

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27日（9:00～14:03）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 福井俊彦（総 裁）
武藤敏郎（副 総 裁）
岩田一政（ 〃 ）
須田美矢子（審議委員）
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	田中和徳	財務副大臣
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（9:50～ 14:03）
国際局長	出沢敏雄

（事務局）

政策委員会室長	大杉和人
政策委員会室企画役	執行謙二
企画局企画役	小田信之
企画局企画役	山口智之

I. 開会

(9時00分開会)

福井議長

政策決定会合を開催する。今回は、一日会合である。アジェンダが詰まっているので、議事の進行にご協力頂ければ大変有り難い。今日は、最初に金融経済情勢について執行部から報告をお伺いする。その後、金融経済情勢、展望レポート及び当面の金融政策運営に関する討議を行う。次に、金融市場調節方針の議案の取り纏め・採決、展望レポートの基本的見解の取り纏め・採決、最後に、3月19、20日開催分の議事要旨の承認というアジェンダを予定している。政府の方から本日、田中財務副大臣、浜野内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いする。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。皆様方、そのことをお踏まえのうえ、ご発言頂きたい。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

それでは、第一の議題である金融経済情勢について執行部からの報告に入りたいと思う。各報告ごとに若干の質疑応答の時間を設けている。まず、金融調節、金融・為替市場の動向について稲葉理事、中曾金融市場局長からお願いする。今朝、発表された消費者物価等については、後程またご報告を伺うことにしたい。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

中曾金融市場局長

お手許の追加でお届けしている資料-1、2(追加)に沿ってご説明する。まず、図表1-1で、無担コールレート(オーバーナイト)の推移をご覧頂くと、前回決定会合以降、3月の積み期最終日である4月13日に掛け

てやや振幅があったが、概ね誘導目標近傍で推移している。4月の積み期に入った16日以降は、オーバーナイトレートは狭いレンジの中で極めて落ち着いた動きになっている。ただ、本日は、月末日であるほか連休前なので、多少レートが強含むというふうに予想している。次に、当座預金の保有状況について、図表1-3をご覧頂くと、4月の積み期については、いわゆる積み上幅が小さくて、一日当たり残り所要を示す黒実線もほぼ水平になっている。つまり、今積み期は、これまでのところ準備預金先の積みの前倒し姿勢が然程みられておらず、平準化が図られているようにみえる。この点を、図表1-2に沿って計数面でご確認頂く。4月積み期の途中ラップを業態別にみると、都銀が2兆9,000億円とほぼぴったり所要並になっている。都銀の中には、積み最初を抑え気味にして、連休の直前——今日辺りであるが——に積み上げて、連休を利用して進捗率のキャッチアップを図ろうとする先もある。このところの個別行の資金繰りをみると、結構、個性が出てきたという印象を持っている。これに対して、地銀とか地銀Ⅱは、やはり所要比やや高めの当預を保有している。これらの業態については、引き続き前倒しのパターンを踏襲しているようにみうけられる。郵政公社だが4月に入ってから預託金の償還や年金の定時払いといった受入れがあったので——先程の図表1-3にもあったが——、当座預金が一時8兆円近くまで大きく膨れ上がっている。ただ、その後、短国などでの運用を相当積極的に行っているので、足許の4月26日には、図表1-2にあるように2兆7,000億円と、かなり圧縮が進んでいる。

次に、図表1-3のグラフで最近の短期金利の動きをご覧頂くと、冒頭に申し上げたように、オーバーナイトレートは4月の積み期に入ってから誘導目標0.5%近傍のかなり狭い範囲で安定している。背景の一つに、今積み期から準備預金残高の見込みを前倒しで公表しているという点が挙げられる。つまり、金融市場局で体制が整ったことから、市場機能向上に向けた取組みの一環として、4月16日から当日の準備預金残高の見込みの公表時間を従来の9時20分から8時に早めている。コール市場の取引は大体8時半位から活発になるが、8時に公表される残高の見込みを基に

当日のコール市場の地合いをよく確かめてから取引が開始されるようになることで、外銀の朝方の闇雲な取り上がりが抑制されているように思う。勿論この他にも色々な要因があるので、もう少し見極める必要はあるが、準備預金残高の見込みの前倒し公表がオーバーナイトレートの安定に寄与した面はあると思っている。

次に、図表 1-6 で、最近のオペの実施状況について一言申し上げておきたい。共通担保（本店）オペの欄をご覧頂くと、3月の積み期の終盤に都銀の調達需要が高まったので、これを満たすために即日の新規供給オペ——シャドーでお示ししているが——を、11日から13日に掛けて3回実行している。資金供給オペとしては、共通担保（本店）オペを中核的な手段として活用しているが、新しい積み期に入ってからの特徴点の一つは、2か月位の長いオペを実行していることであり、現在一番長いのが4月24日オファーの2か月もの8,000億円でエンドがちょうど7月5日になっている。そういったターム——2か月のような長いオペから3週間の短いオペ——にかかわらず落札決定レートでご覧頂くと、0.58%あるいは0.57%というところにぴったり揃っている。ここから読み取れることは、少なくとも7月の初めまでは利上げはないであろう、といったオペ先の金利観である。

続いて、金融・為替市場の動きについて、図表 2-1 でターム物レート等の推移をみると、短国レートは、1年物のレートが幾分上昇しているが、3か月、6か月辺りはほぼ同じ水準に潰れきっている。これは特にタームの短いものについては、金融機関のキャッシュ潰し的な運用ニーズが強くなっているためである。それから、先程申し上げたように郵政公社では、預託金の償還などで手許が膨れ上がっているので、当預を圧縮しようと短国での運用姿勢をかなり強めていることが背景にあるとみている。この結果、短国の需給は結構タイトになっていて、証券会社の在庫負担が軽くなってレポ・レートも落ち着いて推移している。

次に市場の金利観について、図表 2-2 (1) のグラフで、足許のフォワード・レート・カーブ——黒い実線——を前回MPM時——グレーの線

——と比べると、僅かであるが9月限だとか12月限辺りのレートが上方へシフトしている。この点は、9月限、12月限のユーロ円金利先物レートの時系列的な推移を示したグラフ(2)で足許が若干上昇していることから確認できる。同様の動きは、図表2-3(1)のOISのグラフからも観察できるところである。すなわち、4月26日時点のレート——黒い棒でお示したもの——が、8月、9月に掛けて従来よりも高くなっている。また、出来高もこれまでよりは、かなり増加してきているようである。現時点でOISに織り込まれた9月までに利上げが行われる確率は、大体7割程度と、このグラフからは読み取れる。このように、ここへきて利上げの織込みが幾分進んでいるのは、展望レポートの公表時期が接近していて、日銀のシナリオどおり経済・物価情勢が推移するのであれば、利上げの可能性が高まるといった見方が出てきたことが背景である。

長期金利の動きを、図表2-4でみると、概ね横這いである。前回決定会合以降のイールド・カーブの変化幅を図表2-5(2)のグラフでご覧頂くと、1年~4、5年辺りのいわゆる中短期ゾーンについては、今申し上げた利上げの可能性が意識され始めているので、そうした影響から幾分上昇している。これに対して、その影響がほとんど及ばない長期、超長期ゾーンは、逆に低下している。これは、国内の銀行あるいは生保などの機関投資家が、期間収益確保の観点から運用姿勢を強めていることが背景である。このグラフでは、1年未満の短いところはお示ししていないが、ここが先程申し上げたように銀行だとか郵政公社によるキャッシュ潰し的な運用で利回りが潰れている。このようにイールド・カーブ全体を通してみると、超短期のところ、それから長期、超長期のところ、こういった両端ゾーンでの運用が集中していて、中短期が中抜けしたバーベル型になっている。これが、最近の運用姿勢の特徴点の一つとみている。

クレジット市場の動きを図表2-6、2-7でみると、社債スプレッド、CDSプレミアムとも、海外の影響を受けないまま大体横這い圏内の動きである。よくみると、例えば図表2-6(1)のグラフにも表われているが、スプレッドが相対的に厚いBaa格の銘柄は縮小傾向を辿っている。同様

の傾向は、図表 2-7 (1) のグラフでお示した地方債の流通利回りについても表われている。すなわち、黒太線でお示した大阪府や破線の北海道といった従来信用度が相対的に低くてスプレッドが厚めだった銘柄のスプレッドがこのところ縮小してきている。さらに、(2) のグラフで、財投機関債についても同じような傾向が表われている。このように国債の金利が当面安定していて上限余地が限られているといった見方を背景に、投資家のいわゆるクレジットものに対する需要が旺盛で、サーチ・フォア・イールドが続いているとみている。

前回決定会合以降の株価の動きを図表 2-8 (1) の右側の拡大図のシャドーを付したところで見ると、乱高下しながらも、日経平均 1 万 7,000 円台前半をキープしている。ただ、世界同時株安前の高値である 2 月 26 日の 1 万 8,215 円を回復するには至っていない。この点は、海外株価が同時株安前の水準を超えてピークを更新し続けているのとは、かなり対照的な姿になっている。なぜ日本株は戻りが鈍いかという点であるが、まず、図表 2-9 で主体別売買動向をご覧頂くと、引き続き外国人投資家頼みになっているという点である。外国人は、4 月に入ってから唯一の継続的な買い越し主体である。ただ、よくみると、最近、外国人は、確かに現物は買っているが先物では売っているところもあって、相場の牽引力はあまり強くはないようである。東証全体の出来高をみても、最近では 20 億株を割る日も多く、市場全体としてのいわゆるスティームに欠いている状態かと思う。第二に、個人投資家も戻ってこない。個人は、4 月に入ってから売り越しが続いている。個人のセンチメントを冷やしているのは、新興市場株価が低迷していることと、やはり昨年初めのライブドア事件以来、いわゆる不適切な会計処理を行う企業の事例が後を絶たず、根強い会計不信が払拭されていないことが影響していると思っている。第三には、これまで公表された 2007 年度の企業業績見通しが総じて慎重になっているということもあるかと思う。さらに、第四には、日本の投資家がアメリカの景気に対する不透明感・減速感を先取りしてしまっているような面もあると言われている。アメリカの利下げ期待と日本の利上げ可能性が重なって、

やがて円高に向かうのではないかといった連想が株価の足を引っ張っている面もあるのではないかと思っている。こうした中で、不動産関連指数の推移のグラフで、黒い太線でお示したREITをみると、これは相対的に良いパフォーマンスを保っている。外国人の目には、日本の不動産は割安に映るようで、透明性があるって優良物件を対象としたREITは外国人投資家の人気が集中しているようである。

為替の動き——図表 2-10——であるが、一言で言うとユーロが強い。一方、円もドルも弱いといった展開になっている。ユーロについては、堅調な景気、それからこれを背景とした利上げ期待ということで、(1) <参考>にあるように、対円で 162 円前後、対ドルで 1.36 ドル前後といったところまで上昇してきている。一方ドルについては——図表 2-11 にも要因を記載しているが——、3月の米国CPIなど、このところ幾つか弱めの景気指標が出たこともあって、軟調である。このため、ドル/円でみると、118 円ないし 119 円台のレンジでの動きとなっている。図表 2-12 (1) で前回MPM以降の主要国の短期金利水準と通貨の騰落率をご覧頂くと、ユーロとかオーストラリアドルなど、いわゆるファンダメンタルズが良好で金利の高い通貨に対して、円が減価する姿となっている。ただ、ドルとの関係では、今申し上げたように、持ち合いとなっている。それから (2) ①でお示したドル/円のインプライド・ボラティリティは、一頃よりは低下してきているが、以前の水準程は低くなっていない。この中で、誰が円を売っているかという点をフローの面からチェックしたいと思うが、まず図表 2-13 で、個人投資家の動きを外為証拠金取引の動向でみると、いわゆる高金利通貨のうちニュージーランドドルあるいはポンドに対しては、円のショート・ポジションは足許ほとんど増えていない。また、豪ドルやユーロでショート幅が若干拡大しているが、それでも 2 月程の高い水準ではない。それから、外貨建て公募投資信託純資産額の推移をみると、着実に資金が入っていて、最近では特に投資対象に債券だとか株を組み合わせたいわゆるバランス型と呼ばれている投信に人気があるようである。この他、最近、外貨建て仕組債——多分富裕層向けと思われるが——も結

構よく売れているという話を聞いている。図表 2-14 (1-1) で、ファンド筋——いわゆる投機筋——の円のショート・ポジションについて IMM ポジションをご覧頂くと、このところショート幅は拡大しているが、それでも 2 月の頃程には積み上げてはないということがみて取れる。

以上から、2 月末までのようにファンドも個人投資家も巻き込んでキャリーポジションを積み上げていた頃に比べると、当時程は足許のフローは大きくないようにみえる。さらに、先々の相場観について、(2) のリスク・リバーサルグラフをご覧頂くと、黒線のドル/円ではプットオーバー幅がかなり深い状態が続いていて、円高警戒感が相応に強いことが窺われる。こうした中にあると——勿論経済指標次第という面はあるが——、なかなか円安方向にポジションを傾げにくい地合いであると考えられる。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があれば。宜しいか。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お願いします。

2. 海外経済情勢に関する報告 (資料-3)

出沢国際局長

お手許の資料のうち、資料-3 (追加分) で説明させて頂く。前回会合以降、海外の景気・物価動向には大きな変化はなかった。

まず、前回も話題になった米国の設備投資動向について、図表 4-1 で報告したい。一昨日、3 月の非国防資本財受注が公表されたが、1、2 月と減少した後、3 月は増加に転じ、前月比+4.7%であった。しかし、この統計は単月では振れが大きいので、いつものように四半期で均してみると、1~3 月は前期比でみて-4.1%、前年比でみても-0.6%となっており、引き続き設備投資が米国経済のダウンサイド・リスクとして要注意ということには変わらない。公表されているデータでは上手く分析できないところがあるので、私共で加工した積み上げベースというデータで寄与度分解

したのが(2)以降である。ここ2四半期の試算ベースで押し下げ要因をみると、昨年(2005年)の第4四半期はコンピュータ・電子機器が、また、足許(2004年)の第1四半期では一般機械ということがみて取れる。これをさらに区分けしたのが、(3)、(4)であるが、足許(2004年)の第1四半期の一般機械の内訳をみると、大きいところでは建設機械、それから発電・原動機械が下押し要因として寄与している。この背後にあるマイクロ情報というのはあまり多くはないが、建設機械については昨今の住宅投資の動向との関連が想像できるところである。それから、原動機械については、排ガス規制との関係で動きが鈍ったトラックのエンジンがここに含まれるので、それが影響しているのではないかとみる向きがある。取り敢えず統計的には要因分解できるが、さらに業界情報というところまでは、今一つ隔靴搔痒の点があることはご容赦願いたい。

次に、設備投資を取り巻く環境ということで、図表4-2で、企業の利益の状況あるいは稼働率をご覧頂きたい。(1)の太線のグラフは、GDPベースでみたアメリカ企業の利益率である。ご覧のとおり現在の水準は12%を超えており、過去からみると非常に高いところにあるといえる。また、少し別のベースであるが、いわゆるS&P500社の一株当たりの利益——昨日現在で299社の足許1~3月の決算が出ているが——の前年比は+12.8%と、事前に予想された+3%台よりかなり上のところで走っている。こうした良好な収益環境という点から言うと、なぜ設備投資がここにきて悪くなっているのか、よく分からない。次に、稼働率の方も80%の水準を超えているので、これも設備投資が減速している要因ではないと一般的には言われている。従って、説明はしたが、前回と同様、なぜ設備投資が減少しているのか、あるいは今後どうなるのかというのは、いま一つすっきりしない訳である。一つのヒントとして、(2)でブルーチップによる民間アナリストの4月時点の見方を少し説明したいと思う。②は、最近、機械投資が大幅に減速している理由というアンケートの回答の中から、上位五つを挙げたものである。「2006年以降の成長率の減速を背景に不確実性が高まり、経営者のマインドが慎重になってきた」という回答が一番上

位に挙がっている。あとは、循環的に企業収益がピークアウトしているのではないかと、色々ある訳だが、要するに今の設備投資が少し止まっているのは優れてマインドというかそういう要素が大きいのではというのが一つの見方である。それから、こういう回答者がみている 2007 年及び 2008 年の設備投資の見通しを数字でみたものが①である。2 月時点のアンケート、4 月時点のアンケートを比べると、2007 年については若干下振れしているが、4 月時点の見通しでも 2.1% と前年比プラスの数字となっている。2008 年に向けては、見通しは逆に上振れして 2007 年との対比で増加率がむしろ上昇しており、一概にはあまり弱気にみる必要もないという一つの証左かと思う。

それでは、図表 1 に戻って頂き、前回会合以降の動いたところを中心に申し上げる。5. 小売売上高をみると、3 月の前月比が +0.7%、1~3 月締めても前期比 1.4% の増加と、消費は堅調ということである。ただ、この数字には足許でのガソリン価格の上昇という水脹れ要因も効いているが、手許でそういうものを考慮した数字でチェックしても、消費堅調という結論に変わりはない。ただし、7. 消費者コンフィデンス指数の 4 月が発表されて、2 か月続いて低下している。4 月が 104.0 ということで、この点は少し気にかかるところである。それから、8. 住宅着工では、2 月、3 月と前月に比べ、それぞれ増加している。3 月は、年率 151 万 8,000 戸と前月比微増になっている。しかし、1~3 月括ってみると、147 万 4,000 戸、前期比 -5.4% と減少が続いている。ただし、減少幅は 10~12 月に比べて縮小している。ここにはお示ししていないが、販売統計あるいは住宅業者のマインド調査というような数字では少し悪い数字が出ているので、着工統計で若干足許明るい面はあるが、全体としては引き続き住宅投資の調整局面は続いているということだと思う。12. 鉱工業生産の 3 月単月では前月の綾と言う面がありマイナスであるが、均したところでは前期比 +0.3% となった。ただし前年比の動きをみると、前期は前年比 +3.5%、今期は前年比 +2.6% ということで弱い局面が続いているというふうに見えるかと思う。因みに、今晚発表される 1. GDP の第 1 四半期——空欄になっ

ているが——は、ブルームバーグ辺りでの集計によると、前期比+1.8%という数字が予想として出ている。従って、昨年の第4四半期よりGDPの伸び率は若干減速するという見通しが一般的である。最後に17. CPIであるが、足許のエネルギー価格、特にガソリン価格の上昇ということで、ヘッドラインでは上昇率が高まっている。逆にそういうことが要因であるため、コアをみるとCPIコア3月は前月比+0.1%と伸び率は鈍化し落ち着いた動きである。ただし、前年比では引き続き+2.5%と高い水準にあるという評価は変わらない。

以上がアメリカであり、次に、図表2-1でユーロエリアをみると、内外問わず出てきている指標は引き続き強いものが多い。ただし、消費者物価は、ドイツにおけるVATの税率引き上げ等があったが、3月の前年比で消費者物価+1.9%、コアも+1.9%と今のところ落ち着いた動きを続けている。図表2-2で英国をみると、第1四半期のGDP速報が2.6%と、昨年の後半とほぼ同じような速度で経済の拡大が続いている。中身をみると、やはり消費が堅調ということが言われている。CPIの3月が前年比+3.1%という数字があるが、ご案内のとおり、これをきっかけにBOE総裁は財務大臣に対して背景説明及び今後どうみていくのかというオープンレターを制度発足以来初めて出している。住宅価格の4月で、前年比+10.2%という数字が出ている。CPIもそうであるが、住宅価格という面でも目が離せない状況になってきたかということである。

図表3-1でアジアに移らせて頂く。1. 中国の第1四半期のGDPが発表されていて、前年比+11.1%と引き続き高いあるいは前期より伸びを高めた強い経済拡張が続いている。内訳をみても、工業生産、小売あるいは固定資産投資等々、いずれも伸び率が高まっている。輸出については、2月、3月のところで少しぎくしゃくしているが、これも前回申し上げたかもしれないが、輸出に関する規制が全人代の後に発表されるのではないかという思惑から、2月に駆け込みがあったとみていた。3月がこれだけ落ちているので、やはりあの要因は駆け込みであったとみている。ただし、1~3月均してみても、前年比で+27.9%と引き続き高い水準にあるので、

地合いとしての変化はない。マネーサイドの数字も強い数字が出ている。CPIが3月+3.3%ということで、計画目標の中で謳われている+3%という数字を上回ってきている。要因をみると、食料品がかなり寄与しているが、いずれにしても人民銀行としても引き続き警戒気味、引締め気味のスタンスを崩していないと言われている。次に、NIEs、ASEANであるが、一言で言うと目立った動きはない。輸出の調整、一服感は続いているが、相変わらず台湾以外には明確に弱い先がみえない。また、その台湾でも、マイクロ情報によるとIT関連の在庫調整が進んでいるということで、NIEs、ASEANにおける緩やかな景気拡大という姿に変化ない。以上、取り敢えず私の方からの報告である。

福井議長

ご質問があれば、どうぞ。

岩田副総裁

一点宜しいか。収益と設備投資の関連だが、先程ご説明があった図表4-2をみると、名目GDP比でみて若干ピークアウトしているようにみえるが、これは金融部門も入っているのか。

出沢国際局長

然り。

岩田副総裁

金融部門を除くと実は落ち方がもう少し大きくて、設備投資が弱いのは、やはり企業収益が落ちていることが一つの理由ではないか。足許の業績発表は確かにポジティブサプライズなので今でも調子が良いということだろうが、やはりやや落ちているのかなと思うが、如何か。

出沢国際局長

ご指摘のとおりだと思うが、先程ブルーチップの回答の中でも何も(1)だけで説明が付く訳ではなくて、(2)にきているのはそういう収益サイドの…。

岩田副総裁

ピークアウトしているということだな。それから、もう一点、コアのCPIが前年比+2.5%で高過ぎるという説明があったが、私の理解では、アメリカの連邦準備はコアの個人消費デフレーターで+1~2%がコンフォートゾーンだと。中心値を採ると+1.5%であるから、望むらくは+1.5%までということである。ただし、デフレーターと消費者物価指数では、どちらかと言えば消費者物価指数の方がラスパイレスであるため上方バイアスが強いと一般的には考えることができる。私の理解では、1996年7月にグリーンспан前議長が、コアのCPIの望ましい水準を前年比+2%と言ってしまったということがあった。もしそれでバイアスが±0.5%だとすると、何か良いところというに変であるが、まだ本当にコアCPIで本当に高過ぎるというふうに言って良いのか。これはミシュキン氏の話とも少し関係するのだけれども、どう考えたら良いか。

出沢国際局長

若干言葉足らずであったが、私は3月の+2.5%だけリファーしたが、状況把握としては、1~3月均してみるとまだ+2.6%と、その0.1%をどう読むかという議論も色々あると思う。それから3月の単月の+2.5%という数字については、インフレ圧力が少し下がったとマーケットの方は好感している。従って、+2.5%の読み方というのは、岩田副総裁が言われたような面があると思う。ただ、Fedの言い方とか我々のデータの見方として、この1~3月均すとまだ+2.6%にあるということにこだわっていて、そのあとに+2.5%、2.6%という水準が非常にアンカンファタブルかどうかという議論がちょうど出てきているのであって、私共は、引き続き

F e dの表面的な言い方、あるいはオフィシャルな言い方というところにこだわって申し上げている。

堀井理事

コアのPCEデフレーター2月が、前年比+2.4%である。それで今月末に3月分——CPIに対応するもの——が出る。これが市場だと+2.1%とか+2.2%とか、まだ+2%より少し高めのところでは予想されている。ただ、方向としてはおっしゃるような+2%以下の方向に徐々に向かいそうな感じであるが、足許はまだそこはみえていない。こういうことだと思う。

岩田副総裁

そうであるか。マイヤー氏の意見だと、コアのCPIは、前年比+2%が中心で±0.5%ではなくて、+1.75%が中心で±0.5%と、どうも最近お書きになっているが、もしそうだとするとまだ少し高過ぎると。コアCPIでみても上限のところよりもう少し0.25%高い。どうして調整されたのか私は分からないが……。

野田委員

ミシュキン氏は+2%に行くのにまだ結構時間が掛かると言っているな。

岩田副総裁

+2%以下に行くのが、である。+2%までは比較的……。

野田委員

それでも2、3年掛かるとか言っている。

岩田副総裁

それはコアの個人消費デフレーターでおっしゃっているのか。

野田委員

然り。

須田委員

設備投資の先程の関連であるが、F e dでは、弱さが自動車と住宅関連だけでなく、そこから先に波及していることを懸念していたのだが、この一般機械で波及している部分と言ったらどこになるのか。

出沢国際局長

産業機械というところが多分自動車関連で、建設機械が住宅関連である。従って、その他のところへのスピルオーバーというのがどこかと、はっきり言えるものはなくて…。

須田委員

ここの中ではみえないのか。

出沢国際局長

みえない。

堀井理事

波及という言い方ではなくて、他のものも落ちていて、広がっていると。その要因として、住宅と自動車に限定されていない点が気になるということ。

須田委員

それがここでみて取れるかなと思ったら、そこはみえないと。

出沢国際局長

みえないというか、結局その他にいつも言えてしまうのだが、産業機械

にしても全部が全部自動車とは言えないし、それから建設機械でも全部が全部単純な住宅ではない。どこか漏れているところがあるのだろうと。ただ残念ながら、これ以上のブレイクダウンはできない。先般出たベージュブックを読んでも、F e dが前回と比べて何かを根拠にさらに心配が深まっているという話はない。であるから、ある種漠然とした懸念にとどまっているのではないか。これは少しエピソード的であるが、先週私共の職員がアメリカに出張して色々な方と話した中で、「理屈で考えると設備投資が弱いのは分かりにくい、F e dが心配していると言っているから一応気にしている」という言い方をする人もいて、ある種コミュニケーション・ポリシーかもしれないが、あまり当局が心配している、あるいは分からないということを言い過ぎると、それ自身が実体化してしまうという話かなとも思う。

西村委員

先程の価格について少しコメントしたい。PCEデフレーターが前年比+2%だとすると、今PCEデフレーターとCPIとの差が大体0.5%ではなくて、大体0.3%とか0.25%とかその辺りになっている。そうすると、やはり+2.5%は高い、多分高過ぎるという感覚があるのだと思う。それから±0.5%というのは、そこまですれば絶対良いという話ではなくて、やはり真ん中の一応集中していきたいということがあるから、やはりまだ2.5%では多分高過ぎるのではないか。

福井議長

F e dの人達が、あれ程はっきり自動車、建設関連以外の設備投資に弱さがみられると言っているというのは、アネクドタルな、産業界の話とかもあるのだろうが、やはり何かデータがあるのであろう。統計を分析しても出ないかもしれないが、データなしには言っていないであろう。

須田委員

ただ、資本財受注のデータが出た直後にF e dに行ったが、その受止め方はサプライズであった。なぜこんなことが起こったのかという…。

福井議長

ただし、自動車と建設機械以外のところもマイナスに出ていると。それはサプライズであるが、出ているということを示す何かデータがあるのではないか。

出沢国際局長

米国に私共のスタッフがいるので、ヒアリングはできると思う。データについては、私も少し触れたように、ヘッドラインに出ている非国防受注財の統計というのはきれいに産業別に出ない。私共もそれを大胆に試算しながらやっている。であるから、どこかの誰かがこれ以上クリアな分析ができているとは思えない。

水野委員

しかも今のところ出てきている第1四半期の業績が、ひと桁台前半とサプライズである。

福井議長

でも非常に明確に言っている。

出沢国際局長

ニューヨーク事務所も介しながら、追加的に調べてみるが。

西村委員

関係があるかどうか分からないが、アネクだとニューヨークのオフィスの需要が2月、3月若干弱かったということはあるようだ。ただし、調査

会社では、それに騙されてはいけないというようなレポートを書いている
そうだが。

福井議長

他に宜しいか。

岩田副総裁

一つだけ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

設備投資の落ち方をみていると、出荷の方の落ち方がやはりかなり大幅
で、2001年の半分か3分の2位のサイズで落ちていて、図表4-1でみる
と、受注の方は半分位かなという落ち方である。かなり落ち込みがきつ
かった前回の2001年は、設備投資が大体1年半位マイナスが続いた。今
回も既に第4四半期がマイナスであるから、恐らくもう2四半期、半年は
多分マイナスということなのかと思うが、あとどれ位マイナスが続くのか。

出沢国際局長

私共の見通しというか、また先程のブルーチップに戻るが、ブルーチッ
プのアンケートの見通しではポジティブな数字がある。2006年は同じベー
スで実績は+6.5%、その+6.5%が今+2.1%にスローダウンするだろう
と。四半期ベースではなくて、年ベースであるが…。

岩田副総裁

これは年ベースであると、相当早く戻るというシナリオだな。

出沢国際局長

然り。今が分からないだけに、もっとマイナスが続くだろうという積極的な材料がないので、こういう数字になっているのだと思う。従って、もう1期前期比マイナスが続くと、この2007年の見通し自身もダウンサイズされてくると。そんな状況である。

福井議長

それでは国内経済情勢について、井戸理事と早川調査統計局長から願います。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

国内の計数については、ご存知のように資料を発出した後に続々と、今朝も公表されているので、大変恐縮だが、どちらかと言うと公表された順にご報告させて頂きたい。消費者物価については、前田調査統計局参事役が調査統計局に残って、それを少し調べた後に追加的にお配りしてご説明することにしたい。まず、最初にお配りした資料-4（参考計表）——要するに、資料発出時までには公表されていたもの——をご覧頂きたい。

福井議長

元々の配付資料か。

早川調査統計局長

然り。「資料-4（参考計表）」とだけ書いてある元々の配付資料である。

福井議長

ちょっと待つて欲しい。元々の資料……。

早川調査統計局長

一番最初にお配りしたものである。今日は（追加図表）が（追加図表その 1）、（追加図表その 2）、最後に消費者物価と三つとなるが、まずは、一番最初にお配りした資料—4（参考計表）で説明する。図表 1 で、公共投資について一言だけ申し上げておく。ご覧のように 1~2 月の公共投資の出来高は、10~12 月対比+2.3%という数字になっている。従って、3 月次第ではあるが、公共投資については昨年度前半に大きく減った後、10~12 月に若干のプラス、1~3 月も恐らくは若干のプラスになりそうな雰囲気である。次に図表 3 で設備投資関連をみると、機械受注についてはご覧のとおり、2 月は前月比-5.2%であったが、1~2 月では+1.9%である。1~3 月の元々の内閣府の見通しが+2.2%であったので、やや減速はしているが、流れとしては増加傾向にあるというふうに思っている。一方、資本財出荷は、お手許にお示ししているところでは 1~2 月で+1.1%になっているが、今朝ほど出た鉱工業生産指数では 3 月の資本財出荷が前月比-7.6%であった。この結果、1~3 月もマイナスになって、-1.4%という数字になっている。以前も何回かお話ししたかと思うが、資本財の生産・出荷はこのところ期末月に落ちる傾向がある。図表 4 のグラフは、先般、季節調整替えをしたので少し滑らかになっているが、以前のグラフでは大体 1~3 月と 7~9 月に落ちて、4~6 月、10~12 月に増える傾向があったので、恐らく同じことが起こっていると考えている。これは後程また生産のところで若干触れたいと思う。

それから、雇用のうち、毎月勤労統計について図表 7 でちょっとお話ししておきたい。これは特に新しい統計が公表されたというよりは、2 月の確報が出ただけである。その結果、常用労働者数は前年比+1.6%で前月と同じだが、賃金の方をみると、所定内給与が若干下振れて賃金のマイナス幅が拡大した。ここで申し上げたいのは、その間起こっているのは——図表 8 の (2) をご覧頂きたいが——、最近になってまたパート比率が上昇し始めているという点である。これには今年の 1 月から 30 人以上の企業についての標本替えがあったことも影響していると思うが、それだけでは

なく、やや長いトレンドで考えてみて、先般から申し上げているように、今、雇用者数を増やそうとすると、どうしても女性及び高齢者の労働参加率を上げていかないといけないという図式の中にある。そうすると、どうしても、いわゆる以前の企業が人件費を削減するための非正規化というよりは、供給サイドの都合による非正規化というのが起こりやすい環境にあるということである。さらに申し上げると、最近の特徴は、このパートの人達の労働時間が短くなっている。これも、例えば高齢者の再雇用の際、週5日ではなくて3日、4日ということになれば、パートになり、かつ労働時間が減るということが起こるということである。従って、単純に毎月勤労統計の人数と賃金をみると、人数が非常に強くて賃金が非常に弱いという感じなのだが、これを時間まで考慮した労働投入量ベースで計算してみると、例えば1~2月の常用労働者数の+1.6%が、これを時間で計ると+1.1%に下がる。その一方で、所定内給与の1~2月-0.4%というところが、時間当たり賃金で見ると+0.2%に変わる。そういう意味では、こういうことが仮に1、2月だけでなく今後も続くとする、単純に人数をみると恐らく労働投入量を過大評価し、逆に単純に賃金をみると、その賃金を過小評価するという傾向があるので、数字をみるうえで少し注意した方が良くかなと思っている。

次に、消費関係の統計も今日また少し追加で公表されているが、実はあまり全貌はよく分かっていない。一応図表10で計数だけお伝えすると、まず家計調査の消費支出(実質)は、今日3月分が出て、前月比-0.8%と減少したが、1~3月累計では、図表中<+1.2>と書いてあるところが+1.0%になった。従って、3月は若干減少したけれども、1~3月でみるとますますの伸びになっているということかと思っている。また、商業販売統計のうち、小売業販売額や家電販売(実質)はまだ出ていないが、その他のものをみると、全国百貨店売上高はやはり3月の寒の戻りで比較的大きな減少になった。その一方で、スーパー、コンビニの売上高は微減程度であるので、1~3月全体としてみるとまあまあではあるけれども、1、2月でみた程強い数字にはなっていないという感じになっている。

それから、物価のうち、C G P I が以前から出ているので、その関連で図表 21 をご覧頂くと、国際商品市況はご承知のとおり今年の 1、2 月まではどちらかと言うと軟調であったが、先月辺りから明確に反発してきている。原油価格で見れば、足許は、去年末というよりは去年の秋位のレベルまで戻っている。昨日のドバイが 65 に近い数字だったと思う。それから、非鉄についても (3) にご覧頂くとおり、特にこれまで弱かった銅を中心に反発がみられている。この結果、図表 23 で国内の商品市況をみても、同様に、この 1、2 月はやや頭打ち感があったが足許はまた上昇してきている。鉄がずっと上がっていることに加えて、足許ではやはり石油と非鉄も上がっている。図表 24 で国内企業物価の 3 月の数字をご覧頂くと、3 か月前比でみてちょうどゼロになった。グラフでご覧頂ければお分かりのとおり、足を引っ張っていた石油、非鉄のマイナス寄与が縮んできているということである。恐らく 4 月の数字では、3 か月前比はある程度はつきりしたプラスになる可能性が高いというふうに思っている。次に C S P I であるが、図表 26 をご覧のとおり、海外要因を除いたベースでこのところ極く小幅ではあるがプラスが続いている。基本的には、不動産がマイナスからプラスに転じつつあることに加え、一番ウエイトが大きくて労働集約的な諸サービス——3 月単月は僅かにマイナスだったが——のマイナスがなくなってきたことが基調を成している。これに加えて、今月に限っていえば、情報サービスが若干プラス寄与したということである。

最後に、いわゆる経済指標ではないが、ちょうど展望レポートのタイミングで、内閣府から企業行動アンケートが出たので、図表 27 でご紹介しておく。これには色々な見通しが掲載されているが、ここでは今後 3 年間の見通しをご紹介している。ご覧のとおり、まず日本経済の期待成長率については、今年も少しずつ上がってきて 2% 台に乗せ、2.1% という数字になっている。一方、設備投資の今後 3 年間だが、伸び率は今後 3 年平均で 5% 台ということで、我々がみているよりも少し強い数字なのだが、さすがに去年の答えと比べると少し伸び率が鈍化するという形になっている。その一方で、雇用者数についてはご覧のとおり今年もむしろ一段と伸

び率が高まっていて、今後3年間、雇用者数を2%台で増やすという回答になっている。勿論、これをマクロで達成するとなるとなかなか無理だと思うが、正確にはこれは正規社員の伸び率ということなので、企業の雇用意欲は相当しっかりしていることを表しているということかと思う。

本日お配りした（追加図表その1）の図表2をご覧頂くと、輸出はご覧のとおり引き続き堅調な伸びを維持している。一方、輸入は先月少し増えたのでもう少し増えてくれるかなと思ったが、3月は反動減となってしまって、均してみれば、極く緩やかな伸び、ないしはほぼ横這いという動きになっている。図表3で輸出の中身だけ確認しておく。1~3月の実質輸出計は前期比+3.0%と高めの伸びであった。（1）地域別については、今回季節調整替えを行ったために過去と数字が少し変わっているが、基調的な姿は変わっていない。米国向けは、去年の第4四半期から小幅ではあるけれどもマイナスになっており、やはり米国経済の減速の影響が日本の輸出にながしか出ているということである。具体的には、自動車あるいは建設機械辺りに影響が出ているということである。しかし、それ以外の地域をみて頂くと、軒並み高い伸びが続いており、ヨーロッパの引き続き高い伸びに加え、アジアもやはり中国を中心に——中国はここ3四半期連続で非常に高い伸びになっているが——伸びている。さらに、これまでちょっと弱かったNIEs辺りも少し伸びを高めている。その他地域も相変わらず堅調という姿になっている。（2）財別について若干コメントさせて頂くと、ただ今申し上げたように、実は自動車の輸出は対米だけみるとマイナスなのだが、全体で見るとプラスになっている。これは欧州向けも堅調だが、その他地域——ロシアとか中東とかインドとかが入るが——向けの輸出が高い伸びを続けていることが寄与している。さらに、財別のうち消費財だけマイナスになっているが、これは主に欧州向けである。どうもポーランドで電機の工場が立ち上がったようで、そのために欧州向けの最終財の輸出が減って、代わりに情報関連とか資本財・部品が増えているようである。これはちょっと中身の入れ繰りをご理解頂きたい。要するに輸出の姿としては、今の世界経済と全く同じであって、米国経済は減速し

ているが、他地域の成長が続いているために世界経済全体で成長が続いており、日本の輸出も全く同じ姿になっているということである。

(追加図表その2)の図表2で、雇用関連についてご覧頂きたい。有効求人倍率は、1.03とまた今月も小幅ではあるが低下した。現時点では細かいデータを持っていないのでよく分からないが、恐らくは従来同様いわゆる求人の適正化の影響がまだ続いているのではないかと考えている。一方、<労働力調査>であるが、労働力調査の数字は毎月振れるけれども、基調的な動きは変わっていない。一つは、労働力人口はご覧のとおり、月々振れるけれどもこのところ極く小幅の増加になっている。前々から申し上げているように、生産年齢人口が1%弱減っているので、労働力人口が僅かなりともプラスであるということは、労働参加率がそれだけ上がっているということの意味する。そうした中であって、雇用者数は今月も前年比で+1.1%と大体このところ1%位の伸びを続けていて、失業率については今月も4.0%と、大体この辺の水準で推移している。

次に、図表1で生産をみると、正直言って生産はちょっと思ったより弱いので驚いた。なぜなら、このところずっと大口電力により大体生産が予測できていたので、今月も大口電力によれば予測指数並みの生産の増加かなと思っていたが、思いのほか生産は前月比0.6%の減少となった。この結果、1~3月の生産も-1.4%となり、我々としては0.何パーセント位とみていたので、それに比べてやや大きめの減少になった。ただし、ご覧のとおり4月、5月の予測指数は1.5%、1.4%の上昇になっている。勿論、このまま本当に2%——第2四半期は計算上2.2%の伸びとなるが——伸びるかどうか分からないが、いずれにしても生産の基調そのものが変わっている訳ではないと思っている。この生産について、四半期でみて何が起こったかという点、ご承知のとおり10~12月に生産・出荷が増えたが、在庫がそれ以上に積み上がったというのが前の四半期の特徴であった。それに対して、今期は生産が抑制され出荷微減になったが在庫がかなり大きく減ったという姿になっている。この形を基本的に作り出しているのは輸送機械である。要するに自動車が、去年の第4四半期、とにかく生産を増

やし、在庫が増え、その分、生産をかなり一気にこの第1四半期に落とした結果として、こういう動きが作り出されているということだと思っている。例えば在庫でみると、輸送機械の10~12月は22.8%増えて、この1~3月に15.9%減る形になっていて、これが全体の動きを大きく作り出している。加えて、今月の動きは如何かということだが、今月の動きについてやはり影響しているのは、先程申し上げたような資本財の系列だと思われる。生産・出荷等でみると、今月減ったのは、半導体製造装置、印刷機械、蒸気用タービン、それに、橋梁——これは建設財なのだが——といういわゆる大物で振れが大きいものである。半導体製造装置にしても印刷機械にしても、単位一個が大きくて振れが大きいものである。これだと恐らく大口電力では把握できない。要するにこう毎月毎月ずっと作って行って、最後の月にドカッと出荷をたてるというタイプのものが落ちたということであり、これは先程申し上げたように期末要因だと思う。前から申し上げているとおり、従来はこういうものは期末に集中的に生産、出荷する傾向があったが、最近は何分にも能力が一杯になっているので、期末に集中出荷できないということで、季節調整するとどうしても期末が弱くなるという傾向があるのではないかと考えている。実際に4月、5月の生産予測指数をみても、やはり強いのは一般機械とか電気機械が——電気機械には家電も入っているが、重電系統が入っている——、4月にかなり大きくリバウンドするというようになっており、多分そういうことが影響しているのではないかと考えている。最後に、電子部品・デバイスについても一言申し上げておくと、今月は生産も出荷も在庫もそれぞれ前月比2%位の増加ということであったので、出荷・在庫バランスは依然として明確には改善していないということである。中身はまだ明確に分からないけれども、前からちょっと申し上げているように、在庫に関していうと、中・小型液晶といういわゆる携帯電話関係のものがある程度減ってきて始めている一方で、半導体の方が少し増えているので、これは前から申し上げているような動きが少し表われているのではないかと考えている。私の方からは以上であり、これから、前田調査統計局参事役の方から消費者物価の方を続

けてご説明したい。

前田調査統計局参事役

それではただ今お配りした資料（追加図表その3）に沿ってご説明したい。まず図表1で概要を申し上げますと、3月の全国CPI（除く生鮮）は、2月の前年比 -0.1% から -0.3% と、 0.2 ポイントマイナス幅が拡大している。内訳をみると、財が -0.5% から -0.6% 、一般サービスが $+0.1\%$ から -0.1% 、公共料金が $+0.2\%$ から -0.1% と、それぞれマイナス方向に振れている。次に、東京の4月（総合、除く生鮮）は、3月の -0.1% から 0.0% に若干改善された。ただ内訳は、財、サービスは変わらずで、公共料金が $+0.1\%$ から $+0.8\%$ に改善した。以下、中身を少し詳しくご説明したい。まず、図表2(1)のグラフだが、公共料金のプラス寄与がなくなっているが、公共料金の中に航空運賃が入っていて、3月は割引適用が非常に多かったということで、これが専ら公共料金を押し下げる方向に働いている。後程ご説明するが、4月には戻っているので一時的というふうに考えて頂ければ良いと思う。(2)の財の要因分解だが、財で下がったのは石油製品だけである。(3)のサービスだが、サービスについては家賃は若干マイナス幅が縮小しているが、他のサービスのプラス寄与がなくなっている。他のサービスに含まれるのは、例の携帯電話で、3月はWホワイトプランが適用されたということで、それが足を引っ張る形でプラス寄与がなくなったという形になっている。なお、このサービスのグラフをご覧頂ければ分かる通り、寄与度のグラフでいくとプラス、マイナスが相殺されるはずである。ところが、サービスで纏めてみると -0.1% になるということで、これがよく指数で出てくる四捨五入の問題である。同じく、(1)の総合の実線をご覧頂くと、全体の数字は -0.3% になっているが、寄与度を積み上げてみると -0.3% までにならないということで、ここにも実は指数の四捨五入の問題が出ている。因みに、全ての品目の寄与度を積み上げれば、3月は -0.22% と、指数作成上の問題でマイナス幅が拡大したということもあり、実力としては -0.2% に近い -0.3% とと思っている。図

表3で特殊要因の動きをみると、2月が0.0%の寄与度であったのが3月は-0.03%となっている。これは専ら石油製品が下がったことによるものである。その結果、特殊要因を除いたものが-0.31%と、マイナス幅が拡大している。これは先程ご説明した携帯電話及び航空運賃でほぼ説明できる。さらに申し上げれば、指数の作成上の四捨五入の問題によって引き下げられている部分もあるということである。ただし、言ってみればそれ以外のものは、3月ほとんど改善しなかったとも言えると思う。因みにこの特殊要因だが、3月が-0.03%であるが、4月については恐らく+0.05%前後位まで改善するかなと思っている。続いて図表4で東京をみると、これを見て頂いて明らかなおお、改善は公共料金だけである。公共料金が上昇した理由であるが、一つは診療代において、去年の4月に薬価が引き下げられていた裏が1年経って出てきたということである。二つ目が航空運賃である。これは先程ご説明したとおお、3月が割引料金の適用ということでマイナスが相当大きくなったが、4月にその影響が捌けたということと、国内航空各社が4月からちょっと運賃を値上げしていることが影響している。三つ目は、電力料金が燃調の関係で4月は前年比で改善した。次に、(2)の財の動きをご覧頂くと、品目によっては上がったたり下がったりしているが、全体ではほとんど変わっていない。例えば被服でいえば、3月は冬物衣料の売れ残りということで価格がかなり下がった分、4月は改善している。ただし、その他財——グラフ上白抜きで示している箇所——の一部品目が4月に少し下がったため、ほぼ相殺される姿になっている。ただし、前年比上昇品目の比率をみると、3月の42%から4月は46%ということであり、極く薄く広く上昇しているということかと思う。(3)サービスについても、ほとんど変わっていない。東京の場合、去年の4月に家賃が上がっているのので、その裏が出て家賃のマイナスが少し拡大したということはあるが、それ以外はほとんど変わっていない。ここも上昇品目については、3月の39%から4月の41%に上昇しており、薄く広く少し上がっているが、財とともに、目立って4月に上がったものはあまりないということも言えるかと思われる。最後に図表5で、東京について特殊

要因の影響をみると、3月の+0.02から4月には+0.11と改善している。それを除いたベースでみると、薄く広く上がっているものもあるが、全体としてみると4月については大きな上昇はみられていない。東京の場合、先程も申し上げたように、家賃が去年4月が上がって、例えば除く特殊要因ベースで去年の3月から4月に-0.3%から-0.1%と改善しているので、今年の4月は改善しにくかったという要因もあるかと思うが、今のところ4月に目立って上がっているものがみられないということである。ただ東京であるので、その他地域の統計もみないと最終的には分からないと思うが、現在分かっている情報は以上のとおりである。

福井議長

それでは今伺った全ての範囲でご質問があればどうぞ。

岩田副総裁

一つ宜しいか。生産なのだが、これは明らかにネガティブ・サプライズであると思う。ネガティブなのは、数字自体、実現率と予測修正率のマイナス幅が結構大きくて、-2.3%、-1.3%と両方マイナスになるのは実はあまり良いサインではなくて、過去、両方マイナスになってしまうと、かなり厳しいというか、踊り場的な感じが非常に出てくる可能性があると思う。そこで、今出ている予測指数だと+1.5%とか+1.4%だが、何かこの実現率をみていると、-2.3%、-1.3%という平均位は下がってしまうかなというリスクがどことなく漂っており、4、5月で何か横這いになってしまうというリスクはないか。

早川調査統計局長

勿論、生産指数というのは動くし、恐らく4~6月が単純計算で2.幾つというのはちょっと過大ではないかと思っている。ただし、逆に言うと、今現在、最終需要面からみて生産が減る理由というのが実はあまり思い付かない訳である。実際に、1~3月減った理由というのは割とはっきりし

ていて、それは在庫であった。現に、先程申し上げたように、車の在庫を10～12月に積み上げて、その結果として反動減が起こった。恐らく1～3月の最終需要は、先程申し上げたように、資本財出荷が若干マイナスになったので、設備投資は比較的弱いと思うが、実はそれ以外にほとんどマイナスの項目は見当たらない。従って、一応この+2.2%がどこまであてになるかどうかは、ちょっとまたヒアリングをしてご説明をするが、在庫面からみると——確かに電子部品・デバイスの在庫が相変わらず重いが、それ以外の所で在庫面から生産が減る理由はあまりないので——、恐らくは生産の増加基調そのものに変化はないと考えている。何分にも足許が思ったより減っているので、ヒアリングし直さないとどれ位が実勢か分からないが、私の全くの勘を申し上げますと、+2.2%まではいかないが、ある程度プラスにはいくだろうというのが全体的な感じである。

岩田副総裁

中身なのだが、資本財が結構落ちたということだが、消費財の方は大丈夫か。

早川調査統計局長

消費財は少々お待ち頂きたい。

岩田副総裁

消費財の計数も、改定などがあって以前持っていたものと大分姿が変わっている。

早川調査統計局長

失礼した。まず、耐久消費財の生産は、1～3月でみると大きなマイナスになっている。

岩田副総裁

生産がマイナスになっていると。

早川調査統計局長

ただしこれは車だと思う。実際に、耐久消費財は10～12月の生産が+5.6%、1～3月が-3.1%である。また出荷をみても+2.4%のあと+0.3%、在庫は+19.8%のあとの-12.6%という姿なので、先程ご説明した車の動きがここに反映されているということではないか。次に、非耐久財は例によって鳴かず飛ばずが続いている。生産でこのところ-0.幾つという感じが続いているほか、出荷は前期比-0.1%位なものである。

岩田副総裁

そうか。消費財全体でみると、出荷はどのような感じなのか。

早川調査統計局長

消費財申し訳ない、消費財全体は直ぐに出ない。

岩田副総裁

直ぐ出ないか。

早川調査統計局長

申し訳ない。冊子にないものは今持っていないので…。

岩田副総裁

では後で結構である。

福井議長

他に宜しいか。

岩田副総裁

もう一つ、宜しいか。石油価格はドバイで63ドルか。

早川調査統計局長

ドバイは64ドル後半である。

岩田副総裁

64ドル位か。それで、輸入に石油の入着価格というのがあるが、それで見るとどの位なのか。

早川調査統計局長

それは、それ程は上がっていない。

岩田副総裁

それ程は上がっていないと。つまりスポットで買っているものはそれ程多くない訳であるな。

早川調査統計局長

然り。

岩田副総裁

その代わり長期契約が多いのか。

早川調査統計局長

否。ただし、実際には、例えばサウジとか中東から買っているものはほぼ連動していて、大まかに言うと、ひと月半位のラグのイメージである。

岩田副総裁

2か月位か。

早川調査統計局長

丸2か月のラグはない。だから、例えば今存在するのは、3月の通関価格があるが、これはそれ程まで上がってはいない。

岩田副総裁

それ程上がっていない。

早川調査統計局長

然り。だから4月入着辺りから…。

岩田副総裁

4月、5月位から上り始めてくると、そういう感じだな。

早川調査統計局長

だからこそ逆に言うと、元売では4月はほとんど動かさずに、5月から卸売を上げるという大体それ位の——船が出てひと月ちょっとのラグ——イメージを持って頂ければと思う。

野田委員

もう一点だけ宜しいか。消費者物価の東京だが、一般サービスがほとんど動いていない。これについては正直申し上げてもう少し期待していたが、他のサービスも含めて一般サービスが横這い——外食は予想どおり少し上に出ているが——というのはちょっと残念というか、予想外だった。先程の話だと、なかなか上昇は難しいのだろうが、感想でも宜しいが、この辺はどういうふうにみれば良いのか。

前田調査統計局参事役

正直、私ももう少し上がるかなと思っていたので若干ディスカレッジン

グと言えばディスカレッジングなのだが、ただ今おっしゃったのは3月と比べて変わらないということか。

野田委員

然り。

前田調査統計局参事役

先程申し上げたように、一般サービスには家賃も含まれていて、東京が去年4月に上がっているので、家賃が足を引っ張っているということはあると思う。それ以外でも、結構東京は去年外食とか4月に上がっているものが多かったり、教育なども4月に上がっているものがあった。そういう意味で言うと、全国よりも4月がもしかしたら上がりにくいのかもかもしれない。先に上がっていたという可能性はある。もう一つ、ちょっと足を引っ張っているとしたら、ゴルフプレー料金とかがたまたま4月はマイナスで出たりしているが、これも実感に合わないので、東京だけみて決めるのはまだ早い。やはり、4月の全国をみないと……。

西村委員

細かいものをみていると、清掃代が凄く落ちている。

野田委員

清掃代。

西村委員

上がっているものも結構あるのだが、細かいものでちょこちょこ落ちているのがある。

水野委員

清掃代……。

西村委員

家事サービスの中の清掃代が凄く落ちている。

水野委員

その実感はないな。

前田調査統計局参事役

東京の4月では、家事サービス全体をみると上昇率自体はほとんど3月と変わらない。だから下がっているものもあると思うが、あまり…。

西村委員

かまわない。細かい話なので。

前田調査統計局参事役

ただ先程申し上げたように、前年比上昇した品目の割合でみると、東京4月は41%、3月39%と、去年の4月が40%位なので、何かここにきて勢いが鈍っているという訳では多分ないのだろう。

西村委員

これは私がいつも言って、皆さんに使って頂いているのだが、ある意味ではミスリーディングなものがあると自分でも思っている。というのは、いつも品目数を非常に注目してやっているが、かなり上がったたり下がったりするので、結構上がったけれどまた下がるということも多く、単純に品目数だけでやるのはちょっと危険だなという感じがしている。だから、これをどういうふう to 全体の傾向としてみていくかというのは——なかなか難しいのだが——、ちょっと考えないといけないなという感じを持っている。

前田調査統計局参事役

然り。1か月ではなく、振れを均してみていく必要があると思う。

福井議長

宜しいか。それでは金融環境について、稲葉理事と雨宮企画局長よりお願いする。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

雨宮企画局長

事前にお配りしてある資料-5(参考計表)で、金融環境をご説明する。前回会合以降、貸出とマネーの数字が出ているので、その二つを中心にご説明する。まず、図表1で民間部門の総資金調達動きであるが、前年比で2月+0.2%、3月+0.2%と、若干のプラスでの横這いだった。中身を見ると若干の入れ繰りがあって、銀行・信金・外銀計の寄与度をご覧頂くと、+1.8%から+1.6%で、0.2%ポイントのマイナス。それに対して直接市場調達、特にCPであるが、マイナス幅が縮まるという格好でこちらはプラス方向の寄与度であり、銀行の方のマイナス寄与と直接市場のプラス寄与が打ち消し合って横這いになったというのが今回の数字である。ただし、それぞれ何か大きな動きがあったというよりは若干特殊要因という感じであり、それぞれ基調には大きな変化はないと思っている。それをご説明すると、まず、貸出の方であるが、図表2で銀行貸出の特殊要因調整後の数字をご覧頂くと、2月+2.4%の後3月+2.1%と、前年比伸び率が縮小している。これは毎回申し上げているが、昨年までは経営健全化計画のもとで、中小企業向けに期末は貸出を積み上げるという動きがあったが、今年はそれがほぼなくなったということで、前年比での反動減という要因が大きいとみている。ただし、この中小企業向けの積み上げは期が明けると直ちに解消されるという動きでもなさそうなので、この反動の影響はもう少し残るとみておいた方が良さそうである。この裏にある資金需要等については大きな変化はないとみているが、最近本行のローン・サーベイが

出ているのでそれを簡単に申し上げる。図表7の(2)資金需要DI（主要銀行貸出動向アンケート調査）をご覧頂くと、上方向が増加、下方向が減少なので、引き続き上の方にあるので、資金需要は銀行からみても増加方向であるが、増加のピッチは段々縮まってきたという傾向に変わりはない。ただし、この数字には——これも申し上げているとおり——、例えば2003年、2004年、2005年の春先の数字をご覧頂くと明確な季節性があり、大体年後半に決賞資金等で資金需要が盛り上がり春になると資金需要がなくなるという感じである。一応頭の中で季節調整をしてみると、最近の数字も下がっているが、ほぼ横這いというふうにご覧頂ければ良いかなと思っている。従って、資金需要のイメージとしては増加方向で横這いという感じである。これに対して、図表9が同じ主要銀行貸出動向アンケート調査の供給側のスタンスである。これも今までの傾向とあまり変わりはなく、(1)の貸出運営スタンスのDIをご覧頂くと、引き続きプラス方向にあるので積極化超ということではあるが、その積極化の程度は少しずつ縮まってきたという状況はほぼ変わらない。若干少し違う動きが出たのは、(2)の利鞘設定である。昨年春以降、特に太線で示した格付下位先に対する利鞘設定については——利鞘拡大の方向である下向きにグラフが動いているように——、昨年のいわば金融環境の変化を機に少し利鞘を拡大させようという方向で取り組んでいたが、足許これがまたゼロに戻ってきてしまった。この点、引き続き調査する必要があるかと思うが、やはり利鞘の拡大は非常に難しいという状況を物語っているかもしれないということである。それから、図表10、図表11で直接市場の動向について今日申し上げることは二つである。一つは先程申し上げたCPのプラスということであるが、図表10の〈CP・社債の発行残高〉でご覧頂くと、CPが2月まで-12.4%だったのが、3月-0.5%と、マイナスを急速に縮めているが、これも毎回申し上げているとおり、何か市場に変化が起きたというよりは、図表11の(2)のグラフでご覧頂くとおり、昨年の春先、金利上昇の中でCPの発行をどんと減らした後、ほぼ横這いという中で前年比が沈んできたのが、いわば統計的な数字が正常化しつつ

あり、これがプラス方向に寄与してみえるということである。全体の市場環境は、前回申し上げたが、スプレッド等はほとんど変わっておらず非常に好調が続いている。この間、直接金融市場の動きで市場環境が悪いということでは決してないが、エクイティの調達に少し鈍化していることをご覧頂きたい。図表 10 の〈エクイティファイナンスの状況〉で数字をご覧頂くと、例えば転換社債が昨年 10～12 月までは、単月で 1,000 億円～2,000 億円のペースだったのが、1～3 月は 730 億円に減り、4 月の速報も多分 600 億円いかないかなという感じであるし、株式の調達額も控えめである。これはヒアリング等によると、最近の M&A の動きだとか、企業買収の事例の増加、さらにこの後の三角合併の導入等を控えて、発行サイドである企業サイドでその株主対策、あるいは資本コスト重視という規律が非常に強まっていて、全体として株式による調達が若干慎重化しているというような情報が得られている。因みに、図表 14 の (2) がこの間の株式調達額の内訳別の推移であるが——2007 年がまだ 1～3 月までしか出ていないので、例えば 4 月まで載せるともう少しクリアになると思っているが——、一頃と比べると少し数字が落ち着いてきている。ただ、その中身は第三者割当増資よりは公募増資が少し落ち着いてきているというところが傾向としてみてとれるかと思う。このほか、発行環境として特徴的なのは、昨年非常に増えたいわゆるムービング・ストライク CB——去年の前半の転換社債の配当が出たところでもご説明したが、MSCB という転換価格を段々市場に合わせて下げていくもの——で、これが昨年で年間 27 件、一昨年で 21 件位出ていたのが、今年に入ってまだ 2 件しか出ていない。市場環境というよりは発行サイドの問題だと思うが、これが減っているというのが最近の直接市場のちょっとした変化である。以上が調達環境である。

図表 15 の〈マネタリーベース〉でマネーを一言だけ申し上げますと、3 月をご覧頂くとおり -19.1% となり、3 月からマイナス幅がピークアウトし始めている。因みに 4 月 24 日までの 4 月の途中ラップでマネタリーベースを計算すると、-12.0% という数字である。恐らく 4 月はこの位で着地するだろうとみている。マネーサプライは横這いだった。3 月も +1.1%

で、中身をもみても、法人中心に預金通貨の圧縮が続き、個人中心に定期の積み上げが続いている。準通貨は2月+2.3%から+2.7%と3月も上昇しており、この傾向は変わっていない。この間に出た指標は以上である。

最後に、予想インフレ率だけ一言お話ししておく、図表21の(2)エコノミストのESPフォーキャスト4月調査が出ている。これは四半期ごとであるが、年度を纏めた数字を申し上げると、CPIでみて、2007年度が+0.1%、2008年度が+0.5%という数字になっている。それから(3)の物価連動国債のインフレ予想も、なぜかこういう時に少しずつ上がっていくという状況も前回と変わっていない。以上である。

福井議長

質問があればどうぞ。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。今のMSCBの件であるが、外国にもあるのか。

雨宮企画局長

否。

岩田副総裁

全くないのか。

雨宮企画局長

全くないとは言わないが、極めて少ない。

岩田副総裁

少ないのか。

雨宮企画局長

転換社債やワラント債もそうだが、これらはしばしば外国にあるものを全部持ってきたと言われているが、実は日本でかなり独自に発達したのもあって、MSCBはむしろそちらに近いと言われている。

岩田副総裁

日本独自なのか。

雨宮企画局長

多分外国にないことはないと思うが。

岩田副総裁

この発行が大きく減っているのは、何か販売方法に問題があったのか、それとも商品そのものが何かおかしなものなのか、それとも発行する企業において何かディスクロージャーが不透明だったということで大幅に減少してしまったのか、その理由がよく分からない。金融庁が何か多少不快感というものを示したような記憶があるのだが…。

雨宮企画局長

去年MSCBが非常に増えた時に、やはりリスクがあるからということを行ったことはあったが、それでレギュレーションが出される前にマーケットの方からむしろ沈静化が始まったので、特にレギュレーションの面で進んでいるということではないと思う。ご質問の点で、どこに問題があるのかというと、それは多分ご指摘になったそれぞれに少しずつ問題があったということではあるが、発行の問題としての引受け手、特に証券会社についていえば、要するに引き受けて売ればどんどん儲かってしまうということになる。

岩田副総裁

販売方法だな。

雨宮企画局長

発行体、引受け手それぞれに問題があったと思うが、それぞれに共通するものは何かというと、要するに本来ある価格を設定して、そこまでいけば株式に転換できるよう味付けをして利子を下げる社債だということである。毎週毎週あるいは毎月毎月それができるという一種の時価発行増資を毎週または毎月やれるかのような商品設計をすることに、やはり商品としてのある種の無理があったのではないか。それが株がどんどん上がっているうちは良かったが、あるいは業績が良いと皆が信じているうちは良かった——それはディスクロージャーの問題とも関係する——が、そこが一旦逆に回転しだすとむしろ無理が生じてくるということではないかと思う。

福井議長

他に宜しいか。キリの悪い時間であるが、10時50分まで休憩とする。

(10時36分中断、10時50分再開)

Ⅲ. 「経済・物価情勢の展望」についての説明

福井議長

宜しいか。それでは会議を再開する。今お手許に「経済・物価情勢の展望(案)」をお配りした。政策委員の見通し計数を掲載したものである。後でこれは回収させて頂くが、まず展望の文章について、執行部から簡単にご説明をお願いします。

雨宮企画局長

それでは委員方の数字、それを踏まえて事前にお配りした資料の中の

点々にしていた部分を埋め込んだものを今お手許にお配りしたので、その数字と今埋め込んだ点々の部分についてご説明する。まず、今お配りした資料のうち、(参考)の政策委員の大勢見通しをご覧頂きたい。まず、2006年度の実績であるが、実質GDPは10月時点の見通し+2.4%に対して、実績が+2.1%というのは1~3月期が横這いということである。+2.4%だったのが+2.1%ということであるが、この間GDPの確報化によりゲタが0.3%ポイント低下しているので、それを念頭において考えると、これはほぼ見通しどおりの着地ということかなと思う。それから、国内企業物価指数は+3.0%だったものが、実績+2.8%。消費者物価は今年年度の実績が出るのでお手許が空欄になっていると思うが、この空欄のところは+0.1%となった。見通し+0.3%が+0.1%なので、これは後程の文章と関係するので、ここで一言申し上げておくと、幾分弱含みという中間評価のままであると考えている。その意味では中間評価の時には实体经济、消費者物価ともに幾分弱含みという評価だったが、实体经济の方は蓋を開けたらほぼ見通しどおりだったということかなと思われる。次いで、2007年度、2008年度の大勢見通しであるが、まずGDP成長率は、2007年度が+2.0%~+2.1%、中央値が+2.1%、2008年度が+2.0%~+2.3%、中央値+2.1%ということで、どちらも2%を少し上回る等速成長という数字になっている。国内企業物価指数は2007年度が+0.5%~+0.8%、中央値+0.7%、2008年度が+0.8~+1.0%、中央値+1.0%で上昇が続くという姿である。消費者物価指数は、2007年度が0.0%~+0.2%で中央値+0.1%、2008年度が+0.4%~+0.6%、中央値+0.5%という数字になっている。これを文章でどう表現するか、特に0.1をゼロ近傍とするのか、違う表現にするのかについては、この後また申し上げる。以上が大勢見通しである。欄外の全員見通しで一言コメントさせて頂くと、まず実質GDPでみると、2007年度、2008年度とも、+1.9%~+2.5%となっており、2007年度で、上の方に若干強い数字を出された委員がいらっしやっただというのが特徴である。国内企業物価指数も2007年の上が+1.5%、2008年度も上が+1.2%となっているので、こちらも少し上の

方にばらつきがあるということである。それから消費者物価指数であるが、数字は-0.1%と極めて小さいながら、2007年度についてマイナスの数字を出された委員がいらっしやったということが、符号が目立つという意味では特徴であった。以上が大勢見通し、全員見通しの特徴である。

この数字を踏まえて、文中の表現をご説明する。まず1頁にお戻り頂きたい。点線を埋め込んだ部分はここからここであるというふうに申し上げるので、もし宜しければお手許でカッコか何かで、始まりカッコと終わりカッコで囲って頂けると分かりやすいかと思う。まず1頁目の2段落目。「先行き2007年度から2008年度を展望すると」というパラグラフの3行目の「成長率の水準は、」の後から始まる「2007年度」から始まり、その文章の終わりまでが挿入した文章である。読み上げると、「2007年度、2008年度とも、潜在成長率を幾分上回る2%程度で推移する可能性が高い。」というのが挿入した文章である。先程申し上げたとおり、中心値で+2.1%、+2.1%という感じをこういうふうに表現した。それから、2頁目の一番最後の行の国内企業物価指数であるが、「先行きについては」の後、「原油など」から始まる行が挿入した文章である。「原油などの商品市況や為替相場にも左右されるが、上昇基調を続けるとみられる。」ここまでが国内企業物価指数で挿入した文章である。これも先程の数字を文章に置き換えてそのまま表現したものである。3頁目の次のパラグラフ、消費者物価指数で挿入した文章は、このパラグラフの2行目の「先行きは、」の後、「原油価格の動向」というところから終わりの「予想される。」までの4行半を全部挿入した。読み上げると、「原油価格の動向にもよるが、前年比でみて目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いものの、より長い目でみると、プラス幅が次第に拡大するとみられる。その結果、2007年度はごく小幅のプラス、2008年度は0%台半ばの伸び率となると予想される。」という表現である。ただここは先程申し上げたとおり、大勢見通しが2007年度が+0.1%、かつ全員見通しだとマイナスの方もいらっしやる。さらに2008年度は+0.5%ということで、2007年度の評価について、「小幅のプラス」と表現するのかどうかというのがご議論になるかと思う。仮に、

足許今までは「-0.1%、+0.1%はゼロ近傍だよ」ということで月報の表現をご議論頂いてきた訳で、それをそのまま適用すると、ここはやはりゼロ%近傍にするという考え方があり得ると思う。2007年度はゼロ%近傍、2008年度はゼロ%台半ばの伸び率と。ただし、ここをゼロ%近傍とすると、2行上の目先の動きをこのまま「ゼロ%近傍」のままではまずいので、例えば今朝出た数字も念頭に置いて、「小幅のマイナスあるいはゼロ%近傍」というふうに、いわば下の表現を直すのであれば上の表現も平行移動させないと恐らく平仄が合わないだろうということで、少しご議論頂ければと思う。選択肢としては、下の「ごく小幅のプラス」を「ゼロ%近傍」にするかどうか。それに合わせて、目先を「小幅のマイナスあるいはゼロ%近傍」というふうに「あるいは」で繋げるかという感じかと思われる。それから、文章は5頁の金融政策運営にも挿入があり、下から7行目の「前年比は、」から始まる行がある。「前年比は、」の後の「目先は」というところから次の行の「予想される。」までが点々に挿入したところで、「目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いが、より長い目でみると、プラス幅が次第に拡大していくと予想される。」というのが挿入部分である。この「ゼロ%近傍に推移する可能性が高い」という表現は、もし前半部分の表現をご議論頂いて変えるようであれば、それに応じて直すということかなと考えている。表現で数字を踏まえて挿入させて頂いたのはこの四つである。以上である。

福井議長

後で、内容、表現とも議論するが、取り敢えず今の説明に対してご質問があるか。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

福井議長

それでは、金融経済情勢及び当面の金融政策運営に関する討議を始めたいと思う。いつもと違って、今日は金融情勢、展望レポート、それから次

回政策決定会合までの金融市場調節方針の三つの点について全てカバーして頂いて、お一人7分程度を目途にお願いできればと思う。なお、「中長期的な物価安定の理解」の点検については、後程別途議論することにする。従って、最初のラウンド、お一人7分という範囲内には「中長期的な物価安定の理解」の点検については触れないで頂きたい。今日は須田委員、野田委員、水野委員、武藤副総裁、岩田副総裁、中村委員、亀崎委員、西村委員の順でお願いしたいと思う。まず須田委員からお願いする。

須田委員

我が国経済は、生産・所得・支出の好循環メカニズムが引き続き働いており、緩やかな景気拡大が続いている。米国のスローダウンを他地域がカバーする形で海外経済が拡大を続けるもとで、輸出が堅調を持続するとともに、好調な企業収益を背景として設備投資も高水準を維持している。半導体価格が全般に軟調であり、電子部品・デバイスの生産調整の進捗が若干後ずれしているが、企業部門全体の足を引っ張るような状況にはなっていない。また、個人消費も、足許雇用者所得の伸びに見合った増加が続いている。一方、消費者物価指数の前年比は、グローバル化の進展等を背景に平均賃金が伸び悩む中、ゼロ近傍で推移している。金融環境については、引き続き積極的な銀行の貸出スタンスや経済成長率と実質短期金利の格差などをみても、極めて緩和的な金融環境が続いている。

次に展望レポートであるが、基本的には執行部案に違和感はない。見通しのイメージは、今後2年間の成長率については潜在成長率を幾分上回る程度、消費者物価については、今年度は極く僅かなプラス、来年度はゼロ%台半ばを想定している。このような物価の動きは私の「中長期的な物価安定の理解」に沿ったものと評価している。以下、確認しておきたい事を含め、何点か意見を述べておきたい。

まず米国経済についてであるが、足許設備投資が予想外に下振れている。設備投資の先行指標である資本財受注（非国防、除く航空機）の3月は前月比上昇したが、四半期ベースでは、今年第1四半期はマイナス幅が拡大

している。自動車や住宅関連以外への広がり懸念材料であるが、米企業のバランスシートの健全性、潤沢な流動性、良好な収益環境を踏まえると、そのうち回復するとみている。もっともなぜ弱いのか理由が定かでないので下振れリスクも気になるところである。

今後、住宅市場の調整はまだ続くが、懸案のサブプライムローン問題が局所的な影響にとどまる中、引き続き良好な雇用環境を背景に個人消費は堅調を持続しており、また活発な商業用不動産市場やドル安と好調な海外経済を背景にした米国輸出増もあって、今のところ米国景気のソフトランディング・シナリオの蓋然性は崩れていないとみている。もっとも成長率という観点からは、ブルーチップ見通しによると、2007年の成長率は昨年10月時点からでも0.3%下がっており、下振れが続いている。

住宅市場の調整がどこまで続くのかまだ目途がたたないが、住宅価格や在庫水準などの動向や、2006年ヴィンテージのペイメントショックが発生するといわれているサブプライムローン問題の来年の動向など、注意深くみていく必要がある。

インフレ圧力もなかなか減衰しない。原油価格再上昇のサービス価格などへの波及効果にも注目が集まるようになってきており、気がかりである。労働市場が熟練労働者を中心にタイトになっていることもあり、インフレ高止まりのリスクにも警戒を怠れない。インフレ・リスクの高まりは、金融政策や金融市場の反応などを通じて内外経済に大きな影響を与える可能性がある。

その他中国経済については上振れリスクがある一方で、行政指導的な政策や為替レートのコントロール能力の低下などによって経済や金融市場が大きく変動するリスクもある。差し当たり北京オリンピックまでは高成長が続く蓋然性が高いと思われるが、中国当局の動向を含め、中国の経済・金融市場の動きには十分留意していく必要があると思っている。

なお、為替市場については、財政再建と金融緩和という日本のポリシーミックスのもとでは円安の可能性が高いということになるが、黒字幅の拡大や保護主義の台頭、また内外の金融政策や中国人民元の動向などによっ

て円レートが大きく調整されるリスクもあると思っている。

次に国内経済についてであるが、最大のポイントは、雇用・所得環境の帰趨と、それをベースとする個人消費及び物価の動きである。私は、グローバルな競争激化のもと企業の人件費抑制姿勢が強いため、賃金についてはこれまでずっと慎重にみてきた。実際、新卒による団塊世代の補充や地方公務員の給与カット、高齢者層によるパートタイム労働増等の要因が加わり、平均賃金は足許弱含んで推移している。この結果、労働需給のタイト化に伴い雇用者数が増加しているにもかかわらず、雇用者報酬の伸びは緩やかなものに止まっている。しかしながら、生産年齢人口の減少のもと、1%を超えるような雇用者の伸びを想定すると、人手不足は強まっていくと想定される。実際、企業行動に関するアンケート調査によると、雇用の伸びはさらに高まる計画となっている。また、初任給を引き上げる動きや昨年を上回る賃上げのほか、労働者派遣料金を引き上げる動きも目立つようになった。中小企業賃上げ率も6年振りの高水準との調査結果もでてくる。こうしたタイトな雇用環境を踏まえると、賃金の上昇圧力は徐々に高まっていくとみられる。また、個人消費については、雇用者所得の増加ペースに見合った緩やかな拡大を続けていくとの見方を基本線として、配当収入や利子所得の増加、団塊世代の引退後の消費行動、定率減税廃止と税源移譲、あるいは今後の税制を巡る議論の影響が、今後どのような形で出てくるのかを注視していきたい。

物価については、想定対比若干下振れて推移している。しかしながら、需給ギャップがプラス幅を拡大させるもとで、ユニット・レーバ・コストが上昇に転じる方向に変化していけば、期待インフレ率の上振れを伴いながら、コアCPIの前年比はプラス幅を次第に拡大していくと考えられる。こうした先行きに対する考え方は、実は一年前とほぼ同様のものである。今回、このメカニズムが顕現化する可能性はあるとみているが、何時ごろになるか分からないので、ここはかなり慎重を期して、私は見通しを出すことにした。従って、消費者物価については上振れ・下振れ双方のリスクを考えるとアップサイドリスクの方が大きいと考えている。実際、

物価を取り巻く環境は一年前とは明らかに異なっている。企業向けサービス価格指数をみると、ソフトウェア開発や司法書士サービスといったスキルドレーバーへの依存度が高い分野に加えて、不動産賃貸等の上昇が目立っており、総平均の前年比プラス幅はこのところ拡大する傾向にある。また、足許の個人消費が強含みである点も無視できない。こうした個人消費の腰の強さやサービス価格の上昇圧力が今後も続いていけば、動意が窺われている不動産部門や労働需給のタイト化と併せて、インフレ率が上振れる可能性があると思っている。

次に金融政策運営についてであるが、現行の運営方式になって1年あまりが経つが、我々の枠組みの考え方が依然として十分に浸透したとは言い難い状況であると感じている。今回消費者物価の動きを中長期的な物価安定の理解に照らして評価することにしたが、その解釈が正しく伝わらないと透明性が高まることにはならない。

「中長期的な物価安定の理解」の数値については、0~2%ないしは1%がターゲットと捉える向きが依然として少なくない。「中長期的な物価安定の理解」は、「金融政策運営に当たり、各政策委員が、中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率」の和集合であって、これは日本銀行という組織にとっての望ましい物価上昇率でも目標でも参照値でもない。従って、今回新たに付け加えた物価の評価は、個々人がそれぞれの物差しで評価し、多数派の評価結果が示されたものということになる。新たな試みがこれまでよりも数値を重視する方向へ一歩踏み出したと誤解されないようにする必要があると思っている。

また、「コアCPI前年比がマイナスならば利上げはできない」との受止め方もある。これに対しては、政策効果が出るまでタイムラグがあるので、我々は十分長い先行きの経済物価の動向を予測しながら、中長期的にみて物価の安定を実現するように努めているということを重ねて説明していくことが必要である。

最後に、日本銀行は、金融政策を行うに当たって、物価の安定のみに専念しているのではないということを述べておきたい。そもそも論に立ち

戻ってみると、日銀法において金融政策は、物価の安定を基本とし、国民経済の健全な発展に資するよう、機動的かつ的確に遂行することが求められている。さらには、一般物価が安定していても資産価格の変動が国民経済に深刻な影響を与える可能性があるので、そうした資産価格の動きにも留意して金融政策を行う必要がある。こうした考え方が新たな金融政策運営の枠組みの第一、第二の柱の背後にあるのだが、現実にはコアCPIの前年比をことさら強調して政策変更の有無やタイミングを詮索するエコノミストやマスコミが少なくない。日銀法の精神をしっかりと伝えていく必要がありそうだ。

最後になったが、次回金融政策決定会合までの金融政策運営方針については、現状維持が妥当であると思う。私からは以上である。

福井議長

次は野田委員、お願いします。

野田委員

今次の我が国経済の回復・拡大は、世界経済の順調な拡大を背景とした輸出の増加を起点として、緩和的な金融環境をバックに、企業部門を中心とした生産・所得・支出の好循環メカニズムによってもたらされているものである。

その世界経済は、先のワシントンG7の声明にもあるとおり、「リスクは残存する」ものの、「過去30年超で最も力強い持続的拡大を経験」している途上にある。2007年、2008年の世界経済はさすがに昨年5%台からは低下するものの、5%に迫る高水準の成長率が続くことが見込まれている。

このように、起点となる良好な輸出環境が維持されるもとでは、我が国の経済が2003年度以降安定的に続いてきた成長のモメンタムを維持していくということが見込まれ、今回の展望レポートの執行部案における経済・物価情勢の見通しの標準シナリオは、これと整合的であり、私として

は全体として異論はない。

また、本日発表された幾つかの指標には、予想からやや下振れているものはあるが、大勢としては、これまでの基調的な見方を変えるものではなく、先日の支店長会議の議論も含めた諸情報も含め、先程の展望レポートの標準シナリオに対する判断を変えるようなものはない。

ところで、G7声明が一言で片付けた「残存するリスク」の中で、最も注意を要すると考えられる米国経済の先行きに関するリスクであるが、私は前回会合で、「アップサイド、ダウンサイド双方向のリスクの高まりにより、米国経済のソフトランディング・シナリオを維持できるかどうかに関する不確実性はやや強まった」と述べたが、その直後に発表されたFOMCの議事録でも、この点が鮮明になったように思う。

また、前回会合以降のデータをみても、住宅関連では、3月の住宅着工件数は僅かながらも2か月連続のプラスとなり、新築住宅販売も前月比は3か月振りに増加したものの、一方で中古住宅販売は前月比マイナス8.4%と4か月振りにまたマイナスに逆戻りした。3月の耐久消費財は全体で2か月連続の前月比プラスとなったが、鉱工業生産指数は3月再びマイナスに転じ、1~3月でも前期比+0.3%と、10~12月のマイナス0.4%に続いて弱い動きが続いており、「設備投資はいずれ回復する」という一般的な見方に確信が持てるには、なお見極めが必要だと思う。インフレ指標でも、3月のコアCPIは前年比+2.5%と、2月の+2.7%から若干改善したが、ヘッドラインは引き続き前月比+0.6%、前年比でも+2.8%と、ガソリン価格の急騰などを映じて高い伸びとなった。

このように、不透明感を減ずる指標が少ない中で、個人消費は、3月の小売売上高が前月比+0.7%と3か月振りの大幅なプラスとなり、足許堅調さを維持している。ただし、個人消費は、雇用・賃金との関連において景気遅行的なものとも考えられ、雇用増が減衰トレンドに入っている中で、時間の経過とともに減速感が出てくる懸念は拭いきれない。前回会合以降発表されたミシガン大学、あるいは、コンファレンスボードの二つの消費者コンフィデンス指数がともに3月に続いて、4月も大きく下げているの

は、この辺りの懸念を映じているのではないかと懸念している。

次に、IT関連のリスクについて触れたいと思う。

2月までの鉱工業生産指数からみると、資本財・生産財の生産調整の動きがみられ始めている。しかしながら、新製品の需要増を見込んだ作り込みも旺盛で、生産財を中心に在庫も増加しており、この統計からみる限り、今後ともIT関連財の需給バランスには大きな注意が必要である。

なお、この辺りのことを先の3月短観の業種別、電気機械・大企業のDIからみてみたい。業況判断DIは、電気機械では、2006年9月のピーク28から2007年3月は20と、8ポイント悪化した。これを前回の踊り場の2004～2005年と比較してみると、2004年9月の28——これは2006年9月と同じレベルだが——から2005年3月にはマイナス3に、なんと31ポイント大幅に悪化している。在庫水準をみると、今回の場合、2006年3月のボトム17から12月の23へ6ポイントの悪化となっている。前回の踊り場の時は、ボトムの20から32まで12ポイント悪化したということである。このように、短観からは、業況感の悪化は比較的小幅にとどまっており、在庫判断も、水準及び増加幅ともに前回比明らかに小さく、経営者の眼からみれば、在庫調整圧力は過去との比較においてもかなり小さいことが窺える。

しかしながらIT関連については、一方で供給能力の増加には顕著なものがあるので、米国経済のさらなる減速などのリスク要因が顕現化した場合には、急激な需給の悪化を招き、これが実体経済全体に広範な調整のインパクトを与えかねないリスクを今後は常に念頭に置いておかなければならないと思っている。

続いて、国内の個人消費や物価の先行きをみるうえで、重要なポイントになる賃金の動向について考えてみたい。

労働分配率の推移をみると、大企業は下げ止まりつつある一方、中小企業は既に上昇に転じている。製造業非製造業の別でみると、非製造業は下げ止まっているが、製造業、就中、大企業は下げ止まっていない。水準でみても、大企業は既にバブル期をも下回っているが、中小企業あるいは

非製造業という見方では、全体でもバブル期に比べて高止まったままである。

これらは、一つに、大企業製造業がバブル期に比肩する労働生産性の伸びを確保しつつも、グローバル競争下での海外生産活動とのバランス、あるいはコーポレート・ガバナンスを強く意識して、賃金総額を削減ないし抑制してきたこと、二つには、非製造業、就中、中小企業の生産性の改善が遅れていることによるものであって、これらは根強い、ある種構造的な問題ともいえる。

ところで、短観の雇用人員判断にみられるように、マクロ的な労働需給のタイト化は着実に進んできている中で、雇用者数はこのところ年率1%を上回る増加が続いている一方、名目賃金はマイナスに転じている。賃金統計上の問題や公務員の給与削減の影響を別とすれば、基本的には、労働市場で潜在的労働力人口の労働力化が進んでいることが背景にあると考える。この潜在的労働力人口はなお100万人を超えるボリュームで存在していると推定されていることなどを考えれば、労働市場の需給逼迫は、想定していた程には深刻化していないのではないかとみられる。情報処理、医療・福祉、製造業の技術職等にミスマッチは存在するが、「高い賃金を払っても、欲しい人材はみつからない」という状況に既に至っているのではないかとみている。これらを併せ考えると、経営者の労働逼迫感が現実の需給逼迫となり、さらにそれがコア賃金の目立った上昇に反映されるまでには、前回レポートに比べて若干下方修正した今回の展望レポートの標準シナリオ対比でも、さらになお時間を要するのではないかと考えている。

若干付言すれば、こうした賃金の伸びの鈍化は、ユニット・レーバー・コストのプラス化の後ずれに繋がり、物価上昇圧力の緩和要因となるとも考える。

最後に、今回の展望レポートに係る市場とのコミュニケーションについて述べたい。

まず、中長期的な物価安定の理解の金融政策運営との関係が今回のレ

ポートでより明確にされたことをまず評価したいと思う。これについては、さらに正確な理解を市場に求めていく努力が肝要であると考えている。そのうえで今回の展望レポートの経済物価情勢の見通し及び上振れ・下振れ要因の前回レポートとの変化を認識しつつ、金融政策運営の記述を外部から素直に読んだとすると、一つは「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」という文言が削除されたこと、二つは「経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで」という新しい表現が加わったことなどから、「日本銀行は利上げに前回比前のめりになってきている」との印象を与えるのではないかと懸念している。

これに関連して、「経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで」という部分は、アプリアリに「経済情勢と物価情勢がともに改善する」というふうに読まれる惧れもある。両者の連関性が低下してきている最近の動きを踏まえると、経済情勢のみが改善し、物価情勢は停滞する可能性も考えられなくはない。

私自身、今回の金融政策運営の考え方そのものに異論がある訳では勿論ないが、市場とのコミュニケーションの観点からみた場合、「今回の文章の変更はあくまで分かり易さを求めたものであり、金融政策運営のスタンスはこれまでと基本的には変わらない」ということであれば、こうした誤解が決して生じることがないように、市場に対しては、あらゆる場を借りて、「これまでと基本的には変わらない」ということをはっきりと示していく必要があると考える。

なお、次回会合までの金融政策運営方針であるが、市場に織り込まれている金利観などを踏まえると、今回展望レポートにおける我々の考え方が市場にどう受止められていくのかをゆっくり見極められる状況にあると考えられるので、現状の方針を維持することが適当であると考え。私からは以上である。

福井議長

次は水野委員、お願いします。

水野委員

最近の個人消費関連指標をみると、3月こそ寒の戻りの影響から百貨店売上高などが減少したが、1～3月期を均してみれば、乗用車新車登録台数を除き、多くの指標が前期比で増加した。GDPベースの個人消費は大体前期比+0.8%程度が見込まれるのではないかと思う。外需については、1～3月期の実質輸出は前期比+3.0%と、昨年10～12月期の同+1.0%を上回る強い伸びをみせている。3月の国際収支統計はまだ公表されていないので暫定的な試算しかできないが、GDPの外需寄与度は、昨年7～9月期の0.4%ポイント、10～12月期の0.1%ポイントに続き、1～3月期も+0.2%前後のプラス寄与が見込まれる。1～3月期の実質GDPは、個人消費、純輸出、公共投資という需要項目が少なくとも前期比でプラス寄与となるとみられ、年率で大体3%程度の高い伸びが出る可能性が高いと思われる。

欧米主要国及び中国の主要株価指数は最近、2月末の「世界同時株安」直前の水準を上回る水準まで改善した。ダウ工業株30種平均は今日25日、ついに13,000ドルを超えと大台乗せとなった。ただ、米国の株式相場はFRBの金融緩和期待に下支えされている面が強い反面、ユーロ圏主要国とイギリスは良好なファンダメンタルズを反映した面が強いのではないかと思う。一方、我が国の株式相場ではなかなか調整局面を抜け出せない状況が続いている。この背景として、2007年度の企業業績に対する不安感、新興株式市場の低迷、個人投資家の信用買い残の水準の高さ、米国景気悲観論を背景とする潜在的な円高・ドル安リスクへの警戒感などを指摘できると思う。個人的には、日米経済の先行きに対する不安感が後退すれば、出遅れ感の強い日経平均株価は年初来高値をもう一度更新してくる蓋然性が高いと考えている。

外為市場では、年内にECBは最低でも1回、恐らくは2回の利上げに動くため、日本とユーロ圏の政策金利は縮小せず拡大する可能性の方が高いとの見方から、ユーロ買い円売りに安心感が出てきている。ただ、外為

市場のボラティリティがまだ比較的高いため、投機筋はいわゆる円キャリー・トレードを膨らませている兆候はみえない。

我が国の債券市場に目を転じると、コアCPIが前年比ゼロ近傍で推移していることに加え、7月22日に参院選があるため、日本銀行の次回の政策金利引き上げは8月以降になる可能性が高いと、目先のコアCPIの動きや政治スケジュールによって政策運営が大きく影響を受けるとの論調が有力である。また、米国経済に対する不透明感も強いため、我が国の国債市場で大きくポジションを傾ける動きはみえない。ただ、債券先物6月限のインプライド・ボラティリティが2月中旬から低下傾向を続け、今週ついに2.5%という極めて低い水準——これは異常な低い水準と言ってもいいと思うが——まで下がってきたことは、嵐の前の静けさともいえる可能性があるため、気をつけてみている。特に、5月17日公表予定の1～3月期の実質GDP統計は、債券市場のセンチメントを変える可能性があると思う。

金融市場では、コアCPIに対する関心が高い状況は容易に変化しそうにない。我々としては、今回の展望レポートで、一番目には、景気拡大の持続性に対する自信をみせる、二番目として、物価の基調について丁寧に説明するという二つのアプローチで臨むことが基本的に重要だと思う。

個人的には、今回の展望レポートで、以下のようなメッセージを上手く送るべきではないかと思う。

第一に、2008年度に掛けて潜在成長率を若干上回る緩やかながら持続性の高い景気拡大が続く公算が高いことを強調することだ。

第二に、我々が想定する先行きの経済見通しに対する上振れ・下振れ要因は、経済情勢、物価情勢ともに、海外経済の動向に左右される可能性がいつにも増して高いことを指摘しておくことだ。金融市場では、サブプライムローン問題等から米国経済の下振れ懸念が強いようだ。ただ、過熱感のある中国経済、大方の予想を上回るユーロ圏とイギリスの景気拡大など、IMFベースで世界経済は今年も5%成長を達成する蓋然性が高いなか、米国経済のみが失速するリスクは低くなっていると思う。我が国の1～3

月の実質GDPは、先程申した様に年率+3.0%という非常に強い数字になる見込みであることをみても、米国経済の減速を好調なその他の地域が十二分に補っている現状を上手く伝える必要がある。

第三に、物価の基調判断について、プラス基調となる要因をしっかりと示すと同時に、その上昇テンポがある程度緩やかであることも既に織り込んでいることを示唆しておくことだ。1月の中間評価で、我々はコアCPIの目先の見通しを下方修正する一方、先行きは我々の見通しに概ね沿って推移すると予想されるとした。しかし、労働市場がタイト化しても雇用者所得に反映されるタイミングが想定以上に遅れているため、先行きもコアCPIの上昇圧力が高まりにくい状況を抜け出せない可能性は否定できない。そのため、マクロ的な需給ギャップは需要超過方向で推移するという物価上昇の基本的な方向性を示しつつ、ユニット・レーバー・コストは下げ止まりから上昇に転じる可能性が高いが、「若干の」という留保をすることで、そのテンポが緩やかだというニュアンスを含めておくことだ。そうしておけば、「緩やかな景気拡大が続く」という見通しとローキーな物価見通しをセットした情勢判断に変化がなければ、今後も徐々に金利調整が行われる可能性が高い、というシナリオへの理解が深まってくるように思う。

第四に、足許でコアCPIがかつて想定したように上昇していない理由として、安易に経済のグローバル化を受けた企業行動の変化という構造変化や、規制緩和による携帯電話利用料金の下落など特殊要因を強調しない方が良いことだ。すなわち、展望レポートの原案にあるように、需給ギャップとユニット・レーバー・コストの議論を交えて循環要因で説明する努力を続けるべきだと思う。

第五に、昨年3月の量的緩和解除以降の金融政策運営もそうであったが、消費者物価が長い目でみると緩やかに上昇し、中長期的な物価安定の理解に沿って推移する蓋然性が高いという判断ができる場合にのみ、金利水準の調整を行う方針であることを強調することで、中長期的な物価安定の理解に関する市場参加者の理解を深めることだ。

さて、短期金融市場から窺われる政策変更の織り込み度合いについては、現在、「次回の政策金利引き上げは当分の間ない」というメッセージを送っているに過ぎない。この点を踏まえて、政策金利について市場金利に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にしつつ、見通しを作成すると、2007年度、2008年度の実質GDP成長率は、2003年度～2006年度に亘る等速2%ペースよりも若干高めになる可能性が高いと思う。因みに、2003年度は+2.1%、2004年度は+2.0%、2005年度は+2.4%、2006年度は個人的には+2.2%ではないかと思っている。また、現時点で、実質GDP成長率の見通しを作成する場合、前提条件は、例えば1か月前よりも、為替は円とドルが他通貨に対し安値方向、原油価格は5ドル/バレル前後の上振れ、非鉄・穀物価格ともに上振れとすることが自然だと思う。また、民間エコノミストは、2007年1～3月期のGDP成長率がかなり高くなることを想定し、2007年度の実質GDP成長率の上方修正に踏み切っている。先程配られた2007年度の大勢見通しの中央値は昨年10月と同じ+2.1%になっている。この数字をみた市場参加者は、「日本銀行は景気見通しを実質的に下方修正した」と解釈する惧れがある。もっとも、先行きを展望すると、我々が上方修正する余地を残しているともいえるかもしれない。

また、今回の展望レポート案の9頁目の脚注2では、潜在成長率について、幅をもってみる必要があるものの、「最近では1%台半ばから後半で推移しているとみられる。」とある。個人的には、潜在成長率は1%台後半、2007年度の実質GDP成長率を昨年10月末の展望レポート時点と同様、2006年度を上回ると予想しているため、需給ギャップはそれなりに改善が進むと判断している。一方、潜在成長率を1%台後半という前提で、実質成長率は等速2%前後と予想した場合、需給ギャップの改善は極めて緩慢であるため、コアCPIの前年比上昇率は極めて緩やかにしかプラス方向に変化しないことになる。

最後に、次回の金融政策決定会合まで、金融調節方針は現状維持で良いと思う。先程、野田委員の方から、金融政策運営のスタンスについて誤解

のないようにということであったが、一応6頁目の最後のパラグラフに金融政策が書いてあるが、個人的には、今後の金融政策運営においても「こうした基本的な考え方を維持する方針であるという一文があることをみて下さい」ということを説明していけば良いということで、原案のとおりで私は支持する。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

展望レポートについて述べる前に、前回会合以降に公表された計数等を踏まえて、経済物価情勢について幾つか触れておきたい。

まず、海外経済であるが、新たに公表された指標でこれまでの判断に修正を迫られるものはみられなかったということだと思う。米国では、住宅・生産・物価関連の指標が公表されたが、住宅市場の調整が続いていること、生産はそれを均せば増加していること、物価は高止まりしていることを示す内容であった。引き続き、ソフトランディングがメインシナリオと考えて良いと思うが、リスクとしては景気の下振れ、インフレの双方があるということである。また中国のGDP統計などは、中国が引き続き過熱リスクを抱えていることを示唆している。こうしたリスク要因はあるが、世界経済全体としては今後も地域的な広がりを伴いながら、拡大を続けるという想定を変える必要はないと思う。

次に国内経済であるが、2月の機械受注や3月の個人消費関連指標、さらには本日、鉱工業指数、労働力調査などが公表された。3月の生産で-0.6%というのはサプライズであったが、先程、調査統計局長から話があったとおり、中身を色々みると、生産の基調に変化はないということがいえると思う。それぞれ振れはあるが、基本的にはこれまでの流れに沿った数字であると考えることができる。内閣府の企業行動に関するアンケート調査でも、日本経済の期待成長率は緩やかに上昇して、概ね2%となっ

た。全体として生産・所得・支出の好循環メカニズムは働いており、息の長い成長を続けるという見通しと整合的であると考ええる。

物価面では、本日公表された3月の全国CPI（除く生鮮食品）の前年比が-0.3%となった。前年比微減というのが大方の予想であったので、その意味でややサプライズという見方もある。しかし、これは原油価格反落の影響に加え、携帯電話利用料の値下げや航空運賃の一時的なマイナス寄与の拡大などによるものと考えられる。目先は原油価格の動向にもよるが、ゼロ%近傍の数字となる可能性が高いということである。ただ、より長い目でみれば経済成長率が潜在成長率を幾分上回る水準で推移するもとで、需給ギャップがプラス方向に推移していくと考えられ、CPIのプラス幅は少しずつ拡大していくのではないかと考える。実際、4月の東京のCPIには若干改善の動きがみられた。

次に、今回の展望レポートの2年間の見通しについて述べたい。まず先行き2007年度から2008年度に掛けての経済は、内需と外需がともに増加し、企業部門から家計部門への波及が緩やかながら着実に進むもとで、息の長い拡大を続けるという見方で良いと思う。3月短観などで企業の事業計画をみても、設備投資や利益はしっかりとした内容であった。家計部門への波及という点では、グローバルな競争を意識した企業の賃金抑制姿勢が続くため、目立った改善が期待できる訳ではないが、労働需給の引締まりから雇用者数の増加が続き、賃金の伸び率も徐々に高まっていくと考えられる。株式配当など財産所得の増加というルートからも、企業から家計への波及が徐々に進むと考えられる。財政再建に伴う景気の下押し圧力は今後も作用し続けると考えられるが、良好な海外経済や緩和的な金融環境を背景に生産・所得・支出の好循環のメカニズムは引き続き働くと考えられる。

こうした経済見通しを踏まえると、物価を巡る環境も徐々に変化していくと考えられる。設備や労働など資源の稼動状況は今後もさらに高まり、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していくとみられる。また賃金が緩やかに上昇すれば、ユニット・レーバー・コストからの物価下押

し圧力は減少し、いずれは上昇に転じていくと考えられる。

次に、景気見通しの上振れ、下振れ要因としては、第一には海外経済の動向、第二にはIT関連材の需給動向、第三に金融環境などの楽観的な想定により金融経済活動の振幅が拡大してしまう可能性の三点に整理することで良いと考える。

一点目の海外経済であるが、先程述べたように米国で景気下振れとインフレの双方のリスクが存在するが、中国では主として上振れリスクが存在する。また、原油価格をはじめ国際商品市況の動向も世界経済や金融市場に対して強い影響を及ぼす可能性がある。

二点目のIT関連材の需要動向に関しては、これまでの在庫増は局所的な要因に拠る部分が大きく、深刻化の兆しはみられていない。ただ、この分野では世界的な供給拡大のペースが速いだけに、海外経済の減速などを引き金に需給バランスが崩れるリスクには注意を払う必要があると考える。

三点目としては、企業や金融機関などの財務状況が良好なもとで、実質金利は極めて低い水準にあるため、金融経済活動が積極化しやすい環境にある。資産価格や為替相場の見通しなども含め、先行きの採算に関して楽観的な想定のもとに、金融経済活動が活発化する場合には長い目でみた資源配分に歪みが生じ持続的な成長の妨げとなるリスクがある。この点は昨年10月の展望レポートで記述し、2月の政策変更時にも言及した点であり、原案にはそれらの趣旨がしっかりと書き込まれていると思う。

物価見通しの不確実性については、マクロ的な需給ギャップに対して、物価がどの程度反応するかを巡る不確実性が重要である。この点は賃金が伸び悩む場合に、物価の下押し圧力を予想以上に強く残す形にもなり得るし、逆に、インフレ予想が上振れたり、企業の人件費抑制スタンスが緩む場合には、物価上昇圧力を増幅する方向にも作用し得るということである。これら両サイドのリスクを記述することが適当であると考えられる。

以上を踏まえて、先行きの金融政策運営を考えるうえでの二つの柱を点検すると次のようになると考える。まず第一の柱としては、我が国経済は

引き続き物価安定のもとでの持続的な成長を実現していく可能性が高いと判断できる。第二の柱については、アップサイド・リスクとして、経済物価情勢と離れた低金利が続くという期待が定着する場合の金融政策面からの刺激効果が一段と強まり、中長期的にみて金融経済活動の振幅が大きくなってしまうリスクがある。一方、ダウンサイド・リスクとしては、海外経済の予想外の減速など先程申し上げた景気下振れ要因が発生する可能性が挙げられる。また、景気の下振れがなくても物価が上昇しにくい状況が続く可能性もある。ただ、企業や金融機関の基礎的な体力は高まってきたており、物価下落と景気悪化の悪循環に陥るリスクはさらに小さくなっていると考えられる。

以上の点検を踏まえて、当面の金融政策運営については、前回展望レポートにおける基本的な考え方を維持することが適当である。そのうえで、2008年度までを見通した表現としては、経済物価情勢の改善の度合いに応じたペースで徐々に金利水準の調整を行うことになるという原案の記述が簡潔で明瞭であると考えられる。

最後に次回決定会合までの金融政策運営については、以上のような経済物価情勢の判断のもとで、無担保コールレート（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調節方針を続けることで良いと思う。以上である。

福井議長

次は岩田副総裁からお願いします。

岩田副総裁

それでは、まず前回の決定会合からその後の新しいデータについての見解を述べたい。最初にまず、アメリカ経済だが、これは前回申し上げたが、実体経済でいうと、住宅部門と設備投資の二つに不透明感がある。住宅部門についていうと、私が一番懸念しているのは住宅価格がどの位下がるだろうかということ、これは今のところはっきりしないということかと思

う。在庫水準をみると、8.1 か月という 1991 年以来の高いところにあつて、この在庫が一掃される過程で相当売り圧力が出る場合には短期間に相当下がるということもあり得ると思う。私は、民間の色々な試算をみているが、2%位マイナスあるいは1~2%マイナスで済むという予測もあるし、10%近くマイナスになるというものもある。極端な方では2割下がるのではないかという見方もあるというように、非常に幅があつて、この辺が見届けにくい。住宅部門の調整は、個人的見解ではその価格如何だが、価格下落はこれから出てくると思うので、思ったよりも住宅部門の調整は——価格のそういう出方をみると——少し長引き年央で終わらないのではないかと思う。

もう一つ、設備投資に関しては——これは先程調査統計局長から説明があつたが——、私の調べた限りでは非金融部門の企業収益が第4四半期に10%近く縮小していることも関係していると思われる。それからもう一つは、期待成長率が、やはり若干低下しているのではないかという点である。アメリカもそれ程ひどくはないとしても、高齢化により労働参加率が下がるとか、そういうことが意識されて、もしかすると最適な資本ストックの水準がこれまで考えていたよりも低いところにシフトしていて、それに、車を中心とした製造業の在庫調整や住宅部門の調整というのがプラスされて、全体でマイナスになっているのではないか。従つて、この設備投資のマイナスも、私の感じだと第3四半期位まで続くのではないかと思う。そういうことでアメリカ経済の2007年についてはやはり2%程度と——かつて民間の方々がそういうことをおっしゃっていたことがあるが——、決してリセッションになるとかそういうことではないが、成長率がやや低いまま推移するということがあるかと思う。これと関連して、世界経済について、30年来のブームというふうにどうもIMFはおっしゃっているが、私はちょっと違和感をずっと覚えていて、ある民間の銀行では、市場の為替レートを使った場合の世界経済の成長率は、2006年が4.5%だが、2007年は3.5%になると予測している。3.5%という数字は本当に30年来のものなのかどうか、勿論アメリカの調整も関係する訳だが、本当に

30 年来だと言っていて良いのかということについては、やや私は疑念を持っている。以上がアメリカである。

我が国については生産の説明が今、早川調査統計局長からあったが、やはり出てきた数字は下振れていると思う。私自身は1%程度はマイナスになると前から思っていたが、それよりも若干マイナス幅が大きくなっているが、幾つかの理由があると思う。一つは、やはりIT部門の調整を受けて、半導体製造装置がかなりマイナスだったという話があった。電子部品・デバイスの部分だが、ずっと前から私は1~3月で大体底につくと申し上げていて、NANDフラッシュメモリーとかロジック半導体は第1四半期に底入れしているのではないかと思う。もっとも、DRAMだけを取ると、DRAM価格はどうも1度下げ止まったかと思っただが実はまだ下がっているので、もしかすると少し調整が後ずれして、どうやら夏に向けて底入れするのかもしれない。このように、半導体の中をよくみると、いくらか差があるが、半導体・IT関連の調整は、やはり1~3月で完全に終わるという訳にはどうもいかず、4~6月位まで少し足を引っ張りそうだ。そうすると生産面も4~6月がどの位の強さになるかということで、先程の話で予測指数だと2.幾つという話があったが、2.2%というのは無理で、むしろやや横這い気味になるリスクも考えておいた方が良くはないかと思う。

以上がその後に出た数字についての見解である。もう一つは展望レポートに関して、雨宮企画局長の方から、コア消費者物価指数の動きについて、2か月続いてマイナスになったことも含め、ゼロ%近傍という表現で良いかどうかとの提起があった。2か月続いてマイナスになった動きについては、私が2月に申し上げたとおりの動きをしていると認識している。2月の段階でも、少なくとも9月位まで、つまり前年に原油価格がピークになったところまで、恐らくマイナス基調でいくというふうに考えるべきではないかということをお願いしたが、現実はそのとおりになっている。従って、表現でいうと、要するにこの先も、もうすぐゼロ%とかプラスに戻るのであれば、ゼロ%近傍という表現でも良いと思うが、マイナスがかなり続く

と、これから半年位でみてマイナスの月がかなりあるというのであれば、「小幅のマイナスを含めゼロ%近傍」とか、何らかの言葉を補った方がむしろ自然であると思う。あまりそこを無理してしまうと、かえって疑念を持たれて、日本銀行は事実と望ましいことの区別ができないのではないかと、つまり客観的な事実を冷静に眺めることができずに政策をやっているという印象を与えることは、あまり望ましくないことだと思っている。展望レポートのその他のパートについては、このとおりで結構だと思う。

それから三番目は政策運営だが、政策運営をやはり難しくしているのは、実体経済の方でいうと2%成長が驚異的に続いているのに、それと平仄のとれた形で賃金や物価が緩やかに上昇あるいは増加していかないというところに、どうも我々が直面している一大問題があるように思う。その理由としては幾つかあるが、一つは単純に——これは展望レポートでも触れられているが——、GDPギャップがこれ程需要超過になっても物価がなかなか上がらない、要は感応度が低くなっている可能性があるということ。ただし、その場合には時間さえ経てばいずれは上がってくるということになるが、仮に感応度が相当ゼロ%に近いとすると——これはそうなのかどうかは分からないが——、その時は賃金上昇を待たざるを得ない。今賃金がマイナスで動いているもとの、賃金上昇がどういう時に起こるかという、やはり失業率がまだ4%というのは労働市場でスラックがまだ存在しているから、まだ上がらないと素直に考えた方が良いのではないかと。今4%だが、それが3.8%で上がり出すのか、3.5%になれば安定的に上昇を始めるのか、ここが極めて不透明だということが本当の問題ではないかと思っている。そこで一般的にいうと、物価がGDPギャップに反応しないという場合にもう一つの仮説があって、それは背後で労働生産性がかなり上がって——これは部門別に凄い偏りがあるのだが——、潜在成長率が上がっているという可能性である。先程企業行動に関するアンケート調査の紹介があって、2.1%というふうに企業は既に期待をし始めているということだったが、それはもしかすると潜在成長率が上がっていることを示唆しているのかもしれない。潜在成長率が2%程度に近いとすると、

2%成長してもGDPギャップは動かず、物価には関係ないという意味合いが出てくる。それからもう一つ、失業率に対する意味合いは、労働生産性が上がっていくような局面においては、いわゆる自然失業率（NAIRU）——物価上昇率を加速させない失業率——が、通常考えているよりも低くなる。だから3.8%とっていたのが実はそれよりも少し低いところまでいかないとは賃金上昇に繋がらないということがあることも同時に考えていくべきではないかと思う。それから、なかなか賃金上昇とか物価上昇が生じない基本的な理由は——前回申し上げたが——、今回格差を残したままの成長である点である。つまり製造業・大企業という労働生産性の伸びがこの拡大局面で10%近くと、中国、インド並みに伸びているセクターがある一方、中小零細の非製造業のように労働生産性の伸びがマイナスのため、労働分配率も変わらない中、賃金も上がらないし失業率も上がらないまま停滞しているセクターが並存している。しかも停滞している後者のセクターの雇用者の比率は圧倒的に高く、前者が10%ちょっとに対して、後者は5~6割にのぼる。そういうセクターを、特に零細50人以下のところで見ると、この拡大局面において賃金は全く上がっておらず、夏以降は-2%にマイナス幅を拡大してしまった。こういう構造的な問題を抱えながら、現在5年か6年目に来ているということが、実は賃金が上がりにくいということの主な原因になっているのではないかと思う。従って、物価に対するインプリケーションも同様であり、賃金がやはりなかなか上がらなければ、サービス価格が上がらないということである。欧米諸国と比べて日本は どうしてこんなに物価上昇率が低いのかというと、基本的にはサービス価格が上がらないから。サービス価格は どうして上がらないのかというと、賃金が上がらないから。そこを どうやって切り抜けるかということがやはり我々が直面している一番難しい問題ではないか、と思っている。そういう時に、政策的には どういうインプリケーションがあるのかというと、アメリカと日本ではちょうど反対のことが起こっていると理解している。アメリカでは恐らく潜在成長率が少し下がる方向に向いていて、従ってインフレ圧力がなかなか収まらない。日本ではちょうど

その反対が起こっていると私は理解している。そこで、政策運営については、現在の金利水準が低いことは明瞭であって、方向性としては次第に上げていくということは皆さんの合意のとおりだと思うが、その利上げのタイミング、そのテンポというようなことを、こういう構造問題があるといったことを念頭に置きながら考えいくことが大事である。それからもう一つ、「中長期的な物価安定の理解」との関係でいうと、アメリカの場合には決して我々よりぼやっとしたシグナル、つまりコンフォートゾーンというような言い方で個人的な意見を表明しているに過ぎないが、それでもある種、中心値 1.5%というのがどこか意識されているところがあって、それで高過ぎるというようなことを判断されている。グラビテーション・プル・セオリー——つまり、民間が抱くインフレ期待というようなものがどこか安定していれば、少し時間が掛かるとしてもそこに収斂していくという重力理論と呼ばれる考え方——が、日本の場合は実は非常に安定していない。日本はアメリカと逆さまなので、地球の重力ではなくて太陽か月の引力ということになる訳だが、やはり物価安定の理解ということで民間が将来、先行きについてのなんらかの目安というようなものを持ちやすいフレームワークで金融政策を考えていくべきではないかと思っている。以上である。

福井議長

中村委員からお願いします。

中村委員

前回会合後、今朝方発表された統計を含め、幾つかの経済指標が明らかとなったが、特に大きな情勢変化を窺わせるものはなかったように思う。先週の支店長会議では、各地からの報告を興味深く聞かせてもらったが、地域別に濃淡はあるが、全ての地域において拡大または回復の動きが続いているとのことで、これまでの景気判断を裏付ける内容であったと評価できると思う。以下、前回会合後の金融経済情勢をレビューした後、展望レ

ポートと次回会合までの金融市場調節方針についてコメントしたい。

まず、海外経済については、米国は、住宅投資が引き続き弱含んでいるほか、生産関連の指標でも弱めの指標がみられたが、個人消費は3月の小売売上高が底堅い数字となるなど、引き続き堅調に推移しているように思う。企業業績も好調に推移しており、それを受けて、NYダウは一昨日、初めてとなる1万3,000ドル台に乗せた。米国経済は、サブプライムローン問題や設備投資の弱めの動き、さらにはなかなか改善の兆しが窺われないインフレの動向などから、このところ先行き不透明感も指摘されているようだが、基本的には潜在成長率近傍の安定成長に向かって、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。米国以外の地域をみても、欧州、アジアとも堅調に推移しているようで、このうち中国では、1~3月の実質GDPが前年比+11.1%となったとのことで、引き続き高水準の成長が続いている。この間、原油価格については、前回会合以降、WTI、ドバイとも60ドル台前半から半ばまでの水準で高止まりしている。今後も、世界経済拡大に伴う原油需要増という基調的な要因がある中で、OPECの減産、夏場のドライビングシーズンに向けたガソリン需要の増加、地政学的リスクといった価格上昇要因が考えられる。引き続き原油価格の上昇リスクを注意してみていく必要があると思う。

一方、国内経済をみると、輸出は全体として増加を続けており、生産も1~3月は前期の反動から若干の減少となったが、調査統計局のミクロヒアリングなどによれば、4月以降は再び増加する計画になっているようだ。こうした中、電子部品・デバイスの在庫動向にはなお注意が必要と思う。設備投資も、2月の機械受注は前月比マイナスとなったが均してみれば増勢が続いている。内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」によれば、企業は、昨年調査に比べ若干伸び率を鈍化させながらも、今後3年間で年率5%強の設備投資を計画しているとのことである。また、企業収益は、これから決算発表が本格化し株式相場では2007年度業績の不透明感も懸念されているようだが、3月短観の結果などをみる限り、高水準が続く可能性が高いと考えられる。雇用・所得関連をみると、労働需給は引き続きタ

イト化している。一人当たりの賃金は引き続き弱めだが、雇用者数の増加から雇用者所得全体では増加が続いている。一人当たりの賃金の減少については、地方公務員の給与引き下げのほか、団塊世代の退職や企業の定年延長・役職定年制導入に伴う給与引き下げの影響が大きいと考えられ、少なくとも普通の勤労者の給与は引き下げられているとは考え難い。むしろ、日経新聞の集計——4月3日現在の一次集計、383社が対象——によれば、今年の春闘の賃上げ率は1.72%と3年連続で伸び幅を拡大しているとのことだ。また中小企業を対象とした経団連の集計でも、今年の賃上げ率は1.66%となり5年連続で伸び幅を拡大している。企業においては、人手不足感の高まりから賃金の上昇圧力が徐々に高まっているのが実情と考えられる。先程の「企業行動に関するアンケート調査」でも、今後3年間の雇用者数の増加予想は年率2.3%と、92年度の調査開始以来の最高を更新しており、今後3年間で人件費が増加すると回答した企業の割合も大幅に増加している。内外の厳しい競争を睨み好業績は賞与で報いることを基本としている企業が多いため、企業収益の伸びに比べれば所定内賃金の伸びは小幅かもしれないが、賃金全体としてみれば、先行き緩やかに上昇し、それによって雇用者所得も緩やかな増加を続ける可能性が高いと思う。個人消費についても、雇用者所得の増加を背景に底堅く推移しており、先行きも増加基調を辿る可能性が高いと考えられる。また、業績好調な企業による配当増加のチャネルを通じた個人への所得移転や団塊世代の一時所得である退職金も、個人消費の押し上げに寄与していくと考えられる。

物価では、今朝方3月のコアCPIが発表となり、前年比-0.3%と2月に続いて前年比マイナスとなった。これは短期的には石油製品の押し上げ要因の剥落や携帯電話料金の下落などが背景だが、基調としては技術革新等による耐久消費財——全体のウエイトに占める割合は1万分の547——の継続的かつ大幅な下落の影響が少なくない。こうした特殊要因による物価下落を、金融政策運営上どう評価するかは難しい問題だと思うが、いずれにせよコアCPIの改善テンポは極めて緩やかである。原材料費や人件費などの上昇から価格上昇力は確実に高まっていると思うが、消費者

の値上げアレルギーや輸入品との競合、国内での過当競争などが背景となつて、引き続き企業が値上げに慎重な姿勢で臨んでいることの表われと思う。こうしたこともあつて、コアCPIは暫く前年比ゼロ%近傍で推移する可能性が高いと考えられるが、価格上昇圧力は着実に蓄積されており、より長い目でみれば、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中で、時間の経過とともにコアCPIも前年比プラス幅を次第に拡大していくものと考えられる。金融面では、前回会合後、株価、長期金利とも横這い圏内の動きとなつた。株価については、海外に比べて日本株の値戻りは鈍いようだが、これが、先行きの景気拡大の足踏みを示唆する動きなのかどうか、注意してみたいと思う。また、為替については、前回会合後、G7声明が円安容認と受止められたことなどから円安・ユーロ高が進行し、円は一時162円/ユーロ台の水準まで下落した。円キャリー取引が再び活発化していくとの指摘もあるようで、目が離せないと思う。

続いて、展望レポートについてだが、結論としては執行部の原案に異論はない。日本経済は、前回展望レポートの見通しに比べると、企業部門は好調な一方、家計部門や物価の改善テンポはやや緩慢だが、全体としてみれば概ね見通しに沿って緩やかな拡大を続けていると評価できると思う。先行き2007年度から2008年度に掛けても、生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持されるもつとで、潜在成長率を幾分上回る2%程度の成長を続け、コアCPIは、目先、前年比ゼロ%近傍で推移するものの、その後は次第にプラス幅を拡大していく可能性が高いと思う。こうした中、リスク要因としては、海外経済や原油価格、IT在庫調整、さらには——まだバブルを懸念する段階ではないと思うが——緩和的な金融環境のもとで、金融・経済活動の振幅が大きくなる可能性などに留意が必要と思う。続いて二つの柱に基づいて経済・物価情勢を点検すると、第一の柱については、2008年度までの経済・物価情勢の見通しは物価安定のもつとでの持続的な成長を実現していく方向と判断して良いと思う。また、第二の柱については、金融政策面からの刺激効果が一段と強まるリスクや下振れリスクの顕現化により経済情勢の改善が足踏みするリスクに留意が必要と思

う。以上を踏まえて、今後の金融政策運営の考え方は、「『中長期的な物価安定の理解』に照らして、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道を辿る蓋然性が高いことを確認し、リスク要因を点検しながら、経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行うことになる」ということで良いと思う。

最後に、次回会合までの政策運営方針だが、金融市場調節方針は現状維持として、これまでの政策変更の波及効果を見極めつつ、引き続き極めて低い金利水準のもと、息の長い成長のプロセスを支えていくことが適切と考えている。無担保オーバーナイト・コールレートは、前回会合以降、0.5%近傍の水準で推移している。金融市場局では、4月の積み期から、短期金融市場での資金需給予想の前倒し公表を開始したとのことだが、市場関係者からは当日の資金需要が予想し易くなったとして評価されており、短期市場取引の安定化に少なからず貢献しているようだ。引き続き市場の安定化と市場機能の回復に配慮した調節運営をお願いしたい。この間、市場では、先物金利が幾分上昇するなど、次回の利上げのタイミングが早まるのではないかとの観測もみられているようだ。日本銀行としては、今回発表する展望レポートのメッセージを丁寧に説明していくことなどを通じて、今後とも市場との円滑なコミュニケーションに努めていくことが肝要と思う。私からは以上である。

福井議長

亀崎委員から願います。

亀崎委員

まず金融経済情勢だが、海外景気については先般4月13日のG7声明でも述べられているとおり、過去30年間超で最も力強い持続的な拡大がみられている。特に、欧州が堅調を続けているほか、中国、ASEAN等のアジア諸国も高い成長を続けている。こうした中で、日本の景気であるが、輸出やこれに関連した設備投資が堅調で、企業収益も先行きの予想に

は慎重さも窺われるが、2007年3月期は5期連続の増益見込みにあるなど、総じて良好である。一方、個人消費だが、所定内給与の伸びが緩やかに止まっているほか、社会保障負担の増大といった抑制要因もあって、力強さが備わるには時間がかかる状況が続いてはいるが、いずれは次第に企業部門の好調が波及してくるのではないかと思う。地方についても、先般の支店長会議でも確認されたように、地域差はあるが景気は全体として緩やかに拡大している。こうした状況下、日本経済は、2%程度の緩やかな成長を続けるというふうに思う。次に、先行きのリスク要因だが、第一はなんといってもやはり米国景気だと思う。住宅市場の調整が続き、設備投資の伸びが鈍化する中であっても、個人消費は底堅いこと等から、基本的にはソフトランディングに向けて動いているとみられる。ただサブプライムローンの問題も、今のところ、景気全体に大きな影響は与えていないが、4月に入っても住宅金融会社のチャプター・イレブン申請あるいは廃業等が続く中で、融資基準を厳格化する動きもみられており、個人向け融資全体への影響等は今暫く時間を掛けてみていく必要があるのではないかと思う。また、一方では、コアインフレ懸念も続いていて、当面は景気・物価両面のリスクに目を向けていかざるを得ない局面が続いていくと思う。一方、中国だが、成長加速やCPIの高い伸びに対応した金融引締め継続が予想されるが、中国政府が社会の安定のためにも、経済の安定的で持続的な成長を目指す政策を堅持するとすれば、景気がこの先大幅に減速するリスクは小さいと思う。第二に、IT関連の動向だが、今のところ世界全体で見れば需要は堅調とみられるが、携帯電話、パソコン等の需要伸び悩みが製品あるいは部品価格の下落を加速させていて、世界のハイテク大手の1~3月期決算は芳しくない。米国の住宅販売の落ち込み等も影響している可能性もあり、今後の動向には注目しなければいけないと思う。第三に、グローバルな株価であるが、各国企業のグローバル展開による収益良好などを受けて、2月27日の急落前の水準を上回って、既往最高値を更新している。ただし、大きな市場の調整を経て、投資家は次第にハイリスクの投資を避け、慎重に動かざるを得なくなっているのではないかと思

う。こうした中で、米国の景気・物価情勢への警戒感などから、グローバルな株価は依然としてやや神経質な動きを示していると思う。日本の株価も、これに連れて振れが大きくなっていて、会計不信あるいは内需の問題、金融の問題、中小型株価の下落もあって、日経平均株価の戻りは鈍い状況で、マザーズなどの新興市場株価は安値を更新している状況にある。株価は企業マインドあるいは個人消費に影響を与え得るので、上下双方向のリスクを意識しつつモニターしていく必要があるかと思う。物価面であるが、根強いグローバル競争や、特に薄型テレビ等のデジタル製品あるいは携帯電話通信料等の価格低下圧力の強さを背景として、物価が上がりづらい状況が続いている。今朝発表されたコアCPIの前年比-0.3%にも、こうした携帯電話あるいは薄型テレビが大きく下落に寄与しているというふうに思う。一方、短観でも確認されたように、雇用・設備需給はタイトで賃金は徐々ながら上昇しつつある中で、ユニット・レーバー・コストは前年比マイナス幅を縮小させつつある。また、グローバル景気の好調を受けて、原油が再び上昇する等、国際商品市況も高止まりしている。これまで日本の物価の抑制要因となってきた中国でも、コストアップ要因を製品価格に転嫁する動きから国内CPIが上昇しつつある。さらには、中国では輸出増徴税の還付率引き下げあるいは撤廃や対円での元高もあって、輸出価格が徐々に上昇しつつある。人民元は2005年7月21日以降、対ドルでは7.2%の切上げであるが、対円では12.4%の上昇となっている。こうした動きを受けて、日本の原材料価格も上昇して日経商品指数17種は22年来の高水準にあり、いずれ川下の製品価格にまで波及してくる可能性があると思う。このように物価については、強弱の材料が入り乱れているため、予断を持たずにみていく必要があると思う。個別の物価指標に則していえば、国内企業物価は、原油反落等から伸びを低めつつも、上昇基調を続けるとみられる。消費者物価については、目先は前年比ゼロ%近傍で推移した後、いずれは緩やかにプラス幅を拡大していくと思う。次に地価動向であるが、公示地価の16年振りのプラス、REIT価格の既往最高値への反発等、活況が続いている。今のところ、収益還元法に基づく価格で取引

が行われているとされているが、局所的にはやや過熱感もみられるほか、一部REITについては、少数の投資家に保有が偏るといった動きもみられており、状況はつぶさにみていく必要があるかと思う。以上、金融経済情勢について述べた。展望レポートについてだが、標準シナリオ、リスク要因ともに概ね適切に記載されていると思う。若干のコメントはあるが、後程、討議のセッションがあるようなのでその際、申し上げたい。

最後に金融政策運営方針であるが、以上申し上げたとおり、日本の景気拡大は緩やかなものにとどまっている。また、米国景気を巡るリスク等が金融・資本市場の動きも介して日本の景気に影響を及ぼす可能性も考えられる。物価についてもCPIが上がりにくい状況が続いている。今後の動向には予断を持たない状況だと思う。こういった点を踏まえて、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切と考える。私からは以上である。

福井議長

最後になったが、西村委員、お願いします。

西村委員

展望レポートの現状分析と将来見通しの基本シナリオそして上振れ・下振れ要因については、一点を除いて大きな違和感はない。その一点というのは先程の宿題であるが、私も目先は、やはり「小幅のマイナスあるいは」という表現を付け加える方が良いと思う。それから、次の「ごく小幅なプラス」——2007年度のごく小幅のプラスということだが——については、これはこのままで構わないのではないかと思う。というのは、ゼロ%、0.1%、0.2%の方に若干のウエイトがあるということを考えれば、「ごく小幅なプラス」で良いのではないかと思うからである。

ここでは、既に他の委員方から詳細な議論がなされているので重複を避けて、大きく二点、米国経済の今後と今朝発表された消費者物価指数の意

味について意見を述べたい。その後で、若干二点程またコメントを付け加えさせて頂きたいと思う。

まず、米国経済のリスク要因であるが、設備投資の行方を十分に見極める必要があると思う。目先のデータは回復しているが、このところ若干設備投資に陰りがみえる中、自社株買いで株式市場が活況を呈しているのはなにやら示唆的である。米国経済の長期的成長可能性に疑問が生じる中、高収益を挙げる米国企業では設備投資ではなく自社株買いの方が株主の利益のためになると判断している可能性があるかもしれない。さらに、米国内には高品質な商品やハイテク商品を扱うエンジニアが不足しているために、設備投資を国内ではできにくくなって、海外にアウトソースしているという指摘がある。これは本当かどうか分らないが、この二点はなにやら示唆的であるため注意をしなければならないと思っている。住宅投資の減退にもかかわらず消費と設備投資は堅調に推移するというのがメインシナリオであるが、目先の設備投資の弱さがこのような構造的な問題から生じている場合には、米国の調整がより長引く可能性があるので注意をしなければならないと思っている。さらに、インフレについてもリスクがあると思う。CPIコアは確かにモデレーションを示している。しかし、根雪の部分として帰属家賃がある。前年比でみると帰属家賃の伸び率も若干下がっているが、民営家賃は下がっていない。米国の場合、単純化すれば、帰属家賃は民営家賃からその中にある光熱費部分を差し引いて計算される。つまり、民営家賃が変化しなくても光熱費の下げが止まる、あるいは上昇すると帰属家賃は低下する。とすると、今みている帰属家賃の若干の下げは、実は原油価格急落から光熱費が大きく下がっていたのが、原油価格反騰に伴って下げが小さくなったということを示していることだけなのかもしれない。本来のシナリオは住宅需要が減退し、持ち家用に建設された家が貸家に回って民営家賃が下がり、それが帰属家賃に波及するというシナリオだが、まだそのシナリオが実現している信憑性は試されていない。しかも、以上の二つの可能性が同時に顕在するスタグフレーションのリスクというものにも十分に目配りする必要があると思う。

次に、本日朝、発表されたCPIに対する先程の執行部説明について、暫定的ながら追加コメントしたい。3月全国CPI（除く生鮮）であるが、前回会合では私は、 -0.19% 、つまり -0.2% と下げ幅が拡大すると申し上げたが、実際には 0.3% の下落であった。しかし調査統計局が寄与度で合計すると -0.22% ということなので、ほぼ予測どおりという形になる。実はこれは丸め誤差の問題——なかなか説明しても理解されず、非常に難しいのだが——が非常にクルーシャルに重要になっているということを示唆している。というのは日本の場合は、下一桁までで全部打ち止めて、それで全部作るのだから、丸め誤差がかなり大きなものになると思われる。米国では、時期は忘れたが今年中に下二桁まで発表するようになるので、この問題は実は生じなくなる。いずれにせよ、今回の場合はほとんど 0.2% 低下に近いといった方が多分正確だと思うので、その点はなんとか説明していきたいと思っている。それから前回会合では、4月全国CPI（除く生鮮）は若干下げ幅は縮小すると予想したが、その後ガソリンや灯油価格が下げ止まってきたので、現時点では恐らく4月全国CPIはマイナス幅を縮小して、 -0.1% から -0.2% 位の程度ではないかと思う。今日の都区部のデータを精査して、次回会合でご説明したいと思う。問題はそれ以降の動きである。まず、サービス関連価格だが、はっきりとした上昇傾向がみられるのは住居費の中の設備修繕・維持費である。全国で昨年末より、設備材料価格が前年同期比で上昇に転じて加速している。これは、あちこちで建設会社の需要が高まっているという話とちょっと絡むのだが、そういう動きとも一応対応している。特に東京において、その傾向は著しいものがある。これに対し、家事サービスは全国では若干の上昇がみられたものの東京ではフラットであり、実は4月には逆に若干低下している。教育費をみると、全国では1月から2月に掛けて前年同月比上昇率を若干高め、東京では前年同月比で2月 0.7% 上昇から3月 0.8% 上昇へと加速した。これは、基本的には小学生の塾代と参考教材の価格改定の影響である。これが4月でも約 1% 強の上昇となっている。また、宿泊費を含む教養娯楽サービスをみると、前年同月比でみて東京は2月 $+1.4\%$ 、3月 $+1.3\%$ 、

4月はちょっと計算できないが+1%弱という姿になっている。このように4月改定で主要な変化の起こりがちなサービス価格について全体としてみるならば、緩やかながらプラス方向が次第にはっきりしていると思われる部分——これは教育費などがそうだが——と、まだ明確な上昇加速の方向性がみられない部分とが実は混在している。この点について、よく考える必要があるかと思う。それから先程、岩田副総裁からサービス価格がなかなか上がっていないという指摘があったが、確かに上がっていない。ただし、サービス価格は、実は質の調整が非常に難しいということがある。たとえばホテル代などにすれば、人を減らすというような形で、ホテル代は同じだがサービスは事実上低下するということがあるし、その他色々なところ——散髪などもそうだが——で、サービスを減らす形でいわば切り出す、つまり価格を変えずに対応するという部分がかかなりある。従ってサービス価格が確かに上がらないというのは事実だが、我々がみなければならぬ品質調整済みのサービス価格は本当に上がっていないのかということに関しては、若干の疑問がある。これについては、今後考えていかなければならないことだと思っている。それから一つ、帰属家賃について少し説明した方が良くと思うので説明したい。帰属家賃は、今回もそうだが、短期的には非常に不規則な変動をしがちで、従って実は年間を通したトレンドをみる必要がある。月次の動きにあまり意味を持たせるのは避けた方が良く思う。例えば、東京において、マンションの品質調整済み新規賃料は底堅く上昇を続けているのに、2月から3月に掛けて帰属家賃が減少した。4月速報ではさらに低下している。ここで、CPIで大きな比重を占める持ち家の帰属家賃について、なぜ振れが大きくかつ説明が難しいのかということについて説明しておく。帰属家賃指数の算定において、ウエイトはCPI基準年の前年に行われる全国消費実態調査において推計されるが、毎月の価格には小売物価統計調査で調査している民営家賃の平均家賃を用いる。具体的には、家賃調査区内の借家に居住する全ての世帯の家賃を確認し、坪当たりの単純平均賃料を算出してそれを用いる。単純平均賃料なので、例えば坪単価の高い新しいワンルームマンションから

人が転出してサンプルからはずれ、坪単価の低い古いファミリータイプマンションの空室に人が転入してサンプルに入ると、品質調整済み家賃水準は変化しなかったという時でも平均賃料は大きく低下する。従って、それを用いる持ち家の帰属家賃も大きく低下することになる。これはまだマンションだと比重が小さいが、この問題は実は木造住宅で非常に深刻な問題となっている。持ち家では木造住宅が実に8割のウエイトを占めるが、貸家では僅かに3割もない。そのため、標本数の少ない民間貸家木造住宅の個別事情が増幅されて、ウエイトの大きい持ち家の帰属家賃に反映されることになる。因みに、東京では木造住宅が4月には大きく上昇している。この理由は全くつかない。このところ月次データの帰属家賃の動きは不規則変動の要素が多く、トレンドをなかなか掴むことが難しいと思っている。長期的には特に大都市で上昇しつつある新規賃貸料と同じ動きをみせることになると考えられるが、それがいつ消費者物価に明確に表われるかについて不確実性が存在することに注意しなければならない。

それから二点程、追加的にコメントしたい。岩田副総裁が賃金の話をされたが、私は色々な雇用形態が変化しているので所定内給与で考えるのには限界がきていると考える。従ってやはり、今回説明があったように、やはり時間当たり賃金でみるべきだと思うし、労働投入もやはり総労働時間でみるというかたちにもっていかないと、なかなか実態を掴みきれないのではないかとと思っている。そういうことから考えると、時間当たり賃金は決して下がっている訳ではなく、若干上昇しているのもその意味で賃金の上昇圧力というのが掛かっているのではないかというふうに考えている。それから生産性の上昇が非常にスキュードであるために色々な問題が生じてくるというのは全くそのとおりであるが、もう一つ、グラビテーション・セオリーについておっしゃったことについて私は強く反対する。アメリカは確かに2%のところで、非常に安定した物価の上昇期待というのがあって、そこがいわばグラビテイトする中心点になっているのはそのとおりだと思うが、日本で物価安定、物価の期待が不安定だというのは逆で、日本はほとんどゼロというところに非常に安定しているというふうに考

えた方が私は自然だと思っている。そういうことから考えると、これはちょうど、先程中村委員がおっしゃったが、消費者の価格上昇に対するアレルギーという言葉が非常に典型的に示していると思うが、やはり物価上昇率は長期的にはゼロである、過去もゼロであったし、これからもゼロであると消費者が考えているのではないか。それに対してある種のグラビテーション・セオリーがどうしても働いてしまう、先程申し上げたサービスの例などが特にそうだが、コストが上がってきても結局、物価は上げずになんとかコストを下げる、若しくは質を下げるという形で対処するということが起きているというのが今の現状ではないかというふうに考えている。

最後に、次回決定会合までの金融政策運営方針であるが、現状維持がふさわしいと考えている。私からは以上である。

福井議長

以上で各委員からのご意見を頂戴した。段々お腹が鳴ってきているので、なるべく要領よく皆様方の意見をまとめながら私の考えも申し上げたいと思う。

最初に、当面の金融経済情勢であるが、前回決定会合以降、今朝説明を頂いた点を含め、新たに幾つかの計数が公表されたが、一言でいえば、情勢判断にそう大きな変化はないということではないか。我が国の景気は緩やかに拡大しているという判断を変更する必要はないということであったと思う。世界経済については、皆様方も触れられたし、私からもG7の模様等で既に報告しているが、地域的な広がりを伴いつつ、全体として拡大が続いている。米国経済は引き続き減速過程にあるが世界経済全体としてはバランスの取れた形で堅調な拡大を続けている、という認識を皆様方もほぼ共有されているというふうに感じた。米国については引き続きソフトランディング・シナリオが維持されており、その範囲内で動いているということだが、一つにはやはり住宅市場の調整が今後、本当にスムーズに全うしていくかどうか、住宅在庫の水準は非常に高い訳なので、価格に対

する潜在的な影響の可能性というのは大きく残っているという点と、サブプライムモーゲージローンの悪い波及がないかどうかということも見逃さないで、今後、注意していくということではないかと思う。それから米国の設備投資については、まだ分析が行き届かず、見方がはっきりしていないところがあるが、新しいダウンサイド・リスク要因として捉えるということだと思う。私がこの間米国の連銀の人達と話した限りでは、取り敢えず循環的な性格のものではないかとしつつも、確信は持てないということであった。生産性の低下、潜在成長率の低下、従って企業の期待成長率の低下等に絡んだ資本ストックレベルの引き下げというような構造的なファクターが働き始めているのかどうかについては、やはりこれからの動きの中で正確に判断していく必要があるということだったと思う。欧州については、皆様方からもほとんどご発言はなかった。引き続き順調であるというふうに理解をさせて頂いている。中国については新しい指標でみて、やはり成長が11.1%であるとか、CPIが3%台に乗ったというふうなことで、今後の政策対応の中で、過熱リスクに上手く対応していけるのかについて少し注意深くみていくべきだということであったかと思う。ともあれ、内外需ともに力強い拡大が続いている点については確認されているということではないかと思う。

国内経済については、需要面からみると、外需つまり実質輸出は増加を続けている。そして国内需要のうち、企業の設備投資についてはその後新しい変化を示すものは出ていないということだと思う。個人消費については、雇用者所得の面で今回、新しく我々が勉強したのは、雇用は順調に増えているが企業は女性及び高齢者を中心に改めてパートタイマーの採用を増やし始めているという点である。これが一人当たり賃金の伸び率の鈍さということに寄与し始めているという新しいインフォメーションを加えた訳である。このため、総労働時間あるいは時間当たり賃金の伸び率という見方に徐々に視点を移しながら、雇用者所得への企業部門からの好影響の波及というものを正確に判断していった方が良いというようなことが共有されたと思う。現実には、今春の賃上げの状況などをみていると、

昨年をやや上回る上昇率となっている模様である。また、企業の人件費抑制姿勢は極めて堅固であるが、やはり労働需給がタイト化するにつれ、ある程度の賃上げには応じるようになってきているようにもみえるとのことであり、実際の個人消費はこうした賃金面の動き、さらには資産所得の面をあわせて考えるとそれに見合っ、て、ゆっくりではあるが底堅く推移してきていると、こういう認識ではないかと思う。物価の面では特に今日全国3月の消費者物価指数が公表され、前年比-0.3%という説明があったばかりであるが、内容まで含めてみれば、想定内だがちょっと弱めであると、多分そのような感じではないかと思う。そして、東京の4月のCPIの中で、サービス価格を中心に上方への動きに少しずつ広がりが見られるのではないかと思っていたが、そこは確認できなかつた、と、取り敢えずそういうところではないか。先行きについては、物価上昇圧力が少しずつ高まる方向だろうという基本的な認識を踏まえながら、注意深くみていくということかと思う。

次に、展望レポートについても極めて丁寧なコメントを頂戴したが、大方ご異論はなかつたと思つている。2006年度の実績については、昨年10月の展望レポートとの対比でみて、経済の方は好調な企業部門と比べると家計部門の改善テンポがやや緩慢であると、しかし全体としてみれば、昨年10月の展望レポートで示した見通しに概ね沿つた数字だという記述の仕方でご異論がなかつたというふうに思う。GDP統計の確報化に伴つて、1年前の成長率の発射台が0.3%ポイント縮小した影響は受けているが、それを除けば昨年10月の見通しに概ね沿つて着地するという感じでご異論がなかつたというふうに思う。それから、2008年度までを展望しても、経済の方は生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持され、息の長い拡大を続けると予想されるというふうに記述をしている訳だが、この点についても、大方ご異論はなかつたという感じではないかと思う。この企業部門と家計部門との関係、これまでの推移をみていると企業部門が強めに推移し、家計部門が常に想定よりもやや緩やかに進展するという気持ちをずっと引きずつてきている訳だが、2008年度までの展望の中にもその

気持ちはいくらか引きずっている。しかし表現の中で仔細に織り込んでいるのは、資本ストック循環の観点からみて、設備投資の伸び率は方向性としては次第にやはり低下する一方、企業部門の好調はやはり家計部門には緩やかながら着実に波及していき、賃金の上昇圧力も徐々に高まっていくということである。この方向性は入れているということではないかと思う。そして、物価の点が一番難しいところだが、ここにスラックがどれ位本当に残っているか、生産性が上がり始めているのか、今後どれ位上がっていくのか、それをベースに踏まえながら需給のタイト化に伴って物価がどう反応するのか、ユニット・レーバ・コストがどう上がっていくのか、といったかなり立体的な組み合わせの中で、将来の物価のトラジェクトリーをきちんと見出していかなければ、政策判断にも正しい繋がりを持ち得ないということであったかと思う。今後上手く事実を先取りしながら発見して物価予測を立てていくというのは非常に難しいと思うが、要は一見頑固にフラット化しているフィリップスカーブが、今申し上げた組み合わせの中で、どのようなタイミングでどういう形状変化を遂げていくかということに結局尽きる訳であり、そこをよくみていく必要があるのではないか。出方によっては、需給がタイト化しても物価への下押し圧力が根強く残る可能性があるし、その一方でやはりある時期からフィリップスカーブの形状変化が起こって、物価上昇圧力が思った以上に強く出る可能性もある訳で、そのところはよくみていく必要があるということではないかと思う。

金融政策の運営については、「中長期的な物価安定の理解」を念頭に置いたうえで経済物価情勢について二つの柱による点検をしっかりと行っていくという方向性が改めて確認されたということではないかと思う。アップサイドのリスク、ダウンサイドのリスク、色々なケースについての典型的な展望について表現されているが、この点についても大方ご異論はなかったかと思う。アップサイドのリスクとしては、経済物価情勢の改善が展望できるし、そのとおり推移する場合には金融政策面からの刺激効果が一段と強まっていく可能性がある、特にそうしたもとで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場合のリスクという

ことを明確に書いている。一方、ダウンサイドのケースも書いているが、企業部門の体力や金融システムの頑健性が従来に比べればかなり高まってきているという状況のもとであるので、かつてのような物価下落と景気悪化の悪循環、すなわちデフレ・スパイラルが生じるリスクはさらに小さくなっているというふうな表現を付け加えてある。

そして、先行きの金融政策の運営方針については、これまでの基本的な考え方を維持するという方針を明記している。そして今回の展望レポートがカバーする範囲が2007年度さらに2008年度までということであるので、そこまでカバーする場合は金融政策運営方針を的確かつ簡潔に表現するために、案文のうえで工夫をこらしているということではないかと思う。金融市場調節方針については、次回決定会合まで日があまりないが、皆様方全員一致——私もそうであるが——で現在の金融市場調節方針をそのまま維持するということでご異議はなかったかと思う。展望レポートそのものの表現、及び物価安定の理解についての議論は後で纏めてやりたいと思うので、取り敢えず以上のところまでで、重ねて議論すべきポイントがあれば、各委員からおっしゃって頂きたい。

岩田副総裁

一つだけ宜しいか。西村委員からインフレ期待についてのコメントがあったが、期待というのはやはり主体によって凄く差があって、一般の国民が日常を考えるのと、それから専門家というか、色々な経済の動きをウォッチしているプロフェッショナルなビジネス・エコノミストといったエキスパートが考えるインフレ期待と、それからマーケットを少し幅広くみようとするとボンドマーケット参加者達が抱く期待というのは皆違うのだと思う。アメリカの場合も、それを区別してみると恐らく皆違うのだろう。ミシガンとかでみればより家計の期待に近いということだろうし、プロフェッショナルなビジネス・エコノミストだとちょうど2%位で安定しているというのがアメリカではないか。日本についてもそれぞれ違うと思うが、私が差し当たり気にしているのはプロフェッショナルな見方でどの

位あるのかなという点である。そう思って、「金融環境の現状評価」をもう一回みたら、20社だけの予想平均ながら、これをみると3年～5年後のCPI見通しが1%位で比較的安定しており、インフレ期待が全然ないということでもないのかなと思った。ただし、アメリカの場合には債券マーケットでは2.5%とか、プロフェッショナルでは2%とか、割合近いところで動いているのが、日本の場合は非常に水準の違いが……。

西村委員

将来を予想する時の予想の当たり方というのは、米国とか他に比べたら日本は恐ろしく皆外している訳である。だから逆に言えば、本当の意味での物価上昇予想——家計や企業が考える物価上昇の本当の予想——をきちんと実はマーケットを含めて——我々も含めてであるが——、上手く捉えられていないというのが恐らく今最大の問題なのではないかというふうに思う。ただどうしたら良いかというのが分からないのだが、今のところはそういう状態がやはり続いている。要は消費者の方からすれば、消費者の物価上昇期待というのは何でみるかという、本当の場合はやはりお金を払う時に表われる訳である。要するに価格が上がった時にどういう態度を取るか——買わなくなるのか、買うのか——に、いわば価格上昇期待というのは表われる訳なので、そういうことから考えると、やはり価格上昇期待に関しては厳しい状況が続いていると言える。消費者の方では価格が上がることに対する抵抗がある。これはもしかしたら企業が思っているだけなのかもしれないが、まだ非常に強いのではないかというのが私の今のところの判断である。

須田委員

今の話は凄く競争的な一般財についてのことであるが、今人々は結構付加価値のある高額の商品を買っている。そちらの方はきちんと物価の中に指標として組み込まれているかという問題もあるが、買うか買わないかといった時に単に値段が高いから買わないというのは少し違うのではな

いか。いわゆる二極化の話がある。

水野委員

選択的消費が進んできているという感じがあって、レストランの単価も上がってきているし、それから高額商品は買うけれども食べ物は本当に安い物で良いという人もいるので…、確かに言い方は難しいな。

西村委員

それは全くそのとおりで、実はそれがCPIに上手く入っていないというのがやはり非常に大きな問題であると言える。ただし、どういうふうにしたら良いのかというのは、なかなか解決策がないので。

野田委員

西村委員から話があったサービス価格の品質調整だが、これは今は恐らくサービスの低下、品質の低下でカバーしているのだけれども、そのうちそれは消費者に悟られて、いずれは実際の価格に跳ね返ってくるというインプリケーションになるのだな。

西村委員

然り。ただそれがいつかというのが。

野田委員

今はまだそういう状態になっているというにはやはり早い。

西村委員

一部のホテルなどは明らかにサービスが下がったのだが…。

野田委員

ホテルは下がっていると。

西村委員

然り。しかしそれでも皆が良いと言う。逆に言えば、元々オーバースペックであったということなのかもしれない。

岩田副総裁

過剰サービスということかもしれない。肌理細か過ぎる。

福井議長

それは価値があるかの如く売っていたが、実は無かったということだな。

岩田副総裁

デパートで、エレベータに案内係の人に立って頂いても頂かなくても同じだということもあるが、もう一つは平均単価というのがあると思う。消費者は、パソコンというのには 15 万円を買うものだと思っており、実はその間に質的な向上はあったとしても本当に買うのは 15 万円となる。しかし質的な向上があるので、同じ値段で買ったとしても質的な消費者物価指数の中ではマイナスになる。それで平均単価指数というのが家計調査か何かに出ているのだが、それは 1%だったかやはり上昇している。つまり、家計としては、パソコンというのはいくらものものだとして払う訳である。その感覚というのは、普通の方が持つその平均単価とその消費者物価指数のギャップというのもやはりあるのだと思う。

中村委員

パソコンが下がったとは消費者は認識していない訳だな。

岩田副総裁

然り。下がったというふうには認識していない。

中村委員

マイナスに……。

岩田副総裁

むしろ若干質が上がって、少し高くなったなと思っているのかもしれない。

西村委員

パソコンの単価そのものは下がっていることは下がっている。ただし先程の話だと、いわゆるコスト・オブ・リビング・インデックス——COLI——で計るのか、コスト・オブ・グッツ・インデックス——COGI——で計るのかという大論争があつて、結局やはり質の調整はやるべきだろうということでCOLIになった。ただし、これはある意味解決のない話なので、全体として明確に上がっているような時期には大きな問題にはならないが、今のように上がったり下がったりが沢山あるような時というのは、これをどういうふうに考えるかが非常に大きな問題だと思う。

野田委員

一番大事なことはやはり消費者の実感にどれだけ一番近いかということであろう。おっしゃるように上がっている時と下がっている時とでは、その実感にはかなり乖離が出てくるということである。

福井議長

グラビテーション・セオリーについては、我々自身の「中長期的な物価安定の理解」というものをどういうふうに上手く使って物価の安定を期すかという問題と非常に絡んでいるので、よく勉強しないといけない。執行部で少し色々な材料を揃えて勉強の機会も作ってほしいと思うが、私自身が個人的に色々考えていることのポイントは、確かに物価というのはグラビテイト・トゥ・サムホエアということであるが、そのサムホエアという

のが、構造変化を遂げるダイナミックな経済・物価形成のメカニズムの中で人々が安心して経済活動ができる物価水準であると暗黙のうちに意識され、そこにグラビテイ・トゥと考えれば期待を乱さない、期待の安定化を図るといふ金融政策のフレームワークとコンシステントかなというふうにする。一方、そうではなくて中央銀行が目指すある水準にグラビテイするとすれば、これはある意味で期待を操作できるかどうかという範疇の話になってくる。期待の安定なのか期待の操作なのかという本質的な問題がやはりそこには存在するような気がするし、私の理解が不十分なのかもしれないが、一度問題を整理してよく勉強しておく必要があると思う。

岩田副総裁

今福井議長がおっしゃったことは非常に本質的なところで、実は今年の1月だったかそういうセミナーがあって、コーン氏とかが出席したが、その時にチェケッティ・フーパー・カズマン・シェーンホルツ論文という4人の人が書いた論文が提出された。要するに民間エキスパートが期待しているインフレ率のところに何か引き寄せられる力が働いているのかどうかを、グレンジャー・コーザリティーがあるかどうかで調べたのだが、統計的にやるとあまりないという結果が出た。しかしそれでは本当に全然ないかということ、少し制約をおいて計測するかどうかで実は結果が違ってくるので、全然ないところまでは言い切れないと、ファイナンシャル・タイムズにカシャップ氏とチェケッティ氏がそういう報告を書いていた。しかし、非常に強いということもなかなか難しいという状況だと思う。だからマーケットが期待するものと中央銀行が幾ら位が良いのかというのが一致していれば凄くハッピーであるが、常に一致しているという保証はないので、その時にはやはりなかなか難しいのではないかと。因みにミシュキン理事があのように言ったことに対するある方の解釈によれば、本当は1.5%に行きたいのにマーケットがそれを否定している場合、本当に1.5%に行きたいのであれば、望ましいのは1.5%だと強く主張すべきだというのが本意であったということのようである。つまりミシュキン理事

とバーナンキ議長は一緒にターゲットィングの本を出しているので…。

水野委員

今のに絡んで宜しいか。先程少し岩田副総裁の話を聞いていて、私と半分同じ、半分少し違うと思ったが、一緒のところは需給ギャップとの感応度というのは多分どこに潜在成長率があるかで需給ギャップに非常に大きく影響するというはそのとおりで、実は潜在成長率は上がっているかもしれないということもそのとおりだと思う。他方違うところとしては、構造的に物価が上がらないという考えには実はやや引っ掛かりがあって、それは今回の展望レポートの中に、実は構造論ではなくて「循環メカニズムはまだ働いている」と書いている。どういうことかということ、一応需給ギャップは改善する、でもユニット・レーバー・コストはゆっくりとしか改善しない、期待成長率もよく分からない、だから時間が掛かるかもしれない。でもやはり循環的な物価の動きというのはなくなっはいいない。そこがボトムラインにあると思っている。だから、「構造的に物価が上がりにくい」と構造論で言ってしまうと物事は簡単であって、我々のはのんびりと、こんなに四苦八苦しなくても良くなるのだが、そういうメッセージが今回には入ってなくて、やはり福井議長がよく言われている、企業部門の好調が家計部門にゆっくりだけど波及しているということがあつ、ここ数回のMPMの議論の中にもあるが、一人当たり賃金だけではなくて、武藤副総裁が最初に言われたとおりで、資産価格とか配当という形で効果を受けているので消費は実は良いのだというメッセージが今回丁寧に盛り込まれているのではないかなという気がするので、消費がなかなか良くならない、あるいは物価が上がらないということを全部構造的な問題と言ってしまうと…。

西村委員

ちょっとそれは…。

野田委員

構造的に根深い問題が一部にあるということであって、全てが構造的な問題であると言っている訳ではない。やはりメインシナリオに書かれている循環的な要素については十分認めたいうえでなお構造的な部分があると、私は一応そういうふうに申し上げたつもりである。

水野委員

それで構造問題で片付けてしまうと凄く楽だけど、そうではないということを書いてあるので、だから循環的な問題と構造の問題の両方が複雑に絡み合っていて、先程私が言ったように需給ギャップ論とユニット・レーバー・コスト論というのを織り交ぜていくというのが今回のみそだと思う。

須田委員

そのことに関しても構造の変化とかというのが入っているから、なかなか難しいという話である。

西村委員

然り。構造が固定されている訳ではなくて構造が変わっているというのが。

水野委員

然り。それは理解している。

福井議長

構造が変わる。

西村委員

それがこの中に入っている。

福井議長

いわゆる構造絡みの話は全部書き尽くされてはいないが、先程からも話が出ているように、かつて、生産性が極めて低いのだが、生産性の高い製造業と同じように賃上げをしてしまった非製造業部門というのは結構多い。これは今賃金レベルの修正に苦しんでいる。上げられないどころか、むしろ下げなくてはならないと。こういった部分は構造問題だけれども、時間の経過とともに解消していくかもしれない。そういうものを引き摺っている。

水野委員

然り。だから両方があるのだということが書かれているということである。

福井議長

宜しいか。それではここで政府の方からのご発言を頂戴したいと思う。まず田中副大臣から願います。

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、賃金や電子部品・デバイスなど生産の一部に弱い動きがあることから、引き続き注視する必要がある。また、物価については、消費者物価のマイナスが継続しており、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。今回決定される展望レポートでは、日本銀行が新たに2008年度の経済・物価見通しを示され、また、昨年3月に示された「中長期的な物価安定の理解」を公表後初めて点検されるなど、市場関係者の注目が集まっている。従って、市場全体の動向に十分目配りをして頂くとともに、今後の金融政策運営に関する思惑で市場が

不安定になることのないよう、日本銀行の経済・物価情勢の判断や金融政策の先行きの考え方について、市場や国民に分かりやすくご説明頂きたいと考えている。以上である。

福井議長

浜野内閣府審議官から願います。

浜野内閣府審議官

経済の現状については、生産の一部に弱さがみられるものの、回復が続いている。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。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。このため、4月25日に、経済財政諮問会議において成長力加速プログラムを取り纏め、成長から取り残されている分野の底上げ、生産性の相対的に低い分野の効率性アップ、成長可能性の最前線フロントラインの拡大、の三つの戦略を一体として推進し、成長力を加速し、我が国全体の生産性を高めることを目指すこととした。政府一体となった成長力強化の取組みにより、今後5年間のうちに労働生産性の伸びが5割増となるこ

とを期待している。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。「中長期的な物価安定の理解」については、経済財政諮問会議でも市場のデフレ懸念の払拭の観点から問題提起があった。日本銀行におかれては、物価の安定についての考え方をしっかりと説明して頂くようお願いする。以上である。

福井議長

ただ今の政府のご見解に対して委員方から特にご意見、コメントがあればどうぞ。

水野委員

浜野内閣府審議官に一つだけ確認だが、政府の経済見通しの2006年度というのは、1.9%であったか。

浜野内閣府審議官

然り。

水野委員

それは多分達成できる訳だな。

浜野内閣府審議官

18年度であるな。

水野委員

然り。多分それを達成できるという…。

浜野内閣府審議官

18年度の実績見込みであれば、然り。

水野委員

何が言いたいかという、少なくとも経済成長率の見通しについては、この数年間——私が来る前からであるが——は、政府より日本銀行の方がパフォーマンスが良かったと思っている。なぜかという、我々は上振れリスクも下振れリスクも十分配慮して行っているということを書いているが、これに対して、政府が下振れリスクだけを強調されるのは、政府は上振れリスクを考えていないかどうかということを含めて少し違和感があった。勿論緩和的な政策を続けるということで下振れに配慮されておられるだろうし、上振れもあるということと同時に考えておられるのか……。

浜野内閣府審議官

宜しいか。

福井議長

どうぞ。

浜野内閣府審議官

実質成長率の見通しについては、政府も比較的ここ数年それ程違っていないと思っている。ただし、名目成長率についての政府経済見通しについては、当初想定したものと実績見込みが若干違っているということは起きていることはある。日本銀行と政府でどちらがどうというのは私も検証していないが、上振れ、下振れについてみると、水野委員もご指摘のように両方とも存在しているということはあると思う。私共はなぜ下振れリスクということを毎回申し上げるかという、デフレの状況からまだ完全に脱却していないという状況のもとで、我々としてはその上振れリスクよりも下振れリスクの方がリスクに陥った時のダメージが大きいのではないかということで申し上げているということである。

福井議長

それでは展望レポートの議論の取り纏めは後として、まず、次の政策決定会合までの間の金融市場調節方針の議案を取り纏め、かつ採決をしたい。全員一致であったかと思うが、金融市場調節方針について現状維持とする議案を議長として提出したい。念のため他に議案を提出される方はいるか。それでは議長案を用意して頂きたい。

[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

議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す。以上。」である。続いて別添、公表文案である。

「2007年4月27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○）。」。賛成、反対委員のお名前。「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

それでは決議をするので、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

大杉政策委員会室長

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、今決定されたとおり適切な調節をお願いする。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。それでは次に展望レポート（基本的見解）の取り纏めに移りたいと思う。

V. 「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」の取りまとめ

福井議長

まず、展望レポートの見通し計数の再提出ということで、これまでの議論を踏まえて成長率やインフレ率の見通しを再提出して頂きたい。見通しの変更を行わないという方も、お配りした紙の「変更なし」のところに丸を付けてお出し頂きたい。

雨宮企画局長

集計が終わった。数字の変更は一点だけなので、宜しければ口頭でご報告させて頂きたい。それでは先程お配りした数字と表現を入れた展望のペーパーの8頁をご覧頂きたい。再提出頂いた数字が幾つかあったが、ほとんどの変更が元々あるレンジの中での変更であったので、結果的に数字が変わるのは一箇所だけである。2007年度の大勢見通しの国内企業物価指数について、お手許の数字は+0.5～+0.8になっているが、+0.5を+0.7に変更させて頂く。

岩田副総裁

+0.7～+0.8か。

雨宮企画局長

然り。かつ中央値の+0.7は変わらない。要するに+0.7とお答えになった方が沢山いらっしやったということであるが、数字の変更はこの一点のみで、この+0.5を+0.7に変えるというだけである。

福井議長

それでは、ここで各委員方から「中長期的な物価安定の理解」の点検に関してご意見を頂戴したい。恐縮であるが、お一人1分以内でお願いしたい。そして展望レポートそのものについては後でもう一回自由討議の形でやらせて頂きたいので、この1分以内という中では「中長期的な物価安定

の理解」の点検に関してご発言頂きたい。改めて須田委員から願います。

須田委員

まず、物価安定についての考え方を再度確認したが、BOXの(1)の書き振りに違和感はない。ただ一点、BOXには含まれていない中心的指標について英国の例を用いて少し述べておきたいと思う。英国ではEU統合をにらんでインフレーションターゲットとなる物価指標をRPIXからCPIに変えたが、国民の実感に即した物価指数は前者であるため、BOEの仕事への国民の満足度合い——満足から不満足を引いたもの——は、RPIXの動きに逆相関している。すなわち現在はRPIXとCPIにかなり乖離があって、RPIXでみた物価上昇が顕著で国民の満足度合いがかなり低下している。これは中心的な物価指数の選択一つをとっても難しさがあることを示している。日本の場合は、幸いなことに、物価が上がったという実感を持つ人々の増減と消費者物価指数（総合）の実際の動きは対応していることが生活意識に関するアンケート調査などからも窺え、消費者物価指数（総合）は国民の実感に即した物価となっているので、これまでどおりで良いという判断をしたところである。

次に、「中長期的な物価安定の理解」の検討に当たってのチェックポイントについてであるが、これらについての評価はBOXの(2)で違和感はない。

最後に、「中長期的な物価安定の理解」の点検結果についてであるが、この1年間の生活意識に関するアンケート調査を加えても、過半数の国民が物価が安定していると考える物価上昇率は -0.5% から $+0.5\%$ 程度という見方のままで良いと思われるので、それにのりしろを加味して、昨年と同様に、私の中長期的な物価安定の理解の中心値は 1% よりもゼロに近いプラスの値ということにしておきたいと思う。なお、昨年も言ったが、例えば、国民の物価の安定に対する見方が変化すればこの理解も変わり得るということを付け加えておきたいと思う。以上である。

福井議長

野田委員から願います。

野田委員

今回のBOXの「中長期的な物価安定の理解」の表現は、昨年3月の同じペーパーの表現とともに、私としては違和感ない。その考え方を踏まえ、その三つの観点を中心に考察した。

物価指数計測上のバイアスは、昨年の基準改定による下方修正幅が0.5%ポイントと比較的小さくないものとなったが、特殊要因を除けば、「我が国のCPIのバイアスは大きくない」という見方を変えるには至らない。物価下落に備えたのりしろについては、潜在成長率が高まっている可能性や金融システムの頑健性が増していることなどから、必要とされる厚みは縮小していると考えられるが、それでもなにがしかのものは必要であるとする。家計や企業などの経済主体が考えている物価上昇率は、引き続き低位に安定しているとみられている。これらの考察と我が国のCPI上昇率の歴史的なレベルとを総合的に勘案し、私が「中長期的に安定している」と理解する物価上昇率は、+0.5%～+1.5%である。なお、これは1%±0.5%という表現の仕方と比べて、中心の1%に必ずしも拘らず、下限0.5%と上限の1.5%に近いレベルに対しても寛容であるということを付言しておく。以上である。

福井議長

水野委員から願います。

水野委員

「中長期的な物価安定の理解」の検討の視点にたって、個人的には、CPIの前年比上昇率が+0.5%～+1.0%程度であれば……。

福井議長

もう一度お願いします。

水野委員

+0.5%～+1.0%。

福井議長

+0.5%～+1.0%だな。

水野委員

然り。Fedは+1.0%～+2.0%を一応居心地の良いインフレ率と表向き言っている。あと、ECBは消費者物価——HICP——でみて、2%を若干下回る水準を目標としている。米国とユーロ圏の潜在成長率は今どちらも2.5%程度と我が国よりも若干高い。それから、インフレ期待も両地域は我が国よりも高いということを考えると、日本銀行が「中長期的な物価安定の理解」と考えるCPI（総合）の前年比上昇率が+1%を下回る水準でも、FRBやECBの物価安定の考え方とバランスとしては悪くないと思う。以上である。

福井議長

武藤副総裁からお願いします。

武藤副総裁

まず、物価の安定の定義やそれを踏まえた金融政策運営の基本的な考え方については、昨年3月に示した内容を維持することが適当である。金融政策は、十分長い先行きの経済・物価の動向を予測しながら、中長期的にみて物価の安定を実現するように努めていくものであるという点は特に重要であり、昨年この点を明記していたが、これまでに十分理解が浸透したとまでは言えないので、今後も粘り強く説明していくことが大事だと

思う。また、「中長期的な物価安定の理解」を検討するうえでの論点についても、基本的に昨年の判断を踏襲できると思う。具体的には、消費者物価指数のバイアスは昨年の基準改定を踏まえても引き続き大きくないとみられる。のりしろに関しても、企業や金融機関の体力が高まったもとの物価下落と景気悪化の悪循環のリスクは小さいと言える。物価の安定に関する家計や企業の認識に大きな変化はないというふうに思われる。こうした論点を踏まえて、現時点での私の「中長期的な物価安定の理解」は昨年と同じくゼロ%を若干上回り、2%を若干下回る範囲であるということである。以上である。

福井議長

次は岩田副総裁からお願いします。

岩田副総裁

私もこの展望レポートのBOXの書き方、点検結果、特に(3)の表現が大変相応しいと思っている。基本的には最初に作った時のフレームワークで考えていくと。やはり一つのフレームワークでも、国民に理解して頂くまで繰り返し同じことを言い続けないと、直ぐ誤解する人が幾らでも出てきて勝手な解釈を皆さんやって下さるので、同じことを言い続けることが大事だと思う。私自身は2003年の夏に確かインタビューで、+1.0%~+2.0%ということを上記したことがあって、それ以来ずっと変えたことはない。前年も+1.0%~+2.0%というように申し上げた。この+1.0%~+2.0%というのは、アメリカと同じではないかと言われそうだが、アメリカは個人消費デフレーターのコアで言っているのだから、実は消費者物価指数で比べると私の方がもう少し低く、差が0.3%~0.5%位あるかもしれない。

福井議長

中村委員からお願いします。

中村委員

結論だけであるが、私の理解としては、概ね1%を中心として上下プラスマイナス0.5%程度と考える。「概ね」というのは1より若干低いかなということで、概ねということである。以上である。

福井議長

亀崎委員、お願いします。

亀崎委員

過去20年間のCPIの平均値が0.6%と、諸外国と比べて低いということをもとに、またバブル期も最高3.0%程度、デフレ局面でも最低-1.0%程度であったということも参考に検討したが、「ゼロないし2%弱程度」が妥当であると思う。

レンジの下限について若干敷衍すると、足許のCPIは前年比でみて小幅のマイナスであるが、先行きも当面はゼロ%近傍で推移するものとみられる。しかし、これは、グローバル化あるいはデジタル製品の価格低下ペースの速さといった構造的な抑制要因が影響していて、景気悪化に伴う物価下落が生じている訳ではないということから、経済成長にとって問題のある物価水準であるとは思われない。同様の理由から、いわゆるのりしろを確保する必然性も、必ずしも大きくないと思われる。こうしたことから、下限はゼロ程度ということで良いかというふうに思う。中心値は、「1%をやや下回る水準」と考えている。

福井議長

西村委員、お願いします。

西村委員

まず、昨年3月の新たな枠組みの決定時の私の考え方を説明し、ほぼ1

年を経過してそれを大きく見直す必要は今のところないという判断を明らかにしたい。

私は平均的な国民が「物価が安定している」と中長期的に実感する状態に対応するCPIを中長期的な物価安定の目安として考える。その時に、まず、0.5%ポイントの物価指数の上方バイアスのほか、CPIが品質調整済価格が大きく下落している耐久財支出の支出シェアが大きい富裕層の支出行動に引き摺られていることから生じるおよそ0.3%ポイントの上方バイアス、それから約7割近くの平均的国民が「概ね物価安定」と感じることを勘案すると、0.8%プラスマイナス0.5%ポイントというのが望ましいと考えた。そして将来デフレの状態に陥った時に金融政策に生じる問題を回避するためののりしろをも考慮に入れたとしても、価格や賃金の下方硬直性は十分に小さく、差し当たり0.8%程度あればのりしろとして十分であると考えた。この考え方の根本には、日本において企業や家計の政策ルールを含む経済構造に関する予想形成は長い過去の経験に基づいてなされ、容易には変化せず、ただ実績を積み重ねることでのみ変化するという判断に基づいている。そして、将来デフレに備えたのりしろを取るために企業や家計の政策ルールに関する予想形成に直接働きかけようとする政策は、価格安定をもたらそうとするその意図とは逆に、インフレを人為的に起こそうという政策と誤って取られ、インフレが実現する前に直ちに長期金利の上昇をもたらし、それが経済に望ましくない影響を及ぼす等の可能性があると考えた。従って、第二の柱の観点から考えると、このような政策を性急に取るのは望ましいと考えない。望ましいのは、日本経済が回復するに従って、経済の体温としての物価の上昇率も自然に回復し、それに沿って企業や家計の経済構造に対する予想形成も変化し、若干の物価上昇が経済の安定と両立すると理解されるようになり、それが十分なのりしろを与えるようになるという漸進主義である、と考えている。

こうした観点からこの1年の変化をみると、日本経済は漸く危機的状況を脱しつつあるものの、構造改革は大企業から中小企業へ、そして都市圏から地方圏へと緩やかに進んでいる状況である。従って、平均的な国民が

「物価が安定している」と中長期に実感する状態についての見方が大きく変化したとは考えにくい。同様に、物価指数が新しくなり、足許のバイアスは小さくなったと考えられるものの、それが長期的な変化かどうかについてはまだ見極めがつかない。また、価格や賃金の下方硬直性についても大きな変化が起こったとは考えられにくい。従って、従来の見方を変更する必要はないと思われ、0.8%プラスマイナス 0.5%という私の物価安定の理解に変更はない。

福井議長

各委員とも展望レポートのBOX「中長期的な物価安定の理解」の点検というところに表現された、(1)「物価の安定についての基本的な考え方の再確認」と(2)「中長期的な物価安定の理解」の検討の視点、の二つについて、表現、内容ともにご異論がなかったというふうに確認させて頂いた。そして最後に、「中長期的な物価安定の理解」の数値的な表現の点検ということで、各委員からご意見を表明頂いた。私自身がまだ言っていないのだが、私はやはり昨年と考え方を変えていない。やはり0%～+2%、少し絞れば+0.5%～+1.5%、中心値は1%位というふうな感じである。全体の姿がどうなっているかということであるが、敢えて各委員がおっしゃった数値をスナップショットさせて頂くと、ほぼ昨年と同じで、「消費者物価指数の前年比で0%～2%程度の範囲内にあり、委員ごとの中心値は、大勢として、概ね1%前後で分散している」というふうな表現になるのかなと思うが如何か。性能の良いカメラで撮ったつもりだが。それでは次に展望レポート（基本的見解）の取り纏めをしなければならないが、改めて文章をご覧頂き、内容より文章についてご指摘があれば頂きたい。

須田委員

先程のゼロ近傍という表記については、月報との関係をどうするかという問題が残されているが、そこはどのようなふうにするのか。

福井議長

マンスリーレポートとの関係か。

須田委員

然り。そこの言い振りと合わせていかないといけないと思うので。

福井議長

既に出たものではなくて、これから出るものか。

須田委員

ずっと月報で……。

岩田副総裁

今月初めに決めた基本的見解という意味だな。

須田委員

然り。これまでマイナスになっている時に。

福井議長

それとのコンティニューイティだな。

須田委員

然り。

西村委員

私は前回「ゼロ%近傍には-0.3%も入る」と言った。それを考えるとこの点を強く主張するものではない。ただ、全般としてみるならば、できるだけ分かりやすくした方が良いのではないかという気がどうしてもするので、どういう時期に——今回が良いのか分からないが——、どういう

ふうにコミュニケーション・ポリシーをしたら良いかというのは、やはり少し課題ではないかと思っている。

野田委員

最近ゼロ%近傍ということよりもむしろコンマ 1 の議論が高まっている中であって、やはりゼロ%近傍と言うことと、はっきりマイナスという表現を明示するということでは大分意味が違うと思う。やはりより正確に表現する、変化があればそれに応じてきちんと小刻みにでも表現をその都度変えていくということがこの幅の中では大事であろうと思うので、私としてはやはり「小幅のマイナス」というふうな表現に変えた方が良いのかなと思う。

武藤副総裁

先程の「小幅なマイナスあるいは」というふうにおっしゃったのだが、ゼロ近傍というのはマイナスを含むというのが前回の共通認識だったと思う。「あるいは」にしてしまうとゼロ近傍の意味が変わってしまう。これは前回の基本的見解とのコンシステンシーがないということの意味するので、やるとしたら「小幅なマイナスを含む」という——岩田副総裁がおっしゃったが——のが一番論理的なやり方ではないか。ただし、その時も-0.3%という新たな現実を踏まえて、中身は変わっていないが、より丁寧にしたという位置付けになると思う。やるとすればそうではないかと——これは私が是非そうしたいということではないが——。それから、もう一つは 2007 年度の「ごく小幅のプラス」という表現をどうするかという課題があったが、これをゼロ%近傍にしてしまうとゼロ%近傍がマイナスを含むということになるので、先程の全員の大勢見通しと矛盾することになる。これをしいて言えば、「ゼロ%ないしごく小幅のプラス」としか論理的にはないように思うが、「ゼロ%」という言葉を特に取り上げなくてはいけないのかどうか。ただ、「ごく小幅のプラス」というのはゼロは含まないという悩みがあるのだが、入れるとすれば「ゼロ%ないし

ごく小幅のプラス」としか入りようがないということなので、これは原案どおりで良いのかなというふうに思う。

西村委員

私も 2007 年度は「ごく小幅のプラス」の方が良いと思っている。やはりここは中央値を書かざるを得ないと思う。

岩田副総裁

私もそれで。2007 年度は公表文案どおりで。

福井議長

仮に 2007 年度の結果がゼロ%ないし -0.1% となったとしても、これはあくまでも見通しであるので。そうすると問題は目先の話であるな。前年比でみて「目先はゼロ近傍で推移する」とこのままでいくか、「目先は小幅のマイナスを含むゼロ近傍で推移する」のいずれかの両案が出ているということだな。「小幅のマイナスを含む」というのが良いのではないかと明示的におっしゃっておられるのがお三方。他の方はご意見如何か。

亀崎委員

ゼロ%近傍というとマイナスは含まないのか。

野田委員

含んでいる。

亀崎委員

含んでいるとすると、ここで表現を変えることには、どのような意味があるのか。

武藤副総裁

厳密な論理から言うとおっしゃるとおりで、それは前回もそういうふうな「ゼロ%近傍というのはマイナスを含む」という共通認識のもとにそのようにした。ただ、現実には-0.3%とか-0.1%とかいう数字が出てきた時、マイナスを敢えて回避してゼロ%近傍という表現上の工夫でやっているのではないかという誤解を受けるとするならば、マイナスを含むということを明示するというのはそれなりに意味があるのではないかということである。

中村委員

今までマーケットに対して、ゼロ近傍というのはマイナスを含むということを発信したことはあるのか。

武藤副総裁

どうだったか。

福井議長

記者会見では申し上げている。

中村委員

そうか。

福井議長

記者会見では申し上げているが、表現はこれで通ってきているので、これを変えた場合、マーケットにはインパクトがあると思う。

亀崎委員

表現を変えた場合、皆さんがここで発信したゼロ%近傍というのは元々マイナスを考えていなかったのだということであれば、わざわざ「マイナ

スを含む」と言わなくては行けないが、元々考えていたのであれば、今までの説明をきちんとやれば良い訳ではないか。

西村委員

そこが実は非常に難しいところがあって、「ゼロ%近傍」という定義の内容が世の中に浸透していないので、ここでは、単なるクラリフィケーションでこれを入れたいという意図である。ただそれと同時に、確かにゼロ%近傍というと元々その位の幅を持っているのだからそれで良いのではないかというのは論理的に成立するので、後はどういう形でコミュニケーション・ポリシーとして、どちらが上手くエフェクティブにコミュニケーションできるかということで判断するべきではないかと思う。

稲葉理事

この場合少し難しい問題があるのは、「ごく小幅のプラス」とか「ゼロ%近傍」とか言った時の背後にある数字がもう既に外に出ている、あるいは同時に出るということである。ゼロ%近傍がマイナスを含むということで、 -0.3% というのはその中に入るとした時に、小幅のプラスというのはここでは $+0.1\%$ ということになる訳である。こちらはゼロ%近傍となぜ言わないのかという話になる。

武藤副総裁

ゼロ%近傍と言ってしまうとマイナスが入ってしまうから。

岩田副総裁

2007年度の $+0.1\%$ の方は「ごく」というのが付いて、多少言い換えている。区別しているように思うが。

福井議長

一応見直しにはゼロを入れていないということである。ところがゼロ%

近傍というとゼロ及びマイナスが含まれてしまう。

武藤副総裁

ゼロ以下も入ってしまう。

稲葉理事

マイナスもプラスも。

福井議長

だから違うのではないか。目先に「小幅のマイナスを含む」を入れるかどうかというのは、4月以降も時々マイナスが出てくるだろうと、その時にずっとこれで言い張るのは業腹ではないかと思われると、言ってみればそういう感じであるな。だけれども、一方でうっかり変えてしまうと非常に弱く修正をしたとされる可能性があり、マーケットへのインパクトは十分考えなくてはいけない。口で言うのとは随分違うので。

須田委員

今まで-0.1%はゼロ%近傍に入っていた。そうすると、小幅マイナスと言ったら、それを入れたのはもっとマイナスが大きいというふうな捉え方をされてしまう。

西村委員

だから、「あるいは」ではなくて、先程武藤副総裁が言われた「小幅を含む」とする。

須田委員

それがあるのとないのとでは、どういうふうな違いになるのか。

西村委員

ただ単にクラリファイしたというだけという説明になる。全く内容は変わっている訳ではなくて、単にクラリフィケーションというのは…。

武藤副総裁

例えば-0.4%とか-0.5%にも対応できるように表現を変えたのではないかというような議論を惹起する可能性はあるな。

西村委員

然り。だから私もここは非常に悩むところである。

福井議長

「小幅とは幾らか」という質問が記者会見で出てきて閉口するような気がするが。

水野委員

文面に入れるのと、福井議長が記者会見で言うのとでは全然違うので。

福井議長

記者会見では明示的にマイナスになる可能性があると言い続けてきた。

水野委員

おっしゃられているからな。もしゼロ%近傍に小幅マイナスを含むと入れたら、金融経済月報の基本的見解でこれからずっと言わなくてはいけない。

雨宮企画局長

当初執行部で悩んだのは、実は目先の方ではなくて、2007年度の見通しの方である。2007年度の+0.1%を「ごく小幅のプラス」と表現するの

か、今までは0.1%前後はゼロ%近傍と言ってきた経緯もあるので、もしここを「ゼロ%近傍」にするのであれば、目先も平行して直さないとおかしいというイメージを持ったのである。ただし、逆に2007年度は「ごく小幅のプラス」ということで合意されるのであれば、敢えて目先を平行移動させる必要はないという結論になる。

亀崎委員

この辺りの表現というのは、マーケットでは非常に目を皿のようにしてみていると思う。ここでそういうマイナスを入れるとすると、マーケットが普通にみると、元々我々がゼロ%近傍というのにマイナスを考えていなかったのか、という受止め方をされる。もっとも、元々ゼロ%近傍にマイナスを含んでいるのであれば何も今変えることはないのではないかという気がする。というのはこれを入れてしまうと物凄く反応が強いと思うからである。

雨宮企画局長

逆に言うと、多分先程福井議長が「入れないのは業腹ではないかと思われるのではないか」とおっしゃったが、やはり日本銀行はゼロ%近傍と言っているが、上下必ずしも対称にはみえていないのではないかと思われる節はある。それを敢えてここで——表現で何かを含むという格好で——マイナスになる可能性もきちんと意識しているということ、そういう表現で言うかどうか。

岩田副総裁

私の提案はむしろ素直にというか、実際の物価がどういうふうに動いてきて先行きどういう動きになるのかということ、もっとも客観的に表現するとすれば、どういう表現が一番良いのかと考えると、やはりそういうマイナスも含むという方が素直な言い方ではないかというふうに思う。ただし、そうするかどうかには多少判断を要することにはなるが。

福井議長

論理的判断ではないのだな。ニュアンスを含む判断になってしまう。

中村委員

これは通年では小幅のプラスであるから、今月は -0.3% であるから、これから少しずつ改善していきたくらうとみている訳であるな——これから -0.3% がさらに出てくるということであれば別だが——。であればこの表現で良いのではないか。マーケットがどう捉えるかが大事だと思う。

福井議長

表現で多数決というのも変であるが、もう一度、現状のままこの表現で良いという方と、やはり「小幅のマイナスを含むゼロ%近傍」の方が良いという方で、念のため手を挙げて頂きたい。修正した方が良いという方が三人いらっしゃる。現状で良いではないかとおっしゃる方は残りの方と理解させて頂いて良いか。それでは大変申し訳ないが、別に多数決という訳でもないが。

西村委員

それ程差はないので私はこのままで勿論構わない。

野田委員

従来の考え方を気にしていた訳であるから、それとは変化がないという意味では結構である。

福井議長

記者会見で明確にするということで。

水野委員

展望レポートなので。2007年度、2008年度の話をしているので、目先の話を敢えて入れなくても良いな。主文は2007年度、2008年度の見通しなのであり、先程我々が話していたのは主文の前のところで相当悩んでいた。

福井議長

他のパートで修正を要するところはないか。

亀崎委員

一番最後の段落のところであるが、「昨年3月」のところからずっときて「極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が維持された。」とある。その後に「今後の金融政策運営においても、こうした基本的な考え方を維持する方針である。すなわち、」となっているが、この「すなわち」という言葉というのは、同じ内容を違った表現で言う際に用いるものだと思うが、この文章をよく読んでみると、「すなわち」以下の内容とその前の「昨年3月」から「極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が維持された。」の内容が違っている訳である。言葉の問題かもしれないが、中身が違うので、これは例えば「今後の金融政策運営においても、こうした考え方を基本的に維持する方針である。すなわち、」とするのであれば私は内容が若干変わっても良いと思う。ただし、これは言葉の解釈の仕方であるので、福井議長が記者会見等の時に、この上の文章と「すなわち」以下が違うのではないかとといった質問が恐らく出るのではないかと思う。何が違うかという点、すなわち以下の文章には、「極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が維持された」というのが抜けていて、「今後経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行う」ということである。こうした差違がなければ、「すなわち」は要らず、「維持された。今後の金融政策運営においても、こうした基本的な考え方を維持する方針である。」だけで済むと思う。「すなわち」がわざわざ付いてい

てその中身が変わっているというところに、非常に何かセンシティブなものを感じるので、ここについては記者会見等で分かりやすくご説明頂く必要があるのではないかと。あるいは、「今後の金融政策においても、こうした考え方を基本的に維持する方針である。すなわち、」とするのであれば、「すなわち」という意味が繋がっていくのではないかと思う。

須田委員

ちょっと私はよく理解できていないのだが。

亀崎委員

前段の「昨年3月」から最後のところの「極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が維持された。」とある。「今後の金融政策運営においても、こうした基本的な考え方を維持する方針である。」であれば、これで終わりではないかと思う。なぜわざわざ「すなわち」と書いてあるのに「極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が維持された。」というところは取れているのか。

須田委員

これは元々は、上の文章にある「徐々に金利水準の調整を行ってきた。」ではなくて…。

中村委員

「経済・物価情勢の変化に応じて」であるか。

須田委員

然り。「徐々に金利水準の調整を行ってきた。」とあって、それで実際には物価上昇圧力が凄く弱かったから、非常にゆっくりだったという。

亀崎委員

そうだとしたら……。

須田委員

であるから、今までの考え方と全然変わっていないのである。

亀崎委員

であれば「すなわち」は要らないのではないか。なぜ「すなわち」があるのか、この文章は。

岩田副総裁

「すなわち」というのが言葉として余分だということだな。

亀崎委員

もし「すなわち」というならば、やはり「極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を維持しながらやっていく」というのが「すなわち」ではないかというふうに思うのだが。

稲葉理事

一応書き手としての意識は、この前段の部分は基本的な考え方とその結果出てきた姿というのも含わせて叙述しているので、今度は「すなわち」で受けて、この基本的な考え方の部分をそのまま持つてくるという文章としている。考え方に沿って、しかし物価上昇圧力が弱かったので、結果的にどういう状況が出てきたかというところまで前段で触れている訳であるが、それは基本的な考え方でやって出てくる結果なので、その部分のうち基本的な考え方のところをもう一回抽出して書いている。

雨宮企画局長

多分亀崎委員のおっしゃっているのは、そんなに完全に同じであれば

「すなわち」の後は要らないのではないか、ということであるな。

亀崎委員

然り。

雨宮企画局長

そこは結論としては、内容は同じである。今までご議論頂いたとおり、経済・物価情勢の改善の度合いに応じて徐々に調整するという判断は同じであるが、これも今日もご議論頂いているとおり、こういう昨年3月に作ったフレームワークをできるだけ分かりやすく透明な格好で、しかし基本は変えずに何度も繰り返し説明していくためにはどうしたら良いかということでご議論頂きながら、一種パラフレーズというか、例えば変化に応じるのだけれども、その変化に応じた時に何をみながら変化に応じていくことを判断しているかということ、中長期的な物価安定の理解と第一の柱と第二の柱であると。そういったものを点検しながらやっているのだというフレーズを入れたことと、もう一つは、これまでのものの言い方で、「経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に」だと、この「徐々に」が非常に機械的なスケジュールだけをイメージさせたという誤解があったので、ここは度合いに応じたペースということで、徐々ににはペース自身もある程度変化し得るという気持ちも入れた。基本的には同じであるが、もう少し基本的に理解が浸透するように、この間の委員会の議論も踏まえて少し内容を分かりやすくしたというのが書き手の気持ちである。

福井議長

これは敢えて言えば「すなわち…徐々に金利水準の調整を行うことになると考えられる。今後も物価上昇圧力は弱くて調整のペースがゆっくりしたものであれば、なお当面は低い金利水準を…」となるだろうと。そこは敢えて言っていないということだな。今までは、当面こうなるだろうとなぜ言ってきたかということ、その当面という言い方をいつまで続ければ

良いのかという部分も少し入っていたからであるな。

雨宮企画局長

しかも今度は2年なので。

福井議長

2年か。

水野委員

その間の金利調整を考えると、いつまで極めて低いと言っているのかという気持ちは入っているな。

野田委員

そこがみそだな。

水野委員

然り。

福井議長

しかし、どんどんやろうという意味でもない。要するに定義論争をしないと、もう当面は終わったのかとこう言われてしまうと困る。

野田委員

先程も議論があったように、表現が変わるとマーケットというか読み手は随分センシティブに反応する可能性がある。

福井議長

これはもう記者会見では明確に。

野田委員

やはりそこはきちんと説明しなくてはいけないという意味ではそうである。

福井議長

問われなくても言うつもりでいる。

野田委員

先程申し上げたことはそういうことである。

福井議長

亀崎委員、如何か。

亀崎委員

今、野田委員がおっしゃったとおりである。要するに、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を維持していかないのか、それを止めるのかということではないということをしかりとご説明頂ければ良いのではないかと思う。

福井議長

分かった。

須田委員

一点だけ。金融政策を機動的に動かさなくてはならないといった時には、リスクを点検しながら度合いに応じたペースでというと、何かゆっくりのような気がするのだが大丈夫か。

雨宮企画局長

それはむしろ感じ方であるが、今までは逆にとられてしまったので、こ

の間のご議論を踏まえると、元々スケジュールにしていなかったということを表現として盛り込むためには、「度合いに応じたペース」の「ペース」に改善度合いを掛けたということである。そこは多分誤解が生まれることはないと思う。

須田委員

もっと長い先行きのリスクを考える際にこのまま低金利の状態を引っ張っていったら危ないという場合も、それは経済・物価情勢の改善の度合いというふうに見えるのだな。

福井議長

それとリスクもアップサイドとダウンサイドの両方がある訳だし。

雨宮企画局長

それは是非むしろお使い頂いてということだ。

福井議長

むしろ一定のペースという縛りに合わないということだと思う。

岩田副総裁

そういう意味だな、そこは。

須田委員

改善の度合いというのは分かるのだが……。

岩田副総裁

第一の柱、第二の柱をしっかりとみるということだと思う。

野田委員

そういう疑問が出てくることは予想されるので、それに対してきちんとそうではないということは説明しておいた方がよい。表現でそこまで全部網羅して書くと随分長いものになってしまうので。

雨宮企画局長

中長期的な物価安定の理解と第一の柱と第二の柱を全部書くと……。

岩田副総裁

短縮した訳だな。

福井議長

短く書いた。

岩田副総裁

一つだけまた質問を宜しいか。先程のゼロ%近傍はこれで良いのだが、私はBOJ文学をよく理解していないところがあって、言葉の使い方とか私自身よく理解していないところがある。つまり物価や成長率の点検をやって、0.2%外れたとか0.3%外れたとかということを使う。その際、下振れになっているとか上振れになっていると表現している。一方で、ここで言っている「ゼロ%近傍」という時の——先程西村委員の方から「プラスマイナス0.3%は誤差の範囲かな」という話もあったが——近傍というのはどこまでの範囲を含むと考えたら良いのか。逆に言うと、ではプラスマイナス0.4%もそうなのか。これは前にも潜在成長率を私が随分気にして問い詰めたことがあるが、それで結局やはりよく分からず、文学はよく理解できないと思ったことがあるのだが、如何か。

雨宮企画局長

0.3%とか0.4%とかぴったり言わないから文学というのかもしれない

が。

武藤副総裁

近傍というのを0.3%か0.4%かというのは答えられないということだな。それを答えてしまうと、ちょっと矛盾することになってしまうので答えられないと。だから文学というは何だが、常識的なもので考えていくしかないということであるな。

福井議長

その時の要因とか方向性などを知らないと言えないということかもしれない。

武藤副総裁

条件によって異なると。

福井議長

そうすると日銀の文学は分かりにくいと。

岩田副総裁

私も内閣府にいた時、散々いじめられて。

野田委員

近傍は近傍ということだから。

稲葉理事

-0.5%はないということで。

野田委員

教訓だが、近傍は近傍でそれ以上のものではない。

岩田副総裁

近傍のままで良いか。そこはもう皆さんの理解の仕方であるが。

野田委員

数字が出てくるとかえってややこしい。

武藤副総裁

それはもう本当に決められないな。

中村委員

それと感じとしてやはり変化率もあると思う。突然どんと上がったらやはり…。

福井議長

分かった。少し記者会見が難しくなったな。

岩田副総裁

近傍とは幾らなのかと。

福井議長

それでは一応この文章でご異議がないという感じで取り纏めをさせて頂く。採決に移りたいと思う。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員
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

大杉政策委員会室長

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

全員一致で展望レポートは可決した。今可決した経済・物価情勢の展望（基本的見解）は、今日の午後3時に対外公表の予定である。そして、背景説明を含む全文は必要に応じ執行部で修文を施したうえ、5月1日、火曜日、14時に公表予定である。特に今決めた基本的見解は午後3時発表である。それまでに急に数字が出たりすると、また混乱を生むので、くれぐれも機密管理をお願いしたい。午後3時までは厳に出席者限りの取扱いということで厳格に取り扱って頂きたい。

VI. 議事要旨（3月19～20日開催分）の承認

福井議長

もう一つ案件がある。3月19日、20日両日開催分の議事要旨の承認である。皆様方に既にチェックはして頂いたかと思うが、如何か。このまま承認をご頂戴できるか。それでは採決に回して頂きたい。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

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

大杉政策委員会室長

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

議事要旨、全員一致で承認を頂戴した。

VII. 閉会

福井議長

本日の議案は全て終了した。次回は、5月16日、17日両日の開催予定である。宜しく願います。なお、いつも申し上げているが、機密保持のことである。決定会合における議論の内容、これはご自身のご発言も含め厳に出席者限りという扱いである。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。なお、決定のプロセス等についても、同様の扱いにして頂きたい。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
もお願い申し上げます。以上をもって閉会とする。

(14時03分閉会)

以 上