も申し上げたとおり、回りまわって地銀とか地銀Ⅱのところ溜まった。

岩田副総裁

何かアロケーションの合理性が十分ではないのかな。

中曽金融市場局長

裁定の不完全性という点を先程須田委員がおっしゃったが、一つ具体的な事例を申し上げますと、ユーロ円とコールの関係がある。すなわちコールとユーロ円とのスプレッドが開く時が結構ある。そうすると裁定機会ができるので、外銀の中にはコールでとってユーロ円に出す先がある。その際、

ユーロ円に先に出すので、尻がその分大きくコールに出てくるという変な動きがある。こういったものが外銀の要調達額をより大きくしているのかもしれない。

福井議長

宜しいか。では海外経済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

説明に使うのは、資料-3（追加分）である。先程、中曾金融市場局長の説明にもあったが、海外の株価をみるとアメリカは少し回復が遅いが、他の地域では既に2月末の下落の直前の水準は超えている。これを図表4-1、(1)で示している。太線のS & P 500は普通の指数であるが、他の2本は地域で合成したものである。すなわち、点線がMSCI、モルガンスタンレーが作っているエマージングアジア除くジャパンというものである。それから、中線が、ユーロストックス社がユーロ各国の銘柄を集めて作っているものである。2月末の水準に比べて、点線と中線はいずれも現在大体上を行っているが、S & Pについては、その前の高値をまだ超していない。これは、米国の金融経済を巡る環境に対しての幾つかの懸念材料が何らかの形で影響を及ぼしているのではないかというのが私共の見方であって、その点、(2)のグラフでお示ししている。一つは話題になっているサブプライムモーゲージ市場で燻っている信用リスクの問題である。信用リスクを表す一つの代理指標として(2)低格付け先ABXのインプライドスプレッドがあるが、これはサブプライムの資産を参照資産としてクレジット・デリバティブ・スワップを指数化して作ったものである。2月末にスパイクがあって、そこで一気にクレジットが悪化し、その後急速に回復した。そして、その後はじりじりと上がり、高止まっているというのが私共の見方である。しかし、前回会合でも説明したとおり、このサ

ブプライム問題が金融システム全体あるいは景気動向全般に響くことはまず考えにくい、ともあれ市場心理に影を落としているということは間違いないので、ここは引き続き動向をよくみていかなければならないと思っている。図表4-2であるが、もう一つのリスク懸念材料として、設備投資が昨年第4四半期辺りから少し弱くなってきた感じがあるという点。年明けの単月の動きは振れるということで1か月待つて頂いたが、2月の数字を入れてもその弱さという感じが否めない。太線は先行指標である非国防資本財の受注だが、これは、1、2月を均した名目前年比でトントンというところまで下がってきている。それから、同時指標である非居住用建設支出は——これは、工場の上物とかそういうものであるが——、まだ前年比15%位のペースで伸びているのでそれ程心配する必要はないのかもしれないが、ただカーブの形をみると少し警戒しておいた方がいいかなということである。理屈で言うと、製造業の稼働率あるいは企業収益の水準はそれ程悪くないので、なぜ設備投資が弱くなってきたのか、なかなかロジックが見出しがたいのだが、強いて言えばやはり先行きの景気動向に対する企業家の漠たる不透明感を反映しているのかなと思われる。事実、ブルーチップが4月10日付けで発表しているが、なぜ2007年の設備投資は少し弱くなるかという質問に対して、一番目に企業家が回答しているのは、やはりGDPが低下してくる、ということである。二番目がコーポレート・アーニング・サイクル、企業収益を循環論的にみると、去年の第3四半期辺りに2割近く伸びていたが、これをピークにサイクルとしてピークアウトしたのではないかというようなことが挙げられている。こうしたことから、この辺りの動向というのが、ある意味、景況感を示すものとして引き続き要ウォッチということである。三番目に、(4)の原油市況である。去年の後半に急速に下がり、年が明けてからはじりじり上がっている。市況物であるので先行きは分からないが、昨年後半のアメリカについては、この原油価格の下落、エネルギー価格の下落が、インフレ圧力の抑制、あるいは景気、個人消費の実質ベースでの押し上げ要因になったということを見ると、この先価格が上がっていけばその反対方向の影響が考え

られるので、引き続き要注意かと思う。以上を念頭において、いつものとおり計表に沿って説明する。図表1、米国の主要経済指標である。1. GDPについては、第4四半期の最終推計値が出た。事前が3.5%、暫定で2.2%まで下がったが、また2.5%まで戻った。2006年度はこれで締めて3.3%になっている。先程申したブルーチップのアンケート結果によれば、2007年は前回年初の調査では2.5%だったものが今回2.3%に下方修正されていて、来年2008年は2.9%~3.0%という具合になっている。足許の設備投資の弱さ等を織り込んで、このような回答になっていると分析している。

2. 実質可処分所得であるが、1月、2月の前月比はそれぞれ0.6%、0.1%となっており、実質所得の伸び率が少し低下している。実は、名目でみるとこんなに悪くないのであるが、先程申したようにガソリン価格の上昇の影響からCPIが上がっているために、実質ベースではご覧のとおり伸び率が下がってきている。それを受けるように、3. 実質個人消費も、2月は前月比で0.2%とやや伸び率を低めている。

7. 消費者コンフィデンス指数の3月分が出ているが、107.2と今までの水準に比べ少し低いので、気に掛かるころではあるが、3月は株安もあったし、それからガソリン価格もじりじり上がっているような局面であったにもかかわらず、まだこの水準を維持しているという見方もあり、この107.2は玉虫色的に読めるかもしれない。次に問題の住宅である。

8. 住宅着工の2月は152万5,000戸となっており、1月に前月比でかなり下落した後、ピックアップしている。しかし、これは1月下落の綾であり、1、2月を均してみると146万2,000戸、前期比で見ると-6.2%となるので、住宅市場での調整は引き続き続いているという姿に変わりない。しかし、住宅関連の統計については、これ以外にも色々出ており、ご案内かと思うが、新築の販売が少し悪くて、従って新築の在庫は積み上がっている一方、中古の方は、価格自身はある程度下げ止まった感じもあり、販売は3か月続けて増えている。それから、金融面では、モーゲージの申込件数に関する指数も回復している。このように、大きくみれば、価格が下がる中で、自律反発的に中古のところ動き始めていて、それが一巡したところで新築に戻ってくるのではないかと

取り敢えずみている。9. 非国防資本財受注は、先程少し申し上げたが、2月の前月比が-2.4%、1、2月合わせてみても前期比-5.2%と、10~12月よりむしろ減少率を高めており、気に掛かるところではある。多くのエコノミストも、ここはまだクエスチョンマークを付けているところで、もう少し様子をみながら分析していくと思う。中身をブレイクダウンすると、前月少し弱かったコンピューター類は回復しているのだが、恐らく住宅投資の関連でマイナスの影響がでている建設機械、あるいは通信関連機器といった分野で弱い数字が出ている。一方、ここには出ていないが、先程も少し申した工場の上物がまだプラスであるので、これと合わせたところで1~3月のGDPベースでの設備投資がどういう仕上がりになるか、もう一ヶ月経ったところではじいてみたいと思っている。次に企業の動向で、11. ISM景況感指数である。製造業の方は、引き続きブレイク・イーブン・ポイントの50を挟んで行ったり来たりで、3月は取り敢えず50を若干上回る50.9である。しかし、非製造業の方は、1月からだらだらと下がってきており、52.4まできている。まだ、50以上であるので、それ程騒ぐ必要はないのかもしれないが、先程申し上げたような状況では、一応気にしておいた方がよい数字かと思う。雇用関係の計数は先週の金曜日に発表され、マーケットの方に影響が出てきている。結論を申し上げますと、雇用はやはり強いということで、マーケットの方は金利は上昇、Fedの金利政策に対する市場の読みも、8月頃が一番高かった時には8割の確率で金利引き下げと言われたものが、今は3割まで下がっている。一方、足許の5月、6月は、引き下げはなかろうという確率が強まっている。15. 非農業部門雇用者数は、ご覧のとおり3月は18万人とかなり強い数字である。それから、1月、2月も前月発表された数字より上方修正されている。前回も少し話題になった気候要因等による2月の建設業のマイナスは3月に大きくリバウンドしたものの、1~3月で均してみると、第1四半期の平均月間増加分は15万2,000人であり、それ程多いという感じはない。昨年第3四半期からの流れでみると、20万人、17万7,000人、15万2,000人と、経済全体の潜在成長率が下がっていると言われている中で、ノンイ



インフレーションナリーな雇用の増加レベルが少しずつ下がっているのに併せたような低下ということかと思われる。次に物価動向である。CPIは新しい数字は出ていないが、2月は0.4%の増加、コアでは0.2%増ということで前年比では引き続き2%台で高止まっているという評価かと思う。図表2-1、ユーロエリアに関する経済指標は、押し並べて強い数字が出ているが、一つの例外は2. OECD景気先行指数である。ご覧のとおり、指数の前年比伸び率がだらだらと低下しており、ユーロは強いという実際の景況感と少し違うので、どう読んだらいいのか悩んでいる。その他、小売については、VATの1月引き上げの反動がどうであるかということも前月も申し上げていたが、3. 小売売上数量をみると、2月の前月比はプラスに戻っており、予想外に小幅の影響であったということである。車についても、12月に駆け込みがあったため、1、2月の反動は避けがたいところではあるが、むしろこの程度に収まっているという評価である。消費者コンフィデンスも3月まで数字が伸びているが、消費は大丈夫ということである。次に輸出関連であるが、8. 独海外受注は、前月は1月が少し弱くて心配していたが、2月の数字が出てみたらまた伸びており、1、2月で均してみると前期比+2.8%、前年比では+8%と、ユーロ全体の先行指標として、引き続き強い姿を示していると思う。このほか、申し上げたいのは、失業率が引き続き、ユーロ統計作成以来の既往ボトムを更新している点である。2月は7.3%で、各国別にみた場合、フランスは24年振りの低い失業率ということである。こうした失業率の低下が、雇用者の所得増につながり、消費も支えているという姿かと思う。14. 消費者物価は、3月のヘッドラインだけが出ていて、1.9%である。中身は分からないが、VAT引き上げの影響が完全には出ていないというのが消費者物価にも表われている。図表2-2、英国であるが、特に申し上げることはない。ただ、物価について、12月の3.0%に続いて、1月は少し下がったが、2月はまた少し上がって2.8%と、引き続き警戒ゾーンにあるということだと思う。続いてアジアである。図表3-1、中国については、今回更新された計数はない。前月申したとおりであるが、輸出が2月に非常に高い伸びを示し、

貸出も伸びているということで、色々な意味で金融が緩み過ぎているという感じがある。従って、人民銀行は再び預金準備率を引き上げている。ただ、先週4日に準備率の引き上げを発表し、来週16日からの実施であるが、そういった引き上げ、政策対応にもかかわらず、ご案内のとおり上海株価は上伸している。NIEs、ASEANについては、気になったのは輸出関連である。図表3-2、(2-1) 韓国のところだけ3月まで数字が伸びているので、1~3月で括ると、第1四半期は前期比で1.4%、前年比では15.0%となっている。それから受注動向であるが、(2-2)のシンガポールの3月も52.1%と出ている。その他、1か月遅れであるが、出てきた数字をみると10~12月、第4四半期にみられたNIEs、ASEANにおける輸出の増勢一服感というのは、そのまま続くというよりは、1~3月からはまた元のペースに戻る気配もあるという感じが、取り敢えずのデータからみて取れる。その中で、台湾については、今月上旬、私共の香港事務所が現地に行って色々マイクロ調査をし、IT産業の動向を調べてきた。結論を申し上げますと、1~3月で、ある程度生産調整、在庫調整は終わるということになっている。取り敢えず、私の方からは、以上である。

福井議長

ご質問、ご意見があればどうぞ。

須田委員

非国防資本財受注・出荷が弱いという点について、ある投資銀行のメモによると、トラックの排ガス規制の影響が結構あるとされているが、そういうような特殊要因である程度説明できるものなのか。

出沢国際局長

私も色々聞き回ってみて、そう言った話も聞いた。ただ、自動車、運送というジャンルの中で投資財としてきちんと捕捉されているかということ必ずしもそうではなく、個人消費の方にも入っているらしい。であるから、

企業部門における投資財としてのトラックが大きな説明要因になるかどうか自信がなかったのも、先程はその点について触れなかった。

岩田副総裁

自動車の販売というのは基調としてどうか。日本の国内は少しどうしようもないというか、悪い状況なのだが、アメリカの先行きというのはどのような感じか。

出沢国際局長

アメリカの在庫統計をみると、米車についての在庫調整は進み、過小在庫と言われているトヨタの方は適正水準に戻っている。この点、マーケット全体としてはバランスのとれた在庫調整が行われているのかな、ということが直近までのデータから言えるが、その先については確たることが分からない。

岩田副総裁

これは業界の見通しなので何とも言えないが、若干弱いのではないかと、という話を聞いたことがある。

西村委員

自動車販売について、特に最近の話としては、GMとフォードがフリートの販売を減らしたのだな。あれは利益率が凄く悪い。そういう影響がかなりあると思うが、今のところはそれ程大きなものではなくて、割と意図的なものであるとの印象である。

岩田副総裁

別件だが、住宅価格の先行きはどうか。中古価格をみるともう何となく下げ止まりの感じもあるのだが、全体としてはどうか。

出沢国際局長

相変わらず言われているのは「それ程悲観するな」というのが総論であって、要するに地域差があり過ぎるということである。下がる場所は仕方がない、バックグラウンドの差があるということである。それからOFHEOの数字が5月に出るので、それが出てきたところでもう少し判断ができると思っている。今手許にあるのは中古だけであるが、それについてはおっしゃるとおり前年比のマイナス幅で見れば、一応下げ止まったことになっている。

岩田副総裁

ケース・シラーの計数は若干マイナスになったと思うが、あれは先物指数だったか。

西村委員

ケース・シラーのインデックス取引は物凄く薄いので、ケース・シラーインデックス取引の計数で何か言うのは危ないと思う。ケース・シラー指数ならば議論して良いが。

野田委員

夏場にも一回議論したな。

出沢国際局長

幾つかこう並べてみたが……。

野田委員

データの適性がどうかという議論だった。

出沢国際局長

新聞を読むと、エピソード的に「価格が下がって困った」といった記事

が出ているが、普通のエコノミストと話すのであればミスリーディングであり、新聞記事にはあまり振り回されないようにということである。

#### 須田委員

米国の金融政策についてだが、最近色々な人、例えばミシュキン氏とかプール氏が、望ましい物価についてそれぞれ議論したりしている。それから今回のFOMCのステートメントの変更などを巡っても、先行きの金融政策に対する不透明感というのが増しているのかもしれないのだが、それらが資産価格に影響を与えているところまでいっているのか、今はまだ影響していないのか、どちらか。例えば長期金利の上昇になにがしかの影響を与えているのか。

#### 出沢国際局長

ああいうステートメントを、あるポジションというかバイアスをもって読めば、直ぐに利下げもあるだろうということで、急速にマーケットの期待は変わっていったと思う。しかし、恐らくFedのスタンスは相変わらず同じで、従って一時マーケットとのギャップが縮まったのがむしろ広がった。そのギャップは、また雇用統計で詰まってきているのだが、相変わらず当局の方はそれ程振れていない。ただ、おっしゃるとおり、表現方法を変えてよりニュートラルになった面もあると思うが、どうだろうか。

#### 須田委員

振れているから、ボラティリティが高まって、影響を与えるかなと思ったのだが。今までは、金融政策について、先行きに関してもきちんと良いコミュニケーションができており、それが長期金利を低くしている一つの理由かなということもあったので、これからどうなるかが少し気になったところである。

#### 堀井理事

メジャーペースをずっとやっていた時は方向もある程度明らかだった。ただ、この間のステートメントの時に付随して幾つかの解説があって、金融政策の先行きについてはやはり言わないほうが良いだろうと。これは本席である日本銀行のMPMもそうであるが、経済の見通し、あるいは経済のリスクについては議論しようということであるが、ただそれを金融政策云々という言葉にトランスレートしてしゃべるのはあまりやらない方が良いということであり、この点については大分コンセンサスが出てきたと思う。なぜそうかと言うと、一つは経験があるし、また、冒頭申し上げたようにそもそも方向がよく分からないということもあるかと思う。コミュニケーション・ポリシーについてはご承知のとおり、コーン氏を議長とするサブ・コミッティでずっと議論をしてきている訳だが、なかなか決め手がない。今のところは、最低限そういうところでコンセンサスが出てきたということだと思う。

#### 福井議長

2月上旬の                    では、                    はマーケットはこちらに近づいてきたと言っている。多分その後また離れていって、また近づいてきたと言うかどうか。多分言うであろう。

#### 西村委員

特に最近重要になってきているその他の地域について、こちらの資料に色々と書いてあるが、最近は特段大きな動きというか、気を付けた方がよい動きというのはあるか。

#### 出沢国際局長

4月上旬時点での私共の調査によれば、インドが金融引締めに入ってきたので、少しばたばたするかなという感じがある。それから、オーストラリアの方は少しオーバーヒート気味で、利上げをしたのだが、ここで一回

ポーズをしているので暫くは様子見という感じである。

#### 堀井理事

WEOが今度の春のIMF会合の前にそろそろ出て——一部プレスにはアドバンスコピーが渡っているが——、その中でIMFなどが注目しているのは、経常収支の赤字の国で成長の高いところ、具体的には中東欧、それからインドであるが、そういったところにウォーニングを実は発している。これに対して先週私の行った国際会議では、ECBあるいはヨーロッパの同僚は「そんなことはない」と。むしろそういう中東欧諸国はユーロエリアに入るインセンティブを持っているので、財政面でも比較的気を付けた運営をしているのであって、ファンダメンタルズはそれ程悪くないということである。「ユーロがやはりアンカーだ」ということを強く言っていて、中東欧に関しては少し意見が対立している。いずれにせよ、赤字国が順便な国際金融の環境のもとで順便なファイナンスができて上手く回ってきたというのは事実なので、このところはなにがしか我々としては気にしておいた方が良くかなと思っている。

#### 須田委員

中国の強さというのは想定比どうか。例えば輸出も5割増えた後、まだ減っていないのではないかという記述もみられるが、かなり上振れてしまったのか。

#### 出沢国際局長

本質的に生産能力、キャパシティが高い中、付加価値の低いものは輸出するなという大きな経済政策の決定があった。それで時々何らかのディスカレッジングなメジャーが図られるということが出るたびに駆け込み輸出が出る訳である。駆け込むと言っても、キャパシティが大きいので2月末にどっと出る。全人代などでどういうレギュレーションが出るかということに気にしながら駆け込んだと言われているが、実際には特にあまり出

ていないのでそれ程急がなくても良いというムードにまた戻るかもしれない。

福井議長

最近の動きを確認したいのだが、アメリカのPCEの中のレントとか帰属家賃の動きは住宅市場のアジャストメントを素直に反映したような動きなのか。

堀井理事

伸び率が高い。

福井議長

伸び率が高いのが調整されていないのか。

堀井理事

調整されていない。

福井議長

では素直に反映されていないということか。

岩田副総裁

これから調整されるかもしれない。

堀井理事

というか需要は、短期的にはレンタル市場に移っている。要するに値段がどういうふうになるか先行きが分からないので、少なくとも急いで買うことはないということで取り敢えずレンタル市場に……。



福井議長

シフトしているのだな。

堀井理事

様子を見ようということである。短期的な面では、むしろ下がらない要因ということである。

福井議長

そういうシフト要因は上手く反映している。

堀井理事

然り。

福井議長

だがこの先下がるかどうかは分からないのか。

堀井理事

それは資産市場全体の動向次第のところは勿論あると思う。逆に価格が安定してきて——出沢国際局長も言われたが——、価格がこれ以上下がらないということになり、雇用市場がこういうふうに推移し、所得創造が引き続き上手くいくということになればアフォータビリティが高まるので、今度はレントから外れて持ち家へいこうということになる。そこで、調整が始まると言われている。

岩田副総裁

別の点で宜しいか。雇用については、凄く明るいニュースというか、私が思っていたよりもずっと強い数字だったので大変結構なのだが、ただ、第4四半期と第1四半期について、一応括ってみられるようになったのでみると、第4四半期は17万7,000人、第1四半期が15万2,000人と、数

だけをみると減っている。それから、以前の、例えば2005年とか2006年の時の雇用は21万人とか19万人程度あり、そういう非常に高い伸びだったのが良かったとは言え、今は15万人位まで少しずつ減速しているという動きがやはり出ている感じがする。数字が変わったばかりで何とも言えないが、労働投入というのはどういう感じなのか。労働時間は多少良くなったと…。

出沢国際局長

いつもお配りしている資料では、まだリバイスアップされていないので、後でご説明する。

水野委員

毎回リバイスアップされて。

岩田副総裁

前の月も動いてしまったので。3月は増えたのだが、前の月も増えてしまったので。

水野委員

15万人という数字が低いか高いかだが、まあ居心地良いのだろうな。

出沢国際局長

15万人というのは、新しい均衡値のレンジ内だと言われている。

水野委員

日本と同じだと思うが、潜在成長率が下がっていく中で、労働需給はタイト化している。家計調査ベースでも雇用は30万人程度増えている、今回。従って、インフレ懸念が単なるポーズではなくて、気にしているというふうに見て良いのだな。

出沢国際局長

時間当たりの賃金率が4%台を下回っていない。これが、インフレプレッシャーになるかどうかは、勿論、生産性との関係もある。

野田委員

景気には若干なりとも良い数字だが、インフレ圧力という意味からは少し強いと感じており、やはり心配した方が良いと思っている。

岩田副総裁

おっしゃるとおりであるが、成長率全体は少しずつ減速しているのに、また雇用者数の伸びが落ちてきているのに失業率が下がるというのは、天井がやはり随分低くなっているということなのか…。

西村委員

生産性が下がっている。

岩田副総裁

下がっている。天井が下がっている。

中村委員

そういう話が前どこかの会議で出ていたが。

福井議長

宜しいか。それではここで短いコーヒブレイクを取りたいと思う。15時25分から再開する。

(15時17分中断、15時25分再開)

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

福井議長

宜しいか。それでは会議を再開する。国内の経済情勢について、井戸理事と早川調査統計局長から願います。

早川調査統計局長

それでは、資料-4の（参考計表）に基づいてご説明を進めて参りたい。最初に、図表1、短観の業況判断である。先般ご紹介したように、今回の短観の業況判断は、何分にも3月初の世界的な株安、あるいはアメリカ経済の不透明感が高まった時期の調査ということもあって、若干慎重なトーンが出ていたが、ご承知のように全体としてみれば景況感は高原状態であって、総じて良好な水準が維持されているということだったと思う。

図表5、輸出入をご覧頂くと、輸出はほぼ一貫して順調な増加を続けているほか、先月少し下がっていてやや心配であった輸入も、今月のデータについては、緩やかな増加基調にあることを確認できるデータであった。図表6で輸出の内訳をご覧頂きたいと思うが、輸出全体は、第4四半期+0.9%の後、1、2月の第4四半期対比が+2.7%である。(1)地域別にみると、さすがにアメリカのところで、少し弱めの動きがみられてきた。特に車について、日本車の米国販売は決して悪くはないのだが、何分にもこれまで順調に輸出を増やしてきたので、その対比でみて足許若干、車の輸出が減少しているということである。ただし、(2)の財別で自動車関連をご覧頂くと、全体ではプラスになっており、これは米国向け自動車輸出の減少を欧州向けあるいはその他地域向けで補って、全体として自動車輸出は増えているという図式である。ヨーロッパもご覧のとおり、輸出は順調に増えている。この関連で一つ申し上げておくべきことは、(2)の財別で、消費財の輸出が1、2月にかなり大きく落ちている。実は、これはヨーロッパ向けである。ただし、これは中欧における工場が立ち上がったということのようであって、その結果、日本からの消費財輸出が減少し、逆にそこに向けた部品とか情報関連の輸出が増えているということであって、

結果的にヨーロッパ全体への輸出は増えている。アジア向けについてもご覧のとおり、順調な増加が続いていて、特に中国向けはやはり強いなという感じである。NIEs、ASEANも1、2月を合わせてみると、特に弱かったNIEsも含めてプラスになっている。勿論、中国あるいは台湾、香港辺りで1月に大きく増えて2月に落ちているのは、いわゆる春節の影響が表われているということである。その他地域向けの輸出も増えている。

(2)の財別について、もう一言申し上げておくべきなのは、情報関連が随分強くみえるということ。第4四半期、第1四半期と随分強くみえるのだが、これはやや特殊要因で押し上げられていると思っている。以前から申し上げているように、中国でゲーム機の組み立てが行われているために、そこに向けた輸出が増えているということと、それから先程申し上げたヨーロッパでの消費財関係の工場の立ち上がりの影響で若干数字が強めに過ぎているということである。図表9(1)、日本の情報関連輸出は実質でみると足許かなり強い動きになっているが、(2)の世界半導体出荷でみると1、2月は少し減った。今回の1、2月、特に2月の減少は、数量の減少と言うよりは主に価格の下落が名目ではかなり大きく影響しているということと、それから春節の影響も出ているので、なかなか実勢が判断しにくいのだが、いずれにしても日本の半導体、日本の情報関連輸出が強いのので、それでオッケーだということでは必ずしもないというふうにご覧頂きたい。為替レートは、もうお話しする必要はないと思うので、図表12の輸入サイドをご覧頂きたい。輸入は、去年の第4四半期の前期比は-0.5%であったが、1、2月の10~12月対比は+1.9%になっている。先月から季節調整替えしているので数字が変わっているのだが、いずれにしてもご覧頂きたいのは、1月はほとんど全ての地域、全ての財に亘ってマイナスであったのに、逆に2月はほとんどのところでプラスになっているという点である。先般申し上げたように1月の数字は、やはり季節調整の歪みのせいであって、1、2月均してみれば輸入は緩やかなりとも増加基調が維持されていると思っている。

図表14、企業収益について、短観によれば2006年度の経常利益は、製

造業、非製造業、大企業、中小企業いずれを問わず、全体として5期連続の増益で着地する見込みである。また、2007年の見通しに関して申し上げますと、大企業は大体横這い圏内、それに対して中小企業は若干なりとも増加を見込んでいるという姿になっている。ただし、既にご存知だとは思いますが、大企業はこのところ収益見通しについて極めて慎重に予測を出す癖があるので、恐らく実際の2006年度の収益の着地は、現在書かれている数字よりも高いところで着地する可能性が高いのではないかと考えている。一方、中小企業も現時点でみると、2006年度上期が大幅な増益、下期が減益という数字になっている。なぜ中小企業がそういう見通しを出すのかよく分からないのだが、少し調べてみると、過去2、3年ずっと、12月短観で上期が固まった時に上期を上方修正し、下期を下方修正しており、その後、最終的に6月に下期を上方修正して着地するという傾向が、どうも中小企業にもみられるようなので、果たしてそういう傾向が今年度も起こるのかどうか少し注目してみたいと思っている。図表16、設備投資関連であるが、〈先行指標等〉の中では、資本財出荷が2月は若干減少になった。この結果、1、2月の資本財出荷は-0.6%であるが、例によって若干の振れを伴いながら増加基調にあるということかと思っている。機械受注は出ていないので、建築着工だけを申し上げますと、これまた上がり下がりしているのだが、四半期でみれば、大体、高水準で横這い位の動きをしていると思っている。図表19、短観の設備投資計画であるが、まず2006年度の修正状況については、大企業はいつものとおり12月時点からはほとんど修正が行われていない。2007年度の打出しについてみると、大企業に関しては、製造業はさすがに3年連続二桁増加の後、少し伸びが鈍化している。その一方、ここ2年位伸び率が上がってきている大企業非製造業の方は、むしろ2006年度よりも高めの打出しでスタートとなっており、大企業については、製造業から非製造業へのシフトを伴いつつ、しっかりとした設備投資計画が出てきているということかと思っている。一方、中小企業であるが、製造業に関しては、基本的には強いと思っている。標本の入れ替えによって、若干段差があるが、段差の後もちろん

と上方修正されている。2006年度は二桁の設備投資増が計画されているということである。勿論、2007年度の発射台は、そこそこ大きなマイナスになっているが、2006年度の高い伸びを考えれば、これは決して弱いということではないと思っている。むしろ若干気になるのは、(4)の非製造業の中小企業であって、2006年度については標本の入れ替えによる段差だけではなく、12月時点からほとんど上方修正が行われていない。この結果、現時点でも2006年度の設備投資計画は、僅かではあるがマイナスである。それに対して2007年度の計画は、かなり大きなマイナスが出ているということである。2007年度の計画が20%近いマイナスになっているのは、勿論、土地投資のせいであって、土地投資を除けば、実は9%減位であるが、それを勘案してもやはり設備投資については、この分野だけがやや弱いという感じは否めないということかと思う。

図表20、個人消費関係であるが、先月、1月の数字が思いのほか強かったと申し上げた訳であるが、結局2月の数字が入った現時点でも1、2月はかなり強い。まず、家計調査であるが、元々7~9月が弱過ぎたので、10~12月に高い伸びとなった後、1~3月も伸びている。また、家計消費状況調査は——この調査は安定しているのだが、その割には——、2月は随分強かった。唯一の仲間外れは新車登録台数であって、軽乗用車は良いが、他は駄目という状態は3月まで変わっていない。その他、個々のコメントは避けたいと思うが、家電、百貨店、スーパー、コンビニエンスストア、旅行、外食の販売額や売上高、取扱額については、家電や外食などかなり強いものから、スーパーのように今一つのものもあるが、押し並べてみれば1、2月は増加ということであったと思う。この結果、図表23、(1)の販売統計合成指数は、1月単月でかなり強いと申し上げていたが、1、2月の数値を入れても先月おみせしたものとほとんど変わっておらず、グラフの右端がかなり大きく上がっている姿となっている。(2)の消費財総供給は、1、2月は今一つではあるが、(3)の消費包括指数は——資料をお配りした時には、1月の数字しか計算していなかったが——、直近で計算したところ、1、2月の前期比が+1.0%である。また、内閣府の消費総合

指数の1、2月の前期比が+1.1%であるので、3月の寒さの戻りで、少し百貨店等の売上が弱いと思うが、これを前提にすれば、1~3月の個人消費もまずまずの伸びになるのではないかと思われる。後程申し上げるが、正直に言って、賃金は相変わらず弱いので、それとの乖離が目立っているのだが、改めて考えてみると、元々個人消費について一時的要因等もあって弱い数字が出たことと、それからいわゆる団塊世代の退職なども含めて賃金で弱い数字が出たことを、あまりにもダイレクトに結びつけてしまったところに、やや問題があったのではないかという感じがしなくもない。元々、雇用者所得をみれば、2002年とか2003年というのは結構大きなマイナスであったにもかかわらず、個人消費は伸びていた。それは言うまでもなく、高齢化に伴う貯蓄率の低下というものが基調的に効いていた訳である。そう考えると、足許、確かに期待比、雇用者所得の伸びが鈍いのは事実であるが、個人所得がそれなりに伸びているもとの、消費が全く伸びないと考えることに元々無理があるのではないかという感じがしている。むしろ、ある意味で雇用者所得が増えている限りは、特に一時期弱かったことの反動がある程度出てもおかしくはないと思っている。それから、先月申し上げたように、恐らくは団塊世代の退職が賃金を押し下げている一方で、退職金の支払が行われているということが——これは統計はないが——想像される。最後に、最近、段々と財産所得の影響が無視できないのではないかという気が強くしている。いわゆる個人の配当の単純な受取りというよりは、やはり投資信託の利回りが、相当良いのではないかと考えている。税務統計の方からみても、配当関係の所得はかなり伸びているようであるし、それから特に最近のように分配型の投資信託になると、恐らく分配されたものは結構消費に結びつきやすい。従来、日本では資産効果というのは効きにくいという意識が強かったのだが、やはり所得の構成がかなり変わってきている、あるいは、投資信託の普及が進んでいるということを見ると、少しその辺りも従来の頭で考えるのではなくて、もう少し違った見方をする必要があるのかもしれないと、今思っている。図表26、住宅投資であるが、これまで振れを伴いながらずっと上がってきてい



たが、1、2月に関してはやや大きく落ちた。その内容であるが、このところ振れを大きくさせている分譲が1、2月は少し低かったことと、それに加えてこれまでずっと上がってきた貸家が1、2月に限ってみると少し弱い数字が出ているということである。ただし、分譲はさすがに頭打ちということは既に申し上げていると思うが、貸家のマーケットについて何か大きな変化が起こっているとは考えていない。元々1月、2月は、特に住宅の原計数の低い時期であり、こういう数字が出ただけと基本的には思っている。

図表 27、生産関連であるが、ご承知のように10～12月に生産が2.6%も増え、また在庫がそれなりに積み上がった反動もあって、1、2月の生産は、2か月連続で減少となった。ただ、1、2月の生産の減少は、10～12月対比-0.9%で、3月の予測指数まで入れると-0.5%である。10～12月に2.6%増えたことと併せて考えると、去年の1～3月から7～9月までを平均して1%内外の生産の伸びというものから基調的には変わっていないと考えている。3、4月と生産が増える傾向にあることを考えれば、踊り場という程でもない位の生産の減少が2か月続いたという程度かと思っている。図表 30、在庫循環であるが、ご覧のとおり去年の第4四半期に一度45度線にかなり近いところまで行った後、足許は少し左下の方へ下りてきている。先般申し上げたように、10～12月に在庫が増えたが、そのうち自動車に関しては、もう1、2月の時点で完全に在庫が圧縮されている。それから、(5)の素材関係は、相変わらず在庫・出荷バランスの非常に良い状態にある。ただし、(4)の電子部品・デバイスは、相変わらず在庫がまだ多い状態が続いているが、その中身が少し変わりつつある。以前、私は、この在庫について主に携帯電話関連が中心であると申し上げた。ただ、携帯電話関連は相変わらず多いのだが、一応キャリアで持っている過剰在庫は少しずつ調整されてきている感じである。一方、最近、少し気になるのは、PC——Windows Vista搭載のパソコン——の売れ行きが良くないだろうと思われていたのが、やはり駄目だという感じがはっきりしてきており、メモリー関係で若干過剰感が出てきていること

である。この分野は、昔と違って主なものだけでもPC、携帯電話、デジタル家電、もう少し加えれば、ゲームや自動車関連と五つ位の分野があり、必ずしもそれぞれのサイクルが一致しないため、全ての分野が悪い訳ではなく、大規模な調整はなかなか起こりにくい一方で、どこかで何か調整しているという感じがあり、やはり重たい状態がまだ暫く続きそうな感じがしている。

次に、図表 31、雇用関連であるが、職安統計については、もうご承知のとおり有効求人倍率は去年の夏をピークに頭打ちになっている。新規求人の前年比もついにマイナスになってきた。ただし、先般から申し上げているように、これには東京労働局を中心とするいわゆる求人の適正化の動きが相当大きく影響している、足許でも求人が一番減っているのはやはり東京という状態が続いている。実際、図表 34、短観での不足感をみて頂くと、むしろ人手不足感は強まっている感じがあるので、最近の求人倍率の動きは——行政としてどうかという話は別問題として——、経済統計としては少し困ったと感じている。一方、図表 31、<労働力調査>であるが、ご覧のとおり、このところ失業率は大体4%で横這い、少し長い目でみると極く緩やかに低下してきている。ここでもう一度、日本の労働市場の全体図を確認させて頂く。ご承知のように日本の生産年齢人口は、大体年率で0.8%減っている。これに対して、労働力人口の伸びは、毎月振れるのだが、均してみると大体ゼロという感じである。均してみると大体ゼロということは、逆に言えば、それなりの労働参加率の上昇によって何とか労働力人口の伸びをゼロで維持してきているということである。一方、2%強位の成長をキープするためには、雇用者数はやはり1%強位増えざるを得ない訳であるが、労働力人口の伸びがゼロの中で1%雇用者数を増やすのは容易ではない。では、実際は何が起きているかというところ、就業者数の伸びが雇用者数よりも圧倒的に低い——これまで大体0.2%程度である——ということである。すなわち、自営業、家族従業者が減ることによって、何とか就業者の増加が0.2%位にとどまっており、その0.2%と先程の労働力人口のゼロ近傍の差が極く僅かな失業者の低下になっていると

いう図式かと思っている。何とか成長に必要な人数はひねり出しているという感じはするが、これからまだこういう状態が続いていくとすると、人手不足感は恐らく強くなっていかざるを得ない状況であろうと思っている。一方、〈毎月勤労統計〉であるが、このところの特徴の一つは、人数の伸び率が徐々に上がってきていることであり、この1、2月は前年比1.6%までいった。去年の春に1%位まできて、そこから横這いかなと思っていたのだが、思った以上に人数が増えている。その一方で、賃金の方は、ご覧のとおり所定内給与が相変わらず前年比僅かであるがマイナスが続いている。10～12月と比べると少し良くなったが、相変わらずマイナスである。1、2月は、ウエイトは小さいのだが、たまたま特別給与が大きなマイナスになっているため、全体としての名目賃金は、この2か月程、従来に比べてもかなり弱い数字になっている。前から申し上げているように、恐らくは、地方公務員もあるだろうが、やはり団塊世代の退職がそれなりに影響している。それからもう一つは、そもそも団塊世代が辞めているにもかかわらず、常用労働者数の伸び率が1%台後半になってきているということは、かなり採用していなければならなくて、それは、新しい人が入ってくる分だけ一人当たりの賃金を押し下げる方向に働いている可能性がかなり高いだろうと思っている。以上の結果、図表35、雇用者所得であるが、先程申し上げたように、2002年、2003年の酷い状態から比べれば、段々と伸びてきているが、その伸び率はなかなか高まっていかない状態にある。

最後に物価である。今月はC G P Iが出ていないのだが、商品市況に少し動きがあるので、それだけご紹介させて頂く。図表37、国際商品市況であるが、足許結構上がってきた。まず、第一に原油価格である。ご承知のように、今年の年初にかなり下落した後、足許は結構大幅な上昇になっている。これについては、イラン情勢の影響等が言われている。最近はなぜかWTIの指標性があまりよくないのではないかという見方が多くなっていて、みんなブレントをみている感じなのだが、それでいくと足許は大体ブレントで68ドル位、ドバイで64ドル位になってきたので、昨年

末よりもそこそこ高い、昨年秋の下落局面の割と早いところの水準まで原油価格が上がっている。(3)の非鉄についても、これまで弱かった銅が足許結構大きく反発しているというのが特徴である。この結果、図表 40、国内商品市況をご覧頂くと、足許再び上げ足を少し強めている感じである。鉄などは相変わらずずっと上がっているのだが、今申し上げたように石油関連が上がっており、それから非鉄が上がっているということで全体に結構強い感じがある。であるから、C G P I については、足許出ている数字、すなわち 2 月までの数字をみると 3 か月前比で弱含みであるが、もう少し先までみると、早晩下げ止まり位になり、もし今の相場が続けば強含みの方に転じていくのではないかと考えている。図表 43、C S P I も、1 月、2 月と前年比プラスになっている。1 月は珍しく広告の上昇率がプラスになったため +0.2% までいったが、2 月はやはり広告が駄目であり +0.1% にとどまった。とはいえ、一番ウエイトが高く労働集約度の高い諸サービスがほぼゼロで定着していて、そうした中で不動産辺りが少しずつプラスになってきているので、C S P I の下げ止まりは比較的是っきりしてきていると考えている。しかしながら、図表 44、消費者物価については、みなさまご承知のように 2 月は -0.1% になった。何が影響したかは非常に明解であって、図表 44 (2) の石油製品がこれまでずっとプラス寄与であったのが 2 月は僅かとはいえマイナス寄与に転じたこと、それから (3) の他のサービスのプラス寄与が縮んだことである。これは携帯電話料金の影響である。図表 45、いわゆる特殊要因を除いた動きについては、11 月にかなり小幅なマイナスになった後、12、1 月はマイナス幅が拡大していて、少し困ったなと思っていたのだが、2 月はまあまあである。-0.12% と表面上も少し縮んでいるが、これには実は先程の携帯電話料金が -0.05% 効いているので、それを除けば -0.07% と、11 月と同じ位である。しかも -0.07% というのは、ほとんど丸ごと家賃で説明できる動きなので、特殊要因を除いてみると実勢はほぼゼロ位のところまでは一応きていると考えている。このように 2 月は数字程悪くないと言えるのだが、逆にバッドニュースは図表 46、3 月の東京の数字である。なぜかと言うと、東京が

マイナスになってしまった。その中身であるが、まず第一に (3) のその他サービスのプラス寄与は小さくなっていない。どういうことかと言うと、携帯電話がさらに下がったのだが、3月に限ってみると、他のサービス料金の引き上げ——具体的には学習塾の年度替わりのサービス価格の上昇——で、なんとかそれを食い止めた。食い止めたにも拘わらず、マイナスになってしまった理由は、一つは (1) の公共料金のプラス寄与がほとんどなくなったことである。これは、航空料金の割引が3月に適用されたためである。これは全国統一品目なので、全国にも丸ごと影響してしまう。それからもう一つ、(2) の被服のマイナスが結構大きく寄与している。何で今頃、被服が下がるのだろうと思って調べてみたら、冬物衣料が3月まで含まれていて、それが下がっているということである。あまり意味がないと思うし、通常、被服は東京と全国の相関が低いのだが、今言ったような事情であるとする、全国的にも冬物衣料は下がっているのではないかと、また、それがマイナス要因に効く可能性があると思っている。(3) の家賃は、全国と違う動きなので心配しなくて良いと思うが、今申し上げたように、元々携帯電話料金の更なる引き下げがあったことに加えて、航空料金と被服の分——全て一過性の要因ではあるが——が、マイナス寄与する可能性がある、3月の全国は-0.2%があり得るなど今思っている。家賃が上がってくれば良いが、そうでないとその可能性は十分にあるかと思う。最後に図表 47、地価である。改めて申し上げるまでもないが、公示地価が出て全体として久し振りの上昇になったが、内容的には、都市部と地方の地価の動きの差がかなり顕著になっていることが確認されたということかと思う。

以上、申し上げたように、景気まわりについて全体を見渡してみると、まず第一に企業部門については、いわゆるアメリカ経済の減速にもかかわらず、結果的には恐らく中国をはじめとする各地の高成長に支えられ、日本の輸出は今のところまだ増え続けているということであり、色々言われていた生産についても結局、1、2月の生産の減少は、比較的小幅であって、生産の増加基調そのものは崩れていないことが確認された。短観の景況感

には若干の慎重さがみられたが、設備投資の打出しは比較的しっかりとしたものであったということであり、結局、企業部門の強さはやはり損なわれていないという感じかと思っている。一方、一頃かなり問題になった家計部門、とりわけ個人消費については、背景がよく分からないのが困ったことであるが、少なくとも1、2月は結構しっかりとした数字が出ているので、景気については比較的まずまずそんなに心配しなくていい状態が続いているのではないかというふうに思っている。ただ、他方で物価に関して申し上げますと、そもそも賃金が相変わらず弱い状態が続いているということ、それから物価の動きも目先まだやはりゼロないし極く小幅なマイナスが続くような状況にあって、原油価格の上昇というあまり喜ばしくない要因が数字面ではプラス方向に寄与する訳だが、ある意味では、まだ当面は景気は比較的堅調であっても、物価はなかなか上がりにくいというような状況が続くやすい環境にあると思っている。そういう意味では、取り敢えず目先3月、4月辺りのいわゆる消費者物価の中のサービス価格の改訂がどのようになるかに注目して参りたいと思っている。私の説明は以上である。

福井議長

どうぞ、ご質問、ご意見があれば。

水野委員

では簡単な話から。短観の業況判断では、大企業製造業は2%ポイント悪化したが、20~25 という水準は改めてみればそれ程悪くない。昔、早川調査統計局長も売上高経常利益率とDIのリンクージュについて言っていたと思うが、両者のギャップが益々開いてきている。これは一説によると企業の収益目標が上がったからだということなのだが、引き続きリンクージュはあるとはいえ、なかなか当てにはならないという声も聞くがどうか。

早川調査統計局長

それについては、もう2、3年前に諦めた。かつては、短観のD Iと売上高経常利益率というのは比較的安定した関係があった。

水野委員

ギャップがどんどん広がっている。

早川調査統計局長

もし仮に安定した関係があるのであれば、既に足許の経常利益率はバブル期をかなり上回っているので、D Iの方は70とか80とかいう数字にならない訳であり、もうとてもそういう安定した関係があるとは思えない。その点に関しては、恐らくは企業がいわゆる望ましいと思っている利益率の水準そのものがかなり変わっている。それから恐らくは、企業が単純に売上高経常利益率ではなくて、ROAとかROEとかもう少しストックベースの利益率の方により大きなウエイトを掛けているということによって、この乖離が発生してしまったというほかないと思う。

水野委員

株主の要求水準が上がってきたということか。

早川調査統計局長

然り。株主の要求水準が上がっているが故に、この利益では、昔だったら本当に御の字であっても、まだ満足できないという雰囲気になっているのだと思う。

中村委員

海外では経常利益という言葉自体がない。

早川調査統計局長

然り。今度、償却制度が変更になるが、この変更によって実はキャッシュフローが改善する、税金を払う部分が減る訳なので。ただし、経常利益という概念について言うと、数字上はマイナス方向に効く訳である。ただ、日本では現在、経常利益という概念をなしで考えるというところまで皆の頭は変わっていないと思う。いわゆる株式市場でも日経新聞でも経常利益をみている。ただ、段々とそういうことはあるとは思う。例えば国際収支でも、経常収支の概念にどこまで意味があるかという議論がある。

中村委員

これからは、最終利益、当期利益の重要性が高まるのだな。海外に行っている時に外国人投資家から経常利益という質問を受けることがない。

早川調査統計局長

全部マーク・トウー・マーケットでやるのであれば別に経常などなくても良いのではないかということは、当然ある。

野田委員

労働市場であるが、先程、自営業、家族従業者のところから雇用者を捻り出しているとあったが、いつまで捻り出せるのかということ、私は数字をみるたびに思っている。これだけの経済成長を支えるためには、雇用者数は先程もご説明されたように1%程度は確保しなくてはいけない訳である。

早川調査統計局長

まず一番大事なことは、とにかく労働参加率がずっと上がり続けなくてはならない。-0.8%の生産年齢人口に対して何とか労働力人口の伸びを最低ゼロ位までもってこないとならない。とてもではないが、いわゆる自営業・家族従業者では賄えないので。あるいは逆に言うと、労働力人口が



もう少しプラス位になってくれれば、必ずしも自営業・家族従業者がそれ程なくても何とかやっているとということである。そういう意味で一番鍵を握っているのは、労働参加率であって、しかも労働参加率が変化し得る場所というのは言うまでもなく、女性と高齢者のところである。ここがやはり上がらないと、全体は賄えないということである。大まかに言うと、雇用者が確か5,500万人位、自営業・家族従業者が800万人位であるので、雇用者数の1%強、60万人位を自営業・家族従業者だけから出そうとすると自営業・家族従業者が年率で7、8%ずっと減り続けなくてはいけないということなので、これはなかなか厳しい。そういう意味ではある程度、労働参加率の上昇がまだ必要ということになると思う。

#### 野田委員

これまでは何十万単位で捻り出していた訳である。ただ、自営業が少しずつ良くなってくると雇われにいかなくても食べられるという人の数が増えてくるのではないか。ここがなくなると、今の高齢者、女性の就業状況では、労働参加率の上昇はなかなか直ぐには進まないような気がする。

#### 早川調査統計局長

そういう意味では、やはり労働市場というのはまだ逼迫せざるを得ないと思っており、そうするとどこかで賃金は必ず上がるはずだと思う訳だが、その一方で、なかなか実際の数字がついてこないのも、そこが悩みの種である。それと同時に厄介なのは、高齢者の再雇用、女性の労働市場への参加という形で人数が増えていくとすると、出てくる統計上の一人当たり賃金は下がってしまう可能性もある。だからそういう時は雇用者所得全体、LとWを掛けたものをみた方が安定的かもしれない。例えば65歳位の方が週5日間本当に働くのかということ、少し無理でないかという感じもあるし、また、女性も恐らく全ての人が週5日働けるという状態では必ずしもないと思うので、そう考えると労働時間のところにも影響するし、場合によっては賃金のところにも影響する。そういう意味では賃金と雇用者数を

別にして賃金だけを見るというのは、今のような雇用状況においては少し無理があるような気がする。

西村委員

こうした状況では、益々雇用の質の問題が出てくる。雇用者の質、クオリティをどうやって高めていくか、あるいはミスマッチを如何に解消していくかという話であるので、単純に足し算、引き算で雇用をみるのは少しまずいと思う。如何に質を高めるかというところが問題だと思うが。

中村委員

去年4月に定年延長があつて、各企業とも定年をなくすか、あるいは働きたい人には雇用の機会を与えるということが義務付けられているが、これから団塊世代が退職するに当たって、その影響は出てくるのか。

早川調査統計局長

もしそれが無ければ本当に退職してしまうので、そうするとやはり雇用者数は完全に足りない状態だったと思うので、恐らくはそれによって何とか雇用は維持されていくということだと思う。ただ一方で、ご存知のとおり再雇用みたいな形だと一人当たりの賃金はどうしても…。

中村委員

それはもうがくと落ちる。

早川調査統計局長

その結果、L、要するに人数のところはそれなりに維持されるのだが、一人当たり賃金は少なくとも計算上は下がってしまうということが起こりがちであると思っている。

須田委員

今、サービスも含めて海外へのアウトソースはどの位増えているのか。

早川調査統計局長

正確なところは分かっていないが、確かにソフトウェア関係は日本でもやっているという話を聞く。アメリカ程ではないが、インドとかに頼むという話は相当日本でも聞くようになった。今のところ、そうしたことが大規模に行われているというのを聞いているのはソフトウェア位であるので、全体としてはそれ程大きくないかもしれない。先程西村委員からマッチングという話があったが、例えばよく最近派遣業者から聞く話にこういうものがある。企業への派遣料金は結構上がっている。ただし、派遣労働者に払っている賃金はあまり増えていない、払っていないと。その差は何かという、実は一つは募集費用でもう一つは教育費用であると。要するに企業に派遣する前に、最低ワードとかエクセルとかを使えるような研修をきちんと全部行ったうえで、派遣しているということなのである。それはひょっとすると、労働市場において非常に良いマッチング・ファンクションを彼らが果たしているということなのであるが、統計上、賃金には出てこない。本当であれば派遣労働者がもっと高い賃金をもらって研修費を払っていると考えても良い訳だが、税務上恐らくそうしない方が有利なので、そういうことになっているのであろう。

中村委員

それは、派遣する人も、昔はもっと質の良い人がいたのだが、今は質が悪くなっているからそういうことをしないと企業に送れないということになっているのだな。

早川調査統計局長

然り。彼らはそう言っている。自分達が搾取している訳ではなくて、そういう教育をやったうえで派遣していると。まさに先程申し上げた、生産

年齢人口と成長に必要な労働力とのギャップをどうするのか、労働参加率をどうやって上げるのかといった問題の解決を、例えば派遣業者がそういうことをやることによって、恐らくある程度は果たしているということになる。

#### 井戸理事

アウトソーシングについて、細かな数字がある訳ではないのだが、色々皆さんから伺っていると、一時、大企業がかなり中国へ出たが、その後続いて出て行く中小あるいは中堅企業にとっては、なかなか現地とのトラブルの処理が難しいとか、あるいは中国などではかなり労賃が上がってきており、マレーシアとかベトナムとかに出て行こうとしているのだが、なかなか難しいということである。また、ご承知のとおり知的財産権の問題等があつて、必ずしも企業は海外にアウトソースすることにそれ程積極的でもなくなっている。これは産業界からこられた皆さんの方がよくご存知だと思うが、そういうふうなご意見が結構多いようである。

#### 水野委員

雇用は本当に成熟化してくると、例えばアメリカでは、コンサル業とか税理士とかを自宅でやるというのが、アウトソーシングのもう一つの形態として出てくる。自営業者からのシフトというのと、どちらかというとならば専業農家とか駅前シャッター街の人達が働きに出てという形だが、将来的には、スキルを持ったシニアの人が自宅で行うということになっていくのではないか。アメリカなどはそういう形で1980年代に雇用が増えてきた訳である。そういう意味では、今後、雇用流動化の中で、どういうふうに労働市場が発展していくかをよくみていかななくてはいけない。賃金からの議論が全く意味がないと言うつもりはないのだが、おっしゃるとおりL×Wでみていかないといけないし、所定内給与だけでやっていくというのは厳しい、あまり建設的な答えが出てこないという気が益々している。

早川調査統計局長

少なくとも毎勤ベースのLについてみれば思ったよりも強い。こんなに伸びるとは思いもしなかったから。逆に言うと、その反射効果でWはむしろ低いのもかもしれない。

岩田副総裁

それに関係してだが、賃金で特別給与があるが、冬のボーナスを纏めてみた結果は-0%と恐ろしく低いが、何か統計が間違っているのではないか。事前には少しプラスになるのかなと考えるのが常識的だと思うのだが。もしかすると、毎勤統計にはデータの取り方にバイアスがあるのか、あるいは非常に古いベース、サンプルの選び方で現在とあまりマッチしていないとか、そういうバイアスというのはないものなのか。

早川調査統計局長

今回は一応標本替え直後なのだが、正直言ってここはあまり自信がない。資料には若干書いているが、要するに、金融保険業において、証券業と貸金業のところで伸び率が下がっていることが一つ効いている。それから、いわゆる教育学習などが減っているので地方公務員要因が効いているということ、また、全般に団塊世代の影響も出ているという感じがしているが、正直言って私自身もなぜこれ程弱いのか十分に説明できない。ただ一つ思うのは、先程から申し上げているように、雇用者数の伸び率がどんどん上がっている。そうした中で採用された人達というのは働き始めてからまだ半年も経たないような人がそれなりに存在している可能性があって、彼らは多分ボーナスはほとんどもらえないと思うので、そういう人達も含めて一人当たりの金額を計算しているということがなにがしか影響している。これは団塊世代の退職に対して、新しい人を単に埋め合わせ以上に採っているのでは、そんなことも影響しているのかと。恐らく入ったばかりで、一月、二月しか働いていない人はほとんど賞与などはもらえていないはずなので。

水野委員

確かに、アンスキルとかロースキルのような人達がサンプルに入ってくると、上がりにくいということがあるかもしれない。

早川調査統計局長

正直言って、あまりにも弱いので愕然としたのは事実である。

水野委員

事業所規模の5人以上とか30人以上とかに関係なしに弱い。

早川調査統計局長

然り。

水野委員

他の指標の利用を考えないといけないな。

野田委員

これまで前年比1.8%とか1.7%とかで伸びてきたので、ある種高原状態が出てきたということもあるか。企業収益が増え、賞与は業績に連動して配分するとは言いながらも、企業サイドには少し賞与の水準が高くなり過ぎているという感じがあるのか。

早川調査統計局長

伸び率が高くなっている訳ではない。従来、各種のアンケート対比で見ると毎勤の数字は必ず少し低めだった。例えば2.5%、3%伸びると言われたのに対して、毎勤が2%弱位の伸びで。ただ、そういうレベルでは比較的安定していたのだが、今回、アンケート調査での伸び率は相変わらず2、3%あるのに、毎勤ベースではちょうどゼロ%まで落ちてしまったので、

今、岩田副総裁がおっしゃったように、どうしてだろうという感じがかなりあるのは事実である。

須田委員

商社などでは、あまりにも収益が高かったので、そこで収益連動型でいくと、変動分が多過ぎるから少しやり方を変えたという話を聞くが。

早川調査統計局長

それはおっしゃるとおりで、事実としてあるようである。ただし、そういう話を聞くのは、私が知る限り、商社と一部素材産業ぐらいで、人数的にマクロを相当大きく動かすような業種ではないという気がする。確かにおっしゃるような話はあるのだが、それをもって説明できるかという点、そういう気はしない。

須田委員

もう一点。日本銀行の見方では前年比ゼロ%だが、毎勤だと冬季賞与は+0.1%である。これは特別……。

早川調査統計局長

厚労省が特別調査をやっている。

須田委員

それが+0.1%なのだな。例えば日銀でもやっているように、給料が下がったらその分を後で特別給与で……。

早川調査統計局長

厚労省の調査はきちんと冬季賞与は幾らだったかという別途調査を……。

須田委員

別の調査か。

早川調査統計局長

別途やっている。我々はそこまでやるのは大変だし、過去に遡ってきちんと計算できるかどうか分からないので、簡便ルールとしていつも11月から1月までとか、6月から8月までの特別給与をもって冬季賞与・夏季賞与とみなすというやり方である。これはほとんど結果的には変わらないのだが、厳密に言えば私達がやっているのは簡便法である。

中村委員

そもそも企業はボーナスについて教えてくれるものなのか。

早川調査統計局長

厚労省のアンケート調査に対して答えるものである。

中村委員

あくまでもアンケート調査ということか。

早川調査統計局長

一応ペイロールの調査についてはそれなりに答えているのではないかと  
思うが。

西村委員

宜しいか。消費と消費者物価について合わせて少しお話ししたい。消費者物価は確かに東京は弱かったのだが、3月の場合は、大阪、それから京都、名古屋は非常に強かった。基本的に物価でも明確に都市部と農村部との差が出ていて、都市部は比較的高い——その中で東京は少し弱い——状況が続き、農村部は非常に弱い状況が続いている。消費についても、家



計調査の場合、特に極端に言えるが、都市部、大都市+中都市では、非常に高い伸び率が結構指標に出ているし、家計消費状況調査でも同じである。それに対して、農村部ではまだマイナスの状況にある訳である。そういうことから考えれば、物価の動きと消費の動きというのは比較的それなりにタンデムに動いているという印象を持っている。従って、消費もそれから物価も今後は都市部と地方部の綱引きのようなことが起こって、そういう中でどういうふうに動くかという形になる。逆に言えば、説明する時に平均一本でやるのはなかなか難しいなという感じがしている。そうは言っても、これを分けると格差の問題が入ってくるので、これまた難しい問題なのだが、そういった点も含めて、やはり地域差ということを考えて我々も対処していかなくてはいけないのではないかなと思っている。

#### 早川調査統計局長

おっしゃるとおりだと思います。先般ご説明したとおり、例えば例の地方公務員問題一つをとってもそうであるし、各種のデータはやはり色々なところで地域差が結構出ているという感じはしている。ただし、それはなかなかおっしゃるとおりポリティカルには難しいと思うが。

#### 須田委員

その地域差というのを言うのは良いが、ではそれでどうするのかということが必ず出てくるので、言いつばなしではいられない。きちんとみていると言うことは良いが、それとマクロ政策を結び付けられるというのは困る。

#### 西村委員

あと非常に不思議なのは、地方の消費の動きをみていると、結構資産市場の動きと近い。逆に言えば、地方の人の方が資産——株とかであるが——を持っているのかなという気がする。

早川調査統計局長

日本は従来、極く一部のお金持ちが株を持っているだけという印象が非常に強かった訳であるが、近年はご承知のとおり高齢者の人がかなりの金額を投資信託に入れているという感じがあり、それが結構それなりのリターンを生んでいると思われる。そして、高齢者の比率は言うまでもなく地方の方が多い。しかも、その投信は分配型である。分配型だとキャピタルゲインのような部分も分配されてしまうので、ある種そういった資産市場の影響が割と地方も含めて個人消費に出てしまう。現時点でそこまで強いステートメントを出す気はないのだが、また、今まで日本はアメリカなどに比べて資産効果みたいなものは出ないということはずっと言ってきたのだが、今、これだけ投信が普及してくると本当にそういうものの考え方で良いのか、疑問を少し持った方が良いのではないかと思う。

野田委員

ある意味では資産所得も根っこの所得に近くなってきているということか。

早川調査統計局長

ご承知のとおり、奇数月分配型というのがあるが、要するに年金の出ない月である。これは明らかに消費することを意図したものである。

須田委員

実際、少し前に札幌支店から「株が高いから消費が強くなった」という話を伺ったことがある。

岩田副総裁

また賃金に戻ってしまって申し訳ないが、所定内給与について、今度初任給が結構上がっているが、あれはマイナスを脱する位のインパクトを持つものなのか。

早川調査統計局長

否。多分そこまでいかないと思う。

岩田副総裁

いかないか。

早川調査統計局長

新卒はレベルが低いので、新卒を採用することによる下押し効果と、彼らの初任給が上がる効果との綱引きなので。

岩田副総裁

相殺してあまり上がらないか。夏のボーナスはどうか。民間のシンクタンクでは両方予想していて、前年比マイナスもあるかもしれないし、1. 幾つ%位のプラスもあるかもしれないと両方あるように思うが。

早川調査統計局長

現時点ではまだよく分からない。というのは、またしても実際に起こるであろうこととして、企業は2006年業績を上方修正し、2007年の見通しをかなり慎重にする。そのもとで、ボーナスについて業績連動型というのが明確にルール化されていれば、去年のものが押し上げられることによって素直にボーナスが増える訳であるが、交渉型だとやはり先行きの収益見通しが慎重であることが影響するので、割と簡単ではないような気がする。

岩田副総裁

図表33でパート比率がまた少し上がってきているが、これはサービスで増えていると考えて良いか。

早川調査統計局長

基本的にはそうである。ただ、パート比率もまた4月頃には少し止まるかもしれないなど思っている。正規が入ってくればそこで止まるのだが、その間、人が足りない分を取り敢えず非正規でずっと賄っていくので、じりじりと上がってストンと落ちる、そういうイメージかなと今思っている。

野田委員

短観の雇用判断D Iにも出ていたな。あれも連動しているのか。

早川調査統計局長

然り。短観では先行きまだ不足方向と書いてあったが、実際には6月調査は一旦緩む。

岩田副総裁

やはりサービス業の賃金がサービス価格に影響する可能性があると思います。この点、パートが増えるとあまり上がらない……。

早川調査統計局長

ただ一方で、ひょっとするとパートとかアルバイトの費用が限界費用であって……。

岩田副総裁

今、1%以上、上がっているから。

早川調査統計局長

上がっているという考え方は十分ある。今はなかなか統計には出てこないが、みていると外食の値段が明らかに上がってきている。

岩田副総裁

宿泊とか外食は上がってきている。

早川調査統計局長

そこは明らかにアルバイト料の上昇とかが実際に価格転嫁されていると思う。

水野委員

客単価も上がっていると聞かす。

野田委員

パート一人当たりの賃金も間違いなく上がっている。

早川調査統計局長

上がっている。だからいつも申し上げるように、パートの賃金は上がっている、派遣も上がっている、アルバイトも上がっている、だけれども正規の所定内給与が上がっていない、そこにはコンポジション要因が効いている、ということである。

野田委員

先程の初任給だが、この引き上げが2、3年続くと、累積効果で若年層から徐々に30歳位までのところの賃金カーブが少し上にシフトするということが考えられる。一回だけだとなかなかレバレッジ効果が出てこないということではないか。今までかなり低く抑えられていたから、漸く少しこれまでとの違いが出てきたとみている。

早川調査統計局長

やや長い目でみると、どこかで賃金が上がらないとおかしいという気がするが、ではいつ、どれ位かと問われると、これはやはり分からなくて、

そのことが物価に関してもそれなりに大きな不確実性をもたらしているという感じがする。

福井議長

先程西村委員のおっしゃった消費や物価についての地方ごとの様相の違いに関してだが、我々はマクロ指標というインストルメントに着目する訳で、あくまで最終的にはマクロの判断である。しかし、コンポジットしたその中身が違ってきている場合や、ウェイトの変化がある場合、それらはマクロ指標の将来の方向性を読む場合の、非常に有益な材料になる可能性があるということだと思う。あるいは消費者センチメントを読むにしても、中身の変化については、我々がコンポジットして判断するうえでの重要性というものはある。だけれども、それをそのまま外に出してはあまり有益な材料にはならない。我々は最終的にはマクロ指標という一つのインストルメントを利用するしかないのだから。多分こういう理解で良いのかな。

早川調査統計局長

と私は思うが。如何か。

西村委員

そのとおりだと思う。私も総裁と同じ理解である。

水野委員

支店長が金融経済月報を使う時、消費の部分を削除したいという気持ちになる方が多いようである。月報にある「緩やかな回復」というのは、どこで回復しているのかと問われる地方があるそうだ。

福井議長

それでは最後は金融環境を稲葉理事と雨宮企画局長から願います。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

雨宮企画局長

金融環境をご説明申し上げます。資料-5(参考計表)である。当面、金融環境のチェックに当たっては、2月の金利引き上げ後、金融環境にどのようなインパクト、影響が及んでいるかということが点検の主な対象となる訳だが、今月はまだマネー、貸出に関する計数が出ていないので、取り敢えず貸出金利と企業のアンケート調査結果、直接金融市場の動向等から、足許2か月経った時点での金融環境について点検したいと思う。結論を申し上げますと、この1か月半のデータによれば、あまり大きな変化は起きていないということである。今申し上げたとおり、まだ貸出、マネーが出ていないので、まず図表4、貸出金利の動向をご覧頂く。預貸金利関連指標の短プラ、長プラであるが、短プラはご承知のとおり3月に1.875%に引き上げられている。一方、長プラは、2.20%とむしろ長期金利の低下に応じて、少しずつ下がっている。この2.20%という水準は、昨年3月の2.1%以来の低い水準である。この間、貸出約定平均金利の動きについては、新規の短期(除く交付税特会向け)で、2月は——短プラ引き上げ前であるが——1.915%と、前月1.851%から若干上昇している。具体的には、今回の利上げの少し前、11月位から、基準となるTIBOR等が少しずつ上がっていて、この3か月では10bp位上がっているのだが、それを受けてマーケットベースの貸出金利は少しずつ既に上がり出しているという状況だろうと思っている。従って、2月の引き上げは、その前からの市場金利の上昇も含めて、貸出金利に少しずつ既に織り込まれ始めているということであった訳である。それが企業金融に何か影響を与えているかということ、あまり影響はみられていないという感じがしている。すなわち、図表6、企業金融関連指標であるが、まず<金融機関の貸出態度>、企業からみた貸出態度をご覧頂くと、3月短観で緩い超の15であり、結局、10~12月と変わりなかった。振り返ってみると、昨年7月、ゼロ金利解除した時に、このDIが16から14に縮んで、若干金融機関の貸出態

度が変化するのかなと思っていたら、10～12月になったらまた元に戻ったという格好であって、結局全体としては貸出態度はあまり変わらない。極めて緩和的な環境が続いているということにあまり変化はないということだと思われる。中小企業金融公庫のD Iに至っては、1～3月の平均で47.9とむしろ1年前と比べてさらに緩和超が拡大している状況であって、あまり大きくは変わっていない。それから、〈資金繰りD I〉、企業の資金繰りだが、全国短観や中小企業公庫、商工中金のレートをもみても、1～3月はほぼ横這いということで大きな変化は出ていないと思う。次に直接市場について、図表10、資本市場調達関連指標である。まず社債については、先程、流通市場の報告が中曽金融市場局長からあったが、発行面でも好調であって、3月の発行額は5,739億円と順調な発行・消化が続いている。スプレッドは、〈C P・社債の発行コスト〉をご覧頂くと、3月に少し拡大しているようにみえる。例えば、AAA格で0.12%から0.13%、AA格で0.24%から0.29%であるが、これは若干特殊要因が効いている。3月はREITが社債をやや沢山発行しているのだが、これのスプレッドが少し大きいということで、データの的には拡大しているということであって、基本的には非常にタイトな状況が続いている。むしろ、3月の直接金融市場で若干動きがあったのは、C Pのスプレッドである。図表12、C P発行環境の(2)をご覧頂くと、それぞれの格付け毎に一番右手のところが若干上がっている姿がみてとれるかと思う。ただし、これは、クレジット面、あるいは市場で何か変化が起きたということではなく、先程のマーケット動向に関する議論でも出ていたが、基本的には期末要因、期末越えのところで、久しぶりにC P市場が期末要因を消化する中で金利が上がったということのようである。因みに、このC Pは企業金融の中の、ある種、限界的な部分であるので、企業金融の変調を受けてかなり大きく動く訳である。例えば2001年、2002年に相当のスパイクがあったが、これはマイカルの破綻やテロ、あるいはエンロンの破綻といったことが材料となったし、2004年、2005年に掛けては、中堅商社、複数の商社の経営不安を材料にC Pのスプレッドがワイド化したといったようなスパイクがあった。



ただし、今回はそうした問題はないということで、期明け後は非常におとなしくなっていると聞いており、これまでのところ引き続き好調な環境が続いているということだと思ふ。それから、先程申し上げたとおり、まだマネーの最新の統計は出ていないのだが、図表 15、〈マネタリーベース〉の伸びは出ているので、その数字だけ確認させて頂くと、3 月は -19.1%と久し振りに-20%を割った。このままいけば、4 月は大体-15%位の伸びに縮まってくる予定である。内容については、引き続きパズリングではあるのだが、銀行券発行高については、3 月もなお+1.3%という高めの数字が続いているという点も変わっていない。マネーサプライ等は出ていないので、今度 4 月後半に纏めてご報告することにして、マクロの金融環境について二点だけ触れさせて頂く。まず、図表 21、インフレ予想である。(1)家計のインフレ予想だが、私共の生活意識に関するアンケート調査の結果は、相当低くなった。それから、まだ出ていない(2)は省略し、(3)物価連動国債からみたインフレ予想であるが、これもまた少し変な動きをしている。前回の決定会合では、ついにブレイク・イーブン・ポイントが 0.4%を割って 0.39%まで低下したとご報告した訳であるが、その後のデータをみると、直近では 0.45%までむしろ戻っている。これについて、材料になっているのは、専らこの間の原油価格上昇のようである。一応 10 年債のインフレ予想のはずだが、極めて足許の材料で動いているということが、益々明らかになったという感じである。それから、一番最後にマクロの金融環境であるが、図表 22、実質短期金利と成長率の比較を 1~3 月が終わったので延長している。実質コールレートと実質 GDP トレンドの成長率の差をご覧頂くと、金利を 0.25%引き上げた結果、マイナス幅が多少縮んでおり、大体 2003 年、2004 年と同じ位のレベルになっている。コールレートは CPI で実質化しているのだが、CPI は当時から少しマイナスでほとんど変わっていないので、コールレートが当時と比べ 0.5%上昇していると、実質金利も 0.5%上昇していることになるが、一方で、成長率のトレンドも、フィルタリングで伸ばすと当時の 1.5%から足許もう 2%を超えており、0.5%位実力が強くなっているということ

である。内容としては、実質金利は0.5%上がったけれども、経済の実力も0.5%上がっているという格好で、結果的に2003年、2004年と同じ位の緩和環境が続いているという計算結果になったということである。金利水準と実体経済(2)は、まだ法人季報が出ていないので、出たところでご報告する。大変簡単であるが、以上である。

福井議長

お尋ね、あるいはご意見があれば。

野田委員

エコノミストのCPI見通しは出ているか。

雨宮企画局長

まだ出していない。

野田委員

出っていないから前回と変わらないということか。

雨宮企画局長

然り。前回報告したのはCPIがマイナスになる前なので、今度はまた少し下がるだろうと思う。

福井議長

では本日の案件は全て終了である。明日、二日目の会議は、午前9時に再開する。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全ての方々におかれては、厳正な機密管理をくれぐれも宜しく願います。議事の内容、プロセスも含め、厳密な管理をお願いしたいと思う。以上で閉会する。

(16時36分中断、10日9時00分再開)

福井議長

それでは定刻なので、金融政策決定会合第二日目を開催する。今日は金融経済情勢に関する討議、それから当面の金融政策運営に関する討議、議案の取り纏め、採決、さらに金融経済月報の基本的見解の決定といった議案が用意されている。前回会合から期間が短かったので、いつもと違い議事要旨の承認はない。本日、政府の方から、財務省田中財務副大臣にお越し頂いた。宜しく願います。内閣府は昨日に続いて浜野内閣府審議官がお越し下さっている。宜しく願います。昨日から新政策委員、中村委員と亀崎委員がお越し頂いている。宜しく願います。いつも申し上げているが、会合中でのご発言は全て記録させて頂く。そのことを前提に皆様方ご発言頂ければと思う。

### Ⅲ. 金融経済月報に関する執行部説明

福井議長

それでは金融経済情勢に関する討議に移る。まず議論の前提として、事前にお配りしている金融経済月報の基本的見解の案について執行部から簡単にご説明を申し上げたいと思う。それでは願います。

前田調査統計局参事役

それではご説明する。まず実体経済と物価のところだが、数箇所、若干修正させて頂いている。一番上の左、「総じて良好な業況感が維持される」と書いているが、当月は短観の公表月だったので、業況感について触れている。ただ、前4回位はこの「良好な業況感」ということで、「総じて」を付けていなかったが、今回は業況感に若干の慎重さもみられるということなので「総じて」という表現を加えさせて頂いている。下の方、物価のところだが、まず物価の現状のところ、国内企業物価について、「既往の国際商品市況の反落が影響」したということ、当月は「既往の」とい

う表現を加えている。これは国際商品市況が足許下げ止まってきているので、足許まで国内企業物価が弱含んでいるのは既往の国際商品市況の反落ということであるので「既往の」という表現を付けさせて頂いている。消費者物価については、前月「ゼロ%近傍となっている」とさせて頂いたが、2か月連続でゼロ%近傍ということなので「推移している」という表現に変えている。物価の先行きだが、国内企業物価は、前月は「国際商品市況の反落の影響から、目先、弱含みなし横ばい」としていた。国内企業物価については、前月から新しい指標、統計はまだ出てはいないが、現実に国際商品市況が下げ止まってきていて、どうやら3月、4月辺り、3か月前対比で横這い、ゼロ近傍かなという感じになってきているので、「下げ止まりに伴い、目先、横ばい圏内の動きになる」と若干変えさせて頂いている。一方、消費者物価の先行きだが、これは判断自体は全く変わっていないけれども、国際商品市況が下げ止まっている一方、消費者物価は前年比でみているため、原油価格が昨年夏に掛けて上がっている分、今年については前年比で夏位までマイナスが残る可能性が高いということもあるので、「原油価格反落の影響が残ることなどから」と若干変えさせて頂いている。私からは以上である。

#### 内田企画局企画役

続いて金融面。短観等出たが、企業金融を巡る環境に変化はないと考えている。緩和的な状況が続いているということで宜しいかと思う。従って、変更は為替・資本市場のみである。なお、資料を配付した後に米国の雇用統計などが出て、若干円安、株高という展開になっている。それに伴い修正をさせて頂ければと思う。まず長期金利については、前回会合時1.5%台だったのが、1.6%台後半ということで「上昇」で良いと思う。それから株価については、前回17,100円台であり、足許17,600円台で500円位上がっているので「株高」という評価かと思う。それから円ドル相場は117円台であったのが119円台なので2円程動いており、これも「円安」という評価になると思う。そこで修文の案だが、読み上げると、「為替・

資本市場では、前月と比べ、長期金利および株価は上昇しているが、円の対ドル相場は下落している。」である。まだ動いているが、この位の水準であればこのように変えさせて頂ければと思う。以上である。

福井議長

この見解については、後程、討議をした後でまた戻ってくるが、取り敢えず今の執行部の説明に関してご質問はないか。宜しいか。

#### IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

##### 1. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

それでは、金融経済情勢に関する討議に移るが、最初に各委員方から意見表明をお願いしたいと思う。お一方、大体5分ずつ位というふうなことでお願いする。ご発言は西村委員、須田委員、野田委員、水野委員、武藤副総裁、岩田副総裁、中村委員、そして亀崎委員、そういう順でお願いしたいと思う。最初に西村委員からお願いする。

西村委員

前回会合以降の海外経済情勢であるが、米国経済は景気拡大が減速し先行きに若干不確実性が増大した。軽度の景気下押し後、緩やかに潜在成長率近傍へ向かう蓋然性は高いが、不安材料がある。

達観すれば、住宅投資が減退し景気が減速すると、市場は将来の景気後退を予想し長期金利が下がり、それが今度は住宅投資にプラスの影響を与え下支えになるという微妙なバランスが働いてきた。これが上手く機能するためにはインフレ期待が十分に抑制されている必要がある。しかし、インフレ率は依然としてFedのコンフォートゾーンよりも高い状態にある。また3月21日FOMC声明で、インフレバイアス上方修正と政策スタンス中立化が同時に行われたことや、一部理事講演の解釈からFedが以前より高いインフレ率を許容するかもしれないという期待が生まれ、若

干のインフレプレミアムも生じているようにもみえる。これは今後インフレ率推移と Fed 政策によっては、この微妙なバランスが崩れる可能性を示唆している。さらに企業収益・設備投資ともに若干の減速感が出、サブプライムローン問題の広がりも限定的と思われるものの情報不足で不確実性が生じている。ただ雇用は依然として好調である。従って慎重に見守る必要があるというふうに考えている。

米国を除くと、良好な景況が引き続き維持されている。ユーロエリアでは高成長と失業率低下が顕著で先行きも若干減速が予想されているが、近来にない底堅さを示している。特徴的なのは、東アジア及びエマージング諸国のファンダメンタルズの強さである。中国は引き続き高い成長を維持し、固定資産投資も高く、過熱感がある。NIEs、ASEAN諸国も緩やかな拡大を続けている。メキシコ、ブラジルといったラ米諸国もファンダメンタルズが良く、それは最近の為替レートにも反映している。ロシア、インド、トルコといった国においても、景況感は強いと言える。しかし現在の好調さが原油価格を中心とした資源価格の動きに大きく依存することは改めて言うまでもない。また、国際金融情勢も2月末よりの調整はほぼ終わった感があるが、ボラティリティは歴史的には低いものの以前に比べれば高くなり引き続き慎重に見守る必要があると思う。

国内経済をみると、輸出は足許も今後も増加基調にあると思われる。世界経済のエンジンが米国一国であった時代とは異なって、現在は複数地域がエンジンとなりつつあり、輸出も安定した増加を示している。企業の景況感は高原状態である。3月短観をみると上昇モメンタムはさすがに剥落し、業況判断DIは心持ちマイナスとなった。しかし、製造業大企業に比し業況回復が遅れていた非製造業大企業で先行きDIがプラスであることは、特徴的である。製造業から非製造業への緩やかなギア・シフトを示唆している可能性がある。短観対象企業の収益も高原状態にあり、設備投資計画もこの時期としては高水準にある。設備の不足感は足許若干緩んだが先行き再び増加、雇用の不足感はさらに強い状態である。企業部門は好調を維持していると考えられる。消費は供給側、需要側データとも底堅く

推移している。供給側では、乗用車販売（除く軽）は弱いものの、家電販売は明確に回復し小売業販売額も回復している。需要側では、家計調査、家計消費状況調査からみた家計消費も、都市部の好調は持続しさらに農村部での消費も回復基調がみられる。鉱工業生産は10～12月期の反動で足許若干の減産だが、4～6月には再び増加基調に戻る可能性が高いと思われる。ただ、IT関連は高水準在庫の解消が遅れ、直近DRAM価格急落の市況を考えると、慎重な判断が必要と思われる。ただ、今般景気の特徴は産業間景況の非同期化、アシンクロナイゼーションであり、IT調整が前回景気後退のように全般的な調整に結び付く可能性は小さいと思われる。とはいえ、こうしたアシンクロナイゼーションが海外需要先の多角化等を原因として構造的に起こっているのか、それとも単なる幸運に過ぎないかは、今後の予測上重要な点なので分析が必要であると考え。雇用所得環境であるが、労働需給はタイトな状況で雇用は緩やかに拡大している。平均賃金は足許団塊世代の退職や地方公務員給与の削減の影響で伸び悩んでいるが、雇用所得の緩やかな増加基調に変化はない。物価情勢であるが、国内企業物価は国際商品市況の反落で3か月前比若干弱含み、2月全国CPI（除く生鮮）は、石油製品価格低下と携帯新料金の影響で前年比-0.1%、正確には下二桁で-0.12%であった。因みに、私が前月申し上げた予測では下二桁で-0.10%であった。同じ予測方法で次回MPM当日発表の3月全国CPI（除く生鮮）を予測すると、-0.19%つまり-0.2%へと下げ幅が拡大する。同じ手法で4月を予測すると、下三桁で-0.149%となる。この予測の基本仮定は昨年の変化と同じ変化が今年も起こるというものであり、この結果は今年が昨年と違った経路を辿らない限り今後はマイナスが暫く続くということを示唆している。以上の検討を踏まえると、基本的見解に大きな違和感はない。ただ物価についての「ゼロ近傍」というのは若干のマイナス、-0.1%～-0.3%位までを含むものであるということは明確にしておきたいと思う。これはいわゆる誤差の範囲内ということである。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

前回会合以降明らかになった経済指標の動きをみると、好循環のメカニズムが引き続き働いており、物価は幾分下振れているものの標準シナリオを概ねサポートする内容であったと評価している。

まず、輸出の背後にある海外経済について触れておきたいと思う。米国経済の成長率は鈍化しているが、年央以降は潜在成長率近傍に戻っていくというシナリオの変更を迫る材料は見出せなかった。関心の高かったサブプライム問題については、住宅ローン絡みの金融犯罪や規制強化の可能性など気になる点もあるが、それ自体が経済全体や金融市場に波及する可能性は低いという見方が広まりつつあるように思う。とはいえ住宅市場問題は米国経済にとって依然として大きな問題であって、住宅市場の調整の深さと広がりが見込めないものにならないか、今後ともしっかりと注視していく必要がある。なお、先週公表された雇用統計や株価が連鎖安前の水準に戻りつつあることは、消費のサポート材料であって、経済成長にとっては望ましい動きであるが、賃金の上昇、失業率の低下、労働生産性の低下は、ガソリン価格が再び上昇しつつある中で、インフレの悪材料となり得る。また、設備投資の動向について、足許の機械投資は減速感を強めているし、先行指標である非国防資本財受注（除く航空機）も2か月続けて弱い動きとなっており、少々気になり始めている。企業収益が堅調を維持し、かつ稼働率が高いもとの、機械投資の腰折れは考えにくい。この動きは一時的だと捉えているが、機械投資が低位にとどまるリスクも無視できない。米国経済についてこのような不確実性の高まりのもと、政策調整が遅れるリスクとそれがグローバル経済や金融市場に与える影響も懸念材料となっている。欧州経済は、消費、設備投資とも想定以上に堅調に推移しているし、今後も回復が見込まれる。中国経済の好調さは、今後も持続するとみている。国際商品市況や貨物船運賃が再び高騰している背後には



中国の需要の強さがあるとのことであり、中国については上振れリスクをより意識している。

次に国内経済についてだが、まず設備投資について3月短観の結果をみると、非製造業中小企業は足許も今年度も弱めとなっているが、その他は基本的に強く、概ね想定どおりと言える。なお、大企業非製造業の設備投資計画の強さや業況判断D Iの変化を製造業のそれと比較すると、先行き製造業から非製造業へ、景気の牽引役がシフトしていく可能性が見受けられるが、中小企業非製造業への波及はなかなか視野に入りづらいように思っている。消費についての指標は、2月まで含めてかなり強いものとなった。自動車販売は冴えない状況が続いているが、その他の代表的な指標はおしなべて前期比増加となった。家計調査の実質消費支出をみても、10~12月に+1.7%と大きくリバウンドした後、1~2月も10~12月対比でみて+1.2%と高い伸びを維持している。短観でも、小売、対個人サービス、運輸といった個人消費関連の大企業の業況判断D Iは先行き改善が見込まれており、雇用者所得の緩やかな増加を背景に、消費は緩やかな増加基調を辿ると考えられる。今後、地方公務員の給与カットの影響がどの程度出てくるか、不透明な部分はあるが、タイトな雇用環境のもとで、正規雇用確保のため初任給を引き上げる動きがみられていたこと、ベアと定期昇給の伸びは昨年よりも高い伸びが見込まれていること等から、雇用者報酬は引き続き着実に増加していくとみている。そうした所得環境のもとで、個人消費は身の丈にあった増加を続けていくとの見方を変えていないが、足許の個人消費関連指標の強さを踏まえると、想定したよりも消費が強くなる可能性も否定できない。そうした意味では、配当収入や利子所得の増加がどの程度のインパクトをもたらすのか、団塊世代が引退後どのような消費行動をとるのか等について、注意深くみていきたいと思っている。他方、定率減税廃止と税源移譲のタイムラグ効果で今年度の増税は7月の時点で認識される可能性がある。財政再建についての明確なシナリオがまだみえない中で、それが個人消費の下振れ要因となる可能性について、留意しておく必要もある。その他、国内経済に関するダウンサイド・リスク

については、従来から指摘しているIT調整がある。鉱工業生産指数の電子部品・デバイスをみると、在庫調整の進捗が思いのほか鈍く、先般の3月短観でも、電気機器の製商品在庫水準DIは漸く悪化が止まったという段階にある。今後、新卒需要等による出荷増に期待したいところであるが、在庫調整の完了時期は、場合によっては年央をみておくべきかもしれない。最後に消費者物価についてであるが、2月の全国コアCPIは前年比-0.1%であった。ただし景気の体温に見合った物価という意味で特殊要因と振れの大きい家賃を除いてみると、実勢でゼロ%ぐらいのところまで改善してきているとのことである。3月のコアCPIについては、携帯料金の低下と航空料金の低下など一時的要因もあって、マイナス幅が拡大する可能性があるが、契約更新の嵩む4月以降、各種サービス価格指数や所定内給与の動向、そして16年振りに上昇した公示地価の家賃への影響などに注目したいと思っている。

このように足許CPIは弱含みとなることは避けられないものの、短観の生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIから国内需給環境をみると、不足超幅が拡大しており、需要超過の方向で推移している。また、GDPベースの最終消費支出は1~3月も前期に続き比較的高い伸びが見込まれ、堅調な設備投資とあわせ、1~3月の実質GDPは潜在成長率よりもかなり高い年率3%程度となる可能性もあるので、コアCPIはプラス基調を続けていくという見方に変更はない。私からは以上である。

福井議長

野田委員からお願いします。

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判断するに、我が国経済は、足許まで緩やかな拡大を辿っており、また先行きも、生産・所得・支出の好循環がワークするもとので、2003年度以降比較的安定的に続いている巡航速度程度での拡大基調を維持していくものとみられる。

まず海外経済をみると、後でも触れるが、米国経済は不透明感が晴れがたい状況が続いているものの、欧州は個人消費や設備投資の回復が引き続いて好調であり、中国はもとより東アジア地域も、1~2月を均してみると、総じて堅調であったことから、世界全体としてみれば、依然として高い成長を続けていくとみている。このように、良好な輸出環境が維持されるもとで、我が国の企業部門は今年度も堅調さを維持するものとみられる。先の3月短観をみると、景況感は業種や企業規模毎に区々の動きとなったが、達観すれば、予想を超えない範囲での若干の後退を示したと言える。これには、2月末の世界同時株安に始まった金融・資本市場におけるグローバルな調整によるセンチメントの悪化と、その背景となっている米国経済の先行きに対する不透明感の高まり、あるいは、一部超好調業種における「高所恐怖症」的な実態以上の慎重さも反映されているとみており、本質的には、冒頭に述べた景気の基調判断に大きな修正を促すようなものではないと考えている。その中であって、中小企業の業況判断DIは、製造業・非製造業、あるいは「最近」・「先行き」とも悪化しており、内外需給判断DIにおいてもその弱さが認められるところが、やや気懸かりな材料である。2月の鉱工業生産速報をみると、生産は前月比-0.2%と2か月連続のマイナスとなったものの、事前予測の減産幅を大きく縮小するものであったほか、3月、4月はプラス転化が予測されており、1~3月は6四半期振りのマイナスは避けられないにしても、米国景気の急激かつ大幅な後退がない限り、この停滞は一時的なものにとどまるとみている。設備投資をみると、2007年度計画の打ち出しは、ここでも中小企業の若干の弱さがみられるものの、大企業では前年並みとなっており、設備投資DIの先行きも、業種・企業規模にかかわらず、「不足」超幅が拡大している。これらは、今年度の経済成長の持続性を引き続き設備投資が底堅く下支えする姿を示唆していると言えよう。大企業の設備投資計画に関しては、2007年度は、非製造業の伸びが+3.1%と製造業の+2.5%を上回った。これは、業況判断DIの先行きが非製造業は+23、製造業が+20、販売価格判断DIの先行きが非製造業が-2ポイント、製造業が-5ポイントという結果

とも整合的であり、景況感の改善が製造業から非製造業に波及してきたことを示すものとしてインプレッシブであった。個人消費についてみると、2月の各種指標は、自動車販売を除いて押しなべて改善を示しており、10～12月の持ち直しの後、1～2月は底堅く推移している。また、3月短観の個人消費関連業種の景況感はこれを裏付けており、先行きについても総じて顕著に改善するなど、個人消費の回復基調持続を示唆するものであった。ただし、消費財の出荷動向からみると、国内総供給指数は1月に引き続き前月比低下している。均してみれば、回復基調は続いているとの判断を変えていないが、今後の動向には注視したいと思う。

次に、幾つかのリスク要因のうち、米国経済の先行きに関するリスクについてのみ触れたいと思う。サブプライム住宅ローンについては、バーナンキ議長も含めてFRBの高官が口を揃えて「不透明ではあるが、住宅市場のみならず経済全般や金融市場への影響は抑制されたものになる可能性が高い」と述べているが、このサブプライム問題はともかくとしても、足許の住宅関連指標は強弱入り交じっており、未だに予断を許さない状況が続いているとみるのが妥当なところと考える。

バーナンキ議長の議会証言では、住宅問題から派生するリスクに加え、2003年第1四半期以来15期振りにマイナスとなった「設備投資の低迷が続くこと」というリスクが挙げられたことにも注目している。2月の非国防資本財受注（除く航空機）は前月比-2.4%と1月の同じく-6.2%に続きマイナスとなった。製造業の生産は昨年9月をピークに増勢が鈍化しており、出荷・在庫バランスの底打ち感も未だみえない中で、設備投資の回復には思いのほか時間を要するかもしれない。一方、主力エンジンである個人消費は、足許まで堅調に推移しているが、主要な二つの消費者コンフィデンス指数は、3月はともに大幅に低下している。ガソリン価格の反騰、株式・住宅資産の軟化、長期金利のジリ高など、これまでの個人消費を支えてきた柱のうちの幾つかが弱くなっているという点が少なからず気懸かりである。一方で、先日発表された3月雇用統計の雇用者数は、予想を大きく上回る18万人増となった。失業率も4.4%と先月から0.1%ポ

イント低下し、2001年5月以来の低水準となり、高い賃金上昇率も維持され、ユニット・レーバー・コストも高まったとみられる。これらは、FOMCがプレドミナント・ポリシー・コンサーンとしている「インフレが期待どおりに低下しない」というアップサイド・リスクの高まりを示すものであった。以上のように、米国経済の見通しについては、上下両方向のリスクの拡大により、ソフトランディング・シナリオを維持できるかどうかという点に関する不確実性が、前回会合時に比べやや高まったとみられる。欧州あるいは多くの新興国の株式市場が2月末の世界同時株安以降の水準を早くも回復した一方で、日本の日経平均株価が年初来ピークに対して、昨日の終値でなお-2.6%、NYダウ平均は同じくピークに対して-1.7%のところにとどまっていることは、この辺りの先行きの不確実性の高まりを反映しているものともみられる。

最後に物価について触れたいと思う。コア消費者物価の前年比は-0.1%と昨年4月以来のマイナスとなったが、これは原油価格反落による石油製品の下落等の特殊要因によるものである。原油価格が短期的には鈍化するものの米国におけるガソリン在庫の減少や中国の国家備蓄の本格化などにより需給がタイト化し、再び高騰することも予想され、特殊要因の変動は予断を許さないが、目先暫くはゼロまたは若干のマイナスが続くというのはほぼ間違いないところである。そうであっても、根源的な物価を形成するメカニズムに大きな変化はなく、時間軸をより長く延ばしてみた場合、基調は僅かずつでも緩やかに上昇していくというこれまでの考え方を変える必要はない。差し当たっては、労働需給のタイト化を受けて人件費の増加圧力が高まる中、4月に価格改定期を迎える各種サービス価格の動向をよく見極めたいと思う。私からは以上である。

福井議長

水野委員からお願いします。

## 水野委員

まず、金融経済月報の基本的見解については、特に違和感はない。日銀短観、3月調査については、皆様の説明にもあったように、企業部門の好調さを確認できる内容であった。3月短観の業況判断D Iについては、製造業大企業のD Iは+23、前回+25 から2ポイント悪化ということで、加工業種を中心に幾分悪化したものの、昨年12月の3月予測の+22を上回った。米国経済の減速を受けて小幅悪化したが、世界同時株安が進行し、米国のサブプライム住宅ローン問題を受けて米国景気弱気論が台頭する中、企業が多少慎重に回答したことは自然だと思われる。6月予測は+20と3ポイントの悪化が見込まれている。ただ、昨年12月短観の水準が極めて高い水準であったこと、「悪い」と答えている企業数は3月の8%ポイントから6月予測は6%ポイントとむしろ減っていることから、6月の製造業大企業のD I悪化は短観特有の「統計のクセ」であり、景況感が悪化基調に入ると判断するのは早計だと思う。個人的には、大企業製造業の業況判断D Iが今後とも+20~+25の範囲内で推移すれば景況感的には特に問題ではないと思う。一方、大企業非製造業は前回と同じ+22になると同時に、6月予測は+23と1ポイントの改善と今回の景気回復局面でもっとも高い数字となった。非製造業は先行きについて慎重ながらも明るい見通しを持っている、と判断できると思う。今回の短観から経済の先行きの見通しについて幾つかのインプリケーションがあるのではないかと、思う。三つ程指摘したいと思う。まず第一に、「経済の二極化」がさらに進展していることである。第二は、個人消費が意外と底堅い動きをみせる可能性があることである。大企業の対個人サービス、小売業の数字から、サービス関連消費を中心に個人消費が底堅い動きをみせていることが読み取れる。2007年度の経常利益計画をみると、小売業は前年比+9.5%、飲食店・宿泊も同+22.4%と、2006年度実績見込みの同+8.4%を大幅に上回っている。雇用人員判断をみると、企業の人手不足感は、足許のみならず、6月に掛けてさらに強まる見通しである。個人消費は昨年夏場以降持ち直しているとの見方をサポートする内容でもあったと思う。昨年12

月期に大きくリバウンドした個人消費は、年明け後に公表された1~2月分の他の個人消費関連統計をみても底堅いものが多いということで、まだ3月分の指標は極く一部しか公表されていないが、1~3月期GDPの個人消費もかなり良い数字が期待できそうである。我々は、1月の展望レポートの中間評価において、個人消費の見通しを下方修正したが、その後公表された1、2月の個人消費関連統計が底堅い数字となっていることと短観のデータは整合性が取れると思う。第三に、設備投資の底堅さである。今年度、2007年度の土地投資額を含む大企業の設備投資額は、製造業が前年度比+2.5%と2002年度の+2.2%以来の低い伸びとなったものの、非製造業は+3.1%と、こちらの方は1990年度の+3.9%以来の高い伸びとなったことである。2006年度の非製造業の土地投資額が前回調査比+3.9%ポイントの上方修正で18.2%と力強い伸びをみせるなど、2007年度の設備投資計画は今後上方修正される可能性が高そうだということである。

次に、先月発表された公示地価であるが、全国の全用途平均は前年比+0.4%と、16年振りにプラスに転じた。内訳は、商業地が+2.3%、住宅地が+0.1%となった。三大都市圏は、+3.8%と全体のリード役となった。中でも三大都市圏の商業地の地価は昨年につき上昇し、上昇ペースが加速した。住宅地もプラスに転じている。一方、地方圏は、全体では、商業地が-2.8%、住宅地も-2.7%とマイナスが続いているが、マイナス幅は縮小してきている。もっとも、今回の公示地価は都心部の地価上昇が全体を押し上げた側面が強いこと、公示地価は実勢の不動産取引に半年から1年程度遅行指標である——もっと遅れていると言う方もいるが——ということ、実際の都心部の地価の上昇率は鈍化していること、三番目として不動産取引の専門家の間では、足許の商業地の地価上昇はキャップレート低下によるものから賃金上昇によるものに変化していることから、先行き主要都市の地価の上昇余地はあまり大きくないのではないか、という見方があること、金融監督当局による規制や金融引締め政策の効果が直接的に及ばない不動産ファンド、J-REITが優良物件を巨額な資金によって

買い上げていること、は忘れてはいけない点ではないかと思われる。

最後に、米国経済についてコメントする。2月の民間建設支出は前月比+0.3%と、市場予想の-0.4%を上回った。内訳をみると、居住用建設支出が前月比-1.0%と、1月の-1.7%に続き11か月連続でマイナスである。一方、非居住用建設支出の方は+2.3%、1月の-0.3%を十分補う反発をみせた。2006年の米国経済は個人消費と設備投資が景気のリード役となった。実際、民間非建設支出は前年比+16.3%と強く、設備投資は高い伸びをみせた。昨年10~12月期の実質GDP統計でも、設備投資は前期比年率-3.1%と7月の+10.0%の反動もあってマイナスに転じた。住宅投資は-19.8%と5四半期連続でマイナスとなっているので、昨年10~12月期のアメリカのGDPについては、個人消費の年率4.2%だけで、実質2.5%という年率成長率を達成したということになる。ただ、3月の雇用統計では非製造業雇用者数が前月18万人と市場予想を大きく上回り、過去2か月間も合計3.2万人上方修正された。雇用者数の業種別内訳をみると、建設業が前月比5.6万人と2月の急減——-6.1万人であった——を完全に取り戻した。これにより、2月の建設業の雇用減は住宅市場の減速を反映した可能性もあるが、天候要因による一時的な下振れであった可能性もあるということを示唆していると思う。経済活動の強さを示す総労働投入時間は前月比+0.6%、1、2月の低迷の反動もあって力強く持ち直した。この結果、1~3月期の総労働投入時間の前期比年率は1.5%と昨年10~12月期の2.2%から鈍化したもののまずまずの伸びを確保したことになる。失業率が4.4%と、2月の4.5%からさらに低下し、今サイクルのボトムであった昨年10月を下回ったことを考慮すると、Fedはインフレ懸念を払拭できず、様子見姿勢を維持すると見込まれる。金融市場では最近、耐久財受注の低迷などから設備投資の先行きへの悲観的な見方が浮上していたが、今年1~2月平均の民間非住宅投資支出は昨年10~12月期比+2.1%と持ち直したことに加え、市場予想を上回った3月の雇用統計は、米国悲観論に修正を迫ると思われる。以上である。



福井議長

武藤副総裁から願います。

武藤副総裁

3月短観を含め、今回の会合までに発表された指標をみると、我が国経済は引き続き、生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持されており、先行きも物価安定のもとで息の長い成長を続けていく可能性が高いと考えられる。

まず、海外情勢であるが、米国では住宅市場の調整が続く中で、景気拡大テンポが鈍化している。しかし、所得の増加を背景に、個人消費の減速は緩やかなものにとどまっている。また、企業部門をみると、足許、機械投資が減速感を強めているものの、構造物投資は引き続き緩やかに増加している。サブプライムローンの延滞率上昇についても、その市場規模からみて、現時点では、米国経済に与える影響は限定的との評価で良いように思う。こうした点を踏まえると、先行きは、年半ばに掛けて家計支出の調整が一巡、ソフトランディングが実現するというシナリオの蓋然性が引き続き高いと考えられる。ただし、住宅市場調整の帰趨はみえていない。また、企業収益が依然高水準にあることを踏まえると、それ程心配する必要はないと思うが、やはり設備投資の弱めの動きがどうなるかはよくみていく必要があると思う。一方で、コアインフレ率はなお高めであることから、引き続き上下双方のリスクに対し注意を払う必要があると思う。欧州ではしっかりとした景気回復が続いているし、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でも総じて緩やかな景気拡大が続いている。

次に日本経済であるが、企業部門では、今申し上げたような海外経済の拡大を背景に、輸出が増加を続けていく可能性が高いと考えられる。また、高水準の企業収益が続くもとで、設備投資は増加を続けていくとみられる。3月短観はこうした見方を裏付ける内容であり、2007年度の設備投資計画は前年度比-0.3%と年度初としては堅調な数字となっている。企業の業

況判断DIは、12月調査対比ではほぼ横這いであり、株価調整や生産調整などの中で調査が行われたことも勘案すると、良好な水準と言えらると思う。

次に家計部門については、雇用者数が着実に増加を続けているもとで、雇用者所得は緩やかに増加している。一方、一人当たり賃金の弱めの動きが続いていて、これには団塊世代の退職増加のほか、地方公務員の給与削減も影響しているとみられる。ただし、短観も裏付けているように、企業の人手不足感は着実に高まっていることから、賃金にも徐々に上昇圧力が加わっていくものと考えられる。実際、民間調査によると、今年度の主要企業の賃上げ率は3年連続で前年を上回っている。個人消費は底堅く推移している。乗用車販売は弱めの動きが続いているが、年明け後の百貨店・スーパー売上高は増加しているほか、家電販売が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、雇用者所得の増加と歩調を合わせて、個人消費は緩やかな増加基調を辿るとみられる。

生産については、昨年第4四半期の自動車増産の反動などから、1月以降、小幅の減産が続いている。しかし、均してみれば、内外需の増加を背景に四半期ベースで1%程度の増加基調が続いているとみられる。実際、企業ヒアリングによると、4~6月は前期比1%程度の増産に転ずる見通しである。在庫は、全体としては出荷と概ねバランスが取れた状態が続いているが、電子部品・デバイスでは在庫積み上がりが解消されていない。世界全体のIT需要は堅調であるため、この分野の調整が深刻化する可能性は高くないと思うが、携帯電話向けの調整に不確実性が残るほか、新型OS搭載パソコンの販売が盛り上がりやを欠くとの情報もあり、引き続き調整の進展を注視する必要がある。

物価については、国内企業物価は、国際商品市況の下げ止まりに伴い、目先横這い圏内で推移するとみられる。コアの消費者物価については、これまでの原油価格反落の影響のほか、携帯電話の低料金プラン導入の影響もあり、2月は-0.1%と、予想どおり前年比マイナスとなった。3月以降もマイナスも含めてゼロ近傍で推移する可能性が高い訳だが、物価形成の

基本的な環境をみると、資源の稼働状況は高まってきている。3月短観をみても、企業の雇用不足感が高まっているほか、設備判断DIも引き続き不足超となっている。従って、やや長い目で先行きを見通すと、消費者物価は基調としては緩やかに上昇していくというふうと考えられる。

なお、先月公表された公示地価だが、16年振りに住宅地、商業地とも上昇した。都心の一部で大幅な上昇がみられる一方、地方圏の多くでは下落が続いており、二極化が進んでいる。全体としては、概ね収益性に見合った価格形成が行われているとみられるが、資産価格が実体経済に及ぼす影響には引き続き注意していく必要があると考える。以上である。

福井議長

岩田副総裁からお願いします。

岩田副総裁

まずアメリカ経済だが、住宅投資の調整が、私は今年前半でほぼ終了と思っていたのだが、やや後ずれする可能性があるのではないかとということ、設備投資がやはりやや弱めの動きになっているのではないかと思う。住宅投資について、私が特に注目しているのは、住宅価格が今後どのように動くかということである。足許をみると、OFHEOでは6%程度上昇しているのだが、ケース・シラー住宅価格指数は1月に前年比0.2%下落した。2007年から2008年に掛けて、もしかすると住宅価格が3%程度下がるというような予測も行われている。住宅価格が下がると、資産の伸びを鈍化させる、あるいはマイナスにするという効果を通じて、消費にも悪影響が及ぶということなので、住宅価格の動きに注目をしている。もう一つの設備投資については、なぜこのところ急に鈍化したのか、なかなか説明が難しいのだが、幾つか要因を挙げると、一つは、昨日須田委員からご指摘あったように、環境保護の観点から大型トラックの排ガス規制が1月から実施されたことに伴う調整、また、水野委員からご指摘のあった住宅関連建設機械の出荷減少、それから私が割合重要だと思っているのは、少

し中期的にみて、期待資本収益率あるいは期待成長率が低下するという  
ことに併せて、企業がやや設備投資に慎重になっている可能性があると思う。  
特に、成長率に関しては、生産性が一時期 2.5%を上回っていたが、どう  
も足許 1.5%程度に下がってきていて、しかもこれが単にサイクリカルな  
のかどうかがとても微妙であり、マーケットは必ずしもサイクリカルでは  
ないと受取っている節があると思う。こういうことで、設備投資がやや弱  
めの傾向ということである。雇用の数字は、私が予想していたよりも遙か  
に強い数字が 3 月に出た。労働投入の伸びは、出沢国際局長の話では前期  
比で 0.4%、年率にすると 1.6%になるのだが、私は 1.5%位しか成長し  
ないと思っていたので、そうすると生産性の伸びはゼロということになる。  
あるシンクタンクはこの雇用が出た後も——あそこはハイ・フリークエン  
シー・モデルでやっていて、データが入るごとにリバイスしているが——、  
1.8%の成長率を見込んでいて、やはり労働生産性の伸びについては、前  
期比でも年率でみても、非常に低いものを見込んでいる。生産性の伸びが  
低いということは、失業率が 4.4%にまで下がったところにも表われてい  
て、どうやらアメリカの潜在成長率は、前から予想していたが、どうも  
2.5%位のところへ低下してきているのかなと思う。このインプリケー  
ションなのだが、住宅投資において調整がやや後ずれし、設備投資が思っ  
たよりやや弱いということで、従来民間の中でもいわゆる弱気の人がリ  
セッションを予測していたが、それは勿論ない。しかし、2007 年を通じ  
て大体 2%位の成長で、それ以上はあまり引込まないけれどもそれ以上  
高くもならない、結果として年平均で 2%位というシナリオの確率がより  
高まってきたような気がする。このことは実は世界経済の成長率にもイン  
プリケーションがある。現在、IMF 等では、2006 年は 5%程度成長し、  
2007 年は 4.5%程度と 0.5%位の減速というようにみているのだが、これ  
は購買力平価で計っているのので、為替レートを実勢でみると私は、4.5%  
から、もしかすると 3.5%位にまで減速する可能性もあると思う。そうす  
ると、これはちょっと悪循環なのだが、アメリカの企業は海外での収益が  
非常に高く、S & P 500 企業は収益の 3 割位を海外で上げているので、そ

こが減るとやはり期待収益率が下がってくる。そうすると設備投資もあまり伸びないということになる。収益という観点では、日本の企業収益にも私はインプリケーションがあると思う。今、日本の企業は、輸出の形にせよ、現地の生産活動にせよ、相当海外で稼いでいるので、企業収益の面では2007年は2006年よりも伸びが鈍化するのではないかと考えている。

以上がアメリカだが、もう一つは日本の消費である。私が予想していたよりも1~2月は強い数字になっている。どうして強いのかと色々私も考えているのだが、一つは交易条件の悪化が縮小したということがある。石油価格が一度下がった訳で——またこれから上がっていくかもしれないが——、この価格の低下は消費者物価に対して勿論マイナスに作用するのだが、期待物価上昇率に対してもマイナスに作用する。私は、夏に日本の個人消費が一時的に弱含んだ時に、石油価格の上昇、交易条件の悪化ということが影響していた部分がかかなり多く、今はそれが戻ってきているところが一つあるかなと思う。もう一つは、税源移譲によって、1月、5月には中央政府の方が先に減税し、地方税が上がるのは6月以降なので、その間のプラス効果があるかと思う。それから団塊世代の退職金なのだが、この効果についてはなかなか評価が難しい。退職者が増えるということで家計消費が全体として非常に強くなるのかどうか。退職金でバック旅行に行ったり、あるいは家の設備を修理したり、色々と支出が増えるという説もあるのだが、平均的な60歳以上の無職世帯の消費支出は、普通の世帯、2人世帯に比べ、大体3割位低い。どちらかと言うと、やはり退職すると支出額は減るのではないだろうか。ということで、退職金が増えるので消費が強くなるというのは考えにくいかなと、むしろ、消費のパターンが変わる位のことではないかと思う。一方で、配当所得は明らかに増えているので、これはプラス材料だし、1、2月は天候要因もプラスに作用している。3月はやや不確定ということかと思う。以上、消費がなぜ1、2月に強かったかについての私なりの説明なのだが、その一方で、マイナス要因は何かというと、基本的には賃金なのだが、その他にも私がちょっと心配していることとして、消費者金融の上限金利引き下げと総量規制がある。

これがきちっと実施されていくと、民間の予測で色々あるのだが、消費を0.2%~0.4%位、単年度に集中すると0.5%位押し下げる可能性もあるということである。貧しい家計、借りてそのまま使っている家計では、これはダイレクトに消費にいくと思うので、この影響はもしかするとこの先出てくる可能性がある。もう一つは、私は、賃金の伸びがどうしてこんなに低いのかずっと分からなかった。5年も経済が拡大していて、なぜ今頃、名目賃金の伸びがマイナスになってしまうのか全く理解できなかったのだが、強いて理由を探すと、やはり非製造業の中小企業の問題と言うか、地方あるいは地場産業の問題と言っても良いのかもしれないが、中小企業の一人当たり付加価値が、ここまでの拡大期を通じてずっとマイナスということである。1%のマイナスである。一人当たり賃金も-1%で、それが去年の夏後半以降-2%位に拡大してしまった。これもどうして拡大したのか。もしかしたら、公共部門が影響しているかもしれない。中小企業非製造業の生産性の伸びがマイナスのままであって、賃金も名目でずっとマイナスのまま、そういうことが基調として存在しているがゆえに、少し特殊な要因が加わると、全体としての名目賃金がマイナスになってしまう、こういう構造になっているのではないかと思う。従って、このことは消費の持続的な拡大ということに対してやはりマイナスの要因ではないかと思う。また、IT部門の調整について、須田委員は夏までずれ込むかもしれないとおっしゃったが、私はもしかすると当初の予定どおり3月末で価格が底打ちしたのではないかと思っている。その意味では、大体私がずっと思っていたような姿で今も進行しているということである。ただ、液晶は少し後ずれするかもしれない。これに関連して、景気動向指数のDIは、先行が4か月連続、一致が2か月連続、遅行が1か月、全て50割れになった。CIの方も先行、一致、遅行とも全て前月比マイナスになった。生産関連で言うと、内閣府の方も基調判断として足許弱含んでいとおっしゃったが、そのとおり進行している。私は、ずっとそういうふうに申し上げてきて、2月の時も軽度とはいえ踊り場ではないかと申し上げたのだが、生産関連はそういうことが現実には起こっていると思う。勿論、これが

景気後退になるとか、そういうことではないと思っているのだが、それなりの調整が行われていると認識している。最後に消費者物価だが、私が一番注目しているのは、やはり4月以降、どの位一般サービス価格が上がってくるかという点である。賃金について、去年は大学卒の初任給が1.6%増加したけれども、今年は何の位上がるのかである。それに連れて一般サービス価格がどの位上がるか、に注目している。東京をみると、一般サービス価格の上昇率は1月が0.3%の上昇だったが、3月は0.1%の上昇で、この間むしろ上昇幅が小さくなっている。東京のように不動産が活況である一方、家賃が下がるというのは、私はよく理解できないのだが、家賃がこれまでプラスだったものがマイナスになっていること、それから航空料金の割引料金等が影響している可能性がある。この結果、東京の実力コアは、-0.05%だったのが-0.2%へと——これはある民間機関の計算だが——、むしろマイナス幅が拡大している。これは全国と反対の動きになっている。消費者物価の動きについては、2月に十分申し上げたので、これ以上付け加えることはないが、私が申し上げたとおりで動いていると認識している。以上である。

福井議長

それでは中村委員からお願いします。

中村委員

昨日、執行部から内外経済についての報告があったが、つい先日まで海運業の現場に身を置いてきた立場からみて、「わが国の景気は、緩やかに拡大している」という判断については、概ね違和感がないものと受止めている。

まず、海外経済については、報告にもあったように、全体として着実な成長を続けていると思う。世界的なコンテナ船や不定期専用船の状況を見ても、荷動きは堅調であり、運賃も需給逼迫から強含んでいる。船会社は向こう数年間に亘って平均5%を超える増加が見込まれる世界の海上輸送

需要に応えるために、積極的に船舶投資を拡大している状況である。地域別にみると、米国については、不透明感が残るもののソフトランディングする可能性が高いとみて良いのではないかと考えている。米国以外の地域をみてみても、欧州、アジアとも堅調に推移しているとの報告であったが、特に中国については、ここ数年、中国向け、中国出しともに貨物量の伸びが目覚しく、高水準の成長振りを実感している。因みに、2006年の中国からアメリカ向けのコンテナ・カーゴであるが、16.6%の伸び率、2005年が25%、2004年にいたっては35%と、こういう高い水準になっている。一方、国内経済については、「緩やかに拡大している」との評価で良いと思うが、私自身はここ数年、内航海運に携わってきた中で、景気の現状については、悪くはなっていないが、拡大の実感に乏しいというのが率直な感想である。例えば、国内の海上貨物の動きをみると、確かに増えてきているが、そのテンポは緩やかである。すなわち、生産は増えているようだが、メーカーは、物流及び配送の効率化やCO<sub>2</sub>排出量削減を目指して、なるべくモノを動かさない体制を構築しつつあるため、ストレートには荷動きの増加に繋がっていない。また、東京から九州への航路は比較的荷動きが好調だが、北海道向けの航路は微増ないしは横這いといった地域間格差もみられている。こうした増加テンポの鈍さ、あるいは地域間格差といったことが、景気拡大の実感の乏しさに繋がっているのではないかと考えている。こうした中で、景気の先行きを見通すうえで、名目賃金や物価の弱めの動きをどうみるかというのがポイントの一つと思うが、それぞれ、経営の現場で感じてきたことを率直に述べてみたいと思う。まず賃金については、統計上弱めの動きが続いているが、経営者の実感としては、労働市場の需給が引締まり傾向にある中で賃金を引き下げることは、不可能だと思っている。ただ考えられるのは、昨年からの定年延長の制度を導入しているし、それから多くの企業においては、55歳前後での役職定年制を導入している企業が多いかと思う。すなわち、55歳を超えると年収が3割～5割、段階的に給与が引き下がっていく。700万人と言われている団塊世代がまさに5年前からこのゾーンに入っているということで、場合



によってはこういった影響が一部出ているかもしれないというふうに思われる。もっとも、最近では人材の確保が徐々に難しくなっており、良い人材を採るためにはある程度賃金を引き上げざるを得なくなっていることも事実であり、人手不足による賃金上昇圧力は、今後、徐々にではあるが着実に高まっていくのではないかと考えている。一方、物価については、いわゆる「コアCPI」の前年比が2月にマイナスに転じるなど、弱めの動きが続いている。原油や素材などの価格が上昇し、労働や設備の稼働率も上がっているにもかかわらず、物価に影響が現われてこないのが謎とされているようだが、私としては、その原因の一つとしては、輸入品との競合や過当競争とともに物価下落が長く続いたことで、消費者の値上げに対するアレルギーが非常に根強いことが挙げられると思われる。原材料やエネルギーなどのコストは着実に上昇しており、本来であれば製品価格に転嫁してしかるべきところであるが、企業は、値上げをすれば消費者の反発を受けるのではと、値上げに極めて慎重な姿勢で臨んでいる。例えば、フェリー事業においては、燃料費がコスト全体を占める割合が約4割であったけれども、運賃への価格転嫁は半分程度であった。従って、残りの半分については、他社との共同運航、あるいは不採算航路の廃止、徹底したコストの削減というようなことでアブソープせざるを得なかった。一方、運賃を上げられたトラック等業者は、メーカー等にその分が転嫁できているかと言えば、3割～5割位しか、その運賃の値上がり分が吸収できていないということである。国際的に非常に高い競争力を誇っている自動車産業ですら、国内販売では、素材の値上がりにもかかわらず、製品の価格が上げられずに、一部のメーカーでは採算割れという話も聞いている。もう一つの弱めの原因として感じられるのは、国内の調整の遅れた一部の非効率的な弱い企業が、依然としてダンピングを行って、価格上昇の足を引っ張っていることである。今述べた一点目の理由とも関係するが、製品価格を上げられない企業は、そのしわ寄せを中間業者の排除や弱い立場の下請け中小企業や運送業者に求めがちである。そういった弱い立場の企業は、本来は断るべき注文であっても、競争の厳しさにあつて、採算割れの

安値で受注を受けてしまっている。これが結局、業界全体の価格引き上げの足を引っ張るといふ悪循環に陥っていることも考えられる。このように、消費者が怖くて値段が上げられない、あるいは、注文欲しさに安値で受注を受けてしまうということが、生産から流通の各段階で起きていて、消費者に届くまでの間に、コスト高の影響のほとんどが吸収されてしまっているのではないかと思われる。しかし、こうしたことにも限度があり、よく言われるが、今後、構造改革にあつて、生産効率の悪い一部中小企業等が排除されて、というようなことがこれからじわじわ起こることも考えられる。こうしたことから、景気が緩やかに拡大する中で、さすがにデフレ・スパイラルに陥るリスクはほとんどないと思うが、物価は、当面、緩やかな上昇にとどまる可能性が高いと考えられる。もつとも、長い目でみれば、企業の合理化余地もいずれは乏しくなっていく訳で、いよいよ合理化余地がなくなり、構造改革が進み、かつ値上げに対する消費者のアレルギーも薄まってくれば、コスト高が一気に価格に現われてくるリスク——当面、その可能性は非常に小さいと思われるが——がないとも言えず、やはり需給ギャップが拡大する中で、注意深く物価の動きを観察していくことが必要だと思われる。

最後に今月の基本的見解であるが、先行きの表現を含め執行部提案に異存はない。我が国の景気は、先行きも緩やかに拡大していくと思うが、米国経済の動向や石油価格の動向、そして国内の賃金・物価の動向、さらには皆様のご指摘のあつたIT在庫の動向や、世界的な金融資本市場の調整の影響などについても、注意していくことが必要と思う。以上である。

福井議長

亀崎委員から願ひする。

亀崎委員

新人であるが、宜しく願ひ申し上げます。先週4月4日まで、これまで41年間勤務していた三菱商事では、海外から多くの訪問客が来て、その

際日本経済についての質問に答えていたので、そのベースでの私の理解を、次のとおり申し上げる。

日本経済は、成長率が2%強の緩やかな拡大基調にあって、拡大期間は5年を超えてもなお堅調に推移しているというふうに思う。ただし、その牽引力は第一に輸出であって、第二に設備投資であり、GDPの約6割を占めている個人消費はまだまだ力強さを欠いている。一方、世界経済は、2003年以降同時好況とも言えるような状態で年率5%程度の成長を遂げており、日本経済もその恩恵を蒙っている訳だが、こうした良好な外部環境が続いているうちに日本の個人消費が経済成長の牽引力になるということが、喫緊の課題と考えている。こういった輸出依存の現状では、当然世界のGDPの約3割を占める米国、あるいは日本の最大の貿易相手国になりつつある中国、これら経済の影響は極めて大きいと言わざるを得ないと思う。そこで、中国だが、ご案内のように様々な社会的かつ経済的な諸問題を抱えてはいるが、内需・外需ともに極めて力強い拡大が続いており、来年の北京オリンピック、そして2010年の上海エキスポ、ここ位までは国の経済政策によって高成長が続いていくのではないかと思う。一方、米国だが、先程来縷々ご説明があったように、住宅・自動車市場の減速が続いているし、企業収益は高水準ではあるが伸びが鈍化している。個人消費は良好な雇用・所得環境のもとで底堅く推移し、また輸出も堅調である。先週末の雇用統計でも確認されているように、全体としては緩やかな拡大が続いており、基本的には軟着陸に向かっているのではないかと思うが、ただ、ご指摘のサブプライム住宅ローンの問題等々、景気減速のリスク要因を抱えている米国の金融政策というのは、当面、景気、それから物価、両睨みで臨まざるを得ないという状況であるだけに、注意深くみていく必要があるかというふうに思う。日本の物価だが、基本的にグローバル競争のもとで販売価格を引き上げづらいことが根強い下押し圧力として働いており、2月のCPIは、原油価格反落等の影響もあって、前年比小幅のマイナスとなっていることは先程ご指摘のあったとおりである。もっとも、国際商品市況の方は、CRB指数が4か月振りの水準に反発して、また、

日経商品指数 42 種は、21 年振りの水準にまで上昇している。これを受けて、川上の企業物価指数は前年比プラスを続けて、企業サービス価格指数についても前年比プラスとなっている。こういった川上の物価上昇圧力は、いずれは川下にも波及してくる可能性もあるため、注視していきたいと思う。なお、執行部の金融経済月報の基本的見解には、私は異存はない。

以上であるが、ここで、私は、今回が初めての金融政策決定会合となるので、一言だけ申し上げたいというふうに思う。私がかつてベルリンに勤務して感じていたことであるが、ドイツがかつて東西に分断されて二つの国家であった時代、西ドイツは資本主義社会において、また一方の東ドイツはコメコンの中で、いずれも最先進工業国であった。しかし、この両国の経済力の差というのは歴然たるものであった。これから考えられることは、一つはドイツの人々が優秀であるということ、もう一つはどんなに人々が優秀であっても国家政策、経済システムが違くと大きな差が出てしまうということを示しているのではないかと思う。我が日本については、戦後の経済発展は目覚しく、今やGDPで世界第二位の経済大国であるが、将来に亘って持続的成長を遂げなければいけない中では、国家の政策が大きく関わってくる。こういった意味で、日銀の役割は極めて大きいものがあって、私もその重責をひしひしと感じている。従って、私としては、変化が常態であるという中で、グローバル化——これはもう不変であると思うが——、この影響などには、目を凝らしていく必要があると思っている。微力ではあるが、可能な限りの情報収集と把握、そしてその分析をつぶさに行うとともに、先入観とか、予断とか、そういうものは持たないで適切な判断ができるように努力して参りたいと思う。以上である。

#### 福井議長

以上で一通り各委員からご見解の表明を頂戴した。いつものとおり私の意見も交えながら、皆様方の意見をできる限り纏める努力をしてみたいが、今回の情勢判断のポイントは、申すまでもなく短観をはじめとする前回会合以降に公表された様々な指標を踏まえて、経済及び物価情勢の見通しに

ついて、我々が持っている展望レポート、あるいは1月の中間評価のシナリオに沿った展開が続いているかどうかを確認するということだと思う。そうした視点に立った場合に、世界経済は皆様方からもご指摘があったとおり、基本的には堅調な拡大が続いていると、この点にご異論はなかったかと思う。米国以外のユーロエリアはしっかりとした景気回復が続いている。中国も固定資産投資はやや減速したとは言え引き続き高い伸び率になっていて、過熱気味という懸念があるが、一応内外需ともに力強い拡大が続いている。NIEs、ASEAN諸国地域でも、輸出の増勢が続いているという感じがあるが、内需の堅調も続いているということで、総じて緩やかな景気拡大が続いているという状況である。残るアメリカについては、引き続きなかなか明確な判断が難しいが、基本的には安定成長へと次第に軟着陸する可能性が高いというシナリオは変わっていないということで皆様方のご意見も一致していたと思う。ただ、将来に向かっての不確実性がやや高まっているともみえると、こういう微妙な状況ではないかということだと思う。一つは、引き続き住宅市場の調整がある。明るい指標、引き続き問題含みの指標、入り混じっている状況だけれども、注目すべきは住宅の在庫水準がなお高いということで、今後の調整過程で住宅価格にどの位影響があるか、これが一つのキーポイントであると私も思っているし、岩田副総裁からもご指摘があった。もう一つはサブプライム・モーゲージローンの問題である。この問題は全体のウエイトからすればマグニチュードは小さい、影響力は小さいので、影響も限定的だというのが一応の判断になっているようだが、本当にそうかというところと多少疑問がなお残っているということで、注目しなければいけない。それから住宅市場だけではなく、最近では設備投資、特に機械投資について、やや減速感が強まっているということがある。これは建設機械、あるいは自動車関連、先程の排ガス規制の問題もあるが、それ以外にも問題含みであるというところをどう理解するかという点は若干パズリングであり、就中米国経済の生産性の低下と機械投資の減速というのがどういうふうに絡んでいるかということが、まだこれから解明されるべき課題として残っており、そういった

ところが非常に大きな問題だということである。一方、雇用情勢をみている限り、予想よりも強めの数字が出ており、実際に雇用情勢は非常に堅調だというふうなことで、個人消費の面から米国経済の底堅さがそう簡単に揺らがないだろうというふうな感じはある。ただし、生産性の低下と雇用の増加を組み合わせていくと、今度はインフレ・リスクというものをソフトランディングのプロセスの中で完全に吸収し尽くせるのかという、予ねてから抱いている問題に対して懸念の度合いが強まるのかといったことがある。従って、米国経済については、引き続きダウンサイド・リスクとアップサイド・リスクの両面から注目を要すると、皆様方のご意見も敢えて纏めれば、そんなふうな範囲内に入ってくるのかなと思う。

日本経済であるけれども、前回以降に出た指標の中で一番包括的なものは短観であった。3月短観では、一言で言えば企業部門の好調さが引き続き確認されたと思う。2007年度の売上高と経常利益は、引き続き増収増益が見込まれている。また、2007年度の設備投資計画、これは年度初めの数字としては堅調な数字だというふうに確認できたと思う。世界的に株価が下落するというグローバル・マーケットのアジャストメントの過程の中での調査であったにもかかわらず、企業の景況感も高原状態という表現をなされた委員もおられたが、引き続き良好であったという感じである。ただ、企業は前傾姿勢を一方向的に強めていくというのではなく、大枠としては引き続き慎重なスタンスも維持しているということで、これが今後、企業行動の行き過ぎを回避して息の長い成長に上手く繋がっていくものであるかどうかをよくみななければならないということだと思う。設備投資について、今、短観の関連で申し上げたけれども、各委員のご指摘は非製造業中小企業について問題が残っているということであった。なお、成長の牽引力という点で、特に大企業非製造業の設備投資計画の中身をみると、製造業から緩やかに非製造業にウエイト・シフトが起こるのかどうか、その兆しがみえるというご指摘もあった。そうであるかどうか、今後よくよくみていく必要があるし、非製造業中小企業を置き去りにして本当にそういうトレンド・シフトが起こるかどうかということも問題として

残っているかなというふうに思う。一方、個人消費は、昨年の夏場以降懸念された状況と比較すると、かなり良くなり、最近では底堅く推移している。須田委員のご指摘では思ったよりもさらに良くなる可能性もないではないというような含みがあった。雇用者所得というベースでみると緩やかな増加が今後とも続くという蓋然性が高い訳であるので、あまり欲張らなければ個人消費は引き続き底堅く推移する可能性があるだろうという点では、大まかには皆様方のご意見の一致があったのではないかと思う。事実、最近の指標、家計調査等々の需要面、それから販売統計の供給面、いずれの統計も、乗用車を除くと比較的底堅いという表現に当たるような動きを裏付けているという状況ではないかと思う。引き続き、基本的には今後の賃金動向をベースにして、個人消費のよりしつかりとした基調を確認していければと、そういうふうな状況ではないかと思う。一方、経済の供給面で、鉱工業生産だが、基本的には内外需要の増加を背景に増加基調にあるという判断はできるかと思うが、今動いている1~3月は過去の反動などもあって一時的に小幅の減産となっている可能性が高いということである。先行きの動向はどうかと、調査統計局でも企業ヒアリングを今しているけれども、予測指数の動きや企業ヒアリングの状況から判断する限り、4月以降はこれまでとほぼ同じ位の増加基調、数字で敢えて言えば前期比1%程度のラップタイムで増加基調が続く可能性があるのではないかが現状の判断ではないかと思う。一方、在庫は、鉱工業全体としてみる限りは概ね出荷とバランスの取れた状態にあるという点は、これまでの判断とそう変わりはない。ただ、IT関連の在庫積み上がり、この調整がどうかということについては、岩田副総裁のお話では、ほぼ想定どおりのペースで進んでいるということであり、一方、須田委員は若干リザーベーションを置かれたということなのだが、そんなにひどい状況にはなっていないということかなと思う。問題の雇用・所得環境では、一人当たり賃金がやや弱めの動きを続けている。4月以降の動きがまだ十分織り込めないで分からないけれども、今後とも賃金に関する限り、基調的には引き続きやや弱めの動きが続いていく可能性が強い。この点については中村委

員からも様々な情報を頂戴した。これら全部を踏まえて、日本経済の前進するリズムに狂いがあるかということなのだが、今のところは生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持されるもとで、緩やかな拡大を続けていく蓋然性が高い。こうした基調判断に修正を要するというご意見は、今日は特になかったように思った。物価情勢については、特に消費者物価指数であるけれども、2月の消費者物価指数は除く生鮮食品のベースでマイナスになったということである。3月についても、西村委員の綿密な予測によっても、やはり小幅のマイナスになる可能性が高いということである。皆様方、共通に注目しておられるのは、4月以降の一般サービス価格の動きということで、初任給あるいはベースアップを含め賃金の動きというのが一番のキーポイントだが、その他に家賃というのは一体どうなるのか。都市部では土地の値上がりが進んでいるのに家賃が逆に下がるというのは一体どういうメカニズムか、これは私は一番理解したいところだけでも、よく分からない部分が含まれているという点も含め、重要な注目点が残されていると思う。経済全体が緩やかであっても着実に今のような拡大過程を続けていけば、基本的な需給であるとか、ユニット・レーバー・コストでさえ時間を掛ければ緩やかに上がっていくという、その方向性は恐らく間違いないのだろうと思うけれども、現実の金融政策との関係ではよりショートランにどうなるかということも含めて、綿密にこれをみていく必要があるということだと思う。それから何人かの委員から、先月公表された公示地価、土地の値段についてコメントがあった。地方の中核都市を含む大都市部では、活発な再開発や堅調なオフィス、マンション需要などを背景として、先般の統計でみる限り、地価の持ち直しがかなり明確化しているということだと思う。一方、中核都市以外の地方圏では、下落圧力が根強く残っているということも示していて、二極化現象ということがむしろ鮮明になっているということである。その中でも特に三大都市圏の商業地の上昇率、これは去年の+1%から+8.9%に高まっているし、東京都の+13.9%、大阪府の+10.3%と二桁の伸び率に達している所もある。この極端な開きについて、今後、金融政策運営の立場から、頭の中でどうい



置き方をしていけば良いのかという点は、やはり一つのポイントだと思う。金融環境は、国内的には引き続き企業にとって極めて緩和的な金融環境が維持されているという点で認識の相違はないと思う。グローバルな金融環境については、2月27日以降の株価の調整を含むマーケット全体の調整が一体どこまで進み、またそれをどういう性格のものと理解するかということである。少なくともこれまでは一応、過剰なポジションの巻き戻しであり、一過性のヘルシーなもの、ヘルシー・コレクションだった可能性が高いというのが大方の見方になっていると思うけれども、米国経済の先行きの不透明感と今回のアジャストメントとの繋がりをどうみるか、そしてマーケット、特に日本以外の市場で、まだスプレッドがかなり開いた状況になっているとか、リスク・プレミアムが上がっているとか、為替市場でも、やはりリスク・リバーサル動きなどをみても簡単に元どおりに戻ったということでないとか、そういう意味で調整がなお余韻を残しているところがあるという気がするので、引き続き十分注視していく必要があると思う。纏めきれないけれども、一応私の意見も交えて皆様方の意見を大きく総括すればこのようなどころではなかったかと思うが、なお引き続きご討議頂きたいと思う。特にアメリカの不確定要因の中でこれまであまり議論していない、設備投資、就中機械投資の弱含みの動きについて、基本的にどう判断するか、自動車や建設機械がどう、というのは現象的に理解しやすい面もあるが、その他の投資も含めてみた場合に、生産性の低下との関連でどう理解するかという基本的な問題がある。堀井理事、あるいは出沢国際局長等から何かコメントがあれば……。

#### 堀井理事

私の見方と言うよりも、この一週間位、Fedのコーン氏と話したので、彼らの見方を申し上げたいと思う。設備投資の弱さについては、Fedでもやはりパズルだと思っている。長期金利の長期に亘る低位安定についてもコナンドラムというふうに言っているが、彼らにとっては今やこちらの方がより大きなコナンドラムのようである。ミクロのヒアリングもやって

いるようで、なかなか高い収益率のある投資案件がないのかなというぼやとした意見も聞かれるのだが、一応、一つ可能性があると思われる説明は景気のサイクルに解を求めるものである。すなわち、景気が長く拡大してきて——彼らはミッドあるいはレイトサイクルという言葉を使っているけれども——、景気が成熟してくると生産性の伸びがやはり落ちてくる。そのもとで、先行きについては、ここへきて政治情勢も含めて不確定要素があるので、このミッドサイクルの後にくるものについてももう少し見極めたいというのがやはり今のスローダウンの背景ではないか、というのが一応のテンタティブな見方のようなのである。ただ、彼らも、冒頭申し上げたように、まだ少し決め手を欠いている。一方で、企業収益が非常に高く、それからコンフィデンスも高いということがあるので、この説明で決め打ちをしているという訳ではないようである。

福井議長

取り敢えずサイクリカルなものであり、ストラクチャルなものとはまだ…。

堀井理事

まだそこまではいっていない。

福井議長

いっていないと。

堀井理事

この一週間位、FOMCのメンバーの2、3人とたまたま話をする機会があったのだが、彼らはほとんどサイクリカルなものだろうというふうに、今のところは言っている。ただ、彼らもパズルだと言っている点は気になる。もっと悪いシナリオも頭の中によぎる訳である。やはり、ストラクチャルに悪くなっているのではないかと。その可能性について、気になる要因

としては、先程もお話があったが、やはり株が他のところより弱いことである。株式市場が設備投資の弱さの理由、我々の知らない何かを知っているのではないかと。ところが実際、市場の関係者に聞いてみてもそういうのはなかなか見当たらない。それから二つ目は、エマージング諸国や日本、またヨーロッパでも投資が強いにもかかわらず、アメリカが弱いということ。これだけグローバルイズしており、少なくとも企業家は色々なことを考えながらやっているのに、なぜアメリカだけが弱いのか。やはりアメリカ経済の弱さみたいなものがひょっとしたらあるのではないか、といったことも頭をよぎると正直におっしゃっている人もいる。そういうことで気にはなるのだけれども、今のところはサイクリカルな面に焦点をあて、ミッドないしレイトサイクルの検証を行っているところか、と思う。

福井議長

IT投資をITプロデュースングエリアで先行して実施して、それを他の産業が生産性に繋げる形で活発に投資してきたのが、そのシーズが途切れ始めているというふうな感覚もあるのか。

堀井理事

確かに長い目でみるとアメリカが一番最初にIT革命を現場に持ち込んで、合理化をしてきた。特に非製造業である。そうしたことをやってきた結果が、冒頭申し上げたような、今はなかなか良い投資がないのではないかと、といったところにも出ているのだと思う。ただ、それは少し前の懸念である。2月の受注の数字をみると、ITは少し戻っている。年末から年始に掛けての数字をみると、やはりITも含めて駄目かなという感じだったのだが、そこは少し薄らいでいるのではないかと思う。

福井議長

有り難うございました。

#### 水野委員

第3四半期は設備投資が相当強かった。その後、第4四半期、第1四半期は少し出足不調で、2月に向けて多少良くなっているという状況である。従って、高い所から落ちたというところに特徴があるなという感じがする。住宅、自動車というところでも幾つか出ているが、ここはまだリザベーションを少し置いた方が良いという話だと思う。答えを今出すことはできない話である。

#### 西村委員

今回、歴史からの情報で上手く当たるかどうかは分からないが、住宅が弱くなってから半年位経ってオフィスも弱くなっていくという動きが、大体、歴史的にもみられる。そういった意味では、建設機械が少し落ちてきた、というのはそんなに不思議ではないと思う。ただ、今まで歴史も随分変わってきているので、今回も同じことが言えるかどうかは分からないが、そういうことがある。それから、ITに関してであるが、非製造業においてITが非常に強かったというのもアメリカの圧倒的な強みだった。しかし元々非製造業というのは、経済学では一番生産性が上がらないと言われており、逆に一巡してしまうとそれで終わってしまうという感覚も非常に強い。アメリカの場合は、製造業の比率が非常に小さいので、基本的にはこの非製造業がどの位投資をするか、また、元々少ないところにどれだけ投資余地があるかというところがやはり大きな問題だという話も聞く。そういう点では岩田副総裁の生産性が落ちてきているという話と上手く繋がると思う。

#### 福井議長

日本の非製造業大企業の投資が強くなってきているのは、今のようなアメリカ流のIT投資か。

西村委員

日本の場合は電力である。

福井議長

あまりITといったものではないか。

西村委員

日本はまだ余地は沢山あると思うが。

福井議長

あるけれど、まだ活かしていないと。

西村委員

然り。活かしていないのは、明らかである。それからもう一つ。生産性の議論のかなりの部分は付加価値の生産性を取り上げるが、実はあまりよく知られていないが、景気の良い時は生産性は高いものである。ご案内とは思いますが、1980年代の後半、日本の金融機関の生産性は素晴らしい伸びを示した。建設もそうで年率3%伸びるという素晴らしい時代があった。それがどうなったかは、その後の経過をみればお分かりだとは思いますが。だから、サイクリカルな要因の中の非常に長いスパンの——波動で言うとは何になるか分からないが——影響としては、確かにこういうケースがある。その大きなサイクルのミッドサイクルに入っているので、非常に慎重になっているという可能性が高いと思う。

福井議長

成長の牽引力は極めて緩やかであっても、製造業から非製造業へシフトする兆候があるというような話があった。その投資の主力が電力ということだとすると、やはりこの話はちょっとディスカウントしないといけないか。

西村委員

確かにそうなのだが。

須田委員

あと多分小売とか消費関連の色々な設備投資があると思う。アメリカの設備投資については、私がアメリカに行った時に最初に彼らは凄く気にしていた。しかし、ある投資銀行の分析をみると、それまで凄く弱気だったのだが、今回の雇用を受けて態度がかなり変わっている。過去の経験によれば、設備投資が弱くなる時には必ず雇用も切っていて、逆に言うと雇用を増やししながら設備投資を減らすということはあまりない訳で、雇用がこれだけ強いから設備投資も戻るだろうという楽観的なトーンに変わっていた。ただ、この問題はやはりパズルだというのが、やはり一般的な見方であろう。

野田委員

雇用が増えているといっても昨日の説明にもあったように、やはり傾向的には減速している訳である。確かに、今回の数字は予想以上に振れたということは事実であり、全体としてもマイナスにはなっていないという感じではあろうが、製造業に限ってみれば、生産の減少を受けて、メーカーなどの雇用は傾向的には減っている訳である。従って、今の投資銀行のような分析は、少し早計な感じがする。出荷がここにきて随分落ちていて、在庫も調整が進んでいないということを先程もちょっと申し上げたが、ここにある程度底打ち感がみえないと、なかなか生産増、設備投資増には結び付かないはずである。先程ご指摘の非製造業の設備投資については、それがどういう統計であるのかということは私もまだ少し勉強不足なので、その点はもう少し解明していく必要があるとは思っている。

## 須田委員

設備投資については、排ガス規制、自動車、建設とか色々な要因があるのだが、それを全部除いたうえで、少し波及があるとみられるのか、それがどの程度なのかということについて、量的な感覚もなかなか得られない状況なので、凄く評価が難しいなと思う。

## 水野委員

福井議長が先程された話と同じであるが、多分今アメリカでの一番のホットイシューは、F e dとマーケットとの間のギャップが大きいのは潜在成長率の推計についてであるということである。マーケットはまだ潜在成長率は3%程度とっているのだが、F e dは2.5%~2.75%、ひよつとしたら2%に近いかもしれないと話している。第4四半期は年率2.5%と出たけれども、それに対して、マーケットは弱い、一方でF e dはカンファタブルという受止め方だと思う。あとインフレ懸念についても、F e dはかなりワーニングを発しているのに対し、マーケットはこの程度は誤差じゃないかというふうに言っている。それに関して、リスク・プレミアムが今後広がっていくという問題は、後でちょっとお話ししたいと思う。それはそれとして、そもそもアメリカ経済の実力はどこにあるかということにおいて、労働力人口の減少という人口動態の話と生産性の話を入れてくると、非常に幅を持ってみないといけないのだが、アメリカの経済指標が出た時に、その評価自体に市場と当局者の間でぶれが出てくる。当局者の中でも、スタッフとボードメンバーとの間に相当差があるようである。その辺り、非常にホットなイシューで、答えはなかなか出ないのだが、このように日本よりも今アメリカの方が面白いテーマになってきている。

## 福井議長

F e dの人達も、3%台だった潜在成長能力は2.75%位と一頃認めていたが、それよりも今もうちょっと低い感じになってきている。

水野委員

低い。一年前と比べて1%も違って良いのかなと思うのだが、もっと低いのだと言う人もいる。

岩田副総裁

労働生産性が、本当に構造的な要因で下がるとすれば、色々な問題が出てくると思う。一つは保護主義と言うか、為替レートである。勿論、ドルは緩やかには下がっているのだけれども、下げ方が少ないので、もうちょっと早めに下げる必要があり、従って人民元はもっと切上げるべきだということである。相殺関税を課したのは、その走りみたいなものであり、私はちょっと危険な兆候ではないかと思う。アメリカの労働生産性の上昇率は1.5%、日本も恐らく1.5%位あって、ヨーロッパも今1%~1.5%にもしかすると少しずつ上がっている。ドイツなどは上がっているかもしれないので、そうするとこれまでアメリカは生産性で圧倒的優位に立ち、それで収益率が高いので資本も引き寄せることができたのだが、そこがもたなくなってくるのかもしれない。そういうことが少しバックグラウンドとしてある。リスク・リバーサルドル売りの方が多いためであるが、そういう少し長い目でみると、やはりドルは少し弱くならないと、アメリカは外需で稼げないのもたない、というのがもう一つ意識の中にあって、外需で稼ぐためには、多少保護主義的と言うか、通商政策を使ったり、あるいは為替レートによってもう少し働き掛けようかという動きが出ているような気がする。それとの関係で、中国がテマセックみたいなものを作ると言っていて、160位ある国有企業を半分位に統合し、資源備蓄とか7つの戦略産業に属する企業を発展させるために、2千億ドル位を運用する予定である。これも多分、資産の多様化を伴うと思う。ドルから直ぐ離れるかどうかはちょっと分からないが、2千億ドル位ある。それからもう一つは、中東諸国6か国の湾岸協力会議というものがある。2007年——従って、今年なのだが——、市場統合をやると言っているのだが、本当にやるのかよく分からないけれども、2010年には単一通貨を導入するともおっしゃっ



ている。今 66%あるドル保有を将来は 50%まで引き下げたいということで、本当にどういうスピードでやるのかよく分からないけれど、そちらの動きも何かもう一つある。このように、やはり為替レートについては色々と不確定要因と言うか、不安定化する要因が先行きあるのではないかと思う。

水野委員

決済通貨をドルからユーロに変えるとかなり心配である。一部にはあるのだが。

岩田副総裁

ロシアなど一部やっている。

福井議長

アメリカは今エマージング諸国の高成長で、所得効果で貿易収支が少し救われているのだが、そうではなくてやはり本当に生産性が下がってくるとやはり価格効果の方に焦点が移ってくる。ITの在庫調整については、岩田副総裁と須田委員とで…。

岩田副総裁

交錯してしまったような…。

須田委員

たいした違いはないと思う。

福井議長

何がどう違うのか議長として伺っていてよく分からなかったのだが。

須田委員

岩田副総裁もおっしゃったが、在庫調整が皆一緒に起こっているのではなくて、部品毎に色々と起こるので、そうすると「ああ終わったな」という、調整が終わったという…。

福井議長

判定時期が分かりにくいと。

須田委員

然り。かなり。

水野委員

I Tも一口でI Tとして括れないので。

福井議長

判定時期が分かりにくいということか。

野田委員

資料にあるように在庫の水準は、前回の踊り場である 2004 年の終わり頃に比べても依然として相当高いのだが、この間の短観をみると、この業種の景況感はそんなに悪くない。前はD Iが急激に悪くなっている。今回は悪くなっているが、然程目くじらを立てる程ではない。これは、やはり、この業種の経営者の先行きに対するマインドがそう悪くない、また、自分のところの足許の在庫に対してもそんなに警戒感を持っていない、といったことを示唆しているのではないかと思う。

岩田副総裁

それはおっしゃるとおりである。I T関連の出荷・在庫比率はもうそろそろ下げ止まりかな、と私は思ったのだが、2 月に 26.4%のマイナスと

なって、もう一回少し悪化したのである。在庫サイクルの図を描くと、ちょうど 2004 年、2005 年とほとんど同じような動きを辿っている。今は 45 度線からかなり離れた所で動いているというのが一つ材料としてある。もう一つは価格で、早川調査統計局長からも話があったが、DRAMなどはこれまでかなり底堅い動きだったのだが、価格が 3 割、4 割も下がって厳しい。量は出ているけれど、価格がどうしようもないということである。半導体関連の価格は皆あまり良くないのだが、3 月末がどうやら底かもしれない——これはまだちょっと確かめないといけないのだが——、底打ったのかもしれないということをおある半導体メーカーの社長がおっしゃっているのも、もしかしたらそうなのかもしれない。これも昨日早川調査統計局長がおっしゃったが、2 月の世界の半導体出荷額が -3.8% で、予想ではマイナスにはならないはずだったのがマイナスになっている。これはほとんど価格の調整である。おっしゃるように量的には 2004 年、2005 年よりも在庫が凄く多いということはないだろうが、価格の下がり方が何しろ大幅であって、今一つということであり、それでももう少し調整が後ずれするのではないかなという感じがどこかに漂っているということなのだろうと思う。

#### 野田委員

おっしゃるように、メモリーの市況が底を打ちそうだという感じは、ない訳ではない。フラッシュメモリーなどはまた少し回復している。

#### 西村委員

DRAMインデックスをみると 3 月 28 日が底である。4 月 2 日に若干上がってきている。

#### 岩田副総裁

まだ、そのままいくかどうかはわからないが……。

野田委員

フラッシュメモリーとDRAMというのはラインが一緒だから、フラッシュメモリーが少し伸びてくるとDRAMの生産が落ちる。

福井議長

然り。調整が加速される。

野田委員

こうした傾向は益々強まっていくということが歴史的にあるとマイクロでは聞いているので、少しそういう意味でみておいても良いのかなという気はしている。

福井議長

あと一つ、岩田副総裁からあったが、消費者金融の金利規制がどれ位消費に影響するのか、色々なシミュレーションがある、というお話だったが、これについては調査統計局では何かやっているか。

須田委員

パチンコに影響がある、というのはあった。

西村委員

パチンコはそうであろう。

早川調査統計局長

一応、考えてはいる。では、少し紹介を…。

前田調査統計局参事役

準備していなかったのだが。一応、金融庁等の資料によると、グレーゾーン金利に引っ掛かる所の消費者金融の貸出が大体 10 兆円位あるのではな

いか、ということである。

福井議長

グレーゾーンが 10 兆円か、貸出残高で。

前田調査統計局参事役

然り。それで、最近の審査状況等々によって、切られている人達の割合みたいなものが一応分かるようであるけれども、一部報道によれば、その 10 兆円のうち半分弱位が切られるのではないかと。

福井議長

半分弱か。

前田調査統計局参事役

然り。4、5 兆円である。もしこの 4、5 兆円が全部なくなってしまうとすると、300 兆円ある個人消費の 1%強ということであるが、これがどういうペースで切られていくかである。また、切られたとしても違法な金融業者に流れる可能性があるかもしれない。別の統計で、消費者金融を借りている人の借入目的は何かという調査があるのだが、これは男性、女性によって違うのだが、男性の場合は半分位がギャンブル・交際費ということである。

岩田副総裁

ギャンブルが減ると。

前田調査統計局参事役

我々が普段みるような消費にどの位影響を及ぼすかと言うと、そんなに大きな影響はないというのが、一応我々の持っている感触である。

早川調査統計局長

　　どういうテンポでいくか分からないし、影響が全くゼロと言うよりは恐らくは何がしかどこかに出てくるだろうということは考えている。

福井議長

　　パチンコなどというのは個人消費統計に入っていないのか。

早川調査統計局長

　　一応、経産省が取っているので、パチンコは出る。

岩田副総裁

　　商業販売統計か。

西村委員

　　パチンコホールは特定サービス産業動態統計に入っている、非常に重要な統計である。

水野委員

　　あと、前回の支店長会議の分科会で聞いたことだが、地方では広告が減っていて、これが大きいと。駅前とかの広告である。

西村委員

　　その関係で一つ言うと、消費者金融の店舗が地域で売りに出ている。その影響が実は京都・大阪に相当出ている。なぜ大阪にあんなに消費者金融が多いのかよく分からないが、かなりの物件が出ていて、それが大阪の市況を非常に悪くしているということがある。

早川調査統計局長

　　地方までいかななくても、普段ご説明しているC S P Iで広告が弱いとい

うことを申し上げているのだが、勿論ベースラインとしてはとにかく企業が効率の悪い広告を打たなくなったということであるが、さらに言えば、実はそれは少なからず効いている。

水野委員

金融庁の幹部の方の説明を聞いてみたのだが、本来、生活保護世帯であるべき人が消費者金融に行っているのは良くないので、生活保護世帯に流れていくべきか、あとはメンタル面で生活態度を改めるべきだというのが彼らの見解なのだが、一時的なインパクトは出るだろうというのは、彼らも分かっているということである。ただそれによって金利体系が——フタコブラクダつまり住宅ローンと消費者金融のところが——本当に綺麗になるかどうか分からない。

早川調査統計局長

ということで宜しいか。調べてはあったのだが。

福井議長

他に論点はあるか。

須田委員

先程、岩田副総裁が退職金と消費の関係について、あまり影響がないのではないかとお話しされたのは、どういう観点であるか。

岩田副総裁

退職金がどの位消費に向かうかということなのだが、その一部がパック旅行とか、家の修理とか、そういうことに出る可能性はある。しかし、今の家計調査の結果をみると、2人世帯、標準世帯であるが、60歳以上の無職とそうではない2人の勤労世帯とを比べると、高齢者の方がやはり消費が3割位少ないのである。額で言うと23万円と34万円である。

須田委員

高齢者というのはどのような。

岩田副総裁

60歳以上の無職者である。その無職世帯とそうではない勤労世帯の2人世帯を比べると、10万円位違う。だから平均的な姿としては、やはりリタイアすると必要な支出は減るのではないか。

西村委員

二つあって、一つは、退職金を貰って暫くの影響があり、それからその後の影響とがある。

岩田副総裁

然り。

西村委員

その後の影響であるが、当然なのだが、年をとると、特に食料品は買わなくなる。だからもうこれはスーパー業界では大きな死活問題、コンビニなどでも死活問題であり、これは大きい影響があるのだが、その前の段階の退職金を一部使うということに関しては、やはりポジティブな影響があるのではないかなと思う。

岩田副総裁

食料品を買わないとはどういう意味か。

西村委員

食べる必要がなくなる。



岩田副総裁

そうだろうか。食べる量は同じような気がするけれども。

野田委員

ある日突然減るのではなく、徐々に減っていくということだろう。

西村委員

食べる量は減ると思う。

岩田副総裁

そうだろうか。

武藤副総裁

年齢によるのではないか。

野田委員

あと、被服とか衣料などは完全に減るのだな。

岩田副総裁

保険とか医療とかそちらは増える。メディカルケアは。

野田委員

メディカルの方は増えるであろう。

須田委員

消費は時間を必要とするものである。サービスなどは特にそうである。だからやはり退職して時間ができたことが消費にもたらす影響というのは、私はあるのではないかなと思う。

岩田副総裁

パック旅行は明らかにそうだと思う。

福井議長

他に論点がなければ、一応ここでコーヒープレイクを取りたいと思う。  
11時10分から再開する。

(10時54分中断、11時10分再開)

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

皆さんお揃いか。それでは会議を再開する。当面の金融政策運営に関する討議である。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を中心にご意見を頂きたいと思う。改めてお一方5分ずつ位ということで、まず西村委員から願います。

西村委員

今日は最初なので、いつもと少し違う形でお話します。

2月の政策変更を昨年3月公表の「新たな金融政策運営の枠組み」で検討し、それに基づき次回までの金融政策運営方針を述べたいと思う。

枠組みでは、各政策委員は「中長期的な物価安定の理解」を共有する。そのもとで政策委員会として年二回展望レポートを発表し、今年度と次年度の経済・物価情勢の予想を明らかにする。毎回の決定会合では、第一の柱として、最も蓋然性が高いと判断される見通しが物価安定のもとでの持続的な成長の道筋、つまり長期・安定的な経済発展経路への道筋を辿っているかどうかを点検する。さらに第二の柱として、より長期的な視点を踏まえつつ、確率は高くなくても発生した場合に生じるコストを意識しながら、リスクを点検する。2月会合時点では、生産等足許の経済が若干弱含み、昨年10月の展望レポート見通しの実現は後ずれしているものの、1

年から2年先を展望すると、12月及び1月に生じた国内消費腰折れ、米国経済の急速な景気後退の懸念は後退した。消費者物価指数コアの上昇率は、ガソリン価格等下落の影響からゼロ近傍で暫く推移するが、1年から2年先を展望すると、設備稼働率や人手不足感は高まり、底堅い景気拡大が続くと思われるので、物価は上昇基調を辿ると推測された。この傾向をさらに先に延ばし中長期的にみれば、それは消費者物価指数前年比で0%~2%のレンジ、セントラル・テンデンスーが1%近辺という中長期的な物価安定の理解とも整合的と考えられた。景気の拡大が次第に裾野を広げ、投資の実質予想収益率の上昇が都市部製造業大企業から非製造業、地方、そして小企業にも緩やかながら広がっている。その中で、投資の実質コストが長期に亘って著しく低位に抑えられるという期待が生じる場合には、非効率な投資がなされ、また非効率的な事業が持続し、経済全体の生産性の向上を大きく妨げることになる。こうした非効率性が1990年代からの日本経済を蝕んだことは、私自身の研究を含め様々な実証研究で裏付けられている。従って、第一の柱の観点から、長期・安定的な経済発展経路への道筋を辿るためには、物価上昇率がゼロ近傍であったとしても、投資の実質予想収益率が経済全体の平均で回復しつつあるのに併せ、政策金利も調整していくのが望ましいと考える。投資の実質予想収益率、つまり投資からの長期予想収益の実質割引現在価値は、平均で見ると概ね現在と将来の需給ギャップ予想に依存する。現在の需給ギャップ、足許の潜在成長率の推定についても大きな不確実性が存在するし、将来についてはなおさらである。この不確実性は推定の信頼区間が計算できるという通常の不確実性よりもより深刻な、そもそも推定の信頼区間が計算できない根元的な不確実性である。こうした状況では需給ギャップや潜在成長率の推計を政策運営に用いる時には極めて慎重な態度——これは堀井理事のメモにあったチャールズ・ブーン氏の言葉をリファーしているのだが——、コーシャス・エクスペリメンタリズムというのが必要で、いわば新車の性能を試す時に慎重にアクセルとブレーキを踏むのと同じであるということである。従って、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準の調整を

行う必要があるというふうに考える。

次に、第二の柱である。不動産価格は全体では融資でのプルーデンスの徹底がなされ、ファンダメンタルズに見合った取引がなされていると考えられるが、一部にはバブル期にあったような転がしの事例もみられる。また国際金融市場でも、思惑に基づいて一方向に偏した取引が生じる可能性がある。このように確率は低いものの、起こると大きな影響が出る要素についてみても、低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するということは避けなければいけない。

以上、第一、第二の柱ともに、2月時点で政策変更の必要性を示していたというふうに考えている。政策委員会の大勢は以上の情報判断をリーズナブリー・サートウンであると考え、そのような判断に到達した以上、速やかに政策変更するのが望ましいと判断したというふうに私は思っている。確かに12月から1月に掛けて、ミスインフォメーションに基づく思惑報道で誤解や曲解が生じ、枠組みに基づく政策決定プロセスについて市場による理解が混乱したということはある。そのため、十分な説明のプロセスが必要であるという考えもあったと思う。が、政策決定は結局「説明」ではなく、「行動」で明確にしていく方が学習プロセスを円滑にすると政策委員会の大勢は考えたと私は理解している。

こうした経緯を背景に、前回会合から今回会合までに明らかになった経済データを全体としてみると、2月政策変更時に予想されたメインシナリオと沿った動きをしているとすることができる。従って、第一の柱から点検するならば、政策変更の効果が次第に出てくる時期であるので、慎重に推移を見守る必要があるというふうに考える。従って、次回までの金融政策運営方針としては現状維持が望ましいと考える。

ただ、第二の柱の観点からは、二つの留意点がある。第一は、特に中東の地政学リスクが顕在し、供給のストップが現実になるような場合には、市場メカニズムが有効に働かない地域を中心に、またそこで増幅されて多大な影響が国際経済に及ぶ可能性がある。この点に注意しなければいけないと思う。第二に、米国サブプライムローン問題の推移によっては、金融

システム全体に対する懸念が増大するかもしれない。この点についても慎重な見極めが必要だというふうに考える。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

年度末の無担保コール・レート（オーバーナイト物）は、前日までの0.5%近傍の落ち着いた推移から一転し、0.715%まで上昇した。出し手がバーゼルⅡを意識したということもあって、当日はオファーが薄く、結局補完貸付が2.78兆円実施された。この間、オペや補完貸付をあてにし自助努力をしない外銀があったとのことだが、もしここで補完貸付の基準貸付利率がかなり高いペナルティーレートとなっていたら、一体何がおこったのだろうか、考察してみる必要があると思っている。また、今回生じたことの背景にはユーロ円市場など本邦金融機関の参加が不十分で市場の厚みがないことがあると思っているので、裁定活動がもっと活発化していたら、どのような期末となっていたのだろうか、ということも合わせて考えておきたいと思う。このような考察をしながら、補完貸付の本来の機能を果たすためには平時ないしは期末においての基準貸付利率をどのような水準にすれば良いのか、海外中銀の制度も参考にしながら今後考えていきたいと思っている。

なお、当面の私の関心事は、金利上昇に見合った市場機能の回復についてである。これまで金利が低過ぎるために新たなマーケットに参加するインセンティブがないとの声が金融機関サイドからあったが、金利が上昇した訳であるから、それに見合った形でこれまで以上に金融取引が活発化することが期待される。短期金融市場の機能向上策と相俟ってどのように短期金融市場の機能が高まっていくか、しっかりとみていきたいと思っている。市場機能以外の利上げの影響についてもまだ評価をするのは早過ぎると思うが、今のところ緩和的な金融環境にほとんど影響は出ていない。そ

これは短観の資金繰り判断や金融機関の貸出態度判断からも窺える。借入金利水準判断D Iをみても、中小企業にはまだその影響は出ていない。また商工中金の資金繰り判断は悪化超幅が縮小しているし、中小企業金融公庫調査でも、貸出態度D Iは緩和超が続いている。また景気ウォッチャー調査によると、利上げ要請が次第に厳しくなっているとか、利上げに難色を示す企業が増えているなどの声は出ているが、景気の現状判断D Iは全体、企業動向関連ともに50を上回っている。

利上げの影響は今後次第に様々な形で出てくると思うが、現在はそれを見極める時期だと思っている。従って、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、第二の柱に関連するが、今後とも資産価格の動きには注視していきたいと思う。例えば、ユーロ/円の為替レートは、円の最安値近辺で推移しているし、円/ドルレートも円安気味である。昨日の話では、円のキャリートレードはボラティリティが高まっていることや円高警戒感がかなりあることもあって、活発化していないということだったが、円借り取引がじわりと復活しているのではという声も聞かれる。金利リスクや為替リスクを十分考慮に入れない円借り取引が活発化することはないか、しっかりとチェックしていきたいと思う。また、公示地価の全国平均が16年振りに上昇に転じたが、東京都心部の地価上昇率が加速している。また不動産ファンドやREITなどを通じた不動産投資がやや過熱している感は否めない。REITの投資残高が大きい商業地ほど地価に上昇傾向がみられること、オイルマネーがグローバルに不動産投資を行っていることなどを考えると、地価動向に必ずしも安心してはいられない。地価がファンダメンタルズから離れ過度に上昇しているとまでは言えないものの、ミニバブル的な動きが広がらないか注視しておく必要があると思っている。

最後に次回展望レポートに向けて考えていくテーマであるが、金融政策の方向についての事前の情報発信について意見を少し述べておきたいと思う。日本銀行の場合、現在、先行きの金融政策の運営方針については、二つの柱に基づく点検の結果、「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」というガイダンスを示している。このような大まかなガイダンスであっても、極めて低い金利水準という場合の金利の上限は幾らかといったような不毛な議論を今後引き起こしかねない。このようなことを避けるためにも、今回Fedが決定したように、政策の方向性をどんな形であれ事前に示すことは本来望ましいことではないと思っている。もっとも日本銀行の場合、まだ平時に戻ったとは言えず、政策の先行きについて市場との対話が不十分だと指摘されている今日、それは将来の課題とせざるを得ない。とはいえ、どのような発信をするにせよ、市場との対話の改善が条件付きの金利パスの提示、つまり、その時の経済・物価情勢と先行き見通しのもとで金融政策をいつ変更するか事前に分かりやすく示すことにあることだとは思わない。従って、市場との対話が改善されたとしても政策の先行きについての見方はばらつくのが自然であり、その結果、タームプレミアムが金利に上乗せされても許容されるべきだと考えている。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

申し上げる。次回会合までの金融政策運営方針は、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、という現在の方針を維持することが適当であると考えます。

3月短観における資金繰り判断DIは、企業規模に拘わらず、「楽である」超がそれぞれ僅か1%ポイント低下し、金融機関の貸出態度判断DIも、同様に「緩い」超が1%~2%ポイント低下した。これは、2月の金融政策変更、すなわち利上げの影響が極めて限定的なものにとどまっていることを示している。また、「楽である」超及び「緩い」超の水準は、2次に亘る利上げを経ても、足許までここ数年高い水準にとどまっており、企

業を巡る金融環境は、その緩和的な程度においてほとんど変化がみられていない。企業も日本銀行の「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」という考え方を相応に理解していることの表われと受止めている。

前半部分で、何人かの委員が言及されたが、第二の柱に関連して、私からも地価の問題について若干触れたいと思う。先に公表された公示地価は全国平均で商業地・住宅地ともにバブル崩壊後の1991年以来16年振りにプラスとなったことが最大のポイントであるが、大都市圏を中心に、一部地方都市でも、上昇率の高い地域が現われてきた一方で、地方圏全体としては下落が続いており、二極化が一層鮮明になってきたということも特筆される。賃貸市場を中心として、大都市圏での不動産取引は活発化しており、期待投資利回り、いわゆるキャップレートが2%台という、これは将来の賃料水準の大幅な高騰を織り込まなければ表面的にはその合理性を疑うような取引も増加しているようである。東証REIT指数は、本年2月26日にそれまでのピークである2,483を付けた後、グローバルな株価調整もあって、3月5日には2,186まで下げたが、その後再び上昇に転じ、先週の4月2日には2,492とピークをまた更新した。この結果、上場REITにも利回りが2%台を割るものが現われるなど、不動産ファンドに過熱感が出始めている。しかしながら、これらの不動産取引は、基本的には、賃料収入などの収益から還元されるところの評価額がベースとなって価格が設定されている。つまり、現在の不動産市場は、中長期的には不動産に対する需給、言い換えれば経済全体の活動を合理的に反映するという自律的な調整機能が高まっていると考えられる。従って、1980年代後半に経験したバブルの再来の可能性は低いものとみているが、今後もなお地価の動向からは目が離せないというふうに考える。

ところで、ゼロ金利解除後初めての年度末となった3月30日の短期金融市場では、外資系金融機関の当日要調達額の高まりと、バーゼルⅡを意識した邦銀の資金放出の抑制により、無担保コールレート（オーバーナイ



ト物)の平均は0.715%まで跳ね上がり、日中には一時0.850%を付けたということであった。一部の外資系金融機関は、要調達額のほとんどを最初から補完貸付に依存するというビヘイビアーをとっていたとのことであり、補完貸付実行額は2兆7,000億円あまりに上った。期末1日のこととはいえ、補完貸付が市場参加者のモラルハザードを招き、市場金利の効率的な形成を幾ばくかであっても阻害したという事実は真摯に受止めなければならないと考える。昨日もこの場で議論されたところではあるが、次の政策変更時までには短期金融市場の活性化の観点からも、補完貸付制度のそもそもに立ち返り、基準貸付金利の設定に係る基本的な考え方やあるべき姿について改めて整理、検討を行っておく必要があるかと思う。私からは以上である。

福井議長

水野委員から願います。

水野委員

次回の金融政策決定会合までの金融調節方針は現状維持で良いと思う。4月は、2月末の世界同時株安、クレジット・スプレッド拡大、円キャリートレード解消の動きなど、金融市場の混乱が明確に収束に向かうかどうか、そして、健全な調整であったとの見方が市場とポリシー・メーカー——政策当局者——との間で共有されるかどうかについて確認する月だと思う。世界同時株安に端を発した2月末以降の金融市場の混乱から学んだことを敢えて言うと、日銀としては、いわゆる中国が抱えている潜在的なリスクについて認識したことである。二番目は、米国のサブプライムローン問題のように、各国の潜在的な問題点が段々と明確化してくる、炙り出されてきたということである。すなわち、政策対応や市場機能が働くことで、順調にいつていることと、逆に上手くいっておらず将来的に問題となり得ることを峻別する良い機会になったことである。市場参加者がどのような状況になるとそのリスクが顕在化するのかをきちんと認識して

いれば、金融市場でパニック的なことは発生しにくくなる。三点目として、世界的なカネ余り現象の中、ロジックや水準を議論する前に、まずある金融資産に投資をすることが重要であるといった需給論をベースにした投資判断を行う風潮に対する警鐘になったということである。例えば、欧米債券市場においては、国債イールド・カーブのスティープ化、クレジット・スプレッドの拡大など、資産価格に適切なリスク・プレミアムが上乘せされるなどという現象がみえたことは、ポジティブに評価して良いと思う。第四に、金融市場が想定外の調整をみせた場合に、仮にファンダメンタルズに変化はないと自信を持っているならば、我々ポリシー・メーカーは毅然とした態度をとった方が、金融市場は平静さを取り戻しやすいことである。今回について言えば、ECBが3月に淡々と追加利上げに動き、FRBが景気下振れリスクよりもインフレ懸念を表明し、本行が今後も「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」と表明をし続けるなど、ぶれなかったことは適切な対応であったと思う。第五に、昨年5月から6月に掛けて発生した、いわゆるグローバル・リスク・リダクションの背景が、米国のインフレ懸念と金融引締め懸念であった一方、今回は反対に、米国の住宅投資減速を主因とする米国景気悲観論が主因だったということである。もっとも、足許で円安方向に振れている主因は、高金利通貨売りのショートカバーの色彩が強く、円キャリートレードが膨らんでいる様子はない。

さて、4月4日に行われた武藤副総裁の講演は、政策委員会のコンセンサス的な考え方を述べられたものと理解している。メディアは目新しい内容はないと受止めたようだが、債券市場の参加者の一部では、「もし、正常化という言葉がいわゆる中立的な金利水準などの一定の水準に向けて、スケジュール感を持って金利を調整することを意味するならば、私共はそのような考え方を採っていない」という部分に注目したようである。私も、金利調整の最終ゴールの水準や金利水準の調整ペースについて、日本銀行は現時点で具体的な数字やタイミングを決めていないという意味で全く予断を持っていないということは、そのとおりだと思う。この講演内容に

は、将来的にこの場で議論しなければいけない重要な 이슈が含まれていたため、具体的に指摘したいと思う。三つ程ある。

第一は、いわゆる中立金利に関する議論である。日本銀行は、先行きの金融政策の運営方針について、「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する」と言っているが、議長の定例記者会見でも「極めて低い金利水準とは具体的にどの水準までを指すのか」という質問は度々聞かれる質問である。潜在成長率の水準について、相当幅を持って考える必要がある中、ある一定の水準感をボードメンバーで共有する必要はない。しかし、個々のボードメンバーが自分なりのツールで「極めて低い金利水準」についてイメージを持っているはずであり、徐々に金利水準の調整を行っていけば嫌がうえでも「中立金利」的なものに関して意見交換をする必要が出てくると思う。

第二に、「スケジュール感を持って金利を調整しない」と今後も強調することが、我々の狙いとはむしろ反対の効果をもたらさないかという点である。債券市場からすれば、金利水準の調整プロセスについて、日本銀行すら知り得ない中では、将来の金利引き上げ幅やペースを反映した国債イールド・カーブやインプライド・フォワード・レートを描くことは極めて難しいことになる。前回の決定会合でも述べたが、OIS市場から現在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、我々が4月末に纏める展望レポートの作成の参考にもならない。金融市場の一部では景気の先行き不透明感が根強くある中、「スケジュール感を持っていない」と強調することが、副総裁も講演で指摘しているが、双方向のコミュニケーションを阻害している面がある点是否定できないように思える。具体的な政策変更のタイミングを示唆することは好ましくないが、万が一、金利を通じた市場との対話が途切れるリスクがあるならば、先行きの政策運営に関する情報発信のワーディング振りを見直す必要があるのかもしれない。

第三に、次のフレーズであるが、「日本銀行をはじめとして主要国の多くの中央銀行では合議制による政策決定を行っているので、そこでの議論

を踏まえることなく、政策変更の有無やその特定のスケジュールを予め示すことは考えられない」という部分である。この部分は、全体的にみればそのとおりである。しかし、「スケジュール感を持たずに、あくまでも経済・物価情勢の変化に応じて金利を正常化していく」というメッセージは、金融政策の予測可能性の低さは仕方がないと諦めていると受止められかねない。政策金利を僅か2回しか上げていない日本銀行が、政策金利を既に中立金利の水準に近づけている同じ合議制であるF e dやE C Bよりも、先行きの金融政策運営について、市場からみて予測可能性が低いということに違和感を覚える市場参加者は多いという事実をどうみるかである。また、金融市場のグローバル統合が進展する中、米国をはじめ主要国の中央銀行と市場参加者の間で、先行きの金融政策運営に関する見方が異なる場合、その影響が他国にも波及する蓋然性が高まってきた。さらに、今年の金融市場における主要テーマの一つは、キャリートレードである。その中、日本銀行としても金融市場にできるだけサプライズを与える金融政策運営を行わないように、余程注意深く情報発信を行っていく必要があるが、1月、2月の追加利上げを巡る騒動で——これは誰が悪いということではないが——、日本銀行は政治的圧力に弱いという印象が強まっている中、金融市場は我々の情報発信を文字どおりに素直に受止めてくれない可能性は低くない。

仮に、大半のボードメンバーが「緩やかな景気拡大は今年度、来年度と続いていく蓋然性が高い」という調査統計局の見解を支持し、それから、先行きの金融政策変更は「政策金利の引き上げとなる可能性が極めて高い」と判断しているとする。仮にその二つが満たされるならば、合議制で政策決定をしているとしても、もう少し将来の政策金利引き上げのパスについて市場に織り込ませる情報発信を心掛けていっても良いように思う。金利をターゲットとした金融政策に回帰してから日が浅いことも考えると、なおさらである。年明け以降の総裁の定例記者会見をみても、「合議制で政策決定しているので、将来の政策運営について多くを語れない」というロジックが強く出過ぎていることが、債券市場で適切な価格形成がで

きない理由の一つだと思う。特に2年債の利回りが0.8%というのは、利上げがもう今年、来年に掛けてないかもしれないということがないと、正当化できないところがある。従って、将来、我々が何かアクションを起こせば調整が起きるということであり、この辺り、色々と難しい問題もあるということ述べていただき、終わりとさせていただきます。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、先程申し述べた経済・物価情勢を踏まえて、現在の調節方針を維持することが適当であると考えている。短期金融市場の動向をみると、無担保コールレートは機動的なオペの実施もあって、0.5%前後に安定的にコントロールされている。期末日については、コールレートが0.715%とやや高い水準になったが、補完貸付制度が有効に機能したこともあって特段の波乱もなく越えることができた。

なお、我が国を含む世界の金融資本市場については、2月終わりからの調整局面を完全に脱したと言い切るのは時期尚早だと思うが、先程も述べたように、世界経済のファンダメンタルズに大きな変調の兆しはみられていない。一連の動きは昨年のグローバル・リスク・リダクションの後、やや前傾化していた投資家のリスクテイク姿勢に修正が加わったものとの見方が現時点では適当ではないかと考える。勿論、金融資本市場の動向とその影響については、今後とも注意を払っていく必要があると考える。

先行きの金融政策運営についてであるが、これまでどおり、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方針を維持することが適当だと考える。今月末の会合では、2008年度までの見通しとリスク要因を具体的に討議して、新しい展望レポートにおいて示すこととなる。さらに、中長期的な物価安定の理解については初めての点検を行

うこととなる。市場との対話という観点からも新たな金融政策運営の枠組みの一層の定着に向けた重要なステップであり、しっかりと取り組んでいきたいと思う。なお、ただ今水野委員からお話があったが、その点について後程の議論のところで意見交換をするのが宜しいかと思う。以上である。

福井議長

岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

まず、金融政策運営については、現状維持ということで宜しいかと思う。一点だけ申し上げたいのは、12月から今日までに至る色々な経緯を踏まえて、これからの金融政策運営の仕方について、多少色々なご意見があったように思うので、私なりのコメントを申し上げたいと思う。アメリカの場合、ミシュキン理事が最近講演をして、「民間のインフレ期待が2%位で安定していると、それよりさらに下げようとするとかかなりコストが掛かるかもしれない」という趣旨のご発言をされたと思う。この問題は実はマーケットとの対話というか、コミュニケーションにおいて、市場の期待と、中央銀行が考えている期待というか先行きについての見方、これが常に一致していれば全てハッピーなのだが、実は常に一致している保証はなくて常に何かずれがあるということである。そういう時にどういうふうにコミュニケーションをやっていくのかということが、これは世界各国、皆同じ問題に直面していて、日本銀行も例外ではなかった、と私は理解している。12月以降、これまでの市場との対話において、市場の期待と我々が考えているものとの間で先行きについて、どこに違いがあったのか。私の理解では、実体経済についてはそれ程大きい違いはなかったのではないかと思う。ただ物価についてはやや乖離があって、その時にどうするかという問題があったように思う。ミシュキン理事がおっしゃっていることは、理論的に言うと凄く面白い点を含んでいる。仮に、連邦準備制度が望ましいと思う水準は、コアのPCEで1.5%であるとして、一方で民間では上

限の2%辺りを期待しているからそこまでは良いのだというふうに言ってしまうと、先行きの金融政策運営をする時に中央銀行として本当はどこへ行きたいのか、心の底ではどこへ行きたいと思っているのかというものを民間の期待に置き換えてしまうということであり、その場合、どういうことが起きるかというのは理論的に面白い話である。実はこの問題についてバーナンキ議長とウッドフォード氏が1997年にペーパーを書いている、この場合には合理的期待のもとでは、解が定まらない、問題が沢山あるということである。民間の期待を頼りにして、それを目処として、民間がこう期待しているから本当はここに行きたいけど、民間の期待で調整してしまうと変なことが起こる。中央銀行はやはり自分の予測、自分が本当に望ましいと思う物価上昇率、これをしっかり把握しながら運営しないと、とてもおかしいことが起こり得るということかと、私はミシュキン理事の講演についてはそのように理解している。翻って日本の場合であるが、この間に色々な議論があったが、私はやはり去年3月の新たな政策枠組みである物価安定の理解及び二つの柱に基づく点検というこの三つの柱が本当に十分に理解されていたのかどうかというところがやはり一番コアにあるように思う。試運転の段階なので不十分なものが残るのはこれは仕方がない、ある意味で実験している訳なので。しかし、今振り返ってみて、どこがおかしかったかというところ、私が思うのは、一つは、やはり物価安定の理解を「念頭に置いた上で」というところの「念頭に置く」というのはどういう意味なのかという点である。これをどのようにマーケットが理解してくれているのか、あるいは我々自身がどのように理解しているのか。物価が下振れて今前年比マイナスになっているが、これは物価の安定の下限のゼロを下回っている訳で——勿論そういうことも一時的にはあるということとは3月の金融経済月報に書いているけれども——、そういうことが起こる時はやはり何らかの断りやより丁寧な説明が必要な状況にあったのではないかと思う。では、どうしてそういうことになってしまったのかというところ、振り返ると、やはり1月の中間評価が甘かった、私の評価が甘かった。实体经济もコアのCPIも足許下振れている。先行きについては

全く今のところ材料不足なのでそのまま良いと私は考えたのだが、やはり足許下振れについては、物価の方がやや深刻であって、先行きについても下振れのインパクトがあったことを十分点検しなかったということが私にとって最大の痛恨事である。であるから、今思い返してみると、1月の中間評価については、今の我々のやり方が甘いのではないか。きちんと数字を出して四半期ごとに点検するというのが、やり方ではないかと思う。もしボードメンバーに負担が掛かるのであれば、事務方の標準的な見方を公表するというやり方があってもおかしくはない。ECBとかは実際、そういうやり方をしている。そういう組み合わせでも良いから、「数字でもってきちんと示す」ということである。特に重要な変数である成長率、あるいは物価の上昇率、こういうキーバリエブルについては、やはりはっきりと数字で示して、これはどの位下振れている、この位上振れていると。予測の一つとして、こういうことをやはりきちんとやるべきである。それから予測自体はより蓋然性の高い正確な予測を持っていないとクレディビリティを失うということだと思う。ローレンス・マイヤー氏がハイ・フリークエンシー・モデルでやっているが、予測についての「マイヤールール」というのがあるので紹介すると、ルールの1は「データと予測が一致しない時はまずデータを無視し、予測を維持しろ。一回立てた予測は簡単には変えるな」と。しかし、ルールの2というのがある、「ルール1を放棄する時を知れ」と。放棄する時を知らない人は予測家としてはあまり点数をあげられない。偉大な予測家はルール1を放棄するタイミングを良く知っているということ、これは一つ重要だと思う。そういう意味で、中間評価においては、予測がどの位正しいものなのか、そしてその予測の姿からどの位乖離しているのか、最終的にゴールとしているところからどの位離れているのか、ということ点を点検する。そういうものを常に点検しながら政策をやるということが、一番重要な点ではないか。この間、私が不幸だと思うのは、2月に金利を引き上げた際、マーケットの一部が「日本銀行は0%~2%と言っているけれどもゼロ%が良いと思っているのだな」と受止めたことである。私は「ゼロ%はやはり危険だ」とずっと申し上げ



ている。既に我々が経験しているように、5年経てみたら基準改定によってゼロ%と思っていたものが実は-0.5%だったというようなこともあり得るのである。今の指数というのは、明らかに私は不完全だと思う。以上である。

福井議長

中村委員から願います。

中村委員

まず、結論から述べると、次回会合までの金融市場調節方針については、現状維持で良いと思う。景気の現状は、着実に拡大しているものの、先程も述べたように、拡大のテンポは緩やかであり、物価も当面緩やかな上昇にとどまる可能性が高いことを考えると、このタイミングで利上げを急ぐ必要はないと考えられる。また、これまで当委員会が掲げてきた、「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」との金融政策の基本的な運営方針についても、妥当なものと考えている。

折角の機会であるので、日本銀行の金融政策に対する印象について、一言コメントしたいと思う。昨年の量的緩和政策の解除以来、金利が久方振りに企業活動や人々の生活の中で意識されるようになり、日本銀行の金融政策に対する世間の関心は日増しに高まっている。昨年以来の追加利上げを巡る過熱報道は、そうした世間の関心が端的に現われたものであると思われる。こうした中、日本銀行と市場の対話を巡っては、このところ批判を含めて様々な意見が取りざたされている。私としては、日本銀行の情報発信については、それなりに充実した仕組みが設けられているとの印象を持っているが、肝心の情報発信の中身が、なかなかマスコミや市場関係者には理解されていないところがあるのかもしれないと感じている。私自身、企業の財務担当者として、投資家との対話に携わった経験もあるが、投資家は自分の関心のあることにしか耳を傾けない傾向があり、相手に説明を

理解してもらうのはなかなか大変であった。結局のところは、様々な試行錯誤を繰り返しながら、望ましいコミュニケーションのあり方を模索していくということになるのではないかと考えている。

いずれにせよ、こうした点を含め、市場がダイナミックに変動する中で、金融政策運営のあり方について、様々な課題があると思われる。私としては、その一つ一つについて勉強しながら、皆さんと共に考え、微力ではあるが、日本銀行の適切な金融政策運営に貢献したいと考えているので宜しく願います。

福井議長

亀崎委員から願います。

亀崎委員

前半パートで申し上げたとおり、日本の景気拡大は緩やかなものにとどまっていると思う。一方、米国景気にはやや不透明感が漂っており、これもあって、グローバルな金融・資本市場は依然としてややボラタイルに推移していると思う。この間、物価については、景気悪化に伴うデフレが生じていた局面とは異なるものの、CPIが上がりにくい状況が続いており、今後の動向には予断を持たない状況かと思う。

短期金融市場は、足許は落ち着いて推移しているが、金利が付く環境下で初めて迎えた3月期末は、先程からお話があるように、一部外銀の調達圧力の高まりから無担保コール・オーバーナイト金利がやや大きく上昇するという局面もみられている。期末要因ではあるが、金利が付かない環境に慣れてきた関係者の体制整備に時間が掛かることを示す一つの証左ではないかということで、引き続き動向をしっかりとフォローしていくとともに、市場機能の回復をじっくりと促していくことが大切かと思う。

こういった点を踏まえると、現在は、引き続き、2月の利上げの効果の浸透度合いをじっくりと検証する段階にあるかと思う。従って、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（オーバーナイト物）

を0.5%前後で推移するよう促す、との方針を維持することが適当と考える。以上である。

福井議長

今回の政策決定会合までの金融市場調節方針について、皆様方からご意見を拝聴した。全委員揃ってノーチェンジ、現在の調節方針、つまり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、こういう見解のご表明であった。私も同様に考えている。期末を越えた訳だが、期末前後、金融市場で金利の振れがみられたということではあるものの、市場が非常に乱れたということではなくて、調節目的は整齊と達成してきていると思われるし、その中で市場機能の回復振りというものを正確に点検する材料も幾つか含まれていたと思う。同時に今後の課題も含まれていたと思うし、ロンバートレートのあり方を今後考えていくうえでの必要な材料も幾ばくか含まれていたというご指摘があった。それらを十分利用しながら、この先の課題を、我々はやはり受止めていく必要があると思う。それから今後の情勢点検であるが、今回現状維持ということで皆様方の意見が一致したのは、前回の利上げの効果の浸透過程にまだあるということであるし、それを含め今後の状況の推移を見極めていくべき段階だと、一言で言えばそういうことになると思う。経済・物価情勢の今後の推移が中心であるが、何人かの委員がご指摘になられたとおり、資産価格の動向、為替市場の動向についてもやはり念頭に置きながら、全体としての判断宜しきを得るという感覚で物事を見極めていく必要があるということだろうと思う。

幾つかの点であるが、一つは岩田副総裁からあった、我々がとっている金融政策のフレームワーク全体あるいは一部が、マーケットその他世間一般でまだ十分に理解されていないのではないかという点、これについては我々は初めから実行の過程で理解のより良き浸透を図っていくという決意のもとに行動してきているので、引き続き共通の課題であることは申すまでもないと思う。次回の4月末の決定会合では、新しい展望レポートを

出すことになっている。これからその中身について皆様方と一緒に詰めていかなくてはならないと思うが、昨年3月に公表した金融政策のフレームワークの中の特に中長期的な物価安定の理解は経済構造の変化等において徐々に変化し得る性格のものだということは初めから確認されている。それを踏まえ、原則としてほぼ1年ごとに点検することになっているので、次の会合では、できればそうした点検を行って、点検結果は展望レポートの中に織り込むことにしてはどうかと議長としては思う。この点、皆様方もそれで宜しいかどうか確認したい訳であるが、その際の問題意識としては、フレームワーク全体についてのより良き理解の浸透を図っていくための、ものの考え方とか工夫というものをやはり十分織り込んでいく必要があるかなと思っている。物価安定の理解について、「念頭に置いてとは何か」ということも、一発の文章で分かるとは思わないが、これは展望レポートの中だけではなくて、今後政策変更のある時、あるいはない時でも、我々のステートメントの中で物価安定の理解についてきちんと整理して物事を述べる場合にはきちんと述べていった方が良くないと私は個人的には思うが、皆様方とこれからよく議論したいところである。それから、2月の利上げが中長期的な物価安定の理解との関係で、「日本銀行はインフレ率ゼロ%でも良い」と思われたのではないかという岩田副総裁からのご心配があった。本当にそういう心配があるのかどうかも人によっては若干見方が違うのかなと思うが、まさに中長期的な物価安定の理解とは何か、それを念頭に置くとは何か、ということが十分理解されているかどうかという問題の中で、そういった具体的な問題意識も含めて整理していけば良いと思う。それから、中間評価であるが、直近では1月にあったが、いずれまた7月の中間レビューの時期がくる訳である。この中間レビューの時にレビューの結果を数字で示す必要があるかということだが、初めから中間評価の時に数字を示す必要があるかないか、その方が良くないかという議論はある程度してきている。これまでのところの暫定的な結論としては、必要だという判断にまだ至っていないということであるが、引き続き検討していく必要がある。直ぐに結論というよりも、まずは7月

までに少し時間をとって勉強すべきかという気もするが、皆様で議論して頂きたい点である。それから、情報発信について、マーケットに具体的に一体どういう情報を我々は提供するののかという水野委員から問題提起の点である。バーナンキ議長は3月28日の米国の両院合同経済委員会で、もう皆様方が何回かクォートしておられる証言であるが、「前もって市場に金利の方向性を示すことは、基本的に通常でない状況下においてのみ行われるべきことであると考えており、そうした行動から遠ざかってきている」と証言している。実は我々の「予めスケジュール感を持たない、予断を持って臨まない」ということ、具体的には、マーケットには経済情勢判断とか見通しとか我々の考え方をクリアーに伝えるけれども、次の政策行動を具体的に示唆するような情報は出さないという方針と、バーナンキ議長のこの証言とは符節になっているところがある訳である。水野委員のお話だと、我々の場合はFedの場合と比べて、いわゆる中立金利がどこに存在するかは別にして、そこからまだ距離が遠いところにいる訳なので、ある種のスケジュール感的なもの…。

水野委員

もう少し、である。

福井議長

もう少しスケジュール感的なものを市場に提供する方が市場の金利形成をより良いものにするのではないかと、ということであった。この点については皆様でよく議論をして頂きたい。少なくとも今までは、いわゆる中立的な金利水準にはまだ遠い状況にあるにしても、日本経済の進路はそう一直線ではない訳なので、経済・物価情勢の展開に応じて、やはりライトタイミングを計っていく、そうした観点からも先行きの行動を具体的に示唆することはむしろ適当ではないのではないかと、という感じで認識の一致をもって行動してきているつもりである。市場参加者の方も、これまでの量的緩和からの脱却、ゼロ金利からの脱却、そして2月の金利引き上げ

——これは12月、1月、2月と通してみると、コミュニケーション上の多少の混乱があったように見えるが——、政策行動をとった結果として、市場はやはり懸命に経済・物価情勢について冷静に織り込んでいた部分がかなりあったということもまた事実なので、かれこれ加えてある程度のスケジュール感というものを示す必要が本当にあるかどうかという議論は我々の中でさらによくしなければならないのではないかと思う。そのようなことで、もう少し今この場で直ぐに議論されるべき部分があれば議論して頂きたい。

#### 須田委員

少し宜しいか。数字の扱い方であるが、我々の展望レポートでは数字は参考でしかなく、やはりメカニズムがより重要であるというのがこれまでの捉え方であったと思う。数字は色々修正されることもあるし、例えば、成長率は随分後にならないと最終的な姿はみえないということもある。従って、あまりにも数字によってコミュニケーションを図るというのはどうか。今回、訪問してみて凄く参考になったのだが、カナダのケースでは、インフレーション・ターゲティングを実施するうえであまりにもCPIの数字が重要になっているために、間違っていたことが分かっても修正しない。ウエイトも変えていない。特に、インデックス化されてしまっているから、財政上もこれは動かしては困るということで、絶対に過去は遡及しない。そういうふうになりかねない。我々として大事なことは、細かい数字がどうこうではなくて、大きな意味でメカニズムが想定どおりであるかどうかであると私は考えているので、今の段階で数字をクォーターリーに出していくことはあまり望ましくないと思っている。また、執行部と我々が交互に出していくというのもおかしいし、執行部だけが出す場合には、「ボードメンバーとは違う」というECBタイプの議論にもなりかねない。物価についても、昔、よく早川調査統計局長は「0.5%は誤差のうち」——ただし、最近では0.3%になっているが——とおっしゃっていたが、その誤差の範囲内の議論にあまりにも力を入れてやっているというのはどうだろ

うか。政策運営をしていく時に、特に物価の動きで金融政策についての思惑が出てみたりと、そういうことをこれまで経験しているが、もっと経済全体としてみていくべきではないだろうか。勿論数字がなければできないのでそれはみていくが、そこにコミットしていくということについては問題もあるのでないかと私は考えている。

#### 水野委員

今の須田委員がおっしゃっていることには同感である。敢えて付け加えると、総合判断で政策を決めていく訳なので、CPIにベットして決めている訳ではないということを示すためには2月に金利を引き上げて良かったかと逆に私は思っている。それから四半期ごとにチェックすることについてだが、展望レポート、中間レビューというのは非常に重要だということには賛成であり、その精神をシェアして頂くのは非常に有り難くて望ましいと思うが、あまりにもそれにコミットしてしまうと自由度がなくなってしまう。だから1月、2月は何で決めたのかというと、GDPで決めたとかそういうことではなくて、総合判断で決めた和我々は言っている訳なので、自由度、アロウワンスをある程度残しておかないと、やはり我々としてもなかなかピタリという訳にはいかなくなる。数字を出して中間レビューをやるということは、事実上、政策変更の時期が3か月毎の時期——1、4、7、10月——と決まってしまうような誤解も与えてしまう。先程須田委員の言っていたことと同じであるが、数字を出していくというのは、これまでの物価の基調、あるいは経済のメカニズムといったものから流れを大きく変えることになるので、これはこれで相当大きな変化になるという印象を持った。

#### 武藤副総裁

宜しいか。岩田副総裁から「我々の現在のフレームワークがマーケットに十分理解されていないのではないか」という問題提起があった。確かにそういう問題意識を持つ必要があると思うが、今のフレームワークが理解

されていないということと同時に、今のルールをもう少しクラリファイする必要があるのではないかということも含めて問題提起されているように私は理解した。そういうことになると、「念頭に置いた上で」とはどういうことかという問題提起になり、これを議論していくと、フレームワークそのものの根本を議論することになるのだろうと思う。そうすると、いわゆるインフレーション・ターゲティングの議論などを頭において、この議論を我々なりに進めてきた経緯からみて、かなり本質的な議論をすることになると思う。これは次の展望レポートの時に議論するチャンスがあるかと思うのでこれ以上深く議論しないが、そこまで大きな課題や問題提起になっていると私は理解する。

それから中間評価について、「1月の中間評価が甘かったのではないか」ということを少しおっしゃっていたが、結果的にみると、確かにそういう面があるのかもしれない。というのは2007年の状況というのは、これから我々はもう少し議論を深めていく訳であるが、あの時の議論をそのまま維持できるかどうかということになると、必ずしもそう楽観はできないということを踏まえれば、おっしゃることはよく分かる。ただ、その時点での評価としてどうだったのかということになると、それなりに我々はその時点においては合理的な行動を採ったのではないかと私は思っている。

この点は、フレームワークの話とは少し違うのだが、中間評価を数字でやるかどうかというのは確かに課題であるが、その時には政策変更というものが中間評価とかなり結び付いた議論になっていく可能性がある。それ以外のタイミングでできないとは言わないが、その年四回の先行き見通しをきちんと議論するということが政策変更の条件になるようなことになるという意味で、選択肢が狭まる可能性もあるので、そういうことも含めて議論する必要があるのではないかと思う。

水野委員

BOEのインフレレポートと同じようになってしまうということの良いのかという話なのだが。



## 武藤副総裁

それから少し話が違うが、水野委員の問題提起の中で私の講演の話引用されていたが、水野委員のご質問の意味が少し理解できないところもあるので、もう一回問題を整理したいと思う。

まず第一の「金利の正常化論」、これはボードメンバーの中ということではなくて、むしろマーケットとか外部において、「金利の正常化論」というものを、非常に特定のものとして理解して、議論を展開するようなところがあるので、私なりに「金利の正常化論」というものを、日銀としてどういうものと考えているのかを示すのは非常に重要なことだと思って話をした訳である。仮に中立金利に向けてスケジュール感を持って調整していくことが正常化ということであるならば、ボードメンバーではそういうふうには理解していないと少なくとも私は理解している。一方、この枠組みに基づいて政策変更していくというプロセスそのものは、今の状況が極めて特殊な金利水準にあるので、それは正常化と言っても間違いではないと思う訳である。

もしその中立金利というものが今の時点で特定できるということであれば、水野委員の議論も成り立つのだが、グリーンSPAN前議長も言っているように、なかなか中立金利を予め定義することは難しい。そもそも望ましいインフレ率が何か、あるいは潜在成長率がどうかということについても色々意見が分かれているのに、今の時点でその中立金利というものを特定するという事は非常に難しい。政策金利を上げていって、経済の状況と総合判断して、この辺りが正常な中立金利ではないかというようなことが認識されるのではないかと思う。私は、中立金利の議論を否定はしないが、今申し上げたようなものとして理解されるのではないかと思っている。

## 水野委員

そういうふうに……。

武藤副総裁

それから、次の「スケジュール感を持って」ということに関して言うと、スケジュール感を我々が持っていないことが対話を途切れさせるリスクになっているということだが、逆にスケジュール感を示すというのはどうということなのか、少し私にはよく分からないので、その意味するところを後でお答え頂きたいと思う。「メジャーペース」といったようなランゲージなりコードワードみたいな話はあるのだけれども、少なくともFedについては結果的にオーライだったということであって、あれが本当の意味でスケジュール感を示していたかということ、私はそういうものではなかったと理解している。

それから、第三点に、「合議制なのでなかなか事前に明らかにできない」というのは、やはりこれは非常に重要なことである。合議制で議論して結論が出てこない限りなかなかはっきりしたことは言えないということ自身はほとんど修正の余地がない明白なことである。ただ一つ、もし現実が非常に混乱状態にある時、異例な時に、例えば議長が議論を整理するために、ワンボイスでスケジュール感を持ってものを言うというのは私は許されるかなと個人的には思うが、一般的には、あまり合議制の議論を参考にせずにものを言うのは難しいのではないかと思う。

あまり詳しくは言わないが、ECBはまず参考にならない、少し事情が違うので。BOEは何と言ってもインフレーション・ターゲティングであり、ファンチャートを示すという枠組みの中でぎりぎり期待される場所があるのかもしれないが、それでもサプライズの利上げが行われたりしている。それからFedに至っては、今行われているコミュニケーション・ポリシー検討の結論がどうなるか分からないが、現時点においては、むしろ我々はFedと極めて近い状態にあるのではないかと、少なくともバーナンキ議長になってからはほとんど同じような状態にあるのではないかと、私は理解している。先程、総裁が少しバーナンキ議長の証言を引用されたが、そういうことを聞いても我々と同じような状態にあるのではないかと

思っている。

水野委員のおっしゃっていることの全部にお答えしていないのかもしれないが、むしろ水野委員の「少しスケジュール感を例えば持つ」というのは、どういうことを意味されているのかを教えてください。

#### 水野委員

実は武藤副総裁の講演では、最初に「政策委員会はコンセンサスであって私はそれに全く異論はない」と言われているので、そこがこの話のスタートポイントである。ただ、将来課題になることのヒントを色々言っていた、ということであり、今何かを直ちに出すということではないということをお話させて頂いた。誰も今日利上げのことを提案するとは思っていませんでした。まず中立金利であるが、一つの金利、一つの潜在成長率にはならない中で、「ある一定の水準感をボードメンバーが共有する必要はない」と私は先程発言した。ただ、極めて低い金利水準について、個々のメンバーは、その水準がどの辺りかを言わないだけであって、個々に持っている訳であり、もう少し金利の調整をやっていけば将来的には嫌がうえでも中立金利的なものの意見交換が出てくるのではないかと、ということしか今日は私は言っていない。だから中立金利の議論を今出せということは全く言っていない。それは誤解である。二つ目であるが、双方向のコミュニケーションが今途切れている中で、スケジュール感を持っていないという話に関して少し申し上げるが、もし皆様が「景気拡大が緩やかだけれども続くのだ」ということと、「将来はもう利上げであるという可能性が高い」ということを思っているのであれば、何も分からなくて何も言えないというのではなくて、もう少し何か言い方があるのではないかと、市場を冷たく突き放してしまうというのはいかがでしょうか、ということである。先程、2年債利回りは0.8%だと最後に言ったけれども、これは全く何もないということをマーケットが織り込んでいることを表わしているのだが、それがもし本当に我々の意見と一致していれば良いのだが、そうでなければ混乱が起きるということを先程も申し上げた。今年の大きなテーマはキャリー

トレードなので、我々の政策変更は我々の思わぬところで日本市場以外にも波及する可能性があるので、ここは非常に重要ではないかということの一つ言わせて頂きたい。また、まさに中村委員がおっしゃったが、我々がきちんとと言っても我々が聞いてほしいところをなかなか聞いてくれない可能性がこの2、3か月の騒動で強まっている中、しかも金利機能が復活して間もない中で、「それを考えるのがプロであるあなた方の仕事だろう」と、市場を突き放し過ぎるのはどうかということである。武藤副総裁の講演は、極めて常識的なこととお話しされているのであるが、ただ将来的には色々な課題も含まれているのではないかということをお話し上げただけである。

#### 武藤副総裁

市場を突き放したとか、また、コミュニケーションが途切れたというふうに私は認識していないが、「正しい対話というのはどういうものか」ということについては、具体的に我々の意図を市場に示すという形によって行い——確かにその情報の非対称性はあるといえはるのだが——、マーケットがそれに対し受身でのみ対応するということでは、それは対話ではない。むしろそちらの方が「対話はない」という状態なので、対話を行うためには、相手の反応がきちんと出てくるようにすべきなのだと思う。我々はそういう方向に向かって、1月に若干混乱したという現実を踏まえて、仕切り直しをするためにそこを明確に言ったということである。それが、我々が意図する以上に冷たく突き放したというふうにとらわれているかもしれないが、真意はそういうことである。今のお話で大体私も納得したが、対話が途切れているというふうを考えるのはどうか。

#### 水野委員

インプライド・フォワード・レートやイールド・カーブの形状が、将来何となく、ふわっとで良いのだが皆さんが考えているイメージどおりであれば、多分サプライズは起きない、我々が政策変更をしても。ただ、今回

2回利上げしたが、毎回、毎回物凄く政治的でポリティカル・キャピタルを含めて気を遣って、私も大分疲れたが……。

西村委員

ポリティカル・キャピタルは使っていない。

水野委員

それは私が使っているのである。

西村委員

そうか。

水野委員

語弊があって申し訳ない。ただ政治との対話はある訳で、ゼロではないと思うので。

須田委員

ゼロである。

西村委員

政治との対話はゼロである。

岩田副総裁

ゼロであるべきだ。

水野委員

でも向こうとは対話は求められるのではないか。

須田委員

それはない。

岩田副総裁

ボイスは聞こえるが、しかし、どうしてそれを水野委員は気にして、それに対してご自分の政治的なキャピタルをお使いになるのか、私はずっと理解できない。最初から理解できない、そのところは。水野委員が最初においでになった時から理解できない。

水野委員

少し本質的な話でなくなってきたが……。F e dの議事録をみていくと、利上げをする前に中立金利の議論が必ずされている。1994年のケースしか議事録で出ていないのだが。そういう意味では我々の中でも当然そういう議論を含めて金利の——「正常化」という言葉は人によって意味が違うので敢えてその言葉を使わないが——議論があり得るのではないか。F e dのバーナンキ議長はほぼ中立金利でバトンタッチを受けているので、今は本当にフラットだと思う。上下どちらに行くかは分からない。一方、我々は、はっきり言う必要はないのだが、マーケットも多分、次は利上げの方向で考えているのだろうし、我々も多分、少なくとも私はそう考えている。そうすると、今、市場機能が完全に回復していないから仕方がないという割り切りも必要かもしれないが、全く次の利上げを織り込んでいないO I Sマーケット、あるいはインプライド・フォワード・レート、イールド・カーブの形状をみて、マーケットが安定しているなということ、それで良いのかという話である。これはボーっとしていると、1999年秋とか2003年春のようにイールド・カーブがどんどんフラット化してしまうということもあり得るので、何も言わないことが良いかということそれは少し違うのではないかと思う。

### 武藤副総裁

何も言わないことが良いとは思わないが、ただ市場と中央銀行の意図が乖離するということは、しばしば起こり得る訳であり、それを常に一致させないといけないということではない。

### 水野委員

それはそのとおりである。

### 武藤副総裁

やがてどこかである一定の対話を通じて収斂していくことが望ましいと思うが、現状は確かにおっしゃるとおりである。ただ、今の時点ではむしろ一致するということの方が難しい。今置かれた状況を考えたら、それ程心配することはないのではないかと個人的に思っている。

### 水野委員

政策金利が0.5%で、中立金利の方は分からない——私は2%~3%のどこかにあると思う——が、中立金利への政策金利の引き上げは今回の景気サイクルでやる必要は全くないので、政策はオープンでやるということで、それは全く構わない。ただ、もしマーケットが織り込んでいるものと我々のものとの乖離が大きい場合には、これがグローバルな金融市場に与える影響が、今年のテーマがキャリートレードであるだけに、大きいということは一応念頭に置いておかないといけない。また、金利サイクルにおける位置付けがECB、Fed、BOEと我々とではかなり違うということもある。Fedは結果的に——武藤副総裁の理解と全く同じであるが——オーライだったと思う。スケジュールベースではなかった。でも結果的にスケジュールベースだとマーケットは思っているので、Fedはそう思わせておけば良い位に思っていると思う。我々もそれ位の感覚でスケジュール感位は与えたらどうか、という程度の話で、今日お話ししたのは、今の段階ではこれは課題だということである。今議論する必要はないという話で

ある。

#### 野田委員

今のイールド・カーブの先行きが少し読みにくいという話は、まさにマーケットがそういうふうを感じている訳であって、色々な不透明感が各所で高まっていることの表われだとすると、今の時点で、敢えて我々の方からマーケットに対して語りかけていって、そのイールド・カーブをいじるといふか、刺激を与えていく、作用せしめるということが本当に良いのかどうかは、私は疑問である。

#### 武藤副総裁

そういうことである。現状においては。

#### 福井議長

今後とも議論を重ねていかななくてはならないと思うが、少なくともこれまで我々は経済情勢、物価情勢に対する判断、先行き見通しについて、市場に我々の考えるところを十分伝えてきて、市場の方はやはりそれを十分理解しながら金利の形成を進めてきたということはほぼ間違いないのではないか。その証拠に、我々がアクションした後に市場の波乱は招いていないということがある。一方、我々は頑なにまでにスケジュール感を示してこなかった。市場の方は、少し言葉は悪いが、かつての合議制が十分機能していなかった時代の余韻もやはり引いていて、具体的なスケジュール感を知りたいという感覚が非常に強かったということが12月、1月のプロセスを経て改めて感じられた。そこで、合議制になったら我々は答えられないということを明確にした途端にそこにギャップが生じたというのは明らかだと思う。でもこのギャップというのは、市場も我々も、良い意味でこれからこなししていかななくてはならないギャップであって、元に戻すという形のこなし方はないのではないかというのが基本的な認識だと思う。今後さらにコミュニケーションの仕方に色々な工夫がいる、より練ら



れたものにしていく必要があるので、皆で知恵を出していかないとならないと思う。私自身、記者会見で、「日銀は具体的なタイミングを持っているのではないか」、あるいは「それを何かの機会に示唆すべきではないか」という明らかな意図を持って私に質問した記者の方に対して、私は敢えて「正常化」という言葉を使わないのは、そういうスケジュール感というのを予め持っている訳ではないし、お示しする訳にはいかない、だからそういう意図に対して「正常化」という言葉ではお答えできないのだというふうに、いつも注釈付きで答えている。今我々が進めているプロセス全体が、ある意味で正常化であるということまでは否定していないが、うっかり「正常化」と言うと全く違った方向で受取られるリスクが、少なくとも最近まで非常に強かったということを感じ取りながらの答えであったということは、水野委員もご理解頂きたいと思う。

水野委員

それを理解したうえで今日は申し上げている。

福井議長

そうか。それでは、次の、今月末の決定会合で展望レポートを議論するが、その中で改めて中長期的な物価安定についての理解を点検し、それだけではなくてフレームワーク全体について世の中の理解をさらに深めていくために工夫を凝らして、できれば展望レポートの中にも必要なエッセンスを入れていく。この点については、皆様方からご同意を頂けたと理解して宜しいか。

野田委員

前回の会合で私が申し上げたのは、まさにそういうことである。

福井議長

なかなか難しいと思うが、またこれは十分議論して…。

#### 野田委員

難しい問題だと思うが、そういうことを意図して申し上げたつもりである。

#### 西村委員

一点だけ宜しいか。数字の問題であるが、数字は非常に怖いというのは、先程のミシュキン理事が良い例である。PCEとCPIとのギャップが大体0.5%位あると言われていたのだが、ミシュキン理事はそれを正確に0.25%位に縮んだと言った訳である。そうするとコンフォートゾーンが少し上がってしまう。今日最初の時にお話しした一部の理事というのはミシュキン理事なのだが、それによってプレミアムが少し上がったようにみえるということが起きている。ミシュキン理事がどういうつもりで言ったのかは分からないが、予想しない形で影響するということで、数字は怖いという気がしている。私はファンチャートは比較的その難しさは少ないのではないかと思う。それはまた、今後色々やっていかないといけない。

#### 岩田副総裁

理解の仕方が色々違うのかもしれないが。

#### 福井議長

ミシュキン理事の話はどこまで深く理解するかであるな。市場の期待がこうで、一方、Fedが暗黙のうちに持っているコンフォートレベルがこうで、ギャップがある時にそこをコミュニケーションして上手く埋めながら政策をやっていくのには、かなりコストが掛かるという意味なのか。それとも、やはりフィリップスカーブがあまりにもフラット化している時に、Fedの意図するところまでインフレ率を下げようとする経済に対するダメージと言うとおかしいのだけれども、スラックを作るためのコストが非常に大きいという意味なのか……。

岩田副総裁

両方の意味がこもっているのだと思う。ただ、一つ言えるのは、仮にマーケットのインフレ期待が非常に安定している、しかも非常に望ましいところで安定している場合には、政策はそれ程動かさないで良い、そうでない場合は余分に政策を沢山やらないといけないと、多分そういうことだと思う。

福井議長

それでは政策の討議はこの辺ということで。政府の方からご意見を頂戴したいと思う。

田中財務副大臣

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、賃金など一部に弱い動きがあるほか、企業の景況感にやや慎重さがみられることから、引き続き注視する必要がある。また、物価については、消費者物価は、昨年4月以来のマイナスに転じており、今後物価上昇圧力が高まるかどうか、先行きを慎重にみていく必要がある。このような経済・物価情勢のもとでは、現在の景気回復を持続的なものとするため、引き続き現在の金融市場調節方針のもとで、経済を金融面から支えて頂きたいと考えている。また、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を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、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おり、また、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。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へ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な成長のため、一体となった取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。次回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・物価情勢の見通しと先行きの金融政策運営を議論し、展望レポートとして公表される。政府は「進路と戦略」で示したように、今後5年間のうちに名目成長率では3%台半ば程度、あるいはそれ以上、実質成長率では2%程度、あるいはそれをかなり上回ることを視野に入れ、成長力の強化に取り組んでいるところである。こうした政府の取組みについて、金融面からしっかりとサポートして頂くことを期待する。また、日本銀行が考え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思う。「中長期的な物価安定の理解」について、公表後1年を経過し、点検が行われるものと承知しているが、本年1月の経済財政諮問会議でも市場のデフレ懸念の払拭、透明性及び説明責任の観点から点検に当たっての問題提起があったところである。「中長期的な物価安定の理解」については物価の安定に向けた今後の金融政策運営の方向性が明確に示されるものとなるよう期待している。以上である。

福井議長

ただ今の政府のご意見に対して委員の中からご質問、あるいはご意見等があれば遠慮なくどうぞ。宜しいか。それでは議案の取り纏めに移る。議長としては、全員一致の意見を踏まえて、金融市場調節方針は現状維持ということで議案を提出したいと思う。念のため他に議案の提出をご希望の方はいらっしゃるか。それでは執行部において議案を作成してお示し頂きたい。

[事務局より議案配付]

それでは読上げて欲しい。

内田企画局企画役

それでは読み上げさせて頂く。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。続いて別添の公表文である。「2007年4月10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大変恐縮であるが。

[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

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

それでは採決の結果を申し上げます。賛成9、全員一致である。

福井議長

全員一致で本件可決をした。稲葉理事及び中曾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る調節をお願いする。それでは政府の方をお願いする。

[政府からの出席者入室]

恐縮であった。原案どおり可決をした。

## V. 金融経済月報の検討

福井議長

それでは次の議案だが、金融経済月報の基本的見解に移りたいと思う。冒頭に執行部からご説明頂いたこの大きな紙であるが、これまでの議論を踏まえて、改めてこの文章をご覧頂きたいと思う。

内田企画局企画役

市況は今 119 円台位なので、朝申し上げたとおりで大丈夫かと思う。

岩田副総裁

刻々と動いている。

福井議長

まだ動いている。

岩田副総裁

ジャンプしている。

内田企画局企画役

大体 2 円位で判断していて、119 円台の半ば位で朝申し上げたが、きわどいところであるがこの位だったら宜しいかなと思う。正直言って終値ベースでまた変わることもあるので。1 円強動いたということで評価したこともある。

水野委員

西村委員が、ゼロ近傍が  $-0.3\%$  までと言っておられたが。

西村委員

それは我々の理解ということで、ここに入れるのは——この前、私も岩

田副総裁と一緒にお願いしたのだが——やはり少し早いだらうということ  
で、議事要旨で説明するという形である。将来的には多分展望レポート、それ  
からそれを含めた基本的見解というのを、今後これからどういうふうにして  
いくかというのはまた検討していかないといけないことだと思っている。

水野委員

ここでは…。

西村委員

今日はこの前と同じ状況なので、ここは変わらないということである。

福井議長

他に修正の必要等お認めの委員は、いらっしゃらないか。宜しいか。そ  
れでは原案どおり可決をしたいと思う。

[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

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし



中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決した。今可決した金融経済月報の基本的見解であるが、即日公表の扱いである。今日の 15 時に公表を予定している。また、別途お配りしている背景説明、詳しい文章であるが、これは必要に応じて執行部で修文を施したうえで、11 日水曜日、14 時に対外公表を予定している。

VI. 閉会

福井議長

今日は議事要旨の決定がないので、以上で議案は終了である。次回の決定会合は 4 月 27 日金曜日、一日会合である。宜しく願います。なお、いつも申し上げているが、決定会合における議論の内容及びプロセスはご自身の発言も含め、厳に出席者限りの扱いである。議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認確保の観点から、この場にいらっしゃる皆様には、厳正な機密管理をくれぐれも宜しく願いたいと思う。以上、閉会とする。

(12 時 41 分閉会)

以 上