

2007 年 4 月 4 日
日 本 銀 行

最近の金融経済情勢について

(経済倶楽部における武藤副総裁講演要旨)

1 . はじめに

日本銀行の武藤でございます。本日は、経済倶楽部にお招き頂き、経済界の第一線でご活躍されている皆様とお話する機会が得られましたことを、大変嬉しく存じます。

本日は、まず、最近の経済・物価情勢についてお話し、次に、2月の政策変更に至った背景などを含め、金融政策運営の基本的な枠組みや考え方をお話したいと思います。

2 . 経済・物価の現状と先行き

(1) 世界経済

最初に、世界経済の現状と先行きから、話を始めたいと思います。

米国では、住宅市場の調整を主な背景に、景気の拡大テンポが減速しています。しかし、これまでのところ、こうした住宅市場の調整が経済全体に与える影響は限定的なものに止まっています。雇用者数の増加ペースの鈍化はごく緩やかであり、労働需給は依然として引き締まった状況です。こうしたもとで、個人消費は、雇用者所得の増加などに支えられ、その増勢鈍化のペースはマイルドなものに止まっています。また、企業部門についても、高水準の収益が続いており、設備投資が減速しつつも増加を続けるなど、総じて堅調です。住宅金融の面では、最近、信

用度の低いサブ・プライム層向けのモーゲージ・ローンの延滞率上昇を懸念する声があります。もっとも、モーゲージ・ローンのうち、サブ・プライム・ローンが占める割合は然程大きくなく、経済全体や金融システムの安定性を脅かすには至らないという見方が一般的です。もちろん、住宅市場の調整の帰趨はまだ見えていませんし、物価面ではコアのCPIが依然高めの伸びを続けていることから、引き続き、景気後退とインフレの上下双方のリスクに注意が必要です。ただし、これまでの動きを踏まえると、今後、ソフトランディングに向かう可能性、すなわち、この先緩やかな減速が続いた後、家計支出の調整が一巡するにしたがって潜在成長率近傍の安定した成長に向かう蓋然性が高いと判断できます。

欧州では、これまでの生産増加と企業収益改善が設備投資や個人消費の回復に繋がり、しっかりとした景気回復が続いています。本年1月には、ドイツで付加価値税の引き上げが実施されました。一部に駆け込み消費とその反動がみられたほか、1月以降の消費者物価が若干上昇しましたが、これまでのところ消費などに大きな影響は与えていない模様です。また、中国では、内外需ともに力強い拡大を続け、NIEs、ASEAN諸国・地域では、全体として、緩やかな景気拡大が続いています。

以上を纏めると、米国経済の多少の減速があったとしても、他の地域の拡大がこれを補い、世界経済全体としては、拡大を続けていく可能性が高いと考えられます。

こうした中で、2月の終わり以降、上海市場での株価大幅下落を端緒として、各国で大幅に株価が下落しました。米欧の社債などの市場では、特に格付けの低い社債と国債金利のスプレッドが開くなど、クレジット面での見直しもみられました。為替相場は、円高・ドル安の方向に動きしました。昨年5～6月にも、世界的な金融資本市場の調整 グローバ

ル・リスク・リダクションとされていますが、起こりましたが、その後、本年2月終わり頃まで、株価の上昇、社債等のスプレッドの縮小、円安という動きが続いてきました。今回の調整は、これらが巻き戻される形で生じています。世界の投資家は、グローバル・リスク・リダクションをこなしたことや、その後の金融資本市場の変動が比較的小さかったことから、積極的なリスクテイクを行っていたとみられます。今回中国株の下落や米国における一部経済指標の弱さなどをきっかけとして、こうしたリスクテイク姿勢の修正が行われたように思います。これまでお話してきたとおり、世界経済のファンダメンタルズに変調はみられていません。もっとも、金融資本市場の動向とその影響については、引き続き注意深くみていきたいと考えています。

(2) 日本経済

次に、日本経済についてみますと、世界経済が堅調に拡大を続ける中で、息の長い成長を続けています。2002年1月に始まった今回の景気拡大は6年目に入りました。

(企業部門)

まず、企業部門からみますと、輸出は、今申し上げた海外経済の拡大を背景に、増加を続けていくものとみられます。また、高水準の収益および内外の堅調な需要を背景に、設備投資は増加を続けていくと考えられます。短観3月調査の結果も、こうした企業部門の好調さを裏付ける内容でした。これによると、2006年度の企業の経常収益見込みは、前年比+6.2%と、前回12月調査時点の見通しよりもさらに上振れており、5年連続の増益となる見込みです。売上高経常利益率は、バブル期を上回る水準で推移しています。また、設備投資は、2006年度に前年比+9.5%と4年連続で前年度を上回る見込みであり、2007年度も、年度替わりの

この時期としては高い水準の計画となっています。もっとも、企業はグローバルな収益機会を意識した上で供給能力の拡大を図っており、資本市場による規律が強まる中で、個々の投資案件の採算を慎重に見極める姿勢は維持されているとみています。

また、生産は、内外の需要の増加を背景に、増加基調にあります。1月以降は若干の減産で推移していますが、これは自動車増産などにより大きく増加した昨年10～12月の反動による面があり、均してみれば、四半期で1%程度の増産が続いています。在庫については、全体としては概ね出荷とバランスのとれた水準にあります。ただし、電子部品・デバイスについては、これまでの新製品関連の作り込みの影響もあって、昨年後半からの在庫の積み上がりが解消されていません。世界的なIT関連需要は堅調であることから、この先、大きな調整に発展する可能性は低いとみられますが、この分野では世界的な供給能力の増加ペースが速いこともあり、今後の動きを注視していく必要があると考えています。

以上のような企業部門の好調な動きは、企業の業況感にも表れています。短観3月調査は、前述の金融資本市場の調整が生じている中で行われ、業況判断DIをみると、前回12月調査対比で、「良い」超幅は小幅縮小していますが、総じて良好な水準にあります。

（家計部門）

こうした企業部門の好調さは家計部門にも緩やかに波及しています。雇用者数は堅調な伸びを続けており、その内容をみると、パート労働者だけでなく、フルタイム労働者も増加しています。また、民間調査によると、企業の今年度の新卒採用は、昨年度よりも増加する計画です。

ただし、企業部門が好調な割には、「家計には景気拡大の実感が伴わない」としばしば言われていることも事実です。こうした声が多い点については、賃金の動向が関係していると思います。一人当たり名目賃金

の伸びは引き続き緩やかであり、足許はやや伸び悩んでいます。特に所定内給与は、このところ前年を幾分下回る状況が続いています。企業収益が高水準を続けているにもかかわらず、このように賃金の動きが鈍い背景としては、企業がグローバルな競争の高まりや資本市場からの規律の強まりを受けて、収益性重視の観点から人件費抑制スタンスを根強く維持していることがあげられます。また、労働者の側でも、過去の厳しい雇用環境を意識して、引き続き安定した雇用に重きを置いている点も影響していると思われます。さらに、このところ、賃金水準が高い団塊世代の退職者が増加しており、こうしたことも、足許の一人当たり名目賃金の伸び悩みに働いているものとみられます。

一方で、短観3月調査の結果が示すように、企業の人手不足感が高まっています。15歳以上人口が頭打ちとなる中で、企業の雇用者数が伸びていくのであれば、賃金の上昇圧力は次第に高まっていくものと考えられます。また、一般に、所定内給与の弱さに注意が集まりがちですが、雇用者数の増加のほか、パート・派遣社員の賃金上昇、株式配当の増加などの様々なルートを通じて、企業部門から家計部門への波及が進行している点を見過ごしてはならないと思います。

確かに企業部門から家計部門への波及は緩慢ですが、雇用者所得は、今後も高水準の企業収益を背景に、雇用者数の伸びなどに支えられて、緩やかな増加を続けるとみられます。

こうした緩やかな雇用者所得の伸びを背景に、個人消費も底堅く推移しています。昨年夏場には、天候不順や新製品投入前の買い控えといった要因が重なり、個人消費が一時的な落ち込みをみせました。その後も暖冬の影響により、冬物衣料品の販売が不振であったことから、百貨店、スーパーなどの販売統計が冴えない動きをみせましたが、年明け後のセールは好調でしたし、春物衣料品の販売も増加している模様です。家電販売も、薄型テレビなどのデジタル家電、新型ゲーム機が好調であり、

このところ増加基調がはっきりとしてきています。また、外食、旅行などのサービス消費も、総じて堅調な動きです。先行きの個人消費は、大きな伸びは期待できないにしても、雇用者所得の増加を受けて、緩やかな増加基調をたどると予想されます。

以上のように、日本経済は、生産・所得・支出の好循環という基本的なメカニズムは働き続けており、今年度も、潜在成長率をやや上回るペースで、息の長い景気拡大を続けていくと考えています。そうだとすると、年度ベースでは 2003 年度以降、2 % 程度のほぼ等速の成長が続く姿となります。景気拡大が長期化する中にあっても潜在成長率を幾分上回るとみられる高めの成長を続けるのは、財政再建による下押し圧力が働く一方で、さきほどお話したとおり、世界経済が高成長を続け、緩やかな金融環境が維持されていることによるものです。

（物価情勢）

次に物価の動きに話を移したいと思います。このところ、原油価格など、国際商品市況の既往の反落が、物価の動きに影響を与えています。原油価格は、昨年 8 月以降、下落し、本年入り後は北米における暖冬などを背景に、さらに大きく下落しました。その後、北米への寒波到来や米国の戦略備蓄増加、地政学的リスクなどを背景に、幾分反発するなど、やや振れの大きい展開となっています。また、非鉄金属は、高値圏内において、銅を中心に本年初にかけて下落していましたが、足許では反発してきています。

物価指数に即してみますと、国内企業物価については、今申し上げたこれまでの国際商品市況反落の影響により、足許、弱含みで推移しています。目先は、こうした国際商品市況反落の影響から、国内企業物価の弱含みないし横ばい傾向が続くと考えられます。

また、消費者物価（全国、除く生鮮食品）については、昨年秋口から

前年比伸び率を低下させており、先日公表された２月の指数は、前年比０.１％の低下と、昨年４月以来の前年割れとなりました。これには、原油価格の反落を受けてガソリンなどの石油製品価格の上昇率が鈍化し続け、足許ではその価格が下落していることが大きく影響しています。また、携帯電話の低料金プラン導入も、足許、下押しに作用しています。

ただし、物価を巡る基本的な環境をみると、先行き物価上昇圧力は高まっていくとみられます。短観３月調査によると、設備が不足していると感じる企業の割合が過剰と感じる企業を上回っているほか、企業の人手不足感も強まっており、資源の稼働率は確実に高まっています。また、マクロ的な需給ギャップを推計すると、需要超過方向で推移しています。さらに、これまで、物価押し下げに作用してきたユニット・レバー・コスト、すなわち生産１単位当たりの人件費についても、先行き、賃金の上昇傾向が徐々にはっきりとしていくにつれて、物価への下押し圧力を弱めていくものと考えられます。こうした環境変化の方向を踏まえると、より長い目でみれば、消費者物価はプラス基調をたどっていくと予想されます。もっとも、経済のグローバル化進展の影響などから、需給ギャップに対する物価の感応度がこれまで予想されていたよりも低下していたり、先行きの賃金の回復が遅くなるなど、物価が上昇しにくい状態が続く可能性も存在する点には、引き続き注意する必要があると考えています。

３．金融政策運営

（「金融政策運営の枠組み」）

以上のような経済・物価の展望を踏まえて、日本銀行は２月の金融政策決定会合において、政策変更を行いました。この政策変更は、昨年３月に導入された「金融政策運営の枠組み」に沿って、行われたも

のであり、この枠組みのもとでの政策変更としては、昨年7月のゼロ金利解除に続く2度目のものです。政策変更に至る判断についてお話しする前に、この枠組みの概要をご説明しておきたいと思います。

この枠組みは、昨年3月に量的緩和政策を解除し、金利コントロールによる政策運営に復した際に導入されたもので、3つの要素から構成されています。すなわち、第一に、「物価の安定」についての明確化、第二に、2つの「柱」に基づく経済・物価情勢の点検、そして第三に、当面の金融政策運営の考え方の整理です。

それぞれについて若干敷衍すると、まず、金融政策の目的である「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」であると考えています。その上で、金融政策運営にあたり、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を「中長期的な物価安定の理解」として公表しました。これは、消費者物価指数の前年比で表現すると、0～2%程度であり、委員の中心値は大勢として、概ね1%前後で分散していました。各政策委員は、政策判断を行う上で、こうした考え方や理解を念頭に置いています。なお、「中長期的な物価安定の理解」は、グローバル化の進展や情報通信技術の発達など経済構造の変化に応じて徐々に変化し得る性格のものです。このため、日本銀行では、原則としてほぼ1年ごとに点検を行うこととしています。

第二の要素は、経済・物価情勢の点検を通じて政策判断を行うための視点としての2つの「柱」を明確にした点です。まず、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どうかという観点から点検を行います。大切なのは「先行き」の見通しを評価するということです。これは、金融政策の効果

が経済や物価に波及するまでには、かなりの期間を要するためです。したがって、政策運営にあたっては、先行きの経済・物価動向を見越しながら、すなわち、フォワード・ルッキングに対応することが必要となります。その核となるのは、できるだけ蓋然性の高い見通しを立てることです。日本銀行では、経済・物価情勢の先行き１年半から２年程度の見通しを作成し、これを毎年４月と１０月に発表する「経済・物価情勢の展望」と題するレポート、いわゆる「展望レポート」の中で公表しています。そして毎回の金融政策決定会合では、新たな指標や情報を丹念に分析し、常に新たな目で、蓋然性の高い見通しを描くように努めています。その意味で、足許までのデータを丹念に分析すること、すなわちデータ・ディペンデントであることは、フォワード・ルッキングな政策運営と全く矛盾するものではなく、むしろこれに不可欠なものといえます。

ただし、如何に丹念な分析を行っても、将来のことである以上、見通しには常に不確実性が伴います。金融政策を行うにあたっては、蓋然性の高い見通しと異なる経済・物価の姿が実現するリスクやその場合のコスト、また、見通し期間を超える中長期の経済・物価動向に影響を及ぼすようなリスク要因についても、吟味する必要があります。そこで、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、金融政策運営にあたって重視すべき様々なリスクを点検します。このように第２の柱は、第１の柱でカバーしていない部分について点検するものですから、２つの柱は相互に補完的なものであり、常に両方の柱の視点に立って、点検を行います。その時々状況によって、いずれか一方に基づいて、あるいは一方に重きを置いて政策判断を行うという仕組みではありません。

第三点としては、このような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」において公表していくこととしています。

（２月の政策変更）

さて、２月の金融政策決定会合では、さきほどお話した経済・物価情勢を踏まえ、２つの「柱」による点検を行った結果、政策変更の判断に至りました。

まず、第１の柱からは、１月会合以降、内外で様々な指標が公表されましたが、それ以前に入手できていたデータや情報もあわせて、政策委員会で丹念に分析・検討した結果、日本経済の先行きを展望すると、生産・所得・支出の好循環が働くもとで、息の長い拡大が続く蓋然性が高いとの判断に至りました。さきほど詳しく申しましたとおり、世界経済は地域的な拡大をもってバランスのとれた拡大を続けており、この点は、例えば、先般のＧ７においても各国の共通の認識となっています。国内面では、２００６年第４四半期の主な指標が出揃いましたが、企業部門では、好調な収益を背景に設備投資の増加が続いています。個人消費については、昨年夏場の落ち込みは一時的であり、緩やかな増加基調にあると再確認されました。また、物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）は、原油価格の動向などによっては目先ゼロ近傍で推移する可能性があります。しかし、より長い目で見通すと、資源の稼働状況が高まっており、今後も景気拡大が続くと考えられることから、消費者物価は基調として上昇していくと判断されます。つまり、フォワード・ルッキングな視点に基づいて１～２年先の経済や物価の姿を展望すると、目先、消費者物価の前年比がマイナスとなることはあっても、経済・物価の基調を成すメカニズムからみて、物価が上昇基調をたどる可能性が高い、という判断です。こうした経済・物価の見通しを、さきほどご説明した物価安定の考え方や「中長期的な物価安定の理解」を念頭に置いた上で評価しますと、物価安定のも

とで持続的成長を実現する蓋然性が高いと考えられます。

こうした見通しは、市場参加者や企業などの民間経済主体が、先行きある程度の政策変更を織り込んだうえで、経済活動にかかる意思決定を行っていることを前提としたものです。したがって、経済・物価の改善が展望できる中で、その変化に応じて徐々に政策金利水準を調整することは、こうした見通しに沿った経済・物価の姿の実現を円滑に進めることとなり、ひいては息の長い成長に繋がると考えられます。

次に、第2の柱、すなわち、長期的な視点を踏まえつつ、金融政策運営という観点から重視すべきリスクを点検すると、経済・物価情勢の改善が展望できることから、それまでの金利水準を維持した場合、金融政策面からの刺激効果は次第に強まっていくと考えられます。こうした状況のもとで、仮に低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するような場合には、金融機関や企業などの経済主体は、そうした期待を前提として、行動することになると考えられます。その結果、金融資本市場において、行き過ぎたポジションが構築されたり、非効率な経済活動に資金やその他の資源が使われ、長い目でみた資源配分に歪みが生じるおそれがあります。このことは、息の長い成長を阻害する可能性があります。こうした点については、昨年10月の「展望レポート」においても、蓋然性は高くなくとも、顕現化した場合のコストの大きさという観点から金融政策運営上考慮すべき要因のひとつとして指摘していました。あくまで将来のリスク要因であり、現在そうした問題が発生しているということではありません。

なお、こうした考え方を捉えて、今回の政策変更は、足許の為替相場や円キャリートレードを直接のターゲットとしたものという見解も耳にしますが、考え方の趣旨は今申し上げたとおりであり、そうしたことはありません。金融政策は、経済・物価情勢を丹念に点検しなが

ら、日本経済が物価の安定のもとで持続的な成長を実現することを目的に運営しています。為替相場を含め金融資本市場の動向は、経済・物価情勢に影響を与え得るものですから、そうした観点から考慮するというのが基本的な考え方です。

2月の会合では、このような検討の結果、経済・物価が望ましい経路をたどっていくためには、この際金利水準の調整を行うことが適当と判断し、政策金利である無担保コールレートのオーバーナイト物の誘導目標を「0.25%前後」から「0.5%前後」へと引き上げました。

また、これにあわせて、補完貸付の適用金利を0.4%から0.75%に引き上げ、コールレートの誘導水準とのスプレッドを0.15%から0.25%に拡大しました。補完貸付金利は、オーバーナイト金利の上限を画すものです。補完貸付金利とコールレートの誘導水準とのスプレッドが小さいと、コールレートの誘導目標からの乖離は小さくなりますが、市場における自由な金利形成を阻害しやすくなります。昨年7月のゼロ金利解除後も、コールレートは安定的に推移しており、短期金融市場がその機能を徐々に回復してきたことを踏まえ、このスプレッドを幾分拡大しても安定的なレート・コントロールに支障はないと判断しました。

(先行きの金融政策運営の考え方)

先行きの金融政策の運営方針については、従来と同様、「極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持しながら、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準の調整を行うことになる」と考えられます。その上で、具体的な政策は、毎回の金融政策決定会合で、経済・物価の先行きを丹念に分析し、委員の間で十分議論を尽くして決定していきます。これまでも繰り返し申し上げてきていることですが、今後の政策対応について、私どもが予めスケジュールを持っている訳ではあり

ません。

市場やメディアから、こうしたプロセスは「正常化」なのか、という質問を受けることがあります。が、「正常化」という言葉は色々な意味で使われているように思います。もし、これが「いわゆる中立的な水準などの一定の水準に向けて、スケジュール感を持って金利を調整すること」を意味するということでしたら、私どもは、そのような考え方は採っていません。日本銀行の金融政策運営の考え方は、今申し上げたとおり、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持すること、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準の調整を行うこと、であり、この点について政策委員の考え方は一致しています。したがって、金利水準の調整は、「経済・物価情勢の変化に応じて」スケジュール感を持つことなく行うことになります。仮に、そうしたプロセスを「正常化」と呼ぶのであれば、私どもは、経済・物価情勢が正常化していくにしたがって、それにに応じて徐々に金利水準を調整していくと言っても良いかもしれません。いずれにしても、私どもとしては、「展望レポート」や2月の政策変更の際に記述した基本的な考え方を、そのままの文章として理解頂くことが最も誤解が少ないのではないかと考えています。

（市場との対話）

ところで、2月の政策変更を巡っては、その可能性が取りざたされるようになった昨年末からの市場との対話で混乱があったのではないかと、という声があります。私どもとしても、ご批判は謙虚に受け止め、より良い対話のあり方を模索していきたいと思っています。

そうした意味で、中央銀行と市場との対話のあり方について整理しておくことは有益だと思います。金融政策は金融市場や金融機関の行動を通じて効果を発揮するものですので、その透明性を確保すること

は、政策に関する国民へのアカウンタビリティを保つだけでなく、金融政策の有効性を高めることに繋がります。

金融政策の透明性は、方法および内容の双方において必要なことです。方法という面では、日本銀行では、「展望レポート」をはじめ、金融経済月報、議事要旨、記者会見などの、多くの人が容易に手にできる各種媒体を通じて情報を発信しています。また、内容という面では、中央銀行が発信すべき情報とは、経済・物価情勢に関する判断と金融政策運営についての基本的な考え方の2つだと考えます。市場参加者は、こうして発信された情報を、自らの経済・物価に関する情勢判断と照らし合わせて金利観を形成し、中央銀行は、形成された金利、イールド・カーブに現れた市場の経済・物価認識を読み取ることができます。私どもが念頭に置いている市場との対話とは、こうした双方向のコミュニケーションです。

一般に、こうしたプロセスにおいて、具体的な政策変更のタイミングを示唆することは好ましくありません。そうしたことをすれば、市場参加者は自らの経済・物価観に基づいて取引を行うことなく、中央銀行の示唆するタイミングを前提とした取引を行うことになり、双方向のコミュニケーションとは言い難いものとなります。また、日本銀行をはじめとして主要国の多くの中央銀行では合議制による政策決定を行っておりますので、そこでの議論を踏まえることなく、政策変更の有無やその特定のスケジュールを予め示すことは、考えられません。

日本銀行としましては、今後とも、こうした考え方に立って、経済・物価情勢に関する判断と金融政策運営についての基本的な考え方の2つを丁寧に説明していくという姿勢を貫きたいと考えています。また、市場との対話を一層有意義なものに育てていくために、市場においても、こうした考え方がより広く認知されることを期待しています。

4．おわりに

以上、経済・物価情勢の展望と金融政策運営について、市場との対話に関する話題も交えながら、お話してきました。

日本銀行は、今月末には新たな「展望レポート」を公表し、2008年度までの経済・物価の見通しをお示しする予定です。また、「中長期的な物価安定の理解」については、「新たな金融政策運営の枠組み」を導入してから最初の点検の時期を迎えます。

日本銀行としましては、こうした積み重ねの中でこの枠組みにさらに磨きをかけながら、金融政策を適切に運営し、物価安定のもとでの持続的な経済成長の実現に、引き続き貢献していきたいと考えています。本日は、ご清聴ありがとうございました。

以　上