

2006 年 8 月 3 日
日 本 銀 行

水野審議委員記者会見要旨

日時：2006 年 8 月 2 日

福岡県金融経済懇談会終了後、午後 1 時 30 分から約 30 分間

場所：福岡県福岡市

(問) 本日の金融経済懇談会における感想と福岡・九州経済についてどのような印象を持ったか、お聞かせください。

(答) 金融経済懇談会では、まず私から、国内・海外経済の現状、それから当面の金融政策運営、金融システム安定化への課題について説明させて頂きました。ご出席頂いた方からは、福岡県経済、金融政策運営について、色々のご示唆に富む意見を伺い、大変有意義でした。私からの説明は挨拶要旨をご覧頂ければと思いますが、以下のようなことを意見交換しました。

まず、福岡県経済について、日本銀行では日頃から福岡支店が調査を行っていますが、私から、その調査のポイントとして、地域毎に濃淡はあるものの、全体として回復が続けているということを申し上げました。金融経済懇談会に出席頂きました当地の行政、企業の代表の方々も、概ね同様のご判断だったと感じました。ただ、回復の中身について、地域間格差、業種間格差、規模別格差といった格差の問題についてご指摘があり、それらについて十分目配りをして頂きたいとのご意見を賜りました。また、当地での回復の中身について、設備投資、雇用面が良好になっているとのお話がありました。この二つは、日本全体の経済の中でもポジティブな動きをみせており、当地でもその動きが確認できました。

昨日福岡に到着して、自動車関連企業の経営者の方々にお会いして、生産現場も実際に拝見させて頂きました。そのほか、地元の経営者の方々との懇談の機会も得ました。一言で言えば、良くなっている企業は益々良くなっているとの印象を持ちました。一方、好調である自動車関連企業であっても、慎重な経営スタンスを崩していないとの印象も持ちました。さらに、原油を中心とする原材

料費の高騰が与える影響について、昨今の原油価格高騰の中、当然かと思われませんが、懸念する声が聞かれました。

また、本日の金融経済懇談会にご出席頂きました麻生福岡県知事、山崎福岡市長のご両名からは、当地行政のリーダーとして経済政策全般に対する意見を賜りました。具体的には、地域金融の重要性、特に中小企業の資金調達の多様化に関してご意見を頂きました。また、東京を中心とする都市圏と地方圏との経済活動の差異に対する目配りの重要性についてご示唆を頂きました。

（問） ゼロ金利解除後の市場の動向をどのようにご覧になっていますか。また、今後の利上げについてご意見をお聞かせください。

（答） 今回、挨拶要旨に個人的見解をかなり丁寧にまとめさせて頂きました。私は、ゼロ金利解除は、基本的に量的緩和解除のプロセスの一つであり、ここでそのプロセスが終わったとの認識を持っています。しかし、市場参加者の方々には、ゼロ金利解除後の金融政策について、どちらかというと私どものメッセージが素直に受け止められていないとの印象を持っています。その点については、4月末の展望レポートを踏まえた今回のゼロ金利解除はご理解して頂けたと思っていますので、10月末の展望レポートをしっかりと読んで頂けるように、そこにどのようなことを書き込むかをよく議論していきたいと思っています。

市場の動向についてのご質問ですが、挨拶要旨の中にもマーケットの動きについてコメントした部分があります。その前提として、日本経済の現状認識について「着実な回復」から「緩やかに拡大」に表現を変更し、潜在成長率の上振れリスクについても——前回の金融経済懇談会でも触れましたが——、コメントしています。長期債の利回りは、現在の日本経済の回復力等について過小評価しており、中短期債利回り、あるいはマネーマーケットの金利には、政策変更を受けてかなり動きが出てきたと感じています。また、株価については、市場参加者は景気回復の指標として株価の動きに重きを置っていますが、株価上昇・下落の背後にあるストーリーが大事であり、私は特に背景にあるファンダメンタルズは変わっていないとの判断をしています。

金融政策運営については、10月の展望レポートに向けて、まだ何を書くか考えている最中ですが、景気が順調に回復を続けるのであれば、次の一手に関する議論も考えていかなければならないと思っています。この場で、次はいつ動

く、あるいは何かが決まっている、といったことを言うつもりはありませんが、本日の挨拶要旨の中の個人的な景気判断の部分を読んで頂ければ、私が考えていることはご理解頂けると思っています。

(問) 本日の講演の中で、実質マイナス金利の拡大による景気刺激効果が大きくなりつつある、設備投資に関しても 9 月短観で設備投資が上方修正される可能性が高い、と判断されていますが、もし上方修正されれば、水野審議委員は設備投資に関して過熱気味だと判断されるのでしょうか。また、実質金利のマイナス幅が拡大する効果が強まるとされていますが、年内には実質マイナス金利をプラスにする必要があるとのお考えでしょうか。

(答) まず、実質金利は、期待インフレ率をどう定義するか、人によって違うと思いますが、とにかく期待インフレ率を使って実質金利をまず考えて頂きたいと思います。設備投資に関して過熱気味かどうかの議論は、短観以外の指標をみる必要があり、データをみなくてはならないと思っています。仮に、過熱気味ではないという判断になりますと、企業の設備投資は持続するということですから、そのインプリケーションとして二つの可能性があるということに言及させて頂きました。

1 点目は、4 月の展望レポートでは潜在成長率が 1.5%～2.0%程度——幅を持ってみなければなりません——という数字を出させて頂きましたが、この数字自体が正しいのかどうか、もう一度考える必要が出てくるかもしれません。2 点目は、設備投資が過熱ではないとすれば、4 月の展望レポートで述べた、景気は成熟局面に入る、すなわち、成長率は 2%台半ばから 2%程度と潜在成長率に向かって 2007 年度にかけて減速していく、という点について、この成熟のタイミングが少し後ろへずれる可能性を考える必要があるのではないかということです。本日は、この 2 つの問題を提起させて頂きました。そういう意味で、過熱気味かどうかの議論は答えがすぐに出るというものでもないと思います。

設備投資は足もと強く、短観のクセ等も考える必要がありますが、6 月から 9 月にかけて中小企業を中心に上方修正されてくると思います。その状況を踏まえると、今年度の成長率の見通しは、4 月時点の数字よりも、少なくとも私自身は上方修正することになり、その結果、政策委員の大勢見通しも変わるかもしれません。そうした場合、どのような政策運営が適切かという説明については、これまで、徐々に金利が上昇していく可能性が高い、実質マイナス金利は分かっているけれどもあえて金

利をゆっくりと調整していくとのメッセージを送っているわけですが、これを少し変えなくてはならないかもしれません。

もっとも、実質マイナス金利をすぐ解消しなくてはいけない、あるいは年度内に解消しなくてはいけないかどうか、というと、私自身は、インフレに対するアップサイドリスクが顕在化してきた場合には、実質金利がマイナスという状態は非常に危険だと思いますが、今は、インフレ期待が高まったというよりも、デフレイメントが消費者を中心に薄れてきたという状態だと思っていますので、当面極めて低い金利を続けていってもそれほど弊害はないと思います。

従って、消費者物価指数がどういうパスを辿るかわかりませんが、実質金利がマイナスであっても大きな弊害は今年度についてはないと、今の時点では思います。来年度はどうかというと、これはデータ次第ではありますが、仮に消費者物価がさらに上がっていくということになれば、インフレ期待に何らかの変化が生じた可能性があるか見極めなければならないと思います。もし、市場参加者のインフレ期待が変わったということになれば、放置すべきかどうかについてももう少し真剣に議論しなければならないと思いますが、まだそこまでの議論をするには時期尚早ですし、データ不足です。

それから市場参加者の物価観をみる限り、物価はこれから下がるとする参加者もいらっしゃる——私には理解しにくいですが——中で、今は、市場参加者と景気、物価に対する見方をできるだけ共有して頂けるよう情報発信をしていくことが一番大事なことだと思っています。

(問) 講演の中で、国債の10年物を中心に長期金利について若干低すぎるのではないかとのご認識を示されていますが、5年以下の中期ゾーンの金利がある程度金利正常化を織り込む中で、10年物を中心にこれだけ低い水準が続いている理由をどうお考えか、伺います。

(答) 私がそう思っているだけで、マーケットが正しいのかもしれませんが、おそらく中短期債利回りというのは、短期マーケットでやや未だ不安定さを残しながら動いていますので、当然反応する一方、長期金利は金利上昇が遅れると、ある程度は予想していました。ただ、私の3月の金融経済懇談会で、潜在成長率の上振れや中立金利に関する議論をした後、4月の展望レポートも踏まえて、もう少しマーケットの期待成長率、期待インフレ率が高まると思っていたのですが、市場参加者、エコノミスト

の方々の現時点での景気見通しは、どちらかというところ、アメリカ経済と株価に相当引っ張られているように思います。

もちろん、アメリカ経済がリセッションに陥るとか、株価が急落してそれが景気の先行き悪化のシグナルだということであればそうですが、アメリカ経済がソフトランディングを達成して、株価も調整はあったけれども、基本的には安定している、ということが正しいとすれば、債券市場の金利観は、時間が経てば、おそらく修正されてくると思います。

私どもが2回目の利上げをするかどうかは別として、今後の金融政策運営について、正しい理解が共有出来れば、長期金利についてはある程度調整され、今の水準よりも高いところにきても不思議ではないくらいに、日本経済は良くなっているとの気持ちで講演要旨を書きました。

短期金利については、今回、マネーマーケットについて、私なりに深い分析を行ったつもりですが、マネーマーケット自体、まだまだ、取り手と出し手のアンバランス等もあり、必ずしも正常化したとは言えない状況にあります。仮に、マネーマーケットが安定化しないうちに、マーケットに対して、あまり早めに次の政策の話を織り込ませてしまうと、混乱を来すおそれがありますので、そういう意味でもゆっくりと考えさせてもらうつもりであるとのメッセージを今送っているということです。

従って、長期金利が低すぎるのか、短期金利がマーケットのやや不安定な動きもあって上がっているのか、これは判断が分かりますが、中短期債利回りは、それなりに次の一手を意識している一方、長期債の金利は、次の一手というよりも、先ほど申し上げましたように、アメリカ経済や株価、特にアメリカの長期金利の動きにかなり影響を受けているのではないかという気がします。

(問) コールマーケットを中心に金利機能が正常化しない限りは、次の政策変更は慎重に対応した方が良いとお考えをお持ちですか。

(答) 少し誤解を招いたのかもしれませんが、正確に言うと、マネーマーケットが正常に機能するには、短期のイールドカーブが正常に立って来る必要があります。今のうちに次の一手に対して見方がかなり錯綜している中では、マネーマーケット機能の回復が阻害されるのは仕方がないと思っています。従って、私は量的緩和解除からゼロ金利解除までの期間があまり長くないほうがいいと思っていました。短期金融市場の安定のためにも、短期金融市場で金利観がある程度シェアされて、短期の

イールドカーブがスティープ化された状態が良く、仮に日本銀行の景気判断が正しければ、もう少し短期のイールドカーブが立ってくるはずです。それに伴って、マネーマーケットが今よりは正常化に一歩二歩近づいて行くのではないかと、そのような動きを想定しています。

(問) 地元の方から地域間格差について目配りをして欲しいと要望が出たということですが、これを踏まえて、金融政策をどのようにしていこうと考えているか、お伺いします。

(答) 正直申し上げて、金融政策に所得分配機能はないと思います。

低金利に慣れきっているマーケット参加者、あるいは、デフレが長かったせいもあってインフレ期待がなかなか高まり難いマーケットの状況を考えると、金融政策運営に当ってサプライズは与えない方が良くと思っています。最初ゆっくりとやるということは、金利がプラスの世界、金利復活と記事を書かれている方も多いかと思いますが、それに馴染まれていない方も多い中で、ゆっくりやっていく、逆に言いますと、政策金利の動き以上に市中金利が上がってしまう、先読みし過ぎて上がってしまった場合には、おそらく実体経済、特に中小企業については、厳しい環境になることも予想されるため、正しいイールドカーブが形成されるように、私どもは期待しているところであります。

金融政策の判断を行う上で、地方経済に目配りをするということは、日本経済全体の状況を判断する材料という意味では、非常に重要視しています。ただ、「特定の地域経済のために金利を動かす」ということは多分間違っていて、日本経済全体として地域を加重平均しながらみていくことが重要ではないかと思っています。従って、繰り返しになりますが、地方経済で起きていることは政策判断の材料として利用させて頂き、金融政策のあるべき姿を語る場合はサプライズを与えないということで配慮させて頂く、この程度しか残念ながら出来ないのが現実だと思います。

(問) 二つお聞きします。一つは講演録の 15 ページ 3 段落目「気掛かりなのは、ゆっくりとした金利調整という情報発信が、年内の追加利上げはないと誤って解釈され…」の部分について、こういうリスクをご指摘されていて、他にも須田委員が「年内に追加利上げがないと決め付けるのはおかしい」、あるいは福井総裁が、昨日、一部通信社とのインタビューで、「年内にないと言っていない」と 3 人とも同じよ

うなことをおっしゃっています。そうだとすると「ゆっくりとした」という情報発信自体が誤っているのではないかと思うのですが、この「ゆっくり」という表現自体に誤解を生むところがあるのではないか、というのが一つ目の質問です。

もう一つは、それとも関連しますが、先ほど 10 月末の展望レポートに向けて考えている最中であって、景気が順調にいけば次の展開を考えていかないといけないという趣旨のご発言がありました。「ゆっくり」という表現は金融政策については引き続き使っている訳ですけれども、次の展望レポートのタイミングで景気が引き続き物価安定の下で持続成長が続くという見通しが確認されれば、その 10 月末の展望レポートのタイミング、あるいは多少前後したタイミングで次の追加利上げがあっても不思議ではないと理解してもいいのかどうか、ということをお聞かせ下さい。

(答) 「ゆっくりと」という表現は、決して間違った表現ではないし、私自身も積極的にこういう言葉を使って良いのではないかと申し上げています。ただ、アメリカの F R B の **measured pace** あるいは **considerable period** などいろいろな言葉を使って政策金利の微調整を表現するときに、「ゆっくりと」とした表現が、どういう風に解釈されるかというのは、まさに政策を繰り返す間にこれはこういう意味であると理解されていくのではないかと思います。従って私どもが用いている「ゆっくりと」とした言葉は、決してスケジュールベースで政策を決めている訳ではないですよということを意識しており、これで正しい情報発信ではないかなと思っています。

ただ、次の段階として、「ゆっくり」とした金利水準の調整が「何か月かに一度こうです」という世界に仮になれば、その時はもっと表現について工夫を凝らしていく必要があると考えています。現時点では、「ゆっくりと」が「年内はない」ということを意味するという市場の見方に対しては、私どもは「そうは言ってませんよ」としか言うてはいません。

この点については、正しい、間違いではなく、誤解されるかどうかは別として、これは残念ながら次の政策が決定された時にどういう意味であったのかと解釈される表現だと思います。アメリカの **measured pace** が毎回 **25bp** とは最初は誰も思っていなかったことと同じことです。

二つ目については、まず景気判断が 4 月末の展望レポート通りなのかということがより重要です。4 月末の展望レポート通りであれば、利上げがあると言う方がいますが、私自身は、4 月末の判断通りよりも、10 月末の判断が上振れ

ている可能性は十分あると思っています。

4 月末の展望レポート、7 月の中間レビューの時は、私は、設備投資については悪くないが、消費についてはサービス消費が良いけれども全体感としては今ひとつの数字が出ている、という中で、概ね **on the track** ということで良いのではないかと判断しました。ただし、設備投資だけを考えると、短観の 6 月調査を見て弱いという人は誰もいない訳です。それをサポートする機械受注統計、資本財出荷（除く輸送機械）など各種設備投資の先行・一致指標をみると、上振れの可能性がより確かになってきています。それが実現した時には、景気全体の判断も変わり得るということだと思います。

そういう意味では、1 番目に 10 月末の展望レポートで示す景気判断が一番重要であって、2 番目にそれを受けてどういう表現を使って今後の金融政策運営を説明していくのか、3 番目に、実際にアクションを起すときには、サプライズは与えないということを意識しています。従って、市場参加者の間で、10 月末の展望レポートの表現振りや見通しの数字を、行間も含めてしっかりとシェアされてから動いても良いのではないかなという意味で、最初の質問に関係しますが、**「ゆっくりと」**と言っているとおかしくないと思います。

以 上