

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2007年5月16日（14:00～16:30）

5月17日（9:00～12:37）

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（16日）
	田中和徳	財務副大臣（17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
企画局参事役	内田真一
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	大杉和人
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	武田直己

I. 開会

(14 時 00 分開会)

福井議長

宜しいか。それでは、金融政策決定会合を開催する。本日と明日、二日間の会議であるが、今日は金融経済情勢に関する執行部からの報告を伺うことにしたい。明日については、金融経済情勢、それから当面の金融政策運営に関する討議を経て、必要な決定をするほか、金融経済月報の決定、それから議事要旨の承認が控えている。本日、政府から財務省、勝大臣官房総括審議官にお越し頂いた。内閣府から浜野内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いする。会合中でのご発言は、いつものとおり全て記録をさせて頂く。委員及び政府からご出席頂いた方々には、それを踏まえてご発言して頂きたいと思う。

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、議題に入る。金融経済情勢に関する執行部報告で、最初は、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する。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

中曽金融市場局長

お手許の資料-1、2（追加）に沿ってご説明申し上げます。図表 1-1 の無担保コール・オーバーナイトレートであるが、前回の決定会合以降の動きをみると、一番高いところでも 0.52% 台であり、この 4 月積み期の特徴としては、非常に狭いレンジで安定して推移した。次に、当座預金の保有状況に関してだが、昨日終了した 4 月積み期の特徴は、金融機関、特にメガバンクが、準備預金をほぼ所要準備額並とするばかりでなく、積みの

進捗を平準化させたという点である。この点について、図表 1-2 で、都銀をご覧頂く。4月積み期であるが、残高は2兆9,858億円と、欄外の所要準備額との差が22億円であるので、ほぼぴったり所要準備額並になっている。次に、図表 1-3、06/10月積み期以降の当座預金残高で、4月積み期をご覧頂くと、積み上幅が小さいことがみて取れる。それから、もう一つ、一日当たりの残り所要準備額を示す黒い実線が、これも今までの積み期に比べて水平になっている。このことから、メガバンクを中心にこの積み期は、準備預金の積み進捗の平準化が図られたことがお分かり頂けるかと思う。06/10月積み期以降の短期金利のグラフで、黒い実線でお示した無担保コール・オーバーナイトレートは、冒頭お話ししたように極めて安定して推移した。このように安定している背景としては、第一に、今申し上げた準備預金の積みの平準化を挙げることができると思う。第二には、外銀のこの間の要調達額が、総じてみれば安定していたということ。そして、第三に、準備預金残高の前倒し公表を挙げることができるのではないかと思う。この点は、前回の会合時にもお話ししたのだが、コール市場ではその日の地合いを確かめてから取引が開始されるが、朝方の外銀の取り上がりが抑制されていることが、オペ先からも報告されている。そのため、この措置は、これまでのところ予想以上のレート安定化効果を発揮していると思っている。図表 1-4 で無担保コール市場の残高推移をご覧頂く。これは月次計数であって、一番右側の4月の残高は拡大している。〈出し手別〉のグラフで内訳をご覧頂くと、バツ印の地銀・地銀Ⅱの出しが増えていることが、緩やかだが出し手ベースの拡大が続いていることの現われだと思っている。図表 1-6、最近のオペの実施状況をご覧頂くと、オーバーナイトレートが安定していたので、4月積み期に実施した即日の資金供給オペは、シャドーを付してお示ししている2回だけであって、従来の積み期よりかなり回数は少なくなっている。この2回は、それぞれ、連休直前と週末の金曜日に実施したものであって、レートを抑え込むというよりは、より積数を稼げる連休とか週末を利用して、準備預金の積みの進捗ペースのファイン・チューニングを行う、そういったことを目的に

行ったものである。積み最終日の昨日であるが、(資金吸収オペ)の欄にあるように、ちょうど当日の資金需給の余剰に相当する額を即日の売手オペで吸収したところである。続いて、オペレートについて一言申し上げる。

(資金供給オペ)の方をまたご覧頂きたいのだが、このシャドーを付した即日のオペを除くいわゆるターム物のオペは、短い物が国債買現先オペの1週間、長い物でも共通担保オペの2か月物が一番長い。個別のオペで一番長いのは、共通担保(本店)オペの5月14日に実施した2か月、6,000億円、これのエンドが7月26日になっている。色々なタームがあるのだが、落札決定レートをご覧頂くと、タームにかかわらず全て0.56%ないし0.57%に揃っている。そのため、ここから読み取れるのは、7月末までは利上げはないだろう、というオペ先の金利観である。次に図表1-7で当面の資金需給をご覧頂く。ここから先、16日以降だが、月末まで国債発行などの財政要因によって2.9兆円の資金不足を見込んでいる。さらに6月に入ると、イベントも幾つかあって、まず4日に法人税揚げが控えている。そのため、5月下旬から6月の初めは、かなり不足基調が続く。ただ、その先は一転して余剰地合いとなる。つまり、中旬には年金の定時払いがあるし、20日には国債の大量償還が控えている。これから、かなり資金需給の振幅が大きい時期に入っていく訳だが、そのような中で迎える今日からの5月積み期についても、私共としては、4月積み期と同様、平準的な準備預金の積みとなるような金融調節運営を行っていきたいと考えている。

続いて、金融・為替市場の動きについて、まず、図表2-1(2)の表でターム物レートの推移をご覧頂く。短国のレートは、4月下旬頃は、郵政公社とか金融機関のいわゆるキャッシュ潰しの運用ニーズが強かったもので、3か月、6か月、ほぼ同じような水準まで押し潰されていたが、それが足許では、3か月物のレートは横這いだが、さすがに6か月、1年は上がってきている。これは、夏場以降の利上げの織り込みが、ある程度進んできた結果、レートが幾分上昇しているということだと思う。次に市場の金利観、利上げ観測について、図表2-3、OISのレートをご覧頂く。

(1) のグラフでグレーの棒でお示ししたのが展望レポートの頃であるが、この辺りから8月以降の織り込みが進んできている。この点は、黒い棒でお示しした直近でもほとんど変わっていない。利上げの織り込み度をもう少し詳しく見たのが、(2) のグラフである。(注)にあるように、政策決定会合間を対象としたOISのインターミーティング取引の取引レート仲値から算出した利上げ確率である。このインターミーティング取引は、将来の特定の決定会合での利上げ期待をよりストレートに抽出できる利点がある。このグラフをご覧頂くと、一番上の線、9月会合までの利上げ確率は8割位織り込まれている。その下の線は8月会合までで約6割、こういった確率で利上げがあると織り込まれていると読み取れる訳である。次に長期金利の動きである。図表2-4でご覧頂くように、10年債利回りは1.6%台後半の水準で推移している。図表2-5、(1) のグラフで前回決定会合以降のイールド・カーブの変化をみると、ほとんど重なっており、大きな変化はないのだが、(2) のグラフで4月初めからのゾーン別のイールド・カーブの変化幅をご覧頂くと、利上げが意識され始めた影響で、1年から5、6年辺りのいわゆる中短期ゾーンでは、債券が売られて利回りが幾分上昇している。一方、10年から先のいわゆる長期、超長期ゾーンでは、国内銀行、あるいは生保の機関投資家が期間収益確保の観点から投資をしている。この間、このグラフでお示した一番左よりもさらに短いゾーン——先程申し上げたようにFBの3か月物のように極々短いゾーン——が、キャッシュ潰しの運用ニーズが依然強い状態にある。そのため、イールド・カーブ全体でみると、極く短いところ、つまり超短期とそれから超長期という両端のゾーンに運用が集中する、いわゆるバーベル型の運用姿勢が、引き続き投資家の間で維持されているということだと思う。図表2-6である。市場参加者が注目する債券利回り変動要因について、直近のサーベイ結果をご覧頂くと、右端の棒グラフの斜線で示した短期金利・金融政策に対する注目度が再び増加してきている。この点を(2) の要因別のグラフでご覧頂くと、丸印の折れ線で示している短期金利・金融政策は、利回り上昇要因として意識される度合いが増してきている。一方、

物価動向、債券需給は、引き続き利回り低下要因として意識されていることが、このグラフからみて取れると思う。以上が直近の動きである。次に図表 2-7、クレジット市場についてみると、我が国における社債流通利回りの対国債スプレッド、あるいはCDSのプレミアムは、概ね横這い圏内の動きとなっている。国債の金利が当面安定し、上昇余地が限られているといった見方を背景に、投資家のクレジット物に対する投資需要は大変旺盛であり、引き続きサーチ・フォア・イールドが続いているとみている。

次に株式市場の動きをみて頂く。図表 2-8、(1) でシャドーを付したところが前回決定会合以降の動きである。一昨日は、アメリカの株高により上昇、昨日は機械受注の予想比下振れで反落というように、このところ株価は相変わらず振れが大きいのだが、水準的には日経平均で1万7,000円台の半ばを維持しており、前回会合からは水準的にはほとんど横這いとなっている。そのため、世界同時株安前の高値である18,215円とは、まだなお開きがある状態である。この点は、海外の株価、特にアメリカの株価が(2)にお示しするように、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。なぜ日本株の戻りが鈍いかという点については、前回会合でも多少触れたが、改めて整理すると、第一に、依然として外国人投資家頼みという点である。図表 2-9、主体別売買動向の表にあるように、外国人投資家は4月も1.4兆円の買い越しとなっているが、外国人以外に継続的な買い越し主体が見当たらないのが実情である。第二に、これとは裏腹に個人投資家の買いが戻らない。4月は9,600億円の売り越しになっている。この背景の一つには、やはり根強い会計不信があるのではないかと思う。この点に関して言うと、2008年度から導入が予定されている、いわゆるJ-SOX法——つまり金融商品取引法による財務報告に関する内部統制の強化——といったものがセンチメントの改善に繋がるかどうかの一つのポイントになるのではないかと考えている。それから第三は、2007年度の企業業績に不透明感が残っているという点である。現在決算発表が続いているのだが、その中で示される2007年度の業績見通しは、市場予想に比べて総じて慎重になっている。日々出てくる決算を

みていると、2007 年度増益見通しの企業については、結構買いが入ってくるという感じがある。だが、一方減益見通しをしているような企業についてはかなり売り込まれるといった、選別的な色合いが強まっているというのが今の特徴の一つではないかと思う。それから、第四になるが、業種別時価総額指数の推移をご覧頂くと、業種別にみた場合、グレーの線の輸出関連株が弱い。これはアメリカ経済の減速不安があるし、円高不安から輸出関連株の上昇力が鈍いといったこともあるかと思う。それから、黒い線でお示した金融株も上昇力に欠いている。その背景としては、銀行の利鞘改善効果が期待外れであったという点、それから銀行の傘下、ないしは与信先の消費者金融会社の業績下方修正といったことも挙げられるのではないかと思う。さらに、欧州との対比で申し上げれば、欧州ではアムロのような大型のM&A案件があるが、日本ではそういった案件がないこと、こういった要因を挙げることもできるのではないかと思う。こうした要因を背景に日本の株の戻りが鈍いのだが、これに比べると不動産関連指数の推移のグラフにあるように、J-REITの方は堅調である。2月末の調整前の水準を抜けて上昇してきている。やはり、日本の不動産は、外国人の目にはなお割安に映るようである。そのため、透明性があって優良不動産を対象としたREITには、外国人投資家の人気が集まりやすいうになっていると思う。

次に為替である。為替相場については、前回の決定会合時に、ユーロが強い、一方ドルも円も弱いと申し上げた。この構図は、基本的に変わっていないと思う。ただ、弱い者同士のドルと円を比べると、このところ少しドルの方に強い材料が出てきている。ドルの方に少し分が良いように感じる。つまり、図表 2-11、(1) のグラフにあるように、ドルについては、特に5月に入ってから割と強めの景気指標が混在してきていて、この中で利下げ期待が後退しており、これがドルをサポートしている。一方、ユーロについては、基本的に強い状態が続いている。従って、図表 2-10、〈参考〉をご覧頂くと、まずドル/円相場については、従来 119~120 円のレンジの中で動いてきたが、最近ではその上限というか円安方向の 120

円台が定着してきている。一方、ユーロ／円相場については、足許では163円台まで円安が進んできている。そのため、弱い者同士だったドル、円のうち、ドルが少し強くなると置いてけぼりになる円については、金利の低さに再び焦点が集まりやすくなっているような感じがする。実際、先週末辺りから、円、特にクロス円相場での円安、つまりキャリー取引の追い風となるような材料が幾つか出てきているような感じがする。そこで、図表2-12、(1)のグラフで円と他の通貨の位置関係を改めてチェックしておく、このグラフにあるように、ここ1か月位のタームでみると、やはり金利の低い円が売られて、高金利通貨が買われやすいといったキャリートレードの構図は変わっていない。そうした中で、先程申し上げたが、キャリートレードの追い風材料は何かというと、具体的には次の点である。まず第一は、先程株価をみたが、先週末位からアメリカの株が上昇を強めている。アメリカの株が高くなると、円安になるといったメカニズムが実はある。これはどういうことかと言うと、アメリカの株が高くなると投資をしているグローバル投資家のリスクテイク力が強まって、円のキャリーポジションを積み上げやすくなる。そういう連想が働くという点が第一である。それから、第二は、(2)のグラフにあるが、円のボラティリティの低下である。2月末以降、ややインプライド・ボラティリティは高止まりしていたのだが、このところ低下してきていて、調整局面の前の低い水準に戻ってしまっている。これらが材料である。次に図表2-13で投資家サイドからみた円のショート・ポジションを点検したい。まず個人投資家のうちの外為証拠金取引の動向をみると、各高金利通貨に対する円のショート・ポジションは、各グラフに現われているが、ちょうど4月下旬頃まで、すなわちユーロをはじめとする高金利通貨が上昇する局面では、円ショートが減っている。つまり、円ショートを崩して益出しをしているという様子が窺われる。極々最近は、また膨らんでいる。これは、高金利通貨高が一服したところを捕らえて、今度は円ショートを積み上げているということである。つまり、外貨が強くなった時に売って、弱くなった時に買うという、いわゆる逆張りの姿勢がここで維持されている。ただ、積み上げられ

る円のショート幅は、それ程大きくない。それからもう一つ、益出しのタイミングも早くなっているような印象を受ける。ショートを積んでも直ぐに戻ってしまうという意味で、これがどんどん円安を加速させていくという力はないのではないかなとみている。以上がマージントレーダーである。次に個人投資家のうちの投信について、外貨建て公募投資信託純資産額の推移をご覧頂くと、残高は引き続き増加、フローについても4月も含めてネットで流入が淡々と続いているという様子がみて取れる。次にファンド筋、投機筋の円ポジションであるが、図表2-14、(1-1)のグラフにあるように、IMMの円ショート・ポジションは、このところ5月に入ってからまた積み上がっている。一方、(2)のリスクリバーサルグラフで黒い実線で示しているドルのプット・オーバー幅は、相応に深く、将来の円高を警戒する向きも残ってはいるが、さらによくみると、このところ、プット・オーバー幅が縮小してきているようにもみえるので、この辺りはよく注意してみていく必要があるかもしれないと思っている。以上、申し上げたように為替市場は、円が対ユーロなどで最安値圏にあるので、いわゆる高所恐怖症的な警戒感が残っているのだが、申し上げたような意味で、円の金利の低さに再び焦点が集まりやすくなっていて、その中で円安方向への追い風材料が増えてきているということは言えると思っている。私からは、以上である。

福井議長

どうぞ、ご質問等があれば。

水野委員

株価にしる債券にしる、少し各国でばらばらな動きがみられている。ヨーロッパの金利が上昇しており、デカップリングというか、アメリカとヨーロッパの金利差は40bp程度まで縮んでいる。株も、アメリカではダウとナスダックで違っているし、それからヨーロッパは、やはり強い。株は、中国はバブル的としても、ヨーロッパは経済が強くて上がっている。

アメリカは上がっているのだが、ヨーロッパ程上がっていないという形である。新聞報道では株が高値更新と呑気なことを言っているのだが、先程、高所恐怖症的な動きが出てきているという話があったが、その程度の話なのか、あるいは金融政策の少し先の動きをみているアメリカの利下げ期待が、今どちらかと言うと後退している一方、ヨーロッパはもう一回なのか、二回なのか、あるいは三回なのか、ここはまだ利上げの期待が現われているということなのか、その辺どんなふうにみればいいのか。

中曾金融市場局長

金融政策との関係で、いわゆる金利観が多少難しい局面になってきているというのは、おっしゃるとおりだと思います。ユーロについてまず申し上げると、あと一回は間違いない。ただ、その先何回あるのか、特に政策理事会の直後、7月から先の政策パスがみえないということで、一時的ではあるが、利上げ期待というのが少し後退した面がある。一方アメリカは、利下げ期待があったのだが、それは少し景気指標が良いので後退してきている。従って、欧米金利差という点からみると縮小傾向が一服しているというところがある。それが為替相場にも影響を与えている部分があると思う。そのため、今まで割と方向性がはっきりしていたのが、なかなか読みにくくなってきており、これが金利、債券に影響していると思う。それから、株については、欧州は割と簡単である。ファンダメンタルズは引き続き良く、M&Aも大きいものが続いているので強い。一方、アメリカについては——これは国際局からも話があると思うが——、市場からみると分かりにくいところが少し出てきている。つまり、アメリカの株が随分高いなという——ソフトランディング途上にあるにしては、高いのではないかなという——感じを持っている。アメリカについては、市場からみて、どういった要因があるかというのを整理すると、一つは、そうは言っても利下げ期待があると思う。それから、企業業績が相応に良い。ただ、海外に支えられているところが結構あるのではないかと。それから、大型のM&Aがあるということ。それから、これはもう少しみても必要はあるのだが、結

構自社株買いが多いのである。ネットでみると株数は結構マイナスになっている、すなわち、増資分以上に自社株買いが進んでいる。それから、いわゆるSOX法の施行により結構ディ・リスティング、つまり非上場化してゴースト・プライベートといった動きもあるので、その影響があるのかもしれない。いずれにしても、こうしたことで嵩上げされている部分があるとすれば、少し高過ぎるのかなというのが、市場の見方ではないかと思う。

水野委員

少し今気にしているのは、インフレに対する見方について、少し安心感が広がっている点である。ただ、中央銀行は、ヨーロッパ中心にインフレを気にし始めていて、Fedもそうである。マーケットからすればなぜ気にするのかということだろうが、インフレのストーリーとしてはあまり良い話ではないので、そこが出てくると嫌だなということだ。株は、おっしゃるとおり読みにくい。為替は、分かりやすいのだが。債券のところや株にやや入れ繰りがあるかなというのはおっしゃるとおりである。

中曽金融市場局長

いずれにしても、アメリカの場合、政策を織り込んでいると思われる市場のイールド・カーブをみると、利下げ期待が後退しているものの、スロープはネガティブになっており、それが株価をある意味では先程申し上げたように支えている部分があるのではないかと思う。

水野委員

ただ、気持ちは悪い。

中曽金融市場局長

そこをどう理解するかということだと思う。

西村委員

CDSのプレミアムがどんどん落ちてきていることについて、二点程お聞きしたい。全体として落ちているということは確かにそうである。ただ、ディストリビューションというか、個々の企業に関して、特に消費者金融が、落ちているというのは分かるが、十分なリスクを織り込んだ価格付けがきちんとなされているのかどうかを少しお聞きしたい。価格付けにおいては、当然理論価格との関係が出てくる訳で、その理論価格が最終的に——その後ろにあるディフュージョン・プロセスなり、二項分布なり——きちんとした実体を持ったものであれば良いのだが、特にファット・テールの問題があるようなケースの時に、きちんとした価格付けがなされているのかどうか、非常に心配であり、その点をお聞きしたい。それから、もう一つは、もし、こういったCDSの価格付けが、明らかに実際のリスクの状況と掛け離れてしまったような場合に、日本銀行、若しくは世界の中央銀行としてどういう態度を取るべきか、結構難しい問題ではあるが、市場の立場にいらっしゃって、もしボードにアドバイスするとすれば、どういふことがあるかを少しお聞きしたいと思う。

中曾金融市場局長

難しい問題だと思う。CDSのプレミアムについて、確かに日本の場合は、図表 2-7、(2) でお示ししているように圧縮されている状態であるのは、間違いない。まず、CDSの市場が——委員は理論価格とおっしゃったが——、本来どうあるかという点から申し上げますと、CDSのプレミアムと、いわゆる社債の対国債クレジットスプレッドの位置関係では、本来は社債のスプレッドの方が低くて、CDSの方が高いという状態が普通の状態である。なぜかと言うと、少しテクニカルなのだが、クレジットイベントと呼ばれている、デフォルトの要件がCDSの方が広い。つまり、倒産と債務不履行に加えてリストラが入っている。そういった要因が一つある。それからクレジットデリバティブの場合は、カウンターパーティー・リスクを勘案しなくてはならないので、普通はCDSのプレミアムの方が、

社債の спреッドよりも高い。しかしながら、今おっしゃった消費者金融は、実は逆転現象が起きている。つまり、CDSのプレミアムが相当圧縮されてしまっている。これはなぜかという、恐らく基本的には、消費者金融銘柄は、CDSについて言えば、従来プレミアムが相対的にあったため、ここに投資家のイールド・サーチが入ってきていると理解すべきだと思う。社債、CDSを問わず、クレジット市場全般に共通する傾向だと思うが、相対的に厚いプレミアムが残っていると、そこにわっと投資家のニーズが出てくるということだと思う。これはCDSに限った話ではなくて、日本のクレジット市場全般について言えるということが、まず第一である。これが行き過ぎかどうかという点であるが、確かに行き過ぎ警戒感はあると思っている。ただ、全ての銘柄において、今申し上げたような逆転現象が起きている訳でもない。特にイベント性の高い、消費者金融銘柄に集中している状態である。では、リスクが少し加熱しているということで、中央銀行は何をすればいいのかということなのだが、そうした過熱が、個々の投資家の過度なリスクテイクそのものに起因するのであれば、それをチェックするのは恐らく検査であるとか考査の仕事なのだと思う。一方、市場構造に何か問題があって価格が高騰しているのではないかということになると、これは我々の仕事にも関わってくる訳だが、今のところ慣行とか制度そのものに問題があるとは思っていない。ただ、日本のクレジット市場の問題としては、市場に出回るクレジット物が少ないということが言えると思う。つまり、供給量が少ない。なぜかと言うと、まず、銀行は、与信能力が強化されてきているので、信用リスクは自分で取ってしまう、そういうインセンティブがある。それから、社債の発行残高もネットでみればそんなに増えてはいないと思う。さらに、欧米と比べるとM&AとかLBO等、信用リスクが供給されるような大型案件もない。そのように、供給される信用リスクが相対的に少ない一方で、リスクに対する需要が非常に多いため、勢いプレミアムやスプレッドが圧縮されるのは、仕方ない面があると思う。従って、制度面、インフラ面から何かを要するような部分というのは、なかなかないのではないかと思う。非常に難しい問題であ

るが、信用リスクに対する需要超過という意味では、例えば、銀行の貸出金利が低い、あるいは上がりにくいといった問題と共通の部分があるのではないかとみている。

須田委員

少し話が違うのだが、最近の円のインプライド・ボラティリティの低下について、少し長い目でみたら、ユーロ／ドルの方が落ち方が大きい、この背景は何か。

中曽金融市場局長

恐らくスポットに連られている部分もあると思うが、ユーロ／ドルについては、少し長い目でみると金利差の動きがかなり縮小してきているため、金利差の大きさなどからみると、変動要因が大きくなってきていることが背景の一つにあるかなと思う。

須田委員

ボラティリティが低いと、色々な意味でキャリートレードがやりやすいといったことがある。ただ、金利差がないので、ユーロ／ドルの方はそのように下がっても問題ないということか。

中曽金融市場局長

然り。

岩田副総裁

証拠金取引と IMMポジションとの関係を少しお伺いしたい。一説によると、証拠金取引の方は、いわゆるヘッジファンドなどの取引に対して、コントレイリアン・トレード、いわゆる逆張りをやっていると言われていたが、このポジションの動きをみると、同じ時期に円ショートを減らしているようにもみえるのだが。もしコントレイリアンであれば、若干ずれる

ということではないのか。一般的に言うと、ボラティリティが高まっている時には、両方ともポジションを減らすので、多分似た動きになるのではないかとも思うのだが、本当に逆張りであれば、何か中立化するようにも思うのだが……。

西村委員

これは少し、チェックしないと……。

岩田副総裁

図だけみて言っていると、危ないのではあるが。何か時間的な要因かもしれないので。

中曾金融市場局長

まず、証拠金取引については、はっきりとコントレイリアンの感じがみて取れると思う。これに高金利通貨の動きを重ねて合わせてみると……。

岩田副総裁

通貨レートと合わせると。

中曾金融市場局長

然り。合わせると、証拠金取引の方はその感じが非常に明解に出てくると思う。

岩田副総裁

もし、そちらが十分に強いと、為替レート安定化というに変であるが、一方的に円安には行かないはずであるが。

中曾金融市場局長

然り。

岩田副総裁

証拠金取引が頑張って頂ければ……。

中曽金融市場局長

一時、例えば、ヘッジファンドなどの動きがあまりない時は、むしろ彼等の動きが安定化に作用していたというのはあると思う。他方、ヘッジファンドの方は、なかなか分かりにくい。ヘッジファンドなどには、やはりディレクショナルな、方向観で投資する人達もいるので、恐らく証拠金取引程には、コントレイリアン的でない動きになっているはずである。

岩田副総裁

然り。それで、この前も伺ったのだが、IMMポジションとリスクリバーサルが反対な訳であるが、それが結構長く続いている。これは、ヘッジファンドの中でも二種類あって、つまり円をショートにするところと、その反対とで、何か戦いをやっているのではないかと思うのだが。

中曽金融市場局長

多分、そういう部分もあると思うのだが、もう一つは、やはりリスクリバーサルはオプションから抽出するので、オプションを誰が売ってるか、買ってるかというところに結構左右されるのである。円ショートが拡大している一方で、リスクリバーサルが深い状態をどう整合的に理解するのかということだが、一つの考え方は、先程申し上げたように、ユーロ/円で言うと結構怖いところまできている訳である。ユーロが相当最高値圏であるから、例えば、輸出業者の立場からみると怖いので、外貨を売って、円を買うというオプションを買っておこうかなというふうになると思う。そういう高所恐怖症的な感覚からヘッジをするとリスクリバーサルは深くなるのである。足許は確かにショートが積み上がっているが、やはりそういった輸出業者などのヘッジの姿勢というのが、リスクリバーサルに現わ

れていると。逆に言えば、結構良いところまで、相場が高くなってしまっているという感じは、市場は共有している。

岩田副総裁

その辺りが絡み合っているということか。それから、今度のスタビリティフォーラムの報告書にもあるようだが、ヘッジファンドに直接というよりは、フィナンシエというか、ヘッジファンドにお金を出している金融機関のモニターを強める、というようなことが強調されているように思う。日本から出て行くヘッジファンド向けのマネーは、勿論はつきりとは捉えられないが、B I Sの統計でオフショアの非銀行向け円建てというのが、それに使われている可能性があるのではないかという説がある。それだと10兆円位の規模があるというふうに言われているが、それについては、日本国籍と言うと変であるが、そのフィナンシエである日本にブランチを置いている外銀が、日本の短期金融市場——コールでも何でも良いのだが——で借り入れして、それをオフショアの方に送っているのと、それから日本の銀行、地銀とかが、オルタナティブ投資か何かで出している分と両方あるような気がする。そうした中、B I S規制が4月からかかってきて、地銀が多少出している分を減らしたのではないかと言う話も聞くのだが、それはどういう影響を与えるのか。もう影響を与え終わったのかかもしれないが。

稲葉理事

今のところ日本の地銀に関しては、B I Sルールの強化もあって、多分、抑制的に動いてきているのではないのか。

岩田副総裁

抑制的にしているのか。

稲葉理事

然り。残高の増加は止まっている可能性がある。それから、ヘッジファンドのウォッチのために、取引先金融機関の行動をみながらやっていくという話は、投資をしている金融機関ではなくて、ケイマンとの間で資金取引をしているとか、そういった取引をしている金融機関に対して、モニター能力を強化していくということである。純然たる投資先としての金融機関ということだと、日本の地銀を含め、世界的にみるとそんなに多くない。

岩田副総裁

自己勘定で銀行がやるのが普通であるため、日本の地銀について、わざわざ頼むのはおかしいと言う説もあるが。

中曽金融市場局長

ヘッジファンドは、おっしゃったように地銀なんかは、投資家が入っていくが、その時は多分バーゼルⅡでルックスルーと言って、「良く中身をみなさい」という話があって、それは多分対応されていると思う。一方、岩田副総裁がおっしゃったような一般的な形態で、日本に投資する場合、恐らくファンドマネージャー自体は外国にいる。大抵シンガポールが多いのだが。それで、日本に運用指示者を置いて市場をウォッチしながら、その人がファンドマネージャーに指示をしているという構図である。さらに、実際のヘッジファンドの勘定は、ケイマンとかバミューダとかタックスヘイヴンにある。次に、そのヘッジファンドをサービスしているプライムブローカーは米国の投資銀行と、これが一般的な構図なので、そうした中でヘッジファンドを上手く間接的にコントロールするためには、まずは、このプライムブローカーを抑えなければならない。それから、もう一つは投資家が良く監視しなければならない。それから、ヘッジファンドの業界自体にセルフコントロールみたいなものを入れられるかどうかという、恐らくこういう論点で議論をされているのではないかと。

岩田副総裁

然り。それで、ヘッジファンドが日本の株などに投資していたのが、最近では少し流出方向になっているのではないかという話も聞くのだが、そういうことはないか。外国人投資家だけが継続的買い手なのだが、もしこれが少し引き上げてしまうと、大分株価には良くないような気がするのだが。

水野委員

債券は物凄く減らしているが、株は……。

岩田副総裁

債券の方に入っているのか。

水野委員

否。債券はもうポジションを落としている。どっちサイドにも入っていない。

中曽金融市場局長

先程の株の外国人投資のネット買い越し、これにはファンドなども入っているのですが、そういう意味ではまだプラスだと思っている。彼等は裁定をやっているのですが、先物で売るということをやっており、そういう部分はあると思うが、買い越しスタンス自身は、日本株に対しては変えていないのではないかと思う。ここで引き揚げていくという感じではないと思う。

水野委員

年度末で落としていた。

岩田副総裁

決算で。

中曽金融市場局長

然り。ちょうど今決算期に入っているので、5月、6月から少しそういう動きが…。

水野委員

エクスポージャーが落ちているのは確かである。

中曽金融市場局長

目先は確かに決算期なので、そういった動きが少し目立つかもしれない。

岩田副総裁

証拠金取引の規模はどれ位あるのか。

中曽金融市場局長

ここでお示ししているのは、確か東京金融先物取引所のものだけなので、これ以外にも業者は一杯いる。

岩田副総裁

主なものは、十幾つあるとか読んだことがあるが。

中曽金融市場局長

いずれにしても、バカにならない額で…。

岩田副総裁

3、4兆とかそういう感じか。

中曽金融市場局長

計数は、確認をしておく。

岩田副総裁

ヘッジファンドが動かしている方が、大きいという感じか。

中曽金融市場局長

ヘッジファンドの方が大きいのだが。

岩田副総裁

コントレイリアンで頑張ってもらいたいと思っているのだが。

中曽金融市場局長

ヘッジファンドは、1兆1,000とか1兆2,000億ドルの規模。

岩田副総裁

ヘッジファンドがか。

中曽金融市場局長

然り。これが大きいか小さいかであるが。

岩田副総裁

6,000億とか7,000億とか、使っているお金で言うとそうであるが、それにレバレッジを効かすので4倍するとか。

中曽金融市場局長

7、8倍のレバレッジが掛かるので。少しみてみないと分からないが。ただ、為替の動きから言うと、最近さらに重ね合わせてみなくてはならないのが、いわゆる公的当局による外準の運用である。これも為替相場へ相

当な影響を及ぼすようになっているので。

水野委員

そちらの方が増え方として、規模が大きいのではないか。

中曽金融市場局長

中国だけで1兆ドル位ある。

水野委員

全体で5兆ドル。ヘッジファンドは、1.7兆ドル位なので3倍位ある。

中曽金融市場局長

これはやはりバルクとしては、無視できない。

亀崎委員

円の独歩安については、内外金利差を背景とした、円キャリートレードがかなり影響していると思うのだが、日本の2月の利上げ後、円キャリーの勢いが少し削がれたという見方もあったと思う。今は、その頃よりも勢いが増してきているのか。

中曽金融市場局長

確かに利上げそのものは、円キャリーのアンワインディング、巻き戻し要素になる。しかし、同時に金利差という場合、現実の金利差と、金利差見通しにも影響される訳である。そのため、利上げのペースが遅いということが投資家の念頭にあり、一方で他国がそれ以上のペースで利上げをしていくというようなことが前提となると、むしろキャリー取引を加速する部分もある。全体としては、2月、3月の頃というのは、キャリーがポジション的に積み上がっていたのは事実である。今と比べてどうかと言うと、今申し上げたように、キャリーを積み上げるための追い風となる材料は随

分増えてきていると思う。しかし、勢いがついているかということ、一方でやはり円の安値警戒というか、相当円の水準が安いところまでできてしまっているの、何となく高所恐怖症みたいなところもある。それから、証拠金取引の人達がどれ位頑張るかということもあるかと思うが、なかなか難しい。今のところ、それ程勢いよく円が安くなっていく感じは持っていないが、ただ、材料が出てきているところは、少し要警戒だと思う。

水野委員

色々な証券会社が作っているモデルでは、今、円キャリートレードを増やさないという指示はまだ出ていない。だから、実際膨らんではない。ただ、クオリティが下がってくるので、そろそろという話が、決算を跨いで出てくるかもしれない。

福井議長

宜しいか。それでは、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

使う資料は、資料-3（参考計表）、「海外経済・国際金融の現状評価」である。後程、資料-3（追加分）も使うが、前回のMPM以降発表されたデータの中で一番大きいのは、アメリカの第1四半期のGDPかと思うので、それにまずスポットを当てたい。図表4-1、(2)のGDPの計数であるが、2007年の第1四半期は事前推定値であるので、今月末に暫定が出て、また翌月に確定が出てくる。そのため、振れるという前提はあるが、第1四半期は、前期比年率+1.3%であった。第4四半期に比べると、明らかに減速したなというイメージが出てくる数字である。前期に比べて弱くなった主因は純輸出である。寄与度分解の表で、純輸出のところをみると、第4四半期は1.6%ポイントの押し上げ方向で効いていたが、当期

は-0.5%ポイントであり、この差 2.1%というのがかなり大きく効いている。内需の方をみると、個人消費は、寄与度ベースであるが、前期+2.9%に対して、当期+2.7%と引き続き堅調という評価ができると思う。それから住宅投資は、ミクロの数字で毎月追っていけば、こういう姿が想像される訳であるが、三期続けて寄与度ベースで1%以上の押し下げというのは、それなりにやはり効いているということかと思う。設備投資については、ミクロの数字——非国防資本財受注統計——でこれまで説明してきた流れでいくと、第1四半期も前期比マイナスではないかとみられていたが、蓋を開けたら、事前推定値ではあるが、取り敢えず+0.2%の寄与度になっている。ということで、純輸出は、第4四半期ができ過ぎという面もあったので、その裏返しがあるということ。輸出も輸入もそういう反動的な動きがあった。第1四半期の輸入の中で、数量ベースでみた原油の輸入が大きかったが、これが純輸出をマイナスにしている要因である。内需の方は、今申し上げたようにプラスとマイナスのパターンは、予想されたとおりでなかったが、全体合わせてみたところでは前期と同じ大体 2.1%位が、内需の寄与になっていると思う。そういう意味では、アメリカの経済は、この第1四半期のGDPの数字程、弱いとみる必要はなくて、緩やかながらその増勢は鈍化ということかと思う。設備投資のところをもう少しクローズアップしたいと思うので、資料-3（追加分）の資料をご覧いただきたい。（追加分）の図表4-1、米国の設備投資というタイトルのグラフである。GDPの名目ベースの統計をみると、コンポーネントがみえてくるので、何が押し上げ、押し下げに寄与したかということが分かる。(1)の折れ線グラフがGDP設備投資（名目）全体の仕上がりの数字であるが、第1四半期の増加に貢献しているのは、白抜きの部分のIT関連である。因みに、この統計では、ITの構成比が49%であるので、アメリカの設備投資を語る時の半分はITだということである。このITの部分をもさらにブレイクダウンしたのが、(2)の表である。ITの中では、コンピュータ、あるいは通信機器、こういったところがポジティブである。一方、ソフトウェアであるが、これが実は資本財受注統計からは漏れている部分であり、

資本財受注統計でGDPを予想する時には、この部分が上にいくか下にいくかということで、予想がずれてしまう。ご覧のとおりソフトウェアは、このところずっと上向きに貢献している訳だが、資本財受注でみると少し弱めにみてしまう。GDPは、その分本当は上にいくということで、今回仕上がりプラスになった訳である。加えて、機械ではなくて、上物というか、建築部分というのも当然設備投資の中に入っていて、これはミクロの数字で追っていて分かっていたことだが、前期に比べて1~3月は伸び率を高めている。こうしたことが、今回GDPで設備投資がプラスになった背景かなということである。次に、先行きであるが、図表4-2で、前回のこの席でブルーチップのアンケート結果を紹介したと思うが、この2週間で5月頃まで足が伸びている。同じベースでみると、2007年、2008年については、4月の段階に比べて5月の見通しはそれ程大きな修正はない。方向としては、2007年はプラス、それから2008年は小幅であるがマイナスに修正されている。申し上げたいことは、いずれを取っても、当面、ポジティブな設備投資を業界はみているということである。それから、半年に一度ずつ行うサーベイで、5月時点のものがもう一つあったので紹介する。(2)のISMベースの数字である。昨年12月時点のサーベイに比べると、今年5月のサーベイは、当然下振れになっているが、その結果はご覧のとおり、製造業+5.8%、非製造業+5.6%と、ポジティブな数字が残っている。前に申し上げたが、S&P500社ベースの収益動向は、今450社まで第1四半期の分が出ており、これも前年比+12.0%ということであるので、あと50社足したところでも、恐らく二桁の伸び率が維持されると思う。そういう収益環境、それから業界の見通し等からみて、設備環境がどんどん落ちていくというような心配は今のところしなくても良いのかなと思う。勿論、シクリカルな面で、若干弱い面は残ると思うが、ドラスティックな下げはなかろうと。ただ引き続きこの数字については、注意深くみていきたいと思っている。次に、資料-3(追加分)の図表1である。1~3月については、今のGDPの説明で総括されているので省略するが、4月について若干のリマークをしたいと思う。4月で伸びているの

が、5.、6.の小売動向である。ヘッドラインで見ると、4月の小売売上高は前月比-0.2%になっているが、いわゆる自動車燃料とかあるいは建築関連などを除いた、コアの消費動向・売上についての統計によると、4月は前月比0.0%と横這いである。今回、この統計が出る時に、3月の数字が上方に修正されており、そういう高い3月の伸び率の後の4月の横這いというのは、実際は強い数字と評価することが適当だと思っている。自動車も1,660万台と、前月並の水準である。11. I S Mのサーベイであるが、製造業、非製造業ともに改善し、いずれもブレイクイーブンの50から若干上の方に目立って出てきている。雇用関係であるが、15. 非農業部門雇用者数の4月の前月比増加数が8万8,000人と、3月に比べて少ない。ただ、この辺りは凸凹あるので、四半期で均したものをご覧頂くと、今年の第1四半期は14万3,000人という増加、それに比べて、この4月単月は8万8,000人ということで、伸び率鈍化ということには間違いないが、3月、4月でみるよりは、それ程ドラスティックな落ち方ではない。全体のシナリオが、アメリカ経済は少しスローダウンということであり、それと平行な数字の動きということである。因みに、失業率は実質横這いというか、ほとんど変わっていない。前月4.4%、今月4.5%ということで水準としては低く、労働需給はタイトということになるかと思う。ここに出ていないが、賃金の前年比伸び率であるが、4月は3月に比べて若干伸び率が鈍化している。ただ、その数字+3.7%というのは、引き続き高めの数字という評価ができると思うので、先程の低い失業率と整合的な水準ということかと思う。あと、昨日発表されたものにC P Iがある。ヘッドラインで前月比+0.4%である。ガソリン価格等が引き続き上昇しているので、前月の+0.6%に続き上昇ということが予想されていたので、予想の範囲である。その中で注目されているコア部分は、前月比+0.2%である。0.2%を単純に12倍すると、2.4~2.5%になるので、年率の風速としては、アンカンファタブルな水準である。前月+0.1%、今月+0.2%であるが、0.1%と0.2%が交互に出てくると、年率にして2%位の水準になる。前年比で見ると+2.3%であり、ここ2、3か月は前年比の伸びが低下して

いるということで、インフレ圧力は低下しているとみる向きもあるが、実は昨年前半、夏場に掛けて非常に上がっていたので、それとの坂で前年比は弱く出る傾向がある。従って、ここは引き続き前月比の瞬間風速の流れをみていった方が適切かと思う。以上がアメリカであり、次に、図表 2、ユーロエリアの経済指標である。昨日、ユーロエリアの第 1 四半期の GDP も発表されているが、ご覧のとおり前期比年率が +2.3%、国別にみて、注目されていたドイツも前期の +4% から当然減速するものの、それでも +2.1% と非常に堅調な数字が出ている。内訳はまだ発表されていないが、ミクロの数字等から推して、引き続き、消費、設備投資、輸出がバランスのとれた形での成長を支えていることが予想される。注目されるところでは、そういう強い景気にもかかわらず、14. 消費者物価の 4 月前年比が +1.8% と、割合モデレートな水準にとどまっていることである。しかし、ご案内のとおり、ECB 当局としては、失業率がどんどん下がっていることが示すように、雇用、リソースのタイト化ということがあること、あるいはマネーサプライの伸びが高いこともあるので、インフレ警戒感を引き続き持っている。ということで、マーケットの方では、恐らく来月は利上げだという話になっている。これは、中曽金融市場局長からもご説明のあったとおりである。図表 2-2、英国である。同じように昨日、CPI の 4 月分が出ていて、+2.8% である。先月 3 月の +3.1% という数字が出たところで、総裁から財務大臣に対して説明のための公開書簡が提出されたということである。その中で先行きは下がるという具合に言っていたので、そのとおり下がったということである。中身を分解すると電力、ガス料金の引き下げが効いてきているということであった。次に、アジアに移らせて頂く。図表 3-1、1. 中国である。これも昨日、幾つか指標が出ているが、いずれを取っても、言われているような高い伸びが続いていることが如実に出ている。7. CPI の前年比伸び率は +3.0% と、前月よりは伸び率が若干弱かった。ただ、食料品、家賃といった項目で、こういう 3% 台の CPI が構成されているということで、当局の色々な発言をみると、どんどんと言う感じではないが、この辺りに対する警戒感を滲み出してい

る。この2週間の目覚ましい動きということで、図表5、中国の株式市場の状況のグラフを付けておいた。ニュースそのものは、色々なところで報道されているので目新しくないのだが、この表をみると、何が起きるか分からない状況になってきたかなと感じている。(1)は上海総合指数であるが、4,000を越えてきている。この上り坂は、ここには書いていないが、かつての日本のバブルと言われた時の東証の株価指数の坂に比べても、全く比較にならない程、急なものである。鯉の滝登りのような感じの上り方である。それから、これがいいのかどうかということについて、よくPERをみるので、(2)のグラフにPERの長い時系列を載せておいた。左の方の2001年辺りのブーム時のPERに比べると、足許は、実は若干下回っているが、それに迫りつつあるということである。それから(3)のグラフは、これも言われている話であるが、個人株主層が急速に広がっていることを示すものである。今年に入って4月末までに1,230万口座増えている。昨年1年間では518万口座と言われているので、その2倍以上の口座が、この4か月間で膨らんでいるということである。因みに日本のマーケットにおける個人の口座数は、330万というオーダーだと思うので、この9,084万口座というのが、いかに大きいか分かる。なお、昨日も上海市場で若干のコレクションがあったが、ニューヨークでは全くそれが影響していないので、前回2月下旬のレッスンというのが世界の投資家の間でできているのかなと思う。上海での動きは、センチメンタルには、通じているところがあるとは思いますが、それが自動的に資金の流れを通じて他の市場にはいかないということである。いずれにせよ、中国国内の問題として、株価の上昇が消費にも影響していると言われているし、住宅とか色々なところに影響が出ていると言われているので、もし、この市場でクラッシュがあった場合は、当然何らかの中国国内経済への影響が避けられないということに要注目と思う。取り敢えず、私からは以上である。

福井議長

質問、ご意見はあるか。

岩田副総裁

では、一点宜しいか。消費であるが、4月はそんなに悪くもない、コアの消費動向・売上は横這いだという説明があった。ただし、一つはガソリン価格が、アメリカではやはりかなり上がり続けており——3ドル/ガロンになっているということだったか——、それがかなり消費を圧迫するのではないかという話がある。それからもう一つは、雇用の伸びは、四半期別にみても明らかに減速していつている訳であり、そうすると、やはり消費に対してはどちらかと言えば、マイナス要因になりやすいというようなこともある。また、コンフィデンスの指数は、ここに出ているものでも3月の108.2が4月は104.0であるし、小売の売上もチェーンストアの売上統計を作り始めた1970年以来最悪の落ち方だと、そういう新聞記事もウォール・ストリート・ジャーナルなどに載っている。3月の数字について先程お話があったように、第1四半期の個人消費は、凄く強くて、前期比年率4%を超えるような、多分この1次速報よりも少し強めになると思う。逆に、第2四半期以降の個人消費は、今申し上げたような話を各種合わせると、伸びが半分の2%位になってくるのではないかというふうに思うのだが、そこは如何か。

出沢国際局長

私共が展望レポートの時以降、描いているシナリオというのは、やはり住宅投資も含めた家計部門での調整があるので、その過程ではスローダウンということではあるが、それが終われば、ポテンシャル・エコノミック・グロース・レートに戻っていくということだと思う。そのシナリオは、今もそれで良いだろうと思っているので、個人消費の伸び率が鈍化していくということは、ある意味では予定どおりである。むしろ逆に、今までは住宅価格の下落にもかかわらず、意外と堅調だったなど。それがなぜかと言うと、多分、株式市場が予想外に堅調だったということで、アセットエフェクトがあったというのが一つの仮説である。

岩田副総裁

何とか抑えた、相殺されたと。

出沢国際局長

それから、なんだかんだ言いながら、経済全体としてみれば、雇用環境が強い、賃金も強いということで、その所得効果というのが広く言われている。そうした中、その他の要因が外れていけば、例えば、株価がこれ以上伸び悩むとかそういうことがあれば、住宅価格の影響が出るだろうというのが私共の予想である。加えて、ガソリンの問題もあるので、消費が少し勢いが落ちてもそれは極めてリーズナブルな展開かなとみている。先程は省略したが、3月単月の動きをみても、やはりガソリン価格が上がっているということで、実質所得が名目程伸びていないということが、言われている。実質はまだプラスで残っているが、名目はもっと高いのである。こうしたことも受けて、消費の方にも何らかの影響が出てくるだろうと言われている。これが消費に対する見方である。それから、雇用についても同じロジックであって、全体として増勢ペースが鈍化するということはロジカルというか、整合的な動きだと思っており、それによって、いわゆるシナリオが崩れるということはないと思う。

須田委員

今の消費に関してであるが、減速は元々織り込まれているが、落ち方があまり大きくない、という意味でのアップサイド・リスクがあるというふうに国際局の資料にも書いてあるのだが、その思いは今も変わらないのか。

出沢国際局長

一つは、先程申し上げたように、収益が仕上がりでは上振れしているので、それに応じた株価の上昇というのは整合的なのだろうと思う。しかし、先行きをみると、翌期は3%の伸びでスローダウンしているので、今まで

のような株価の上昇は期待できないということである。従って、シナリオとしては、出来過ぎできているなど言いながらも、先は少しスローダウンすると言って、毎月追い掛けているところである。

須田委員

設備投資の下落について、その背景も含めて、これまでよく分からなかった部分に関しては、少し戻したことで、不安感はなくなったということなのか。もう一つは、企業収益が凄く良い背景として、外需だと言った時の中身なのだが、そこは輸出なのか、あるいは海外で稼いでいるのか、その内訳はどうなのか。GDPベースでみていると、アメリカの収益は、昨年の4~9月までのデータでは、結構バランス良く収益を挙げているなという感じがしている。

出沢国際局長

GDPは、GNPと違うというところがある。それから、いわゆる株価でみている企業収益は、海外で稼いでいる部分がしっかり出ているので、そこは少し動きに差があるのだろうなという気はする。企業収益について、業種別にみると、何が意外と堅調であったかというのは、ご存知だと思うが、サービス部門である。国内の個人消費、あるいは非製造業が予想外にというか、増益を維持あるいは上振れしているということが効いているので、足許までではあるが、話としては繋がりがあのかなと思う。先行きについては、引き続きどうなるか分からないというのが正直なところである。それから、先程の説明でもしかしたら誤解があったのかもしれないが、設備投資に対する不安感が解消したというところには当然っていない。引き続き数字はそんなに強い数字ではないのである。ただし、どんどんいくのかなという不安感については、取り敢えず問題はひとコマだけ先送りできたかなということである。1~3月のGDPを確認できたということと、その分析の中で先程申し上げたようにソフトウェアというかIT関連というアメリカの主軸が揺らいでいないというところが、一つの安心材料

であるということを申し上げたつもりである。

野田委員

設備投資については、収益が良いからというご説明があったが、先程の金融市場局の説明のように、収益が設備投資に回りにくいというか、自社株買いだとかに回るという局面もある。収益の良さが設備投資に繋がるといのは、我が国のようなケースであって、米国にもそのまま通じるのかどうかという感じがしているが、その点は如何か。

出沢国際局長

前月のブルーチップのアンケートで——今月はこの項目はなかったのだが——、「なぜ先行きの設備投資が弱いとみているか」に対する回答として、1、2、3、4、5と挙げた中に、自社株買いというのがあったと思う。それが効いているというのは、多分事実であると思うが、企業家が設備投資をする時に、期待収益率が高ければ、いわゆるキャッシュポジションは借入れによって補える訳である。であるから、収益が上がって、それを自社株買いで使ったので、残った資金が足りないという理屈は多分ないのだと思う。やはり、収益の良さ自体が、企業家のマインドを高めているから、それはそれでストレートに効くので、自社株買い要因というものは、それ程設備投資関数の中で効くのかなと、個人的には少しくエスチョンマークを付けている。

岩田副総裁

その設備投資について、資料-3（参考計表）、図表 4-4 であるが、非国防の資本財（除く航空機）とコンピュータ・電子機器受注となっていて、ソフトウェアが入っていないのだが、受注も出荷も大体同じ動きなのか。

出沢国際局長

然り。

岩田副総裁

前年比でみる限り、なんとなく下降トレンドというか、これだとほぼゼロのところきている訳である。前期比と前年比は、勿論、時々違う動きを示すのだが、IT関連がちゃんと戻ってきていると言える程、本当に強いのか。この図をみる限りでは、今一つ不確かな感じがするのだが。

出沢国際局長

先行きについて絶対大丈夫というのは私もないのだが、例えばこのグラフで申し上げると、1998年のところから下りに入って、沈み掛けたものの立ち上がっている。この背景は分析していないのだが。勿論、2001年の時は、下りに入ったらずっと奈落にいったということで、何とも一概には言えない。ただ、先程ご説明したグラフでみると、ITというのは、このグラフで出てくる程にはそんなに弱くはない。

岩田副総裁

そこは、少しギャップを感じている。

出沢国際局長

構成として、ITが50%で、その中に占めるソフトウェアの割合は実は20%である。従って、今、全体の1割は実はソフトウェアの動向に影響を受けているということである。そこが遅行的にしかみえていない、あるいはこのグラフの受注ではみえないということがあるので、判断する時には、若干留保しなければならないのかなと思っている。

西村委員

一つの見方としては、ソフトウェアのエンプロイメントの動きを多分みていけば良いと思うのだが。多分手許にはないと思うが…。

岩田副総裁

エンプロイメントか。

西村委員

というのは、この前の話であったかと思うが、アメリカは設備投資のかなりの部分を事実上アウトソーシングしてしまっているという議論があった。もしそうだとすると、国内のソフトウェアのエンプロイメントが、他の時期と比べ、かなり弱くなっている可能性があるのでは、それでチェックできるのかなという気がする。あと、もう一点、少しマニアックだけれど、重要な点であるのでお伺いしたい。アメリカのCPIについて、今回は、要するにシェルターが下がったのだが、シェルターが下がったのは、民間家賃が下がったのか、帰属家賃が下がったのか。ここはかなりクルーシャルなのだが如何か。多分、細かい数字は調べればどこかで調べられるのではないかと思うが、それをお願いしたい。

岩田副総裁

そのインフレに関して、資料-3(参考計表)、図表4-6に、ユニット・レーバー・コストの動きが出ているが、第1四半期は凄く落ちついて、これはインフレにとっては凄く良いニュースだと私は基本的には思う。ただ本当にこれをそのまま受取って良いのかどうか。不確実性があるのではないか。つまり、労働コストの方は計っているものであるからあまり間違いはないと思うが、生産性の方は計算して出しているものなので。GDPの統計は前年比でみているのだろうが、今度改訂が恐らくある。しかも下方改訂で、年率だと半分位になるのではないかという説もある。特に輸出入のところでは輸入が3月多かったとか、在庫のマイナス寄与が大きくなるかということである。そうすると、生産性のところも当然縮む訳である。ユニット・レーバー・コストは、ここでみると1%位に急にシュリンクしたように見えるのだが、実質GDPの方が半分位に縮むとすると、それ程は下がってないのではないかという気もするのだが如何か。

出沢国際局長

別の次元からの答えになるかもしれないが、つい5か月位前に比べ、この統計は凄く変わってしまい、今までのストーリーは何だったのかということがあったので、今は非常に慎重にみたいと思っている。単月の動きだけではなく、あるいはおっしゃられたようなベースとなる統計の改訂状況とかをみながら判断していきたいと思う。他のマイクロ情報、先程申し上げたような時間当たりの賃金など、確かにインフレの面から好材料というのはあるのだが、あれも単月の動きということであるので、その辺り、色々と合わせたところでのジャッジメントになるのかなと思う。

堀井理事

私自身、第1四半期の労働コストのところをみていないのだが、確か記憶によると去年の第1四半期で上がったのは、オプションのエクササイズである。先程、出沢国際局長が言った改訂の大きな部分はそこである。従って、今回の第1四半期もオプションのところが正確に推計されているのかどうか。そこが暫くして上にリバイスアップされる可能性はあると思う。

出沢国際局長

今年から、半期に集中しなくてばらしたのである。そうすると今年の分はレベルが低いため、前年比が下がる。

岩田副総裁

そうすると、前年比でみると大分パターンが違ってくる。

福井議長

宜しいか。それでは、いつものとおりここでショートコーヒーブレイクを取りたいと思うが、中途半端な時間なので30分に再開する。

(15時22分中断、15時30分再開)

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

3. 国内経済情勢に関する報告(資料-4)

早川調査統計局長

それではお手許にある資料-4(参考計表)と本日お配りしている資料-4(追加図表)、この二つを使ってご説明して参りたいと思う。月次の計数については、前回の会合で結構消化してしまっているのだが、一応おさらいも兼ねてざっと数字をみて参りたいと思う。まず、(参考計表)の図表4、貿易統計だが、ご覧のとおり輸出は引き続き順調に増加していて、その一方で、輸入サイドは極く緩やかな伸び、ないしはほぼ横這いというような動きが続いている。図表5、第1四半期の実質輸出の伸び率は前期比3.0%の増加であった。地域別の動きもこれまでご説明してきていることと基本的には変わっていない。米国向けがさすがに去年の第4四半期、今年の第1四半期と小幅であるが減少している一方、それ以外は総じて堅調な増加が続いている。ヨーロッパも堅調であるし、アジアも堅調である。特に中国向けがここ3四半期は異常に高い伸びになっている。それから、このところやや弱めであったNIEs向けの輸出も増加している。その他地域も相変わらず順調ということである。そういう意味では、日本の輸出は、アメリカは減速しているのだけれども、それ以外の地域が比較的しっかりと成長をしており、世界全体としてまずまずの景気拡大が続いているということなので、それをそのまま素直に現わしているような姿になっているということである。財別についても、軒並みほぼ順調な増加だと思っている。自動車も米国向けは減っているが、それ以外のところは伸びているので全体では増えている。数字上は消費財のところは少しマイナスになっていて、実はヨーロッパ向けが減っているのだが、これはどうや

らヨーロッパでの新工場の立ち上がりに伴って消費財の輸出が減り、その代わりに資本財とか情報関連が増えているということであって、組み換えれば良いということかと思っている。それから、図表 16、企業収益であるが、証券会社の予想は(1)にあるように 2006 年度実績も高い伸びであり、2007 年度も順調に増えるという予想になっている。現在進行中の企業業績の実績及び予想ということについて申し上げますと、ご承知のように、まず 2006 年度の実績に関しては日経の中間集計でも二桁の増加となっていた。これは去年の今頃がほぼ横這い、3 月短観でも 6、7%の増加だったのでそれと比べるとかなり上方修正されている。一方で、2007 年度の企業の業績予想については、ほぼ横這いと、去年と同じような感じになっている。先程中曾金融市場局長からもあったように、このような予想であるので、市場では、ややディサポインティングだと受止められているということである。

(追加図表)の図表 12、設備投資関連であるが、足許出ている数字は少し弱いものが多い。まず<先行指標等>の資本財出荷は、本日 3 月の生産が確報となって少し数字が変わっている。1~3 月の資本財出荷は -1.4%と書いてあるものが -1.2%に変わったが、基本的にはマイナスであることは変わらない。建築着工も基本的には私共は高水準横這いだと思っているが、ご覧のように、3 月に限ってみるとかなり大きく減少したために、1~3 月でも減少になっている。さらに、昨日、やや人騒がせな機械受注が出たが、3 月前月比は -4.5%、1~3 月でみて -0.7%だった。これは季節調整が変わっているので過去の数字も変わっているのだが、7~9 月に結構落ちて、その後 10~12 月、1~3 月は横這いということである。それ自体はそれ程驚くべきものではないが、「注」に書いているように、4~6 月の見通しが -11.8%と、非常に大きなマイナスになったということである。従って、数字全体でみると、設備投資は少なくとも伸びが減速しているということは間違いないと思うが、ではどれ位減速しているのかということについては少し慎重に考えた方が良くかなと思っている。と言うのも、この数字を単純にみれば、かなり減速している、我々が想定

していた以上に減速しているというふうに見えるのだが、その一方で、前回ご紹介させて頂いたように、例えば企業行動アンケートをみると、企業の設備投資に関する先行きの見方は結構強い訳である。それから、3月短観は元々比較的強めにスタートし、その後、この連休を挟んで企業の設備投資計画の上方修正というのが新聞報道で相当出てきている。これを考えると、設備投資は恐らく弱くないのではないかと考えている。従って、スピードの減速は間違いないとは思いますが、どれ位かというのは、この数字をもって単純に「かなり減速している」と思わない方が良くもしいかなと思う。実は気付いたのだが、去年の同じ時期にもやはり同じようなご説明をした記憶がある。思い出して頂くために図表 13、設備投資の資本財出荷であるが、ご覧のとおり落ちてきているところは去年の1~3月である。これは後程、生産のところでも申し上げるが、どうしても一般機械とかが期末に落ちる癖があるということが一つある。それから図表 14-2、機械受注も実は1~3月は僅かであったがマイナスだった。それに加えて、4~6月は実績が上に上がっているのもうみえないが、当時の4~6月の予想というのはかなりのマイナスだった。(2)のグラフは、前からいらした方はご記憶ではないかと思うが、いわゆる内閣府から出てくる業界見通しの数字をずっと書いている訳だが、これをご覧頂ければお分かりのとおり、4~6月の見通しというのは6年連続マイナスである。しかも、その後の実績は見通し対比かなり大きく上振れている。ここ4、5年の平均だと10%位は上振れる傾向がある。現に、去年もかなり大きなマイナスだった後、実際には4~6月が一番強かったということである。今回は、やや技術的ではあるが、この見通しについて内閣府の方で実現率修正というのが行われていて、この実現率修正でも、今回、かなり数字を抑え目に出すような修正が掛かっているのもう、これらを合わせて考えると、どうもこの機械受注の見通しが弱いから実際も弱いだらうというふうには考えない方が良くはないかと思っている。実際は先程ご覧頂いたように、結果的には資本財出荷は4~6月に伸び、機械受注も伸び、そして6月短観の設備投資の結果は強かったということである。勿論、こういう数字が出ているの

で、少し設備投資関連の数字を丁寧にみておきたいと思うが、この数字だけではあまり慌てない方が良くも思っている。中小企業まで含めると、6月短観を待たなくては行けないが、多分、今月末か来月初位に日経新聞が上場企業の設備投資計画を纏めると思うので、少なくともそこまでみた方が良くも思っている。

(参考計表)の図表17、個人消費関連であるが、3月はどちらかと言うと、寒の戻り等もあって、百貨店、スーパー等がやや悪かった。しかしながら、1~3月で括ってみると、自動車以外はほとんど軒並み前期比がプラスになっている。家計調査等についてもやはりプラスである。この結果、図表20、私共の消費包括指数は3月時点で前期比+0.8%、内閣府の消費総合指数は+1.0%であるので、明日のGDPでもこの個人消費が比較的全体の数字を押し上げるのではないかとされている。ただし、多分GDPでみると2四半期連続でかなり高い個人消費の伸びになるとはいえ、それをもって個人消費が強いかというと、ちょっとこれも疑問がある。やはり7~9月に結構落ちたのでその反動で2四半期位高く出ているだけであって、今後とも高い伸びをするかということについてはクエスチョンマークだと思っている。実際、4月も——まだ確たることは分からないが——ご承知のとおり寒かったということもあって、百貨店とかはあまり良くなかったというふうに聞いている。図表22の住宅については一言だけ申し上げる。1月、2月と住宅着工の数字は少し弱めだったのでいかなることかと思ったが、結局3月は再び130万戸に戻った。やはり基本的に住宅というのは振れやすい統計で、その振れを伴いつつも緩やかな増加傾向にあると思っている。

図表24、鉱工業生産であるが、先程確報が出ており少しだけ数字が変わっている。例えば1~3月の生産は-1.4%と書いてあるが-1.3%である。出荷は-0.5%、在庫は-2.0%ということなのでそれ程大きな違いはない。結果的には生産は私共がみていたよりも少し大き目に減少したということである。この点は前回会合時に申し上げたと思うが、何が大きく効いたかということ、資本財関係というか大物の機械類あるいは一部建設財の

大物の減少ということである。これについては図表 26 をご覧頂きたい。資本財と建設財の一番右端のところがかくんと落ちていると思うが、実は去年の3月も同じようなことが起こっていた。どうしても資本財には、大物といわれる印刷機械とかボイラー、タービン、建設財にも橋梁という非常に振れが大きいことで有名なものがあって、そういったものが落ちているので、かなり一時的な色彩が強いと思っている。それから先程、季節調整後でも変な癖があると申し上げたが、どういうことが起こっているかという、例えば一般機械などをみると、3月の稼働率の原計数が143.幾つという数字である。季節調整後でも125なので相当高い稼働率なのだが、3月というのは従来であると物凄く作る月である。その140.幾つというのは多分実際には本当に手一杯なので、140.幾つ作ったのに生産は減ったというふうに統計上はカウントされてしまっているということが起こっている。逆に言えば、4月辺りは結構反動が出るのではないかと考えている。因みに、図表 24、生産予測指数であるが、4月、5月はそれぞれ1.5%、1.4%増加の見通しであり、6月を横這いで計算すると4~6月の生産は2.5%増える計算になる。本日の確報から計算すると2.5%の増加ということである。私もさすがに2.5%は増えないとされていて、恐らく1%少し位ではないかと思うが、いずれにしても10~12月が何分にも大きく増えて、1~3月の減少は少し大きめだったが、4~6月は再び増えるということであるので、生産は基本的に増加基調だと思っている。図表 27、在庫循環であるが、基本的には従来から申し上げていることと変わっていない。全体としては比較的バランスの良い状態にあって、10~12月に在庫が増えた輸送機械の在庫が減ったというのが1~3月の在庫減少の主因である。ただし、従来から問題になっている電子部品・デバイスを見ると、相変わらず在庫の過剰な状態が続いており、生産・出荷は基本的には横這い圏内なので、それ程大きく足を引っ張っている訳ではないが、ある種の在庫調整が続いているということである。中身を見ると、今回の問題を最初に引き起こした携帯電話関連は少し在庫調整が進んでいるような感じがする一方で、やはりパソコンの売れ行きが良くないせいか、メモリー等

の半導体の在庫が少し増えているというのが直近の動きである。大きな調整になるとは思わないが、まだ暫く、こちらはやや足を引っ張るような動きになりそうな感じはしている。

図表 28、雇用関連であるが、職安及び労働力調査については従来申し上げていることとあまり変わらない。有効求人倍率は3月も1.03倍と低下してしまった。実際、新規求人も前年比でマイナスになっているが、これはやはり例の労働局による求人適正化の影響が相当に大きいと思っている。実際、足許でみても、依然として求人が減っているのは関東というか東京と神奈川が中心という状態が続いている。従って、求人倍率は東京でどんどん下がっているという信じられないような数字になっている。そのため、実勢がよくみえないのが困るのだが、いずれにしても労働市場は企業から聞く限りは引き続きタイトな状態にあるということだと思っている。労働力調査については、ご覧のとおり最近の特徴は失業率が4%位で横這いということである。あまりどんどん下がらなくなっている。ではどういうことが起こっているかということ、前にも申し上げたように、労働力人口がこのところ前年比でどちらかと言うとプラスが続いているという感じである。生産年齢人口が1%弱減っている中で労働力人口はプラスということであるので、労働参加率は上がっているという感じである。雇用者数は1%強平均で伸びているが、それはどこからきているかということ、失業が減る形ではなくて、労働参加率が上がっているのである。すなわち、女性が労働市場に入ってくる、ないしは高齢者が労働市場から出て行かないという形で補給されているというのが最近の動きである。最後に毎勤統計であるが、毎勤統計はご覧のとおり、常用労働者数は前年比でみて7~9月で+1.3%、10~12月で+1.4%、1~3月は+1.5%という形で、むしろ労働力調査以上に幾分堅調に増加している。その一方で賃金は相変わらず弱い動きが続いていて、所定内給与も引き続きマイナスになっている。ただし、前回少し申し上げたが、図表 30 の(2)、パート比率であるが、前年比で見るとこのところまた少し上がっている。勿論、この1月に標本の入れ替えがあつて、それが影響しているとも思うが、それを含めて考えて

も、やはり少し上がっているという感じである。これに加えて、先般申し上げたように、特にパートの部分で労働時間が短くなっている。従って何が起きているかという、恐らく、労働者を頭数で数えた労働投入を過大評価している。一方で、一人当たりでみた賃金は少し過小評価していると思う。因みに、人・時間で計った労働投入量でみると、1~3月の増加はもっと小さいし、それから一人当たり所定内給与ではなく時間当たりの所定内給与でみると、僅かではあるが、現在マイナスのところプラスに転じるということである。ただし、少し今迷っているのは、この動きが基調的な部分と一時的な部分と両方あるのではないかということである。基調的な部分というのはどういうことかと言うと、これは先程から申し上げているように、労働参加率を上げる形で雇用を稼いでいる。労働参加率がどこで上がるかという女性と高齢者で上がる。ただ、女性と高齢者が、例えば40歳男性と同じ時間数を働くかという多分そうではないので、供給面から考えても、労働時間は短くなる可能性はあるということである。それからもう一つは、制度論から申し上げて、例の団塊世代の退職が始まっている訳であるが、60歳以上の再雇用の場合、これはパート形態で時間数を短くするという慣行がかなり一般的である。こちらの場合もやはり時間が短くなり、給料は下がるということが起きているので、そういうことが起こったとするとかなり基調的な部分である。ただ一方で、そうは言っても4月に新卒が入ってくる訳である。従って、その前はやはり全部パートで賄わなくては行けないといったことが起きているのかもしれないので、4月になるとパート比率がもう少し落ちるかもしれない。従って、この両方のどちらが効いているか、少し分かりにくいのだが、そういう意味では、もう一月、二月、統計をみれば分かるかなというふうに思っている。

(追加計表)の図表33をご覧頂きたい。国際商品市況であるが、ご承知のとおり、この1月、2月位は原油価格、あるいは非鉄の特に銅辺りがかなり下がった訳であるが、足許はいずれも上昇している。図表35、国内商品市況も同様で、元々国内商品市況は鉄鋼その他内需絡みがずっと上

がっていた訳であるが、それに加えて、足許は非鉄、それから石油が上がっているということで、国内商品市況はかなりの勢いで上がっている感じになる。この結果、図表 36 であるが、一昨日、C G P I が出ているが、3 か月前比でみて 3 月はちょうどゼロだったものが、4 月は+1.1%と、ほとんど去年の春夏と同じ位の上昇率に戻っている。勿論、内訳として一番大きいのは、(2)のグラフでご覧のとおり、非鉄と石油で、特に非鉄の寄与が大きい感じである。ただ、こういう寄与度では見えにくいのだが、細かくみると、4 月単月は 0.8%上昇していて、その中ではかなり消費財も含めた最終財が上がっている。これはウエイトが小さいし、変化幅も小さいので寄与はほとんどないのだが、細かくみるとそういったものが出ており、やはり年度替わりということで、こうしたものの価格上昇がみられている。C P I でも、もう少しそうした動きがみられてほしいのだが、少なくとも C G P I の段階ではみられたということである。C P I については、前回比較的丁寧にご説明しているが、一応(参考計表)の図表 39 をご覧頂くと、3 月の全国の C P I は前年比-0.3%ということで、前年比のマイナスがかなり大きく拡大した。図表 40 で、特殊要因を除いた部分をご覧頂いても、-0.12%から-0.31%へとかなり大きくマイナス幅が拡大している。ただし、先般前田調査統計局参事役が申し上げたように、-0.3 というのは実は四捨五入の影響が大きくて、実際には-0.2 に近いということである。実はこの「特殊要因除く」というのも若干それに影響されており、ここも 0.1%位落ちたということである。その 0.1%落ちたのは基本的に携帯電話の通信料——ダブルホワイトプランの部分——と、それから航空運賃の割引料金適用、これでほぼ説明できる感じである。それらに加え、特殊要因のところで石油製品のマイナスが拡大したというのが、基本的に 3 月に起きたことである。そう考えると、4 月はどうなるかということ、特殊要因のところが 0.1%弱位プラス方向になる。石油製品のマイナス幅はもう拡大しない。それから電気は若干プラスになる。また、去年 4 月に診療報酬が下がっていたのでこの裏が出るという形で、0.1%位出る。一方、航空運賃の割引適用というのは一月だけの話なので、足許

3月の実勢が-0.2%強だと考え、これらを合わせて単純に計算すると、-0.1%位にはなるのではないかと考えており、一応それを中心に考えたいと思っている。図表41、4月の東京であるが、確かに3月の-0.1%からゼロには戻ったのだが、正直言って年度替わりでのサービスの上昇はあまり目立ったものがなかった。勿論、東京に関しては、去年4月は比較的上がったので、その影響もある訳だが、先般、野田委員がおっしゃられた「やや残念な感じの数字」であったということである。従って、東京がもう少し上がっていれば全国はゼロもあり得るかなという感じだが、一応現時点では-0.1%位を中心にみておきたいと思っている。

以上、景気については、見掛け上は先程申し上げたように個人消費が頑張っていて、その一方で生産が1四半期ではあるがマイナスになり、設備投資関連の指標で弱い数字が纏まってあるので、見掛け上は家計部門が比較的頑張っていて、企業部門がかなり減速しているというふうに見える。確かに方向としては我々はそういうことを考えている訳である。すなわち、いずれ企業部門が少し減速していき、家計部門が少し強くなっていくと考えている訳であるが、足許の数字をみてそういうことがかなりはっきりと起こっていると考えるのは少し危険だと思う。むしろ、個人消費はあくまで7~9月に弱かったことの反動部分が大きいと思うし、それから、生産及び設備投資は、色々申し上げたが、各種のトリッキーな要素が重なっていると思うので、やはり設備投資計画などをみながら実勢を判断していった方が良く思っている。私からの説明は以上である。

福井議長

ご意見、ご質問等があれば、どうぞ。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。(参考計表)の図表20で、先程、包括指数の話があったが、(2)の消費財の総供給でみると、第1四半期は少し落ちているような気もするのだが……。

早川調査統計局長

落ちている。

岩田副総裁

前期比だとどのような伸びになっているのか。

早川調査統計局長

これは、実は結構効いているのは、確か車と、あと…。

前田調査統計局参事役

暖房器具とか。

早川調査統計局長

車と、暖冬だったのでエアコンが落ちている。

岩田副総裁

エアコンか。

早川調査統計局長

それから、輸入関係も10～12月に結構増えた後、1～3月は落ちているので、消費財総供給で見ると、10～12月のかなり高い伸びの後に1～3月は落ちた、そんなイメージである。

岩田副総裁

そうすると、前期比マイナスか。

早川調査統計局長

然り。

岩田副総裁

前期比マイナスだな。2%位落ちているのだな。

早川調査統計局長

然り。包括指数とか総合指数でプラスが出ているのは、一つは勿論、家計調査の需要要因があるのと、それからサービス系が数字を押し上げているということである。実際、我々が普段みている販売統計をみても、財に関しては、家電以外は実はそれ程たいしたことがない。サービス系は比較的ずっとしっかりしているので。

岩田副総裁

サービスは今6割位あるのか。

早川調査統計局長

然り。統計のカバレッジの問題はあるが、サービスが稼いでいるということであり、長い目でみると、高齢化のトレンドを考えると、やはりそういうことなのだろうなと思う。

須田委員

設備投資であるが、いつも短観で最後の方になると、その年度から次の年度に繰り越すというのがある訳だが、それは今年も起こるのか。

早川調査統計局長

起こると思う。ただ、これまでに比べると、例えば大企業の設備投資は比較的進捗が進んでいるので、従来程ではないと思う。ただ、ご承知のように、元々3月時点の設備投資計画は製造業、非製造業とも、まあまあだった。それから従来程ではないが、例によって、実績値が下がって一部繰り越されるという傾向はある。その反射効果として本年度の設備投資計画を

押し上げる可能性がある。合わせて、最近新聞報道等をみると、やはり投資計画の上方修正はかなりあるので、それらを考えると、投資計画は割と強いかなと思っているということである。少し細かいことを申し上げると、最近、機械受注というのは足許だけではなくて全体的にあまり強くない。どちらかと言うと設備投資は、比較的早い段階では、製造業の加工業種中心に出てくるのだが、これは素直に機械受注に反映されるので、前半の機械受注は凄く強い。一方、後半は、主体が製造業であれば素材系に移り、それから非製造業に移ってくる。今回も恐らく短観等をご覧頂いても非製造業が結構大きい訳である。そうすると、なかなか統計に上手く表われてこないのが多くなる訳である。例えば高炉が巻き替えを行っても、その時に機械受注が立つかという多分立たないのだと思う。電力が設備投資を行い、送電線を変える場合、これは資本財出荷には電線ケーブルとして出てくる訳だが、機械受注には出てこない。恐らく建築着工にも出てこない。こうしたものがどうしても増えてしまうので、ある意味では、投資計画をきちんとみないといけないかもしれない。

須田委員

消費であるが、4月は天候要因があって弱かったという…。

早川調査統計局長

弱かったかどうかは分からない。弱いのではないかなと思っている。

須田委員

その後ゴールデンウィークはやはり天候要因が…。

早川調査統計局長

直近では、少し良いらしいというふうには言われているが、まだ5月に入って最初の話しか聞いていないので確たることは分からない。ただ、いずれにしても、天候要因で少し良くなったり悪くなったりということは、

基本的にその程度だということである。要するに本当に悪いという訳でもないが、本当に良い訳でもない。繰り返しになるが、確かにGDPをみると、2四半期連続プラスで強いなという感じがするが、それは本当にそうなのか。逆に、少し企業周りの数字は足許だけみると弱めにみえてしまうが、実はそれ程減速していないかもしれない。少しそういうふうに見ておいた方が現時点では良いかと思っている。

中村委員

前回話題になったが、アルバイト比率が高まっているが、アルバイトはなかなか関東などでは集まらず賃金も上昇していると言われている。マクドナルドなどはアルバイト確保のために、ウィークデーは都心の店舗で、それから週末は家の近くの店舗で働きたいというニーズにも応じたり、あるいは主婦を駆り出すために2時間とか短時間での就労など、雇用の形態を非常に多様化させている。一方では所定内給与は減少しており、岩田副総裁だったか、所定内給与水準の実態を検証するには時間当たり賃金をとったらどうかという話があったが、こうしたことは明確に時給面ではトレンドとして出ているか。

早川調査統計局長

学生連合会などが出しているアルバイトの時給というのは明確にはなくて…。

中村委員

これはあくまでもアルバイトだけの…。

早川調査統計局長

アルバイトの時給である。

中村委員

あくまでもアルバイトしか出ない訳だな。

岩田副総裁

全部出れば良いのだが。

早川調査統計局長

毎勤統計であれば、その中で時間を調整して計算できるが、アルバイトの時給は明確に上がっている。それはご指摘のとおりで、最近、例えば外食とかでも若い人ではなくてかなり中高年の人が働いているのを多くみかけるが、多分そういう状態になってきているのだと思う。

岩田副総裁

図表 30 にパート比率があるが、統計上の扱いで少し質問がある。パートタイムワーカーと、フルタイムワーカーとに一応分けられるが、このフルタイムワーカーが、さらに正社員とそうでないものに分けられるのか。その場合、正社員との違いは何か。

早川調査統計局長

この統計で厳密な意味で正社員という概念はない。

岩田副総裁

統計上はないのか。

早川調査統計局長

期間の定めがない一般の労働者という形である。

岩田副総裁

期間の定めがあるとそれはパートタイムワーカーになる訳か。1週間と

か……。

西村委員

これは難しいのだが、まず、労働力調査と毎勤とは違うのである。

岩田副総裁

違うな。

西村委員

労調の方は、確かパートかどうかというのはどう呼ばれているかということである。

早川調査統計局長

労調は、自分がどう思っているか、である。

岩田副総裁

自分がどちらと思っているか、ということか。それではなかなか区別が難しい。ただ、社会保障上、正社員とそうでない人の扱いをどうしようかと、今法案の関係でやっていて、なるべくパートの人も——事実上、正社員のように働いている人は——正社員扱いにするという内容だと私は理解している。そうすると概念上は区別がある訳である。つまり、企業側からすると、フルタイムで働いてもらっている人でも、社会保障の経費まで負担する社員と、それからそうではない人という区別がある。今、派遣などでもフルタイム以上に働いている人は結構いる。若い人でフルタイム以上に働いていて、でも扱いは正社員ではないという。

西村委員

毎勤の場合、パートというのは時間でみているので、フルタイムで物凄く働くのは、それは……。

岩田副総裁

毎勤統計では、フルタイムはイコール正社員か。

早川調査統計局長

正社員とか言わず、沢山働いている人が一般労働者としてカウントされている。

岩田副総裁

「一般」というふうに書かれているだけか。

須田委員

正社員の定義は本当になされていない。企業が正社員と言っている者が正社員で、あとはその他しかなくて、正社員の中にパートタイム労働者とフルタイム労働者がいる。

岩田副総裁

両方いる。

須田委員

正社員でない人も、フルタイムとパートタイムとに分かれている。だから四つに分かれている。

岩田副総裁

なるほど。そうすると、いわゆる正規雇用で社会保障まできちんと受けられるという人だけ上手く統計上で出すことはできないのだな。

早川調査統計局長

難しい。それは上手くとれない。

福井議長

毎勤と労調でどう違うということであったか。

早川調査統計局長

申し訳ない、担当者には何か表を用意してもらわないと…。

西村委員

不正確なことを言うてはいけないので。

福井議長

後でよいので、一度整理してもらいたい。

岩田副総裁

パート比率というのも、私は少し微妙な話があると思っている。つまり、高齢者が退職して、これまで社会保障まで受けられる、そういう意味での正規の社員だった人が、今度は時間が減るのかどうか、また、その人が1週間まるまる働くかどうかは分からないが、ステータスは違う訳だな、恐らく。

早川調査統計局長

先程から申し上げているが、図表 30 で、パート比率は去年の終わり位からやや急に上がり始めているが、これは一つは標本が今年の1月に断絶しているのでその影響かもしれないことと、それから去年の終わり位から団塊の世代が退職して再雇用が増えているので、その再雇用の人達がパートでカウントされているとすれば、それは効いているかもしれないということである。それから先程言ったように、4月に新卒が入るまで何とかパートで泳いでいるといったことなど、色々なことが重なっているので、この動きがどこまで基調的なのかどうかはまだ少し分かりかねている。いずれ

にせよ、足許の数字に関して言うと、こういった動きが一人当たりの賃金を押し下げ方向に、見掛けの人数を押し上げ方向に働いているということである。

福井議長

契約雇用であっても同じ労働時間であれば、普通の認識としてはフルタイムワーカーということだな。もしその時にフレックスタイムだったりすると…。

西村委員

短い場合はパートタイム。

福井議長

フレックスというのは長いか短いかわからないのではないか。

岩田副総裁

トータルで決まっているのではないか。

福井議長

トータルで同じであればフルタイムということか。

早川調査統計局長

そうだと思う。いずれにせよ、色々なものが変わっていくと、統計というのは結構難しいことが沢山出てくる訳である。例えば、先程の派遣などが増えてくると業種別の労働者数などは困ってしまう。

岩田副総裁

派遣業だけが増えてしまう。

早川調査統計局長

然り。派遣業が増えてしまうので。

岩田副総裁

サービス業だけ増えてしまう。

早川調査統計局長

非製造業、サービス業だけ増えていく訳である。一方、製造業が減っている。でも、その派遣はどこで働いているかという点、実は製造業の現場で働いているという。

西村委員

その問題は、今、明確にしようとしている。事業者レベルでやる場合にはやっている。ややこしいのだが、工場の中に派遣の人達がまた一つの事業所を持っていると仮定してやるという考え方である。従って、事業者レベルでやっている場合にはきちんと分けられるが、企業レベルでやる場合には、それはもう仕方がない。

福井議長

一応、毎勤統計と労調でどう違うかという位は、この際、整理して欲しい。今後混乱するので。

早川調査統計局長

戻れば直ぐ分かるのだが。私も直ぐ分からなくなるので、後程。

前田調査統計局参事役

先程あったように、労調については、自分がどう呼ばれているか、ということである。

岩田副総裁

自分がどう呼んでいるか、ということか。

前田調査統計局参事役

自分が正社員なのかパートなのか、である。

岩田副総裁

自分が決めていると。

福井議長

働いている人が。

野田委員

労働者が、ということだな。

前田調査統計局参事役

労働者に聞いているので。労働者が自分がパートであると言えばパートである。

福井議長

それは毎勤か。

早川調査統計局長

労調である。

前田調査統計局参事役

毎勤の方については、基本的に常用労働者ということで、それで一般労働者かパートかに分けている。そもそも常用労働者の定義というものは、期間の定めなく雇用している、あるいは確か月に20日か22日だったと思

うが、それ以上雇用されている、というものである。パートか一般労働者かについては、パートは一般労働者よりも短く働いている者、ということで、厳密に何時間以下というふうには決まっていない。

岩田副総裁

そうか。

前田調査統計局参事役

従って、企業によって考えが違う。

岩田副総裁

違ってくるのか。

野田委員

もう一つ余計なことを聞くようだが、委託と派遣とは統計上変わってくるのか。今、業務委託と派遣について、色々問題になっているが。

早川調査統計局長

請負というのは、結構統計上厄介な存在である。派遣は明確に派遣業のところでカウントされているので良いのだが、請負が実際どうカウントされているかはよく分からない。

野田委員

分からないか。

早川調査統計局長

よく分からない。工場の中に一角があって、これをどこかが請け負っているケースというのは。

野田委員

そういうケースがどう反映されているのか分からないということか。

早川調査統計局長

然り。そもそも労調であればたまたま当たった人がどう答えるか次第のところがある。一方、毎勤は事業所ベースの統計であるが、例えば派遣業者というのは、それはもう事業所として当たっているので問題ないのだが、請負で、工場の中に一角があるような場合、これが事業所統計調査できちんと事業所としてカウントされていないと反映されないという可能性があるので、本当に上手く取れているかどうかよく分からない。

西村委員

事業所をそういう形で、いわば擬制的に中に入れるというのは新しい考え方であるが、毎勤がやっている事業所統計ではまだそれはできていないと思う。だからそういう意味では抜け落ちている。

野田委員

今のところはそういう理解をしておいた方が良いのだな。

西村委員

そう思う。請負というのは当然のことながら事業所がどんどん変わっていくので、きちんとトラックできるかどうかというのはかなり難しい問題がある。そもそも請負業者には、それなりに大きな問題があるということは確かである。しょっちゅう会社を潰して、新しい会社を作りながら動かしている会社もあるので。

野田委員

この統計に限らず、やはり市場の構造変化になかなか追いついていないということが問題だということだな。

早川調査統計局長

それはどうしてもそうなる。

野田委員

これはもう仕方がないのだな。

早川調査統計局長

ご記憶があるかもしれないが、商業販売統計が 2001 年の時に形が変わってしまった。ずっと下がっていたのが下がらなくなってしまったのだが、あれなども典型である。また、例えばこのゴールデンウィークに新丸ビルとミッドタウンができた訳だが、あの部分は基本的にいかなる統計にもカウントされていない。

水野委員

人出が多かったのに。

早川調査統計局長

それぞれ百数十万人集まったというのに一つも。

須田委員

有効求人倍率というのは、これは職安だけの数字か。

早川調査統計局長

然り。

須田委員

今若い人をみていると、インターネットで職探しをやっているようだが、そういうものの影響というのはないのか。

早川調査統計局長

一頃、我々は職安以外に求人雑誌の広告件数をみていたことがある。ところが、一頃、求人雑誌が一番負け組みになってしまった。なぜかという
とインターネット化が進んだからである。そのインターネットについては
あまり良い統計がない。一方で、実はハローワークというのは割とイン
ターネットを活用している。従って、ハローワークは割と頑張っていて、
むしろ求人雑誌が一番落ち込んでいる時期があったので、結局、引き続き
求人倍率をみているということである。職安などをみていて大丈夫かとい
うのは、10年も20年も前から言われることなのだが、少なくともこれま
ではこの統計というのは割と全体として良い動きをする数字だった。ただ、
今回に限って言うと、先程申し上げたように地域別の数字などが明らかに
普通の常識と違うような動きになっている。

野田委員

知識不足なのだが、須田委員のおっしゃるインターネットというのは個
人が会社に、ダイレクトにインターネットでアクセスするということか。

須田委員

然り。

早川調査統計局長

だから求人もインターネットで山程出ているはずである。

福井議長

そろそろ宜しいか。それでは金融環境について、稲葉理事、雨宮企画局
長から願います。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

雨宮企画局長

お手許に、今日お配りした「金融環境の現状評価」参考計表(その2)があるかと思うが、先にそれから始めて、その後、事前にお配りしてある資料に戻らせて頂く。昨日夜に社債残高の数字が、かなり大幅に改訂され、少し数字が変わったので配り直させて頂いている。図表1-1、民間部門総資金調達について、4月は+0.1%とあるが、数日前にお配りした資料では+0.2%になっていたものが+0.1%に下方修正されたものである。中身的には、社債の寄与度が0.1%だったものが0.0%になったということで、若干の下方修正である。寄与度ベースで見ると、非常に小さい修正だが、社債の発行残高が結構大きいということもあり、この点については、後程申し上げる。民間部門の総資金調達の動向としては、これによって何か基調的な変化が起きたということではなく、全体としては、この数か月の傾向として、前年を若干上回る程度の調達である。中身をみると、銀行貸出の勢いが段々と少し鈍っているが、それに対して直接調達のマイナスが縮んでいるという逆の方向もあって、これが打消し合ってほぼ横這いという傾向は、変わっていない。具体的にご覧頂くと、銀行貸出は、2月以降、寄与度ベースで1.8%、1.6%、1.4%と若干プラス幅を縮めている。それに対して、直接市場調達は、-0.2%、-0.1%、0.0%ということで、4月にマイナスが消えているが、これは昨年6月以来である。こうした格好で、両方が打消し合って、ほぼ横這いという状況は変わっていない。ただし、全体としては、先程から企業金融のところにも出ているが、貸出は、直接市場を含めた総資金需要としては極く小幅のプラスであるが、実勢としては非常に緩やかなものにとどまっている。全体として企業収益が極めて好調な中で、借入れを増やして、レバレッジを効かしてまで設備投資をやるどころまでいっていない環境であり、資金需要の伸びという意味では、緩やかであるという程度が段々強まってきている、という印象を持っている。ただし、金融環境としては引き続き好調であると言っていいかと思う。いつもであれば、この後に銀行の方の説明に行くのだが、資料の都合上、

このまま資本市場をご説明し、その後、銀行の方に戻らせて頂きたいと思う。図表 10、社債のグロスの発行は、引き続き順調である。4 月を締めてみると、4,950 億円と結構大量の発行であった。それから、スプレッドをみても、例えば AAA 格で 0.1% と少しという、1 年前の薄いスプレッドが続いており、発行環境は好調である。ただし、社債の方は、さすがに償還も多いので、残高は落ちてきている。今回の数字の改訂に伴い、これらの点がクリアになっている。〈CP・社債の発行残高〉をご覧頂きたい。3 月合計の前年比は +0.2%、4 月は +0.2% とあるが、そのうち社債は 3 月が +0.3%、4 月が +0.4% という数字である。この +0.3% が、事前にお配りした資料では +0.9% となっていた。これが今回、大幅下方修正となったのだが、これはややテクニカルな要因による。公募社債の数字は、誰がみても把握できるのだが、地方債の数字は、調査機関——具体的には日証協だが——のマイクロヒアリング能力にかかっている、社債は一件数千億円あるので、一つ拾い損なうと、0.数% 変わってしまうこともあり、今回も +0.3% に修正されたということである。ただ、先程申し上げたとおり、CP・社債の合計が久しぶりにプラスになったという事実は変わらないのだが、もう少し高めだと思っていたので、当初お配りしたバージョンだと、月報の表現のところで、CP・社債の発行残高は、「前年を幾分上回っている」というふうにしていただいていたのだが、+0.2% 位なので、「前年並みの水準」の方がいいかなと思っており、明日またご説明申し上げますが、替えさせて頂きたいと思っている。特徴はエクイティであり、発行が控えめになっている可能性がある。全体としては、企業買収の動き等を背景に株主対策であるとか、資本コストに対する意識が相当強まっていることを背景に、発行が少し控えめになっているのではないかと先月申し上げたが、結局 4 月の数字を纏めてみると、確かにこの程度に収まっていて、そういう傾向が出ているように思われる。図表 14、エクイティファイナンスの表をご覧頂きたい。(1) 転社の発行額、(2) 株式調達額であるが、一番右端の 4 月単月の数字は、過去 2、3 年と比べると、転社、株式とも調達額が若干落ちてきていると、こういうイメージがあるかと思う。ただし、繰

り返し申し上げるが、必ずしも発行環境が悪くなっているということではないとみている。以上が、直接調達の動向である。

次に資料-5 (参考計表) に戻って頂いて、図表 2、民間銀行の貸出である。冒頭申し上げたとおり、プラスの伸びであるが、伸び率は少し縮んできています。2月+2.4%、3月+2.1%の後、4月は+1.9%になった。これも前回申し上げたが、大きな要因としては、昨年末、中小企業向けに貸出を積み上げた動きが、今年はなくなっているため、その反動が期明け後も平残ベースで効いているということだと思われる。ここで、ここ一年余の資金需要の実勢を、図表 3、(1) 借入主体別の動向で少し振り返ってみたいと思う。住宅ローンは 2005 年度までずっとマイナスで、上にきているのが企業向け、その間、地公体はほぼプラスマイナスとんということであり、大きな動きを規定しているのは、企業向けである。結局、昨年プラスに転じた後、特殊要因で相当凸凹した動きをしている。具体的には、昨年の春まで相当急速にプラスまで持ち上がった後、夏場は、一昨年の都市再生機構向け貸出の反動で、どんと落ちて、その後、某携帯会社の買収資金の貸出の計上の問題でまた上がって、その後また少し落ちてきていると、非常に特殊要因で凸凹している訳である。ただし、これらを全部均してみると、企業向け貸出、あるいは企業の資金需要は、プラスには転じたけれども、結局、この一年半、あまり変わっていないことが段々明らかになっているように思われる。それをアンケート等で裏付けたのが、図表 6、企業金融関連指標である。新しいものが幾つか出ているのでご説明申し上げます。〈資金需要関連〉、主要銀行の貸出動向アンケートであるが、3月調査では企業からの資金需要の増加の程度が 9%ポイントと、10~12月の14%ポイントに比べて少し落ちている。ただ、これは前回も申し上げたが、明確に季節性があるデータであるので、14%ポイントから9%ポイントに落ちたこと自身は、あまり重要視する必要はなく、恐らく季調を掛けるとほぼ横這いということであるが、一年前の資金需要が相当増加してきていた感じと比べると、大分数字は縮まっているなという印象である。ただし、一方、〈資金繰りDI〉の中小公庫、商工中金等をみると、4月は両方と

もほぼ横這い圏内で、中小企業でも比較的資金繰りには余裕があるという数字であるので、全体としては、やはり収益が比較的良い下で資金繰りには余裕があり、資金需要はあまり強くないと、こういう構図が次第に明らかになっているように思う。この点は、6月の始めに法人季報がまた出るので、それを踏まえて、図表7、(1)の資金過不足を分析した段階で、資金需要の動向について総括判断したいと考えている。

次に、図表15のマネーである。まず、マネタリーベースは、4月は-12.2%になった。この後も縮んでいく見込みであるが、今、郵貯がどの程度持つかによって、相当当座預金が振れるので、少し見込みがし難い。一応、5月は恐らく-4~-5%程度に縮むとみている。それから、マネーサプライの動きは、ここ数か月の傾向は変わっていない。M2+CDでみて、前年比が、2月、3月、4月ともコンスタントに+1.1%と、約1%の伸びが続いている。中身の特徴は、三点とも変わっていない。三点というのは、一つ目は、地銀中心に定期預金を結構集めているため、準通貨が伸びを高めているということ。4月は+3.7%まで伸びを高めた。二点目は、企業が流動性預金を取り崩していることで、預金通貨のマイナス幅が大きくなっていること。4月は-1.3%である。三点目の特徴は、これは理由がよく分からない訳であるが、現金通貨の堅調な伸びが続いていることである。マネーサプライベースでは、4月は+1.6%と、むしろ伸びが少し高まったという状況である。マネーは以上である。最後にマクロ金融環境で二点だけ触れさせて頂きたい。図表21、(2)〈ESPフォーキャスト調査〉のエコノミストのCPI見通しが出ている。この前のCPIの-0.3%が公表された後の数字であるが、5月調査ではやはり若干下方修正された。前回これが出た時、もっと大きく下方修正されるだろうと申し上げたが、結果的にはあまり変わらずで、年度毎の平均値を申し上げると、2007年度の平均値が+0.1%、2008年度の平均値が+0.5%であるので、結果的に本委員会の中央値と全く同じ数字になっている。それから(3)物価連動債は、これも理由が今一つ分からないのだが、少しずつ上がっているという状況が今も続いている。最後に、図表22でマクロ環境である

が、実質短期金利と成長率の差は、CPIが出たので一応リバイスしている。〈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、引き続き極めて緩和的な環境ではあるが、昨年と比べると、0.8%位緩和幅が縮まっている。内訳をみると、金利分が0.5%で、CPIについては、去年はゼロ、足許は-0.3%を使ったので、実質金利としては今0.8%上がっている計算になり、このようなグラフになっている。この後、CPIがどうなるか次第であるが、全体としては、このように計算した金融環境は、緩和幅が縮まってはいるが、歴史的には、引き続きディープなままであるという評価で良いと思う。以上である。

福井議長

如何であるか。ご質問等はあるか。

須田委員

一点だけ。調査統計局の資料をみると、これから結構資金需要が出てくる、特に運転資金が多いと。そして資源などの価格が上がると、また出てくるのではないかということもあるが、資金需要はもう少し強くなるとみていいものか。

雨宮企画局長

そこは両方あると思う。要するに、今須田委員がおっしゃったように、これまでの需要が運転資金需要なので、原材料価格が少しずつ上がってきたことを考えると、そういう面から出てくる可能性がある。その一方、収益が相当強い中、設備投資はこの程度であるので、多分手許のキャッシュ・フローはもっと厚くなる可能性がある。この両方の要因でどちらが勝つかという感じだろうと思うので、その辺りは、来月出る法人季報等も含めて判断していきたいと思っている。

野田委員

配当もそうか。

雨宮企画局長

然り。結局この一年間で、資金需要は、一昨年マイナス基調と比べて大きく変わった訳であるが、変わった主因というのは、一部の運転資金とM&Aの資金、配当、決算関係の納税前の需要、そういった需要が大宗であったことが、段々明らかになってきたということだろうと思う。そういう意味では、金融環境は非常に緩和し続けているのだが、銀行貸出とか資金需要の前年比伸び率は、この後、あまり上がらないか、下がっていく可能性があって、金融環境を説明するのは、少し苦しい。難しい説明をしなければいけない時期になるかもしれない。

福井議長

宜しいか。今日の議題はこれで終了である。明日、午前9時に再開する。なお、いつも申し上げているが、決定会合への信認確保の観点からここにいらっしゃる皆様方におかれては、厳正な機密管理をくれぐれも宜しくお願ひする。以上をもって閉会する。

(16時30分中断、17日9時00分再開)

福井議長

それでは決定会合第二日目を開催する。今日は、田中財務副大臣がお越しの予定だが、今、交通渋滞にあっておられていて、もう間もなくいらっしゃると思う。内閣府からは浜野内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくお願ひする。今日の議案であるが、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、議案の取り纏め、採決、あと月報の決定と議事要旨(4月9～10日開催分)の承認を頂戴する件というのがある。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。それを前提にご発

言頂ければというふうに思う。

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入りたいと思うが、まず議論の前提として事前にお配りしている金融経済月報・基本的見解の案について執行部から簡単に説明を伺いたいと思う。GDP統計についてもご説明をお願いします。

前田調査統計局参事役

まず、お配りしたGDPの表に沿って若干コメント申し上げたいと思う。2007年1～3月期であるが、前期比+0.6%ということで、年率でみると+2.4%となっている。前期が+1.2%、ここに年率は書いていないが年率は5%近傍だと思う。従って、2期連続で潜在成長率を上回る成長ということになっている。この結果、ここには数字はないが、一応2006年度の仕上がりは+1.9%というふうになっている。

岩田副総裁

10～12月の改訂があったからであろう。

前田調査統計局参事役

恐らく10～12月が以前+1.3%であったものが+1.2%になったということと、我々は年度を計算する際に季節調整値の積み上げで計算しているのだが、若干、季節調整値と原計数の歪みの関係で、+1.9%になったのだろうと思っている。いずれにせよ、+2.0%程度の成長で着地したということである。1～3月の中身をみると、ほぼ予想どおりではあるが消費が比較的しっかりした動きとなった、+0.9%ということである。設備投資はこれまでかなりのペースで増加したということもあり、若干のマイナスとなっている。ただ、この数字については1～3月の法人季報などが出

てみないと、本当にマイナスかプラスか分からないというところだと思う。あと、1~3月は財貨・サービスの純輸出が+0.4%ということであり、かなり純輸出が引っ張ったと、こういう姿になっている。デフレーターについては、1~3月は-0.2%と、10~12月の-0.5%からマイナス幅が縮小し、今、ゼロに近づいてきているということである。中身は今、手許にないが、恐らくこれまで大きく足を引っ張ってきた外需デフレーター辺りのマイナス寄与が小さくなった。原油価格が入着ベースでは1~3月は下がっている、その辺りが影響したのであろうと考えている。GDPの中の公的需要で公的資本形成、いわゆる公共投資であるが10~12月が+4.0%の後、1~3月が-0.1%でほぼ横這いとなっている。私共は、1~3月は若干プラスかなと思っていたが、結果的には横這いとなっているということである。

という点も踏まえて、月報について申し上げたい。まず、景気の現状のところであるが、基本的にはお配りした対比表では、判断を変えていない。技術的な修正が一点あり、これはいつものことであるが前月は短観月ということで、業況感について指摘していたが、当月はそれを外している。今、申し上げたとおり、公共投資は当初、1~3月も増えるということで考えていたが、1~3月は結果的に横這いということであるので、「足もと幾分増加しているが」というところを「足もと横ばいとなっているが」とさせて頂ければと思う。「足もと横ばいとなっているが、基調としては減少している」とさせて頂ければと思う。それ以外は、このGDP統計をみても特段、変える必要はないかと判断している。それと、物価のところである。実はお配りした時点では4月の国内企業物価がまだ公表になっていなかった。その後、国内企業物価が出たので、それに伴い若干表現を変えさせて頂きたいと思う。まず、国内企業物価の現状の方であるが、4月は3か月前比で実はかなりのプラスになっているので、次のように変えさせて頂きたいと思う。「国際商品市況の反発などを背景に、3か月前比でみて上昇に転じている。」。それに伴い先行きについてだが、「国内企業物価は、」の後であるが、「目先、国際商品市況高の影響などから、上昇を続けるとみられる。」と、こういうふうに変えさせて頂ければと思っている。

後は技術的なところで一点だけ変えている。物価の現状の消費者物価の前年比のところであるが、「原油価格の反落の影響などから」というところに「既往の」という表現を加えている。これは足もと、原油価格は既に反発しており、消費者物価の前年比で考えるので混乱を招かないために、この言葉を入れさせて頂ければと思っている。以上である。

内田企画局参事役

続いて金融面であるが、こちらも一点変更をお願いする。昨日、少し申し上げたが、3行目、CP・社債の発行残高である。今お示した案は「幾分上回って」としているが、昨日申し上げたとおり、3月のところにリバイスがかかり、+0.2%、4月も+0.2%ということであるので、「CP・社債の発行残高は前年並みの水準となっている。」というふうにさせて頂ければと思う。後は市況だけであるが、因みに前月1回目の会合の時点では長期金利が1.6%台の後半、日経平均が1万7,600円台、それから円ドル相場が119円台であった。従ってこのままであれば、「概ね同じ水準」ということになると思う。もし為替が121円台になったら円安という評価でも良いかなというふうに思う。以上である。

岩田副総裁

なるかもしれない。

福井議長

内容及び表現については、後程詳しく議論したいと思うが、取り敢えず、今の説明でご質問はあるか。GDPについて、浜野内閣府審議官からも特にコメントはないか。

浜野内閣府審議官

特にない。

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

それでは議論に移りたいと思う。いつものとおり最近の金融経済情勢についてであるが、一人5分ずつということでご発言をお願いしたい。今日は野田委員、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、最後に須田委員、そういう順番でお願いできればと思う。最初に野田委員から願います。

野田委員

前回会合以降、日が浅いこともあり、経済指標の発表は少ない中であるが、その中でも我が国経済は、前回会合で決定した経済・物価情勢の展望のメインシナリオに沿った足取りで推移しており、先行きについても緩やかな拡大を続けるとの判断が適切と考える。

まず、先程の1~3月期のGDP速報値であるが、前期比年率+2.4%ということであったが、これはほぼ予想の範囲内である。展望レポートの見通しをほぼサポートするものであったと評価できると思う。次に、展望レポートのメインシナリオの前提となっている海外経済の拡大であるが、後で少し詳しく言及する米国は別として、欧州は、一昨日発表された第1四半期の実質GDP成長率が前期比+0.6%となるなど、内需と外需のバランスがとれた拡大が持続しており、先行きも、先のEU欧州委員会の春季経済見通しにおける2007年、2008年のユーロ圏GDP成長率の上方修正にもみられるように、順調な成長が見込まれているところである。

中国経済は、株式市場の過熱は大いに懸念されるところであるが、実体経済は極めて力強い成長を続けている。NIEs、ASEANも、輸出が回復に向かっており、内需も堅調を維持している。総じて緩やかな拡大が続いているとの判断は変わらないと思う。このように、我が国の輸出を巡る環境は、米国向けの減衰を他の地域がカバーする形で増加を続けるという姿が当面続いていくものとみている。

次に国内経済であるが、まず企業部門である。一昨日発表された機械受注（船舶・電力を除く民需）は、3月が前月比-4.5%、1~3月期でみると前期比-0.7%と落ち込んだ。昨年4~6月期をピークとした機械受注の緩やかな減速が明らかになった訳であるが、先行きの設備投資の増勢鈍化を示唆しているものともみえる。ただ、3月の総受注残高、これは外需も含む総受注であるが、これが前年比で既に9.0%増の高水準に達していることもあり、この増勢鈍化は我々の展望レポートにおける見通しともほぼ整合的であるとの理解もできると思う。なお、4~6月期の見通しについては、調統局の説明による統計の癖を勘案してもなお、やや大きなものであった。また、建設着工床面積も3月単月だが、前月比、前年比とも約20%減と大きめの減少となり、やや気懸かりである。しかしながら、企業業績をみると、日経新聞の中間集計などを勘案すると、上場企業は2006年度も2桁の増益を確保しそうであり、また、2007年度は、極めて慎重な見通しとなっているが、これは今年の滑り出しも同様であったこともあり、上方修正の可能性が高く、増益率そのものとはともかくとしても、高水準の企業収益が続くとみて良く、先行きの設備投資の増勢を急激に鈍化させる要因は見当たらない。いずれにせよ、今後の設備投資の動向については、目が離せない状況に入ったようである。個人消費については、3月単月のデータは需要・供給サイドともに今一つであったが、1~3月を通じてみれば改善傾向にある。雇用者所得が雇用者数の増加を主因として緩やかな増加を続けることから、今後は極めて緩やかな増加を辿ると考えている。

ところで米国経済であるが、1~3月期のGDPの事前推計値は前期比年率+1.3%と大幅な減速となったが、中身を見ると、内需はほぼ堅調を維持するものであった。ただし、その後発表された計数を見ると、総じて企業部門で強め、個人部門で弱めという数字が出ている。企業部門であるが、3月の製造業受注は前月比+3.1%と2006年5月以来の高い伸びを示し、設備投資の先行指標となる非国防資本財受注（除く航空機）は2か月連続で減少した後、+4.8%のプラスに転じた。ISM指数も、製造業、非製造業ともに4月は50%台半ばの高い水準までリバウンドした。個人

消費は、まず3月の個人消費が名目で前年比0.3%増と2月の+0.7%を下回る伸びにとどまり、実質では-0.2%とマイナスに転じたほか、4月の小売売上高は、3月の反動もあるが、前月比-0.2%と2006年9月以来の減少率となった。これらは単月の数字であり、これまでの基調的な考え方を直ちに覆すものではなく、ソフトランディング・シナリオにある意味で沿った動きとも言えよう。ただ、雇用創出が实体经济の減速に漸く追隨してペースダウンしていることが4月の統計でも明らかになった上に、全米平均のガソリン小売価格が2006年8月以来となる1ガロン当たり3ドルを超える水準にあり、また株価がファンダメンタルズとは逆にピークを更新してきていることによる反落懸念も否定できないとすれば、今後の米国経済の主力エンジンである個人消費の動向については、警戒しておく必要があると思う。一方、インフレ指標は、物価上昇圧力の緩和を示唆する指標の発表が続いた。まず、3月のPCEコア・デフレーターは前月の+0.3%から伸び率が縮小し前月比横這いとなった。前年比でも+2.1%と2月の+2.4%から0.3%ポイント低下した。さらに、一昨日発表の4月のコアCPIも、前月比は+0.2%と3月の+0.1%から僅かに上昇したが、前年比は+2.3%と3月の+2.5%からプラス幅を縮小し、2か月連続の低下となった。さらに、4月の非農業部門雇用者数は8万8,000人と第1四半期平均の14万3,000人から大きく減少した。また、前2か月分が1年振りに下方修正されたことも併せ考えると、雇用創出の増勢鈍化も明確なものとなりつつある。ULCも、今後の改定はあり得べしではあるが、第1四半期は前期比年率+0.6%と伸び率を大きく縮小させた。5月9日のFOMC後の声明文では、景気の先行きは「今後数四半期に亘って経済は緩やかに拡大する」という表現を変えず、インフレについても、直近の関連指標の改善には触れることなく、「高水準の経済資源の利用度は、インフレ圧力を持続させうる」というインフレ警戒スタンスを維持させたところであるが、私は、以上申し述べた観点から米国の先行きのリスク・バランスは、微妙ではあるがダウンサイド方向にシフトしつつあるのではないかと観察しているところである。

最後に、国内の物価情勢について述べたいと思う。展望レポートにおけるコアCPIの先行きの見方、すなわち「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」を変える必要はないと考えている。改めて東京都区部の4月のコアCPIの前年比をみると、3月比+0.1%ポイント上昇し、0.0%となったが、年度替わりに伴う諸サービス価格に明確な改訂の動きがみられなかったのは、しつこいようだが、期待外れであった。一方で、4月のCGPIの最終財における消費財が、3か月前比でみて石油製品価格の回復分を除いても僅かではあるが上昇している。これには、原材料価格の上昇を最終価格に転嫁する微かな動きも反映されているとみられるが、これら今後のCGPIにおける消費財の動き、さらには、それがCPIへ波及する力については注目して参りたいと思う。私からは以上である。

福井議長

水野委員、お願いします。

水野委員

我が国経済は、好調な海外経済や緩和的な金融環境を背景に企業部門が好調を続けている。設備投資は、15日に公表された機械受注統計の4~6月期見通しが減少しているが、昨日の調査統計局からの説明を踏まえると、現時点では不安材料視する必要性は高くないと評価して良いかと思う。金融市場では、見方の割れる経済統計がまた一つ増えたことになるが、本日は、過去数か月にわたって 이슈 となってきた消費、物価、米国経済について、少し具体的に言及していきたいと思う。

個人消費については、サービス消費を中心に、底堅さを増してきたと言えると思う。需要サイドの統計をみると、家計調査の実質消費支出は1~3月期で前期比+1.0%と昨年10~12月期の同+1.7%に続き、2四半期連続で高い伸びを示した。内訳では、サービスやデジタル家電、衣料品などが増加した。家計調査からGDPの個人消費の推計——需要側推計——に

用いられない項目を控除し、高額商品等を家計消費状況調査で置き換えて計算すると、前期比+0.9%と高い伸びとなる。今日のGDPとも全く同じ数字だが、実際、高い数字になった。一方、供給サイドの統計についても、消費財総供給は、昨年10~12月期の前期比+2.3%の反動もあり、輸入・国産ともに減少し、前期比-2.0%になるなど、財については伸び悩んだ一方、サービスは好調だった。1~2月期の第3次産業活動指数の小売業、対個人サービス業は、昨年10~12月期比それぞれ+1.7%、+2.9%と高い伸びとなった。加重平均した指数を作成すると、1~2月期平均は10~12月期を2.2%も上回っている。このほか、調査統計局が需要・供給両面の月次統計をGDPに近い方法で作成している消費包括指数は、昨年10~12月期に前期比+0.9%と増加した後、1~3月期も10~12月対比で+0.8%と増加している。

次に、物価については、これまで弱かった川下段階でも川上段階の値上げ分を転嫁しやすい環境になりつつあるのではないかと思う。4月の国内企業物価は、前月比+0.8%、前年同月比+2.2%と市場予想——大体+1.7%だと思うが——を大幅に上回った。3か月前比年率は+1.1%と3月確報の同ゼロ%から大幅に上昇した。主因は、前月比で見ると、石油・石炭製品+3.4%、非鉄金属+9.3%の寄与が大きい。3か月前比年率で+2.0%を超える製品を列举すると、繊維製品+2.4%、石油・石炭製品+2.1%、鉄鋼+2.8%、非鉄金属+12.2%と、上昇傾向をみせる製品に拡がりが見えることが読み取れる。最終消費財に含まれる加工食品は、企業物価指数全体に占めるウエイトが1万分の117.4と、電気機械の1万分の161.4に次いで高いが、4月が前年同月比+1.3%となり、3月が同+1.0%であったから、じり高傾向という評価で良いと思う。企業向けサービス価格や国内企業物価の上昇にとどまらず、最近みられる、ガソリン、マヨネーズ、塩、ティッシュペーパー等の家庭用紙、タクシー料金、甲子園球場の年間シート値上げなど、身近なものの値上げの動きは、消費者が値上げを受入れていく土壌ができつつあるという点で注目される。昨年度まで素原材料価格が上昇しても、業界内のシェア低下を恐れた企業は、価格上昇を飲み

込み、消費者段階での値上げに慎重な姿勢を続けてきた。ただ、国際商品市況をみると、年金資金がコモディティ投資を始めた影響もあるが、今年は、原油から非鉄金属や農産物へという資金の流れがみえる。原油・非鉄金属のみならず、バイオエタノールなど食料関連価格まで拡がりをみせており、企業収益への圧迫も相当深刻なレベルに達してきている。市況高や為替円安の進行による輸入物価上昇圧力は、持ち直し傾向にある個人消費と相俟って、卸売段階での価格上昇を消費者段階へ転嫁するという企業行動に移しやすい環境に変化しつつあるとも考えられる。

最後に、米国経済について、若干まだらな経済指標が公表されているが、コメントしたいと思う。緩やかに減速しているという基本的な見方を変える必要はないと思っている。4月のISM指数は、製造業は54.7、非製造業は56.0と、どちらも市場予想及び1か月前の数字を上回った。1~3月期の実質GDPが前期比年率+1.3%となったが、主因は住宅投資と在庫投資が引き続き減少したことに加えて、輸出が前期の高い伸びの反動から減少したため、純輸出が再び減少したためである。一方、個人消費は前期並みの高い伸びとなり、設備投資も小幅ながら増加に転じたため、表面上の数字程悪い内容ではないと思う。景気減速、景気悪化の最悪期は過ぎ去ったように思う。ただ、住宅市場の調整は、正直申し上げて、昨年末時点で想定していたよりも若干深刻なようである。在庫水準の高さを考えると、年後半まで調整が続く可能性が高まってきた。ただ、サブプライム市場の問題の悪影響は局所的なものにとどまっているようであるし、この問題が個人消費を押し下げている部分は、極めて限定的とみられる。4月のチェーンストア売上高が冴えなかったように、個人消費は、目先はガソリン価格の上昇や貯蓄率上昇などから若干弱めの動きをみせる可能性はある。ただ、雇用・所得環境は堅調であるため、失速は予想されない。因みにアメリカのガソリン価格だが、5月14日時点で小売価格が1ガロン3.143ドルと、これまでの過去最高であった2005年9月15日——これはハリケーン・カトリーナ直後だが——を上回っている。まさに原油がだぶついているようだが、ガソリン不足という状況でしばらくガソリン価格は高止まりしそう

だという話である。アメリカの設備投資について回復が遅れる可能性には留意は必要だと思う。例えば、5月17日の4～6月期の四半期融資担当者サーベイ——シニアローンオフィサー・サーベイ——によると、大・中小企業向けの資金需要D I——増加から減少を引いた数字だが——は、-22.6と1～3月期の-1.8から大幅に悪化している。銀行サイドが、融資態度をきつくしている訳ではないが、企業の需要は弱いということである。もっとも、耐久財受注統計の改善、堅調な非居住用の建設支出——3月は前月比+2.4%と2月の+3.0%に続き高い伸びになった——、予想以上に堅調な1～3月期の企業決算——S & P 500 対象企業のEPS成長率は5月10日までの集計で前期比+12.5%と10～12月期の+12.2%並の伸び率という報告が国際局からあった——、三点目として、企業マインドの下げ止りなどを考えると、設備投資はいずれ持ち直す可能性が高いと見込まれる。我が国のGWの期間に、海外株式市場は上昇し、その後も高値圏で推移している。米国経済は減速局面に今あるが、好調な世界経済、大型M&A案件、米国経済のソフトランディング実現への期待感を受けて、昨日ダウは1万3,487ドルと、1万3,500ドル目前まで上昇してきている。米国株高持続は、我が国の株式市場の下支え要因となっているように思われる。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

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

まず、海外経済であるが、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。第1四半期の実質成長率、事前推計値は前期比年率+1.3%と前期から大幅に減速した。もっとも設備投資は、足許、機械投資の減速感が強いとはいえ、全体では緩やかな増加基調を維持してい

る。個人消費も、4月の小売売上高については前期比-0.2%と前月の高い伸びもあって弱めとなったが、均してみれば、所得の増加を背景に比較的堅調な伸びを続けているように思われる。従って、先行きは年後半に掛けて家計支出の調整が一巡した後、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は引き続き高い、というふうに考える。ただし、住宅市場調整が予想以上に長引くリスクはある。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は思いますが、やはり設備投資の弱めの動きがどうなるかについてはよくみていく必要があるかと思う。一方で、労働需給のタイト感はなかなか後退しておらず、PCEデフレータのコアは高止まっている。CPIのコアについては、幾分鈍化の兆しもみられているが、引き続き上下双方のリスクに対し注意を払っていく必要があると思う。欧州では、しっかりとした景気回復の動きが続いている。アジアについては、中国で内外需ともに力強い拡大が続いている他、NIEs、ASEANでも総じて緩やかな景気拡大が続いている。

次に、日本経済についてであるが、本日公表されたQEを含めて1~3月のデータがほぼ出揃った。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思う。1~3月の輸出は米国向けが弱めとなったにもかかわらず、全体では前期比+3%の増加と高い伸びとなった。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。内閣府の企業行動に関するアンケート調査をみると、今後3年間の設備投資の伸び率見通しは、全産業平均で+5.3%となっている。ただ、4~6月の機械受注見通しが-11.8%という数字になった。統計の振れによる部分が大きいともみられるが、今後のデータを注意深くみていきたいと思う。

次に、家計部門については、雇用者数の増加に支えられて雇用者所得は緩やかな増加を続けている。毎勤ベースの賃金、特に所定内給与の弱さについては、これまで指摘してきた団塊世代の退職の影響のほか、地方公務員の給与削減の影響、それからパートの増加やそれに伴う労働時間の減少といった要因も寄与している。今春の賃上げ状況を各種の調査でみると、

昨年を僅かではあるが上回る上昇率となっている。主要企業の夏のボーナスについても、5年連続の増加が見込まれている。個人消費は底堅く推移している。耐久消費財について言うと、乗用車販売は引き続き減少傾向にあるが、家電販売が増加傾向にある。非耐久、半耐久財のウエイトが大きい百貨店、スーパー売上高は天候に左右される状況が続いているが、1~3月を均してみると底堅い動きとなっている。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緩やかな増加等を背景に、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もあり、1~3月は減少した。一方、4~6月は企業ヒアリングによると、前期比1%程度の増加に転じる見通しである。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。在庫は全体としては出荷と概ねバランスがとれた状態が続いているが、電子部品・デバイスでは高めの水準が続いており、引き続き調整の進展を注意する必要がある。

本日公表された1~3月のQEであるが、年率+2.4%、ほぼ予想の範囲内だったと思う。設備投資がやや弱いということはあるが、10~12月期の高成長からの目立った反動もみられずに、潜在成長率並、ないしはそれを若干上回る成長が確認されたということかと思う。

物価についてみると、国内企業物価は国際商品市況の反発に伴い、3か月前比でみて上昇に転じており、先行きも上昇を続けるとみられる。コアの消費者物価の前年比は、石油製品のマイナス寄与がやや拡大するもとで、航空運賃や移動電話通信料の下落が加わり、3月は-0.3%となった。当面はゼロ近傍で推移する可能性が高いと思うが、物価形成の基本的な環境をみると、繰り返しになるが、資源の稼動状況は高まってきている。また、原油価格の反発を受けて、ガソリンなどの石油製品も昨年程ではないが上昇している。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に考える。各種サービス価格の年度替わりにおける改訂などについては、必ずしも東京都のデータな

どからも強いとはいえない面もあるのだが、なお、よく分からないところもあるので注目してみたいと思う。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

それではまず、日本経済であるが、先程ご報告があったGDP統計について、二点程最初にコメントを申し上げたいと思う。GDPの伸び率自体は、市場の予想に非常に近い+0.6%、年率では+2.4%ということだが、内需の寄与が0.2%ポイントということなので、内容的には私が思っていたよりも悪い。外需で0.4%ポイントを稼いでいるというのは、やはりあまり好ましい姿ではないと思う。そういうことで、去年の夏以降、内需は平均してどの位伸びているのかというのを少し大雑把だが見直してみると、平均で+0.3%である。+0.3%の内需の伸びというのは、夏以降、やはり潜在成長率を下回っている。そして、下回っている分を外需が補っているという姿がここ半年以上というか、夏以降、起こっている事実なのではないかと思う。ということで、夏位からスローダウンしている基調が、今も内需でみると続いているというふうに考えた方が、私は素直なのではないかと思っている。この成長率と関係するのは生産だが、生産面でみると、ディフュージョン・インデックス——私は前から必ずしも、そう好きな方ではない指標だが、生産面を表す総合指標としては、やはりそれなりの意味を持っていると思う——の先行指標は5か月連続、つまり夏以降ないし秋以降、5か月連続で50%を割っている。一致指標も3か月連続して50%を割っている。CIの先行指標は、実は2006年の5月以降、低下傾向にある。CIの一致指標も秋以降、低下傾向にある。このように、大まかにいうと、生産面でも、今、GDPの国内需要でみたような動きと同様の、緩やかなのだが減速しているという姿が出ていると思う。ただ、生産面では、やはり電子部品・デバイスというか、IT部門の調整が効いてい

と思う。IT部門の出荷・在庫循環が、この局面で45度線を越えたのは、やはり夏以降である。それ以降、今まで続いている。私は、もう3月で終了だろうと思っていたのが、少し後ずれしていて、どうも4~6月期位まで掛かるかなという感じである。IT循環というものがあると言われることがあるが、平均すると27か月と言われており、上昇も下降も大体1年近くということである。結局、今回も夏から夏ということになるとすると、1年近くになるということかと思う。IT部門というのは、実は鉱工業生産に占める割合は1割位なのだが、変動が凄く大きいので、今回の回復局面でもIT部門の生産押し上げ寄与というのは4割位ある。従って、IT部門はシェアは小さいのだが、在庫循環という観点から景気循環を眺める際にはかなり大きなインパクトを持つということは、忘れてはいけないと思っている。このITの数字については、半導体製造装置のBBレシオがこれまで1を上回っているので私は安心していただのだが、実は3月に前工程及び組立て工程で1を割るようになっている。電子部品・デバイスの在庫は第1四半期に30%増加をしたが、そのうちの18%は液晶の増加でさらに増加している。ハイテク部門の在庫率ということで見ると、2001年以来の高さにある。それから、半導体DRAMは2ドル割れというように——これはものによって違うが——、キャッシュコストを割り始めているということで、底入れして上がっていくというのは、まだ見極めがたい部分が残っている状況かと思う。半導体電子部品については、台湾のファウンダリー等でも、似たような感じで、少なくとも4月の前年同月比は、かなり大幅のマイナスである。出荷・在庫バランスの図を描くと、韓国、台湾、日本とも、実は全部似たような感じで、出荷・在庫比率の動きというのは同じようなところにある。底を這っているのだが、明確に上の方に向かっていくというところまで出ていない。どちらかと言えば、日本はもしかすると遅れ気味なのかもしれない、というような感じで眺めている。以上が生産面についてのコメントである。

それから、機械受注は、私の予想以上にマイナスが大きかった。特に第2四半期の予想が-11.8%というのは、季節的な振れがあるにしても、や

は、かなり大きいのではないかと思う。見通し達成率は、今回で3四半期連続で100%を下回っている。3回以上下回った時期というのを歴史的に振り返ってみると、2000年、2002年の時期、これはちょうどITバブル崩壊でグローバルなリセッションが起こったときである。1996年、1999年、こういう時はもっと10回とか連続して見通しを割っているが、3回以上見通しが達成できなかったのは、実はそのリセッションの時しかない。季節的な修正というのは勿論あると、早川調査統計局長の方からご丁寧なご説明があったが、季節的な振れだけでは説明しきれないのではないかと思っている。以上が機械受注についてのコメントである。

最後に物価についてコメントを申し上げたいと思う。消費者物価指数は、2006年度が纏まって数字が出て、結果的には+0.1%という姿であった。2007年3月が出たので、そういうことになった訳である。私自身も、2006年度は本当はもう少し高いだろうと思っていた訳であるが、それよりも低い着地になった。振り返って、色々と反省して自己点検しているのだが、2006年4月の時点で我々が展望レポートを出した時に、通関の原油輸入の予想を60ドルと置いたが、2006年度で締めてみると、通関の原油輸入価格は63.6ドルということになり、実は原油価格は1年前に予測していた時よりも、少なくとも年度平均で6%位、上振れしたのである。原油価格が上振れしたにもかかわらず、我々の、少なくとも私の予測は間違えてしまった。最近の状況をみると、確かに原油価格の下げの影響が大きいのだが、原油の下げだけで、これを説明するのは私は難しいと思う。ということで、よくよく反省しなければならないと思っている。

それから今度は2007年度の消費者物価指数の動きについてであるが、一つ新しい、最近の動きとして注目しているのが、先程、水野委員からもご指摘があったが、企業物価指数が上がっていること、しかも、その中で加工食品などがどうも上り始めていることである。マヨネーズの値上げというのは発表があったが、その他にも、小麦粉、塩、家庭紙とかが5月、6月は上がる可能性がある。加工食品は2006年春以降、これまでも安定的に上昇していたが、もう少しまたプラスの方向であって、これは実力コ

アの消費者物価指数を押し上げるポジティブな部分ではないかと思っている。2007年度の企業物価指数については、私は他の方よりも極めて強い数字の予測を出した。企業物価指数については、私はアウトライアーで、平均には入らない1.5%を出したが——消費者物価指数については低い方だが——、どうやら企業物価指数は私が思っていたよりも、もう少し高い方に動く可能性があると思っている。それが少しプラスの要因だと思っている。ただ、実力コアについて2006年度の数字が全部揃ったので、実力コア全体をここで眺めてみたのだが、2006年度の平均をとると-0.25%である。今、予測の中央値は、2007年度が+0.1%なので、実力コアで+0.35%をこれから稼がなければいけないということになる。経済の稼働率が高まっていったら、それが物価の押し上げ圧力になるということについて、私は疑念を持ったことは全くないのだが、ただ力不足だということである。その力が発現するのはいつ頃なのか、その力強さがどれ位なのかということについて、私自身は、考えを一貫して変えていないつもりなのだが、仮に需給ギャップが1%縮まった場合に、0.4を乗じた0.4%物価が上昇するとすれば——恐らく実際には0.2%位だと思うが——仮に2%成長しても潜在成長率が1.5%だとすれば0.5%しか需給ギャップが縮まらない訳で、0.4を掛算すると0.2%である。0.3%をどうやって達成できるのか。それからガソリン価格が今、ずいぶん上がってきて、去年の水準に接近しつつあるので、もしかするとという気もするが、去年の通関の輸入価格の平均が63.6ドル、足許は56ドル位であるので、平均して63ドルを上回る程上がるかどうか。上がらないとすれば、石油製品の寄与もやはりマイナスにならざるを得ない。これは年度平均であるが。ということで、私は2月に申し上げたことに関しては、全く変わりがない、状況は変わっていないと思っている。以上である。

福井議長

中村委員からお願いする。

中村委員

前回会合後、米国経済については弱めの指標が続いたが、国内経済については機械受注が弱めだったものの、今朝方発表されたGDP統計を含め、総じてみれば底堅いといえるのではないかと思う。金融市場も横這い圏内の動きであり、展望レポートのシナリオに修正を迫るような大きな変化はなかったように思う。

まず、海外経済については、米国は、2007年1～3月のGDPが前期比年率+1.3%と前期から大幅に伸び率が縮小した。住宅投資が引き続き減少したほか、設備投資が小幅の増加にとどまったようであるが、主力の個人消費は底堅く推移したようだ。4月の小売売上高は前月比マイナスとなったが、3月、4月を均してみれば底堅く推移しているようである。もっとも、ガソリン価格が1ガロン3ドルを超えたとのことで、消費マインドへの悪影響が気になる。また、堅調だった雇用統計も、4月は前月比8.8万人と2年5か月ぶりの低水準にとどまり、増勢が鈍化した。一方、企業業績は、S&P500社のEPS成長率が、事前予想を上回る前年比12.5%となるなど好調を維持し、NYダウは連日の最高値更新となった。ただ、企業業績好調の割には設備投資の先行指標の動きは鈍く、見方が難しいところである。この間、インフレ指標は足許、若干改善もみられるようであるが、水準としてはなお高止まっている。ブルーチップの予想をみると、成長率は年末に掛けて加速していく姿となっており、米国経済は引き続きソフトランディングがメインシナリオと思うが、サブプライム問題の影響を含む住宅投資の動向や設備投資の動向、個人消費の動向やインフレの動向など注意が必要かと思われる。

米国以外の地域をみると、欧州では、2007年1～3月のユーロ圏のGDPが前期比年率+2.3%となり、懸念されたドイツのVAT引き上げの影響は限定的にとどまって底堅く推移したようである。アジアでも、中国の高成長やNIEs、ASEANの緩やかな拡大が続いている。我が国経済の対米依存度は相対的に低下しており、米国が多少予想を超えて減速したとしても、我が国の輸出は、米国以外の地域の拡大に支えられ、底堅く推

移することが期待できるのではないかと考えている。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ドル台半ばから若干弱含んでいる。もっとも、これは製油所の生産障害による在庫増加という一時的な要因もあるようで、今後のドライビングシーズンの本格化や地政学的リスクといった価格上昇要因を考えると、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。

国内経済をみると、今朝発表された2007年1～3月のGDPは、前期比年率+2.4%と底堅い数字となった。設備投資は前期の反動もあって弱めの動きとなったが、個人消費や純輸出が堅調な伸びとなり、全体を押し上げているようである。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。一方、その他の指標をみると、企業関連では、3月の機械受注が前期比-4.5%と市場予想に反してマイナスとなり、1～3月を均してみても前期比-0.7%と弱めの動きとなった。底堅かった3月短観の2007年度設備投資計画とはやや乖離のある結果であり、先行きの設備投資の下振れを示唆するのかどうか、今しばらく見極めが必要だと思う。企業収益は、上場企業の決算発表が本格化しているが、5月15日までに決算発表を行った東証一部上場企業のうち、約7割を占める866社を対象とした新光総研の集計では、2006年度の経常利益が前年比+7.4%と5期連続の増収増益となったとのことで、好調が続いているようである。ただ、2007年度の経常利益見通しは前年度比+3.7%と控えめとなっており、米国経済、円高や原材料・人件費のコスト上昇を懸念してか、上場企業は、業績予想を慎重にみているようである。家計関連では、4月の景気ウォッチャー調査で、気温低下による春夏物衣料の不振が指摘されていたが、ゴールデンウィークには、都心の商業施設が賑わいを見せたとかホテルの客単価が上がったとか、国内線やJRの旅客数が増加したとかいった明るいニュースも聞かれた。昨日発表された4月の消費者態度指数も、市場予想は下回ったようであるが概ね堅調であり、個人消費は引き続き底堅く推移しているとみて良いように思う。

この間、雇用・所得関連では、3月の毎勤統計が発表となり、一人当た

りの賃金は引き続き弱めの動きとなった。もっとも、時間当たり賃金に引きなおすと、数字は若干改善するようであり、これは、最近の一人当たり賃金の低下の要因の一つが、パートの増加や就業体制の多様化によるものであって、既存の雇用者の給与引き下げによるものではないことを示唆していると思う。先日の日経新聞の集計でも、夏のボーナスが前年比+3.05%、今春の賃上げ率もボーナスに比べて小幅ながらも前年比+1.77%になったとのことであり、賃金は着実に上昇しているように思われる。

物価面では、4月の企業物価指数が発表され、石油や非鉄などの高騰の影響から再び強含みつつあるようである。ただ、販売価格への転嫁は少しずつは進んでいるようであるが、企業物価指数の動きはなかなかストレートにはコアCPIに現われてこないように思う。コアCPIについては、4月は前年比マイナス幅を幾分縮小するようであるが、暫くはゼロ近傍で推移する可能性が高いように思う。もっとも、全体としてはゼロ近傍であっても、その中身をよくみると、財については耐久消費財、一般サービスについては携帯電話料金や家賃を除けば、着実に改善が進んでいるようで、原材料費や人件費などのコストアップによる価格上昇力は、緩やかながらでも少しずつ消費者物価に反映されてきているように考えられる。また、4月の展望レポートでも紹介されているが、米欧に比べると我が国の物価上昇率が低いのは、コアCPIの半分近くを構成しているサービス価格の上昇率がここ数年ゼロ%近傍で推移していることが主な要因となっている。その背景には、米国の6割以下にとどまっているといわれているサービス産業の生産性の低さが、サービス産業の賃金上昇の阻害要因の一つともなっており、今後、サービス産業の賃金が生産性向上を伴って上昇し、それがどのタイミングでサービス価格に転嫁されていくか、注目していきたいと思う。

以上を踏まえて、今月の基本的見解については、先行きの表現を含め執行部の提案に異存はない。今後も、このところ弱めの動きが目立つ米国経済の動向や、原油価格の動向、そして国内の賃金・物価の動向、IT在庫

の動向等に注意していきたいと思う。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

日本の景気については、今朝公表された2007年1～3月のGDPが前期比年率+2.4%となったことにも示されるとおり、引き続き緩やかながらも拡大を続けており、執行部の基本的見解にも違和感はない。以下では、前回会合以降の新しい動きと、今後注視していきたい点について申し上げたいと思う。

第一に、米国景気であるが、個人消費の基調が底堅いことなどから、引き続き基本的にはソフトランディングに向かっていると思われるが、一方では、住宅市場、それから自動車市場の減速が続いており、また、設備投資も均してみれば弱い動きとなっているので、この点については引き続き注意深く見守っていただきたいと思う。このうち、リスク要因の一つとしてみてきたサブプライムローンについて少し触れてみたいと思う。大手行の良好な決算をみても、景気に大きな影響を与える可能性は然程高くないとみられる。ただし、住宅金融会社の事業譲渡、廃業・倒産等の件数が引き続き高水準にある。すなわち、事業譲渡は、2月4件、3月7件、4月6件、また、事業縮小・廃業・倒産は、2月3件、3月7件、4月9件と増加している。また、サブプライムローンを組み込んだ証券化商品の格下げも相応にみられている。こういうことから、今後の米国景気への影響がどういうふうになるのかということは今暫らく時間を掛けて注視していきたいと思う。欧州の景気は、欧州委員会による春季経済見通しの上方修正にも示されているとおり、内外需ともに堅調である。また、中国などのアジア諸国等も好調を持続している。このように、海外景気は全体としてみれば、引き続き順調に拡大していると考えている。

第二に、日本の物価であるが、雇用・設備需給の逼迫等が押し上げ要

因として働いてはいるが、グローバル競争など構造的な抑制要因もあって、過去と比べて物価が上がりにくい状況が続いている。それだけに、今後の物価動向については、予断を持たず、従来以上につぶさにみていく必要があると思っており、そういった問題意識もあって、今回、生鮮食品を除くCPIの構成品目別の動きをみてみた。3月は指数自体は小幅マイナスの-0.3%であった訳だが、全523品目のうち価格上昇品目数が244であるのに対して、下落品目数は227、すなわち上昇から下落の品目を引くと17ということで、上昇品目数が下落品目数を上回るという状況が、昨年8月以降、一貫して続いている。さらに5月は、果汁ジュースに加えて小麦粉が24年振りに値上げされたということである。また、先行きも、マヨネーズが17年振りの値上げに動いて、ティッシュペーパー、OA用紙、あるいは、塩、タクシー等幅広い品目で値上げ方針が示されている。一方では、薄型テレビ、パソコン、プリンタは昨年の1月以降、毎月前年同月比20%を超えるマイナスが続いているほか、石油製品は、徐々にマイナス幅を縮小してきているものの、昨年夏から秋の原油高要因の剥落から、今年の秋に掛けてはマイナスが続くとみられる。従って、当面、CPIはゼロ近傍での推移となると予想されるが、先程申し上げた価格上昇品目の拡がりの動きをみると、展望レポートのシナリオ、すなわち「需給ギャップが需要超過方向で推移する中で、より長い目でみればCPIは緩やかに上昇していく」というシナリオを裏付けているのではないかと、というふうにみている。

第三に、不動産市場である。都心5区のオフィス空室率は、3月に1991年5月以来16年振りの1%台となる1.8%になった後、4月はさらに1.7%へと低下している。23区でみても、2008年から2009年はITバブル期の2000年以來の1%台で推移するとの見通しも出されていて、オフィス需給の逼迫は当面続くとみられる。こうした企業の実需の強さを背景に、不動産大手は最新のオフィスビルについて賃料を二桁引き上げており、既存のビル賃料にも値上がりが波及してきている。また、REIT価格は連日、既往最高値を更新している。REITについては、今直ちに強い警戒を要

する状況ではないが、収益性の評価が妥当なものになっているか等については、今後みていく必要があるかと思う。

第四に、設備投資であるが、機械受注の1～3月前期比は-0.7%、4～6月の見通しも-11.8%となり、内閣府は基調判断を6か月振りに下方修正している。一進一退で推移というところから、足許は弱含んでいると修正されている。ただ、企業収益は引き続き高水準であるので、設備老朽化への対応、旺盛なグローバル需要への供給体制整備、少子高齢化を見越した省力化投資等、こういったものを背景とする設備投資の需要は根強いとみられる。また、4～6月の見通しについては、どちらかというところ企業の新年度投資計画というのは今から固まっていくというような状況で、年度の事業投資計画というのは固まっておらず、目下、その作業中という企業が多いのではないかと思う。こうした状況下、どちらかというところ保守的な、非常にコンサーバティブな数字を出してくるので、4～6月の見通しについても、そういったことではないのかとも思うが、設備投資というのは、輸出とともに景気を牽引していく大きな柱であるので、この点は今後も注視していきたいと思う。以上である。

福井議長

西村委員から願います。

西村委員

金融経済情勢について、執行部の基本的見解に大きな違和感はない。時間を節約する為に、論点を絞って二点程、見解を述べたいと思う。

第一に物価情勢である。3月全国CPI（除く生鮮）変化率は私の予想では、この間も申し上げたが、前年同月比-0.19%だったが、実際に精査すると-0.22%であり、ほぼ予想どおりであった。しかし、公表される変化率は小数点以下一桁まで四捨五入し、その前年同月比を採っている。昨年3月の指数は99.85、切上げて99.9だったが、今年3月の指数は99.63、切下げて99.6となった。切上げ数から切下げ数への変化率を採った為、

下落率は-0.3%と不釣合いに大きくなった。こうした丸め誤差に起因する公表数字の歪みは問題であり、今後改善すべきであろうと思う。ちなみに米国では、当該問題が夙に指摘され、小数点以下三桁まで内部的に求め、小数点以下二桁まで発表する方向であると聞いている。

より重要なのは、同時に発表された4月の東京CPI（除く生鮮）の品目ベースの動きである。サービス業に多い4月料金改訂の影響がどの程度出たかが分かる。それをみると、教育費、専門学校・私立大学・高校・中学の授業料が上がり、保育料が上がり、よく分からないが、ゴルフプレーとそれからテニスが少し上がったという状況である。ワンノッチ上がったというふうに思われる。しかし明確に上昇トレンドが出てきたといえる状況には至っていない。それよりも、先程から指摘があるが、ガソリンと灯油の価格が下げ止まり、反転の兆しがあるというのが注目される。

そこで全国共通科目とそれから季節性を考慮し、東京の4月のサービス価格変化とガソリン・灯油価格の変化を基に予想すると、4月の全国CPI（除く生鮮）は-0.07%、つまり四捨五入で-0.1%ということになると思う。ただ、もし若干強めに出ると、丸め誤差の影響でゼロ%になる可能性もある。どうしてこういうことを申し上げるかという点、実は東京以外で速報利用可能な地域のCPI変化率をみると、若干強めに出ている。従って、このケースもあるかなと思っている。なぜか分からないが、新潟、奈良とかそういうところをみたのだが、どういう訳か知らないが、それをみるとゼロ%になっている。これは何の根拠もないといえれば何の根拠もないのだが、そういう状況である。

今後のことが重要であるが、5月を従来と同じく、エネルギー・家賃を除き、物価は基本的に前年と同じ動きをする、という仮定で大胆に予測すると、-0.04%、つまりゼロ%となる。6月以降は、ガソリン・灯油価格の動きに全面的に依存するが、もし5月の月初価格で横這うとするならば、8月、9月に-0.2%に下押すが、11月頃にはゼロ%に戻る、という形になる。足許ガソリン・灯油価格は上がる傾向にあり、その他サービス価格でもタクシー料金等で上昇の動意が若干みられるという点を勘案すると、

予想より高めに推移するのではないか、というふうに考えている。

達観すると、ガソリン・灯油、そして前回申し上げた帰属家賃を除けば、亀の歩みのようにじりじりと消費者物価は上昇しているというのが実態である。しかしながら、目先の動きは、この亀の歩みの前を跳ね回るエネルギー価格・帰属家賃という兎の動きに規定されてしまうので注意する必要がある。

第二は、現在の景気についての私の考えを述べたいと思う。現在、ほぼ等速経済成長にあるが、その裏にあるメカニズムは、従来の景気変動とは大きく異なるということである。この点は、実は今後の景気を見通す際に重要な視点を与えるので少し詳しく説明したいと思う。

鉱工業生産指数統計に依拠して、そこにある全種類の——19種類であるが——財別の付加価値生産額の対前年同期比を計算し、二財間関連の表を作成すると、極めて特徴的な事実が浮かび上がる。ITバブルに対応する景気循環期、これは1999年の第1クォーターから2001年の第4クォーターであるが、ここではその財間で有意な正の相関を持つ組み合わせが68組であったのに対し、その後2002年の第1クォーターから2004年の第4クォーターまではその数が55へと減少し、直近2005年第1クォーターから2007年第1クォーターでは、これは暫定であるが17へと激減している。他方、有意な負の相関を持つ組み合わせは第一の時期では6、第二の時期では2と若干下がるが、直近第三の時期では16と大きく増加している。同じようなことは在庫水準でも、それから業種別でとつても同じ傾向が出る。

そもそも、景気循環という言葉は、産業間・業種間・財間にコ・ムーブメントがある、つまり早い遅いはあるが、達観すれば同じ方向に動くということの意味している。実際、景気変動日付はこうした考えに基づいて決められる。確かにITバブル循環までは、こうした古典的な景気循環に即する形で正の相関が広範にみられた。少なくとも負の相関はみられなかったと言って良いと思う。ところが、今回の循環では、この相関関係が崩れていることに注意したいと思う。実際には等速に見える今次循環の経済成

長は、全てが等速で成長している訳ではない。各産業、各業種、各財はそれなりに大きな変動をしているのだが、それが従来のように正相関を持って、共鳴して振幅を大きくしているというのではなく、逆に無相関あるいは負の相関で相互に打ち消しあっている側面がある。負の相関の場合は打ち消し合うが、無相関でも大数の法則で、基本的には打ち消し合うのと同じ形になる。なぜこのような状況になったかは、今後、調査統計局や企画局で精査して頂きたいと思うが、幾つかの理由は想像できる。

第一に、需要側からみると、グローバル化に伴う多極化が重要な役割を果たしていると考えられる。世界の需要を牽引するのが米国一国という状況から、現在は中国、中東、ロシア等と多極化している。そして需要の源の多極化に従い、需要される財も多様になっている。最近の米国経済と世界経済のデカップリングという議論もこれに通じると思う。これは需要側である。第二に、コスト側からは、石油依存度が低下し、かつ輸入の幅が広がり、輸入原単位が低下している。これはコスト構造が産業間・業種間・財間で多様化していることを示していると思う。

この相関関係の崩れ、ばらつきは今後の景気の予測にも大きな含意がある。岩田副総裁と少し議論がずれるのだが、私は一言で言うと、古典的な景気循環理論的な予想とは異なる展開をする可能性があるのではないかと考えている。等速に近い成長で既に5年経過しているので、景気循環的には明らかにピークアウトを考える時期だと思うが、もし等速というのが実は産業間固有の短いサイクルが相互に無相関、あるいは負の相関で起きた結果であるとする、従来の景気循環のルールオブサムは適用できない可能性があると思う。従って、もし需要側の多極化、コスト構造の多様化の傾向に変化がないとするならば、今後も等速に近い、しかし明確に景気の良さを実感できない経済成長のレベルが続く可能性がある。

しかし、この点では岩田副総裁の物価の見方と同じなのだが、このような相関の崩れが今後も持続可能かはかなり疑問だと思っている。やがて何らかのきっかけで従来型の相関関係に戻る可能性も高いと考えた方が、やはりリスク・マネジメントの立場からも安全だと思う。

具体的な例で言うと、電子部品・デバイスでは、液晶、DRAM、NAND等は、最近かなりばらばらに動いているようにみえるが、これが何かのきっかけで同期化、シンクロナイズすると、ミクロの共鳴でマクロが大きな波動を描く可能性がある。可能性のあるイベントとしては、調査統計局では北京オリンピックを心配しているようであるが、これはよく分からない。また、経済全体でみても何かのイベントによって中国経済の動きと他の地域の動きが相乗作用を起こすということになると、これは強い正の相関のショックとなり、いわゆるコンテージョンが起こる可能性がある。そうしたイベントとして一番考えやすいのは、やはり地政学的なリスクであろうと思う。

実は、この産業間・業種間・財間の相関関係の変化というのは、価格決定プロセス、従ってインフレ率の決定、ひいてはフィリップスカーブの形状にも大きな影響を与えている可能性が高いのだが、既にかなり時間を取っているので、この点については、金融政策運営方針のところで説明したいと思う。以上である。

福井議長

最後になったが、須田委員、お願いします。

須田委員

前回会合以降公表された指標には、現時点で展望レポートの標準シナリオの変更を迫るものはなかった。以下では、リスク要因を中心に、気になっているポイントを幾つか整理しておきたいと思う。

まず、米国経済だが、住宅問題については、ローンサーベイから、サブプライム貸出基準のタイト化がプライムへ殆ど波及していないことが窺え、また4月の住宅着工件数は増加したが、4月の住宅建設許可件数が大きく落ち込み、また全米ホームビルダー協会の市場指数が30に低下するなど、その調整の深さと長さについてはまだ見通せない状況が続いている。他方、1～3月期の設備投資はプラスとなった。資本財受注（非国防、除

く航空機)や製造業受注の反発を踏まえれば、今回の設備投資の下振れは循環的な動きである可能性は高いとみている。4月のISM指数の上振れも支援材料といえる。米企業のバランスシートの健全性や良好な収益環境から考えても、予想外に弱い設備投資が続くことは考えにくいところだが、ただ好調な企業収益が海外部門に拠るところが大きいということだと、それが輸出によるのか海外事業によるのか定かでないため、設備投資の内外のウエイトがどうなるか分からないという面があると思っている。

一方、個人消費については、今後、雇用環境の緩やかな増勢鈍化が続くもとの、住宅市場の調整やガソリン価格の再上昇、消費者マインドの低下もあって、減速していくとみている。減速の度合いは実質可処分所得やガソリン価格の推移や家計の資産の大きさなどに依存する。今年はハリケーンが沢山くるとの予測があるようで、ガソリン価格の動向とその影響にも注意が怠れないが、家計部門の純資産残高の対可処分所得比率は、昨年までの2年間、増加基調にあり、最近の株価上昇の影響をも考慮に入れると、消費が予想よりも強含む可能性も否定できない。

物価については、3月コアPCEや4月コアCPIの前年比伸び率が鈍化したが、一時的な要因や前年のウラといった要因に加え、賃金上昇率の高さや失業率の低さ、原油価格の高止まりないしは再上昇の影響も考えると、Fedと同様にインフレ警戒をまだまだ解く訳にはいかないと思っている。ただし、市場では足許の物価の伸び率低下をみて、利下げの期待がにわかに強まっているようである。市場とFedの認識ギャップとその解消がもたらす影響が相変わらず気になるところである。

現在、金融市場はかなり落ち着きを取り戻したものの、エマージングマーケットを含め株価の過大評価リスクが高まっているように思っている。とりわけ中国については、個人投資家の新規株式口座開設数や個人向け貸出総額の急増などから過熱は疑いようもない。また、その他のエマージングも含め株価上昇の理由としては米国利下げに言及されることが多く、その見通しが外れた場合の市場や経済への影響が懸念される。また為替のボラティリティの低下が円キャリートレードを再び加速させないか

注視していきたいと思う。

次に、国内経済についてである。3月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比-4.5%と、市場予想を大幅に下回った。携帯電話を除くベースでも、マイナスに変わりにない。もっと大きなサプライズは4~6月の落ち込みであった。低い達成率による調整分を割り引いても、2四半期連続で減少の可能性がある。ただし、企業は設備投資計画が固まった4~6月入り後に機械等を発注する傾向が強く、過去4年間をみても、10%程度計画に比べ実績が上振れている。また、近年、素材系業種の設備投資が増えていることから、機械受注にはカウントされない鋼材等の発注が膨らむ傾向がみられる。現に2006年度の機械受注が2%程度であるのに対し、設備投資額は1桁台後半の伸びとなる公算である。世界経済が拡大を続け、企業収益が四期連続で過去最高を更新する見通しであること、3月短観の堅調な設備投資計画、また最近の上方修正の報道なども踏まえると、4~6月の機械受注の数字をそのまま額面どおりに受取る訳にはいかない。ただ、それらの要因を加味したとしても、横這い圏内であることに変わりはなく、設備投資は標準シナリオどおり、増勢が鈍化しつつあるとの評価で良いと考えている。今後、このような見方に変更を加える必要がないか、注意深く点検していきたいと思っている。

物価については、展望レポートの基本的な考え方に変更はない。3月の毎勤統計をみる限り、労働需給のタイト化に伴って雇用者数が増加する一方、平均賃金が弱含みで推移するという、これまでの構図に変化はみられない。ただ、労働力の定着・確保を主因として賃金の改善を見込んでいる企業が増えているし、ある程度の増収を維持するために原材料価格などコストの上昇を賃金抑制で対処するには限界があることも確かである。雇用者所得については緩やかな上昇基調にあり、それに加えて配当収入や利子所得などの上昇が期待されるので、消費については緩やかな増加基調が続くと考えられ、このような良好な需要環境が続けば、コストの価格転嫁が受容される環境が整ってくる可能性は十分あると思っている。現に、マヨネーズとかタクシー運賃のように、これまで企業努力によって何とか吸収

してきたコスト増を、ここへきて価格に転嫁する動きがみられている。4月の企業物価指数は、予想以上に高い上昇となったが、それについても、昨年来の原材料価格の上昇を転嫁する動きが寄与は小さいもののあちこちでみられたとのことであった。現在、原材料や中間財価格が再び騰勢を強めつつあることを踏まえると、消費財やサービスにも、価格転嫁の動きが広範化する可能性が高まっているのは確実で、そう遠くない将来、インフレ率が思いのほか上振れるリスクも念頭においておく必要があると思う。私からは以上である。

福井議長

各委員から見解の表明を頂戴した。今回の決定会合では、本日発表された1~3月のGDP速報を含め、1~3月の指標がほぼ出揃ったということであり、先般の展望レポートのシナリオについて、今後を見通しながら十分点検していくというのがポイントだと思う。まず、今日のGDP速報は、昨年度の成長率が実質+1.9%ということで、高いとみるか低いとみるかだが、一応展望レポートの発射台というのは、ほぼ想定どおりであったということは言えるのではないだろうか。想定どおりの発射台の基に、今、新しい展開が始まっているということで、各委員からご指摘のとおり、今後注意を払うべきポイントというのは、あまたあるということだと思うが、これまでのところ、シナリオについて大きなリスクがみえ始めていることはない、ほぼ想定どおりの動きを目下のところは内外ともにしているというふうな感じで私は聞かせて頂いた。

世界経済全体としては米国のスローダウンを含みながらも全体としては堅調な拡大が続いているというご認識であったと思う。米国経済については細かな変化が続いているということであるが、引き続き減速過程にあるということである。1~3月は年率+1.3%とかなり低い成長率に落ちた訳だが、均してみれば、最近は大体2%前後というところにスローダウンし、今後シナリオどおり、後半になって緩やかに立ち直っていく、こういう見方が大きく変わっている訳ではないということだろうと思う。そして、

スローダウンの中心軸は引き続き住宅市場の調整ということだが、これについても様々な点検作業が続けられている。引き続き住宅在庫の水準が高いということなので、この調整が全うされていく過程は、全てがまだ読み切れないという状況だろうと思う。サブプライム・モーゲージの問題について、注意深く各方面から観測され続けているが、他の金融分野への波及が比較的限定的にとどまるのではないかという見方は引き続き保たれているということのようでもある。設備投資については、米国連銀も気にはしながら、循環的な要素が強いのではないかという見方を維持しているし、今、須田委員からもご指摘があり、私自身もそうみているが、より根っこのところで生産性の鈍化とどこか絡んでいるところがないかということもある。IT関連の投資は米国のGDP統計の中身をみてもしっかりしているということは確認される訳だが、長い目でみて、投資機会の趨勢的な減退という要素が残っていないかどうかというのは、今後、確認していく必要があると思われる点である。今年半ば以降、潜在成長率近傍の成長に軟着陸していくというシナリオに沿って動いている、各委員とも一応今のところはこの見方をキープしておられることを確認させて頂いた。米国のインフレ率については、コアPCEでみてもコアCPIでみても表面的な数字はこのところ少しずつ下がってきている。これは米国経済全体の減速と、ある意味で平仄がとれているということであるが、今回の調整局面でインフレ圧力が完全に吸収し切れるかどうかについてはまだ問題が残っていて、米国経済がシナリオどおり年後半に緩やかであっても再びピックアップの過程に入った時に、インフレ圧力がなお残っているということがあり得るという問題が残っている。このため引き続きダウンサイド・リスク、それからアップサイド・リスク両面の注意が怠れないということであったと思う。

世界経済の他の地域については各委員方の見方は、ほぼ完全に一致していたのではないか。ユーロエリアでは非常にしっかりとした経済回復が続いている。輸出、生産の増加と企業収益の改善が設備投資を支えているし、これが個人消費の回復にも繋がっているという姿である。英国についても、

最近の利上げが示すとおり経済はしっかりしているし、CPIも少なくともこれまでは高めの水準で推移してきている。キング総裁の予測どおり、これからCPIが順調に下がっていくかどうか引き続き注目されている。そのために更なる利上げが必要かどうかという問題も残っているということだと思う。中国は、内外需ともに力強い拡大が続いている中、固定資産投資についてやや減速したと言われているが、統計的に十分検証されているかどうか、多少減速したとはいっても引き続き極めて高い伸び率であることは間違いない訳であり、過熱のリスクに対する対応が十分かどうか引き続き注意を要するということではないかと思う。あわせて上海の株価の動きについてもリスクファクターとしてやはり捕らえておく必要があるというご指摘があった。NIEs、ASEAN諸国地域、この辺りはITとも絡むが、今のところは輸出が緩やかな増勢を取り戻しつつあり、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ご認識であったと思う。原油価格については、先般のBISの時には、「地政学的リスクというのを考えればきりがなく、相当織り込んだということ位しか分からない」としつつ、「当面、それ程大きな変化はないのではないか」という予測を出しておられた。現実の動きはWTIの直近のピークは4月27日の66.46ドルということで、足許はこれよりも若干低いところにきているが、いわゆる高止まりの範囲内でしばらく不安定な動きを続けるという位にみておくべきなのだろうと思う。

日本経済の方は、こうした国際的な環境に組み込まれながら、我が国経済なりのリズムで動いているということである。今日のGDP速報をみても引き続き2%強という比較的安定したペースで経済は動いているということが確認されたと思う。内需、外需のバランスのあり方等については岩田副総裁からも問題提起があった。この辺りはよく吟味しながら今後のパスを確認していく必要があると思う。内需の設備投資については、機械受注の足許及び先行きの予測ともにやや弱めの数字が出ているということであるが、これが我々の展望レポートのシナリオ、今後やや長い目でみて

設備投資が循環的には少し伸び率が下がっていくという方向に沿ったものなのか、あるいはそれ以外のより好ましくないエレメントを何か示唆しているのかどうかということは当然注意しなければならないことだと思う。亀崎委員からもご指摘があったが、まだ今は企業自身が新年度の設備投資計画を最終的に固めている段階であろうし、これから様々な集計作業が行われ、短観も暫く待てば出てくるということであるので、そうしたものとあわせながら、よく判断していかなければならないということだと思う。個人消費の方は今回のGDP速報では0.9%の増加と、昨年末の落ち込みからの持ち直しの過程が少なくとも1~3月までは続いてきたということだが、底堅いといわれるその底堅さの中身というのが、これから本当に確認されていくということではないかと思う。供給面というか、鉱工業生産あるいは出荷在庫のバランスという点については、生産指数の若干のアップダウンはあるが、均してみても、クォーター毎に前期比1%程度というペースを基本的には維持しているとみられるのではないかということである。そういう目でみた場合、出荷と在庫のバランスも、IT関連をやや別問題とすれば概ねバランスした状態が続いている。IT関連については岩田副総裁から詳しくご指摘があったが、調整がやや遅れ気味に推移しているのご指摘であった。それが経済全体のバランスを大きく揺さぶるものであるかどうかは別問題だが、やはり注目事項であると私自身も思っている。雇用・所得環境の方は、様々な指標をみていて、雇用者数の増加は引き続き順調であるが、賃金と絡めて考えた場合に雇用内容がかなり変化している。つまり団塊の世代の再就職とか女性労働力の参入ということまで考えていくと、段々、時間当たり賃金で時勢を把握した方が良いような状況に変わりつつあるのかどうかという問題も含め、これまで極めて緩やかな雇用者所得の増加が続いているがこのペースが続くのか、あるいはより良き姿になるかということが、今後の非常に大きなポイントだと思う。なおこの春の賃上げの状況は、経団連の調査では昨年が1.8%、今年が1.84%で同じと言えば同じだが、強いて言えば昨年来を若干上回る結果になっていることも多少エンカレッジな材料だと思う。

物価情勢は大きな変化はないが、国内企業物価が国内商品市況の反発というか、それをバックグラウンドとして3か月前比でみた上昇率が上がってきているということである。中身としても、様々な財について価格転嫁が多少進むという形で国内企業物価の上昇が始まっているというのが新しい注目材料だと思う。これがCPIと最終的にどう連関するかが一番大事な問題で、後程また少し議論をして頂きたいと思う。CPIについては、既に各委員が述べられたということで私からは特に新しく付け加えることはない。各委員からご指摘頂いた点で、幾つか議論して頂きたいと私が思ったのは、一つは岩田副総裁からご指摘があった点で、成長率は実質2%程度——2%強と言った方がいいのだろう——でずっと安定的に推移してきているが、内需・外需のバランスについては満足度合いが低いのではないか、むしろ問題が悪くなっていないかということである。この辺りについて、少し調査統計局からのコメントをまず頂いたうえでご議論があればして頂きたい。もう一つは物価の面で、CGPIについて、特に幾つかの財で価格転嫁がみられるが、これがCPIに波及するのかどうか。水野委員は「多少CPIには波及する」という感触でお話しになったのかなと私は思うし、CGPIについてアウトライナーでおられる岩田副総裁は、「いやCPIは別だ」というふうに述べられたかどうかは分からないが、そのところを繋げて議論してみたい。さらに加えていえば、CPIではサービス価格のウェイトが非常に高いということである。これは非常に重要で、中村委員からもご指摘があったが、日本のサービス産業は、かつては生産性があまり高くないのに製造業に連られてかなりのベアを出していたが、最近やはりそれはできなくなって、生産性が上がらない限り賃金も上がらないと。しかし、サービス産業の生産性上昇は遅れている、という基本的な構造問題があるのかどうか、このようなところも少し深入りして我々は確認していく必要があるのではないかと感じた。

金融市場の方は前回対比という非常に短い期間でみると、あまり大きな変化はないということだが、引き続き世界の株式市場の動きなどをみていて、本当にリスクはないのか、あるいは改めていわゆるキャリートレード

が進むような諸条件というのが、また蓄積されつつある状況にあるのかどうかという点は、当然、今後の金融政策と絡めてみても重要な点検事項だと思っている。十分纏めきれていないと思うが、とりあえず、以上のとおりに申し上げた。最初の問題点について、もし早川調査統計局長からコメント頂ければ。

早川調査統計局長

それではGDPについて若干コメントさせて頂く。1~3月の数字は、大体私共の予想どおり——細かく言うと、増えると思っていた公共投資が僅かにマイナスだった、ということはあるが——であったし、それから市場予想ともあまり異なっていないので、この数字自体についてどうこう言うことはあまりないと思っている。敢えて言うと、先程、前田調査統計局参事役から申し上げたように、年度の数字が+1.9%と、思ったよりもやや低かったが、これは技術的な話であり、季節調整後を全部積み上げるのと原計数を積み上げるのでは少し違うということがある。前回3月時点の内閣府の公表資料に横這いであれば+2.1%と書いてあったのでそれを信じたのだが、これも実は季調の足し算でやっているらしい。また、先程のCPIの話ではないが、成長率は1.94%ということであり、法人季報で少し動けば直ぐ変わると、そういうような話である。

それ以外の点について幾つか申し上げておきたい。一つは昨日申し上げたことに近いのだが、単純に数字をみると——最初にお配りした資料の四半期別の実質成長率をご覧頂きたいが——、昨年度というのは前半がほとんどゼロ成長に近く、後半は実はかなり高い成長だったということになる。しかし、私自身は、それ程、前半が弱く、後半に非常に加速したという印象はあまり持っていない。敢えて言うと、ご覧頂ければお分かりのとおり、成長率の上下の坂を作り出しているのは言うまでもなく、まず個人消費であり、これは恐らくは天候要因や新製品の発売時期の問題とか、若干の基礎統計の問題等であって、年後半が強いというのは、必ずしもこのまま続いていく強さではないだろうと思っている。

それからあともう一つ、公共投資については、元々減少基調なのだが、年前半の落ち方が半端でなく、それに対して少しリバウンドしているということであるので、特に年後半に加速しているという感じはないのだと思う。輸出はずっとプラス寄与である。一方、設備投資は年度で見ると実は2006年度の方が2005年度よりも高いのだが、風速をみると、どちらからというやや減速気味という感じではないかと思う。従って、鉱工業生産はご承知のとおりほぼ等速だが、細かくいうと、年前半の方がむしろ幾分高かったということである。これは今申し上げたような需要コンポーネント、消費とか公共投資とかあまり生産誘発の高くないところで後半頑張っていることと、それから年後半は、電子部品・デバイス、あるいは自動車も一時的に在庫調整を行ったということがあるので、生産で見ると、むしろ若干前半が強い、短観で見ると大体業況判断は高水準横這いということである。従って、代表的な指標3つ並べてみると、去年は全体としては等速2%成長であったということではないかと思っている。

なお中身について岩田副総裁からお話があったことは、数字としてはおっしゃるとおりである。例えば、お手許の表の前年同期比をご覧頂くと、国内需要の前年比は+1.1%であり、確かに潜在成長率を下回っているということである。ただ、どうしてそうなっているかという点、民間需要、すなわち国内民需は+1.7%であり、在庫が-0.2%位寄与していると考えれば、国内民需で見れば潜在成長率並み、ないし、それを若干上回る位になる。結局何が起きているかという点、民需で見れば大体潜在成長率並みなのだが、公的需要が足を引っ張って国内需要全体が+1.1%になり、しかしまた外需で取り戻して2%成長になる、というのが、言ってみれば今の日本経済の姿である。要するに本当の実力部分は大体実力並みに走っていて、これはもう仕方のないことだが公的需要が足を引っ張り、その分は外需で取り戻している、というのが日本経済の大きな姿であると思う。

福井議長

早川調査統計局長、せっかくそこに座られたのだからできればあと二つ、

コメントを頂きたいと思う。一つは、先程のサービス部門の生産性と賃金の問題、これはかなり長期構造的な問題だと私は思っているが、今後、どう考えれば良いか。これは先程、中村委員からご指摘のあった重要な問題である。もう一つ、西村委員からご指摘のあった部門間相関の問題である。まずこの分析をシェアされるかどうかということと、仮にシェアされるとして、将来何かイベントが起これば古典的相関に戻るかもしれないという部分の両方について伺いたい。

早川調査統計局長

割と明確に分かっている部門間相関の方から先に話をさせて頂きたいと思う。産業間の相関関係というのは、基本的には一つは代替の関係がある。例えば、車を買う代わりに旅行に行くといったサブスティテューションの関係である。これがドミナントであれば、業種別の相関はマイナスに出る。これは相対価格の変化でも同じである。一方で投入産出による縦の産業連関では、例えば車を1台作ると自動的に鉄が要る、ガラスも要る、タイヤのゴムも要るという縦に繋がっているものがあって、これであれば当然、業種間がプラスになるということである。従って過去の経験則で言えば、鉱工業、製造業に関しては、縦の産業連関がドミナントであるのでコリレーションはプラス、一方、第三次産業活動指数とかでやるとこれはどちらかというとならサブスティテューションが強いので相関ゼロ、ないし若干マイナスがドミナントということであった。西村委員がおっしゃるとおり、最近の変化点は、過去において圧倒的にプラスがドミナントであった製造業においてゼロとかマイナスが沢山出てきたというのが特徴だと思っている。背景についても多分西村委員がご指摘のとおりだと思っている。大きくいうとグローバル化の影響がかなり大きい。それは、一つは海外生産をかなり増やしたために縦の連関が弱くなってきているということである。例えば、部品を海外で作ったり、部品を外に送って組み立てたりというのがあるので、どうしても国内での縦の連関というのが従来に比べて弱くなっているということ、そして輸出入のウエイトが高くなってい

るということである。さらには、これも西村委員のご指摘のとおりだが、輸出入のウエイトが高くなる中であって、世界経済を引っ張っているエンジンが多極化してきているので、それもプラスの相関を弱くしている。特に典型的なのが、電子部品・デバイスとその他生産財——資料-4の図表27に書いてあるのでご覧頂きたいが——は、両方とも生産財なのだが、その出荷・在庫バランス、あるいは単純に在庫自体をご覧頂くと、過去3年、4年程は逆相関が入ってきている。これが、恐らくは景気動向指数みたいなものについては、色々潰しあっていくという傾向として現われている。すなわち、業種間の相関がなくなっている、沢山の景気指標のコリレーションだから弱くなっているということだと思う。ということで、ある程度、構造的に縦の連関が弱くなっているとは思っている。ただ、そうは言ってもアメリカと中国という二つの柱が同じように動かないということが過去何年間においては相当大きかったと思うので、二つが同じ方向に動いてしまうと大きなブームとか大きなバストを作るという可能性があり、分散しているからこれからこうなのだというふうには思い込まない方が良いということかと思っている。

福井議長

国内だけでみていると相関が崩れたということだが、今の話だとグローバルなサプライチェーンをもう1回組み立て直してみると…。

早川調査統計局長

国際間の相関みたいなものが出てしまう。ただし、国際間の相関があっても、その何か所かのエンジンが同じ方向に動かないで上手く分散してくれれば大丈夫な訳である。例えば、恐らく中国のサイクルとアメリカのサイクルは必ずしも一致していない。例えば素材業種などは中国のサイクルに相当大きく影響を受けている業種であり、中国が1回引締め政策をとった時に日本では素材の在庫は積み上がった。ただ、あの時はITが好調で、という感じで潰し合っている。だからこそ、先程西村委員がおっしゃった

ように、それ程みんなの実感がないのに 5 年以上も景気拡大が続いてしまったということがある。従って、逆に言えば、何かそういう外のエンジンがたまたま同じ方向に動いた時が大きな転換点である可能性はある。

もう一つの最後の問題、これは難しい話である。日本経済は過去十何年間かの低迷の後、浮かび上がってきているということで、生産性も改善している訳だが、日本の特徴と言うのは結局のところ、またしても製造業の復活、製造業の回復という色彩が非常に強い。例えば、アングロサクソンのイギリスが長期低迷の後で全く違う産業構造でもって生まれ変わってきたのと比べると、日本とドイツは昔の姿で復活しつつあるということである。世界経済の拡大、資本財の輸出によって復活してきているということである。従って、サービス産業で明確な——なにがしか改善していると思うが——生産性上昇が起こりにくく、しかも、賃金が昔であれば、製造業が上がれば非製造業でも上げる、生産性が上がらない分だけ価格を上げるという動きはなかなか出にくくなっているというのはご指摘のとおりである。やはり、賃金が上がっていくためには圧倒的に沢山の人が働いている非製造業部門での生産性の向上がどうしても必要だということだと思う。それなりの成長をしながらもその景気の実感が乏しいというのは、やはり圧倒的に多くの人働いている非製造業部門の改善が鈍いということにあるのはご指摘のとおりであり、日本経済はそういう意味では昔に戻っただけというところがある。昔からそうだったので仕方がないといえれば仕方がないのだが、やはり非製造業部門がもう少し良くなっていかないとという点は、これからさらに人口が減っていく中で潜在成長率を上げるという観点からも重要だと思っている。ではどうすればいいかと言われても、なかなかそう簡単には答えがない。繰り返しになるが、長期低迷の後に良くなったのはアメリカもイギリスも、それから日本もドイツもそうなのだが、日本、ドイツはどうも昔どおり、製造業、資本財輸出で生きているみたいな感じがするということである。

福井議長

岩田副総裁、先程のCGPIとCPIについて…。

岩田副総裁

CGPIは明らかに2月時点位でボトムアウトしている。海外商品市況は戻ってきたので、それに必ずCGPIは敏感に反応する。グローバルな需給がタイトな方向にいけば、CGPIはそれに敏感に反応して上がっていくということである。私がいつも注目しているのは消費財の最終財のところはどういうふうに動くかということなのだが、資料にも出ているが3か月前比でみると、若干プラスになった訳である。過去にもなったことはあるが、ほとんどマイナスになったままだったのが、それが少し変わってきたというのはポジティブな要素ではないか。実力コアが少しずつ上がっていくためには、そういうようにやはり上流から上がってこないとなかなか難しいと思う。それから今のサービス部門の話だが、サービス業でも色々とエネルギーを使うので、原材料が上がった時には仕入れ価格が上がる訳である。しかしながら、サービス業ではそれを生産性で吸収できない訳である。そうすると何で吸収しようかと思うと、人件費をカットする訳である。その結果、賃金が下がってしまう。賃金が下がると結局は消費が弱くなる、あるいは需要が全体として弱くなってしまおうという、悪循環と言うと変だが、そこからなかなか抜け出せない。製造業の場合は原材料が上がっても生産性の伸びで相当吸収できる。それから輸出が凄く良い訳である。輸出で勝っているので、そうすると数量が出る。つまり需要が強いので数量の伸びと生産性で吸収できてしまう。しかし、サービス業はそこが弱い訳である。サービス業の需給判断は短観にもあるが、あれも今は-30位である。すなわち、需要が弱い。それに加えて仕入れ価格も上がってしまうと、もう経営者は賃金をカットするしか生き延びられない、という話になる。2005年位に一人当たり賃金がプラスになり、私はこれでもう安定的にプラスでいくと大変安心したのだが、それがマイナスになるというのは信じられなかった。夏以降、賃金がどうして下がってしまったの

か、私は今も謎と思っているのだが、もしかするとそういうことが効いて、本来はプラスになるものが妨げられているというとおかしいが、そういう可能性もあると思う。構造的には生産性が伸びないので、従って収益も伸びないし賃金も上げられない。その結果、需要もあまり伸びないという、停滞した状況が続くという悪循環があると思う。

水野委員

早川調査統計局長がおっしゃったことは、経済のグローバリゼーションによって、その恩恵を受ける一方、経済の差別化という先進国の宿命がある中で、なかなか難しいところがある。ただ、そういう中で、賃金が大分良くなっている、そういうことだと思う。それは置いておいて、先程の総裁の二番目の 이슈について考えてみたい。まずコモディティの価格上昇をみると、昨年までの原油・非鉄金属から、農産物まで広がってきている。すなわち、レンジが広がってきている。例えば、マーケットで言うと、ゴールドマンサックスのコモディティ・インデックスからA I Gのインデックスへと、つまり原油のウエイトが大きいものから農産物のウエイトが大きいものに移っているというように、明らかに値上がってきているものが変わってきている、あるいは広がってきているという動きがある。それから、経済のグローバリゼーションというのはC P Iの遅行性をより高めていると思っている。結局、価格がなかなか上げられない、なぜならば代替製品がより沢山、日本に入ってくるからという単純な話なのだが、そういう意味では輸入価格の上昇、コモディティ価格の上昇と、加えて円安なので、恐らく輸入業者にとっては相当限界的なところまできている。その価格転嫁ということで、漸く消費者もそうだが、川下段階の企業も川上段階の企業の値上げ交渉を少しずつ受入れてきているという状況であるから、ようやくこの数年間に亘るC G P Iの上昇がC P Iに波及する環境が整ってきたということである。グローバリゼーションによる物価への影響としてよく言われる言葉に、「中国がデフレを輸出した」というのがあるが、そういう状況は終わっていて、グローバリゼーションというよりも

国内の景気循環など、そういうもので考えていく必要があるのではないかという感じがする。構造変化という話で全部やってしまうと、何でも構造的な問題で終わってしまうので、景気循環的に考えていくと、やはり基本的には、景気が回復してくれば物価が上がってこないとおかしいという話になる。ただ、前回も申し上げたが、岩田副総裁とシェアしているところというのは、もし潜在成長率が2%近いのであれば、2%プラスという程度の成長率をしているうちは、需給の改善は本当に亀の歩みのようなものでしかないということである。その部分については物価上昇圧力が小さくなっている可能性はあり得るという仮説はあるということである。

西村委員

後でまた物価については詳しく申し上げるが、一つは、構造的に川下の方でコンソリデーションが非常に進んでいるので、そのためにバーゲニング・パワーが相当変わっているということ、やはり我々は頭の中に入れておかなければならない。グローバリゼーションの話は良く出るが、最終的に価格を決めているのは誰かということを考えれば、これは企業が決められているので、企業がどういう価格決定をしているかということが本質的に重要になると思う。この辺りについては、後程、お話ししたいと思う。それからCGPIとCPIの関係だが、企業の川下と川上におけるバーゲニング・パワーを考えると、今起こっていることは、中抜きというか、中にいる人達に皺寄せがきているというふうに考える方が正確ではないかと思う。今、川下の方は、需要そのものは大分良くなったとはいえ、過去に比べて非常に強いということではないので、そうすると値上げに対しては極めて慎重な動きをするという形である。その結果、川上の方から価格、コストが上がると、真ん中に皺寄せがくるということではないかと思う。インプット・アウトプットチェーンの真ん中辺りに大きな皺寄せがきているのではないかと思う。サービス価格についてはまた後でお話ししたいと思う。

須田委員

価格を決めるということにおいては、供給面もあるのだが、やはり消費がどれだけ強いかという需要面も重要である。従って、今後の消費の動向が、強いかどうかということが影響を与えると思っている。それからサービス価格の問題については、日本の場合——西村委員の方が得意なのだろうが——、統計の問題が凄く大きい。例えば医療サービスについては、ほんの僅かな項目しかとっていない。そもそも、病院に行って薬に対してお金を払うということはあるが、コンサルティング的なサービスに対してお金を払うというようなシステムにはなっていない。よく私が言及するエステなどは大変高いが、そういったものは入っていない訳で、そもそも統計が十分に取れていないということが与えている影響というのも、凄くあるのではないか。また、この連休にやや高級な旅館に泊まったのだが、それでも満室だった。このように、二極化している面があって、均一的な財でないサービスに対する利用が結構高まっている中で、そういったものを統計が捉えていないということも、なぜこれだけ物価が上がらないかといった時には影響を与えているような気がしている。

福井議長

実力コアは亀のようにゆっくりと。今の統計の漏れを考えると亀よりも若干遅くなる。

野田委員

CGPIというのは、これまでも原油、市況商品を中心に上がってきた時があった訳であり、数年前からの動きと足許の動きがどう違うのか——私もまだ、つぶさにはみていないが——、この比較というのをもう少し行う必要があるのだろうなと思っている。ただ、これまでの説明や情報を踏まえると、従来のCGPIとCPIとの関係とは少し違うかな、というのが実感としてある。従って、品目別とか、先程のバーゲニング・パワーとか、そういった辺りからよく吟味しておく必要があるだろう。そのうち

に結果が出てくることもあるかもしれないが。

福井議長

いや、前もってできるだけリサーチした方が良い。

亀崎委員

今の物価の件に関連して、食品を包装するフィルムのメーカーの社長から最近聞いた話だが、石油価格の上昇は、原料のレジンまでは既に転嫁されているということである。なぜならばレジンを製造する化学メーカーは非常に少なく価格転嫁のしやすいフォーミュラが定着しているからである。一方、フィルムを使って包装資材を作る包装加工業者——コンバーターと呼ばれる——は300~400社もあると言われる。ところがこの加工業者の売り先は、スーパーやコンビニ経由で消費者に商品を販売する食品加工メーカーである。このため、絶対値上げを受入れない消費者が最終需要家である限りフィルムの値上げは実現できない状況にある。その結果、どうするかというと、その社長が今考えているのは、300~400社もあるコンバーター業界をどうやって再編していくかというのが一つ。もう一つはフィルムをもっと薄くする、要するにコストを下げるということ。そのためには技術を高めなければならないので、時間の掛かる話だということである。物によってはどんどん価格転嫁していくのだろうが、今申し上げたような、食品をパッケージする薄いフィルムというのは転嫁できないということで、これを聞いていると時間が掛かるなど感じている。価格上昇を消費者が受付けていくという時代がくるまでは、今はコンバーター業界を再編していくか、あるいはコストを下げるために薄いもので材料を少なくするかというような、相当時間が掛かる話だと思う。先程の亀のように、ゆっくり、ゆっくりというのは、現実問題としてはこういうことなのではないか。ただ、消費者も受入れてくるのであれば別だが。先程の例では、化学メーカーは少ないので、石油からレジンまでは価格転嫁が波及しているが、その辺りの力関係は商品によって色々違うのではないかという

気もする。

中村委員

値段を上げて、この値段じゃないと売らないよと言えるところは上げられるが、言えないところは、大体値上がりしたコストの半分しか転嫁できない。今、中抜きという話があったが、川下にいった時には、結局上がった部分を弱いところが吸収しているというのが現実である。サービス産業の生産効率についてだが、まだまだ事業を集約したり、色々なことが行われなくてはならないと思う。今、随分、企業の整理統合が行われているが、これもやはり競争力を高めるためである。特に今、油代が上がっている中、こうした動きが加速しているような感じがする。だから、時間がとにかく掛かるのかなという感じもあるが、徐々には進んでいると思う。生産性が上がらないと賃金は上げられないのだが、先程、岩田副総裁のお話にもあったように、業績が悪いところが賃金をカットしていくと、今は労働需給がタイトなので、辞めていく。そうすると、そういうところは撤退しないといけないという、そういう血を流すようなことが起こるのかなという気がしているのだが。

野田委員

サービス業も確かに原材料や人件費が上がっている。だから当然、最終価格にはね返らなければならないのだが、この間、西村委員が前回か、前々回におっしゃっていたが、サービスの質、中身が変わっているということは相当あり得る話である。ちょっとアネクドータルに近い話になってしまうが、サービス業ではそうとしか考えにくい。

西村委員

先程のフィルムの話であるが、フィルムをどんどん薄くしていっており、今はこれ以上薄くできない位になっている状況である。竹輪を短くするという話もあったが、竹輪とかフィルムはみえるが、サービスはみえないの

で。私もこの間、あるところへ行った際、ガードマンに不審人物と間違えられて、日本銀行から来たと言ったら、そんな会社はないと言われ、なるほど、サービスの質は下がったのだな、という感じがしたが、そういった形で、やはりサービスの質は下がっている。コスト積み上げでサービスの価格は決まるので、そういうことから考えるとサービスの価格は上がり、サービスの質は下がるという形である。単純に統計技術的にいえば、サービスに掛かる賃金が上がれば、これは確実に上がる訳である。色々なところで推計でやっている場合には。だから、賃金がどの位上がっていくかというのは、SNA的にみればサービスの価格を上げる非常に大きな要因である。

先程、エステの話があったが、CPIは銘柄管理をしているので、ある特定の銘柄に関して価格が上がらない限り出てこないということはある。これは聞いたことだが、エステも散髪もそうだが、昔は、フルスペックでやっていたものを、全て細かくする訳である。一つ一つに関しては結構上げているのだが、フルセットは要らない、部分だけでいいという人達がいるので、そういうことで考えるとほとんどサービスの価格は上がらない。しかし、これについてはサービスが下がったというふうに考えた方が正確だと思うが、そういうことが起きているということだと思う。そうしたことは、日本の場合、比較的自由にできるが、他の国の場合は契約のディスクリプションというのは極めて明確になっているのでできない。日本でそういうことが起こりやすいということは言えるのだと思う。

福井議長

ガードマンが厳格になったのは、サービスが下がったのか、上がったのか、微妙なところであるが。それではここでコーヒブレイクを取りたいと思う。20分から再開する。

(11時07分中断、11時20分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

それでは、宜しいか。会議を再開する。当面の金融政策運営に関する討議をお願いします。改めてお一方5分ずつ位でご見解を披露して頂きたいと思う。野田委員からお願いします。

野田委員

前半のパートで述べたとおり、我が国の経済・物価情勢は4月の展望レポートのシナリオに沿う形で、緩やかな拡大を続けているとみられるが、先行きの持続的な拡大の道筋に、より明確なコンフィデンスを掴むには、以下の諸点を中心に、今後暫くの間、明らかにされる諸データを検証する必要があろうと思う。

一つに、依然として消えない米国経済の先行きの不透明感、二つに、我が国の企業部門にやや漂ってきた減速感の落ち着きどころ、三つ目に、国内消費者物価の中長期的な上昇基調の見極め、である。

一方、前々回の決定会合以降、1か月余りの金融市場の動きを振り返ると、短期金融市場では、無担保コールレート・オーバーナイト物は、準備預金残高見込みの前倒し公表の効果も顕著に反映されて、極めて安定的に誘導目標水準近傍で推移し、レポ・レートも比較的、低位安定的に推移している。この間、貸出供給オペの落札決定レートも0.56%~0.57%程度を中心に概ね横這いで推移している。長期金利についても、概ね横這い圏内で推移しているが、特に前回会合までの間は、利上げに対する思惑の高まりを背景に、中短期ゾーンが小幅上昇し、長期ゾーンは機関投資家のニーズが根強く幾分下落したことから、イールド・カーブはフラット化した。ユーロ円金先やOISレートに織り込まれたフォワードレートからみた政策金利引き上げの織り込み度合いは、目先数か月は依然として然程高まっていない状況にある。

以上のような目先の経済・物価情勢と金融市場の動向を踏まえると、次回会合までの金融政策運営は、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、という現在の金融調節方針を維持することが適当であると考えられる。

ところで、前回会合で決定した展望レポートは、市場からは総じて冷静に受止められたと言える。経済成長のメカニズムに関する考え方に大きな変化がなかったことに加え、政策委員の見通しが、事前の市場見通しに極めて近似していたことなどが主な原因だと考えられるが、それでも発表直後は、「日銀と市場が景気・物価認識、特に物価認識で噛み合っていない」とか「物価の説明をもっと分かりやすく」との論調が一部にみられた。これは、一つに、結果として、我々が物価上昇率の見通しを下方修正してきたこと、二つに、市場が量的緩和時代の名残りを引き摺り、遅行指標である足許の物価指数に依然として目が向いていること、などにも起因すると思われるが、これらの批判があることを真摯に受止め、これをないものねだりとして片付けるのではなく、一層の説明責任を果たす努力をしていく必要があると思う。その際、我々の政策運営における経済・物価情勢の点検、つまり第一の柱では、「最も蓋然性が高いと判断される見通しについて、政策金利に関して市場金利に織り込まれている金利観を参考にしつつ点検する」ということ、さらには、政策委員の見通しが、「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」作成されていること、そして、この市場の金利観、あるいは予想の背後には、当然のことながら経済・物価情勢に対するビューが不可分的に存在しているのだということ、こうした点についての市場の理解がさらに深まる努力をしていくことが重要であると考え。我々が決して市場から超然としている訳ではなく、ましてや牽強附会の態度をとっている訳ではないということについて、粘り強く理解を求めていかなければならないと感じている。私からは以上である。

福井議長

水野委員から願います。

水野委員

まず、当面の金融市場調節方針は、現状維持で宜しいかと思う。今回の展望レポートについて、公表直後の債券市場の反応をみると、基本的見解の金融政策運営に関するパラグラフを巡って、「インフレ・タカ派的な内容」、「金融引締め姿勢が若干後退」と、全く異なった解釈が聞かれた。ただ、その後、市場からは「次回の利上げのタイミングは経済指標次第である」、「2007年度のコアCPIの前年比上昇率の大勢見通しの中央値が+0.1%であるにもかかわらず、徐々に金利水準の調整を行うといているのであるから、日銀が言う緩やかな景気拡大のストーリーの蓋然性が高まれば、市場予想よりも早く追加利上げが実施される可能性がある」といったような見方が増えてきた。「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」という部分について、理解が進んできたように思う。金融市場の関心が、景気の遅行指標であるコアCPIの短期的な見通しに集中し過ぎること、あるいはコアCPIの短期的な見通しと政治サイクルを軸にして利上げのタイミングが議論されることは望ましくない。重要なことは、緩やかな景気拡大と労働需給のタイト化の持続性をチェックしていくことだと思う。5月15日に実施された1年物TBの最高落札金利が0.74%台ということで、追加利上げに対する一定の警戒感が出てきたといえる。我々の金融政策運営は今後の経済・物価統計次第であるという解釈が浸透し、自然な形で市場金利が形成されることを促すような情報発信をしていけば良いかと思う。

さて、5月10日に行われた福井議長の講演におけるQ&Aのやり取りについて、少し印象に残ったところがあるので若干コメントしたいと思う。総裁からは、安定した経済成長・物価の見通しを前提とすると、いずれ利上げが必要になるとの判断の論拠として、「市場が利上げを織り込んでい
る以上、利上げしないと、資産価格や為替相場を刺激し、非効率な投資を刺激するリスクがある」旨の発言があったと聞いている。この発言について、市場の一部から、「日銀は市場が織り込んだ利上げスケジュールに沿って利上げをする」と解釈できるため、これまで日本銀行が強調してき

た「利上げは一定のスケジュール感に基づいて行うものではない。具体的な政策変更のスケジュールは何も決めていない」という説明に矛盾するのではないかという声が聞こえてきた。確かに「スケジュール感を持っていない」と言いながら利上げをする根拠として、市場の利上げの織り込み具合を指摘することは、極論をすれば、日本銀行は市場が織り込んだスケジュールで利上げに踏み切るということになる。ただ、私はこのやり取りで、総裁がスケジュール感に関して何か示唆を与えることを意識された訳ではなく、我々の経済見通しを前提とした場合、利上げを行わないことは問題であると指摘されたのだと理解している。日本銀行の「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」というメッセージに対する理解が進み、結果として、市場が織り込んだスケジュールで利上げに踏み切ることができたとすれば、金利を通じたコミュニケーションが上手くできていることになる。

個人的な見解だが、我々が情報発信する際、金融市場のプロを主な相手にしていく方向にした方が良いのではないかと思う。一般的に、金融市場のプロは、主要国の金融政策決定会合をイベント・リスクとみなしているし、具体的な利上げ時期に賭けてポジションを大きくとることは稀である。また、仮に我々が利上げ時期に関する市場のコンセンサス的な見方について違和感があるならば、情報発信によって市場の期待を変化させることができる。私が何を言いたいかと言えば、「利上げ時期について、スケジュール感を持っていない」というコメントは当たり前のことであって、敢えて言う必要はなく、政策の予測可能性を過度に低下させるリスクのあるコメントだということである。

さて、話は変わるが、現在、経済財政諮問会議及び金融審議会において、金融・資本市場改革の活性化に向けた議論が進んでいる。我が国政府は、東京をグローバル金融センターにする目標を掲げている。しかし、リスク・マネー——これは長期的な視点からリスクを取って高いリターンを追求するお金ということだが——を如何に育成していくのか、まだ本質的な議論がなされていない。1980年代まで、銀行・政府が主なリスク・マネー

の提供者だったが、欧米では最近、ファンド資本主義と言われるように、ヘッジファンドのみならず、プライベート・エクイティ、事業再生ファンド、不動産ファンド、レバレッジ・ファイナンス等、巨大なファンドがリスク・テーカーの主流となっている。また、我が国には、海外のリスク・マネーを惹きつけるような期待リターンの高い投資機会が少ないと言える。日本は全体的に経済のグローバル化及び人口動態の変化への対応が遅れているという認識が不足していると思う。政府は、イノベーションと雇用流動化による生産性上昇によってグローバリゼーションの潮流に対応する方針を打ち出す一方、格差是正に努める姿勢もみせている。しかし、規制や財政資金の移転によって経済のグローバル化による副作用を軽減する政策運営では、低成長に甘んじるリスクが高いことは明らかである。人口減少社会に入っている中、グローバリゼーションの流れに乗ってオープンな経済社会を目指さない限り、日本経済の発展はないと思う。ビジネスチャンスの多い大都市圏へのヒト、モノ、カネの集積は、生産性を高め、経済を活性化させる。その一方で、地方に対して財政資金を移転する政策は、金融立国を目指す政策とは両立しないと思う。グローバリゼーションは不可避的な潮流である。経済のグローバル化の中、金利の正常化は重要である。最近、海外の投資家と議論すると、日本市場に対する関心が非常に低くなってきたように感じる。昨日の中曽金融市場局長のコメントにもあったように、世界的にサーチ・フォア・イールドの流れが強まる中、日本は金利が低過ぎて投資対象にならないというのが正直なところではないか。年金資金や外貨準備の運用の担当者からは、政策金利が少なくとも1%に引き上げられるまで日本国債はアセットクラスとして積極的に組み入れることはできないという声が聞かれる。我が国では、どうしても財政の正常化が優先され、金利の正常化は後回しになってくるように感じる。無駄な歳出を削減することは勿論重要であるが、民間の資金需要が弱い中、金利引上げによる景気への悪影響は小さいと考えられる。政府が公約どおり、経済のオープン化を進めれば、金利が諸外国に比べて著しく低い状況が続く限り、資本の海外流出が加速するリスクがある。また、日本の金融資産

に対する魅力がないため、対日証券投資が増えず、円安が加速するリスクもある。こうした長期的な視点も金融政策を議論する際に必要になってくると思う。また、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。そのうち、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避ける必要はあるものの、超低金利政策が長期化する可能性が過度に意識されるような状況があれば、適切な金利の期待形成に寄与する情報発信が必要になってくるといふふうに思う。以上である。

福井議長

武藤副総裁から願います。

武藤副総裁

次回決定会合までの金融政策運営については、現状維持ということが良いと思う。先行きの金融政策運営についても、我々の基本的な考え方を変える必要はないと思う。展望レポートで記述したように、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ある。展望レポート公表以降の金融市場の動きは落ち着いたものであって、総じてみれば、市場参加者は我々の政策スタンスに変化はないということを受止めて頂いたように思う。

ただその一方で、足許の消費者物価の下振れと金融政策をダイレクトに結び付けるような議論もみられているように、フォワード・ルッキングな政策運営という点については、さらに理解を深めていく必要があると思う。具体的に申し上げますと、まず第一に、金融政策の効果が波及するには長い期間を要し、様々なショックに伴う物価の短期的な変動を全て吸収しようとする、経済の変動が大きくなってしまふこと、第二に、従って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必要があること、第三に、そのために緩やかな

金利水準の調整を通じて、振幅の小さい、息の長い成長を実現していくことが大切であること、といった我々の基本的な考え方について引き続き丁寧な説明を行っていくことが重要であると考えている。以上である。

福井議長

岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

まず結論から申し上げますと、政策について変更は必要ないと考える。今の段階は、我々の提出したシナリオと経済・物価が足許及び先行きどのように動いていくのか、その整合性をしっかり確かめるということが重要だと思っている。

先程、水野委員からコミュニケーションについて幾つかコメントがあったので、私の考えを幾つか述べさせてもらいたい。「スケジュール感を持っていないということは言うべきではない」というお話があったが、やはり私は、それをきちんと言った方が良いと思う。というのは、今の日本の状況は、「次回は必ず上げる」というような期待が事前にあるというような状況かということ、そういうことではないと思う。つまり、私の理解では、経済・物価が両方ともインフレ圧力が非常に強いというような場合には非常に明快なので、トリシェ総裁のような暗号でも何でも良いのだが、かなり強いことを言ってもそれはそんなに間違いはないと思うが、今の日本のようにデリケートな、つまり実体経済と物価がどちらかということと方向が逆さまの方に動いているような場合——今アメリカの連邦準備も、日本とは向きが反対だが同じ状況にあるが——、特に不確実性が大きい場合に、何かスケジュール感を持たれるというのはむしろマイナスではないかと思う。このコミュニケーションに関して、昨日だったか、ウォール・ストリート・ジャーナルにJPモルガンがコミュニケーション・ストラテジーについての主要国中銀の比較をやったというのが出ていて、ランキングがあって、トップはスウェーデンの中央銀行で——因みに、どうしてなのかは分

からないが一番悪いのはオーストラリア準備銀行である——、第二位が日本銀行ということになっている。コミュニケーションの仕方として、予測の数字をどの位詳しく出すかとか、あるいは会合が終わってから総裁がきちんと記者会見するか、その後議事要旨を出しているか、議事録も後で出すか、といったある意味では非常に機械的というとおかしいが、市場が本当に欲しいと思っている情報をどの程度忠実に提供しているかという観点でスコアリングすると、日本銀行は決して悪くない。ECBとか連邦準備よりも良く、BOEよりも良くて、二番目であると、こういうことになっている。私はそういう評価を受けるということは大変結構なことだと思うのだが、ただこれは量的な指標なので、質的に改善する余地というのがやはりあるのかなと思う。日本銀行について振り返ると、透明性がある場合には、それが歪んで行き過ぎてしまう場合があるが、それが今、凄く良く改善されてきていて正しい形に段々になっているのではないかと思う。それからもう一つは、先程野田委員の方から「マーケットの予測とどれ位、合うか」という話があったが、スイスの中央銀行なども同じことをやっている。マーケットが織り込んでいるフォワード・レートと、現実のマーケットの金利がそのとおり動いたかどうかということで、フォーカスト・エラーというか、どれ位正しく伝わっていたかどうか——これだけで私は良いとは思わないが——、その関係を調べるというようなこともやっている。一般的に言うと、コミュニケーション・インデックスが高い、ランクの高いところはエラーは少ない、つまり正しく政策の意図が伝わっている場合はそれ程大きく離れないと、こういうことになっている。日本銀行の場合は、過去、量的緩和とかをやっていたので、予測コストが一番小さい。ややアウトライアー的に小さい。スウェーデンやニュージーランドは政策金利まで一緒に出しているが、実はフォーカスト・エラーは非常に大きいという逆の結果になっている。オーストラリア準備銀行はスコアでいうと最悪であるが、予測コストはかなり小さいので、これもアウトライアーになっている。量的な指標と、情報提供を上手くやっているかというのは必ずしもストレートな関係ではないが、日本銀行はやはり相当努力している

のではないかと思う。我々の政策意図であるとか、それから予測を出して、それでリスク点検をやって、その情報を提供する、というように、基本的なことに関して日本銀行は相当忠実というか、誠実に対応しているのではないかと思っている。ただ中身は色々改善する余地が当然ある。例えば、先程自分の反省をこめて申し上げたのだが、予測がずれた場合は、どうしてずれてしまったのかという自己点検は少なくともきちんとすべきだと思う。

それから最後にもう一点。キャリートレードについて総裁から問題提起があったが、キャリートレードについては私も色々なものを読んで調べている。大きいところ、スペキュラティブな部分というのは、やはりオフショアへの円建て貸出で、これが7.2兆円位あって、それにある種のレバレッジ比率を掛けたものが投機的に動いている。それから外為の証拠金が約7,000億円位、2007年3月末の時点であり、それにレバレッジを掛けて、短期的なポジションを作ってキャリートレードをやっている。ただし、外為の証拠金をやっている方は逆張り戦略をとっているので、常に円安方向というふうには必ずしも動いていない。ポールソン氏なども言ってくれていると私は理解しているが、日本のマーケットはやはり厚いので、両方向に色々なスペキュレーションが行われて、その結果価格が形成されているということが維持されていれば、私は過大に評価する必要はないと思っている。それから金額的にみても、毎日の取引額から比べれば、それ程気にする必要はないと思っている。この前、の方とお会いしたのだが、スイスは長い間、非常にパフォーマンスが良いので、インフレ率が低く、長期金利も低いし、短期金利も低いのに、どうして我々は苛められなくてはいけないのかと言っていた。スペインなどもそうなのだが、ポーランドの住宅ローンについては、そのうちの8割は実はスイスフラン建てだという話を伺って、何とも言いようもないという感じであった。為替レートリスクをとるということについて、基本的な認識がやはり十分ではない場合は、警告を発する必要があるのではないかと思っている。ただ、一般の方が投資信託とか、そういったものを外貨建てでするのは私は何ら問

題のない、むしろ健全なポートフォリオ・バランスの多様化だと思うので、これを問題にする必要は全くないと思う。以上である。

福井議長

中村委員、お願いします。

中村委員

次回会合までの金融市場調整方針については現状維持とし、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当と思う。

前回公表した展望レポートについては、概ね冷静に市場に受止められたと思うが、市場やマスコミの間では、「日銀は物価が弱めの中で利上げするのはなぜかということについて説明が不十分だ」との指摘もあるし、私もマスコミの取材を受けていて、市場の大半が予想する8月以降の利上げを意識してか、「足許のコアCPIがマイナスでも利上げすることはありうるのか」という質問をよく受ける。これに対して、コアCPIは、金融政策の重要な判断材料の一つである一方、それだけで判断する訳ではないこと、また、足許のコアCPIが弱めである場合でも、その中身をよくみて、先行きの物価の安定、並びに持続的な経済成長に及ぼす影響等をよく汲み取ったうえで、世界的にみても異例な、現行の低い金利水準の調整の可否を議論する必要があることなどを説明している。

いずれにせよ、市場やマスコミの間では、次回の政策変更時期に関心が強く、何事もそれと絡めて解釈されがちである。福井議長が記者会見等で説明されているように、「今後の金融政策運営方針は、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となる」という展望レポートのメッセージを丁寧に繰り返し分かりやすく説明しつつ、引き続き慎重に情報発信していくことが必要と思う。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

本日の前半パートで申し上げたとおり、景気拡大は緩やかなものにとどまっている。また、物価については、CPIは「中長期的な物価安定の理解」のレンジの下限近くで推移しているが、今年の後半に掛けて小幅上昇していくものと考えている。

金融・資本市場をみると、短期金融市場では、ユーロ円金利先物などの金利は、総じてみれば落ち着いており、市場参加者が足もとの経済指標等をもとに、追加利上げ時期までにはまだ時間があると捉えていることを示唆している。

グローバルな株式市場であるが、世界景気の拡大を受けた各国グローバル企業の業績好調、あるいはM&Aに絡んだ株買いの動き等を受けて、ダウは既往最高値を更新しているし、欧州株価も6年振りの水準まで上昇している。また、新興市場国等の株価が、連日既往最高値を更新している。特に、上海総合指数は、小幅の調整を経験しつつも、2006年初比で3.4倍、2007年初比でも1.5倍に急騰している。再び世界同時株安の引き金にならないとは言い切れないものの、2月末に一旦調整を経験しているのに加え、各国経済のファンダメンタルズが頑健であることなどから、たとえ再び世界同時株安の引き金となったとしても、それが長期化してしまうような事態にはならないのではないかと考えている。

その他の市場をみても、債券市場では、日米欧の長期金利はそれぞれの経済のファンダメンタルズを反映して安定的に推移し、ボラティリティは低下している。さらに、クレジット市場でも、スプレッドは低位で推移している。こうした金融市場の状況が、現在のグローバル景気を下支えしているが、トリシェECB総裁も述べているとおり、グローバルにややリスクが低く見積もられている可能性もある。この点については、中長期的には、金融政策のリスク・マネジメントの第二の柱の観点から意識してい

く必要があろうかと思う。

以上の点を踏まえて、次回までの金融政策運営方針としては、これまでの方針を維持することが適当であると考え。前回会合後に公表した展望レポートについては、市場には概ね混乱なく受け入れられているとみられるが、景気あるいは物価を巡る環境は従来と比べ変化していて、先行きの金融政策判断は一層微妙なものになってくるものと思われる。色々な意見が出ていて、日銀はマイナスとかネガティブな要素はみたくないのではないかというような意見とか、あるいは一方的に利上げを考えているのではないかというような意見が散見されるが、あくまでも我々としては、景気・物価情勢をしっかりと見極めたうえで、スケジュール感というのは勿論ない訳であり、大事なことは市場との対話に十分意を用いていくことではないかと考えている。以上である。

福井議長

西村委員から願います。

西村委員

このところ発表される内外経済データには強弱の振れがあり、足許の実態、そして将来の動きに関する不確実性は依然として高いと思う。このため、データ精査をさらに進め、2月の政策変更の影響を見極める必要があると考える。従って、次回までの金融政策運営方針は現状維持が望ましいと考えられる。以下では、金融政策運営上、重要となる物価と需給ギャップの関係について現状を私なりに分析し、そこから将来の予測を導き出すことにしたいと思う。

金融経済情勢の見解表明で、向こう半年間の物価見通しを説明した。その基本は、エネルギーと家賃を除く物価上昇率は前年とほぼ同じ動きをするという仮定であった。前年の物価上昇率はゼロ近傍であるから、これは暗黙のうちにいわゆるフィリップスカーブがゼロ近傍で水平フラットになっていると仮定していることと同じになる。2000年以降の各四半期の

コアCPI物価上昇率を縦軸に、調査統計局の需給ギャップの1年のラグを横軸に採って散布図を描くと、非常に緩やかな、ほとんどゼロに近い勾配を持っていることが分かる。従って、私の半年見通しは最近の傾向からみればおかしな仮定ではない。

それではなぜ、2000年以降、フィリップスカーブがフラット化したか、つまり需要変動に対して価格が変化し難くなっているかだが、実は、これは金融経済情勢の討議で申し上げた、最近の相関関係の変化と企業間の競争の激化が相乗作用を起こしたという形で説明が可能であるということの説明したいと思う。

企業が製品価格を変更する時に、同種製品を作る競合企業——違う産業ではあるものの当該製品に代替可能な製品を作る競合企業——が、どのように反応するかを見極める必要がある。消費者が大事だということは、価格を上げた時に消費者がどういうふうに行動するかということを考えるということである。需要増加時、価格を上げても競合企業が追従するならばこの企業は価格を上げるであろうし、逆に需要が減退した時に、競合企業が価格を下げると予想しているならば、価格を下げるだろう。コストの変化についても同様のことが言える。

もし、企業間で需要変化やコスト変化が一様であるとするなら、競合企業も同じ状態にあるということが分かる。その場合、需要・コスト変動に対して、価格を調整しても競合企業が追従すると考えられ、価格調整が起きやすいと思われる。これに対して、需要・コスト変動にばらつきがある時は、自社製品需要・コストに変動があったとしても競合企業に同じ変動があるとは限らない。自社製品事情に応じて価格を調整すると、競合企業が追従せず、競合企業に顧客を奪われる可能性がある。このために、合理的に行動する企業は、自社製品の需要変化やコスト変化に応じた価格調整を控えるという行動をとりがちである。この傾向は、競争の度合いが強い程さらに強くなる。

既に説明したように、2000年以降、産業間・業種間・財間の生産のばらつきは急増している。現代の企業は、多財生産企業であり、しばしばそ

れぞれ異なる事業展開をしている。従って、産業間・業種間・財間の生産のばらつきが増加するとともに、企業間の需要やコストのばらつきも増加していると考えるのが自然である。とすると、企業間の需要やコストのばらつきの増加は、企業が他企業の対応を読みにくくし、企業の価格調整を控えさせるという説明が成り立つ。加えて、最近特に厳しくなっている競争の度合いも、この傾向を強めたというふうに考えられる。

これに加えて、先程申し上げた、消費者に近い川下企業と素材に近い川上企業との間でのバーゲニング・パワーのシフトも影響を与えていると考える。消費者に近い川下企業において、コンソリデーションが進み、川下企業のバーゲニング・パワーが増加している。従来、素材に近い川上企業のバーゲニング・パワーが強く、素材価格の上昇は川下企業に転嫁され易かったということがある。川下企業は、需要減退を恐れつつも販売価格を上げるといふ、コスト・プラス的な行動がみられた。最近では逆に、川下企業の激しい競争から、需給やコストにかかわらず価格を変化させず、川上企業に合理化によるコスト吸収を要求する、というパターンが大きくなっている。これも価格が需要・コスト変動に対し、反応し難くなっている要因であるというふうに考える。

以上の観点からみると、最近のフラットなフィリップスカーブが今後どのように変化していくかは、大きく申し上げて、企業間の需要・コストの相関が今後どのように変化していくかということと、企業間の競争、川上・川下間のバーゲニング・パワーの変化に依存することになる。企業間の競争度は過去、傾向的に増加しており、また世界的な競争の激化の進展を考えるとこの点でも変化は考えにくいと思う。とすると、やはり企業間の需要・コスト相関がどのように変化していくかが将来を占う鍵となる。既に先程申し上げたように、この点では不確実性が高いということは確かである。しかしながら、過去の景気変動と大きく異なる状態が今後も長く続くということはやはり考えにくいと思う。現在の状態はゴルディロックス経済とされているが、これは構造の変化で現在の状態になったというよりは、単なる偶然の連続であるという可能性が高いと考えている。とするならば、

時期を特定するのは難しいが、やがて従来型の景気循環、産業・企業間の正の相関が復活すると考えるのが自然であろうと考える。

実際、今次基本的見解では「消費者物価の前年比は、目先、原油価格反落の影響が残ることなどから——これは少し違ってしまっただが——、ゼロ近傍などで推移するとみられるが、より長い目でみると、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、プラス基調を続けていく」と先を予想している。つまり、現在のフィリップスカーブに沿ってプラス方向へ向かう動きとともに、その傾きが徐々に水平から上に立ち上がっていく姿を予想していると考えられる。またフィリップスカーブそのものが、上方にシフトする可能性もあると考えられる。こうした基本的見解は、以上の様な私の説明したメカニズムを念頭に置いたものであると私は解釈している。

重要なのは、そうした旧来型の循環というか、正の相関が復活した時に、経済変動の振幅は大きくなり、かつ物価変動の振幅も大きくなるということである。その際に、その時の足許の状況に応じて十分な効果を得ようとすると、必要な政策変更の幅が大きくなり、それが経済に望ましくない大きなショックを与えることにもなりかねない。従って、政策担当者としては、不確実性に直面しながら、先読み的に行動する必要があるというふうに理解している。現状を「ゴルディロックス経済」と言い、それを「ぬるま湯経済」と言い換える向きもある。我々が避けなければならないのは、ぬるま湯経済に浸かって、自分の状態を見失う「ゆで蛙」の状態になることである。以上である。

福井議長

須田委員、お願いします。

須田委員

4月積み期の短期金融市場の動向をみると、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、極めて安定的に推移した。その背景としては、まずコー

ル市場の規模拡大に伴って市場機能が回復してきたという点が指摘できる。余資を抱える地銀が運用ニーズを強めたこともあり、最近では外銀向けにクレジットラインを開設したり、枠を拡大する先もあるようである。また、メガバンクでは、ユーロ円のターム物やレポ市場で運用してオーバーナイトでファンディングするといったディールを活発化させているとのことである。このように、無担コール市場では、金利のある世界に戻ってから急速に取引が活発化し、足許の残高は量的緩和前の規模にまで回復している。それに伴い、市場機能も回復しつつあるようである。加えて、準備預金残高見込みの公表タイミングを早めたことが、当日の資金繰りに対する不確実性を軽減させたことも見逃せない。こうした地道な努力の積み重ねが市場機能の改善にとって極めて重要であることを、改めて指摘しておきたいと思う。

なお、これまでの利上げの実体経済への影響を検討するには時期尚早であるが、これまでのところ、依然として極めて緩和的な金融環境にあることに加えて、貸出金利への転嫁が完了していないこともあって、大企業へのアンケート調査では景気の先行き懸念材料として国内外の金利上昇を挙げている企業は少なく、また4月の景気ウォッチャー調査をみても利上げによる影響を懸念する声はほとんど聞かれない状況である。

次に、先月公表した展望レポートに対する評価に絡めて、幾つか指摘しておきたいと思う。まず、今回の展望レポートの発表を経て、ボードの経済物価見通しや政策運営の考え方について、理解が深まりつつあると思う。実際、次回の利上げ時期については、短期市場参加者もBOJウォッチャーも、また企業も夏場以降という見方を現時点では共有しているように思われる。とはいえ、景気が緩やかに拡大する一方で、なかなか物価が上昇しない中での金融政策運営について、本行の説明責任を問う声がマスコミからは強く聞かれている。その責任を果たすためにも今後ともしっかりと、繰り返し説明していくことが必要だと思っている。

また市場からは、「CPIは足許下落しているのに見通しが甘すぎるのではないか」、「CPIが安定的に上昇するようになるまで利上げを行うべ

きではない」、あるいは、「利上げを行うために第2の柱を理由にしようとしている」といった声が聞かれた。最初の批判、すなわちCPIの見通しについては、先程も話があったが、どこで四捨五入するかで0.1%程度の差が生じてしまうことを考えると、その程度の乖離は誤差の範囲という認識がまず必要であって、そのもとで、CPIの標準シナリオに沿って推移しているか肌理細かく検討し説明していくしかない。あとの批判に対しては、「新たな金融政策運営の枠組み」の考え方を、マーケットに対しても機を捉えて粘り強く説明していく必要がある。まず、CPIが足許マイナスとなっていることと政策判断を結びつけて考える向きが依然としてあるが、経済指標の一時的な振れについては、上振れであっても、それが標準シナリオの蓋然性やリスクシナリオを左右するものでない限り、我々の政策判断に影響を与えないというフォワード・ルッキングな運用スタイルの理解をもっと深めておく必要がある。例えばCPIの上振れサプライズが一度生じるだけで、マイナスが予定よりも早く解消されるとの思惑から、日銀が利上げ時期を前倒しすると捉えられてしまうと、マーケットが混乱しかねないと思うからである。

また、上振れ・下振れ要因で指摘した第3のポイント、すなわち、金融環境などに対する過度に楽観的な期待が定着した場合に、金融・経済活動の振幅が拡大してしまうリスクについての記述が若干増えたことを捉え、「利上げありきで第2の柱を理由にしようとしている」と揶揄する声も聞かれた。この点については、我々の政策判断があくまでも第1の柱による点検をベースにしていることを、きちんと説明しておく必要がある。無論、第2の柱による点検が極めて重要であることは言うまでもないが、その打ち出し方には細心の注意を払う必要がある。政策判断が、その時々で都合の良い理由付けを基に行われていると受止められては、金融政策のクレディビリティを失うことにも繋がりがかねない。第2の柱を強調すると、ともすれば、利上げありきで場当たりの理由を探していると誤解されるリスクは高い、と考えておくべきだと思っている。

なお、先程述べた足許での指標の弱さに加え、景気動向調査で一致指数

が3か月連続で50割れしたことなどから、景気の循環的な足踏み感が強まっているようにも見受けられる。我々のシナリオは安定的な成長が前提となっているので、現時点では、そういった足踏み感を強調して安定的な経済成長に対する懸念を持っていると受取られないような情報発信をする必要があると思っている。

最後に、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で良いと思う。以上である。

福井議長

各委員の金融政策運営のあり方についてのご意見の表明を頂戴した。各委員揃って、次回の政策決定会合までの金融市場調節方針については現状維持、無担保コールレートを0.5%前後で推移するよう促す、これを維持するお考えであったと確認させて頂いた。多くの委員がご指摘になられたとおり、4月の展望レポート発表後、金融市場に大きな変化はみられていない。そういう意味で、今回の展望レポートは、2008年度まで含めた経済・物価情勢に対する見方と我々の金融政策運営に関する基本的考え方を出した訳であるが、これを従来の情報発信と非連続にならない形、つまり連続的な形で市場参加者に発信することができた、概してそういうふうに言えるのではないかとと思っている。今後の情勢を丹念に点検しながらということであるが、今後の政策運営については、経済・物価情勢の改善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、この考え方を維持するということが良いのではないかとと思われる。なお、何人かの委員からご指摘があったが、この点に関連して、市場では経済・物価情勢の改善度合いを具体的にどのような指標で判断するのかとか、また特にこの足許の消費者物価指数が低迷する中で、金融政策をどのように運営していくのかといった点について関心が高い、あるいは色々疑問も持っているというようなことだと思う。我々としてはフォワード・ルッキングな金融政策運営の考え方を繰り返し説明していくとともに、経済・物価の現状と先行きに関する判断を、我々の政策スタンスとの関連で引き続き丁寧に説明

していくことが重要だと思われる。

なお、私自身が従来の記者会見、あるいは講演などで言っているのは、一つは、我々の出している経済・物価の見通しは、経済主体が先行きの政策金利のある程度の上昇を織り込んで行動する、それを前提として我々が組み立てたアウトルックであるということである。従って、シナリオどおり経済が動いている時に我々が動かないということになると、かえって政策金利と経済・物価の実勢との間にギャップが生ずると、こういうことを丹念に説明しているつもりである。我々が無理に金利観を織り込ませて、その織り込ませた金利観によって行動するということをした覚えは全くない。そういうふうには言わないように、受取られないように敢えて注意しながら説明しているつもりである。もしそういうふうには聞こえるのであれば、是非私に教えて頂きたいと思う。それから、市場を含め、多くの方々が日銀がスケジュール感を持って行動しているのではないという当たり前のことを十分理解されているのであれば、こういう当たり前のことは言いたくないし、むしろ言わない方が良いということになると思うが、現状はどうであろうか。メジャーペースとまでは言わないまでも、その延長線上で物事を考えている方とか、やはり何かのスケジュール感を持っているに違いない、それを探り当てたいとか、あるいは無理にそれを言わせたいとか、そういう感じを引き摺っている部分があるのではないかなど思っているが故に、なお暫くは「スケジュール感を持っていない」ということを言い続ける方が良いのではないかと、私自身は思っている。その点についても、「もうそうではない」ということであればご指摘を頂ければと思う。

それから水野委員からご指摘があった、これからの日本の金融資本市場をよりグローバル化時代に相応しい、より機能度の高い市場にしていくということと、我々がこれから進めていく金融政策が、長い時間的な尺度の中で整合性のとれたものになっていくべきであるという点は、私自身も共有しているところである。この点についても皆様方からご意見があれば出して頂きたいと思うが、同時にこれがあるが故に金利の引き上げを急ぐと

いうことは決してあってはならないとも思う訳である。大きな将来にこれが結び付いていく話だということは間違いないのではないかという気がするのだが、如何か。

水野委員

「スケジュールベースで考えていないという当たり前のことを言う必要はない」と言ったのは、大前提として、国民やメディアと、金融市場のプロとでは、非常にオーディエンスのレベルが違うという感じがしており、金融市場のプロの方をターゲットにしていかないと、ということである。メディアの人は簡単に「次の政策金利変更は何月だ」と言っているが、そんなことでポジションをとる人はおらず、どう動いても対応できるようにやっている訳である。やはり目線を少し上げていく努力をしていかないと、いつまでも低いレベルの議論しか聞こえてこないという感じがしているので、敢えてそう言ったということなのだが。

西村委員

それはちょっと私は……。

須田委員

私も反対である。

水野委員

勿論、意見があると思うが。

須田委員

我々は、元々独立性を付与された時に説明責任を国民に対して持った訳である。選挙で選ばれていない者が政策を行っているということの大前提として、独立とともに説明責任がある訳である。それをしっかりやっていくというのは、対マーケットではなくて国民に対してだと思う。だから

マーケットに分かることを言えば良いというのは、私はやはり少しおかしいと思っている。マーケットの人と対話するのであればその言葉で対話しても良いが、私は基本は国民に向かってきちんと自分達のやっていることを説明して安心してもらい、そして、我々に任せてもらえるということが一番大事だと思う。

西村委員

全く同じである。それに付け加えて言うと、同じことは「中長期的な物価安定の理解」についても言えて、これも国民を対象に極めて明確な形でやっているから、我々のコンスティテューションはやはり国民であるということは明確に考えていかなければいけないと思う。ただし、プロの方がマーケットを動かしていることも確かに事実なので、国民とプロの両方が理解できるようにコミュニケーション・ポリシーを磨くということは当然やっていかなければいけない。そもそも、つい1年前までは金利がない世界が続いていた訳であるので、そういうことを考えれば、まだラーニングの段階であるというふうに考えて、色々批判を受けた場合にはやはり謙虚に反省をしなければいけないとは思っている。

野田委員

金融商品の販売などと違って、プロ向け・アマ向けというふうなきちんとした区分は、この金融政策の世界ではなかなかやはり難しいだろう。言葉遣いを分けるというのは。国民向けにかなりマニアックな話をするのは非常に難しいし、やはり何か最大公約数で発信していくということだろう。プロはプロなりの知見とかをベースに彼らなりに判断していくと思うので、アプリオリにプロ向け・アマ向けというふうな区分というのは、現に難しいし、それは必ずしも好ましいことではないのではないかなという気がする。

水野委員

そのところはシェアするのだが、日本銀行の新しい金融政策の枠組みを部品に分けていくと、色々な言葉があつて、例えばフォワード・ルッキングと言つても、多分国民は分からないと思う。経済・物価情勢の判断と今の金融政策の考え方を丁寧に説明していくことに尽きると福井議長、武藤副総裁がちょうど言われたが、私もそのとおりだと思う。スケジュールベースで考えないというのは、サブスタンシャルな問題ではなくて補完的な話であり、「景気はこうみている、物価はこうみている、金融政策はこういうふうに考えている」という、そこさえ伝えていけば良いのではないかということである。あまり余分なことを言うと揚げ足を取る人がいる——市場参加者やマスコミとか——ので、そこが少し不愉快だと感じているということである。第一の柱、第二の柱、フォワード・ルッキング、新しい枠組みと、色々部品が多くて、プロもなかなか理解に苦しんでいるとか、分かっている文句を言っている人も多い。西村委員の言われているように、まだ金利が戻って間もないのでここは仕方がないので丁寧にやるのだということであろうが、いつまで経っても分かっているくせに分かっている振りをする人もいるということを見ると、最近そろそろ我々も少しレベルを上げていかないといけなかなと、少し感じているので、そういう意味でお話しした。勿論、国民を無視しているということでは全くない。

須田委員

国民がフォワード・ルッキングを分からないということではなくて、「金融政策には凄く時間が掛かるよ、だから先をみながら今やるしかないよ」ということを言って…。

水野委員

だから、言葉として分かるかと…。

須田委員

だからそれを説明してあげれば良い。そういう言葉で済ましてしまうから国民はなかなか分かってくれないので、彼らが分かるような言葉遣いをすれば、別に難しいことを言っているというふうには私は思っていない。

福井議長

私自身、記者会見をやったり、国会で色々議論というかQ&Aをやったり、あるいはマーケットの人達とも話すとか、色々な機会があるが、私の話す内容は単一、一つでなければいけない。これはプロ向け、これは一般国民向けというふうな区別があってはならないし、現に二つは持っていないので一つしかない、同じことを言っているつもりである。家計部門の人達も企業部門の人達も、目先のことで動いている人もあるいは多少はいるかもしれないが、多くの人やはり将来の生活設計を頭に置いたうえで、企業の方は次の、あるいはさらに次の世代のプロジェクトということを描きながら今の行動をしているということなので、我々のフォワード・ルッキング・アプローチというのは基本的には受入れられていると思っている。だから、我々は、まず判断に自信を持っていないといけないし、自信を持った判断についてはできるだけ分かりやすく説明するというのがベースかなと思っている。水野委員のおっしゃるマーケットのよりプロフェッショナルな人達に対しては、さらに我々が十分な分析材料も添えて説明できているか、あるいは共に分析しなくてはならない課題というのを出しているかとか、そういったことが重要なのであって、話している内容が違っているということではないのではないかという気がする。

水野委員

分かった。

福井議長

プロといわれる人も誰が本当のプロかというのは、これはなかなか分か

りにくいので、我々がプロとの会話を上手くできているかどうかというのは、事後的に金融市場の安定性が連続性をもって保たれているかどうかということによって検証されるのではないかと。一人一人のトークというのは、場合によっては自分でもう既にポジションを固めた人とか、自分で自分のポジションを疑いながら逆チャレンジをしてきている場合だってあるので、むしろ我々は、どちらの責任だということを十分明確にしながら話をする必要があるのではないかなという気がしている。

水野委員

全くそのとおりである。本来——こういう言い方をすると怒られてしまうかもしれないが——、メディアの方とか市場のプロの方というのは、我々と一緒になって一般国民に対して説明をしていく役割をそれなりに担っていると思う。ただ、どうもそういうふうにはワークしていないので、まず彼らも教育しなくてはいけないなということを最近考えている。先程申し上げたように、分かっているのに敢えてそういうことを言って、聞いてみると本当は分かっている、ということがある。分かっているのに、敢えて「物価がマイナスで何で利上げに踏み切るのだ」と、そういうロジックに持って行ってしまふ。この辺りは少しエデュケートしなくてはいけない。これは個人的にも、また企画局でもやられているようなので、時間が経てば直るのかもしれないが、そういう不愉快なコメントを皆さんもレポート等でみることがあると思うので、申し上げたということである。

西村委員

分かってそういうことを言う人達は、エデュケーターブルかどうかという話である。幾ら説明しても、そういうポジションをとっている人達に完全に説明するということはほとんど不可能なので、やはり我々は基本的にはミドルグラウンドというか、国民、それから市場でも中立的に考えている人達を対象として考えていくべきであろうと思う。

福井議長

今、スイスと日本が極めて同じような状況にあると言われているが、厳密に比べると、スイスの方がCPIが少しポジティブだし、金利水準も向こうの方がより高くなっている。同じ状況とはいえ、日本銀行の方がより対応が難しいし、より説明も難しいと、多くの人が認めている訳であるが、だからといって、ああそうですかと安心はできない。我々の場合は、それだけ難しい課題が多いということなので、それだけ余計に努力をしなければならぬと思う。

中村委員

先程、国民に分かりやすくという話があったが、私は船会社において、船会社も割と横文字を使うのだが、日銀も割と横文字を使うことが多いような感じがする。それから言葉でも、日頃使わない「近傍」とか「蓋然性」といったものを使っている。多分、現実を説明するには一番的確なのだと思うが、そういうワーディングをみただけで、一般国民は「ちょっと分かりにくいな」ということになる。この辺りはやはり何か工夫の余地があるのかなという感じがする。

水野委員

福井議長も英語が好きである。日本語で言えば良いのに敢えて英語で、和製英語でやられてしまうことがある。分かりやすそうなのだが、分からない人には分からない時がある。

福井議長

そうだな。申し訳ない。

水野委員

いや。批判している訳ではないのだが。

福井議長

多分海外から帰った直後だからかな。

野田委員

私はほぼ1年経ったので、大分語感というのが分かってきた。最初は全く分からなかったのだが。ただ、よくよく執行部の方に聞いてみると、やはりそれぞれの言葉遣いというのはそれなりに意味を持っているということが分かってきたつもりである。そういう意味で、何が言いたいかという、分かりやすくするには、やはり少し時間が掛かるだろうということである。急激に分かりやすくなったら、これはどうなったのだということになってしまう。常にマーケットというのは、マスコミ、それからアナリストも含めて言葉を一つ一つチェックしているので、我々も細心の注意を払いながら分かりやすくしていく努力をする、ということの難しさである。

中村委員

段々、的確な表現だなということは分かってきたのだが。

水野委員

ただ、それは国民からは離れていると、そういう感じがする。

亀崎委員

最初は読みづらい感じもするが調べてみると正確なのである。従って、何が大事かという、正確だということを分からせる努力、分かってもらふ努力が必要だと思う。聞いただけでは、こういう言葉があるのかと、なかなかその場では分からないのだが——「近傍」とか、初めて聞いた言葉もあるので——、やはり調べてみるとしっかりとした精緻な言葉なのである。私は2004年3月、ちょうど福井議長が就任されて1年位の時、ある会合で質問をしたこともあるのだが、そのご発言を聞いてみると、いい加

減な言葉や無駄な言葉は全くない。しっかりとした意味のある言葉を選んでおられる。最初は、これは何か文学的な表現かなと思ったのだが、非常に精緻であることが分かってきた。従って、それを分かってもらう努力が必要である。フォワード・ルッキングにしても、例えば企業でも、投資の計画をする時には、まず外部環境の調査から入る訳だが、その場合、10年位先までどうなるかというのはなかなか見通せないものの、資源とか色々な観点から、2年、3年先まで見通す訳である。だから当然のことであるが、物価、経済の動きというのも、足許だけではなく、トレンド、すなわちやや中長期の傾向をみなくてはいけないのかなど。毎月毎月みているが、本当に直近だけだとあまり動きが分からない。フォワード・ルッキングとはそういうことではないのか。傾向をみながら、今、どこにあるのかということであり、足許だけみていると分からなくなる。だから、それぞれの言葉は非常に精緻なものを持っているので、やはりそれを分かってもらうということが重要である。

中村委員

SHIPPINGという言葉も、的確に現わしていて便利なのである。他に言い換えると大体、変なのだが…。

福井議長

日本語の中でも、非常にセマンティックにというか…、セマンティックというのは…。

水野委員

だから分からないのである。

福井議長

単語にこだわる人達と、そうでない一般の方がいる。ついこの間の講演でも新聞記者の方がいる訳である。この方々は毎回私の記者会見を聞いて

いるので、同じ単語を使わないと何か変わったということになる。一方、非常に多くのオーディエンスは初めて私の言葉を聞くので、なるべく分かりやすく話す訳である。「人々はある程度先行きの金利の上昇を前提としながら行動しているので、日本銀行がいつまでも低金利を背負っていかかえって問題が生じる。要するに分かりやすく言えば、日本銀行がさぼると問題がかえって起こるのだ」とこう言うと、「さぼる」という言葉で今度度はマスコミが、「なぜ急にそんなに違う言葉になっているのか」と、途端に反応する。

水野委員

分かりやす過ぎたのではないか。

福井議長

この辺りが非常に難しいので注意する。他に宜しいか。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、2007年1～3月期の実質GDP成長率が前期比+0.6%、年率+2.4%となるなど、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続いていることから、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拡大しており、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。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している。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。本日公表した1～3月期の1次QEでは、実質成長率は前期比+0.6%、年率+2.4%、名目成長率は前期比+0.3%、年率+1.2%となった一方、GDPデフレーターは引き続き前年比マイナスであった。この結果、平成18年度については、実質成長率が+1.9%、名目成長率は+1.3%となった。平成18年度の我が国経済は、政府経済見通しで示した姿に沿ったものであると考えているが、先行きの経済・物価については、上振れリスクよりもむしろ世界経済の動向等が我が国経済に与える影響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。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方からご意見、コメントがあればどうぞ遠慮なく。宜しいか。それでは金融市場調節方針の議案の取り纏めに移りたいと思う。議長としては、今日は皆様方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、そういう方向で議案の提出をした

いと思っているが、念のため他に議案の提出をご希望の方はいらっしゃらないか。それでは議長案を執行部に用意して頂きたいと思う。

[事務局より議案配付]

それでは読上げて欲しい。

内田企画局参事役

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。」。続いて別添公表文案である。「2007年5月17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、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

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。稲葉理事と中曾金融市場局長におかれては、ただ今決定されたとおりの線で適切な調節をお願いする。それでは政府の方をお呼び頂きたい。

[政府からの出席者入室]

原案どおり可決をさせて頂いた。

V. 金融経済月報の検討

福井議長

次に金融経済月報基本的見解を決定したいと思うが、本日会議の始まりのところで執行部から説明を受けた横長の紙である。今日の討議を踏まえて、こういう基本的見解で良いかどうか、改めてチェックをして頂きたいと思う。市況の方も大丈夫か。

内田企画局参事役

今日は朝のとおりである。

須田委員

一点だけ確認であるが、現状のところ、「設備投資も引き続き増加している。」ということの意味だが、足許QEがマイナスだという時に、これをどういうふうに説明するのか。

前田調査統計局参事役

今回、少しそこは悩んだ部分があるのだが、過去も1四半期位小幅のマイナスの場合は「増加している」という表現を使っていることもある。今回1~3月期について、1次QEでは若干マイナス、本当に若干のマイナスであるし、2次QEが出た時にどうなるか分からない面もある。あと、やはり機械受注等、若干気になる部分もある。4~6月以降も気になるのだが、これも蓋を開けてみなければ分からない。また、短観等の設備投資計画もみたうえで判断していく必要があるのかなと思っているので、表現を変えるにはもう少しデータをみていく必要があるのではないかということで、同じ表現とさせて頂いた。

亀崎委員

それに関連してだが、基本的見解はこのとおりであるが、背景説明のところでお伺いしたい。6ページに「3月の機械受注は15日(火)に公表予定」とあるが、設備投資は良いが機械投資のところ「一頃に比べてやや減速しつつも、増加基調を続けている」という部分、ここはどういう表現とするのか。少なくとも「増加基調を続けている」というのは、やはり違和感があって、内閣府の方も「足許弱含み」だったか、そういうふう書いてある。ここをもしこのまま「減速しつつも、増加基調を続けている」と書くと、「日銀はマイナスをみたくないのではないか」と、そういうふう受止められかねないので、ここは修正すべきだと思う。

前田調査統計局参事役

資料をお配りした時はまだ数字が出ていなかったのだが、出た結果を踏まえて今考えているのは、「機械受注は高水準で横ばい圏内の動きにある」と、こういうふうに変えようと思っている。

亀崎委員

「増加基調を続けている」というのは止めるのか。

前田調査統計局参事役

止める。

亀崎委員

分かった。

福井議長

他の点は如何か。宜しいか。それでは基本的見解について決定をしたいと思います。

[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

基本的見解については全員一致で可決した。今決定したこの基本的見解は即日公表の扱いである。本日の 15 時に公表を予定している。なお、亀崎委員からご指摘があった背景説明、分厚い方の文章は、今日の公表ではない。必要に応じて執行部で、今のご指摘の点も含め修文を施したうえで、18 日金曜日、14 時に対外公表を予定している。

VI. 議事要旨（4 月 9～10 日開催分）の承認

福井議長

もう一つ議題がある。議事要旨の承認である。4 月 9 日、10 日両日開催分であるが、既にお手許に配付済みで、十分チェックして頂いたかと思っているが、如何か。さらにご意見があればどうぞ。宜しいか。これも採決をしたいと思います。

[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

全員一致で議事要旨のご承認を頂戴した。この議事要旨であるが、22日火曜日、14時対外公表を予定している。

VII. 閉会

福井議長

以上で本日の議題は全て終了した。次回会合であるが、6月14日木曜日、15日金曜日両日開催予定である。宜しく願います。なお、機密保持の関係であるが、決定会合における議事内容及び議事のプロセスは、厳に出席者限りということである。議論の内容についてはご自身の発言も含め、そういう扱いである。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。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、厳正な機密管理について、何回もお願いしているが、くれぐれもお願いしたいと思う。以上をもって本日は閉会とする。

(12時37分閉会)

以 上