

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2006年3月8日（14:00～15:50）

3月9日（9:00～14:07）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 福井俊彦（総 裁）

武藤敏郎（副 総 裁）

岩田一政（ " ）

須田美矢子（審議委員）

中原 眞（ " ）

春 英彦（ " ）

水野温氏（ " ）

西村清彦（ " ）

—— 本会合を欠席した福間年勝（審議委員）から、政策委員会議事規則第4条第2項に基づき、議長を通じて、本会合に付議される事項について、書面（別紙）により意見が提出された。

政府からの出席者：

財務省 杉本和行 大臣官房総括審議官（8日）

赤羽一嘉 財務副大臣（9日）

内閣府 中城吉郎 内閣府審議官

（執行部からの報告者）

理事

平野英治

理事

白川方明

理事

山本 晃

理事（企画局長）

山口廣秀

企画局企画役

内田眞一（8日、9日9:00～11:50、12:00～14:07）

金融市場局長

中曾 宏

調査統計局長

早川英男

調査統計局参事役

門間一夫

国際局長

堀井昭成

（事務局）

政策委員会室長

中山泰男

政策委員会室審議役

神津多可思

政策委員会室企画役

村上憲司

企画局企画役

加藤 毅（8日、9日9:00～11:50、12:09～14:07）

企画局企画役

武田直己

I. 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。

(14時00分開会)

今日と明日の二日間の会合である。今日は、金融経済情勢に関する執行部の説明を聞きたいと思う。福間委員であるが、本日は少し体調を崩し、ご欠席ということである。政府の方から、財務省杉本総括審議官にお越し頂いた。内閣府から中城内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いする。いつも申し上げているが、会合中でのご発言は全て記録させて頂く。委員及び政府ご出席者におかれては、そのことを踏まえたうえでご発言頂ければと思う。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部の説明に入る。金融調節、金融・為替市場の動向について白川理事と中曾金融市場局長からお願いする。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

中曾金融市場局長

それではお手許の資料（追加）に沿ってご説明を行いたいと思う。早速であるが、図表1-1、前回決定会合以降の当座預金残高である。2月15日に年金の払いがあつて、暫く33、34兆円台と、やや高めの水準で推移していた。その後3月に入って、2日の税揚げの後は足許では30ないし31兆円の低めの水準になっている。無担コール市場のレートであるが、オーバーナイト・レートは、このところ下限の1/1,000%ではなく、2/1,000%や3/1,000%になる日も観察されている。これは、幅広い業態の金融機関が、コール市場でのラインチェック、つまり試し取りを、時には

ビッドアップしながら行っている結果とみている。補完貸付であるが、こちらも最近では、頻繁に実行されるようになってきている。そのほとんどは1件当りのロットが1億円から10億円と少額であるが、いずれも事務習熟を企図した練習と思われる。件数では、最近では日によっては3件位が集中するケースもあるようである。続いて、図表1-2の表で当座預金の主体別の保有状況をご覧頂くと、外銀が、直近では2兆円台まで低下している。これは円転コストが上昇しているため、円を以前程潤沢には調達しにくくなっていることが背景と考えられる。図表1-3、短期市場では、量的緩和解除が意識されるようになってきているので、期末は資金が取りにくくなるのではないかとの見通しから、外銀とか証券が早めに期末越え資金の調達に着手している。このため、無担コール、ユーロ円、そして円転コストが2月の半ば頃から上昇している。例えば、この表の(1)ユーロ円(2か月物)、(2)円転(2か月物)をご覧頂くと、去年などに比べて高めの水準であるし、上昇ピッチも速い状況である。特にユーロ円については、2000年のゼロ金利時と同程度まで上昇している。これに対して、(3)FB(4月初償還銘柄)や(4)国債買現先オペ(期末越え)のレートは徐々に上昇はしているが、ゼロ金利の時よりは低い水準である。これは量的緩和政策が続く足許では、短国の買入オペや国債買入オペを積極的に行っていることも影響していると思う。続いて、図表1-4、資金需給をご覧頂くと、3月足許までは、月初に税揚げがあったので、-5.4兆円になっている。今後暫くは不足の地合いが続くが、下旬からは一転して大幅な資金余剰になる。つまり20日に国債の大量償還、4月の初めに年度初の財政の諸払い、そして中旬には年金の定時払いがあるので、4月の半ばまでは大幅な余剰が続く。その後は国債発行などの不足の要因が続き、5月を通して6月の初めの税揚げまで不足幅が深くなる。税揚げの後は年金払い、それからまた6月20日には国債の大きな償還があるので、6月を通してみると余剰になる見込みである。図表1-5、オペの運営状況である。こちらをご覧頂くと、前回決定会合以降も、全体では手形オペを週3回、それからCP買現先、国債買現先、短国買入についてはそれぞれ週1回のペー

スで行ってきた。オペ別であるが、まず手形オペについては、量的緩和の解除が意識されていることもあって、応札は総じて堅調であるし、レートも上昇してきている。長めのオペに混ぜてタームの短いオペもオファーをしている。つまり、期末資金需要の強さや特徴を探るとともに、その充足を図るという目的も合わせて全店オペと本店オペで期末越えではあるが、4月初めをエンドとするタームが1か月の期間の短いオペを4本程打っている。CP買現先、国債買現先オペについても、期末越え資金の供給を行っている。短国買入オペについては、直近のオペの応札倍率を見ると4倍を超えているが、その背景については、金利先高観といった要因の他に、量的緩和が解除されたら短国オペもオファーされなくなるのではないか、そのような読みからオペ先が前倒し的に在庫処分を図っていることもあるようである。国債買入オペは、シャドーを掛けた2月22日オファー分が、約12年振りとなる札割れを起こした。その背景を探ると、通常はオペ先に持ち込まれることが多い中短期債が、この日は割安感が広がって買い需要が集中したことから、ディーラー在庫が品薄になって、日銀のオペに回す玉が一時的に不足したといったことが背景だったようである。以上のようなオペの状況であるとか、オペ先へのヒアリングなどを通して、各業態の期末資金の調達動向が見えてくる訳である。資料は準備していないがそういったその情報を総合すると、大手行であるとか系統金融機関は、ほぼ期末資金に目途が付きつつある模様である。実際、大手行の中には、オペで積極的な資金調達を行って厚めの当預残高を抱えながら、期末レートが上昇したところでの運用機会を狙う先もあるようである。これに対して証券、外銀は割合期末間際まで、調達努力を要するところも出てきそうである。証券は元々期末ぎりぎりまで国債ファンディングをレポ市場などで行う必要がある。また、外銀の中には円転を当てにして相応の規模の期末資金未達額を残している先もあるようである。こういった先については、仮に金融政策の先行きの不透明感が残存する場合には、大手行が資金放出を渋ったり資金を抱え込むことになるため、円転やレポレートの期末調達コストが跳ね上がる可能性もあるかもしれない。ただ、不透明性が後退すれ

ば期末レートが一時的に上昇することがあっても、むしろそれが資金放出の誘い水となるので、期末資金需要の円滑な充足に結果的には繋がることになるというように思っている。続いて図表 1-7、こちらの図表は 6 月までを展望した資金需給とオペの期落ちを示した表である。先程、資金需給の先行きについて申し上げたが、それを前提にすると 4 月と 5 月の需給はマイナスになる。一方、オペの期落ちであるが、こちらはオペのエンドを多く設定した 4 月や 6 月の期落ちが大きくなる。この点は図表 1-8 の 2. のグラフになるが、ストックベースのオペの残高の推移を示したこのグラフでご覧頂くと、4 月や 6 月の減少ピッチが速いことが視覚的にもご確認頂けるのではないかと思う。以上が調節関係であり、続いて金融・為替市場の動きを見ていきたいと思う。図表 2-1、ターム物の金利であるが、短国レートをご覧頂くと、TB の 6 M、1 Y の金利がかなり上がってきていて、足許ではゼロ金利政策時の平均を上回る水準まで上昇してきている。図表 2-2 であるが、これと呼応するような形で、金先カーブあるいはフォワード・レートが上昇してきている。フォワード・レートについては、図表 2-3、フォワード・レートとボラティリティ指数の推移のグラフをご覧頂きたいと思う。このグラフは、太線でお示した 1 年先スタートの 3 か月物の金利フォワード・レートと、それからスワップションから算出される細線で示したボラティリティ指数の推移を見たものである。このグラフから、ボラティリティが上昇すると金利も上昇する関係がまず見て取れるかと思う。このグラフにあるように、足許のボラティリティ指数が 1.90bp である。これに匹敵する水準がどの辺りかと、左の方を比べると、大体 2003 年の夏の 1.60bp である。その時のフォワード・レートが 0.36% である。因みに足許のレートが 0.73% であるので、その差が 0.37% ということになる。この差が何を示唆するかということを考えてみたい。2003 年夏の長期金利の上昇はいわゆる VAR・ショックと言われるものであって、当時は政策変更観測はなかった訳である。従って、このフォワード・レートの格差 0.37% は政策変更プレミアムを表わしているとも考えられるかと思う。従って、そうしてみると、市場では 1 年以

内に最低 1 回の利上げがフルに織り込まれてというふうにもみることができると思う。因みに、他のサーベイ調査、あるいは私共のヒアリングなどからみても、2006 年内に 0.25%、年度内にさらに 0.25%の利上げも視野に入れている、そのような見方が市場からは聞こえてくる場所である。続いて図表 2-4、長期金利の動きについて見ていきたいと思う。長期金利の動きについては、中短期ゾーンと、長期、超長期ゾーンがやや異なる動きをしている。すなわち長期金利の推移のグラフでご覧頂くと、2年債、5年債といった政策変更の可能性に敏感なゾーンの金利は、量的緩和政策以前の水準までかなり大きく上昇してきている。これに対して10年債は、上昇はしているが上昇幅は比較的緩やかになっている。さらに20年債超長期ゾーンになると、むしろ低下してきている。中短期ゾーン、まず中短期ゾーンの金利の上昇の背景としては、このゾーンのインプライド・ボラティリティの上昇を挙げることができるのではないかと考えている。この点については、図表 2-5、期間別のスワップション・ボラティリティ指数の推移のグラフでお示しするように、このところ1、2年のボラティリティがかなり大きく上昇してきている。このようにボラティリティが高まっているのは、仮に量的緩和政策が解除された場合に、市場の大きな関心事項であるその後の利上げのタイミングとか、頻度に関する市場の見方にバラツキが生じ、不確実性が高まっていることを表わしていると考えられる。中短期ゾーンに比べると、(2)のグラフのイールド・カーブの変化幅にそれが表われているように、10年超のゾーンは相対的に落ち着いている。その背景としては、以下のような需給面の要因を指摘できるのではないかとと思う。図表 2-6で、まず第一点であるが、機関投資家のこのゾーンに対する投資需要が、基本的に根強いことを指摘できるのではないかとと思う。背景については、その一つは欧米のイールド・カーブがフラット化しているのに対して、我が国のイールド・カーブは、(2)のグラフにあるように、長短スプレッドが相対的に大きくなっている。従って、キャリーが取りやすくなっている。こういうことから、日本の国債の方が投資対象として相対的に魅力的になっている点を挙げられるかと思う。それから年

金などの機関投資家であるが、株との関係でアンダーウエイトになっている債券を、いわゆる期末の持ち高比率調整の観点から買っている。そういった要因も指摘できるのではないかと思っている。以上が第一の要因である。第二の要因については、先程3月は国債の大量償還があるので、投資家の再投資ニーズが高まっているという点を挙げられると思っている。第三には、15年変動利付き国債の価格は軟調に推移しているが、それに対するヘッジ手段として、20年債の購入需要が増加した点を指摘できるかと思う。図表2-7(1)のグラフ、市場参加者が注目する債券利回りの変動要因に関する直近のサーベイをご覧頂くと、右端の部分に表われているように斜線、すなわち短期金利、金融政策などが金利上昇要因として一段と注目を集めている様子が窺われる。続いて、クレジット市場は大きな変化はないので、図表2-9、株式市場に移る。前回決定会合以降、株価は下落している。基本的には、去年の秋から今年初めに掛けての急上昇の調整の延長線上の動きと言って良いと思うのだが、量的緩和政策が解除されると、その後の利上げのタイミングがひょっとして早いのではないかとその思惑も、なにがしか作用したと考えられる。最近の株価の動きの特徴の一つは、振幅が非常に大きいということであるが、その背景としては図表2-10(2)のグラフにお示しするように、株式の売買高、出来高が低下していることもあって、思惑が入りがちな先物主導の展開となっていることを指摘できるように思う。次に(1)の表で主体別の売買動向をご覧頂くと、まず海外投資家は2月中第4週までであるが、4,100億円と以前に比べると鈍化はしているが、買い越し基調を続けている。投信も、買い越しを継続し、2月中は1,500億円の買い越しとなっている。個人であるが、2月中は小幅ながら-780億円と売り越しに転じている。図表2-11の(1)にお示しするように、個人と投信を合わせた太線、いわば広義の個人と言っていたものであるが、このベースで見ると、年初に掛けては外国人の買い越し幅をむしろ上回っていたのだが、足許ではこれが縮小してきている。(3)のグラフにあるように、個人の投資家は足許では売買額が減ってきていて、取引を手控え気味にしている。その背景としては、図表2-12

の(3)のグラフにあるように、株価が下落しているので、個人の信用買い残に占める評価損が生じており、これが足許で膨らんでいる点を挙げるができると思う。このグラフの上では評価損の信用買い残に占める割合がマイナスを付して、黒太線で示している。それではこういう個人が、今のような状況を嫌気して信用買いを一挙に解消しているかということ、そういう訳ではどうもなさそうである。(1)のグラフにあるように、信用買い残は大きく減っていないし、(2)のグラフでお示した信用倍率も大きくは低下していない。であるから、個人投資家の株価先高期待というのは基本的には維持されていると思う。ただ、信用買い残が非常に高水準であるので、それだけに仮に株価が何らかの理由で——例えば急速な円高が進んだ場合などが意識されているようであるが——大きく下落した場合は、信用解消売りを誘発する可能性があることは留意しておいた方が良いでしょう。図表2-13、為替相場に移る。為替相場については、ドル高要因、円高要因が並存している。いずれも内外金利差に着目した視点になっている。まず、ドル高要因であるが、米国利上げ継続観測がある。これに対して量的緩和が解除された場合、早いうちに金利が引き上げられるのではないかと、そのような思惑が、円高要因になっている。実際、為替市場の特に外国人プレーヤーであるが、量的緩和政策が解除されれば直ちに利上げというように短絡的に理解しているケースが多いことが、ヒアリングなどの結果から見ても分かる。為替相場の動きは(1)のグラフの黒太線でお示しているように、ドル/円相場は2月から3月の初めに掛けては今申し上げたうちの円高要因が勝る形になって、一時115円台まで円高が進んだ。しかし、CPIが公表されると、むしろ材料出尽くしから今度は再び円が売られがちとなっており、足許では117円台と、ほぼ前回決定会合の水準までまた軟化してきている。最後に図表2-16である。ここで短期の円のショート・ポジションをご覧頂くと、IMMポジションであるが、右端に表われているように量的緩和解除観測が高まった2月末に掛けて急収縮している。この時のこの間の円高の進行に符合している訳である。足許は、先程申し上げたように円安に傾いているので、再びこのショー

ト・ポジションが累積しているのではないかと類推される。今後の展開についてであるが、主要通貨がともに利上げ方向を向いているので、利上げのペースに市場の注目が集まっている、と言って良いと思う。すなわち円の利上げペースが早いと見られれば円高圧力が高まるし、逆に円の利上げペースが遅いと見られれば、内外金利差に着目したキャリートレードのポジションが再び大きくなる可能性もあると考えている。今後の利上げペースに関する市場の見方が、相場動向のポイントになっているという状況にあると思っている。以上のように、市場の方は、量的緩和解除の可能性を一旦は織り込んだように窺われる。市場の関心は解除された場合、その後の政策金利の引き上げのタイミングであるとか、あるいは頻度に向いてきていて、その点についての見方のバラツキが債券の中短期ゾーンのボラティリティの上昇であるとか、最近の為替相場の変動に表われているように考えている。私からは以上である。

福井議長

ご質問、ご意見があればどうぞ。

須田委員

今、ご説明のあったボラティリティの上昇についてであるが、量的緩和政策からのイグジットが、3月か4月か、いつになるのか分からないが、イグジットについては織り込んだと考えて良いか。それと金利についてである。イグジットの時期が、早ければ、先程も触れられていたが、早く金利が上がるという見方がメインなのか。それとも今は不確実であるから量的緩和政策からイグジットした後で、それなりの金利のパスについての肌触り感のようなものが出てくれば、金利は下落する方向に動くのか、ないしは、まだ上昇する方向に動くと考えられるのか。その辺りはどのようにみられているのか。

中曾金融市場局長

量的緩和解除は織り込んだ。ボラティリティが上がっているということは、見方にバラツキがあるということであって、ある人は解除が早まった分だけ政策金利の引き上げも早まるだろうと考えている。また、我々がヒアリングしてみると、解除が早まったということは平行移動ではなくて、むしろ解除後の利上げのタイミングは前倒し的に早まるのではないかという見方をする先も結構多い。そういった見方のバラツキが、ボラティリティの上昇に繋がっていると思う。であるから、その辺の見方が、少し安定するような方向に市場の理解が進めば、このボラティリティは下がる。とすれば、今多少ボラタイルになっている中短期ゾーンも少し落ち着くのではないか。金利も下がるかもしれない。行き過ぎた分が修正されるかもしれない。そういうことは言えると思う。

中原委員

短期ゾーンについて、不透明要因が薄まれば、期末に掛けて当座預金の抱え込みがなくなり、むしろ短期のインターバンク市場としては安定するのではないかという発言をされた。これは、解除後の金利パスに関係する話ではなく、まさに解除するかしないかという不透明要因が目先にあり、その意味では、解除してしまった方が少なくとも期末のインターバンクマーケットが安定すると思っているということか。

中曾金融市場局長

不透明要因に関して私が申し上げたいのは、期末に資金を抱え込むか、抱え込まないかを決定する要因は、恐らく一つは、仮に解除した場合に、当座預金残高がどの位のペースで落ちていくのかという見方が、大きな鍵を握っているという点。例えば、日本銀行が相当急ピッチで当座預金残高を落としていくと認識すれば、保守的な金繰りをしておこうと思う先は、ぎりぎりまで抱え込もうというインセンティブがより強くなる。そういっ

たことから、調達が進んでない、典型的には一部の証券とか外銀が、相当レートを吊り上げて調達をせざるを得ないような状況に追い込まれる。そうすると、多少金利がボラタイルになるのかな、ということを上申上げたつもりである。

西村委員

米国の金利がかなり動いているが、それが直接日本に対して大きな影響を与えていると考えて宜しいか。

中曾金融市場局長

米国金利については、後程また堀井国際局長の方から説明があるかもしれないが、今朝方担当から聞いたところでは、取り敢えず過度なフラットニングの巻き戻しであろうということであった。また、社債が相当発行されているといった需給要因の影響もあるかもしれない。従って、アメリカの金利の上昇が、日本の長期金利に直接の影響を及ぼしている程度は、今のところあまりないのではないか、というのが取り敢えずの我々の分析である。

岩田副総裁

一点宜しいか。図表 2-3 の下のフォワード・レートの話がとても面白かったのであるが、1年先スタートで3か月物というのは、つまり5月までに1回の利上げと5割位の2回目の利上げが読み込まれていると言って良いのか。つまり、0.73%で0.36%が不確実要因だとおっしゃったので、0.37%である。それから25bp引くと12bpで、25の半分が大体12となるので、一回半位の利上げが5月までにあるとマーケットはみているということか。

中曾金融市場局長

正確に1.5回ということでは必ずしもしなくて、1回分の0.25%はフル

にカウントしているので、 $+ \alpha$ 分がなにがしかが 12bp の中に含まれているのではないかということになると思う。

白川理事

この計算にあたっては、ボラティリティについてのベンチマークを設定しなければならないが、これはかなり幅がある。従って、確かに機械的に計算すると 1.5 回であるが、必ずしも 1.5 回ということではなく、1 回プラスという感じである。0.5 回かどうかというのは、自信を持てる数字ではない。

中曾金融市場局長

色々なプレミアムが混ざっている。いわゆる一般的な不確実性というか、オーバーナイトが振れた場合のプレミアム、そういった要素も入っている。従って、0.37%だと 0.25%は間違いなく入っているという意味でフルに 1 回とは言えるが、その先の $+ \alpha$ の分は、なかなか何とも言いようがない。

岩田副総裁

0.36%を不確実性要因にしたのは、フォワード・レート自身もボラティリティにつれて上がっているので、そこをある種のベンチマークにしたということか。

白川理事

当時は政策金利の変更期待がなかったもので、純粹にボラティリティで長期金利が上がっている。その分を捉えていると理解すると、先程の計算になる。

中曾金融市場局長

それに比べると今は政策変更を意識されている。その差であろうという仮定、前提に基づいている。

白川理事

逆に言うと、このインプライド・フォワード・レートからみて、先々随分金利の引き上げを織り込んでいるのではないかとみると、その見方は間違いである。なぜならば、ボラティリティ部分があるからで、むしろそちらの方にメッセージがあると考ええる。

福井議長

宜しいか。では、海外の情勢について平野理事と堀井国際局長から願います。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

本日配付したお手許の決定会合資料-3（参考計表）（追加分）をご覧頂きたい。図表1はアメリカの主要経済指標である。いつものとおりシャドーが掛かっているのが、前回会合以降判明した計数である。まず1. 昨年第4四半期の実質GDP成長率は、第1回の推計値から上方改定されて年率+1.6%となった。防衛関連の政府支出と設備投資が上方修正されたためである。先月の会合でも報告したとおり、この期の低成長は、各種の一時的な振れが重なったことによるものであり、景気実勢は潜在成長率並の着実な成長とみている。以下、1月以降のデータを見たいと思う。3. 実質個人消費は、1月の前月比は+0.4%と堅調な増加となった。ポスト・クリスマスセール的好調に加えて、温暖な気候も押し上げに寄与した模様である。6. 自動車販売は、1月にレンタカーなどの業務用が著増した反動で、2月は大きく減少している。8. 住宅着工は、これも温暖な気候のため大きく伸びている。9. 設備投資関連指標だが、1月は前月比ほぼ横這いとなったが、これを第4四半期と比べると3.4%の増加となる。11. ISMだが、製造業、非製造業とも、臨界点の50を引き続きかなり上回っている。それから12. 鉱工業生産は、1月には若干減少しているが、これ

は暖かくてエネルギー生産が減った振れによるものであり、これを除くと、このところ大体前月比+0.4%、あるいは+0.5%といったペースで増加を続けている。この間、物価面では、17. 消費者物価、全体はエネルギー価格の影響で振れているが、コアは前年比+2.1%程度を続けている。次に図表2、ユーロエリアである。1. 実質成長率は、昨年第4四半期年率+1.0%と減速した。これには前期に伸びた輸出の反動減に加え、ドイツを中心に、個人消費が天候不順とクリスマス商戦の後ずれから減少したのが響いている。現に3. 小売売上は、1月に入ってからにはポスト・クリスマスセール的好調から、ドイツを中心に前月比+0.8%と増加しており、前四半期と比べてみると0.7%の増加となっている。個人消費は全般的に捗々しくはないが、さりとて一段と悪化しているのではなくて、天候などで月々で振れていると理解している。これまでも報告しているように、輸出、生産、投資周りは回復過程にあるとみている。2月の製造業PMIは、11.にある。引き続き上昇傾向を示している。この間、物価面は、14.にあるように、このところ全体のHICPは前年比+2.2%~+2.4%位のところで動いている。エネルギー価格の振れを映じて、月々若干振れている。一方、コアについては、1月には+1.2%へと低下している。図表3-1の1. 中国経済を見たいと思う。5. 輸出は、1月には前年比+28%と伸びを高めている。ただこれは、ベースとしてIT関連財が好調であったということに加え、繊維の対米、対EC輸出に関して自主規制が実施されるに伴い、本年1月1日に輸出関税が撤廃されている。そのため当月は、リーズ・アンド・ラグズ的に一時的に増加したものとみられる。他方、輸入に関しては、需要の強さを背景に増加している。物価に関して、7. CPIの前年比を見ると、1月は+1.9%と幾分上昇しているが、これは旧正月で食料品価格が上昇したことによる。食品を除くと、前月並の伸びが続いている。なお、8. M2だが、旧正月時によく見られる在外華僑からの送金の流入の増加などから、1月に伸びを高めている。去年の旧正月休みは2月上旬だったが、今年は1月下旬から始まっている。そのことが、中国のみならずアジア各国の計数に振れを作っている。この間、3月5日に北京で開幕

した全人代で、2006年からの第11次5か年計画というものと、それから2006年単独の政策目標というものが発表されている。これによると、2006年の実質成長率見通し目標は+8.0%前後ということになっているが、中国の識者の見方によると、昨年も+8%の目標を掲げて、結局+9.9%の成長になった。それから固定資産投資の目標が昨年の目標よりも高い——実績はいずれももっと高かったのだが——ことを踏まえ、今年も+9%成長位にはなるのではないかという見方が多い。2. で他のアジア諸国の成長率を見ると、多くの国で第4四半期に高い成長を記録した。ただし、タイについては、天候不順に伴う農産物輸出の不振などから——前2四半期では非常に高い成長をしているが——減速している。図表3-2の(2-1)で韓国の輸出を見ると、昨年第4四半期に伸び悩んだ後、1月、2月は先程申し上げた旧正月要因で振れているが、均してみると、その延長線上で推移している。それ以外については、概ね堅調な増加となっている。タイについても、先程申し上げたように、第4四半期は減少したが、1月には戻している。(3)生産に関しては、旧正月要因で振れているので読みにくい。その中で、タイの生産はこのところ幾分停滞気味である。一時的な要因が重なっている面があるのだが——先程の当面の輸出などがあるのだが——、全般的に見て石油製品の価格の上昇や、金融緩和の巻き戻しが進んでいるが、これらを背景に内需拡大の勢いが、幾分クールダウンしているものとみられる。図表3-3、(5)には、今申し上げたタイの民間消費支出が出ている。ここでもその影響といったところが見て取れるかと思う。(6)で消費者物価を見てみると、新年入りに伴い、幾つかの国で石油価格上昇の波及が見られる。具体的に申し上げると、シンガポール、タイといったところである。タイのコアだが、若干上がっている。いずれも電力料金の値上げに伴うものである。それから旧正月の影響も振れを作り出している。例えば、香港は旧正月が1月にきたことから航空運賃が上がったため、少し上がっている。それから台湾のコアは、前年比が1月、2月とかなり振れている。これは昨年もあったが、旧正月時に支払われる使用人への心付けの影響で、前年が入れ繰ってこのような形になっているが、

この2か月の前年比を均してみると、結局+0.5%位で12月の前年比と変わらない。マレーシアについては、物価指数の基準改定に伴う伸び率の低下であって実勢に変化はない。それからフィリピンは、VATの税率が10%から12%に引き上げられているので、これによって前年比が上昇している。図表4でアメリカの金融指標を見たいと思う。景気の強さを示す経済指標の発表、それからFRBの幹部のインフレ警戒、懸念の発言といったものを背景に、(1)長期金利が最近上昇している。グラフにある国債10年物利回りを見て、昨日は+4.72%となっている。これは2004年6月30日にFedが利上げを始めた後では、実は昨年11月初め——このグラフで10月の少し後のところにある——が金利の最も高い時期であるが、一昨日、昨日とこれを越えている。この間、(2)株価だが、企業決算の発表に振られる形で、高値で一進一退となった後、ここ数日は長期金利が上昇するもとの頭重い展開となっている。(5)FF先物金利から先行きの金融政策に関する市場予想を読み取ると、3月27日、28日のFOMCで4.75%へ、つまり25bp利上げをすることはフルに織り込まれている。次の5月10日でさらに5%へ利上げするという確率も8割方織り込まれているし、6月28日、29日まで少し待って、5月か6月のどちらかで5%にするということになると、フルに織り込まれている。なお、昨日カナダの中央銀行であるカナダ銀行は、政策金利であるオーバーナイト金利を25bp引き上げている。最後に、図表5で欧州の金融指標を見ると、(1)長期金利は欧州でも幾分上昇している。株価は企業の好決算、それからリストラの動きを好感して上昇してきた訳だが、やはりここ数日は利上げ観測の強まりを受けて頭が重くなっている。(5)ユーロの先物からECBの様子を見て取ると、6月スタートの3か月物だが、9月の初めまでに25bpの利上げを織り込んでいる。この間、エマージングの金融市場に関しては、概ね安定を続けてきていたが、ここ一兩日は先進国の金融政策運営を巡って不透明感が幾分高まったせいも、若干調整色が出ている。以上を一言で纏めると、世界経済の拡大が持続するもとのFRB、ECBのインフレ警戒的な金融政策姿勢が、先月に比べても一段と市場で織り込まれ

てきているということかと思う。私からは以上である。

福井議長

海外についてご質問等あればどうぞ。

岩田副総裁

二点程あるのだが宜しいか。一つはアメリカの長期金利なのだが、イラショナル・コンプレイセンシーが剥がれてきたため、圧縮され過ぎていたターム・プレミアムが戻っていると考えると良いのか。それとも、フェデラル・ファンド・レートが+5%へ向けて上がっていきださう、ということだけを単に反映しているに過ぎない調整なのか。つまり、先行きの短期金利の期待レートが長期金利だと考えて、単にそれで調整していると考えたら良いのかということが一点目。二点目は、フィリピンとタイそれぞれで少し政情不安があった訳だが、金融市場を見るとフィリピンは驚く程安定しているが、本当に大丈夫なのか。タイはそれ程危なくもなっていないように見えるのだが、しかし経済の方が少し弱くなっている。それはもしかすると政治が少し影響しているのか。

堀井国際局長

最初のご質問だが、ここ数日、長期金利がポンと上がったところについては、確かに元々3月末の利上げについては、大分前から100%織り込まれている。5月についても、実は先週末あるいはその少し前位で、8割位は織り込まれていた。勿論確率を計算すると若干は上がってはいるが、金融政策の5%への確度の高まりの反映と言うよりは、やはりこれまでターム・プレミアムが物凄く潰れてきたのが、少し戻ってきているとみて良いのではないかと考えている。他の市場でも先程申し上げたように、エマージングも先週末はほとんど反応しなかったのだが、今週に入って少し株とスプレッド——スプレッドは僅か1日、2日だけなのだが——が若干開いているという感じがするし、コモディティのフューチャーズなど、色々な

ものを見ても、棒上げをずっとしてきたのが、ここへきて少し頭が重くなってきた。宴の終わりとは言わないが、どんどん宴を続けるというムードではなくなっているということが見て取れる。フィリピンとタイの方だが、岩田副総裁がご指摘のとおり、両市場とも他と比べても安定している。従って、政情自体の悪影響は然程なかったのかなと思っている。フィリピンの場合は、大統領が機先を制する形で早期に収拾し、しかも非常事態宣言を早く解除したということがある。それからタイについては、スバット総選挙に打って出るという対応を行ったこともあるし、経済がやはり全般的に非常に良いということかと思う。勿論、前々からご報告しているように、原油に脆弱な体質を抱えている中で、原油が上がり金融も引き締めということで、少しクールダウンしてきている訳だが、全体的に大きな問題が表面化しているということではない。バランスの取れた成長が引き続き続いている。タイも、先程申し上げたが、これまでの非常に高いペースのクールダウンであり、まさにそれを政策当局は実は狙ってきた節がある。勿論、タイはインフレ・ターゲティング導入国ではあるが、その政策変更の度にコメントを読むと、勿論、インフレ圧力がメインにあるが、同時に、例えば国際収支の経常収支が赤字になっていっていることへの懸念も記述されており、もう少しスローダウンが望ましいということで、これまで政策を運営してきた。その成果がそれなりに今出ている。そういう意味ではソフトランディングに動いているのかなと思っている。

須田委員

一つ宜しいか。先程ターム・プレミアムの方は巻き戻しがあるかもしれないという話があったが、クレジット・スプレッドの方はどうか。足許、BB格については全く拡大していないのだが、もっと優良と言うか、上位の格付けのクレジット・スプレッドにも影響は出ていないということか。

堀井国際局長

然り。先週末にお配りしているので、少し古くなったデータだが、資料

-3 (参考計表) の図表 4-6 (4) に、長い目で見たAAA格からずっとB格までの様子がある。元々潰れているというのがあるし、AA格やAAA格のところは、若干上がっていると言えば上がっているとも言えるが、ほとんど動きがない。少しコメントを申し上げたが、(3) でCPスプレッドが実は少し1日、2日だけ飛び跳ねたことがあった。これは引き算のマイナス項になるAA格のCPが急に買われたために、このような変なギクシャクしたグラフになっているが、A2/P2の利回りがポンと跳ねた訳ではない。従って、全般的にクレジット・スプレッドがジャンプしているという感じは、今のところはない。

岩田副総裁

あともう一点だけ宜しいか。ドイツの経済が、IFOのサーベイでは3か月位連続で上がっていて、何でも10年振りか15年振りか分からないが、非常に高い水準まで景況感が良くなっている。それがどこまで本物なのかということが少し分からない。ワールドカップが6月、7月で、それから付加価値税を上げるため、その前の駆け込み消費——日本もそういうことがあったと思うが——が出て、一時的に高まっているのか。それとも本当に良くなっているのか。その辺はどのように考えているか。

堀井国際局長

おっしゃるとおりIFOは、何と云うか、当惑する程上がっており、ZEWの方はもう少し控えめなのだが、どちらにしても上がっている。勿論、需要面の動向、あるいは生産といったところを映じているところもあるが、企業心理という意味では、やはり株がこれだけ上がってきているということがかなり影響しているのだと思う。それから、基礎となるリストラについては、これまでもダイムラー・ベンツを筆頭に公表してきたが、先週はフォルクス・ワーゲンが、3年間で2万人の削減を行うと発表したり、M&Aやリストラが相次いで発表されているので、その効果を期待するところも、恐らくマインド的にはあるのだと思う。ただ、これも岩田副総裁が

ご指摘のとおり、振り返ってみると 1990 年代半ばの日本も、こういうような何となく構造調整が起こりそうだなというムードが出た時期も実はある訳だが、その後、必ずしも一本調子ではスッと上がってこなかった。やはり構造調整期にある経済のことだから、歴史的にも高いような数字で表われるようなところで見ていて良いとは必ずしも私は思っていない。

平野理事

構造調整圧力については、色々な見方があるのだが、ブンデスバンクでは、建設循環が上昇局面に入ったことにも注目している。つまり、東西ドイツ統合以前に建設ブームが起こったが、その後バブルが弾けて、建設低迷の時期が長期化していた。しかし、調整がかなり進んだため、このところ受注が増えてきた。さらには設備循環的にも上昇局面にあることを指摘する人もおり、それがコンフィデンスの改善と相俟って設備投資を押し上げるということがあるのかもしれない。

須田委員

一点宜しいか。先程の F F 先物レートで見て、F e d の先行きの利上げがどの程度織り込まれているかということについてである。その利上げを織り込んだ部分には、あまり変化がないという話だったが、実際に中立金利の辺りで利上げが止まるのか、あるいはもう少し引締め方向に行こうとしているかという点について、マーケットの見方に違いはあるのか。

堀井国際局長

この（参考計表）（追加分）の図表 4、(5) にあるように、2 月 8 日と 3 月 7 日を比べても、シフトアップはこの程度であり、1 週間位前はこの間に入ってくる訳である。そういう意味で平均的に市場に織り込まれている期待感ということでは、その平均的なものがシフトアップしたというよりは、やはりリスク・プレミアムだろうと申し上げた。エコノミストの中には色々意見を言う人は勿論いるが、私の感じでザッとみれば、例えば 1 週

間、2週間位前であれば、市場関係者は、Fedの関係者の発言よりインフレあるいは金利の上昇を低めにみていたという感じはある。それがFedの関係者の意見に、何と言おうか、大分近いような発言をするエコノミストが出てきた、ということがこの1週間、2週間の変化かと思っている。

福井議長

宜しいか。それでは国内の経済情勢について、山本理事と早川調査統計局長から願います。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それではお手許にある資料-4（参考計表）と、本日お配りしている法人季報に掛かる（追加図表）の二つを使ってご説明していきたいと思う。まず最初に（参考計表）だが、図表1はGDP統計である。やや旧聞に属する感があるが、前回会合以降の発表なのでご紹介させて頂くと、ご存知のとおり、実質成長率は昨年第4四半期は前期比で+1.4%、年率で+5.5%という高いものであった。(2)で伸び率をザッとご覧頂ければお分かりのとおり、今回は一つ一つが非常に高い伸びというよりは、個人消費、設備投資、輸出、あるいはまた住宅、いずれもが少しずつ伸びているということで、バランスの良い姿を現わしていると評価されたと思っている。しかも、実はこの1~3月、4~6月、7~9月と書いてあるところが、それぞれ前期比0.1%ポイント上方修正されている。この結果、この統計でいくと仮に1~3月が横這い、ゼロ成長であっても、2005年度の成長率は+3.3%で、先だって申し上げた1996年あるいは2000年の+2.8%を上回ることはほぼ確実という形になってきた。この間、GDPデフレーターに関しては、7~9月よりも10~12月の方がマイナス幅は幾分拡大している訳だが、これは、一つはご承知のとおり原油価格が一段と上昇したこと。それに加えて、実は内需デフレーターも個人消費デフレーターのマイナス幅が拡大している。これは普段私共が見ている（除く生鮮食品）でみると、C

PIもマイナスからプラスになったのだが、実は（含む生鮮食品）では、マイナス幅はむしろ10~12月は昨年秋に拡大していたので、そのことが反映されたということである。ただし、これはあくまでも1次QEという話なので、後程ご紹介する法人季報を踏まえると、来週月曜日に公表になる2次QEでは恐らく設備投資が下方修正される可能性が高く、私共は場合によっては設備投資は若干のマイナスかなと思っているが、それでも前期比で見れば+1%アラウンドはキープされる。従って、1~3月横這いと仮定して3%台の成長という姿自体には変化はないと考えている。

それでは図表5をご覧ください。輸出入だが、ご覧のとおり輸出は、昨年後半来の勢いを引き継いで伸びている。もう一つは、昨年第4四半期はなぜか輸入の方が横這ってしまったのだが、この第1四半期はまた少し伸びた。輸出の中身については、図表6をご覧くださいと、1月の10~12月対比は2.1%の増加である。地域別に見ると、アメリカ向けが順調に伸びている。これは自動車輸出が順調ということである。加えて、EU向けも実は1月に關して申し上げますと、車が出ている。一方、東アジア向けの輸出は、数字面伸び率が下がっていて、とりわけ中国向けについては、去年第3四半期、第4四半期と相当高い伸びの後、1月の10~12月対比は若干のマイナスとなっている。ただし、この点については先程堀井国際局長から紹介があったように、東アジアのデータはこの1~2月位は例の春節の影響があるので、一月だけでは少し判断しがたい。恐らく1~2月、さらには1~3月位を括って見ないと実勢は少し読みにくいと思っている。(2)財別も基本的には同じであり、車が高い伸びなのは事実である。消費財がマイナスになっているが、実はオートバイが1月は思い切り減っているので、多分これは一時的だと思っている。他方、情報関連と資本財部品に関しては、これは東アジア向けのウエイトが相当高いので、実勢は2~3か月分をみた方が良いと思っている。図表13で、輸入サイドについても一言申し上げておきたいと思う。ご覧のとおり、昨年第4四半期の輸入の伸び率は、一旦+0.1%とほぼ横這いになった後、1月の10~12月対比は+4%の伸びである。実勢としては、スムーズに伸びていると思っているが、幾つか

のものが統計上の振れを作り出しているということである。(2) 財別でご覧頂くと、まず資本財・部品のところが、除く航空機では安定しているのに、全体では振れているので、これは航空機が振れを作っているということである。情報関連も基本的には堅調に伸びていると思っているが、昨年(1)の第3四半期が二桁近い伸びになってしまったために、10~12月は逆に低い伸びになっているということだと思っている。なかなか中身はよく分からないのだが、食料品も若干振れを作っており、均してみれば現在の生産動向、あるいは内需、とりわけ消費の動き等を考えて頂ければ、輸入は着実に増えているとお考え頂ければ良いかと思っている。

ここで先程の(追加図表)、法人季報をご覧頂きたいと思う。図表1、(1)設備投資だが、ご覧のとおり実は前年比で見ると、設備投資は二桁近い伸びになっている訳なのだが、私共で季節調整を掛けると第4四半期は結構大きなマイナスが付いていた。ただ、これは全然おかしくない。その前の3四半期が相当高い伸びなので、これ位落ちてもやはり前年比二桁増位と整合的である。過去をご覧頂いても法人季報というのはこういう統計なので、これ位の落ち込み自体は別に驚くに値しないと思っている。中身を図表2でご覧頂くと、標本の安定している大企業については、(1)製造業大企業が極めてスムーズな伸びを続けているし、(3)非製造業大企業も、短観等でご承知のとおり、今年は伸びると言われていて、実際伸びていることがお分かり頂けると思う。少し振れを作り出しているのは中小企業である。まず(2)の製造業の中堅中小企業はこれは自然だと思う。そもそもその前が恐ろしい伸びになっていたのも、この辺で少し落ちないと逆に言えばとんでもない数字になるので、これはこういうことである。例によって分かりにくいのは、法人季報の非製造業中堅中小企業という悪名高いところなのだが、ご覧のようになかなか実勢が読みにくい動きになっている。ただ、短観等、他の統計と合わせて考えると、恐らく非製造業の中堅中小企業もこのように凸凹しているというよりは、他に比べてゆっくりとした増勢を維持しているのではないかと理解している。次にもう一度図表1をご覧頂きたい。(2)で企業収益だが、ご覧のとおり利益率で見ると、まさに「高水準

の企業収益が持続するもとで」という感じの姿になっている。ただ、最近
は、売上高の伸び率がそこそこ大きくなってきているので、利益率が横這
いであれば、利益額はそこそこの伸びになっている。これも図表3で内訳
をご覧頂くと、まず思うのはやはり(1) 製造業大企業がとにかく強い。
若干の振れを伴いつつも、どちらかと言うと利益率で見てまだ右上がり
である。それ以外のものもギクシャクはしているが、方向としてはしっかり
とした収益環境が続いているとご覧頂ければと思っている。再び(参考計
表)に戻って、図表16で設備投資の先行指標だけ確認しておきたいと思
う。ただ今申し上げたように、第4四半期の法人季報は若干のマイナスに
なっていたが、ご覧のとおり先行指標は、機械受注にしては珍しい位安定
的に上向いているということであり、一方、(2) 建築着工床面積は、これ
もまた随分振れは大きいのだが、振れを均してみればはっきりとした上向
きであり、一月では当てにならないが、1月も結構強い数字が出た。

それから図表19は個人消費である。個人消費は、全体として見るとあ
まり変わっていない。2か月位前だっただろうか、私は、当時、個人消費
は指標の中身がバラバラでなかなか読みにくいと申し上げたのだが、結局、
2か月位放っておいてみると何となく割と揃ってきており、むしろ前の基
調に戻りつつある感じではないかと思っている。実際、一番心配していた
車は、2月の前月比は若干マイナスになっているが、1~2月を括ってみれ
ばこれまでの落ちをかなり取り戻した。家電販売は若干スローダウンして
いるが、基調的には相当高い伸びが続いている。百貨店に関しては、10
~12月が結構伸びた後、1月はそれ対比で横這い圏内であるので、まずま
ずの姿だと思っている。一方、10~12月、特に11月、12月と久し振りに
高い伸びになっており、これはどうしたことかと思ったスーパーは、結局
1月に落ちてしまい、やはりそういうことかということであった。それか
ら以前問題にしていたコンビニが、逆に足許また少し伸びてきている。何
だかんだと色々言っていたのだが、結局天候要因もあったのだろう。2か
月位経ってみると、全体としてみればまずまずの動きになってきていると
思う。この結果、小売業販売額総計で見ると、ご覧のとおり10~12月、1

～3月ともに高くはないが、着実な伸びになっている。一点申し上げてお
かななくてはならないのが、家計調査の消費水準指数である。ご覧のとおり
1月は12月対比、あるいは10～12月対比で結構大きなマイナスになって
いる。12月の数字の時に確か申し上げたと思うが、12月の数字は、一見
まあまあであったが、実は12月は所得が悪かったのである。要するに毎
勤等で見れば所得が増えているにもかかわらず、家計調査の標本で見ると、
所得は減っていた。それがたまたま12月は半端ではないような高い消費
性向によって何とか数字が持ち上げられていた。逆に言うと、消費性向が
正常化すると、少しこれは落ちるかもしれないということを確認申し上げ
たと思うのだが、まさにそうってしまった。これは標本要因なので、あ
と何か月か他の個人消費指標よりも少し弱めで走っていく可能性がある。
その場合、なにがしかGDP等にも影響する可能性があることは頭の片隅
に入れておいて頂ければと思っている。図表24、住宅投資である。住宅
投資は、ご承知のとおり12月に結構大きく落ちて、これが雪の影響か、
耐震偽装の影響かと思ったのだが、答えはなかなか中間的であり、1月は
ご覧のとおり125万戸～126万戸まで戻った。特に貸家系については、か
なりはっきりと戻っているのも、やはりなにがしか雪などの影響もあった
のかもしれない。一方、分譲についてだけ言うと、一頃の年率40万戸に
近いところから30万戸台前半に落ちていて、これは他にも例えば都心で
はなかなか良い土地がなくなってきたという供給制約要因もあるので、丸
ごと耐震偽装とは限らないと思うが、なにがしか耐震偽装が影響したかも
しれないと思っている。ただいずれにしても、それらを含めてもこれ位の
数字なので、現在業界からのヒアリングの感じでは、耐震偽装の問題が非
常に大きな影響を及ぼしていることは多分ないのではないかと。勿論、また
札幌で変な話が出たりしているから、話が変わってくるかもしれないが、
取り敢えず先だって業界に聞いたところでは、大したことはないのではな
いかという見方が多かった。

図表26は生産だが、生産については1月も伸び率こそ+0.3%と低い伸
びだったが、日本の生産統計には珍しく、6か月連続の増加である。出荷

の方も着実に増えている。1~3月の予測指数を繋ぐと、生産の伸び率は+1.7%である。私共のヒアリングでは、どちらかと言うと幾分強めで+2%近くにいくのではないかと思っているのだが、細かい数字はともかく、いずれにしても1~3月もそこそこの生産の伸びが維持できるのではないかと思っている。在庫に関しては、去年の夏場に一回増えた後、高水準ではあるが、さらに積み上がるという感覚にはなっていない。この点は図表29の在庫循環図で確認して頂くと、(1) 鉱工業全体では、1月はほぼ45度線上で、細かいことを言うと実は僅かに下にある。変化のまず一つは、(4) 耐久消費財で、12月は輸出船待ちもあって車の在庫が非常に増えていた。1月はまだ高いのだが、そこそこ輸出が出たのでこのプラス寄与が減っている。それからもう一つ、(6) その他生産財、素材関係である。これも現状まだ鉄にしても化学にしても、完全に調整一巡という感じではないのだが、そうは言いつつもグラフをご覧頂ければお分かりのとおり、一頃と比べると少しずつバランスが取れてきている。このような状況ではないかと思っている。

図表30、雇用関連に移る。まず最初に<職業安定業務統計>だが、有効求人倍率は1月1.03倍であった。12月が先月時点では1.00倍であり、これは季節調整を掛けると1倍を割ってしまうかもしれないと申し上げたのだが、結局割らず、むしろ1.03倍に上がって、その1.03倍対比で横這いであった。求人の伸び率等を見ていても、例えば前年比で見て、一頃の二桁という数字はさすがに出なくなってきたが、伸び率がどんどん下がっていくというよりは、少しまた出てきている。これはやはり生産の伸びが少し高まってきたことが影響しているのではないかと思っている。<労働力調査>だが、1月の失業率は、4.5%と12月よりも0.1%ポイント上がっている。そういう意味では、昨年の上半年まで失業率は割と順調に下がってきた後、ここ半年ばかりは横這い圏内で推移し、下げ渋り状況にある。ただし、その背景については、従来申し上げてきたとおりである。まず第一に、雇用者数をご覧頂くと、前年比+1.7%と相当高い伸びになっている。勿論、これは去年のこの時期の伸び率が低かったことから——こ

の統計のことなので振れの部分は大きいとは思いますが——、まずまずの高い伸びになっている。一方で、就業者数をご覧頂きたいのだが、雇用者数がこれ程伸びているのに、就業者数の伸び率は+0.1%と非常に低い。何が起きているかという、自営家族、特に家族従業者数が大幅に減っているということである。家族従業者というものは、偽装失業と言ってしまおうと少し言い過ぎなのだが、実はそういう面もなくはないということであり、むしろ雇用情勢が良くなると減るということがまあある類のものである。同時に、労働力率辺りはこのところ下げ止まりがはっきりしてきているので、言ってみれば雇用情勢が改善する中で労働力率が下げ止まり、ないし幾分上昇し、家族従業者が分解されて雇用者に吸収されていくという、ある種、雇用の改善のプロセスで起こる現象であって、そのもとでは失業率についてはむしろ一旦足踏むことはよくあることと理解すれば良いと思っている。それから<毎月勤労統計>だが、常用労働者数は前年比+0.4%でピクリとも動かない。図表 32 の (1) で労調の雇用者数と、毎勤の常用労働者数をご覧頂きたいと思う。労調は確かに去年の今頃は低くて、足許凄く高いということで振れが大きいという感じはするが、逆に言うと毎勤はやや安定し過ぎている感もある。ご承知のように、標本が固定されているので新規事業者が入ってこないため、少し時間が経つと、景気拡大局面では幾分控えめに評価してしまう癖がある。そのようなことが若干起きているのかもしれない。もう一度図表 30 の<毎月勤労統計>の賃金の方である。賃金に関しては、1月の名目賃金、前年比+0.1%で伸び率が低くなっている。所定外給与は少し伸びている。実は残業時間も少し増えてきている。これも多分生産の増加と関連していると思っているが、そうした中であって、一つは所定内給与の伸び率が、このところずっと+0.5%位だったのが+0.1%になったということと、ボーナスが1月はマイナスであった。この所定内賃金について一言申し上げると、これも細かい話になって恐縮だが、毎勤統計というのは小さい事業所、5人~29人のところを1年に2回、1月と7月に標本の入れ替えをする。標本の入れ替えをした時に、時々断裂が起こることがあって、今回はそれが影響してい

らと思っている。実際、12月と1月を申し上げると、30人以上の事業所に関しては、所定内給与は12月が+1.0%、1月が+1.1%ということで安定している。そうした中であって、5人~29人の事業所は、12月-0.3%から1月には-1.6%という数字になっていて、今の雇用情勢から考えると少し厳しいなという数字が入ってきている。半年間はこの人達がここにいるので、暫くの間、所定内給与の伸び率は、やや低めに推移する可能性が高いと思って頂きたい。最後に、ボーナスが1月に伸びて全体で+2%位何とかいきたいと申し上げたのだが、図表33にあるように、1月は-4.5%だったので11月~1月分を纏めて+1.6%である。勿論、まだ確報があるので若干動き得るが、結果としてみれば、去年の夏やその1年前の冬などとほぼ同じような伸びで着地したと申し上げざるを得ないと思っている。

最後に物価関連である。最初に、前提となる国際商品市況について一言申し上げておきたいと思う。図表36、(1)のグラフでご覧頂くと、私共の国際商品指数は高いところで横這いに見えるのだが、実は高いところで細かく振れているというのが実態である。ご存知だと思うが、例えば原油の値段に関しては、1月に一旦WTIで68ドルまでいった後、足許は実は結構毎日振れている。これは、一方においてナイジェリアとかイランに掛かるいわゆる地政学的リスク。他方で、実はアメリカが100年振りの暖冬などということもあって、在庫が余っている。その両方を睨みながら、上がったたり下がったりしているというのが実態である。実は非鉄も全く同じような感じで、1月一杯は思い切り上がった後、2月から足許までに掛けては日々相当激しく変動している。そういう意味では、日本株の動き方によく似ているのだが、いわゆる相場用語を使うと「高値波乱」と言うか、高いところで結構激しく上下動しているというのが実態である。そうしたもとのCGPIだが、図表39である。ご覧のとおり(1)前年比で見ると、1月は+2.7%へと上昇した。12月の+2.2%が、既に消費税を除いてみると、第二次オイルショック以来と申し上げたので、そういう状態が続いているということである。ただし、3か月前比で見ると(2)にあるよ

うに少し伸びが下がった。これは月次で見ると、10月の伸びが凄く高かったから、3か月前比で落ちたためにこういうことになっている。先程申し上げたような、海外商品市況等を前提にすると、目先はまだもう少し上がる方向と思っているが、その後、あまりにも商品市況の変動が大きいので、それ次第でどちらにも転がっていくことになろうかと思っている。

それから最後に、消費者物価である。図表 42 をご覧頂くと、改めてご紹介するまでもなく、1月の全国（除く生鮮食品）は前年比+0.5%であり、そこそこはっきりとしたプラスになってきた。早速図表 43 でご紹介すると、前年比が+0.1%から+0.5%に上がったのは、私共が普段特殊要因と呼んでいるものの寄与度が、ご覧のとおり+0.13%から+0.38%位まで上がっていて、この部分の寄与が相当大きい。これは電力の燃料費調整値上げとか、あるいは石油製品の値上がり、はたまた今年の固定電話料金の引き下げの裏といったことである。ただ、一方で特殊要因を除いた数字は去年の春から半年間全く動かないので、これはどうしたことかと思っていたのだが、漸く今月はプラスに出て一応+0.2%となった。先月 0%と書いてあるのだが、本当は少しプラスなのであると申し上げた。逆に、今回は一気に+0.2%になった訳ではなくて、本当は+0.1%少しなのだが、2か月掛かってそこは少しずつ上がったとご覧頂きたい。それを踏まえて、目先 2~3 月について申し上げますと、灯油をはじめとする石油製品のプラス寄与が幾分拡大する可能性がある。合わせて図表 44、東京の数字をご覧のとおり、2月はまた上昇率が上がっている。これは(2)にある被服のところの寄与度が大きい。勿論、被服というのは東京と全国が同じ動きをする保証がないので、それが本当に全国に反映されるかどうかは分からない。ただ、そういった石油の動きと合わせて考えると、若干上昇率は高まるかもしれない。従って、私共の現在の見方では 2~3 月は前年比で見て+0.5%、ないし+0.6%。この辺ではないかと考えている。その後なのだが、若干、細かくなって申し訳ないが、多分ご興味があると思うので申し上げておくと、4~6 月は 3 か月前位に私共がご説明申し上げた時には、特殊要因の寄与度が例の診療報酬など色々なものがあって、4~6 月は

+0.1%未満になってしまう。すなわち、ゼロに近いところまでいってしまおうと申し上げたのだが、現在の原油相場及び為替レートで横這いを前提にすると、4~6月の特殊要因のプラス寄与は+0.2%ポイント位であると思う。従って、足許、特殊要因除きが+0.2%ポイントになっているので、このプラス幅が縮小していくということがなければ、少なくとも現行指数で見たものは、4~6月もそこそこのプラスが維持できる蓋然性が高くなっていると申し上げて良いと思っている。ただ、一方でもう一つ申し上げておかななくてはならないのは、暫く前に私共は今回基準改定の影響は+0.1%~+0.2%であろうと申し上げた。西村委員からもあったように、チェーンなどとの乖離を見るとそのように見えたのだが、若干二点程よく考えていなかった点があった。一つは細かい話になって恐縮なのだが、実はGDPデフレーターがこの間の基準改定で、特に個人消費デフレーターのマイナスが大きくなった。それは実は帰属家賃のところが大きかったのだが、その帰属家賃のマイナス幅拡大というのは、2003年の住宅土地基本調査で、家賃の中身のウエイトが変わったことが基本要因なのである。中身と言うのは木造とか非木造とか、そういう中身なのだが、実はそれと同じことがCPIでも起こると思われるので、従来計算したよりも、少しマイナス幅が拡大する可能性が高い。それからもう一つは、前から考えていたのだが、デジタル家電の値下がり、これは既存のテレビなども下がっているもので大したことはないと思っていたのだが、ご承知のとおり去年の後半、世の中で言われていたよりも沢山下がってしまった。例えば、薄型テレビは1インチ1万円などと言っていたのが、結局それを割り込んでいくようなことになったので、結果的にはどうもその辺のマイナス幅は少し拡大しそうである。であるから、仮に基準改定後ということで考えると、それでも一応計算上はプラスになる訳だが、原油価格や為替レートの不確実性を考えると、余裕という程でもないということかと思っている。最後にさらに細かくて恐縮だが、もう一つ直近に出た不確実性は、例のソフトバンクがボーダフォンの日本会社を買収する可能性があるという話が出ている。いわゆる携帯電話の新規参入の影響というのは、大したことはないだろう

と思っていた。要するに新規参入会社は、ネットワークを持っていないので、ネットワークの立ち上げまでに時間が掛かるということと、既存三社が下げない限りは、CPIは下がらないということだったのだが、結局、ネットワークを手に入れてしまったし、それで既存三社にもなったということなので、仮に新規参入のソフトバンクがADSLでやったような形でアグレッシブに値下げをして、シェアを取りに行くということになれば、CPIにも相応の影響が出てくるということになる。勿論、一方ではソフトバンクの財務内容からして、果たして本当にアグレッシブな値下げができるかどうかという議論があって、よく分からない。従って、はっきり言ってよく分からないとしか言いようがないのだが、そういう話が一つ出てきているということをつけ加えさせて頂きたいと思う。最後は随分細かい話になって恐縮であったが、現在私共が知っているCPIを巡る幾つかの情報ということでは、大体このようなことである。景気については改めて纏める必要もないと思うので、私の報告は以上である。

福井議長

何かお尋ねがあるか。

水野委員

4月からベースアップがあるということだが、給与の前年比はどの位跳ねるのか。分かりにくいとは思いますが。

早川調査統計局長

私共は、従来のパターンから0.5%とかもう少し上がるかなと思っていたのだが、先程申し上げたように、目先はサンプル要因で少し低く出るので、そうだとすると従来の数字からあまり変わらない可能性がある。ただ、7月はもう一回標本が変わるとまた変わるかもしれないので、一応、実力としてみれば、従来よりは伸び率が上がる。従来の毎勤の世界で計算すると、賃金の伸び率が+1%、雇用者数が+0.5%、すなわち毎勤の世界での

雇用者所得、雇用者報酬が+1.5%位で、ボーナスも全部込みにして、例えば+2.5%位になるのではないかと思っていた。ただ、少し目先の統計、先程申し上げた段差の問題があるので、当面そういう数字が出てこないかもしれない。両方合わせて賃金が上がるのと、しかももう少し本当は上がってくると思っているので、掛け算するとこの位となる。そうであれば、仮に+2%台の成長率であっても、ユニット・レーバ・コストは概ね下げ止まり圏内にある。こういうイメージで大体良いかと思う。

西村委員

法人季報の在庫はどうだったか。

早川調査統計局長

在庫は私共の計算だと、若干のプラス寄与ではないかと思うが、正直言って、在庫の計算は自信がないので、寄与度+0.1%というのが私共の今の計算なのだが、あてにならない。いずれにしろ大したことはないと一応お考え頂きたい。

岩田副総裁

宜しいか。CPIについて伺いたいのだが、図表43の10%の刈り込み指数は、これも切り上げると+0.2%と考えて宜しいか。図を見ると大体同じところになっているのだが。

門間調査統計局参事役

正確には分からない。

早川調査統計局長

これを出した段階では、まだ刈り込みはできていない。

岩田副総裁

だが線が引いてある。

門間調査統計局参事役

一応入っている。+0.2%なのだが、細かいところまでは分からない。

岩田副総裁

図で見ると大体同じになっているので、+0.16%で四捨五入すれば+0.2%になるとかというのではないのか。

早川調査統計局長

0.16%とか 0.13%とか、そういう話は多分それ程意味がない。要するに刈り込みで見ても、色々なものを抜いたものが若干プラスに出てきたということである。

岩田副総裁

それから二番目は、ソフトバンクのボーダフォンの買収だが、同時に、新規参入を7月末でコメントを打ち切って、8月から新規参入を認めるということがある。その場合には、年後半から新規参入が起こり、それによって下がる可能性があるというように考えて良いか。

早川調査統計局長

然り。前から申し上げているとおり、要するに新規参入のところでどういう価格設定をしていくかということだが、逆に言うと買収が成立してしまえば新規参入をしなくても入ってしまっている訳なので、そういう意味ではソフトバンクがどういう戦略を採るか次第である。ただ、先程申し上げたように、難しいのは、一方においてソフトバンクというのは、現在でも既に大きな債務を有しているが、それがまたかなり膨大な借金を重ねる

こととなる。

岩田副総裁

8,000 億円と言われているが。

早川調査統計局長

然り。ほとんどこれはファイナンスの問題なのである。お金を付ける人が、例えばそういうことを認めるかどうかという話であり、我々は現在そこはなかなか分かりにくいという状態である。

西村委員

テクニカルだが、携帯電話通信料価格指数作成のためのモデル式はもう作られてしまっているので、そのモデル式に対応したところで下げてくるかどうか。これもまた分からない。

岩田副総裁

ただ、他にも新規参入の手を挙げているところがある。イーアクセスとかIPモバイルとか、他にもある。

早川調査統計局長

それはほとんど関係ない。

岩田副総裁

それからCGPIについても、刈り込み指数というのは計算したことがあるか。

早川調査統計局長

ない。

岩田副総裁

多分、+2.7%よりも大分低いのではないかと思うが。

早川調査統計局長

そうであろう。

岩田副総裁

僅かにプラスという感じではないかと思うのだが。それからもう一点は、住宅投資がこのところ少し強めにきている。分譲は少し落ちているが。中期的に見ると、バブルの時期がやはりブームで、それから後は簡単に言うと停滞であった。住宅ストックの循環という点からみると、上手くいけば中期上昇局面かという説もあるのだが、どうか。

早川調査統計局長

ご承知のように、1996年に先程の消費税の前に少し伸びたが、それを除くとバブル以降ほとんど長期低迷である。問題は、住宅の循環の場合、循環の軸が、設備投資のように期待成長率と言うよりも、例えば人口の増加率、あるいは世帯の増加率という点である。それから、やはり軸が少しまだ左の方にずれている可能性があるので、そこがどうなっているかということがやはり大きな問題である。ただ、繰り返しになるが、人口は減ってしまうかもしれないが、世帯は減らないかもしれない。

岩田副総裁

世帯は今も増えているのであろう。

早川調査統計局長

然り。従って、住宅の循環をみる時は、多分世帯の増加率に関する予測ということになってくる。

岩田副総裁

その他に所定内賃金という説もある。期待所得の増加と言っても良いが。

早川調査統計局長

一種の恒常所得のようなものが影響すればそういうことになる。いずれにしても先程申し上げたように、足許は分譲のところ、もしかすると供給面ないしは耐震偽装の影響が出ているかもしれないが、それを別にすれば、ここ半年から1年位に起こったことは、持ち家は横這いで分譲と貸家が上がった訳である。考えてみれば、金利についてもやはり大底だろうという感じがあり、それから不動産価格に関しても、下げ止まりから上昇するかもしれないというフェーズである訳だから、住宅を建てるとすればある種チャンス局面に入りつつある。こうした状況において、分譲と貸家が動いて持ち家が動いていないというのはどういうことかと言うと、要するに供給サイドはそういうマクロ環境を認識して動いている一方で、需要サイドは、実は不動産の底値感とか金利の先高観をまだそこまで感じていないということなのである。今はそういうフェーズにある。逆に言うと、今後仮に——例えば近々公示地価が出るが——、不動産の底値感とか、金利先高観のようなものを家計の方が持ち出すと、またもう一つあり得るということだろうと思っている。その辺はまだ現時点では確たる証拠はないが、注目点であろうと思っている。

西村委員

地域差は激しくなるだろう。

早川調査統計局長

然り。

西村委員

それだけは確実である。

福井議長

それでは金融環境について、白川理事と山口理事（企画局長）から願います。

4. 金融環境に関する報告（資料－5）

山口理事（企画局長）

資料－5（参考計表・その2）に即してご説明する。図表1で、まず（1）銀行貸出である。2月は前年比+1.4%である。1月対比極く小幅ではあるが、また伸び率が拡大しているのので、貸出の前年比増加率はジワジワと拡大する傾向を続けているとみて良いだろうと思う。業態別には都銀のマイナス幅が縮まってきており、水面スレスレのところまできている。地銀・地銀Ⅱを合わせた数字については、特段の動きはない。それから、四角カッコの中、これは償却とか為替要因等を調整する前の数字だが、これが+0.2%と、いよいよプラスの世界に入ってきている。1997年12月に+0.0%という数字を付けていたので、それ以来のプラス転化ということである。それから（2）は総資金調達だが、2月は前年比+0.1%である。1月の段階で-0.0%と水面スレスレだった訳だが、小幅ながらプラスの世界に入ってきた。これは、1999年5月に0.0%という数字があるので、それ以来のプラスである。いずれにしても図表1については、全体に増加方向での動きがある程度見えてきている状況である。次に図表2は、民間銀行貸出について借入主体別の数字をプロットしたものである。折れ線グラフは全体である。ご覧のとおり、白抜きの部分、住宅向けが増加基調を続けているのは従来どおりで変わっていない。ただ、濃いシャドーが付いている企業向けは、0.0%ではあるが、これもプラスの方向に入ってきている。1997年9月以来のプラス転化ということである。次に図表3、資本市場調達である。（1）のグラフはCPの発行段階でのスプレッドをプロットしたものである。右端の方をご覧頂ければお分かりのとおり、全体に非常に低水準である。この状態に変わりはないが、高格付けのものから低格

付けのものまで全般にスプレッドが広がるという状況になってきている。

(2) のグラフでターム別の発行金利を見てみると、ご覧のとおり 3 か月物については、期末越えということで今年に入った段階から既に上昇していたが、そうした上昇地合いが続いている。最近では、1 か月物——すなわち期内物——についても、はっきりと上昇という感じになってきている。市場では、量的緩和の解除を睨んで金融機関の引き受けスタンスがかなり慎重化してきている。これが、今申し上げたようなスプレッドに反映している。ただし、発行環境自体は、発行量も引き続き大幅に伸びており、依然として良好な状態が維持されている。それから (3) は社債である。A A 格については特殊な要因で跳ね上がった感じがあるが、全体としては低水準であると評価して良いかと思う。図表 4 であるが、公募社債の発行額は、2 月は 7,000 億円と単月としてはやや多めの数字になった。1 月は少し発行量が落ちた。一般債の振替システムが始まるにあたり、手数料についてまだ十分に調整が済んでいないことから発行を見合わせる動きがある、ということをご説明したところだが、2 月については、そうした調整が概ね片付いてくる中で、発行量が復元してきているということである。1 月、2 月を均せば 4,000 億円強のペースが維持されているので、基調として大きな変化が出ているということではない。ただ、そうした中で金利先高観から前倒しで資金調達する動きが引き続き見られている。それから (5) に CP と社債を合わせたストックベースの数字を、プロットしたグラフを掲げている。折れ線グラフが全体である。2 月は前年比 +4.3% である。昨年 11 月以降 +4% 台の伸びが続いているが、2 月もその状態が継続している。CP は前年比で見ると二桁台の伸びを続けているし、社債もそこそこの伸びが継続している状況である。それから (6) エクイティの方は、特段大きな動きはない。転換社債については、海外発行分を中心に依然冴えない状態が続いている。一方で株式調達の方は、2 月は 2,300 億円強で好調地合いを継続している。図表 5 をご覧頂きたい。企業部門の資金過不足である。法人季報が出たので例によってグラフと表を作成した。昨年 12 月に企業の配当、自社株買い分も含め、資金過不足を計算してみ

たが、今回もそのベースでグラフと表を作成している。折れ線グラフをご覧頂くと、ここ数四半期については、ほとんど資金余剰感が解消されている状態が続いているが、最近においても基本的にそうした状況が継続中である。表で計数を追って頂きたいのだが、一番右端が今年の第4四半期の分である。まずキャッシュ・フローをご覧頂くと、64.6兆円である。この間ずっとキャッシュ・フローが伸びるという状態は継続している。そうした中で内訳を見ると、設備投資については引き続き増加トレンドが維持されている。運転資金絡みの資金需要も、規模としては小さいのだが、引き続き増加傾向である。配当についても、ほぼ同じようなことが言える。ただ、第4四半期については、手許資金が減少している。これは基本的にはサンプル要因だろうと想像している。企業は余剰の現預金をなるべく圧縮しようとしているので、それを反映している面はあろうが、ここまで大きく減少することについては、一時的な要素が結構効いているのではないかと思っている。いずれにしても、それらの結果として、資金使途全体としては第3四半期に比べると少し減少している。キャッシュ・フローの増加と資金ニーズの若干の減少、これらが相俟って非常に小幅ではあるが資金余剰方向に振れている。ともあれ基調的には、先程申し上げたように、企業の資金余剰感は概ね解消しているとの評価で良いと思っている。図表6、マネタリーベースは、2月は+1.9%である。2月は、銀行券の伸びが+2.3%となり、この伸びを主因に前年比増加率が高まっている。銀行券については、今年の12月までに一昨年の改刷の影響が一巡したため、それ以降は+2%内外での前年比が続いている。3月の銀行券の見通しについては、去年はペイオフの全面解禁を控え、金融機関が手許現金を積み上げるといった動きが結構見られたことから、今年はその裏が出るだろうと思っている。今のところ+1%台前半の伸びに低下するのではないかとみている。(2)はマネーサプライだが、2月は+1.7%である。1月は速報段階では+1.9%だったが、下方改定されて+1.7%となったので、2月は伸び率としては横這いである。貸出の伸びは、当然マネーサプライに対してプラス寄与になっている訳だが、預金から投信等に資金シフトするという

動きがそれなりに見られているようであり、この辺りがM2+CDの伸びの足を引っ張るという感じになっている。従って、貸出の伸びと今申し上げたような資金シフトの動きが相殺し合って、伸び率としては1月と同じになった。計数のみだが、本日の私の説明は以上である。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。貸出が伸び出したのは、非常に私もエンカレッジングと思っている。その中身についてだが、ファンドとかREITを經由した不動産向けとか、あるいは貸金業向けが増えているのか。それから個人のレベルで言うと、外為の証拠金取引、あるいは株の信用取引、こういう数字は多分こちらには出てこないと思うのだが、そういうものがかなり出ているという方もいて、それをどの程度のものと考えべきか。これは先行きにも関係する話なのだが。一つ出ている数字で分かりそうなのは、広義流動性と他のマネー指標と比べて多少そういうような手掛かりというのはあるのかどうか。

山口理事（企画局長）

ご質問の趣旨は、貸出について、ファンド向けが増えている中で、そのウエイトはかなり大きくなっているのかどうか、また個人については、株式投資絡みの貸出が結構なウエイトを占めているのかどうか、といった点だと思う。まず個人に関してだが、図表2をご覧頂くと、住宅ローンのウエイトが高い。勿論一貫してドンドン伸びていくという感じではないが、増加基調を続けている。そうした中で、先程おっしゃられたような貸出も、銀行経由かどうかはともかくとしてなにがしか出ているだろうと思う。それから企業向けについては、不動産向けの貸出の中におっしゃるようなものが入っている可能性は勿論ある。資料-5（参考計表）の図表4をご覧

頂きたい。これは昨年未までの数字である。まず(2)のグラフの〈資金
使途別〉をご覧頂くと、設備資金関連の貸出にかなり動きが出ている。そ
れから業種別に見ると、不動産業を含む非製造業向けの貸出が増加方向に
あるほか、製造業向けの貸出のマイナス幅も縮まってきているという状況
である。前回、ローンサーベイの結果を申し上げたが、金融機関に対する
ヒアリング等から判断しても、企業の資金需要は、特に中小企業向けも含
めて、かつてに比べればそれなりの手ごたえが出てきている。従って、実
態的な資金需要も、そこそこに伸びつつあるというのが実情ではないかと
思っている。

福井議長

他に宜しいか。それでは、金融経済情勢に関する執行部の説明は、以上
で終わりとする。今日の議題は以上である。明日だが、午前9時から再開
したいと思う。なお、毎回申し上げているが、決定会合への信認確保の観
点から機密の管理を厳重に宜しくお願いしたいと思う。以上で閉会とする。

(15時50分中断、9日9時00分再開)

Ⅲ. 金融経済月報に関する執行部説明

福井議長

それでは、政策決定会合第二日目を開催する。今日は、金融経済情勢に
関する討議、それから当面の金融政策運営などに関する討議、その後議案
の取り纏め・採決に移りたいと思う。金融経済月報の検討あるいは議事要
旨、これは2006年の1月19、20日分、それから2月8日、9日分の承認
がある。最後に、2006年4月から9月の決定会合の開催予定日等の承認
というように議題を組ませて頂いた。少し議題が多いが、いつものとおり
効率良く議論を進めたいと思う。今日は残念ながら、福間委員が体調を崩
されたため会合をご欠席ということになっている。政策委員としては8名
の会議になるが、定足数は満たしている。政府の方から、財務省赤羽副大

臣にお越し頂いた。国会の日程を差し繰りして頂いて有り難い。内閣府から中城内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いします。いつも申し上げているが、会合の中でのご発言は、全て記録させて頂く。そのことを前提にご発言頂ければと思う。それでは金融経済情勢に関する討議に早速移りたいと思うが、議論の前提として、事前にお配りしている金融経済月報の案について、執行部から簡単に説明をお願いしたいと思う。

門間調査統計局参事役

それではいつものA3の紙であるが、右肩に差し替えと書いてあるバージョンでご説明させて頂く。冒頭の現状の総括判断であるが、「わが国の景気は、着実に回復を続けている。」ということで、前月と同文である。1月の月報で「着実に」という3文字を入れて、その後これで3か月目ということになる。各論をご覧頂いてもほとんど変更点はないが、一点だけ個人消費について、前月は「底堅く推移している。」から今月は「底堅さを増している。」と幾分表現を強めている。これはGDP統計でみて、個人消費が4四半期連続プラスで直近の第4四半期も比較的強いということ、それから年末まで弱かった乗用車販売も年明けはそれなりに改善しているということ、それから年末強かった百貨店、これは逆に1月若干反落しているが、その反落の仕方も小さなものにとどまっていた、これまで以上に底堅さが窺われるということである。それから先行きについては、ご覧のように、総括判断も「すなわち、」以下の説明文についても、読み上げないが全て前月と同文である。次に物価であるが、国内企業物価は「国際商品市況高などを背景に、上昇を続けている。」ということである。前月は、「昨年後半における円安」というのが入っていたが、直近で見ている2月の国内企業物価の3か月前比——2月の11月対比——ということでは、為替はほとんど円安になっていないし、中身的にも非鉄・金属の国際商品市況の上昇の影響が一番大きいことから、単純に国際商品市況高だけを取り上げている。それから消費者物価であるが、こちらはご案内のとおり、11月、12月は+0.1%の後、1月の前年比は+0.5%に拡大したので、「1

月はプラス幅が拡大した。」ということである。それから物価の先行きであるが、国内企業物価については変更なしで、「当面は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。」ということである。それから消費者物価の前年比の先行きであるが、前月まであった電話料金引き下げの影響はもう剥落したので、当然に削除するというので、「需給環境の緩やかな改善が続く中、若干の振れを伴いつつも、プラス基調で推移していくと予想される。」ということである。前月までは「プラス基調になっていく」と書いていたのを「プラス基調で推移していく」と微妙に変えているが、この辺りには既に足許プラス基調になりつつあるということがインプリシットに織り込まれている。それから、「若干の振れを伴いつつも、」という表現であるが、ここは4月以降プラス幅が幾分縮小する可能性も現時点では否定し切れないので、多少のヘッジを残している。経済・物価は以上である。

内田企画局企画役

続いて金融面であるが、実体的な評価に変更はない。主として数字を追ったものである。まずマネタリーベースについては、2月+1.9%であったので、「前年比 2%程度」という表現。それからマネーサプライについては、同じく+1.7%であったので、「1%台」という評価にしている。なお、為替・資本市場であるが、株価については、前回会合時 16,400 円位であったので、これは下落ということになる。それから円/ドル相場は 118 円位であったので、これ位の水準であれば横這いと言って良いかと思う。それから長期金利であるが、こちらは 1.5%の半ば位、1.55%といった水準であったので、昨日の終値位——1.61%であるが——であれば、前月と概ね同じ水準という評価になるかと思う。以上である。

福井議長

内容・表現についてはまた後から立ち戻りたいと思うが、取り敢えずただ今の執行部の説明についてご質問があればどうぞ。宜しいか。

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

それでは早速であるが、金融経済情勢の討議に移りたいと思う。まず各委員から意見表明をして頂きたいと思うが、このラウンドではお一方5分ずつ位の感じでご発言をお願いしたいと思う。今日は岩田副総裁、西村委員、中原委員、須田委員、水野委員、春委員、武藤副総裁の順でお願いしたいと思う。最初に岩田副総裁からお願いする。

岩田副総裁

それではまずアメリカの経済についてであるが、第4四半期、第1四半期の数字は、一時的な要因により——天候要因もあるが——全体の姿がやや見えにくいような数字が出ている。例えば、耐久財受注が1月に大幅に減少したり、鉱工業生産も1月に前月比で減少した一方、新規の住宅着工は急増するという姿になっている。GDPの数字も、第4四半期が1.6%増であったが、第1四半期は、恐らくマーケットの予想は、今+4%~+5%のところ動いていると理解している。全体を通してみると、一時的要因で見えにくいのが、第1四半期はやはりそうした+4%~+5%のラインで動いているのではないか。ただ、住宅投資について言うと、住宅の販売等幾つかの指標は住宅投資が減速しつつあることを示しているのではないかと思う。一つの不確実な要因は、やはり謎と言われた長期金利が、今後どのような推移を示すのかということにあるのではないかと思う。グリーンSPAN前議長のもとでは、イールド・カーブはフラット、「グリーンSPAN前議長のフラットカーブ」と呼ばれているそうであるが、バーナンキ議長に替わられてからそれにコブが出てきた。つまり6か月先までは金利引き上げがあるだろうが、その後は引き下げになるかもしれないという期待がどうも形成されつつある。引き上げ幅が大きくなればなる程その後の金利引き下げ幅が大きくなる。そういうことでコブができつつあるのではない

かと思う。こういうコブの形成は不確実性を高め、長期金利上昇要因になり得るのではないかと思う。換言すると、市場における過度の安心感が消えつつあるのではないか。ターム・プレミアムが、現在10年物とフェデラル・ファンド・レートはゼロ%なのだが、本来は50bpないし75bpあるのではないかという試算もある。この程度は長期金利が上がっていくことが考えられるのではないかと考えている。長期金利の行方がアメリカ経済にとって、あるいは世界経済にとっても一つの不確実性になっているのではないかと考えている。

次に、日本経済であるが、ファンダメンタルズの改善が続いており、実体経済の方は、私共が10月の展望レポートで考えていたよりも、むしろやや上振れ気味で推移していると言えようかと思う。今日も新聞に出ていたが、景気動向指数のコンポジット・インデックス一致指数が15年振りの高さになったという報道があったが、私は実は先行のコンポジット・インデックスがより興味深いと思っており、こちらの方は1980年に統計を作り始めてから最高の水準に達している。コンポジットの先行指数は、短観等の企業マインドと非常に関係が深い。人によっては、この先行のCIだけ見ていれば全部景気が分かるという人もいる位なのだが——そこまでは私も過大評価するつもりはないが——、ともかく、現在のところ実体経済は強い姿を示していると言って良いかと思う。ただ、何らかの問題点はないかと探してみると、私は以前から気にしているが、電子部品・デバイス、IT部門にやはり夏場頃に調整の可能性が——これは大きさがどの位になるか分からないが——、ミニ踊り場が電子部品生産にあり得るのではないかと考えている。電子部品・デバイスの出荷・在庫バランスを見ると、11月がピークでその後むしろ少し下向いている。それから、生産の増加も、1月に前月比0.4%増で、これは予測よりもかなり下回っている。細かくみると、情報通信機が、実は意図せざる在庫増のところに入っている。それからBBレシオは、組立工程を中心に上昇傾向で堅調に推移しているので、足許は良いと思う。翻って半導体サイクルの観点からこれを見てみると、世界的なサイクルは、オリンピックの年——1996年、2000年、2004

年——にピークになり、サッカーの世界カップの年——1998年、2002年、2006年——にはボトムなるという勘定になる。通常なら底の年なのだが、その底が恐らく浅いのではないかと思う。というのは、自動車・通信・家電など半導体の用途が広がっているということ、それからWindowsビスタというソフトも年後半に発売されるということで、調整は小幅になるのではないかと考えている。ただ、アメリカのコンピューター・電子機器の受注・出荷ともに第1四半期にかなり減速しているのも、これも先行きそれ程明るい材料ではないと考えている。

三番目は、消費者物価指数の動きであるが、コアの消費者物価指数は、1月に前年同月比0.5%上昇となった。私はトレンドを見るということが大事だと考える。一時的な要因でかなり振れるものなので、幾つかのトレンドを見る方法があると思っているが、先行きのトレンドを占ううえで重要なものの一つは、実力コアの消費者物価指数だと考えている。これは0.2%上昇した。また、刈り込み指数も同様に上昇している。刈り込み指数も、トレンドの先行きをみるうえでは重要ではないかと思っているが、これもプラスになった。それからまた、もう一つ私が注目しているのは、値上がりした品目がどの位あるか、そのシェアである。勿論品目別にウェイトが付いているので、加重で見たシェアということになるが、1月の数字は実はこれが60%になった。シェアの動きは、実力コアのCPIと非常に似ている。60%から70%位に増えると大体1%位いくのではないかと考えている。アメリカとかEUは、今2%を超えているが、大体90%に近いところにある。この辺がじわじわと上がってきていることは、みておく必要があるのではないか。特に賃金に感応的なサービス価格、この辺がじわじわと押し上げ要因になっていくということを期待している。1~3月期のコアの消費者物価指数はそういうこともあって、+0.5%程度というのは十分あり得る。4~6月期はマイナス要因もあるので若干弱含むと考えられる。基準改定の効果は、これまでも随分議論があったが、今利用可能な情報で判断する限り0.2~0.3%位の引き下げ要因になる可能性がある、と覚悟しておいた方が良くと思う。一つの証拠は、2004年の連鎖指

数が-0.3%で、コアの連鎖指数ではない消費者物価指数は-0.1%で、差が0.2%あるため、0.2%位はあっても別におかしくないと思っている。ということで、実力ベースで見た、トレンドで見たコアの消費者物価指数が、基準改定の時点までにどの位歩留まりを作っておけるかというところが、一番注目すべきところではないかと思う。ただ、昨日の早川調査統計局長からの話もあったように、その歩留まりがそれ程十全とは必ずしもなっていないということを十分考えながら、先行きの政策を考えていくべき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

金融経済情勢は、執行部の原案に違和感はない。そこで先程岩田副総裁からあった物価情勢に関し、もう少し詳しく説明をしたいと思う。まず、1月のCPI上昇率の特徴を述べて、その後CPI上昇率が今後マイナスに戻る可能性がどの程度あるかを評価してみたいと思う。1月のCPI除く生鮮は、0.5%上昇した。原因として、いわゆる特殊要因の影響のみ取り上げられているが、底流の変化をみる必要がある。実は岩田副総裁がおっしゃったことと全く同じことを言おうとしていたのだが、もう少し細かく品目別にみると、除く生鮮537品目中、前年同月比ベースでプラス方向に変化した品目数とマイナス方向に変化した品目数をみることが、こういう場合には非常に重要である。ここでプラス方向への変化というのは、下落幅が縮小あるいは上昇幅が拡大という意味で、マイナス方向への変化というのはその逆である。昨年10月から11月に掛けては、プラス方向への変化を見せたのが184品目に対して、逆にマイナス方向に変化したのが192品目だった。つまり10月で全体としてはゼロになったが、品目でみるとこれはまだマイナスの状況にあるという形になる。これに対して11月から12月に掛けては、プラス方向が209品目、マイナス方向が168品

目でプラス方向が優勢になっている。12月から1月ではプラス方向に変化したのが228品目、マイナス方向に変化したのが167品目でプラス方向の優位性が大きく増している。従って、品目数で考えると、岩田副総裁がおっしゃったとおり、個別品目の出入りはあるが、全体としてプラス基調が定着したと考えるのが正確だと思う。さらに、若干テクニカルだが、1月の価格変化率を見ると、価格変化率の分布の各分位点の全てで、価格上昇率がプラスの方向へ変化してきている。ということは簡単に言うと、価格上昇率分布自体がプラス方向へ平行ではないが、移動したという形になっている。つまり1月のCPI上昇率+プラス幅拡大は、少数の品目だけが上昇した結果ではなく、多くの品目が増加した結果という形になっている。さらに、物価上昇率の指標とされる、先程岩田副総裁がおっしゃった刈り込み平均だが、10%の刈り込み平均——上と下の10%を除いた刈り込み平均だが——を見ると、サービス価格の上昇率は、プラス幅の拡大が暫く前からあったが、これを維持している一方、財価格の上昇率はマイナス幅を急速に縮小し、ほぼゼロまで回復している。さらに仔細に品目別の動きを見ると、今後を示唆する三つの動きがある。第一に、ウエイトの大きい住居費である。全国では帰属家賃・木造中住宅の上昇率ははっきりしたプラス幅を示しているが、これは昨年9月以降安定している。さらに、民営家賃・木造中住宅もプラスに転じている。非木造中住宅は、帰属・民営ともに出入りが多いが、傾向としてはマイナス幅を縮めている。さらに2月の東京の速報を見ると、帰属家賃がマイナス幅を縮小しゼロになっているし、民営家賃もマイナス幅が大幅に縮小している。このように家賃全体として見るならば、プラス方向への動きというのは、かなりはっきりとした形で見られている。家賃の指数は確かにガタガタ動くが、極めてゆっくりと動くという性格があり、かつ新規家賃の動きと相関が高いので、新規家賃が最近少しずつ上昇していると考えれば、この動きが反転するとは考えにくいと思う。第二に、財・サービス価格に動意が見られる。加工食品が、上昇トレンドを見せ始めている。具体的には、冷凍コロッケなどであるが、細かいので割愛する。また、被服も上昇している。この間から問

題になっているネクタイ——GDPとの関連が非常に高いと言われている——が、確かに大きく上昇している。それから、サービス系にも動意がみられる。特にビールがかなり大きなプラス幅を維持しており——これは外食でのビールであるが——、宿泊料が久し振りにプラスになっている。これは先程の岩田副総裁のお話と関係するが、最近の労働市場に引締まり感があることを加えてみると、財・サービス価格の動意は今後も続く可能性が高いと思われる。製造業では、地方においても人手不足が明確になりつつある。設備稼働率も改善している。このため製造業の一部には、今後価格改定の動きが出てくることが予想される。既にCGPIやCSP Iにはこうした動きの一端が生じ始めているし、最終的には価格改定の動きが消費者に受容されるかどうかのポイントであるが、1月のCPIの動きは、こうした上昇を消費者が受容しつつあることを示唆していると考えることができる。第三に、品質調整の影響により今まで大きく下げていたデスクトップ、ノートブックパソコンの下げ幅が縮小していることに注意したいと思う。現在、米国、カナダ、英国のパソコンの関連指数は、ほぼ-15%~-18%で収斂している。日本も昨年初は-30%だったが、足許は-20%強と同じ方向に収斂しつつある。従って、パソコンの影響による下落幅というのは、今後それ程大きなものにはならないのではないかと思う。従って、今後は、デコボコはあるものの1月のCPI上昇率+0.5%を維持するか、あるいは若干の上昇のモメンタムを持っているのが自然だと思う。8月には、先程もお話があったがCPIの基準改定がある。その影響については、-0.15%ポイントという数字を9月に話したが、その後、時点の変化があり大体-0.19%ポイント位に拡大しているようだが、それに加えて品目変化の影響等で若干の追加のマイナスがあり、-0.3%ポイント弱というのが多分マキシマムではないかと思う。以上の点から、1月のCPIの品目別物価上昇率にある情報を精査すると、CPI上昇率にある粘着性と現在のモメンタムを考えれば、今後エネルギー価格が大きく反転しない限り、基準改定後もCPI上昇率がマイナスに転じる可能性は十分小さくなったと判断できると思う。以上である。

福井議長

中原委員からお願いします。

中原委員

幾つかのリスク要因を抱えてはいるが、前回の会合以降発表の経済諸指標から判断すると、我が国経済の回復基調は、ここへきてやや強まっているかなと思っている。輸出、生産は引き続き増勢にあるし、素材関連分野での若干の調整の動きも、これ以上特に深まる兆しはない。回復基調が明確となっているIT分野については、循環的ピークが再び迫っているという見方も出ているが、国内指標面で見ると、その兆しが明確に出ている様子はないと思う。

内需のうち消費については、自動車販売、コンビニなどでここ1、2か月やや懸念する動きが見られたが、天候要因から活況を呈した冬物衣料などの動きもあり、このところ強弱指標がやや錯綜しているという感じだと思っている。家計消費の基調的な底堅さは変わらないとしても、基本的見解で消費の判断を強めるには、もう少し今後の動きを見た方が良いのではないかという感じを受けている。ただ、好調な企業収益を背景に、この春はある程度のベアも見込まれる訳であり、賃金、雇用面から消費環境は明るさを増してきているとみて良いかと思う。設備投資については、GDPあるいは法人季報などで確認されている10～12月期までは、増加のペースをやや落としてはいるが、引き続き増加基調。減価償却との関連で見ても、設備ストックの増加ペースはまだ緩やかであり、潤沢なキャッシュ・フローと好調な企業収益が続くとすれば、設備投資の持続性にはある程度自信を持って良いのかもしれないと思っている。ただ、法人季報でみると、損益分岐点あるいは労働分配率に底打ちの気配が出ている。また、人件費や売上原価率は明らかに上昇に転じており、今後の企業収益の動向については、なお注意していく必要があると思う。

外需の環境であるが、まず米国経済、就中消費については、予想以上に

レジリエントと感じる。物価基調はなお警戒水域にあり、雇用にも翳りが見られないことから、F e dの利上げ姿勢には変化がない中、住宅販売は未だ調整が続いており、消費者コンフィデンスにも、このところの数字では若干翳りが出ていることなどを見ると、米国経済は非常に緩やかではあるが減速の方向にあるものとみている。中国は、全人代が閉幕したが、目標成長率が足許に比べかなり抑えたものになっているとの感触を受けている。中国経済が内包する矛盾・歪みが、独裁的な政治体制のもとでなかなか外部から見えにくいというところがあり、常にイベント的なリスクは意識せざるを得ないと思う。また、供給面・需要面とも引き続き世界経済にとって攪乱的な要因になり得ることには注意しておく必要があると思う。

先行きのリスク要因については、このところ不透明性を増している地政学的リスクに加えて、引き続き原油価格動向、米国経済、特に米国の長期金利にやや上昇圧力の高まりが見られるだけに、この先の不確実性が強い点、リスク要因として注意したい。また、国内面では企業収益動向に注意を払っていきたいと思っている。今後想定される現実的なリスクシナリオとしては、イベント的なリスクや地政学的リスクが顕現して、グローバルな金融市場の動揺、あるいは銀行システムの動揺を通じて、実体経済にマイナスの影響を与えるケースだろうと思う。グローバル化が進む一方で、インバランスの問題に解消の目途がたっていない中で、同期する先進各国の金融政策が流動性吸収のペースを誤ったり、不用意な市場対話の結果が大きなショックをもたらすリスクを常に孕んでいるとみていく必要があると思う。市場に関しては、量的緩和の解除についてそのタイミングはともかく、かなりの程度織り込んでいるとみている。その意味では、解除に伴う市場の影響は比較的小さいとみるが、期末接近の中で量的緩和解除を理由に、ポジションワイズな動きが高まる懸念はなおなしとしない。株価はすっかり上値が重い訳である。海外投資家はなお消去法的選択で日本株志向が残るとのレポートも見るが、全体としては日本株のウエイトが高まる中、さらなる企業増益についての期待感は後退しているように思う。金

融市場に関しては、ややボラティリティが高まっている。中期ゾーンの金利上昇のピッチが早い訳だが、レベル感としては妥当な範囲にあるということだろうと思う。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

まず、足許の景気についてであるが、昨年 10～12 月に比較的高い伸びとなった輸出と生産は、1 月も 10～12 月対比で増加しているうえ、出荷と在庫のバランスも改善している。好調な輸出の背景となる海外経済についても、原油価格の再上昇や地政学的リスクといった懸念材料はあるものの、現時点では標準シナリオに沿った景気の拡大・回復を続けており、大きな問題は発生していない。また、設備投資については、先日公表された昨年 10～12 月期の法人季報では、前年同期比では 2 期振りに伸び率が縮小し、前期比では 4 期振りのマイナスになったが、先行指標の動き等からみると、この減速の動きは一時的なもので、増加基調そのものに変化はないとみている。この間、雇用者所得については、冬季賞与を含め増加基調を維持しており、個人消費も GDP ベースで 4 四半期連続の増加となったほか、新車販売台数も越年後は持ち直しており、底堅さを増しているように考えられる。こうしたことを総合すれば、我が国の景気は、内・外需、企業・家計が良好なバランスを保ちつつ、生産・所得・支出の好循環も維持されており、着実な回復を続けていると判断できる。先行きについても、概ね同様のパスを描くと思われる。もっとも、米国経済の先行きについてはスローダウンが見込まれており、場合によっては一時的に潜在成長率を下回る可能性もある。さらに、IT 関連分野がミニ調整に陥る可能性も視野に入れておく必要がある。足許、好調を継続している電子部品・デバイスだが、先行きについてもメーカーは強気とのことである。ただ、その強気さをみていると、ワールドカップ後に 2004 年と同様の IT 関連分野の

ミニ調整が生じる可能性は否定できない。このようなことなどによる景気循環的な綾はいつの時代も起こる話であり、景気指標等の数字だけを見れば、景気後退と騒がれることもまたあるかもしれないが、こうしたことが、我が国の持続的な経済成長のモメンタムを崩すようなことにはならないと考えている。

次に、量的緩和政策の継続に掛かるコミットメントの対象となっている全国の消費者物価指数だが、先日公表された1月の生鮮食品を除く総合の前年比は+0.5%と、4か月連続でゼロ%以上となった。また、特殊要因を除いたベースでは、+0.2%とプラスに転化している。先程は岩田副総裁、西村委員から非常に細かい話があったが、私は前回と同じように、10大費目の前年比で見たい。これが2004年春頃より緩やかながらも右肩上がりになっていることは前回も触れたが、前回の11月から12月に引き続き、12月から1月に掛けても一つとして右肩下がりとなった項目はなかった。つまり、物価全体に景気の体温の上昇が着実に伝わってきていると考えられる。先行きについても、物価を下押ししていた特殊要因が剥落していく中で、引き続き需給ギャップの改善や賃金の上昇といった物価環境の改善が維持されると見込まれるため、生鮮食品を除く消費者物価指数の前年比はプラス基調を辿ると予想している。とは言え、規制緩和やグローバル化の進展、収益重視の経営スタンスのもと、過度の金融緩和状況の継続や原油価格の持続的な上昇、あるいは期待インフレ率の上昇といったものがなければ、インフレが加速していく可能性は低いと思っている。

以上のような経済・物価情勢を踏まえれば、展望レポートのシナリオ実現に確からしさが備わり、量的緩和政策の解除の条件である消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上を満たしたと判断している。なお、これはどうなるか分からないが、量的緩和政策解除が決定された場合、その後の金融政策の姿についての理解が進むまでは、市場は少々荒れる可能性があるので、内外のマーケット動向には十分注視していきたいと思っている。以上である。

福井議長

次は水野委員からお願いします。

水野委員

前回の金融政策決定会合後に公表された経済指標を見ていると、私が想定していたような民間主導型の景気回復シナリオを確認できたと思う。政策委員会全体としても、景気が着実に回復しているという金融経済月報の判断に表われているように、景気回復に自信を深めてきたのではないだろうか。足許では金融経済情勢は方向感だけではなく、水準についてもある程度の強さは確認できるようになってきたと思う。量的緩和政策のコミットメントである消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率は、特殊要因の寄与もあるが、1月分が+0.5%になった。先行きについても、景気回復を背景にしたベア上昇等の賃金上昇、賃上げ圧力が高まることによって上昇傾向にあると思う。以上のように最近の経済情勢を点検すると、デフレに後戻りするリスクはほとんどなくなったと考えて良いのではないかと思う。私は持続的な景気回復の実現には、企業部門から家計部門への波及が必要不可欠であるため、個人消費や雇用の動向にこれまで特に注目してきたが、個人消費について言えば、2003年後半以降回復の動きは次第に明確になってきたと思う。個人消費が底堅い背景としては、企業の人件費抑制姿勢が若干緩やかなものになったことから、ペントアップ需要が顕在化してきたこと、介護保険制度導入により将来不安が後退することもあること、シニア層、高齢者層を中心に消費性向が趨勢的に上昇してきたこと、堅調な住宅投資、株高による資産効果、雇用・所得環境の改善に伴う消費者マインドの改善もあること、家電販売等の耐久財消費が好調なこと、外食・旅行・介護などサービス消費が好調なことなどが指摘できる。株式を保有する家計は、株式の含み益と配当所得の増加という形で資産効果を楽しむことができるため、消費者マインドは改善傾向を続けると思う。個人消費は、二極化・多極化の様相を見せている。富裕層は海外ブランドなどの高額商品に対する購買意欲が強く、百貨店業界でも絵画、高級腕時計など高額商

品の売れ行きが良いそうである。この背景には、資産効果が寄与していると思う。雇用については、1月の有効求人倍率が1.03倍、12月の改定と同じ数字。2005年の冬季賞与は前年比+1.6%と、概ね昨年夏の+1.7%と同じ程度の増加率となった。雇用者所得は、昨年7~9月期は前年同期比+0.9%に続き、10~12月期は+1.6%と緩やかな増加傾向を続けている。団塊の世代の退職を睨んで、優秀な人材の中途採用、あるいは新卒の採用の増加、来春の賃金交渉のベア復活の可能性など、企業部門の回復が家計部門に波及してくる。設備投資については、先日公表された法人季報が季調済み前期比で-0.4%ということで4四半期振りにマイナスになった。これまでの高い伸びの反動と言える範囲内の数字で、特に大きく見方を変える必要はないが、GDP統計の昨年第4四半期は年率+5.5%という数字は、この法人季報を受け+4%位にまで下方修正される可能性はあると考えておく方が良いと思う。それから、企業部門全体が堅調であるという見方は変える必要はないと思う。現状の景気については、今まで述べたとおり概ね盤石と言える状態にあると思うが、先行きについては、一般に米国経済がリスク要因の一つとして挙げられ得ると思う。確かに米国経済のリード役である家計部門は、徐々に勢いが弱まっていくことが考えられるが、企業部門、すなわち設備投資へ徐々にシフトすることも考えられる。全体を通して、昨年とほぼ同程度の実質GDP成長率が、特に今年前半までについては予想される。米国の不均衡拡大、住宅バブル崩壊のリスク、グローバルな過剰貯蓄を米国が吸収している構図が変化するリスク、米議会での中国人民元切上げ要求など保護主義的な圧力が高まるリスクなど、米国指標に関する話題は事欠かない。しかし、今年の米国経済の潜在的な最大のリスク要因は、インフレ圧力上昇に伴う長期金利上昇であると思っている。3月に入ってから、米国債イールド・カーブはベア・スティープ化傾向となっている。FRBの金融引締め局面が予想よりも長期化すると見通しはその背景だと思うが、そのもとでさらに強まれば、イールド・カーブ全体が上昇する可能性は高いと見込まれる。最近の債券市場の動向、国内の債券市場の動向についてコメントするが、債券市場に

おける量的緩和解除の意味についてコメントすると、前回の10月の展望レポートの金融政策運営のパートでは、「量的緩和政策の効果は、次第に短期金利がゼロであることによる効果が中心になってきていることを踏まえると、政策の枠組み変更自体は、政策効果について非連続な変化を伴うものではない。」とされている。確かに、量的緩和政策の経済・物価に対する刺激効果という点ではそのとおりだと思うが、債券市場にとっては、金融政策が緩和方向から引締め方向へ変化することは、大きな転換点を意味する。量的緩和解除という金融政策の枠組み変更は、さらに大きな転換点と受止められ、債券相場に与える効果は非連続な変化を伴うものになるはずである。すなわち、30～35兆円程度という巨額な当座預金残高目標は、国債イールド・カーブの手前の部分を押し下げる文鎮の効果を発揮してきた。量的緩和解除が秒読み段階になったという見方が広がり始めた2月下旬以降、短期セクターのボラティリティが高まり、長期金利が中短期セクターから上昇し始めた。これは私が予てから主張しているように、量的緩和解除が視野に入ってからコミットメントの効果だけではなく、量の効果が債券相場の安定に寄与していくことを如実に表わしている。こうしたことから、私はポスト量的緩和政策の枠組みを議論する場合には、過去数年間に市場参加者の顔触れや資金の出し手、取り手の構造が大きく変化した短期金融市場や超低金利政策の長期化を前提にこれまで金利形成を行われていた債券市場に一定の配慮をした、マーケット・フレンドリーな当面の金融調節方針を纏める必要があると考えている。以上である。

福井議長

春委員から願います。

春委員

それでは申し上げます。前回会合以降の動きをみると、まず海外について、米国は、10～12月のGDPが設備投資や個人消費の上振れから前期比年率+1.6%に上方修正された。足許も、ISM製造業指数や個人消費支出

など、総じて底堅い指標が多く、1~3月のGDP成長率は年率4%台に加速するとの見通しが多いようである。米国経済は、原油価格や住宅市場の動向、あるいは長期金利などに引き続き注意が必要であるが、先行きも潜在成長率近傍の底堅い成長が続くと思われる。

中国についても、引き続き高水準の成長が続いているようである。3月5日からの全人代では、2006年の成長率目標が8%に決定されたが、実際は9%程度の高成長を目指すとの見方が一般的なようである。供給力過剰に起因するリスクや、都市部と農村部の所得格差などいわゆる三農問題、中国だけの問題ではないが鳥インフルエンザなどの懸念材料はあるが、中国経済は当面高水準の成長が続くと考える。

この間、原油価格は前回会合後、暖冬などによる在庫上振れで供給不安が和らぐ中で、一旦WTIで60ドルを割り込む水準にまで下落したが、ナイジェリアの武装勢力による石油施設への攻撃や、その後のサウジアラビアでのテロ、イラン情勢など、地政学的リスクが再び懸念されるようになり、足許60ドル台前半で高止まりしている。こうした状況から、昨日のOPEC総会は生産枠の現状維持を決定した。今後、北半球の需要は端境期に入るが、当面は在庫統計や地政学的リスクによって相場が動く展開が予想され、引き続き警戒感をもって見ていくことが必要と思う。

一方、国内では、10~12月の実質GDPが前期比年率+5.5%と高い伸びを示し、日本経済が輸出、内需ともにバランスのとれた着実な回復を続けていることが確認できた。10~12月の法人企業統計も、経常利益が前年比+11.1%、設備投資が同+9.5%と、GDP統計上は若干の下方修正の影響が出るようであるが、いずれも底堅い動きとなっている。1月以降の指標を見ても、IIPが6か月連続の増加となり、設備投資、雇用関連も底堅い数字となっている。上場企業の10~12月決算も商社、鉄鋼、自動車関連などを中心に好調で、これを受けて大手証券会社による3月期主要企業の決算見込みも、9月時点の予想がさらに上方修正されている。賃金交渉についても、一部にベースアップの可能性がみられるほか、昨年後半以来の株価上昇に加えて、上場企業の配当の増加も見込まれるなど、個

人の所得面の改善が明らかになっている。個人消費も、昨年来の反動もあって一部不振の指標も出ているが、底堅く推移しているようだ。

1月の景気動向指数も、一致指数が100%と6か月連続で50%を超えたほか、先行指数も85%と2か月連続で50%超となった。2月下旬の景気ウォッチャー調査も、春物衣料や高額品、行楽事業の好調から、現状判断DIは横這いを示す50を10か月連続で上回ったほか、先行き判断DIも、消費者の購買意欲が高まることへの期待等から、11か月連続で50を上回った。国内経済は、先行きも、内外需、企業・家計のバランスのとれた着実な回復を続けるものと予想される。

こうした中で物価面では、1月のコアCPIが+0.5%と明確なプラスとなり、4か月連続のゼロ%以上となったほか、特殊要因除きのコアCPIも漸く+0.2%とプラスに転じた。2月の東京のコアCPIも、+0.2%とプラス幅を拡大している。1月は、企業物価指数も+2.7%と15年振りの高い伸びとなり、その中で値上がりの遅れていた消費財が+1.5%と約9年振りの高い伸びとなった。また、マイナスが続いている企業向けサービス価格指数も、-0.1%と7年振りの水準にまでマイナス幅を縮小している。

先行き実質マイナス金利が続く中で、需給ギャップの縮小が着実に続き、所得が増加しており、企業や家計の先行き物価観も上昇を織り込んでいる。また、これまでの円安や原油、非鉄に代表される国際商品市況の高騰、さらには日経平均でボトムの2倍前後の水準まで上昇している株価や、全体として下げ止まっている土地価格など、資産価格を巡る状況が新しい局面に入っていることなどを考えると、この先デフレが悪化する可能性は小さく、若干の振れを伴いつつもプラス基調で推移していく可能性が大きいと考える。以上から、現時点で量的緩和政策解除に関する「コアCPIの前年比が安定的にゼロ%以上」との条件は整ったと考えている。

マーケットではターム物レートや金先レートが上昇しているほか、長期金利は一旦上昇した後、約4か月振りに1.6%を付けた。景気回復期待と量的緩和政策の早期解除観測を反映したものとみられている。一方、株価

は、昨年後半以降の上昇傾向に漸く一服感が出ており、15,000円台後半でのレンジ内の動きが続いている。為替は、幾分円高の後、また戻した状況となっている。マーケットでは、3月の量的緩和政策解除の可能性について、相当程度織り込んだとみて良いと思う。

景気判断については、国内経済は原油価格や海外経済などの不透明要因を抱えながらも、これまでの標準シナリオに沿って回復を続けていると考えられる。今月の基本的見解についても、執行部提案どおり先行きを含めて基本的に2月の判断を維持することで良いと思う。

一点だけ、前回は報告した電力料金であるが、東京電力など4社が、いわゆる本格改定による4月からの新料金を発表した。標準改定における引き下げ後の料金水準を前年度のもの比べると、2社はプラス、2社は若干のマイナスとなったが、他の6社が燃料費調整の結果、前年を上回る水準となるので、4月以降の電気代は前年同月比プラスとなると考える。なお、他の6社のうち、沖縄を除く5社は7月または上期中に料金改定を行うと発表しており、7月以降燃料費調整と合わせて何らかの影響が出てくるものと考えている。以上である。

福井議長

最後になったが武藤副総裁からお願いします。

武藤副総裁

今回の情勢判断のポイントは、前回会合以降明らかになった計数も踏まえて、景気の回復や物価情勢の好転がしっかりしたものかどうか、再確認することであると思う。

まず、海外経済であるが、米国は家計支出、設備投資を中心に着実な拡大を続けている。中国は、内外需とも着実に拡大しており、ユーロエリアでは景気回復に向けた動きが徐々に強まっている。先行きも世界経済は、原油高やインフレ心理の高まりといったリスク要因を抱えつつも、潜在成長率近傍の堅調な拡大を続けていくとみられる。こうしたもとで、我が国

の輸出は増加を続けていて、先行きも増加傾向が続くと見込まれる。

内需面をみると、企業部門では、内外需の増加や高水準の収益を背景に、設備投資は引き続き増加している。GDPベースの設備投資が増加を続けているほか、機械受注などの先行指標も増加基調を示している。先行きも高水準の企業収益を背景に増加していくと予想される。こうした企業部門の好調は、雇用・所得面を通じて家計部門にも着実に波及している。雇用面では有効求人倍率が2か月連続で1倍台を付けるなど、労働需給に関する指標は改善している。また、雇用者数も、フルタイム労働者を中心に安定したペースで増加を続けている。賃金面でも、所定内給与が緩やかながら増加している。こうしたもとで雇用者所得は増加を続けており、先行きも、高水準の企業収益や人手不足感の台頭を背景に、増加を続けていくとみられる。このような雇用・所得環境を背景に、個人消費は底堅さを増している。昨年後半に弱さの目立った新車登録台数は、本年入り後新車投入効果もあって持ち直している。家電販売は順調に増加しているほか、全国百貨店売上高は底堅く推移している。先行きも、雇用者所得の改善を背景に、個人消費は着実な増加を続ける可能性が高いと思う。生産面をみると、内外需が着実に増加するもとで、鉱工業生産は6か月連続で増加している。先行きも、電子部品・デバイスや一般機械などを中心に増加を続けるとみられる。

以上を総合すると、海外経済が拡大する中で、輸出は増加を続けており、国内民需も高水準の企業収益を背景に、設備投資が引き続き増加している。企業部門の好調は家計部門に波及し、個人消費は底堅さを増している。過剰債務など企業部門の構造的な調整圧力が、ほぼ払拭されていることも踏まえれば、今後も息の長い成長が続くとみられる。

次に物価動向であるが、国内企業物価は、国際商品市況高を背景に上昇しており、当面は上昇を続けるとみられる。全国コアの消費者物価は、昨年11月、12月分と2か月連続で小幅のプラスとなった後、1月分は+0.5%とかなりはっきりしたプラスとなった。プラス幅が拡大したのは特殊要因の影響もあるが、それを除いた実勢ベースでも0.2%のプラスである。

また、2月の東京消費者物価の前年比は、1月に比べて改善している。今後も需給ギャップは緩やかな改善を続け、ユニット・レーバー・コストからの下押し圧力が減じていくもとの、一時的な振れはあるにせよ前年比でプラス基調が定着していくと予想される。

最後に、金融情勢について簡単に申し上げる。金融資本市場であるが、株価は、高水準の企業収益や景気の着実な回復といった基本的な環境に変化はないが、利益確定の売り圧力などもあって、15,000円台後半で神経質な展開となっている。長期金利は1.6%前後で推移している。為替相場は、一旦若干円高となったが、足許では横這い圏内の水準に戻ってきている。銀行貸出は、特殊要因調整後の数字を見ると、昨年夏に前年比でプラスに転じた後、増加幅が拡大してきている。金融機関の貸出姿勢は、一段と積極化している。こうしたもとの、民間総資金調達も、前年並みの水準まで回復してきており、民間の資金需要は下げ止まってきているとみられる。金融情勢からも、景気回復の動きがよりしっかりしたものとなっていることが窺われる。以上である。

福井議長

各委員のご意見を拝聴したので、いつものように簡単に取り纏め的なことをさせて頂きたいのだが、ご発言の中で、中原委員が物価情勢についてお触れにならなかったように思う。もし可能であれば少し触れて頂きたいのだが。

中原委員

物価情勢は、後の調節方針の時に少し申し上げようかと思ったのだが、1月のCPIは予想どおりだったということで、解除に向けての一つの支援材料になったと思う。物価の基調がプラスに転じつつあるとの判断はそのとおりであるが、私の感じとしては、10月以降3か月の物価上昇幅が0.0%～+0.1%と非常に小さいということ、それから1月は確かに+0.5%と、予想どおりと言いながら明確な上昇幅の拡大を確認した訳で

あるが、先程、西村委員から詳細なご説明があつてなるほどと、説得的だと理解したが、単月の1月の数字だけで、長年続いた量的緩和の解除というものについて最終的な判断を下すべきかどうかについては、私は慎重な態度で臨むべきだと思う。それからもう一点、先行きの物価情勢については、プラス基調は方向性として間違いないところであるが、基準年次の改定、それから新年度における幾つかの品目の下げが予想される。こういったことを考えると、先程の西村委員のような分析をもう少し深めて、この政策委員会として共有したうえで解除判断をする必要があるのではないかと考える。

福井議長

以上、それぞれお聞きおよびのとおりである。先月までの経済実体、物価の基調に関する判断を基本的に維持しながら、さらに少しずつ前進しておられるというような印象を受けた。国内の景気については、引き続き内外需、それから企業・家計が比較的良好なバランスを保ちながら拡大を続けている。生産・所得・支出の循環という面からみても、引き続き好循環が働いている。そして先行きも、こうした動きが続くことが期待できるということで、言い換えれば、日本経済は持続的な成長が展望できる状況にある。我々の基本的なシナリオである10月の展望レポートの線から見ても、若干上振れながら推移しているというご判断であったかなと思う。好調な企業収益について、先行きその好調さがどの程度持続するものなのかが注目点だという中原委員からのご指摘もあった。そのとおりだと思うが、全体として経済に内在するリスクというのは国内では引き続き比較的少ない状況にある、というご判断で共通していたのかなと思う。逆に言えば、リスクは引き続き海外からという感じであった。米国については、住宅投資のスローダウンが既に少し顕現化しつつある。これまでのところ経済全体に強いマイナスインパクトを及ぼすことなく推移しているが、引き続き注意を要する項目である。また新たな要注目点としては、長期金利の動向に少し変化の兆しが出ていることがある。インフレ期待の変化、あるいは

金融政策の帰趨とも絡めながら、今後、より正確にその動きを見極めていく必要があるということだったと思う。さらに引き続き原油高とその影響が大きなリスク・ファクターであるし、鳥インフルエンザのリスク。それから中国について、予期せざる様々なイベント・リスクも含めて引き続き注意深く見ていく必要があるというようなご指摘だったと思う。物価の方であるが、消費者物価指数が特に重要であるが、我々のみていたとおり1月は除く生鮮食品のベースで、+0.5%とかなりはっきりとしたプラスになった。そして様々な分析手法を用いた実勢で見ても、基調が強くなっているということではなかったかと思う。その背景には、やはり景気が着実に回復を続ける中で、経済全体の需給ギャップが緩やかに改善を続けていることがある。それからユニット・レーバ・コストの動きをみても、生産性の上昇は続いているものの、賃金が増加に転じており、その合わせ技の結果として下押し圧力は減少している。それから、インフレ期待という意味では、企業や家計の物価見通しも上振れてきている。こういうような状況かと思う。そのうえで先行きの展望ということになるが、多くの委員が述べられたとおり、月々の計数には多少の振れが見込まれるということであろうが、今総合したような物価環境の改善ということを前提とすれば、消費者物価指数の前年比はプラス基調が定着していくというように判断できるのではないかと思う。なお、もう一つのリスク要因として、岩田副総裁からもご指摘があったが、IT関連のミニ調整が夏場位から予見できるのではないかという点があった。その点についても付け加えさせて頂きたいと思う。

水野委員

昨年10月の展望レポートとの比較でみると、我々は原油価格の上昇、それからアメリカ経済の二つを下振れリスクとして指摘したと思うが、この二つについては、どちらも思った程下振れていないという評価で良いのではないかと思う。

福井議長

ソファー、そうだろうと思う。

水野委員

ソファー・ソー・グッドということで、外部環境について言えば、今のところフェイラブルな状況になっているという評価で良いのではないかと思う。

福井議長

I T関連のミニ調整が発生し得るという観測については、調査統計局から何か補足的なコメントはあるか。

早川調査統計局長

先月も確か生産指数のご説明をする時に、予測指数を見ても、昨年後半辺りは相当電子部品・デバイスの寄与が大きくなっている。従来の経験からも、確かに業界は相変わらず強気であるが、果たしてそれが持続するかどうかは必ずしも100%信頼は置けない。正直言って、私共はなにがしかのスローダウンはやはりあると思っている。これは皆様ご記憶と思うが、ちょうど2年前、2004年の春頃に、多分当時もデジタル景気と言っていた最中に、2004年の後半にはI T調整あり得べしと申し上げたと思うが、今回も同じようなことを思っている。ただし、当時よりも私自身の懸念は小さい。と言うのは、当時は先程岩田副総裁からご紹介があったように、2004年というのは、いわゆる古典的なI Tサイクルのピークの年だった訳である。従って、これもご記憶だと思うが、例のY 2 Kの時にパソコンの大量買い替えがあって、その更新が2003年から2004年に到来していた訳である。それは当然終わるので、いわゆる下降局面に入っていくということが分かっていた。その時にデジタル家電なども作り過ぎてしまう、それに合わせて比較的深めの調整になる可能性があったらと思っていて、実際何とか切り抜けたが、ご承知のような踊り場に至ったということである。今

回も今申し上げたようなことで、日本のメーカーは強気であるが、若干作り過ぎる可能性はある。ワールドカップなどが終わった後などにはあり得ると思うが、これも今ご紹介あったように、逆に言えば、2006年というのは古典的なITサイクルのいわば谷の年になるので、これがどんどん落ちていくという年では実はない訳である。先程の2003年から2004年に掛けて行われたいわゆるパソコンの買い替えは、来年位には出てくると普通には考えられる。特に、今年Windowsの新しいOSがリリースされるため、来年位には買い替えが出てくるというのが一般的な見方であるので、両方が重なって深い調整というのではないが、足許のような勢いで、電子部品・デバイスが伸び続けるというよりは、若干のスローダウンを最初から見込んでおいた方が無難だと思う。

福井議長

その他の点に追加的にご意見の表明、あるいは討議を要するポイントがあったらどうぞ遠慮なく。宜しいか。それでは少し早めであるが一区切りということで、10時15分まで休憩とする。

(10時04分中断、10時15分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

宜しいか。それでは会議を再開する。次は当面の金融政策運営等に関して討議をして頂きたいと思うが、これまでの幾度かの政策決定会合の討議の中で、金融政策の透明性確保を巡って、議論をある程度重ねてきている。今日の各委員の意見表明の中では、その議論をさらに進めて頂ければと議長としては考えている。量的緩和政策の枠組みをいつ解除するかということは別にしても、除く生鮮食品のCPIが+0.5%となり、時間軸効果が実質的にかなり限定されたものになってきているという現状がある。そういう意味で、政策の枠組みあるいは透明性を確保するためのメッセージの

出し方等について、討議の中でご意見の表明も頂戴したいと思っている。その前提として、今回は「金融政策運営の対外説明についての論点」という、1枚の紙を差し上げている。これをご覧頂いて、執行部の方で簡単にコメントがあれば言ってもらい、議論の出発点にしたいと思う。資料-7である。それではコメントをお願いします。

山口理事（企画局長）

最初に書いてあるように、「金融政策運営の対外的説明について、改善すべき点はあるか。」とあるが、言い方を変えると、透明性をしっかり確保していくという点で、工夫の余地があるかどうか、という問題意識である。ポイントは大きく言って三つだと思っている。すなわち、「物価の安定」に関連する部分。それから「経済・物価情勢の点検」に関連する部分。そしてまた、それらを踏まえて「当面の金融政策運営の考え方」に関連する部分。この三つについて極く簡単にご説明したい。

まず、「物価の安定」についてだが、ご承知のとおり 2000 年 10 月に我々は「物価の安定についての考え方」を公表している。そこでは「物価の安定」について、「家計や企業等のさまざまな経済主体が、物価の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況」と、このようにした訳だが、改めてこうした「物価の安定についての考え方」についてどうみるかというのが一点である。次の点は、物価情勢を点検していく際に、どのような物価指標を見ていくのが良いのか、どのような物価指標が基本となるのか、といった点である。さらに、物価指数のバイアス、あるいは金融政策運営上考慮すべきのりしろ、これらについてどのように考えておくかということもある。それから、日本の場合には海外主要国などと比べても、物価上昇率が過去数十年遡っても低いという事実があるし、ここ 10 年については、かなり低い物価上昇率を経験してきたということもあり、そうした中で家計とか企業が、物価が安定していると考えられる状態、これについてどうみておくべきかという点もある。それから「物価の安定」の関係では、今申し上げたようなことを

踏まえたうえで、金融政策運営に当たって念頭に置くべき「物価の安定」についてどう考えるか、こういった論点もあろうということである。纏めて言うと、「物価の安定」について、この段階でなにがしか明確化する必要があるのかないのか、この辺りのところが論点ではないかということである。

二つ目は「経済・物価情勢の点検」に関してだが、経済情勢等の現状あるいは見通し、さらには政策運営上重視すべきリスク要因について、どのように点検していくかということである。基本的には、従来からこうした目を持って点検作業をしてきた訳だが、改めてこうしたことについて、より明確な視点を持って点検していく、そういった作業を行う必要があるかどうか。仮に行う必要があるとすれば、それを対外的にも説明していく必要があるかどうか。こういった観点である。

三つ目は「当面の金融政策運営の考え方」だが、以上の点を踏まえたうえで、「当面の金融政策運営の考え方」を整理していく。これは当たり前のことだが、それを例えば定期的に公表するといったことを含めてどう考えていくか。こういった問題意識である。私の方からは以上である。

福井議長

ご意見の表明の前に、今の執行部の説明に何かご質問があればどうぞ。宜しいか。それでは各委員からご意見の表明を頂戴したいと思う。頂戴するご意見の中身としては、一つは次回決定会合までの金融政策の運営方針である。もう一つは、今執行部からも説明があったが、金融政策運営の対外説明についてである。できるだけこれらの論点をカバーしてご意見を表明して頂ければと思う。少しカバーする範囲が広いので、いつもであれば5分なのだが、お一方7分ずつ位ということで、できれば7分以内にきちんと納めて頂きたい。宜しくお願ひしたいと思う。あとの議論の仕方については、また表明されたご意見の中身に依じて適宜工夫をさせて頂きたいと思う。岩田副総裁、西村委員、中原委員、須田委員、水野委員、春委員、武藤副総裁の順でお願ひしたいと思う。最初に岩田副総裁からお願ひする。

岩田副総裁

それではまず、金融政策運営方針について申し上げたいと思う。量的緩和政策の解除ということについては、基本的には3条件が満たされているかどうかということだと思うが、その中でも私が重視しているのは、コアの消費者物価指数の上昇率が安定的にプラスになるということだと理解している。そうした条件は、勿論リスクは孕みながらも、現在満たされているのではないかと、というふうに考えている。経済情勢も、いわば今は非常に良い状況にあるということも併せて考えてみると、先行きについても、恐らくリスクを孕みながらも何とかプラスが続くのではないかと考えている。そういうことで、解除することにしてはどうかという訳である。このタイミングについては、早過ぎるのではないかとという批判があり得る。解除はあと1、2か月、データをよく見てからという選択もあり得ると思うが、いずれにしても時間の問題ではないかと思う。それから、現在資産価格はバブルだとは思っていないが、先行きそうしたリスクもあるということも考えて、政策の自由度はなるべく確保しておいた方がよいのではないかと考えている。現在の日本経済において最も重要なことは、解除のタイミングの問題ではなくて、量的緩和解除後の新たな政策の枠組みで、どういうメッセージをマーケットに送るかということだと考えている。その場合、量的削減、その後にゼロ金利を経て金利を中立水準に引き上げていくというプロセスが当然ある訳であるが、現状物価の上昇テンポというのは、極めて緩やかである。プラスであるとしても非常に緩やかである。これは一つには、労働生産性の伸びが1998年から2002年の平均をとると1.2%だったが、現在2004年、2005年を見ると2%位に上がっている。勿論賃金が次第に2%のところにキャッチアップしていくプロセスで、下押し圧力が弱くなる訳であるが、今のところ賃金はそれ程強い姿になっていないということを考えると、上昇のテンポは緩やかである。先程述べたように、物価指数の改定等、物価上昇率がマイナスになるリスクというのは残っている。特に、改定に加えてエネルギー価格の反転というようなこと、

あるいは円高というようなリスクが残っているということは十分考えなければならぬ。リスク・マネージメント・ポリシーの考え方としては、確率は低いかもしれないけれども、金融政策運営にとって一番ダメージが大きいことはなるべく回避するということを十分考えて、このプロセスを経過していくことが重要ではないか。また、マーケットに無用の負担を与えるということがないようにすることが必要ではないか。仮に3月に解除が決定された場合には、マーケットが予想外に早い解除だというように受取り、今後の利上げのピッチも早いのではないかという憶測や印象をあまり強く与えないことが大事だと思う。現在マーケットでは、フォワード・レートだけでなく、長期金利も実は3、6年物を見ると、25bpの利上げを十分読み込んでいるという状況にある。これがまたさらに加速するというようなことがないように、つまり今はブル・フラット化している訳であるが、ベア・スティープ化していくということが直ぐに起こらないように細心の注意を払う必要があるのではないかと考えている。この市場の調節過程において、量を減らす時に長期国債の買切りオペをどうするのかという質問をよく受ける。これは、短期のオペで十分対応が可能な話なので、国債の買切りオペは当面従来と変更はないということもはっきり言った方がよい。さらに、ロンバート貸付についても、2003年3月25日に特例措置があったが、これを維持することが望ましいのではないかと思う。以上が政策運営についての意見である。

もう一つは、対外説明に関わる点である。これは目安を巡る議論ということになる。まず物価安定の考え方についてどうかということであるが、振り返ってみると、日本銀行としては、2000年10月に物価安定の整理をして、良いデフレもあるし悪いデフレもあるけれども、恐らく望ましいのはプラスではなかろうかというような文章が出されたことがある。それから私自身振り返ってみると、日本銀行に参る前に国会で所信表明を求められ、現在の量的緩和政策というのは広い意味ではターゲティングであると述べた。なぜなら0%以上になるまで頑張ると言っており、これはある意味数値が入ったコミットメントをしているということである。通常のター

ゲティングと違うのは、上限の数字がないことである。私は+2%位というのも明示したらどうかとその時に申し上げた。さらに、2003年の夏に新聞のインタビューを受けた。その際、物価指数の歪みは、過去白塚氏が0.9%という数字を弾いたことがある。恐らく現在の段階では0.9%の半分以下になっていると思うが、歪みがゼロになったとは考えていない。それからさらに、簡単にデフレにはもう一回戻らないという、いわばのりしろといわれているものを考慮すると、私は望ましい物価上昇率は数値で言えば+1%~+2%ではないかとインタビューで答えたことがある。この考えについては今も全く変わらない。中長期的な観点からみて、物価の安定をどう考えるかと言われれば、私は+1%~+2%ではなかろうかと思う。物価指数としては、色々な選択が勿論あるが、これまで使ってきたコアの消費者物価指数で良いのではないかと思う。さらにその後、2003年10月にコミットメントを三つの条件に整理したが、私からみると、第二条件というのが偉大な進歩である。二つの意味で偉大な進歩があって、一つはゼロを上回るという条件が付いていること。つまり0%そのものが安定ではないという認識が、インプリシットに出されている。それから、フォワード・ルッキングな予測に基づいて政策を運営するという考え方が入ってきたということである。日本の現実から出発した透明性の向上は、2003年に私が就任した時に一つの大きい課題だった訳だが、透明性の向上と予測可能性の向上によって期待を安定化させる。あるいは現在のコミットメントが、実は物価安定のアンカーになっていると私は考えている。物価の非決定性、つまりゼロ金利という、物価水準が上手く決まらないという特異な状態のもとで、このコミットメントが非常に有効だったというふうに思っている。これは引き続き有効な機能であって、活かしていくべきではないかと思う。新しい枠組みの中でも、これまでの成果をさらに進化・発展させていくことがとても大事だと思う。これから少し先を考えて、中立的な金利水準へ金利を引き上げていくことを考えた場合も、中立金利をどう定義するかという時に、どうしても物価の安定がどの位なのかを、どうしても考えざるを得なくなるのではないかと思っている。私の+1%~

+2%というのは、他の国並ではないかと言われる恐れがあるので、一言付け加えると、アメリカは現在コアの個人消費デフレーターで+1%~+2%だと言われている。かつて、グリーンズパン前議長は消費者物価で+2%ではないかということをして1996年7月の会合で議論の纏めとして述べたことがある。イエレン氏はバーナンキ議長と同様で、コアの個人消費デフレーターで+1%~+2%ということをして研究所のセミナーにお出でになった時もおっしゃっていた。ということで、個人消費デフレーターでは、アメリカは+1%~+2%であるが、コアの消費者物価指数では、+1.5%~+2.5%であると言われている。ECBの方は、消費者物価の総合指数で+1%~+2%だが、+2%に近いと言っているので、私の述べているコアの消費者物価の+1%~+2%というのは、それらの国よりもやや低いと考えている。日本の場合は、デフレから抜けつつある状況であるので、上限下限のどちらが重要かということ、恐らく下限の方がより重要である。ステップ・バイ・ステップで、少しずつ上がっていくことによって、安定的な政策運営ができる。つまりターゲティングというのは少し無理に引き上げるというニュアンスがあるとすれば、私はアンカーという言葉の方が良いと思っており、ターゲティングというよりはアンカーリングと呼んだ方が良いのではないかと考えている。もう一つは、物価の数値について、透明性と柔軟性を両方満足させる何らかの目安が必要だと考えている。そしてイギリスが行っているのがターゲティングである。やはり財政政策が明示的にサポートするとか、あるいは政府が決めるとか、法制度、仕組みが全く異なっているものを日本にそのまま持ってくることは困難である。それからEUの物価安定の数値定義も通貨統合を行って、加盟国間で共通の尺度をどうしても持たなくてはならないという必要性から生み出されてきたものだと思う。であるから、制度や法律、歴史が異なる日本にそのまま直輸入はできないと思う。そして柔軟性を重視するという観点からは、達成期限を明示しないということが望ましいと思う。バーナンキ議長が今おっしゃっているのもインフレーション・オブジェクティブで、これも達成期限を明示しない。人によってはインフレーション・ターゲティング・

ライトとかダイエツト・インフレーション・ターゲットとか言っているが、名称は全く最初から拘っていない。重要なことは、日本における過去の経緯、現実から出発して、政策委員の間で、物価安定についての理解を共有して金融政策運営を行っていくことがとても重要な点であり、かつそれを市場にも伝えることが金融政策運営の透明性、予測可能性を高めることになるのではないかと思う。よくここで、アメリカの場合は文章だけで行っていると言われる。しかし現実には1996年7月にグリーンSPAN前議長自身が議事録——これは2001年以降公表されているが——で+2%が良いと思っている、物価安定と考えているとおっしゃっている。このことは、マーケットの人は全て知っていて、そのうえで文章でおっしゃっている。だから、日本の場合は、これも直輸入できないと思っている。さらに、共有した物価安定についての理解に基づいて、経済・物価情勢の判断や予測を点検していくこと、また、先行きのリスクがどこにあるかを点検していくことも重要であると思う。もう一言、透明性と柔軟性の面で、どうして共有された理解が大事かと言うと、政策運営のある種のガイドラインの提示によって、日本型のある種の制約された裁量政策を実施できるということが一つ。もう一つはマーケットとのコミュニケーション上、極めて重要だということ。この二つのことを踏まえると、物価安定の理解を共有することで、中長期的なインフレ期待を安定化することがより容易になるのではないかと思う。この結果、短期のショックが起こっても、むしろこれは柔軟に対応できる。こういう中長期的なアンカーがないと、政策自身が、その時その時で振れ過ぎてしまう。ということで、私はむしろマーケットに目安を示すことが、透明性と柔軟性の達成を、同時に容易にするものだと考えている。以上である。

福井議長

西村委員から願います。

西村委員

金融経済情勢の討議の際に明確にしたように、1月のCPIの品目別物価上昇率にある情報を精査すると、今後全く想定外の突発的な状況が起きない限り、基準改定後もCPI除く生鮮上昇率は安定的にゼロ%となると考えられる。この傾向は12月から1月とさらにはっきりしているので、これ以上新しい情報でさらに付け加えることは考えにくいと思う。景気動向からみても、こういった動きが反転することは考えにくい。しかも10月にCPI上昇率がゼロ%以上になってから既に2四半期近くとなっている。従って、3条件が達成されたはこの段階で考えるのが自然だと思う。従って、次回までの金融政策運営方針は、金融市場調節の操作目標を、当座預金残高から無担保コールレート・オーバーナイト物に変更し、概ねゼロで推移するように促すということが望ましいと考える。その際、当座預金残高を減らすことになる訳だが、短期資金オペレーションによる削減は、恐らく数か月程度の期間を目途とする形となると思うが、重要なのは、先程岩田副総裁も言われたが、短期金融市場の状況を十分見極めながら進める必要があるという点だと思う。さらに、次回までは現在年度末であることを十二分に考慮し、削減に関しては極めて慎重に行われなければならないと考える。それから、長期国債の買入れについては、先行きの日本銀行の資産・負債の状況を勘案しながら、当面はこれまでと同じ金額、同じ頻度で実施するのが望ましいと考える。同じ理由で、補完貸付についても適用金利を据え置き、利用日数についての上限を設けない、現在の臨時措置を当面継続するということが望ましいと思う。さらに、二番目の点であるが、政策変更に当たって、透明性の観点から、新たな金融政策の枠組みを導入して、目安とし、それを道標とするということについては、賛成する。政策決定の基になる政策委員会のメンバーの持つ情報を集約した形で出すということは、無用な誤解を避け、不必要なノイズをなくすという意味で非常に重要であると考えられる。ただし、政策決定の機動性を損なうものであってならないのは当然である。この観点から私の意見を述べたいと思う。

日本銀行は、物価の安定を図ることを通じて国民生活の健全な発展に資することを目的としている。この場合の物価安定とは、目先の変動を越えた長い期間に亘る物価安定である。過去においても、2000年に物価安定の考え方が纏められている。その後、色々な発展もあったので、この時点で各委員が持つ、中長期的な物価安定についてのそれぞれが持つ目安という情報を共有し、文章によって公表することは、政策の機動性を失うことなく、政策委員会の考え方を明らかにするという点で望ましいと考えている。目安については、私は根拠を明確にしたいと思う。私は、「平均的な国民が物価が安定していると長期に実感できる状態」に対応する総務省が公表している消費者物価上昇率が、長期的な物価安定の目安であると考えている。これからそれがおよそどのような上昇率になるかを説明する。一国民のレベルでは、同じ支出額で同じ満足が得られるなら物価は安定していると考えるのが自然だと思う。次に、この一国民レベルで物価が安定している状況というのを、当該国民の個人別の物価指数上昇率で表わすと、大抵現時点でおよそ+0.5%程度と考える。細かいことは必要であれば後で説明するが、これはいわゆる物価指数のバイアスと言われるものにちょうど対応する。重要な点は、これが基準時点によって異なるので、その変化には十分注意する必要がある。次に、平均的国民の個人別物価指数上昇率というものと、総務省が公表する消費者物価上昇率とは異なる。それは、総務省が公表する消費者物価上昇率は、金持ちで多くの消費をする人により多くのウエイトを与えて物価上昇率を計算していることになっているからである。つまり、平均的な国民が体感として物価安定な状態にある時、つまり平均的国民の個人別物価指数上昇率が+0.5%の時、総務省が公表する消費者物価上昇率は、最新の実証研究によれば、大体+0.8%位であろうと考えられる。そして、国民が体感する物価安定とは厳密なものではなく、幅を持ったものであろうと考えるのが正しいと思う。そうすると、大体小数点一桁四捨五入で物価安定なら良いとすると、平均的国民が体感する幅を持った物価安定というのは、総務省の公表する消費者物価上昇率で+0.8%±0.5%程度であろうと考える。従って、現時点での長期的な物

物価安定の理解は、CPIでみて+0.8%±0.5%ポイントというのが私の目安である。ただ、以上の議論は、あくまでも平均的な国民が現時点で実感として物価安定と考えている状態に基づいたものである。それは、将来デフレの状態に陥った時に、金融政策に生じ得る問題を回避するための、のりしろをも考慮に入れた安定した経済活動と整合的な中長期的物価安定の考え方ではない。しかしながら、現時点での物価変動とGDPギャップ等の大まかな関係を考慮すれば、+0.8%であればのりしろとしては十分ではないかと考える。以上で説明した私の「中長期的な物価安定」の理解は、二つの理由で固定的ではない。まず物価安定のバイアス等は固定的ではない。時期によっても変化するし、より根本的には経済活動によっても変わる。またいわゆるのりしろも経済構造が変われば当然変化する。現在1990年代後半からの危機の経済から普通の経済への緩やかな構造変化の時期にあることを考えれば、定期的な見直しというのは当然必要になると考えられる。今後の政策運営での道標となる経済・物価情勢の点検と、当面の金融政策の考え方については、簡単に原則を述べて自由討議の際に詳しく意見を述べたいと思う。道標を考える時も、透明性を確保しながら機動性を確保する、という原則が重要であると思う。政策は何かスケジュールを持って決まっていくものではなく、その時その時の金融経済情勢に応じた最適対応でなければならない。その際、透明性を確保する点から、まず金融経済情勢の蓋然性の高い方向性とその場合の政策対応のあり方を示し、かつその方向性と異なる展開を示した場合についても、あり得べき政策対応のあり方を示していくことが必要であると考え。いわゆるコンディショナリティーをきちんと確保するということである。以上である。

福井議長

中原委員から願います。

中原委員

このところの市場センチメントには、多少ぎくしゃくしたものと

感じている。一部では、解除時期について、この3月の会合にシフトしたということに対してやや当惑した感じも持っているようである。日銀は元々余裕を持って対応できると言ってきたのに、なぜそんなにここにきて急ぐのかという声があるのは事実であり、私は市場との対話が必ずしも円滑に進められてきたとは言い難いのではないかと感じている。もっとも、この間、全体として市場は安定していると言って差し支えないと思う。当面の調節方針としては、私は現状維持。解除については、説明責任を十分に全うするとの見地から、もう一呼吸おいた方が良いのではないかと考えている。私の意見としては、早くとも次回会合、できれば4月展望レポート時に解除すべきではないかと考えている。私自身、全体的な経済情勢判断については、今月の基本的見解に大きな違和感はない。しかしながら、もう一呼吸置いた方が良いという理由は、主として次のようなものである。第一は、3条件のうち、足許のCPIが安定的にプラスであるかどうかについて、12月までのプラスは先程申し上げたとおり極めて小さいものであった。それから、先程西村委員の詳細な説明でかなり説得的なものを頂いた訳であるが、1月の単月の数字をもってプラス基調が安定的に定着したと判断するのはやや躊躇を感じており、もう1、2回傍証を固めておく方が良いのではないかと考える。第二は、先行きの消費者物価動向について、基調としてプラスが定着する方向にあることは事実であるが、果たして先行きのCPIが本当にマイナスにならないのかどうかについては十分な検証を行い、説明責任を果たす必要があると思うが、現実の状況としては、この説明が必ずしも十分に行われていない、あるいは市場との対話が進められていないという感じがする。第三に、3番目の条件であるデフレに戻らないだけの十分なりしろが先行き確保されたかどうか、この判断を政策委員会として責任を持って行い、説明責任を果たしていくためには、先行きのリスク要因の分析も含め、展望レポートに準じた慎重な作業が必要である。4月展望レポートを待つのがベターではないかと私は考える。四番目は、5年間の長きに亘って続けてきた量的緩和のレジーム変更に当たっては、できるだけ多くの指標を分析し、念には念を入れることが

重要ではないかと思う。この点、仮に次回会合までをみても、3月27日の法人企業景気予測調査、30日の2月鉱工業生産、31日の2月の全国消費者物価と3月の東京の消費者物価、4月3日の3月短観など、解除を判断するうえで非常にクルーシャルな材料の発表を待つ必要があるのではないかということである。なお、今月の解除はまさに短観の回答収集時期にあり、短観DIの先行き見通しに影響を与える可能性もなしとしない。最後に、今回のプロセスは余裕を持って対応できるというのがこれまでの我々の判断であり、ここで解除判断に一呼吸置くことのコストはほとんどないと思う。一方で、3月に解除を急ぐメリットはなく、むしろ期末という市場にとっては一つの節目の時期に、敢えて解除を行うことのリスクは残る訳である。市場は量的緩和解除をかなり織り込んでおり、場合によっては不透明要因一掃から解除が好結果となる可能性も否定できない。現実には先程の株価をみていると、大分安心感が出てきたが、やはりリスク・マネージメント的な金融政策運営の観点からみると、メリットがなく、些かでもリスクが残るとすればこのタイミングは避けるべきであろうかと思う。

以上が、量的緩和の解除を今回行うべきではないと考える理由である。なお、どうもこれは少数意見となるようであるので、解除を行う場合には、市場安定のために万全な措置、すなわち当座預金の縮小ペースとその後の金利パスについて、市場に予見性、安心感を与えるような声明文を用意すると同時に、中長期的な政策のアンカーとして、望ましい物価上昇率を示すべきであると考えている。次に、先程の金融政策運営の対外的説明の枠組みについて申し上げる。先程もご説明頂いた訳だが、私は就任以来日銀として物価の安定をその政策の目的とする以上、何が望ましい物価上昇率であるかを明らかにすべきではないか、それによって政策の透明性を向上させ、アンカーとして市場の期待を安定化させることができるのではないかと考えてきたが、改めて量的緩和に関する3条件の充足が見通せる段階となった現在、今後の市場の不安定化を防ぐ意味で、解除に合わせて望ましい物価上昇率を数値的に示していくべきであると考えている。論点ペー

パーに従って申し上げる。まず物価安定が何を意味するかであるが、論点
ペーパーに述べる定義については、そのとおりであろうと思う。やや蛇足
であるが、ビジネスの現場感覚的に敢えて申し上げれば、このような状態
というのは現実にはあり得ない。逆説的ではあるが、現実にはダイナミック
であり、むしろある程度の物価変動があることが、企業や家計の投資や消
費活動、資産選択活動を刺激して活性化していくという面は否定できない
と思う。勿論これは相対価格の問題であって、金融政策における物価安定
の考え方とは切り口が違うのだと言われればそのとおりかもしれない。し
かし、定義として、経済主体が物価の変動に煩わされることなく、とはい
うものの、そもそも経済主体が関心を持つのは相対価格ではないかという
感じも持っている。第二点は、広く物価情勢の点検における物価指標とし
て何を重要視するかであるが、なかなか一義的に決めるのは難しいと思う。
目的や分析の内容によりこれは異なると思うが、ただ、一般的に国民経済
的な立場での金融政策運営という観点からは、やはり消費者物価であろう
と思う。この場合、生鮮食品を除くとか、エネルギー関連を除くとかとい
う問題はあるが、中長期的立場で望ましい物価上昇率を示すとすれば、多
くのインフレ・ターゲット採用国やECBがそうであるように、透明性の
高さからいってもヘッドラインのCPIが適当ではないかと思う。第三点
に、CPIが持つバイアスとデフレに陥らないためにも持つべきのりしろ
については、明確な数字を示すためには当然ながら一定の割り切りが必要
であろうと思う。ただ、我が国経済について、米国などに比べて柔軟性を
欠く経済構造、さらに経済のグローバル化、エマージング諸国の市場参入
といった状況を考えると、現在は、デフレ防止が相対的に政策課題として
重要となってきた。これを考えると、のりしろについてはある程度の
ものが必要であり、望ましい物価水準についても、過去の実績に捉われる
ことなく、やや高め幅を持ったものと考えが必要があると思う。四番目
は、企業や家計が物価安定と考える状態に関しては、過去の我が国のCPI
が、欧米先進国と比べて低い水準で推移してきたことは確かである。各
種アンケート調査等で見ても、企業・家計が意識する安定物価の水準は、

欧米先進国に比べてより低いものとされているのは事実である。ただ、我が国において歴史的に低い物価水準をもたらしたものは何か。恐らく労使慣行・企業経営の姿勢なども影響していると思われるが、そのような構造が果たして今後も続くのかどうか、など今後分析すべき課題は多いように思う。戦後の高インフレの体験が影響しているということも言われるが、私は今やあまり大きな要素にはなっていないのではないかと思う。第五番目には、以上を踏まえたうえで、金融政策運営に当たって、日本銀行が念頭に置くべき物価の安定は、中長期的には、やはり+1%~+2%程度というのが妥当ではないかと考えている。ただし、量的緩和解除のプロセスにおいて考えると、現実的な立場ということで、まずは最低+0.5%~+1%の先行き物価上昇率が安定的に見込まれるかが重要ではないかと考えている。また、以上述べた日銀として望ましい物価上昇率を示した場合には、改めて物価情勢の現状と先行きの見通しについて、明示的に点検し、市場と共有し、金融政策上重視すべきその他のリスク要因も含め、市場に対し丁寧に説明していくことは重要であろうと思う。その場所としては、やはり展望レポートがふさわしいと考えている。最後に、以上の点について、全体的な合意が得られるということであれば、これを整理し、透明性向上の一つの施策として公表することが必要であろうと思う。これがまた量的緩和の解除時及びその後について、市場の動き、期待を安定させるとともに、ある種のソフトな時間軸効果をもたらすことになるものと期待している訳である。以上である。

福井議長

次は、須田委員から願います。

須田委員

まず、金融政策運営方針であるが、先程のパートで申し上げたとおりコミットメントが満たされたと考えているので、2001年3月以来、5年間に亘って続けられてきた、量的緩和政策という異例な政策から通常の金融緩

和政策に転換することが適切ではないかと思う。従って、今回の決定会合において量的緩和政策を解除し、操作目標を当座預金残高から無担保コールレート・オーバーナイト物に変更することが適切と考えている。その場合の無担保コールレート・オーバーナイト物のターゲットであるが、現在30～35兆円となっている当座預金残高がある程度のレベルに減少するまで、当該金利は多少の振れはあっても、足許とあまり変わらないゼロ金利で推移すると思われる。その後、当座預金残高がある程度のレベルに達すると、無担保コールレート・オーバーナイト物に金利が付き始められると思われる。この場合、金利機能がワークする水準、つまりコール市場でオーバーナイトの資金取引が活発化するような水準に金利を維持して頂きたいと考えている。そうした中で、早期の利上げの観測を呼ばないように調節して頂きたいと思う。私としては、以上のような金利のパスをイメージさせるディレクティブの書き振りや補足説明をお願いしたいと思う。

当座預金残高の削減ペースについては、自然体であれば2か月程度で所要準備額まで減少する計算となっているが、金融市場の状況を十分点検しながら行う必要があると思う。特に今月は期末月である。実際には、20日以降はかなりの資金余剰になるため、マクロで見れば市場にはジャブジャブの資金が存在する訳であるが、レートが荒れるようなことがあれば、当座預金残高の減少は一時棚上げしてでも金融調節を駆使して、可能な限り落ち着かせて頂ければと思う。むしろ、解除後に当座預金残高が然程減らず、フレキシブルな金融調節ができるということを市場に知らしめれば、解除に伴う流動性の枯渇という亡霊を恐れる人々に安心感を与えることができるのではないだろうか。こうしたことを考えれば、実際の当座預金残高の削減ペースは、短期金融市場の状況に依存するため、ディレクティブでは当座預金残高には言及せず、発表文で数か月程度という目途を示すことで十分と考える。あくまでも、金利を中心に据え、その変動を抑えることが主であり、当座預金残高はその結果に過ぎないことを全面的に押し出すのが得策と考える。

現在、行われている補完貸付の利用日数に関する臨時措置については、

補完貸付適用金利である公定歩合0.10%で金利に上限を付すことで、ターム・プレミアムの行き過ぎた拡大を抑制し、短期金融市場において、経済・物価に応じた金利形成が適切かつ円滑に行われることを促すため、短期金融市場が十分落ち着いたと判断できるまで、当面、継続することが適当と思われる。

長期国債の買入れについては、資金供給を円滑に供給するうえで必要と判断される場合に増額されてきたという経緯を踏まえると、量的緩和政策を解除するに当たり、減額していくことが筋と考えている。従って、解除を決定した場合にそれ以降の市場の動向を睨みつつ、先行きの日本銀行の資産・負債の状況を踏まえて、適切に見直していくことが適当と考えられる。もっとも、そのタイミングは慎重に判断すべきであり、当面は現状維持で良いのではないかと考える。

最後になったが、私は金利レジームに戻るに際し、今後の金融政策の予測可能性を高めるための何らかの工夫が必要だと考えている。しかし、どのようにすれば中央銀行の金融政策運営の考え方を予測しやすくする情報を提供できるかということについては、各国の中央銀行が最も苦労している点であり、簡単に答えは見つからない。例えばインフレ目標を発表し、機械的な運営をすれば、その限りで金融政策の透明性は高まるかもしれないが、その場合には、経済に加わる様々なショックに柔軟に対応できず、透明性が本来狙いとした金融政策の有効性を確保するという究極の目的は実現できないことになる。結局のところ、金融政策運営の考え方は総合判断にならざるを得ないということだと思う。そうだとすると、そうした総合判断のプロセスをできるだけシステマティックな形で明らかにすることが、透明性の向上に繋がると思う。まず判断の基準は、日銀法上の金融政策の理念である「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する」かどうか、つまり物価安定のもとで持続的な成長がなされているかどうか、である。総合判断のプロセスを敢えて形式化すれば、第一に、先行き1年から2年の経済・物価情勢について、最も蓋然性の高いシナリオが物価安定のもとでの持続的な成長の経路を辿っているかどうか

を点検する、第二に、バブルやデフレ・スパイラルのリスクなど、確率は小さいが、発生した場合には、経済・物価に大きな影響を及ぼす可能性があるリスク要因など、金融政策運営に当たってのリスクについて点検することだと思う。量的緩和政策の解除後も、金融政策運営の透明性を確保するという観点から、そうした思考のプロセスを二つの柱というような形で、できるだけシステマティックに示すことは一つの工夫ではないかと思う。従って、量的緩和政策の解除を決めた際には、当面の金融政策運営の考え方として、この二つの柱からの点検を行うとともに、先行きの金融政策運営について、展望レポートで示した道筋をもう少し具体的に示すことが望ましいと思っている。それに加えて、金融政策を運営するに当たり、物価の安定についてどのように考えているのか、ここで改めてボードメンバーで合意できる部分を公表していくことも望ましいと思う。その内容は、例えば、金融政策はフォワード・ルッキングであり、中長期的な物価の安定を実現するように努めていること、物価指数としては消費者物価指数が重要であること、指数のバイアスやいわゆるのりしろの考え方如何で、概念的な物価安定の定義であるゼロインフレと金融政策運営における物価安定の数値は異なり得ること、物価が安定していると家計や企業が考えるインフレ率は海外主要国に比べて低いことなどである。物価の安定に関する政策委員の理解の公表については、その位置付けについて、これは日本銀行という単一の人格を持った組織にとっての望ましい物価上昇率でも目標でも参照値でもなく、文字どおり、各政策委員の理解であることを共有できなければ数値の公表に反対である。この点については誤解が生じると、金融政策の透明性向上にも逆効果だからである。従って、政策委員全員がこの理解の性格について、きちんと説明していくことが不可欠である。また中心値の果たす役割であるが、足許の物価上昇率と中心値の相対的な位置関係から金融政策運営の方向が決まるものではないということは言うまでもないが、この点についても、各政策委員とも中心値の意味について誤解を生じさせないよう、情報発信には十分気をつける必要があると思う。こういった点について確認ができれば、物価の安定に関する各政策委員の

理解を、具体的な数値で公表することに反対はしない。確認できれば、後の討議の場で、私の物価の安定に関する理解の数値イメージについて述べたいと思う。以上である。

福井議長

水野委員から願います。

水野委員

当面の金融政策方針については、先程金融経済情勢のパートで述べたとおり、量的緩和の3条件は満たされていると思う。その中で、今回量的緩和政策の枠組みを変更すべきか否かの判断のポイントは、ポスト量的緩和の金融政策の枠組み、及び金融市場のショックを和らげる金融市場調節方針について合意ができるかだと思う。その観点からまず、金融市場調節方針に関する対外政策について触れ、次に私が考える本日決定すべき金融調節方針、すなわち解除のタイミングについて述べたいと思う。最初に、量的緩和解除が金融市場に与える影響について、以下の認識をしておく必要があると思う。5年間に亘る量的緩和政策の副作用として短期金融市場の機能が低下しているため、資金の運用、調達が円滑に行われず、資金偏在が生じる可能性がある。量的緩和政策を解除し、当座預金残高を引き下げ始める場合、オーバーナイト金利はゼロ近傍で推移すると見込まれる。しかし、第一に資金供給オペの頻度の減少、規模の縮小、資金供給オペの期間の短期化、第二に将来の政策金利引き上げに関する憶測に伴う金利先高観、第三にRTGS導入後、初めて金利先高観がある局面になるため、ターム物での資金調達に動く金融機関が増える可能性——恐らく金融機関はターム物で取って、余ったらコール市場に放出するという形になると思うからなのだが——、以上の三つの要因に加えて、テクニカルな要因からターム物金利に上昇圧力が掛かりやすい状況になると思う。中短期セクターの債券相場ボラティリティは、量的緩和解除後も暫く高止まりすることが予想される。そのため、仮に今回量的緩和の枠組み変更を決定するな

らば、金融市場調節における誘導目標を、当座預金残高から無担保コールレート（オーバーナイト物）に変更して、概ねゼロ%とすることに言及するのみではなく、同時に当預引き下げに絡めて金融市場調節に関する対外説明文を工夫した方が良いと思う。それには、まず、当座預金残高を引き下げる際、短期金融市場の状況を十分に点検しながら漸進的にゆっくりと行うということ。次に中長期国債の買い切りオペを、これまでと同じ規模と頻度で実施していくこと。そして、皆さんも言及されたが補完貸付制度の利用日数に関する上限は設定しない措置を当面継続することなどを盛り込むことが適当だと思う。短期国債買い切りオペとCP買現先については、これもマネーマーケットの方は非常に関心が高いのだが、これについては今後の金融市場調節を通じて頻度や規模は減らすものの、当面は継続するというメッセージを金融市場局の方から送って頂く手法が適当ではないかと思う。なお、金融市場調節において金利と量の両方を同時にコントロールするには相当無理なオペレーションを行う必要が出てくるし、金融市場調節の現場スタッフが、短期金融市場とスムーズな対話をしにくくなる。ポスト量的緩和の金融政策運営を考えるうえで重要なポイントは、第一に債券相場の調整が秩序だったものになるよう配慮すること、第二に透明性と機動性のバランスの取れた金融政策を行うこと、という二点である。問題は、過度な金利先高観を如何に抑えるかである。将来の金融政策の自由度を縛らずに、金利先高観を抑制することは簡単ではない。仮に、日本銀行の情報発信が必要不十分である、あるいは誤解されていると判断される場合には、総裁の記者会見等で適宜メッセージを出していくことが重要だと思う。量的緩和政策の枠組み変更は、金融政策の正常化の通過点に過ぎないと思っている。正常化のプロセスで最も重要な点は、日本銀行として2006年度、あるいは2007年度に掛けて景気回復の持続性に自信を持てるかどうかだと思う。量的緩和政策の枠組みを変更した後は、コミットメントのないゼロ金利となる。量的緩和政策の解除は4月以降と判断してきた市場参加者が少なくなかったことを考えると、今回3月解除ということに踏み切ると、強めの経済指標、株価上昇に対して、債券市場は今ま

でよりも過敏に反応する可能性がある。ターム物金利に上昇圧力が掛かり、早期利上げを催促する展開も想定される。このことはよく考えておく必要があると思う。2003年6月中旬からスタートした債券相場の調整について思い出して頂ければと思うが、2003年10月に「金融政策の透明性強化について」という公表文で量的緩和解除の3条件を明確化することで漸く落ち着きを取り戻した。ただ、そのコストとして、日本銀行の金融政策運営の機動力は大きく低下した。2004年4～6月期も長期金利が上昇したが、景気が踊り場に入ったため、金利先高観が漸く後退した。一方、足許の債券相場の調整だが、量的緩和の3条件が満たされる時期が近いとの判断、永田町が量的緩和解除を容認し始めたという空気が10～12月期のGDP公表以降出てきたという市場参加者の判断、この二つを受けたものだと思う。このため、債券相場が急落しても日本銀行が歯止めを掛ける余地がほとんどないことは、一応理解しておく必要があるのかなという感じがする。ある意味では、多少の混乱やボラティリティは承知でやるという覚悟——総裁が国会でおっしゃっている「リスクを取ってやる」ということはこういうことを指すのだと思うが——が必要であるということについては、私も同感である。次に本日決定すべきと考える金融調節方針についてコメントする。私は2月のMPM、前回の決定会合だが、その時点では恐らく3月8日・9日、4月10日・11日のどちらかでも構わないが、期末の金融市場を混乱させるリスクを考えると、先程中原委員がおっしゃったように4月の方が良いのではないかと考えていた。しかし、私がボードメンバーになってから一貫して主張してきたこと、すなわち量的緩和政策という異例と言うか、異常な金融政策の枠組みを長期間継続すると、金融機能低下という副作用が大きくなり過ぎること、金融政策には相当のラグがあるという原点に返って、もう一度頭を整理した結果、本日の金融政策決定会合で、量的緩和政策の枠組みを変更することが適当であると判断する。二番目に、3月解除をサポートする理由としては、全国消費者物価（除く生鮮食品）の前年同月比は1月の+0.5%に続き、2月も+0.5%～0.6%位が予想されるなど、安定的にゼロ%以上となり、着実な景気回復が持続する

と見込まれ、量的緩和の3条件が満たされたと判断されることがある。総裁の国会答弁等で3月解除の可能性を日本銀行サイドが織り込ませた形となったこと——これは総裁の巧みな話術によってということだと思いが——、三番目として、政府高官がいまだに金融政策への言及を止めないとの報道が続く中、3月解除を見送った場合、政治的な圧力が強い時は、日本銀行は自主的に金融政策を決定しない、できないという誤解を与えかねないこと、それから最後に、3月は、ECBに続き、FRBも追加利上げに踏み切る公算が高い中、日本銀行が量的緩和政策を解除すれば、世界的に行き過ぎた株価上昇——資産価格の上昇——を発生させないため、金融政策の正常化に向けて主要国の中央銀行は足並みを揃えているというメッセージを送れること、などが指摘できると思う。本日のボードメンバーの意見をここまで聴いていると、今回、3月に解除した方が良いという意見が多かったように思う。しかし、3月解除に慎重になっても不思議ではないということについて、敢えて幾つかコメントをしておきたいと思う。まず一点目として、なぜ期末である3月に量的緩和政策を解除する必要があるかについて市場参加者から十分な納得が得られにくいこと——これは先程中原委員がおっしゃったことである——。二番目に、解除に向けた日本銀行サイドからの情報発信に、若干唐突感があること。総裁の先程の国会答弁——2月23日、24日だと思うが——があったが、一部では日本銀行による自作自演の感があるという批判がある。また、年明け後1月、2月の金融政策決定会合の議事要旨は——無論、3月に向けてMPMで議論が盛り上がったという雰囲気、これらの議事要旨からは必ずしも伝わってこない可能性もあるが——、今日まさに決定するということがまだ公表されていない。三番目に、まだ短期金融市場と債券市場ではポスト量的緩和の金融政策の運営について、必ずしも理解が進んでいないこと。量的緩和解除後に短期金利が不安定化するリスクは排除できないということである。四番目としては、量的緩和解除を意識し始めた結果、株式相場が軟調になっている。今日は反発しているが、まだ不安定だと思う。年度末に株価が調整すると、日銀が非難されやすい。これも先程のとおりり

スクを取るのには日本銀行だと考えればそれも仕方ないと思うが、4月に先送りした場合には株価の方は少し短期的にはショート・カバーかなという感じがある。以上のポイントはあがるが、私は、3月解除を金融市場に先取りされてしまった結果、結局は量的緩和の3条件を満たしたから粛々と金融政策の枠組みを変更するという理由で割り切るしかないと考えている。しかし、今後の留意点として、3月に解除した場合、今後の日本銀行の情報発信に、市場参加者が、先程も言ったが、過剰反応するリスクが高まることは意識しておく必要があると思う。逆に言えば4月11日に見送った方が、日本銀行がそう利上げを急いでいないというメッセージを浸透させるメリットがある。本日の議論とは直接関係ないが、先日の総裁の国会答弁を見て感じたことを素直に述べたいと思うが、日本銀行は今後、政治との対話の主な場所として、半期報告における国会答弁を上手く活用していくことができなのかなと思った。半年に1回、ボードメンバー間で、全体でトーンを打ち合わせたうえで——Fedもそうやっているが——、総裁、副総裁が国会で金融政策運営の基本的見解を表明する方針を打出すことができれば、金融市場も政治家の金融政策に関するコメントに一喜一憂する度合いが減るように思う。また、国会議員の先生方にも、半期報告における国会答弁の機会に、金融政策に関する要求や疑問をできる限り集中させてもらうように、国会担当の事務方に静かに働き掛けてもらうことも検討すべきだと思う。それから、後でまた目安の問題、その他色々議論が出てくると思うので、その時に私の中長期的な物価安定の理解について、数値等で考え方を示したいと思う。以上である。

福井議長

では春委員にお願いします。

春委員

では申し上げます。先程も申し上げたが、日本経済が、10月の展望レポートの見通しを若干上回るペースで着実な回復を続ける中で、コアCPIは

先行きも若干の振れを伴いつつもプラス基調で推移していく可能性が高く、現時点で「コアCPIの前年比が安定的にゼロ%以上」との条件が整ったと思う。従って、本会合ではゼロ金利を維持しながら量的緩和政策の枠組みを変更し、金融調節の主たる操作目標を当座預金残高から短期金利に変更することが適当と考える。具体的には、次回会合までの金融調節方針は、無担保コールレートのオーバーナイト物を概ねゼロ%で推移するよう促すとするので良いと思う。

当座預金残高については、今後、所要準備の水準に向けて削減していくこととなるが、長期に亘って量的緩和政策を続けてきただけに、短期金融市場の機能低下も懸念されている。期末を控えて、市場に混乱をきたさないように、金融市場の状況に肌目細かく配慮した慎重な調節運営が必要と思う。また、解除に伴う市場への影響を最小限にとどめるため、先程来皆様のご意見もあったが、補完貸付の利用日数の臨時措置を継続するとともに、長国の買い入れについても、当面はこれまでと同じ金額、頻度で実施していくこととして、その旨を公表することが適切と考える。

以下、先程執行部からの説明にあった金融政策運営の対外説明等に関連して三点コメントをさせて頂く。第一点は、物価に関する数値の公表についてである。量的緩和政策の枠組みを変更するに当たっては、市場参加者の予測可能性を高め、市場にショックを与えることを回避するため、日本銀行の物価安定についての考え方や当面の金融政策運営の考え方について適切なメッセージを出すことが重要と考える。特に量的緩和の解除や当座預金残高の引き下げについて、市場に金融引締めと受止められたり、解除後の金利引き上げを急いでいると受止められて経済の実態と乖離した金利の乱高下を招くことのないような配慮が必要と思う。その際に重要なことは、金融政策の透明性と機動性、柔軟性を如何に両立させるかということかと思う。

この点に関して、日本銀行が望ましいと考える物価上昇率について、何らかの具体的な数値を示すかどうかについては、マスコミ等を見るとかなり理解が進んでいる面はあるが、現時点ではまだインフレ・ターゲット等

について、「足許のインフレ率を機械的に金融政策に適用する政策である」という理解も見受けられており、いわゆる数字の一人歩きのリスクは否定できないように思う。この時点で「望ましい物価上昇率」——この呼び方については工夫の余地があると思うが——を公表する場合、その上昇率を足許のインフレ率と比較して機械的に金融政策を運営していくのではなくて、金融政策は1~2年程度先のインフレ率が望ましい物価上昇率の範囲内に収まるよう、フォワード・ルッキングに運営していくものであることについて、しっかりと説明していくことによって、透明性ととともに機動性、柔軟性を確保していくことが重要と思う。

呼び方については別途考えるとして、「望ましい物価上昇率」について数値を公表しない場合であっても、米国のFRBの例のように、政策委員の間である程度のコンセンサスを得ておくことができれば、今後の情報発信のうえで有益と考える。まず物価上昇率を、どのような物価指数で考えるかという問題だが、私としては政策判断基準の継続性という観点からも、消費者物価指数を基本に、GDPデフレーターなどその他の重要な指数も視野に入れながら考えていくことが適切と思う。また、消費者物価指数の上方バイアスは、統計作成当局による指数精度向上への対応などにより縮小傾向にあって、物価情勢に然程大きな影響を与えるものではなくなっていることも重要と思う。いずれにしても、量的緩和解除後の金融政策上勘案すべき物価上昇率は足許のものではなく、少なくとも1~2年程度先を見据えた中長期のものとなるので、指数による差異とかバイアス、のりしろなどについても、そのことを前提に考えていくことになると思う。

そのうえでどの水準が望ましいと考えるかについて、海外主要国では概ね+2%とされているケースが多いようだが、日本の場合、海外主要国に比べて過去の平均的なインフレ率が低く、それに応じて国民の物価観も低くなっている可能性を考えると、私としては中長期的にみて概ね+1%を中心として、その上下1%の範囲とするのが良いと思う。

第二点は、日本銀行の判断プロセスの明確化についてである。解除後の金融政策運営は、これまでと同様総合判断の要素が重要だが、そうした総

合判断のプロセスをできるだけ明らかにすることが透明性を高めること
だと思ふ。先程須田委員もおっしゃったが、先行き1~2年程度の経済・
物価情勢について、最も可能性が高いシナリオが、日本銀行の持つ物価観
との関係がどうなのかを点検することと、バブルやデフレ・スパイラルの
リスクなど、確率は小さくても、発生した場合に景気、経済・物価に大き
な影響を与える可能性があるリスク要因について点検することだと思ふ。
そうしたプロセスを、できるだけ分かりやすい形で示すことを考えてはど
うかと思ふ。

最後の点はデフレ脱却との関係である。一部に「デフレを脱却していな
いののに量的緩和を解除することは疑問だ」という議論がある。私はコアC
P Iが安定的にプラスとなることは、デフレ脱却に向けて一つの通過点で
あって、金融政策の枠組み変更は、金融緩和政策を堅持しながら、これま
での異例な量的緩和政策からいわば正常な金利レジームに戻すものと考
えている。この変更は展望レポートで示しているように、非連続的な変化
を伴うものではなく、当面ゼロ金利を維持しながら、その後も余裕を持っ
て「極めて低い短期金利の水準を経て、次第に経済・物価情勢に見合った
金利水準に調整していく」プロセスに入っていくものであることについて、
この際、改めて理解の浸透を図っていく必要があるように思ふ。私からは
以上である。

福井議長

武藤副総裁からお願いします。

武藤副総裁

既に色々論点が出たので、かなり重なるところがあるが整理してみたい
と思ふ。まず、量的緩和政策の枠組みを変更すべきかどうかという観点か
ら意見を申し上げる。量的緩和政策は、物価の継続的な下落を防止し、持
続的な経済成長のための基盤を整備する観点から実施した異例の措置で
ある。量的緩和政策の導入後5年が経過する中で、我が国経済を巡る環境

は大きく改善した。量的緩和政策は、潤沢な流動性供給や時間軸効果を通じて、こうした経済環境の改善に貢献してきたと考える。先程も申し述べたが、現在景気は着実な回復を続けており、先行きも息の長い成長が見込まれる。消費者物価の前年比は、4か月連続でゼロ%以上となり、先行きもプラス基調が定着していくと判断している。こうした経済・物価情勢の好転を踏まえると、消費者物価の前年比が安定的にゼロ%以上となるまで量的緩和政策を継続するという約束の条件は満たされたと判断できると思う。従って、量的緩和政策の枠組みを変更して、金融市場調節の操作目標を無担保コールレート（オーバーナイト物）とする金利政策に移行すべきであると考えている。

次回金融政策決定会合までの金融調節方針としては、後で当座預金残高の削減ペースを申し上げるが、概ねゼロ%となるよう促すということが適当であると思う。実際には、当座預金残高が所要準備を上回るもとの、基本的にゼロ%近辺で推移することが多いと考えられるが、短期金融市場の機能が十分回復するまでの間は、決済の集中など何らかの理由で資金需給が逼迫する場合などに、補完貸付金利を上限として、摩擦的に金利が幾分上昇する可能性もあると考える。こうした実態を踏まえれば、概ねゼロ%という表現が良いのではないかということである。

先行きの金融政策運営についてここで述べておきたいと思うが、新しい金融政策の枠組みをどうするかということとも関係する訳だが、いわゆるゼロ金利の期間を経た後に、経済・物価情勢の変化に応じて徐々に調整を行うということになると思う。

この場合、経済がバランスの取れた持続的な成長過程を辿る中であって、物価の上昇圧力が抑制された状況が続いていくと判断されるのであれば、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持できると考えられる。

この金融市場調節について、さらに三点申し述べたいと思う。まず、量的緩和政策採用以降、金融機関は多額の当座預金残高や資金供給オペレーションを前提として資金繰りを行ってきたことから、当座預金残高の削減

については、短期金融市場の状況を十分に点検しながら行う必要がある。実際にどの程度の期間を要するかは市場の状況如何だが、基本的なシナリオとしては数か月程度が目途となると考える。補完貸付については、適用金利を据え置いたうえで、利用日数の上限についての現行の臨時措置を継続することが適当である。長期国債買入については、量的緩和導入後、銀行券発行残高を上限として当座預金の円滑な供給の観点から買入額を増額してきた訳だが、差し当たり銀行券発行残高の急速な減少によって銀行券ルールへの抵触が懸念される事態は想定しがたいと思う。従って、当面はこれまでどおりの金額、頻度で買入れを実施していくということで良いと思う。市場参加者の予測可能性に配慮して、市場における円滑な価格形成を促す観点からも、これらの点について対外的に明確に示していく必要があると考える。

次にこの枠組み変更後の政策運営について、金融政策の柔軟性を確保しつつ、その透明性をしっかりと確保するための新たな工夫が必要ではないかということで色々ご発言があったが、この点についてお話を申し上げたいと思う。

まず、既に何人かの委員がおっしゃったが、日本銀行の政策目標である物価の安定について、政策委員がどのように理解しているかを明確にすることが必要である。事務局が、論点整理のペーパーを出しているので、それに即して申し上げると、物価安定の定義については、2000年10月の『物価安定』についての考え方にあるように、「家計や企業等のさまざまな経済主体が、物価の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況」と考えられる。これを具体的な指標で見ると、家計が消費する財・サービスを対象として、国民に身近でかつ速報性も高い消費者物価指数が基本となると思う。概念上の物価の安定は、計測誤差のない物価指数でみて変化率がゼロ%の状態ということだと思うが、デフレ・スパイラルに陥るリスクを回避する観点から、CPIで見て若干のプラスであっても物価の安定と言えるのではないかと思う。具体的にどの範囲が物価安定と言えるかということになると、物

価形成メカニズムに応じて変わり得るものであるが、我が国のインフレ率が過去数十年間海外主要国よりも低かったことなどを踏まえると、現時点では海外の中央銀行が物価安定の数値目標や定義として掲げることが多い+2%よりも低めになるのではないかと思う。以上の観点から、現時点における中長期的な物価安定の具体的な数値の範囲ということを申し上げれば、ゼロ%よりは若干上回り+2%を若干下回る範囲と言えるのではないかと考える。

次に、経済・物価情勢を点検していく際の視点をはっきりと示すことが必要ではないか、というご指摘が沢山あったが、私もこの点について触れてみたいと思う。金融政策は、フォワード・ルッキングに運営しなければならない訳だが、政策の波及効果にはラグがあり、足許の情勢だけにとらわれると政策運営を説明することは難しい。結局は、経済・物価情勢を総合的に判断するということにならざるを得ない訳だが、その総合判断をよりシステマティックな形で示していく努力も重要なのではないかと思う。そこで、まず第一に、展望レポートの見通しが、物価安定のもとでの持続的成長の経路に乗っているかどうかという観点から点検することが考えられる。第二に、展望レポートの見通しは、先行き1年~2年の蓋然性が高いと判断される見通しなので、それを超える中長期的な観点や、見通しどおりにいかないリスクも考慮する必要があるだろうと思う。具体的なイメージとしては、金融環境、資産価格、人々のインフレ予想など、中長期的な経済・物価情勢に影響を与える要因やデフレ・スパイラルや高インフレ、バブルなど、発生確率は必ずしも高くないものの発生した場合には経済・物価に大きな影響を与える可能性のあるリスク、そういう要因が挙げられると思う。

以上のように、中長期的な物価安定の理解を対外的に示すとともに、この先1年~2年の経済・物価情勢の点検と、より長期的な視点を踏まえたリスク要因の点検という二つの視点から経済・物価情勢の点検を行ったうえで、当面の金融政策の考え方を整理して公表していくということが有益なのではないか。金融政策の透明性を高めて、かつ金融政策の柔軟性も確

保するという観点から有益なのではないかと考える。こうしたフレームワークを、新たな金融政策の枠組みとして纏めて公表していくことが考えられると思う。最後に、以上申し上げた枠組みが、インフレ・ターゲット、あるいは物価安定の数値的定義、あるいはインフレ参照値、いずれも論者によって中身が必ずしも同一のものではないが、それと違うのか違わないのかということがマスコミ等でも色々と言われているので、そういうものとは異なるということを明らかにする必要があるのではないかと。今我々が作ろうとしている枠組みは、我が国経済の現状を踏まえたうえで、物価安定の理解を明確にするとともに、日本銀行として独自の透明性ある新たな金融政策の枠組みを工夫するものである。従って、こういう誤解を招かないように、この枠組みのネーミングなどについても十分に配慮する必要があるのではないかと考える次第である。以上である。

福井議長

各委員から丁重にご意見の表明を頂戴した。ここで本日残念ながらご欠席の福間委員だが、この会合は欠席であるが、意見を表明したいという申し出があった。欠席委員の意見表明については、政策委員会の議事規則第4条というのがある。第4条第2項によると、「会議を欠席する委員は、議長を通じて、当該会議に付議される事項につき、書面により意見を提出することができる。」となっている。この議事規則第4条第2項に基づいて、福間委員から私に書面の提出があった（別紙）ので、それをそのまま読ませて頂きたいと思う。「3月8日、9日開催の政策委員会・金融政策決定会合を欠席するに当たり、下記のとおり、意見を表明したいと思います。記。1. 量的緩和政策の枠組みを変更し、金融市場調節の操作目標を翌日物金利とすべきである。2. その際、誘導目標は、ゼロ%とすべきである。3. 当座預金残高は、金融市場の状況を点検しながら漸進的・段階的に削減すべきである。4. 長期国債買入については、この段階で減額すべきでない。5. 量的緩和政策の枠組み変更後の金融政策運営に際しては、物価の安定、情勢判断、金融政策運営方針について、透明性を一段と高めつつも、柔軟

性を確保していくことが重要である。以上。」という意見表明があったのでお伝えする。さて、討議に入る前に私からも若干コメントをさせて頂きたいと思う。まず金融市場の調節方針だが、多数の委員のご意見と同じ意見を私も持っているということである。先般議論した経済・物価情勢判断を前提とすると、2001年3月の量的緩和政策導入時に示されたいわゆる約束の条件が達成されたと判断できると思う。従って、量的緩和政策の枠組みを変更し、金利を操作目標とする政策に移行することが適切だと私も判断する。そのうえで、次回決定会合までの金融市場調節方針については、無担保コールレート（オーバーナイト物）を概ねゼロ%で推移するよう促す。そうすることが適当ではないかと考える。次に、金融市場調節面の措置だが、こういうように金融政策の枠組みを変更する場合には、量的緩和政策のもとで、かなり長い間、金融機関が多額の当座預金残高やオペレーションを前提とした資金繰りを行ってきており、それに慣れてきたことを踏まえると、当座預金残高を所要準備に向けて削減していくプロセスでは、金融市場調節面から慎重な配慮が必要だと思う。当座預金残高の削減テンポ、あるいは各委員からご指摘のあった長期国債買入オペの運営、それから補完貸付制度の運営のあり方というような点について、きちんと詰める必要があると思う。それから金融政策運営の対外説明だが、仮に量的緩和政策を今日変更するということになれば、その後の政策運営を展望した場合、引き続き金融政策の透明性を確保するために、政策運営の対外説明を適切に行っていく、その際の何らかの新しい枠組みというものが、きちんと合意を得て打出されていくことが必要ではないかと思う。その中身は、皆様方のご議論の中にも既に十分出ていたとおりに三つ程ある。一つは物価安定について、政策委員各メンバーがどのように認識しながら政策運営を行っていくのか、という点をよりクリアにするということ。二番目は、経済・物価情勢を点検しながら金融政策を行っていく訳だが、その点検の視点をこの段階で明確に定めておく必要があるということ。三つ目には、金利レジームに移った後の当面の金融政策運営の考え方を整理していく。これは10月の展望レポートで一応概念整理をした訳だが、量的

緩和政策の枠組みを解除した後の段階では、概念整理ではなく実際のメッセージとして出していく必要がある。

このうち、第一の物価の安定については、予てから記者会見等で申し上げているが、様々な経済主体が、物価水準の変動に惑わされずに経済活動を行える状況というように考えている。これは全ての経済主体が意識する物価の安定ということなので、物価情勢をみていく場合の最有力の指標というのは、やはり消費者物価指数、これを基本に見ていくべきではないかと思う。勿論、バイアスやのりしろといったところを概念的にどう整理するかという点は十分検討しなければならない訳だが、重要な点は、我が国の場合、経済主体が物価は安定していると考える物価上昇率は、海外主要国よりも低めである可能性が高いと考えられることである。従って、それと私共の認識とに大きなギャップがないところをシェアする、すなわち、物価安定についての認識を、ボードメンバーの間だけではなくて、世間一般の認識とも整合性を保つ形で持ち、政策運営の前提としていくことが大切ではないかと思う。勿論、経済構造変化のさらなる進展が想定される中で、人々が認識する物価の安定やボードメンバー自身が認識する物価の安定は、今後の時の経過とともにある程度変わり得るものと考えられる。そういう意味では、一度認識をシェアしたから固定化させるということではなくて、一定のインターバルで見直していくという謙虚さが必要だと思う。政策運営については、皆様方のご意見に多少ニュアンスの差があるとは思いますが、共通の認識を纏めれば、今後とも日本銀行の金融政策運営は、いわゆるルール・ベースのものではなくて、フォワード・ルッキングかつ総合判断をベースとするものであり、それが透明性と柔軟性を両立させるという重要な視点を繋がっていく、そういうことになるのではないかと思う。従って、物価の安定についての認識について、仮に何らかの数字的なイメージを対外的に出していくということであれば、いわゆるルール・ベースの金融政策運営の道具立てであるインフレーション・ターゲティングとは違うということを明確にしていかなければならない。また、それと類似のものと理解されがちな、いわゆるインフレ参照値というものと

も違うという点も十分説明していく必要があると思う。そしてフォワード・ルッキング、総合判断ということを経済情勢を点検していく尺度を持たなければならないということだと思う。委員の皆様方からも既に出して頂いている判断の柱。二つ位あったように思う。一つは、先行き1~2年という、ややロングランの経済・物価情勢の見通しを示し、それが物価安定のもとでの持続的な成長パスに沿っているかどうかをきちんと判断していく。もう一つは、金融政策運営に当たって重視すべきリスクというものを、十分点検していくということであったように思う。それから、もし今日量的緩和政策の枠組みを解除するならば、今後の政策運営について、きちんとしたメッセージを出していく必要がある。過去に概念整理をしたものを、実際のメッセージに切り替える作業が必要だということである。私の意見も入れながら、一応これまでの議論をサーベイさせて頂いたが、いずれも非常に重要な点である。改めて区切りを設けながら、さらに深い議論をさせて頂きたいと思う。議論の整理上、四点に分けたいと思う。第一点は、金融市場調節方針の変更について。いわゆる量的緩和政策の枠組みを今回修正する、すなわち解除するかどうか。二番目は、金融市場調節面の措置について。これは量的緩和政策の枠組みを修正する場合の、金融市場調節面の具体的な対応の仕方である。三つ目は、金融政策運営の対外説明について。物価の安定をどう考えるか、ということを中心に、さらに今後の経済・物価情勢を点検する場合の尺度といったものもきちんと整理したいということである。最後に当面の金融政策運営の考え方。その四つの順番で議論をさせて頂ければと思う。

早速だが、まず第一点目。既に多少取り纏めをさせて頂いたが、金融市場調節方針の変更如何ということである。委員のご意見を伺うと、若干意見は分かれているようだが、大多数の委員の考え方は、金融市場調節の操作目標を、日銀当座預金残高から無担保コールレート(オーバーナイト物)に変更し、そのうえで、次回会合までの金融市場調節方針については無担保コールレート(オーバーナイト物)を概ねゼロ%で推移するよう促す、

こういうものであったと整理できるように思う。中原委員は、今回は量的緩和政策の枠組みを維持、こういうご意見であったと思うが、宜しいか。それでは、この第一のポイントについてはそういうふうに整理をさせて頂いた。次に、二番目のポイントだが、今整理したような多数意見を前提に、当座預金残高の削減に当たっての金融市場調節面の措置、特に当座預金残高の削減テンポ、長期国債の買入れ、それから補完貸付の臨時措置の取扱い等についてご議論頂きたい。既に、各委員からある程度意見が出されているが、先程も申し上げたように、長期間に亘る量的緩和政策のもとで、多額の当座預金残高の存在、それから極めて頻繁な資金供給オペレーション、それを前提とした資金繰りに市場は相当慣れてきている。これを踏まえると、当面、何らかの金融市場調節面の工夫が必要だというお考えは共通していたように思う。具体的には、当座預金残高の削減については、数か月程度の期間を目途として、短期金融市場の状況を十分に点検しながら進める。それから、当座預金残高を減らす具体的な方法としては、短期のオペで対応し、長期国債の買入れについては、先行きの本行の資産・負債の状況などを踏まえつつ、当面はこれまでと同じ金額、頻度で実施していく。それから、補完貸付については、現行の適用金利——年 0.1%だが——を据え置いたうえで、当面臨時措置を継続する。つまり、利用制限を設けない。先方のオプションで使って頂く。このように皆様のご意見を纏めさせて頂いた訳だが、この点についても、改めてこういう整理で宜しいかどうかお伺いしたいと思う。もし宜しければ後々の議事の進め方があるので、これまでの点に関して議案ないし対外公表文について、執行部の方で少し準備を進めて頂ければと思う。続いて、第三番目の視点である、金融政策運営の対外説明について。ここでは、物価安定に関してどう考えるかという部分と、ルール・ベースの金融政策運営は行わないとした場合に、経済・物価情勢の点検をどういう尺度で行っていくか、こういうようなことである。まず物価の安定だが、これに関してはまだ皆さん方の意見が十分収斂されていないという印象を持ちながらお伺いしていたが、基本的な考え方をもう一度整理し直したいと思う。2000年の10月に、日本銀行は

文章で物価安定に関して考え方を整理し、公表している。今後の金融政策運営に当たって、現時点で基本的な考え方をもう一回整理してみたい。そして可能であれば、その現時点で整理した考え方のうえに立って、各政策委員が中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率、中長期的な物価安定の理解、アンダースタANDING、これを対外的に示していくことが適当かどうかということである。もう一つは、ルール・ベースの金融政策を行うのではなく「理解」を念頭に置いて金融政策を行っていくとした場合、それでは金融政策の運営方針を決める際、情勢点検をどういう柱、基準、ないし尺度で行っていくのかという点についてである。何人かの委員がおっしゃった点を、二つの柱ということで纏めさせて頂くと、第一の柱は先行き1年ないし2年の経済・物価情勢について、最も蓋然性が高いと判断される見通しが、物価安定のもとでの持続的な成長の経路を辿っているかどうかという観点から点検することである。第二の柱は、展望レポートの見通しは先行き1~2年の蓋然性の高い見通しであるので、それを超えて長期的に経済・物価情勢に影響を与える要因、見通しどおりとならないリスクなど、金融政策運営に当たって重視すべき様々なリスクを点検していくということである。そしてさらに付け加えれば、二つの柱に基づく点検を踏まえたうえで、当面の金融政策運営の考え方を整理し、基本的には展望レポートで毎回定期的に公表していく。これらは、量的緩和政策解除後の新たな金融政策運営の枠組みとして一括して取り纏め、対外的に説明していくということではないかと思う。なお、物価安定についての考え方だが、さらにこの場で重ねて議論して頂きたい。先程も少し申し上げたが、基本は2000年10月に纏めた考え方、「家計や企業等のさまざまな経済主体が、物価水準の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況」と同じである。そのうえで物価情勢を点検していく際の指標としては、国民に身近で分かりやすく、速報性等の点から利用しやすいということから消費者物価指数が重要だということかと思う。三つ目には、物価安定を概念的に考えれば計測誤差のない物価指数で見て変化率がゼロ%の状態である。無論これは

理念型な訳だが、現状、CPIのバイアスは大きくないと見ることができ
る。しかしながら一方で、デフレのリスクがある場合には、それを考慮す
る程度に応じて若干の物価上昇率を許容する、いわゆるのりしろというこ
とを認識したとしても、これは金融政策運営において物価の安定と理解す
る範囲内にあると考えられるということがある。それからもう一つは、国
民の物価観といったことだが、我が国において、家計や企業が、実際に物
価が安定していると考える、あるいは認識する状態というものを考えると、
過去数十年の我が国の平均的な物価上昇率が非常に低いということ、特に
1990年代以降、長期間に亘って低い物価上昇率を経験してきたことから、
国民の物価観はかなり低いイメージとなっている可能性がある。この点を
勘案する必要があるのではないかということである。そうした点を踏まえ
ると、金融政策運営に当たって、我々一人一人の委員が念頭に置くべき物
価の安定のイメージは、少なくとも海外主要国よりも幾らか低めと見てお
くことが適当ではないかと考えられる。そういった整理で良いかというこ
とであるが、もし良ければ、中長期的な物価安定の理解について、各委員
がこれを数値で表わすとどういふものであるかについても、この場でさら
に議論をして頂きたい。でき得れば消費者物価指数の前年比でこれを表現
して、どの程度であれば各委員の理解の範囲と大きくは異なるものにな
るのか。また、さらに言えばその中心値は大勢として概ねどれ位の分散
か、こういったことについて議論をして頂きたい。まず整理の仕方につい
てご異議がなければ、数値についても少し踏み込んで議論して頂ければと
思う。

須田委員

理解と目標値の違いなど、先程、私が申し上げたようなことは確認でき
たと思って良いのか。要するに、この理解というのには各ボードメンバーが
それぞれ考えている物価安定というものについての数値的なイメージを
単に皆でシェアするものであって、それを外に出したとしても人々が想定
するような意味を持つものではないということであり、「日本銀行として」

とか「政策委員会として」の目標や参照値といったものとは違うものであることを皆さんで合意し、外で議論する場合も、理解の意味については「自分はこう思う」などということは言わないで、皆が共有したこうした意味を踏まえて発言するということが宜しいか。

福井議長

その点もこの場でしっかり議論して頂きたい。今私は、仮に皆さんのご意見を大方集約できるとすればこのようなものではないかと申し上げたが、これは須田委員のおっしゃったこととかなり沿っていると思う。つまり、委員会として一本の数字に纏め上げたターゲットとかデフィニションということではない。かつまた数字に基づいたルール・ベースト・コンダクトをしようということでもない。数字を出すのであれば、物価安定についての各委員それぞれの認識、イメージを数字で示したものである。しかし、それに大きな分散がなくある幅の中で認識し、シェアできるものであれば、物価の安定を最重視しながら金融政策を運営していく場合の、その物価の安定なる概念が、数字的なある印象を持って国民の皆さんとも共有できる可能性が強いのではないか、こういうようなことを申し上げたつもりである。

中原委員

須田委員のおっしゃった共有する、シェアするということが正確ではないのではないかと思うのである。どういう数字を置くかは、この後も議論が続く訳だが、例えばゼロ%~+2%と置いた場合に、これは単にそれぞれの委員が安定物価と考えている数字の上限と下限を示したものであって、それぞれの考える数字はその幅の中のどこかに入っているというだけの話である。その意味では、私はもう少し強い意味を持ったものを主張したいと思っており、明らかにその点は違っている。皆さんがそれぞれおっしゃったように、市場に対するある種の規範性とかルールとかというイメージを非常に弱くしているという点については私はやや不満があるのだが、

一つのコンセンサスとしてそういうものを纏めるということは、それなりに意味があると私は思っている。それについて、個々の発言で、金太郎飴か一枚岩で全て答えろとなると、個人的意見というのはどうしてもある程度は織り込まれるので、今後の色々な対外的発言の中では、それぞれの良識に従ってやっていくしかないのだろう。ただ、その「理解」という言葉は英語でどのように訳すのか、それは分かって貰えるのかなという気がするが、これ以外に表現の仕様がなすれば、そういうものと私は受止めたい。

福井議長

やはり英語では日本語と同じように“understanding about price stability”というようになるのではないか。これはターゲットではないし、ルール・ベーストのマネタリー・ポリシーをやる訳でもなく、新しいものだということを伝えなければならない。なお、各委員の認識を持ち寄っただけのものなので、日本語で共有と言ってはいけないという考え方もあろうが、英語の場合はある程度“broadly shared”という位でないとい何を言っているのか分からないということになってしまうので、その辺りの言葉遣いにはある程度幅があっても良いのではないかと思う。本質的には、「これこれの程度であれば、各委員の理解の範囲と大きく異なるものではない」というような言い方になる訳である。

春委員

関連して三点申し上げたい。まず一つ目は名称である。今「理解」という名前が皆さんから出ているのだが、やはり私は少し分かりにくいように思う。できれば「望ましい物価上昇率」という言葉が使えれば良く、そうした場合には、FRBとECBとBOEが並んでいるとすれば、FRBとECBの中間位の位置付けの公表になるのかなと思う。

それから二つ目は、今後イメージで出すものは、ヘッドラインなのかコアCPIなのかという点である。私はわざわざ変える必要はないと思うが、

これまでは足許に拘ったコミットメントをしてきた。しかし、これからはフォワード・ルッキングな考え方でやっていくので、ヘッドラインもコアも実際はそう変わらないのではないかとも思っているが、そこはどちらか。継続性を考えていくのか、本来はどうかと考えていくのか、その問題である。

三つ目は、先程須田委員がおっしゃった、いわゆるワンボイスの問題だが、どこまで強い意味でおっしゃっていたのか分からないが、我々は個人、あるいは個別の役員として対外的に表明する時には、この場で決まって公表したものを尊重しなければならないことは勿論である。ただ、その中で自分はこう考えているのだということを禁止してしまうことは、やはり少し難しいのではないかと思っている。

須田委員

禁止するというのではなくて、混乱を起こさないで欲しいということである。

春委員

それならば全く問題ない。

須田委員

「理解」という言葉の意味が、そうでなくとも分かりにくい。私は、「望ましい物価上昇率」という言葉を使うのが望ましいとは思わないが、「理解」という言葉の意味をそういうふうな意味で捉えるような方をはじめ、色々な方がいらっしゃる中で、それぞれのボードメンバーが、自分なりの解釈を述べた時に「本当にこれは一体何なのか」というふうになってしまい、せっかく公表したものの持つ意味がかえって市場等に混乱をもたらしてしまうのを避けなければならないと思っている。従って、共有するのは、「理解」という言葉の意味については、そういうことがないようにすべきだという意味で申し上げた。それぞれのボードメンバーが、政策

判断を行う際には、それぞれが違う考え方を持っているのは当然であり、
どういうふうに自分は考えているかということを発言することは、それは
それで良いと思っている。つまり、透明性を高めるために「理解」を公表
するのに、「理解」という言葉の意味が発散してしまうことにより、透明
性が後退してしまわないようにして欲しいということを申し上げたかっ
た。私は常々、ワンボイスが重要だと申し上げているが、具体的には、量
的緩和政策のイグジットまでと、イグジット後、私共の考えていることが、
ある程度マーケットで消化されるまでは、なるべくあまり違った言い方を
しない方が良くと思う。マーケットがある程度「こういうことだな」と消
化した時には、もう少しそれぞれのボードメンバーが独自色を出しても良
いと思うのだが、新しいものを出した当初に、各ボードメンバーが自分は
こう考えると別々の事を言い出してしまうと、收拾がつかなくなるのでは
ないかと感じている。

福井議長

「望ましい物価上昇率」というのが良いかどうか。もう少し議論を深め
て頂きたいが、指数はコアを採るか、ヘッドラインを採るかといった点に
ついて、私はこれは非常に中長期的な物価安定についての理解であって、
ある一時点、例えば、今月イグジットの概念に要件を満たす状況になっ
ているかどうかを判断する、あるいは短期的に物価のトレンドを判断する
というようなことを想定したものではない。中長期的に物価の動きを示し、
人々のインフレ期待と繋がっているのはやはりヘッドラインの指標なの
で、私はコアでない方が良く思っている。

水野委員

その件について、各中央銀行が対外的な説明で使うのはヘッドラインの
方が多い。今の日本銀行は量的緩和政策のコミットメントについてコアC
P Iを使いFedがコアPCEを重視・注目しているということを除けば、
通常ヘッドラインを使っている。また、先程敢えて私は数字を言わなかつ

たのだが、総裁が纏められた時におっしゃった、「ゼロ%~+2%の間であれば各委員の中長期的な物価の安定の理解の範囲と大きく異なる」という言い方よりも、「幅はあるもののゼロ%~+2%の間に収斂していた」という言い方が良いのではないかと思う。大きく異なるというと、何か少しは異なるのかという話になる。

西村委員

その点は、まだ全員がお話になっていないので分からない。

岩田副総裁

然り。異なる方がいるかもしれない。

水野委員

異なる場合は別であるが、基本的にはある範囲の中に入っていたという言い方の方が良いのではないかという気がする。

福井議長

私はまだ数字は言っていない。

岩田副総裁

まだおっしゃっていない方は。

水野委員

私はまだ言っていないのだが、+0.5%位で良いと思う。私の認識だと多分ゼロ以下だと言う人はいないと思う。また+2%よりも上だという方も、多分皆さんいないのだろうなという推測の中で言っているのだが。

福井議長

皆さんの発言の中で明確に数字をおっしゃったのは、西村委員が、分析

のもとに $+0.8\% \pm 0.5\%$ 。岩田副総裁が、確かコアで $+1\% \sim +2\%$ とおっしゃった。

岩田副総裁

然り。中長期的な場合には生鮮食品を除くか、除かないかはほとんど変わらない。であるから、私は拘るつもりはない。これは絶対にコアでなくてはならないということではない。

福井議長

ヘッドラインであっても $+1\% \sim +2\%$ であると。

岩田副総裁

然り。同じである。つまり生鮮食品というのは、季節性があるから。

水野委員

岩田副総裁が、 $+1\%$ から $+2\%$ ということであれば、超えることはないのかなと思う。

福井議長

水野委員は何とおっしゃったか。

水野委員

私は $+0.5\%$ 位。物価の安定が概念的にはゼロと考え、のりしろという意味で $+0.5\%$ である。

福井議長

$+0.5\%$ 一本か。

水野委員

+0.5%前後であれば良い。ゼロより上で+2%は少し高いかなと思う。日本は比較的低い——過去20年間の物価の平均を採ると+0.幾つだったと思う。数字ははっきり覚えていないが——ということを勘案しても、+0.5%前後という数字だと考えている。もともと、中長期であるから、ポツ1にそれ程大きな意味はないのだが。

福井議長

武藤副総裁はおっしゃったか。

武藤副総裁

私は言った。

福井議長

春委員は如何か。

春委員

私は+1%を中心に±1%前後程度である。

福井議長

中原委員、もう一度お願いしたい。

中原委員

私は+1%～+2%と申し上げたのだが、現在の特殊な状況を考えて、当面スタートとしては、半端だが+0.5%～+1%位は最低の数字にしたいと思う。

福井議長

須田委員は如何か。

須田委員

物価指数で表現してどのような状態が物価安定であるかを判断することは、率直に言って非常に難しいことだが、私が物価の安定と理解する数値を考えるに当たっては、まず国民の物価観を大事にしたいと思う。西村委員と似ているが、私の方はもう少し大雑把な単なる実感ということである。そこで、「生活意識に関するアンケート調査」の現在の物価に関する実感を見ると、具体的な数値も調査するようになった2年前からは、半数以上の回答者が、購入するものやサービスの価格全体は1年前に比べて「ほとんど変わっていない」と回答している。因みに、その調査時点の消費者物価指数の前年比は総合で見て $-0.5\% \sim +0.2\%$ 、コアで見て $-0.3\% \sim +0.1\%$ の間となっている。つまり、我が国の国民の過半は、上方バイアスのある消費者物価指数で見てこの程度の数字であれば物価は安定していると感じているということである。そしてその間、6割前後の人が、物価上昇率の具体的な値としてはゼロ%と回答している。国民にとっての物価の安定を消費者物価指数で表わせれば、現時点では大雑把に言って $-0.5\% \sim +0.5\%$ 程度と捉えておきたいと思う。過去10年の日本の消費者物価上昇率は平均 -0.2% だが、今後も経済のグローバル化の進展や規制緩和、技術革新などにより、インフレ率が上昇しにくい状況が続く場合には、過半の経済主体が消費者物価はほとんど上昇しないということ为前提に、意思決定をし続ける可能性がある。ただし、金融政策運営の立場から、私が物価が安定していると理解する物価の安定を数値化する場合には、いわゆるのりしろを多少ともこれに入れる必要があると思っている。とは言え、のりしろの大きさについては、かつて強調された名目賃金の下方硬直性に変化が見られ、潜在成長率の回復もある程度期待でき、不良債権問題の解決などもあって、必要なのりしろは縮小しているように思

われる。従って、私が金融政策運営に当たり、中長期的に見て物価が安定していると理解する物価上昇率の中心値は、+1%ではなくゼロに近いプラスということである。もっとも、これは現時点の理解であり、例えば国民の物価の安定に対する実感が変化すれば変わり得るということを申し上げておく。

福井議長

やはり数値というのはなかなか皆さん幅があって、一文では表わしがたいところがあるが、それでも非常に幅があったということを前提に、CPIの前年比で少し幅広く採ってゼロ%~+2%ということであれば、各委員のご理解の範囲と非常に大きく離れているということはないと思う。中心値について纏めれば「概ね+1%前後」ということとなろうが、ただし、須田委員のご意見は、ここから外れてしまうという具合になる。従って、「大勢として概ね+1%前後で分散していた」という位の感じになるかなと思う。

水野委員

無理して中心値を出す必要があるのかという意見もあろうかと思うが。

福井議長

私自身のことを言わなかったが、私はやはりゼロ%~+2%。少し絞れば+0.5%~+1.5%。中心値は+1%以下である。

水野委員

私自身が+0.5%と言った背景を簡単に言うと、やはり名目短期金利がゼロ制約に陥ると、金融政策が本当に有効に機能しないということなので、やはりゼロは厳しいかなという程度である。ではそれが+0.5%程度、それより上なのか下なのかはあまり大きな乖離はない。

武藤副総裁

私自身はゼロ%~+2%と言っても、ゼロ%と+2%を含まないイメージであるため、ゼロ%を超え+2%を下回るということを申し上げた。その意味するところは、バイアスとのりしろの議論がなかなか難しくて一つの数字を言えないということだと思うのだが、しかしそれらの存在を認めるということを前提にすると、やや細かいのだがゼロ%を入れるというのは少し矛盾しているのではないかと思う。ただ、各委員が大体合意できる委員の大勢という程度であれば、ゼロ%~+2%というのは宜しいと思う。

その時に、真中がどこかということがないと、今言ったのりしろ論などに対してあまりに答えがなさ過ぎる。要するに+1%ということがあると、そういう議論に対して答え方が容易になる。概ね+1%位が大体その真中だったということによって、のりしろ論やバイアス論に結果的に答えていることになるので、ゼロ%~+2%ということだけだと、十分ではないという気がする。私自身は、ゼロ%より大きく+2%より小さいと思う。数字で明確に表現すれば+0.5%~+1.5%というように言わざるを得ないかと思っているが、+1%前後で分散している位は言わないと、せっかくやるにしてはあまりにも透明性が低過ぎないかと思う。

それからもう一つ。これは議論を蒸し返すようで恐縮なのだが、今纏めようとしている数値は、私の理解を厳密に言うと、「各委員が現時点において中長期的に物価の安定というものを理解するその範囲」という、全てを網羅するとそういう言葉になるはずである——通称をどうするかは、アンダースタンディングでも良いのだが——。それを分解すると今それぞれがおっしゃったような、+0.8%±0.5%とか、+1%±1%といったものがある。それは各人が自分はどう思うということは言っても良いという前提で提示されたものだと思う。そのうえで、今議長が「ゼロ%~+2%程度であれば」というように集約されたことについては、結局そういう集約について政策委員全員が合意できるかどうかという、またその次のもう一つのステップがあるのではないかと理解している。そこははっきりさせて

おく必要があるのではないかと。そうすると皆が合意した以上、それには異を唱えることはできない。その合意に反対をすれば別だが、それに賛成する以上それには縛られるはずだということなのではないかと考える。

福井議長

そうだと思う。では、いずれにしてもこれら全体を一つの纏めた文章にして、発表するということを考えるならば、文案として納まりが良いかどうか、今のような理解ですっきりといくかどうかをもう一回きちんとチェックする必要があるため、後で再び議論したいと思う。最後の項目が、当面の金融政策運営の考え方ということである。かつての概念整理を現実のメッセージとして出していくということだが、この点についての多くの委員のご見解は、一つは先行きの経済・物価情勢。これは「物価安定のもとでの持続的成長を実現していける可能性が高いと評価できる」というニュアンスではないかと思う。しかし、当面ゼロ金利を続けるという前提なので、企業の収益率が改善し、物価情勢も一頃に比べて好転している状況のもとで、金融政策面からの刺激効果は、一段と強まる方向である。従って、中長期的にみると経済活動の振幅が大きくなるリスクがあるという点には留意する必要がある。それから最後に最も重要な点は、先行きの金融政策運営だが、「無担保コールレートを概ねゼロ%とする期間を経た後、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に調整を行う。この場合、経済がバランスのとれた持続的な成長過程をたどる中にあって、物価の上昇圧力が抑制された状況が続いていくと判断されるのであれば、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持できる可能性が高いと考えられる」というように、概念整理を現実のメッセージに置き換えることが、整理の仕方として考えられると思う。この点も文章にしてきちんと議論した方が良さだろうか。

水野委員

あとは文章を見てから議論した方が良いと思うが、二つあると思う。枠

組みが変更されるのであるから、マーケットの混乱の回避に特に留意すべきであるということ、そして、我々の先行きの政策の方向性はいわゆる引締め方向になっていく訳で、それは我々の景気判断をベースにするとそうなるということであるから、何と云うか、繰り返しになるが、透明性と機動性を両立することである。そういったある程度の方向感の中で透明性と機動性のバランスをどう取るかといった点で評価すれば良いのではないか。

福井議長

それでは先程文章の起案をお願いしたのだが、この後段の部分についても一応文章にしてもらって、それを見てさらに討議を続けたいと思う。文章ができるまで暫くコーヒブレイクにしたい。

(12時21分中断、12時35分再開)

福井議長

それでは再開する。議案と対外公表文の案を配って頂きたい。

[事務局より議案配付]

それでは読み上げてみて欲しい。

内田企画局企画役

それではまず、議長案から読み上げる。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 金融市場調節の操作目標を、日本銀行当座預金残高から無担保コールレート（オーバーナイト物）に変更すること。2. 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すること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、概ねゼロ％で推移するよう促す。3. 対外公表文は、別途決定すること。以上。」である。

続いて、金融市場調節方針の変更についての公表文の案である。

福井議長

次からが対外公表文か。

内田企画局企画役

然り。今議長案を読み上げさせて頂いた。これから読み上げる、この件に関する対外公表文案が「金融市場調節方針の変更について」というタイトルの3枚の紙である。

福井議長

これが議長案にある「別途決定する」対外公表文か。

内田企画局企画役

然り。それでは読み上げさせて頂く。「2006年3月9日。日本銀行。金融市場調節方針の変更について。(金融市場調節方針の変更)。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、金融市場調節の操作目標を日本銀行当座預金残高(以下、『当座預金残高』)から無担保コールレート(オーバーナイト物)に変更した上で、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(別添)。無担保コールレート(オーバーナイト物)を、概ねゼロ%で推移するよう促す。(金融市場調節面の措置)。当座預金残高については、所要準備額に向けて削減していくことになる。金融機関においては、量的緩和政策採用以降長期間にわたって、多額の当座預金残高や資金供給オペレーションを前提とした資金繰りが行われてきた。このため、当座預金残高の削減は、数か月程度の期間を目途としつつ、短期金融市場の状況を十分に点検しながら進めていく。当座預金残高の削減は、短期の資金オペレーションにより対応する。長期国債の買入れについては、先行きの日本銀行の資産・負債の状況などを踏まえつつ、当面は、これまでと同じ金額、頻度で実施してい

く。補完貸付については、適用金利を据え置くとともに、2003年3月以降、利用日数に関して上限を設けない臨時措置を実施しているが、この措置は当面継続する。(経済・物価情勢の判断)。日本銀行は、2001年3月、物価の継続的な下落を防止し、持続的な成長のための基盤を整備する観点から、当座預金残高を主たる操作目標として潤沢な資金供給を行うとともに、この政策を消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで継続するとの明確な『約束』を行い、以後、この『約束』に沿って量的緩和政策を継続してきた。現在、日本経済は着実に回復を続けている。輸出は、海外経済が拡大する中で増加しており、国内民間需要の面でも、高水準の企業収益を背景に設備投資は増加を続けている。企業部門の好調は家計部門に波及しており、個人消費は底堅さを増している。先行きも、息の長い回復が続くと予想される。物価面では、消費者物価指数の前年比はプラスに転じている。この間、経済全体の需給ギャップは緩やかな改善が続いている。ユニット・レーバー・コストの動きをみても、生産性の上昇は続いているが、賃金は増加に転じており、下押し圧力は基調として減少している。さらに、企業や家計の物価見通しも上振れてきている。こうしたもとの、消費者物価指数の前年比は、先行きプラス基調が定着していくとみられる。この結果、『約束』の条件は満たされたと判断した。(当面の金融政策運営の考え方)。量的緩和政策の経済・物価に対する効果は、現在、短期金利がゼロであることによる効果が中心になっているため、今回の措置により非連続的な変化が生じるものではない。先行きの経済・物価情勢については、物価安定のもとでの持続的成長を実現していく可能性が高いと評価できる。ただ、企業の収益率が改善し、物価情勢も一頃に比べ好転している状況下、金融政策面からの刺激効果が一段と強まり、中長期的にみると経済活動の振幅が大きくなるリスクには、留意する必要がある。先行きの金融政策運営としては、無担保コールレートを概ねゼロ%とする期間を経た後、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に調整を行うことになる。この場合、前述のようなリスクが抑制されるのであれば、すなわち、経済がバランスのとれた持続的な成長過程

をたどる中であって、物価の上昇圧力が抑制された状況が続いていくと判断されるのであれば、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が当面維持される可能性が高いと考えている。以上。」別添に移る。「2006年3月9日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成○反対○）。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、概ねゼロ％で推移するよう促す。以上。」である。

最後に「新たな金融政策運営の枠組みの導入について」の公表文の案である。読み上げる。「2006年3月9日。日本銀行。新たな金融政策運営の枠組みの導入について。日本銀行法は、金融政策の理念として、『物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること』と定めている。日本銀行はこの理念に基づいて適切な金融政策運営に努めている。本日の政策委員会・金融政策決定会合では、新たな金融政策運営の枠組みを導入するとともに、改めて『物価の安定』についての考え方を整理することとした。1. 新たな金融政策運営の枠組み。(1) 『物価の安定』についての明確化。日本銀行としての物価の安定についての基本的な考え方を整理するとともに、金融政策運営に当たり、現時点において、政策委員が中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率（『中長期的な物価安定の理解』）を示す（後述）。こうした考え方や理解を念頭に置いた上で、金融政策運営を行う。(2) 2つの『柱』に基づく経済・物価情勢の点検。金融政策の運営方針を決定するに際し、次の2つの『柱』により経済・物価情勢を点検する。第1の柱では、先行き1年から2年の経済・物価情勢について、最も蓋然性が高いと判断される見通しが、物価安定のもとでの持続的な成長の経路をたどっているかという観点から点検する。第2の柱では、より長期的な視点を踏まえつつ、物価安定のもとでの持続的な経済成長を実現するとの観点から、金融政策運営に当たって重視すべき様々なリスクを点検する。具体的には、例えば、発生の確率は必ずしも大きくないものの、発生した場合には経済・物価に大きな影響を与える可能性がある

るリスク要因についての点検が考えられる。(3) 当面の金融政策運営の考え方の整理。以上2つの『柱』に基づく点検を踏まえた上で、当面の金融政策運営の考え方を整理し、基本的には『経済・物価情勢の展望』において定期的に公表していく。2. 『物価の安定』についての考え方。『物価の安定』とは、家計や企業等の様々な経済主体が物価水準の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況である。『物価の安定』は持続的な経済成長を実現するための不可欠の前提条件であり、日本銀行は適切な金融政策の運営を通じて『物価の安定』を達成することに責任を有している。その際、金融政策の効果が波及するには長い期間がかかること、また、様々なショックに伴う物価の短期的な変動をすべて吸収しようとする経済の変動がかえって大きくなることから、十分長い先行きの経済・物価の動向を予測しながら、中長期的にみて『物価の安定』を実現するように努めている。物価情勢を点検していく際、物価指数としては、国民の実感に即した、家計が消費する財・サービスを対象とした指標が基本となる。中でも、統計の速報性の点などからみて、消費者物価指数が重要である。『物価の安定』とは、概念的には、計測誤差（バイアス）のない物価指数でみて変化率がゼロ%の状態である。現状、わが国の消費者物価指数のバイアスは大きくないとみられる。物価下落と景気悪化の悪循環の可能性がある場合には、それを考慮する程度に応じて、若干の物価上昇を許容したとしても、金融政策運営において『物価の安定』と理解する範囲内にあると考えられる。わが国の場合、もともと、海外主要国に比べて過去数十年の平均的な物価上昇率が低いほか、90年代以降長期間にわたって低い物価上昇率を経験してきた。このため、物価が安定していると家計や企業が考える物価上昇率は低くなっており、そうした低い物価上昇率を前提として経済活動にかかる意思決定が行われている可能性がある。金融政策運営に当たっては、そうした点にも留意する必要がある。本日の政策委員会・金融政策決定会合では、金融政策運営に当たり、中長期的にみて物価が安定していると各政策委員が理解する物価上昇率（『中長期的な物価安定の理解』）について、議論を行った。上

述の諸要因のいずれを重視するかで委員間の意見に幅はあったが、現時点では、海外主要国よりも低めという理解であった。消費者物価指数の前年比で表現すると、0~2%程度であれば、各委員の『中長期的な物価安定の理解』の範囲と大きくは異ならないとの見方で一致した。また、委員の中心値は、大勢として、概ね1%の前後で分散していた。『中長期的な物価安定の理解』は、経済構造の変化等に応じて徐々に変化し得る性格のものであるため、今後原則としてほぼ1年ごとに点検していくこととする。以上。」である。

福井議長

少し長い文章なのだが、こういう文案で如何かということで討議をして頂きたいと思う。なお、中原委員は別途議案の提出はあるか。

中原委員

私は、多数意見で量的緩和が解除されることになるであろうと思っており、時間の無駄になるので、提案はしない。解除が決定されるという前提のもとで、私はやはりこの種の金融市場調節方針の変更について、丁寧な説明を加える必要があると思うので、この声明文そのものには基本的には賛成したいと思う。

福井議長

文章については皆さん如何か。

中原委員

元々解除には反対しておいて、このステートメントについてコメントを申し上げるのはややおかしい立場ではあるが、私としては、度重ねて説明や発言があったとおり、解除の後の市場の安定をどうやって図るかということが大事であろうと思う。少し提案と言うか、私の意見として申し上げたいのは、まず「金融市場調節方針の決定に関する件」という、こちらの

簡単ないつもの形のペーパーについては、なお書き、あるいはその他の方法により「期末を展望して金融市場の安定を図る」ということをやはり入れた方がよいのではないかという気がする。勿論、別のペーパーで、その後の削減ペース等についての説明を行う訳だが、やはり期末という状況に対して日銀が配慮しているということを明示的に示すために、こちらのペーパーにもその文を入れた方がよいのではないかというのが一つの提案である。それから、この調節方針についてのペーパーだが、そういう意味での市場の安心感を醸成するという趣旨から、私は二箇所修文をしたらどうかと思う点がある。強く拘る訳ではないが、まず第一は、二番目のカッコ、「(当面の金融市場調節面の措置)」の4行目辺りから始まるところだが、「短期金融市場の状況を十分に点検しながら進めていく。」について、第一点は、「短期」とわざわざ金融市場の状況を、「短期金融市場」ということで限定するのかどうか。勿論、長期の金利、あるいは長期の市場については金融政策の立場として、どこまでこれに関わっていくことができるのかは色々と議論のあるところではあるし、基本的にはやはり市場に任せるとするのが原則とは思いますが、敢えて短期ということまで言う必要があるかどうかについて、私はやや疑問に感じている。それから二番目は、「点検しながら進めていく」とあるが、ここについてもう少し書き込むという意味で、「数か月程度の期間を目途としつつ、」の後に、「市場が不安定化する惧れがある場合には、適切な対応が採れるよう金融市場の状況を十分に点検しながら、」とし、その後に「慎重に進めていく。」と続ける。この程度の修文をして、この辺をやや強化するのがよいのではないかという気がする。それからもう一点は、一番最後のパラグラフである。2頁目の一番下だが、どうしてもここで読んでいて引っ掛かる。最後の2行、「極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が当面維持される可能性が高い」という部分である。「当面」という語感が足許の解除時点や、当座預金の縮小過程におけるゼロ金利といった部分とやや混同されて理解されるようなことがないのかどうか。要するに、当座預金縮小が終わった後、徐々に实体经济に合わせて調整が進められる訳だが、その調整の過程における

金利のパスをここで示すことになる訳であり、そういう意味では、もう少し丁寧に書くと同時に、要らぬ誤解が生じないような文案が工夫されるべきではないかと考える訳である。例えば、私の考えでは、下から2行目の「判断されるのであれば、」の後は、「この調整は極めて緩やかなものとなり、この間、十分に」とし、その後「極めて」を取って、「低い金利水準による緩和的な金融環境が」と続け、その後の「当面」を取って、「維持される可能性が高いと考えている。」、この程度の修文が宜しいのではないかという気がしている。色々ご意見もあろうかと思うが、私がこの文章を見て考えた点はそういうことなので、ご検討をお願いしたいと思う。

福井議長

他にご意見はないか。

水野委員

私は少し逆になってしまうかもしれないが、中原委員が指摘された二つのパラグラフ。1頁目の「短期」は、確かに取っても良いかという気がするのだが、「短期金融市場が不安定化する場合には、適切な」というのは、これはある意味では当たり前かなということと、それからある程度の混乱は避けられないことを承知で3月にやる訳であるから、やや矛盾している部分がある訳である。それならば3月にやらなければ良いのだという話になってしまうので、先程も申し上げたが、なぜ3月にやるのだというそもそも論に対して納得が得られない。このようなことをやるのだったら、と言われてしまうリスクがあるのではないかという気が少しする。それから最後の段落は、先行きの金融政策運営としては、徐々に短期金利が実質金利で見て大幅なマイナスになることを避けるために若干金利を上げていくということをまず書いている。そのうえで、最後の文では「極めて低い」と書いている。これは何に対して「極めて低い」と言うかということ、もう一回改めて読んでみると少し主語の意味が分かりにくい。経済がバランスのとれた持続的な成長過程を辿って、物価が安定していても「極めて低

い」ということは、これは実質金利で見ると非常に低いということなので、「極めて低い」短期金利ということは、実質短期金利は凄く低いということの意味する。私は若干そこに引っ掛かりがあって、「先行きの」以下の段落を書くのであればむしろ、「基本的には先行きも緩和的な金融環境が維持される」程度にしておいた方が良くはないかという気がする。最後の部分をそのまま読むと、実質短期金利が低い、これは資産価格に対しては物凄くフレンドリーな政策を取るといふ、債券市場の安定というよりも株価にとってフェイバーな環境を造るといふようにも読めなくもないのではないかなという気がする。

福井議長

他にあるか。

西村委員

最初の金融市場調節のところについては、中原委員と同じような印象を持っている。ただし、ここで書くのが良いかどうかというのは分からないが、少なくとも同様の趣旨は、記者会見の場で総裁が明確になされるという形で対処されるのが一番良いのではないかと思う。特に、期末の問題というのはやはり十分注意してやらなければならないと思う。それから、少しマニアックで申し訳ないのだが、「金融市場調節方針の変更について」の2頁目「(当面の金融政策運営の考え方)」、二番目のパラグラフ、これは私のマニアックなことなのかもしれないので、皆さん不要であるということならばそれで結構なのだが、「ただ、企業の収益率が改善し、物価情勢も一頃に比べ好転している状況下」の「好転」というのが私には非常に引っ掛かって、これは単に「上向き」ということで、評価的なものを入れられない方が良い。ただ、「上向き」も少し評価的なところがあるかもしれないが、しかし方向性ということで、そういう形の方が宜しいのではないかと思う。これも少し私は分かりにくいかなと思ったのだが、「金融政策面からの刺激効果が一段と強まり、」というのはそのとおりののだが、もっと

敷衍すれば「現在の緩和的金融政策の効果が一段と強まり、」ということなのかと思っている。この辺のところはこのままでも良いのかもしれないし、少しお考え頂ければと思う。これは私に関しては特に強い意見ではない。それからさらにマニアックなことを申し上げて申し訳ないが、「物価の安定」のところ、最初の部分、(1)「物価の安定」についての明確化のところの真ん中辺だが、「現時点において、政策委員が中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率（「中長期的な物価安定の理解」）」ということなのだが、これは文章では極めて明快なのだが、カッコ内では「中長期的な」というのがどこに掛かっているのか分からないところが少しあって、一か所で良いのだが、「『中長期的な物価安定』の理解」という形で二重鉤カッコを入れて頂ければと思う。非常にマニアックで申し訳ないのだが、実は曲解する人は必ずいる。この辺だけは最初はやはり厳密に一点は書いておいた方が良く。特にこの最初に出てくる文章に関しては書いておいた方が良くと思う。以上である。

福井議長

もう一個鉤カッコを入れるということか。

岩田副総裁

「中長期的な」という形容詞が、「物価安定」に掛かるということをお願いしたいのだな。

西村委員

然り。それを明確にしたいというそれだけのことである。

福井議長

それでは二重鉤カッコを使わずに、「（「中長期的な物価安定」の理解）」で良い訳だな。

西村委員

然り。それで結構である。

白川理事

ただ、以後使っていく時に、もし西村委員の考え方でやろうと思う場合には、やはり二重の鉤カッコが必要になってくる。それを採用するかどうかは、またここでのご議論次第だが。

武藤副総裁

西村委員のおっしゃるのは、常にそういう鉤カッコを付けなくてはならないということか。

西村委員

そうではなくて、この最初の部分だけで結構である。一回最初に明確にしておけば、後は多分分かると思う。

岩田副総裁

1 頁目の一番最初の部分に。

武藤副総裁

そこに一回だけ書けば良いという訳だな。最初に間違いないようにしておけば良い。

西村委員

非常にマニアックなのだが、こういうところが後で問題になったりする
ので、その点だけ明確にしておきたい。

福井議長

だが、この一つの文章の最初だけで、後はまた区切りが違うとなると、

かえって誤解を生むな。直すのならば全部でなければならぬのではないか。

西村委員

もし全部書き直して頂ければ、その方が私は良いと思う。

水野委員

英語でも“understanding of”だな。

西村委員

英語だと明確になるのだが。

水野委員

然り。形容詞がどこに掛かるかが、日本語だと確かに曖昧である。

山口理事（企画局長）

私が聞いてはいけないのだろうが、それは結局、「中長期的な理解」というように理解される惧れがあるということか。

西村委員

然り。それはどうしてかと言うと、「中長期的な理解」であったとしたら、なぜそのようなものを度々変えるのだという話に必ずなるので、そういうことではないのだということを明確にしておきたいということである。

須田委員

一番最初はどこに出てくるのか。

白川理事

1 頁の「1. 新たな金融政策運営の枠組み」の中の「(1)『物価の安定』
についての明確化」の上から 3 行目である。

武藤副総裁

ここだけ置くというのは確かに少しおかしいように思う。

西村委員

もしやるのならば、やはり全部やった方が良い。

武藤副総裁

と言うのは、ここだけ置く理由がないのが「政策委員が中長期的にみて
物価が安定していると理解」という文章が前に付いているから、ここに関
する限り誤解は生じない訳である。その後、一人歩きした時に誤解が生じ
るかどうかだけである。

西村委員

誤解を避けるためには全部に付けた方が良い。うるさいと言う人もいる
か。

福井議長

趣味の問題ではないか、どうだろうか。

西村委員

いや、特に拘らないが、厳密にはそういうことになる。

福井議長

だが、元の文章はそういう厳密なことをおっしゃる方に対して、抗しが

たいようなものではないと思うが。

西村委員

もし皆さんがあまり気にならないということであれば、特にそこまでは。

福井議長

今回は「ターゲット」でなくて「理解」という言葉を浸透させる方が私は重要だと思っている。「理解」がやはり一つの鍵の中にしっかり入っていることが大事で、さらに小さなカッコの外に置きたくない。

西村委員

迷いがなければ結構である。

福井議長

西村委員の誤解があったとしても、私は「理解」が正しく理解される方が良い。

水野委員

では「理解」を二重鉤カッコにすればどうか。

福井議長

「理解」をもう一回カッコにするのか、二重鉤カッコか。

須田委員

このままの方が良い。

水野委員

ここでかなり言い尽くされているし、総裁に記者会見で念押しして頂くということで良いのではないか。

須田委員

期末に対する配慮について書くべきだという点だが、私としてはディレクティブは当分変えたくないという思いがあるので、あまりここにそういったことを付け加えるのは良くないことだと思っている。従って、記者会見等で、期末に配慮して、しっかりと対応していくということを是非言って頂ければ良いのではないかとと思っている。それから先程の、金融市場について「短期」を付けるかどうかという点である。量そのものが持つ意味というのはもうあまりないということが元々前提であるが、流動性を吸収するというところに直接関わる場所では何か色々問題があるかもしれないと思うので、他の市場のことを考えているというよりは、「短期」の金融市場の状況を考えている、ということで良いのではないかと私は思っている。あとは先程お話に出た最後の2頁の「当面」云々というところだが、これを読んで「さっさと金利が上がってしまう」というようにも、「いや、ずっと低い金利が続いてしまう」というようにも、両方に読めてしまうのではないか。私はどちらかと言うと後者のように読んでしまったのだが、お話を伺って今はこの「当面」については、状況が変わったらその時に対応するというように読めると思ったので、これで良いかなと判断した。少ししつこいようだが、1頁目の先程の「中長期的な」の上の部分なのだが、ここは「政策委員」とだけ書いてあるが、「各政策委員」とした方が良いのではないだろうか。

白川理事

この段階ではまず政策委員がどのように考えるかという、普通名詞として使っている。特定の委員を念頭に置くというより、まず政策委員会メンバーである政策委員が、「中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率」について議論して、それを明らかにしていくということである。後の方は、今度は具体的に議論した結果、その数字にバラツキがある。そういう現状を上手く表現するためには、「各」と言った方が良いと思っ

ている。特に拘るものではないが、一応そういう気持ちであり、最初から「各」と書くのは普通の文章でいくとやや不自然かなという感じがする。

福井議長

如何か。あまり私が申し上げるのもどうかと思うが、期末のことや市場調整の円滑化というのは当然のことなので、記者会見で相当程度カバーさせて頂けるかなと思う。

水野委員

記者会見では、必ず「なぜ1か月待てなかったのか。」という質問が出る。

福井議長

それは応答としては当然出るにしても、わざわざ文章で表現するというのはどうか。

水野委員

残ってしまうから。

福井議長

それ程意識するのならば、しない方が良くはないかということになる。そこは「自信を持ってやる」ということである。

武藤副総裁

先程、「短期金融市場の状況を十分に点検しながら」、「慎重に」などというお話があったが、この文章の「状況を十分に点検しながら」という表現で、「十分慎重にやる」という意味合いが出ているのではないか。

福井議長

金融調節の舞台である「短期金融市場」そのものの機能がかなり減衰しているかもしれないということを意識してやるという意味なので、ここはあまりぼかさず、「短期金融市場」とした方が、我々が何を問題として意識しているかがよりクリアになると思うのだが。

水野委員

「金融」というと、株も為替も入ってしまう。

福井議長

株がおかしくなりそうだから、量の調節を手加減するという概念はないのではないか。

中原委員

その点は別に拘らない。ただ、もし仮に長期の金利が振れた場合にどうするのかと言われると、なかなか答えはない訳だが、ただ敢えて「短期」ということに限定する必要があるのかという、素朴な疑問から申し上げた訳である。また、「慎重」のニュアンスも十分入っているという点はそのとおりかもしれない。ただ、最後の部分については、「当面」という言葉が何となく現在のある時点からのことを言うのかどうかということが、どうも私にはしっくりこない。それは語感の問題としても、これが実質金利の議論を含めている議論なのかどうかもはっきりと分からない。ポイントはやはりその後の、はっきり言えば中立金利に向けての調整過程がどういうペースで行われるのかという、金利のパスの問題だろうと思うので、ここはある程度はっきり書いた方が良いのではないか。「当面」は非常に緩和的な状況が維持されるという表現については、「極めて低い金利」で、これはゼロをイメージするのが、もう少し高いところをイメージするのは分からないが、最初はシズシズと推移し、その後は脱兎の如く金利が上

がっていくというイメージも入ってくる訳である。そこには、前提条件がきちんと明確にされている訳であり、この状況のもとでは、その後の金利の調整過程はゆっくりである。それは言うてみれば、中立金利以下のところで少しずつ金利が実態に合わせたものに調整されていくということであり、緩和的な金融環境が維持されるということである。そういうふうに言うべきではないかと私は理解している。

武藤副総裁

中原委員のおっしゃった「この調整は」という修文は、少し揚げ足を取るようで恐縮だが、「徐々に調整を行うことになる」という「調整」を受けてしまう。

中原委員

いや、受けるのではない。

武藤副総裁

そうすると、「徐々に調整」というものをさらに「極めて緩やかなものとなる」と繰り返すことになってしまうのではないか。

中原委員

であるから、「徐々に」とは言っているが、「調整を行うことになる」ということがポイントである。「調整」はするのである。いずれ中立金利に戻すと言っている訳である。

武藤副総裁

そのように取ることも可能だが、この文章の構造は「徐々に調整」で、要するにゆっくりやると書いてあるのである。

中原委員

「徐々に」と書いてあれば「ゆっくりだ」ということは分かるのだが、その後に「この場合、」という言葉が使われ、ある程度限定された状況となっている。一方、上の「調整」で、その調整の仕方について「徐々に」とあるのは、基本的な考えとしては中立金利までいずれ戻す過程のことを言っているのだろう。であるから、私が申し上げたような後段との関係で言えば、この「徐々に」を取った方が良いのかもしれない。修文自体には別に拘らないが、一応提案した立場上、もう一度説明した次第である。

水野委員

今思ったのだが、この二つのペーパーは、市場参加者にどの位の有効期限で読んで頂きたいのか。新しい枠組みの方、こちらは新しい枠組みなので、比較的長めの話である。一方、「金融市場調節方針の変更について」の中の「当面の金融政策運営の考え方」の期間はどの程度を想定しているのか。

福井議長

これは展望レポートでは、その都度きちんと改めて書くのである。

水野委員

「当面の」というのは、展望レポートまでという位か。

福井議長

いや、「当面」が次回の展望レポートまでという意味ではない。書いてある内容は長いのだが、それを展望レポートの度にレビューしていくということである。

水野委員

なるほど、すると、「当面維持される」というところは、何か当たり前ではないかという感じがする。

福井議長

私はこの表現で書きたいことは非常に良く伝わらると思う。

春委員

このペーパーは、どういうタイミングで公表していくのか。

白川理事

今日この後、ディレクティブと二つの公表文のそれぞれについて採決をし、この決定会合が終わった後、いつもと同じようにこのペーパーを公表する。

春委員

両方ともということか。三点セットで。

白川理事

然り。ディレクティブとそれからこの二つの公表文の三点セットを速やかに公表する。その時に神津国会・広報総括審議役が紙を配布すると同時に、それを機械的に読み上げるという形である。その後、3時半から総裁の議長としての記者会見があって、そこで詳しく説明することになる。

内田企画局企画役

議長案は公表しない。公表文二つを公表する。議長案は別添に付いているので、この三枚とこの二枚のもの、二点セットである。

山口理事（企画局長）

二点セットである。

福井議長

議長案はこの議題であるから。

春委員

直ぐに公表する訳か。

白川理事

然り。直ぐ公表される。

山口理事（企画局長）

同時にこれも。

福井議長

では今の一連のご意見については、記者会見でこれらを十分念頭に置いて発言させて頂くということで宜しいか。

水野委員

後は翌日の新聞に何と書かれるか。暫く時間が掛かると思うが。

福井議長

いやいや、大丈夫だと思う。

水野委員

そんなに自信があるのか。

福井議長

完全無欠な文章はあり得ないという前提で書いてある。それでは議案、公表文の案は一応、以上のようなことで整理させて頂いた。政府の方からのご発言を頂戴したいのだが、如何か。

赤羽財務副大臣

宜しいか。今程提出された議案については、我が国の経済運営に当たって非常に重要な内容を含んでいるものであるし、政府部内の意見を調整する必要がある。このため、私、財務副大臣及び内閣府審議官はこの議案への対応について、まず両者の間で協議するとともに必要に応じて財務大臣及び経済財政担当大臣と連絡を取ることとさせて頂きたいと思う。従って、大変恐縮だが、議長におかれては我々が協議を終えるまでの間、会議を一時中断して頂けるようお願いする。両者の間で協議が整い次第、速やかに会議の再開を要請することとさせて頂く。宜しくお願いする。

福井議長

承知した。おおよその目途は。

中城内閣府審議官

20～30分程度か。

赤羽財務副大臣

大臣に上手く伝えられるようにするが、お願いできるか。

福井議長

でき得れば20～30分以内ということをお願いしたい。市場との関係を考えながら、会議全体の進行ペースに配慮してやってきているので、あまり長時間でないことを希望したいと思う。それでは20～30分を目途に一

且休憩とする。

(13時17分中断、13時46分再開)

福井議長

宜しいか。それでは会議を再開する。政府の方からご意見を頂戴したいと思う。

赤羽財務副大臣

大変お待たせして申し訳なかった。新たな議案への対応について、私財務副大臣及び内閣府審議官は、先程一時中断して頂いたが協議が整ったのでご報告をさせて頂く。まずは私の方からお伝える。

福井議長

願います。

赤羽財務副大臣

我が国経済の現状をみると、昨年10～12月期の四半期別GDP速報において、実質GDPが対前期比+1.4%になるなど景気は回復している。また、1月の消費者物価指数（全国、除く生鮮）の前年比上昇率は+0.5%となっており、これで4か月連続のゼロ以上となるなど、物価の基調的な動向を総合してみると、緩やかなデフレ状況にあるものの、デフレ状況は少しずつ改善しているのではないかと考えられ、この改善を継続する必要があると認識している。先程、量的緩和政策を解除する旨の議案及び新たな金融政策運営の枠組みに関する議案が議長より提出された。政府としては、量的緩和政策の解除については、デフレ脱却に向け政府・日銀一体で粘り強く取り組む必要があることや、市場の安定に取り分け配慮が必要な時期であることを十分考慮に入れたうえで、ご判断頂きたいと考えている。量的緩和政策が解除される場合には、一つとして实体经济との関係では景

況感に地域差がある中で、デフレ脱却を確実なものとするため、量的緩和解除後もいわゆるゼロ金利の継続により、金融面から経済を十分に支えて頂くことが必要と考えている。二つめに、また、市場の安定が確保されるような金融政策運営が必要と考えている。具体的には、量的緩和解除後、当座預金残高の縮減を市場の状況を見ながら慎重に行うなど、市場が不安定とならないよう適切な金融調節を実施すること、市場は憶測で動いて不安定になることもあるので、量的緩和解除後の金融政策の考え方や道筋について透明性を高めること、長期金利を含めた金利全般に目配りしていく姿勢を明確にするとともに、長期国債の買入れ額については、現状を維持すること、が必要であると考えている。本日の議論及び先程の議案に照らせば、これらの点について日本銀行にも認識を共有して頂けるものと理解したので、量的緩和政策の解除については、政策決定会合のご判断を尊重したいと思う。日本銀行におかれては、景気回復を持続的なものとし、デフレからの脱却を果たすことが重要な政策課題であることを踏まえ、逆戻りすることがないよう責任を持って金融面から経済を支えて頂きたいと思う。引き続き政府の経済政策と統合的な適切な金融政策の運営に努められることを期待している。私からは以上である。

福井議長

中城内閣府審議官から願います。

中城内閣府審議官

景気の現状については、2月の月例経済報告で上方修正したように景気は回復していると判断している。しかしながら、物価の基調的な動向を総合してみると、依然として緩やかなデフレが続いている。従って、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針」、「構造改革と経済財政の中期展望」、「経済見通しと経済財政運営の基本的態度」といった閣議決定等で繰り返し表明している18年度でのデフレ脱却という政府目標の達成が極めて重要である。日本銀行におかれては、量的緩和政策の解除の検討に当

たつては、この政府の経済政策の基本方針との整合性を十分考慮頂き、引き続き政府・日銀一体となったデフレ脱却に向けた取り組みを行って頂くことを改めて強く要望する。また、量的緩和政策解除の場合には、これまでの金融政策の目安が消滅することから、市場や国民の経済に対する予測可能性を高め、期待を安定化させるという国民への説明責任を果たすため、今後の日銀としての金融政策の透明性のある枠組みを示して頂くことを期待する。以上である。

福井議長

ただ今の政府からのご意見に対して、各委員の方からご意見、コメントがあればどうぞ。宜しいか。それでは議案と公表文の採決に入りたいと思う。大変恐縮である。

[政府からの出席者退室]

まず、金融市場調節方針の決定について議長案から採決に移りたいと思う。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

春審議委員

水野審議委員

西村審議委員

反対：中原審議委員

棄権：なし

欠席：福間審議委員

中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 7、反対 1。賛成多数である。反対は中原委員である。

福井議長

ただ今の件は出席委員 8 人のうち 7 対 1 ということで可決した。続いて公表文、「金融市場調節方針の変更について」の採決である。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

水野審議委員

西村審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：福間審議委員

中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。「金融市場調節方針の変更について」の公表に関する件であるが、賛成 8。出席されている委員方の全員一致である。

福井議長

ただ今の件については出席者全員の一致ということで可決した。続いて、「新たな金融政策運営の枠組みの導入について」の採決である。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

水野審議委員

西村審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：福間審議委員

中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。「新たな金融政策運営の枠組みの導入について」の公表に関する件であるが、賛成 8。先程同様全員一致である。

福井議長

本件についても出席委員全員の一致ということで可決した。ただ今決められた方針に沿って、白川理事、中曽金融市場局長におかれては、市場調節を宜しくどうぞ願います。それでは政府の方を願います。

[政府からの出席者入室]

大変恐縮であった。枠組み解除の案件については、賛成多数で可決となった。公表文二つであるが、これは出席委員全員の一致ということで可決した。何か追加的に政府の方からご意見はあるか。

赤羽財務副大臣

宜しいか。大変恐縮であるが、まず本日の会合において量的緩和政策の解除が決定された。先程、申し上げさせて頂いたように、解除後の金融政策運営にあたってはデフレ脱却を確実なものとするため、いわゆるゼロ金利の継続により金融面から経済を支えることの必要性、また市場の安定を確保することの必要性について、日本銀行も政府と認識を共有して頂けるものと理解している。繰り返しになって恐縮であるが、日本銀行におかれては景気回復を持続的なものとし、デフレからの脱却を果たすことが重要な政策課題であることを踏まえて、責任を持って金融面から経済を支えて頂きたいと考えている。引き続き政府の経済政策と整合的な、適切な金融政策に運営に努められるようお願いする。なお、本日の会合における政府側の対応については、議事要旨の公表を待たず、本日の決定会合の結果公表後に政府として公表せざるを得ないと考えているので、どうかその旨ご了承頂くよう宜しくお願い申し上げます。

福井議長

中城内閣府審議官からどうぞ。

中城内閣府審議官

本日の会合において、5年における量的緩和政策の解除が決定された。18年度中のデフレ脱却のため、引き続き政府・日銀一体となって取り組んでいくことが重要と考える。本日の決定でもゼロ金利政策の継続、長期国債買切オペの継続、補完貸付の継続等の具体的取り組み内容が決定されたが、実効ある金融政策運営を宜しくお願いする。また、市場の安定化等のためには、今回の決定の背景となった物価・経済情勢の見方、さらには先

行きの見方、デフレ脱却との関係等について、丁寧にご説明頂くことが肝要と考えるので、こちらについても宜しく願います。なお、赤羽財務副大臣からもお話があったが、本日の決定に関する内閣府の考え方については、本日夕刻予定の大臣の記者会見等で公表する予定であることを申し添える。以上である。

福井議長

本件の公表の件であるが、この会議終了後直ちに公表するというにしたいと思う。そして、物価安定についての考え方であるが、今日の公表文に加えて、やや詳しい背景説明を公表したいと思っている。これについては、通例の金融経済月報で行っているように、その背景説明となる資料を作成・公表するという意味である。本日の議論を踏まえて、執行部で本書を作成し、これは明日公表したいと思っている。そのような扱いで宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

V. 金融経済月報の検討

福井議長

それでは金融経済月報、基本的見解の決定に移りたいと思う。本日の会議の冒頭のところで執行部から説明を受けた例の横長のペーパーである。改めて今日の議論を踏まえながら再度ご検証頂きたいと思う。

門間調査統計局参事役

朝方の私の説明で一点だけ訂正をさせて頂きたい。国内企業物価のところの説明の中であるが、「2月の国内企業物価の3か月前比」と申し上げたが、1月の国内企業物価の3か月前比の間違いであった。内容は変わらないが若干リファーする月が違っていたのでお詫びをして訂正させて頂きたい。

福井議長

そのように了解して頂きたいと思う。と申し上げたうえで、さらにご意見があったらどうぞおっしゃって頂きたい。数字もこれで大丈夫か。

内田企画局企画役

市場関係の数字は大丈夫である。

福井議長

それではこれは決定案件であるので。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

水野審議委員

西村審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：福間審議委員

中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、出席委員全員の一致である。

福井議長

基本的見解については、出席委員全員の賛成ということで決定した。この基本的見解であるが、即日公表である。今日の15時公表を予定している。また、いつものとおり背景説明は、必要に応じ執行部で修文を施したうえ、10日金曜日14時に対外公表を予定している。

VI. 議事要旨（1月19～20日、2月8～9日開催分）の承認

VII. 2006年4月～9月の金融政策決定会合の開催予定日等の承認

福井議長

次に議事要旨の承認に移りたいと思う。1月19～20日、2月8～9日両日開催分の2回分であるが、既にお手許で十分チェックをして頂けたであろうか。それではこのまま承認案件として決議を採りたいと思う。続いて2006年4月～9月の金融政策決定会合等の日程である。これもお手許に案としてお配りしており、ご覧頂いたと思うが、これで宜しいか。それでは合わせて採決を採って欲しい。

[金融政策決定会合議事要旨（1月19～20日開催分）について

事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

水野審議委員

西村審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：福間審議委員

[金融政策決定会合議事要旨（2月8～9日開催分）について
事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

水野審議委員

西村審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：福間審議委員

[2006年4月～9月の金融政策決定会合の開催予定日等について事務局
より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

水野審議委員

西村審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：福間審議委員

中山政策委員会室長

議事要旨及び日程であるが、3本とも賛成8。出席委員の全員一致である。

福井議長

3件とも出席委員全員の一致ということで承認を頂戴した。公表であるが、議事要旨は3月14日火曜日、14時に対外公表する。それから決定会合の日程の方であるが、これは本日の会議終了後、速やかに公表とする。

VIII. 閉会

福井議長

以上で本日の議案を全て終了した。次回は4月10日、11日両日の開催予定である。なお、いつも申し上げているが、決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め厳に出席者限りの扱いということである。議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認確保の観点からこの場にいらっしゃる皆様方におかれては、くれぐれも厳正な機密管理をお願いしたいというふうに思う。以上をもって閉会とする。

(14時07分閉会)

以 上

平成18年3月6日

政策委員会議長殿

審議委員

3月8日、9日開催の政策委員会・金融政策決定会合を欠席するに当り、下記のとおり、意見を表明したいと思えます。

記

1. 量的緩和政策の枠組みを変更し、金融市場調節の操作目標を翌日物金利とすべきである。
2. その際、誘導目標は、ゼロ%とすべきである。
3. 当座預金残高は、金融市場の状況を点検しながら漸進的・段階的に削減すべきである。
4. 長期国債買入については、この段階で減額すべきでない。
5. 量的緩和政策の枠組み変更後の金融政策運営に際しては、物価の安定、情勢判断、金融政策運営方針について、透明性を一段と高めつつも、柔軟性を確保していくことが重要である。

以 上