

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2005年3月15日（13:59～16:06）

3月16日（9:00～12:39）

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（ ” ）

植田和男（審議委員）

須田美矢子（ ” ）

中原 真（ ” ）

春 英彦（ ” ）

福間年勝（ ” ）

水野温氏（ ” ）

政府からの出席者：

財務省

石井道遠

大臣官房総括審議官（15日）

田野瀬良太郎

財務副大臣（16日）

内閣府

浜野 潤

政策統括官（経済財政運営担当）

（執行部からの報告者）

理事

平野英治（16日）

理事

白川方明

理事

山本 晃

企画局長

山口廣秀

企画局参事役

鮎瀬典夫（16日 9:00～9:17）

企画局企画役

内田真一

企画局企画役

山岡浩巳

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

秋山勝貞

政策委員会室審議役

武井敏一

政策委員会室企画役

村上憲司

企画局企画役

山田泰弘（16日 9:00～9:17）

企画局企画役

正木一博

企画局企画役

新見明久

金融市場局企画役

坂本哲也（16日 9:00～9:17）

## I. 開会

福井議長

宜しいか。それではお揃いなので政策決定会合を開催する。

(13 時 59 分開会)

今日と明日と 2 日間に亘る開催だが、今日は金融経済情勢に関する執行部の説明を伺って若干の討論を行いたいと思う。明日は情勢に関する討議、そして金融政策の運営に関する討議、そして決定というプロセスを経たいと思う。政府の方からは本日、財務省から石井大臣官房総括審議官に、内閣府から浜野政策統括官にお越し頂いた。宜しく願います。いつも申し上げているが会合の中での発言は全て記録させて頂く。それ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説明だが、最初に金融調節、それから金融為替市場の動向について白川理事と中曽金融市場局長から願います。各説明毎に若干の質疑応答の時間を入れたいと思う。宜しく願います。

## II. 金融経済動向についての執行部からの報告

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

中曽金融市場局長

それではお手許の追加資料 1、2 に沿ってご説明する。早速だが図表 1-1 である。当座預金残高は前回決定会合以降暫くは 34 兆円ないし 33 兆円台で推移していたが、最も資金不足が深くなる 3 月の初めの 2 日には 30.46 兆円、それから 3 日には 30.54 兆円となって、結果ターゲットを割り込むことは回避した。この間、オーバーナイトコールレートの方だが 1/1,000% で安定的に推移しており、ペイオフ完全解禁を控え特段の不安材料は引き続き今のところは見当たらない。続いて図表 1-2 である。当座預金の主体別保有状況をご覧頂くと、都銀が足許では 18 兆円台と、意図せざる預貸の改善から高水準をキープしている。一方外銀は、足許では 4

兆円を切るところまで低下してきている。ちょうど去年の今頃が8兆円位であったので、その半分に減ったことになる。これは円転コストのマイナス幅の縮小が主因と考えている。図表 1-3、資金需給についてご覧頂きたい。2月中、銀行券はほぼ当初見通しどおりになったのだが、財政等はFBの発行額が2月の後半から1回当たり5兆円が4.7兆円に減額されたことから、不足幅が幾分縮小し、その分オペの負担が軽減されたところである。ところが3月に入ると月初から銀行券が予想に比べて多く出るようになってきて、資金需給が不足の方へ大きく振れた。具体的には1日から3日までの銀行券だけで、累計6,500億円不足幅が大きくなった。この結果、3月2日、3日の当座預金残高維持に向けた調節運営の最終局面に向けて不確実要因が加わることになった。こうした中で、オペの実施状況であるが、図表 1-4 をご覧頂きたい。3月の初めの大幅な資金不足に向けた供給オペの積み上げは2月の初め頃から本格化させたが、その頃の見通しでは3月3日の当座預金残高が28兆円を切るとの可能性も排除できなかった。そこで札割れを前提に供給オペの頻度を引き上げた結果、2月中にオファーした供給オペの本数は合計で43本と去年の同時期の5割増しになった。自分達としては何とかターゲットを維持するために色々な工夫を施したのだが、この表のシャドーが掛かった部分にお示しするように各種オペで札割れが続いた訳である。2月の下旬に掛けての本店買入オペとか、あるいは国債買現先オペをご覧頂くと、応札倍率が0.2倍辺りまで低下しており、パフォーマンスが一段と悪化した様子がお分かり頂けるかと思う。この表にはお示ししていないが応札倍率だけではなくて、応札先数も低下した。例えば本店買入手形では、去年の秋頃は、大体10数先毎回应札があったのだが、この2月の下旬では4先あるいは6先、そういった数に減る寂しい結果となった訳である。そうした中で相対的に良いパフォーマンスを示したのが短国オペである。これは一部のオペ先が年度末の財務諸表の見栄えに配慮して、膨らみ過ぎたバランスシートを短国の日銀への売却によって圧縮しようとしたことが背景である。ところが短国オペに意外にも札が集まることになり、ディーラーの間には元々短国市場はやや過

熱感があったので、ひょっとしたら市場に短国がだぶついているのではないか、そういった思惑も広まり、それがさらに次の短国オペの応札倍率を高めるといった自己完結的なサイクルが働くようになった訳である。我々としては、そういったせつかくの好環境を上手く活用しきるという観点から、表にあるように、2月16日から3月3日まで累計すると4兆円の短国を買い入れたところである。このようにターゲット維持に向けた調節運営はかなり短国オペに依存する形になった。最終局面、3月に入ってからなのだが、先程申し上げたように銀行券発行増を主因に、資金需給が大幅に不足に振れ始めた。従って3月2日の夕方の時点で翌3日の当座預金残高の着地見通しは、30兆100億円とかなりきわどい水準になった。この頃は連日銀行券が1,000億円単位で不足方向に振れていたもので、そのままではターゲットを割り込むリスクがあると判断して、3日午前中の即日本店手形買入オペで5,000億円をオファーしたところである。確実な集玉を図る観点から、このオペのタームはこれまでの最長の321日、これは11か月になるが、そこまで伸ばして年末越えのオペとした。去年の年末越えオペは、7月下旬に実施していたので、今年は4か月以上もこれを早めたことになる。この結果、3月3日の当座預金残高は先程申し上げたように30.54兆円で着地をした。これ以降、次回決定会合までの間は、資金需給面からオペの負担は軽減するので、ターゲット維持が困難となる事態は想定していない。相変わらず札割れが続いているが、ペイオフ解禁の前でもあるので、期末に向けては淡々と供給オペをオファーしていこうと考えている。月末には公共事業、それから交付金などの払いがあるが、現時点では去年の9月末に続いてこの3月末もターゲットレンジ内での着地を目指したいと考えている。勿論、資金偏在が起きて市場の一部に逼迫感が生じないかという点はよく見極めながら対応していきたいと考えている。図表1-5でABC Pの買入状況をご覧頂く。買入のペースなのだが、これまでは月二回のペースが定着していたが、2月中は少しでも供給オペ残を積み上げるといった観点から、9日、16日、24日と3回オファーした。金融調節の観点からは、年度末を越えると今度は6月の初めの税揚げが次の

山場である。それを展望しながらオペ残高を積んでいく必要があると思っている。この間、図表1-6(1)のグラフにお示しするように、このところコール市場の残高が増加してきている。先週末の残高は9.1兆円であり、約3年前の水準に回復している。(2)の取り手の業態別内訳を見ると——黒塗りのところが外銀なのだが——、外銀が資金調達を為替スワップ市場からコール市場にシフトバックしており——白抜きの部分、これは証券会社だが——、証券会社が株価上昇に伴う売買の拡大から市場調達を増やしている。こういったことが最近のコール市場の拡大の背景とみている。図表1-8である。買入適格A B C Pのプログラム数は12件であり、従来の13件から1件減っている。続いて金融・為替市場の動向について図表2-1以降でご説明していきたいと思う。まず、ターム物のレート推移を(2)の表でご覧頂くと、短国レートだが元々先程申し上げたように荷もたれ感みたいなものがあって強含んでいたのだが、3月3日を過ぎる頃からレートがさらにジワリと上昇してきた。足許ではF Bの3か月物で4/1,000%、それからT Bの1Yで8/1,000%位になっている。これは3月3日を過ぎて、日銀の短国買入オペがそれまでのように頻繁には行われなくなるだろうといった観測が広がってきたこと、それから期末が接近してきたので、投資家が購入姿勢を慎重化していることが要因であろうとみている。このように短国レートはやや上昇したのだが、実際に荷もたれがあるのかどうかということになると、レポレートをご覧頂くと、これはいわば在庫ファイナンスのレートなのだが、こちらは2/1,000%でほとんど動いていないので、実際には今のところそんなに重くないのではないかとみている。続いて図表2-2の円転コストだが、これは上のグラフ、あるいは中段の表から読み取れるように、各タームで着実にマイナス幅が減少しており、外銀にとって当座預金保有との間の裁定機会が後退していることが見て取れる。それから下のグラフ、黒い実線でお示したフォワード・レート・カーブだが、破線でお示した前回決定会合以降、僅かながら上方へシフトしている。次に長期金利、図表2-3である。長期金利は前回決定会合以降、幾分上昇している。これは株価が上昇基調にある

こと、先月来、鉱工業生産指数など幾つかの景気指標が予想比上振れしたことが背景であり、10 年債では、その後新たに発表された景気指標を確認しながら 1.5% を挟む動きになっている。図表 2-4 にいてイールド・カーブの変化幅を (2) のグラフでご覧頂く。これをご覧頂くと中期ゾーンを中心に上昇していることが見て取れる。ただ、その先の 20 年といった超長期ゾーンでは、生保などの機関投資家の買い需要がそれなりに強い、つまり資産、負債のデュレーション・マッチングといった観点から、このゾーンについては機関投資家の根強い投資姿勢があるので、上昇幅が相対的に小さくなっていると考えられる。図表 2-5 だが、長期金利は 3 月の初めに掛けて若干上昇したのだが、そのメカニズムを見ると先物主導、プレイヤー的に言うと先物市場の主なプレイヤーである外国人主導、そういった側面があったのではないかと思っている。上段のグラフはシャドーの部分为先物の建玉、黒い実線が先物価格の動きを示したものである。やや纏まった山が 2 月に掛けてある。この山の登り坂の局面は主として外国人が先物を買いたててポジションを積み上げていた時期である。この時期は債券価格が上昇して利回りが低下したところである。それが景気指標の上振れなどを材料に利食いのためにこのポジションが巻き戻され、これが山の下り坂の局面なのだが、売り戻されたことから債券価格が下落、利回りが上昇に繋がったとみている。図表 2-6 に移り、直近のサーベイで市場参加者が注目する利回りの変動要因を見ると、(1) のグラフにお示しするように、最近では景気動向、それから株価、短期金利、金融政策の運営スタンスに対する注目が強くなっている。(2) のグラフに表われているように、これらの要因は最近では金利上昇要因として意識される度合いが高まっているようである。ただ、これをオフセットする要因もある。まず、需給面では先程申し上げたが、生保などの機関投資家が、ここへきてややホームバイアスを強めていて潜在的な JGB の買い需要は根強いものがあると思っている。それから物価面では金融政策にリンクした CPI が容易には上がりそうもない、こういった見方が債券ディーラーの間には共有されている。このためイールド・カーブの上昇を抑え込む力も相応に働く

と見ているので、この先、金利が直線的に上昇していくことにはなりにくい地合いであろうと見ている。次に図表 2-7、クレジット市場だが、クレジット市場については今回から掲載する資料の一部を見直している。つまり、市場が発信する企業とか銀行の信用力情報の大きなトレンドを読み取れるよう、グラフ類を若干簡略化している。具体的には (1) の社債流通利回りの対国債スプレッドについて、従来はダブル B 格を掲載していたが、これを除去している。ダブル B 格は個別銘柄の影響が強過ぎるので、集計統計としての質を保てないと判断したことが背景である。このグラフでお示ししているトリプル B 格以上の銘柄については、低水準で横這いが続いている。それから (2) の CDS・プレミアムでは、従来は格付け別の水準を掲載していたのだが、これに替えてダウジョーンズ・アイトラックス・CJ という指標を新たに採用している。これは主要な日本企業 50 社の CDS・プレミアムを集計した、言ってみれば CDS 市場のベンチマークである。ちょうど株の TOPIX に相当する指標とご理解頂ければと思う。この指標を見るとグラフに示されるように引き続きタイトな状況が続いている。図表 2-8 (1)、(2)、つまり銀行セクターの国内債のスプレッドと CDS・プレミアムについても全体のトレンドをご覧頂く観点から従来の個別行の動向に替えてメガバンクの平均値をお示ししている。こうして見るとスプレッドもプレミアムもいずれもタイトな状況が続いており、大きな変化は窺われない。続いて株式市場である。図表 2-9 である。株価は、前回決定会合以降、景気回復期待の高まりを背景にして上昇基調を辿っている。日経平均は足許 11,900 円近傍にある。最近の市場の特徴という点では、例えば 3 月 7 日まで 8 営業日連続で株価が上昇しており、出来高が 20 億株を越える日もあるなど、取引が活性化する兆しがあるといった点を指摘できるのではないかと考えている。ただ、次の図表 2-10 なのだが、主体別の売買動向ということになると相変わらず海外投資家が中心の市場である。この表にあるように 2 月中も海外投資家は一貫して買い越しを続けている。実際、海外投資家は足許再び日本株選好を強めているようであり、有力サーベイなどによるとユーロ圏であるとか、あ

るいはエマージング、アジアを抑えて日本株が今後1年間で最もオーバーウェイトにしたい市場とランクされているようである。ただ、足許の我が国の株価上昇は、(2)のグラフで示すように、今のところはエネルギー、それから素材、こういったところが牽引していて、言い換えると電機であるとか情報・通信、そういったところも含めた裾野の広い分野での上昇という構図にはまだなっていない。続いて為替相場、図表2-11である。為替相場については、(1)のグラフの黒い実線がドル/円であり、表をご覧ください。前回決定会合以降ほぼ横這いである。これは日米のファンダメンタルズがともに改善傾向を示しているのもドルの売り・買いの両材料が拮抗する形になったのが背景であろうと思っている。一方、ユーロはドルに対してこの間上昇している。これは原油高などもあって、一部の産油国であるとか、あるいは中銀と思われる筋の外準調整絡みのユーロ買いが続いていることが背景。このためユーロについては表をご覧ください。最近では対ドルで1.34ドル付近、対円で140円付近まで上昇してきている。図表2-12だが、いわゆるヘッジファンドなど短期筋の資金の動きがここへきて再び活発化しているようである。こういった資金は各種金融市場とかコモディティ市場に入ってきているようである。入ってきている市場の一つと思われるのはこちらでお示ししている原油先物市場である。このグラフにお示ししているように足許で投機筋のポジションが再び積み上がっている。その規模は原油価格が高値を更新した時、去年の10月位だが、その頃を上回っている。続いて図表2-13である。短期筋の資金が流入しているもう一つの領域はここでお示ししている、いわゆる高金利通貨であるとか、資源国通貨と呼ばれている通貨の市場である。このグラフで示すように各通貨はこのところドルに対して全般に上昇してきている。図表2-14である。さらにそういった短期資金は、韓国、台湾、タイ、こういったアジア新興諸国にもこのところ流入の勢いが増しているようである。このグラフがお示しするように、去年の10月以降年末位まではこういったアジア通貨、それから日本円も含めて対ドルではほぼ同じような動きをしていたのだが、韓国ウォンがまず騰勢を強めて、これ



に続いて最近では台湾ドル、タイバーツなども対ドルでの相場の高値を更新している。これに対してグレーの線でお示した円の対ドル相場は足許ほぼ横這いであって、上昇を続けるほかのアジア諸国の通貨の動きとの間では乖離が生じてきているというのが特徴である。最後に図表 2-16 なのだが、このように対ドルで上昇する勢いを欠く円の姿というのは、IMM のポジションにも現われていると思う。(1-1) のグラフでお示しするように、ドル/円の IMM ポジションは足許ショートないしほぼニュートラルのところまで戻ってきている。一方 (1-2) のグラフでお示するように、ユーロ/ドルのポジションはロング・ポジションに傾いている。このように円がユーロ、高金利通貨、アジア通貨に比べて上昇力を欠くことの一つの理由としては、円の金利の低さが指摘できるのではないかと考えている。つまり、円がキャリー通貨として使われる動きが広がっているのではないかと考えている。より具体的には、円をファンディング・カレンシーとして使って高金利通貨を買うといったキャリー・トレードのポジションが積み上がってきているのではないかと推察されるところである。このように足許では円がやや上昇しにくい地合いになっているが、(2) のリスクリバーサルをご覧頂くとやはり中期的には米国の「双子の赤字」が意識されてドルベア・センチメントがやや勝っているという姿が見てとれるので、そうした構図にどうも大きな変化は生じていないのではないかと見ています。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

須田委員

今の為替市場における対アジア通貨の関係についてである。先程、円とドルとの関係では同じように景気が良くなっているため、売り買いの材料が拮抗しているというふうにおっしゃったが、アジアの通貨が円に対して強くなっているのは、先程ご説明のあったファンディング・コストが低い

という面が主な理由なのか、それとも他に何か理由が考えられるのか。

中曽金融市場局長

まずファンディングコストが一つ。それから、対アジア通貨だけではないと思うのだが、円の対ドル相場の上昇力を欠く全般的な要因の一つとして、小口投資家の外債運用というものが結構広がってきているのかと思っている。つまり、外債運用を行う投信がこのところ結構人気があるのだが、これはドルを買う材料になるので、そういったフローも効いているのではないか。それからアジアについては彼等のファンダメンタルズとか株価の上昇というのは結構堅調であるので、その限りにおいても相対的に魅力的な部分があるのではないか。こういったことが要因としては指摘できるのではないかと思っている。

須田委員

対アジアとの関係でその流れは続くのか。

中曽金融市場局長

色々な要因があると思う。ただ、このキャリートレードみたいなものはどこかでひっくり返される、つまり巻き戻しが起きるはずである。どこかで転換する可能性はあるのではないかと思っている。

植田委員

例えば何かショックが起こり、原油など資源国通貨などの一定のポジションが巻き戻された時に、円のところは逆方向の動きになるとみるのか、そういう辺りは難しい。やはり 1998 年にあったような動きがあり得るということか、程度は当時程ではないだろうが。

中曽金融市場局長

キャリーがひっくり返る部分はこれは円高になる。ただ、他との兼ね合

いというのはその時の情勢如何であろうとしか言いようがない。

植田委員

一つのリスク要因として、ということだな。

中曾金融市場局長

然り。

中原委員

オペについてだが、オペ先のバランスシート対策として短国買入オペが比較的好調であったということだが、これは特定の大銀行によるものなのか、それとも全般的にそういう動きがあったと言えるのか。また、こうした動きは結局他のオペの不調に繋がる話であって、これだけをもってオペ好調の原因と言って良いのか。4月に入るとバランスシート改善の動きは当然止まることとなるが、その巻き戻しの動きは起きると考えて良いのか。

中曾金融市場局長

図表1-4をご覧頂くと、この裏腹な関係が見て取れると思うのだが、まずどの銀行かと言われると、バランスシートを意識して顕著な動きがあった銀行というのは特定の先ということだと思う。また、バランスシートを落とすためには、短国を売り払うと同時に負債も落とさなければならない。それが本店買入オペの札割れ頻発に繋がっている部分があると思っている。従って、短国買入オペと本店買入オペ——特にタームがあっているような部分——は、裏腹の関係にあると認識している。

中原委員

4月に入ってから動きについてはどうか。

## 白川理事

二つイシューがあると思う。一つは札割れが起こるかどうかという話と、もう一つは最終的には当座預金のターゲットがどうかという話である。日々の動きとしては、オペのパフォーマンスは今中曽金融市場局長が説明したようなことで影響されるが、最終的には金融機関がどれ位当座預金を持とうとしているかに規定されると思う。そういう意味では当座預金需要がどうなるかということだが、当座預金需要というふうに抽象的に言うと色々な議論ができるが、具体的にブレイクダウンして見ていくと、先程、中曽金融市場局長の説明にもあったとおり、半分以上これはメガバンク、大手行が持っている訳である。大手行がまずはどういうふうになるかということである。金融システム不安自体は、もうここ1年も低下してきている。それから先々の合併等も予想されている。そういう中でバランスシートの色々な「見え方」を意識するという状況だと思う。最後にもう一つ言うと、金融システム不安の後退も別にここにきての話ではなくて、この1年位、比較的そういう傾向があった訳である。多分、日本銀行が量的緩和を行っており、ターゲットについては、潤沢に資金を供給すると掲げているから、メガバンクとしてもオペ先として、ある程度これにに応じておく必要があるなという感じがやはりあったのだろう。かたがた、応じてコストが掛からないということがあった訳である。これ自体はなかなか計数的な要因で綺麗に説明できないのだが、そうしたことについても多少は彼等の意識が変わってくる。これは先見的にいつであるということとはなかなか分からない。それから外銀については、円転コストのマイナス幅が縮小しており、その背景として金融システム不安の後退ということを申し上げたが、最近見ていても一つおもしろいと思うのは、以前は去年の夏位もそうであろうが、米ドル金利が上がる時に、ショート・ファンディングを東京のスワップ・マーケットで行い、円転のマイナス幅が拡大するということが起きていたが、最近はその現象があまり起きていない。これは多分、米ドル金利の引き上げがメジャー・ペースであるということが事前に

マーケットに分かっているため、敢えて東京のマーケットで資金調達を行わず、アメリカのファンディング・マーケットで資金調達しており、その分円転のマイナス圧力が、今は効いてきていないという感じもする。それやこれやで円転コストのマイナス幅がやはり縮小する方向に働くという気がする。従って、時期がいつかというのは分からないが定性的に見ると、やはり当座預金の需要自体が減っていく方向にあるという気がする。

#### 須田委員

先程コール市場の話をされたが、元々コール市場で取引されていたものを日銀が代替してきた部分が元に戻るということも考えているのか。

#### 中曾金融市場局長

コール市場残高が少し戻ってきているので、これは本行のオペとの関係でどうなるかという部分はある。今のところ一応、本行がオペで代替しているという感じがあるのは1か月から先のところの供給である。今回復しているコール市場をターム別に見てみると、主としてオーバーナイトと1か月未満のところである。一応、そういう棲み分けみたいなものはできているのだが、ただ、コール市場がやはり全般にアクセスができるようになると、オペ先としては選択肢が広がると思う。つまりコールで取るか、あるいはオペで取るか、それぞれの局面で有利な方を選ぶという選択肢が広がる限りにおいて、我々の調節運営という面では競合相手ができるということにはなると思う。あとは短国の先行きなのだが、先程申し上げたように多少今、レートが上がってきている。これでレポが少しでも上がってくると、この短国のレートも定着する可能性があると思うのだが、まずそこを見極める必要がある。そのうえでこの位の水準であると、銀行にとっては鞘取りの機会が出てくる。例えばオペに入って短国TBを運用する機会が出てくるので、その限りにおいては、オペのパフォーマンスという点ではプラスに寄与する可能性があるというふうに思う。

福井議長

水野委員、どうぞ。

水野委員

今の話に関係して、最近、金融市場では、来年度になって日銀が11か月、12か月のオペを打ってくれるとこんな美味しいファンディングコストはないから取ろうという声も一部に出てきている。そういう意味ではオペのパフォーマンスについては、景気との関係もあるのだが、少しイーールド・カーブが立ってくる、あるいはファンディングコストが1年後には上がっているかもしれないので、ここで早めにとっておくと非常に有利であるという経営判断が出てきているようでもあり、必ずしも悪い話ばかりではない。こうした話は1行だけではなくて2～3行から出てきている感じがある。

白川理事

オペのパフォーマンスというのは、スプレッドのあるところを目掛けてオペを打っていくということだから、オペ需要という面では、スプレッドが長短か、あるいはクレジットかは別にして、そこがどの程度確保できるかということである。

福間委員

ディレクティブがスイートになっているという訳だな。そう言いたいのだな。であるからチャンスが出ると。

水野委員

然り。

福間委員

あまりそういうことになると金融政策でなくなってしまう。

福井議長

宜しいか。次は海外経済情勢である。堀井国際局長、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

それでは本日配布したお手許の資料、決定会合資料 3、参考計表（追加分）をご参照頂きたい。図表 1 である。アメリカの主要経済指標を確認したいと思う。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。全体として国内民間需要に支えられて景気拡大が続いている姿を示している。まず、1. 実質 GDP であるが、昨年第 4 四半期の実質成長率は先の第 1 回推計値から上方改訂されて年率 +3.8% 成長となった。先月の会合で予想したとおり、輸出の大幅修正に伴うものである。3. 実質個人消費は 1 月減少しているが、これは専ら 6. 自動車販売が 12 月大幅に伸びた反動で減少したことを映じたものである。自動車を除くと、12 月も 1 月も前月比 0.4% の増加であった。自動車販売については、6. 自動車販売にあるように 1 月の後に 2 月も出ており、1 月対比で横這いである。8. 住宅着工は 1 月も増加し、年率 2,159 千戸となった。南部で特に増加していることからみて、昨年秋のハリケーン被害の復旧需要が嵩上げしているとみられる。9. 非国防資本財受注であるが、12 月、1 月と連続して 3% 程度の伸びを示している。投資減税の期限切れに伴う駆け込みの後の反動減が小さかったと先月申し上げたが、その後しっかりした増加となった。この間、10. 財・サービス貿易収支は 1 月に 583 億ドルと、既往最大の赤字であった昨年 11 月に次ぐ規模の赤字を記録している。内需の強さを基本的には反映しているとみられる。11. ISM は製造業、非製造業とも分岐点の 50% を引き続きかなり上回っている。12. 鉱工業生産であるが、12 月に伸びた後 1 月は横這いとなっているが、これは専らエネルギー生産の振れによるものであって、この影響を除くと 1 月は +0.4% となる。さて、雇用者数であるが 15. にあるように 2 月は 262,000 人と

大きめの増加となった。均してみると、四半期のところにあるように 10～12 月平均で 190,000 人の増加、それから 1、2 月平均で 197,000 人と、半年前に比べると幾分増加ペースが上がってきている。物価である。16. PPI は 1 月は前月比 +0.3% である。表にはないが、この内コアを見ると +0.8% と高めの伸びになっている。また、先般公表された 3 月の連銀のベージュブックには多くの地域の製造業で価格引き上げがしやすくなっているという指摘があった。17. CPI、その内コアについては 1 月前年比で +2.3% となっている。先月も申し上げたが、ゆっくりと着実に上昇幅が広がっているという感じである。纏めるとインフレが差し迫ったものではないにしても、全く心配のない状態とまでは言い切れなくなっているというのが、昨今の情勢かと思う。図表 2 ユーロエリアである。1. 実質 GDP、昨年第 4 四半期は年率 +0.6% と速報値から変化はない。内容がその後明らかになっており、消費と固定資本形成が増加している一方、在庫投資が大きくマイナスに寄与した。在庫調整の進展という意味では良い材料である。ただ、5. 消費者コンフィデンスとか、10. 鉱工業生産の第 4 四半期の -0.4% という数字を見ても、引き続きぱっとしない。少し良いなという感じがするのは、8. ドイツの海外受注であり、この一部はユーロエリアの設備投資であるが、12 月に大きく伸びた後 1 月も堅調である。この間、物価に関しては 1 月に HICP 全体もコアも前年比が低下した。14. 消費者物価（前年比）のところにある。これはドイツの医療費が昨年引き上げられた影響が剥落したためである。その後 2 月の速報値は、前年比 +2.0% となっている。ECB の言う物価安定の定義がほぼ実現された状態になっている。なお、ECB のスタッフ見通しは 3 月に改訂されており、2005 年の実質成長率の中央値は 3 か月前の見通しの 1.9% から 1.6%、物価は 2% から 1.9% へと、ともに下方改定されている。次に図表 3-1 である。1. 中国経済についてであるが、春節あるいは旧正月とも言われるが、これが昨年と今年でずれている関係から 1、2 月の計数は振れている。均してみると 3. 消費財小売売上、5. 直接投資の流入額、6. 輸出のいずれについても、このところのペースに変化はない。この間物価であるが、



8. にあるように 1 月の C P I 前年比は+1.9%と落ち着いた後、2 月は+3.9%と高めの伸びになっている。これにも昨年 1 月であった春節が今年は 2 月であったことがある程度影響しており、均してみると昨年 12 月並みで推移している。2. N I E s、A S E A N の昨年第 4 四半期の成長率が出揃っている。台湾が I T 調整の影響を受けた輸出の減少から低成長となっているが、A S E A N 各国を見ると個人消費の好調などを背景に高めの成長となっている。図表 3-2 である。N I E s、A S E A N の輸出、生産が書いてある訳だが、ここでも中国圏の春節のずれに伴い計数は振れているため、非常に読みにくい訳である。また、台湾のところの輸出データについては、中国への生産移管といった影響もあって弱い数字となっている。しかし、現地でのミクロ調査等を踏まえると調整色の濃かった I T 関係の輸出についても韓国、香港、シンガポールでは総じて持ち直しつつあると私共ではみている。図表 3-3 の (6) 消費者物価指数であるが、ざっとご覧頂いて分かるとおり、前月来大きな変化はない。ただし、タイ、それからアジアではないがオーストラリア、ニュージーランドでは先行きのインフレ圧力を警戒して 3 月上旬に政策金利をそれぞれ 25bp 引き上げている。図表 4、アメリカの金融指標であるが、(1) 長期金利は 2 月 16 日にグリーンズパン議長が長期金利の低さを疑問視する議会証言を行ったことをきっかけに上昇した。その後、原油高などにも反応して上昇を続けている。最近では 10 年物の国債流通利回りで見ても 4.5%程度となっている。一方、(2) 株価のところであるが、景気拡大が続くとの予想が支配的なもとで株価も上昇トレンドにはある訳だが、原油高、それから長期金利高が進む局面では一旦売られるといった展開になっている。(5) F F 先物であるが、今後の市場予想を読み取ると、3 月、5 月、6 月、それから表にはないが 8 月の F O M C も含めてそれぞれ毎回 25bp ずつの利上げがフルに織り込まれている。この間、(3)、(4) リスク指標からはリスク回避度がさらに一段と低くなっているという様子が読み取れる。図表 5 の欧州の金融指標であるが、株価は米国株とほぼ同様の動きをしている一方、長期金利はジリ高である。アメリカに比べると上昇幅は幾分小さい。(5) ユーロ

先物金利から見るとECBの利上げ予想は、年半ばまではほぼ払拭された状態にある。この間、エマージング市場では、多くの国で、通貨、株、債券とも堅調な動きとなっている。先程述べたが、アメリカの金融市場でのリスク指標と同様にリスクに寛容な様子が見てとれる。なお、アルゼンチンの債務リストラについて3月3日時点で市場の予想を上回る76%の債権者が新債券への交換に応じるという見通しとなっている。アルゼンチン側の作戦勝ちの様相を呈しており、悪しき先例を作ると懸念している向きもあるが、民間の債権者としてはいつまでもぐずぐずしているよりも早くけりを付けたいと、こういうことだったのかと思っている。その影響であるが、国際資本市場のガバナンスといった難しい問題はさておくとして、実務的・短期的視野で見る限り、アルゼンチンはエマージング経済の中でも特別という理解が広がっている。私からは以上である。

福井議長

お尋ねがあればどうぞ。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。アメリカの長期金利は0.5%位上がったので謎が半分無くなったという人もいるが、フェア・バリューで考えたらまだ上がる、まだ謎が残っていると考えた方が良いか。それとも、もう良いところまで上がっているのか。

堀井国際局長

それこそ謎とおっしゃった人に答えを求めるしかないのだが、おっしゃるように長期金利10年物で50bp弱上がっている。同時にTIPSのスプレッド幅を見ると、この間20bpちょっと広がっている。だからその部分はインフレ期待——勿論TIPSだけでインフレ期待はフルに読めないという説もあるが——が少しそこに織り込まれ、コナンドラムが残りの部分だと思うが、そこが半分位減った。計算としてはそういうことが一つ言

えるかと思っている。

岩田副総裁

半分位減った段階ということか。

堀井国際局長

然り。単純にこの間の状況から見る限りそう考えて良いのかと思っている。元々、根っこにどれだけコナンドラムがあるかは別の問題である。この間の動きのフローの計算ということになると、インフレ期待分が半分、残りコナンドラム低下分が半分という説明である。

福間委員

先程、堀井国際局長が触れたベージュブックでは、要するに連銀の何行かが価格転嫁がしやすい状況が出てきていることを指摘している。

堀井国際局長

然り。

福間委員

その点については、当面はU L Cが何とか0%近辺にいるから、恐らく消費者物価はそうドラスティックな動きにはならないだろう。ただ、一方で、アナリストの四半期別のフォーキャストなどを見ると、企業収益がここのところ落ちている。それが株価を抑えている。この辺の深刻度についてはどうみているのか。何年先か分からないが日本にも起こり得ることである。そういう意味で米国の動きは一つの参考にもなると思う。ベージュブックは事実をそのまま出しているのだと思うが…。

堀井国際局長

まず、ベージュブックの指摘はマニファクチャラーズ、製造業に限って

いる。先程 P P I の項でも申し上げたように、やはり今のところは財に限ったものと見て良いかと思う。それで、ボストン、クリーブランド、カンザス、ダラスを含むかなりの数の連銀から指摘があるので、製造業においては結構広がっていると見て良いのかと思う。さらにフィラデルフィアについても、直近では近い未来にでも上げることを予想しているとの出ているので、この世界においてはおっしゃるとおりだと思う。ただ、おっしゃるように U L C の伸びが低いことと言うか、伸びがあまりないということから、物価については根っこはまだ安心と言うか、直ちにインフレが心配になる情勢ではないという判断はそのとおりだと思う。一方、企業収益が落ちているということをどう考えるかということだが、おっしゃるように予想よりは少し下がっている部分はあるが、一応アーニング／シェアで当期も来期も 1 割位の増益は続くということであるから、減益になっている訳ではないという点が一つ。それから、何と言ってもこのところアナリストが抑えめの予想を出している。結局、蓋を開けて見ると上方修正というパターンが定着しているので、仮にそのパターンどおりで見ればもう少し上を見ても良いのかもしれない。そうなると、大枠バランスのとれた成長という中で製造業、財について変化が出ているということかと思う。

#### 須田委員

アメリカの自動車販売については、1 月は昨年 12 月の反動が出て、2 月そのまま横這いということだったが、今後の自動車販売をどのようにみているのか。日本車が売れているという話はあるが、先行きはどのようにみているのか。

#### 堀井国際局長

おっしゃるとおりアメリカの自動車メーカーについては苦戦が伝えられていて、12 月にインセンティブをかなり打って販売したのは良い訳だが、1 月、2 月とその反動が大きく出て、結局、GM とフォードは減産を発表している。従って、ここの部分は景気の全体の流れから言うと、ちょっ

とマイナスの方に取り残された感じは否めないと思う。ただ、他の消費については結構しっかりしているから、当初利上げが始まった局面に予想されたような情勢に比べると、消費、住宅を含めて家計サイドの支出のスローダウンは全体として思った程でもない。その中で例外的に自動車があるという位置付けで考えている。

#### 須田委員

もう一点。先般、BOEで話を聞いた時に問題にされていたのがクレジットカードによる貸出の増大であるが、これは非常に分かりにくい。なぜ増えているのだろうかというようなことを言っていた。アメリカも住宅ではない部分の貸出が増えているように思えるのだが、そうしたことについてはどうみているか。怖い話なのか、まだまだ普通の話なのか。

#### 堀井国際局長

供与している金融機関のサイドから話を聞く限りはまだまだ余裕はある。それでディリンクエンシーと言うか、不払いはずっと低いままで引当の額を大幅に下回った状態でまだ進んでいるということで、金融機関の間では依然安心感が強い。

#### 中原委員

福間委員の質問と関連するが、ページブックを読むと、全体的にはFedのスタンスはインフレ警戒的な方向にバイアスが少し傾いたという印象を受けている。先程の説明だとFedはインフレの心配はしてないということだが、メーカーの価格支配力が出てきたということは、価格転嫁をしないと困るような状況になりつつあるということではないのか。

#### 堀井国際局長

これはまさに難しいところだと思う。一年近く前はご指摘のとおり、グリーンSPAN議長が企業の価格支配力がないということを頻繁におっ

しゃっていた。それと対比してこのページブックの記述を見ると、価格支配力が如何ばかりか復活してきていると読める。従って、その程度においてはやはりインフレの方の心配が増えたとみて良いのではないかと思う。ただ繰り返しになるが、大枠、先程福田委員からのご指摘もあったが、何せユニット・レーバー・コストがこれ程低位安定している中で、インフレ期待はTIPSの先程の話で言っても、ボトムから上がったとしてもせいぜい20bp位であり、また他のサーベイのデータを見る限りインフレ期待が盛り上がっているという証拠は一切ないという中であるから、大枠としては、やはり安定したパフォーマンスの中で、今まで程樂觀視して良いのかなという方向に少し見方がシフトしている程度かと考えている。

#### 須田委員

今の話についてだが、アメリカだけではなくて日本もそうであるし、英国もそうであるように、財についての物価のマイナス幅がどんどんプラスの方向へ動いてきている。こうしたことを考えると、そういう意味ではグローバルな問題ということでもあるのか。

#### 堀井国際局長

英国は元々経済の調子が良く、まさにおっしゃるとおりだと思う。一方、ECBでは——先程紹介したが——、全体の物価の上昇幅についてはスタッフ自身が予測・実績ともに下振れさせているというところもあるので、欧州ユーロエリアについては少し例外かと思う。

#### 岩田副総裁

TIPSと若干方向が逆のようなことはないか。TIPSで見るとインフレ期待は少しずつ上がっているが、当局の予測の方はむしろユーロ圏は下げている。アメリカは方向としてそんなに変わらないのかもしれないが。

堀井国際局長

TIPSは、ヨーロッパの場合は量も少ないので、然程重要なインディケーションとして見ていないのだが、TIPS自体は大きな動きは見られない。

岩田副総裁

フランスはむしろ若干落ちている。

堀井国際局長

去年の9月頃から足許まで申し上げると、フランスはほぼバンドの中で、2.2%と2.3%の間でもうずっとこの数か月横這いで動いているという感じである。

福田委員

話が飛ぶようで申し訳ないが、昨日の温家宝首相の記者会見は——記者だけであんなに沢山集まっているとはびっくりしたが——、中国に相当投機資金が入っているためか、かなり苛ついている感じがした。ああいう姿勢を示すと、逆にこれは攻め時かなと思われてしまう。統計から見ても確かに貿易収支に比べて外貨準備の伸びがここ半年位相当大きい。それには直接投資もあるだろうし、彼が指摘したホットマネー、スペキュラティブ・マネーもあると思う。彼の発言からは、まだまだ中国はやるつもりはないが、いつやるかは分からないというニュアンスが感じられ、トーンが少し変わってきたように思った。通貨のことだからなかなか分からないが。昨日の記者会見を見ていて、その辺で何か感じることはあるか。

堀井国際局長

おっしゃるように凄く苛々した感じは私も受けた。中国の2004年全体の国際収支の全貌は明らかではないが、ポロッポロッと部分的に色々な人

が色々なことを発言しているので、それを寄せ集めて私共で手許でどういう情勢になっているかリコンストラクトして見ているのだが、それは昨日温家宝首相がおっしゃったのと同じ絵である。要するに経常収支の黒字の中には、勿論貿易とサービス、それから移転というのがあるが、おっしゃったように貿易収支の方は然程黒字は出ていない。一つは、海外の中国人からの送金、これが経常移転に計上されているので、経常収支が膨らむというところがある。経常収支を見ても普通の経常とは違い、要するに移民送金あるいは家族からの送金が非常に大きいという感じがある。それから直接投資は元々大きいのだが、これはレコードされたペースがここへきて積み上がっているというよりはずっとずっと高い。それと誤差脱漏がめちゃくちゃ大きい。ご承知のように 2001 年までは中国の場合は誤脱というのは赤字の誤差だったのだが、2002 年に若干黒字の誤差に変わり、2003 年に拡大し、2004 年はめちゃくちゃ拡大した。これは私共が今申し上げたように、穴埋めをするように数字を作っていくと、そういうことが出てきた。結局、誤差脱漏と移民送金は、ホットマネーではないかと温家宝首相はおっしゃっていて、それをあたかもファンダメンタルズによるディスイクリプriumのように海外が文句を言うのは自分は納得できないと、こういう感じでおっしゃっているのだと思う。従って、まさに国際収支の統計が恐らく首相のところにも徐々に上がってきているのを見ながら、関係者と議論している中でそういう発言が出てきたのかと理解している。

中原委員

中国の外国為替市場においてマーケットメーカーを作るという話があったが、これは人民銀行が行うのか。

堀井国際局長

人民銀行である。



中原委員

これはやはり為替レジームの変更に向けた準備の一つなのか。

堀井国際局長

前回あるいは前々回にも本席で議論があったと思うが、金融市場の整備、外国為替市場の整備、これが準備の一つである。それから対外資本の規制を緩めることによって外貨需給を安定化させていくというのが二つ目である。三つ目がその大前提になるが、銀行システムを健全化する。これらの進捗度を考えながら為替のレジームについては検討していくということを9月、10月、11月に温家宝首相も周行長もおっしゃっているので、まさにそれに従って市場の整備に努めているということだと思う。どこまできたらOKというのは、まだまだ我々も言えないし、中国の当局としても、私の個人的な推測から言って、条件が全て整ったというところまでは行っていないのかなと思っている。

中原委員

今年中という話があったと思うが、具体的な時限はいつか。

堀井国際局長

やはり2006年末のWTOアクセッションによる外資に人民元業務を完全開放するまでに整備をするということだと思う。

中原委員

今年中ということか。

堀井国際局長

当然開放と同時にするよりは少し前に練習すると言うか、中国の銀行自体が外為業務に慣れるという時期があった方が自然と言えば自然だと思

う。

福井議長

それでは国内経済情勢、山本理事と早川調査統計局長からお願いします。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

早川調査統計局長

それでは本日お配りしている1枚紙でGDPの2次速報をご覧頂いた後、いつもの参考計表でご説明したいと思う。GDP統計については10～12月の第2次速報が昨日出て、皆さんご承知のとおり1次速報の－0.1%から＋0.1%と符号が変わった。以前、私は企業設備が若干上方修正になるのではないかと申し上げた。確かに12月の資本財出荷の高い伸びは反映されたのだが、法人季報が、後程ご説明するように弱く出てしまったものだから、結果としては僅かではあるがむしろ下方修正となった。結局プラスに変わったのは主に在庫投資のところであった。これは一般機械の仕掛かり品在庫のようである。従って、この数字自体の符号は変わったと言っても、これで景気がどうこう言う話ではない。むしろ本日申し上げたいのは、この参考計表でご覧頂くと、足許の数字で比較的良いものが多く出ているということ、特に1月の数字がそうであったということである。

まず最初に、図表5をご覧頂きたい。輸出入について目でイメージを捉えて頂きたいのだが、ご覧頂くと輸出については、昨年後半に横這いに近い動きになった後、足許また少し上がってきているような感じである。同時に輸入の方も順調に増加していることがご覧頂けると思う。図表7で輸出の中身をご覧頂きたいと思う。(1)地域別に見ると、今月は東アジアが大きく増加しているというのが特徴である。正直言って特殊要因も幾つかある。一つは、このところ毎年なのだが、中国のWTO加盟後、1月に関税が引き下げられるために1月に中国向け輸出がドッと出るということである。それから先程、国際局長から指摘があったけれども、春節が去年は1月だったのが今年は2月になっている。春節の間は生産活動が止まる

ので、現地ではむしろ1月に輸出入、生産活動が大きく行われたということがある。ただ、同時に(2)財別でご覧頂いても今月は情報関連が久し振りにかなり増えている。これも国際局から報告があったとおり、東アジア地域で若干IT関連でも底入れ感が出てきているといったことが反映されていると思っている。他方、米国向けは今月減っていて、これは自動車関連の減少の影響が大きい。ただし、米国市場における日本車の販売は引き続き好調であるので、これは後程生産のところでも申し上げるように、船繰りの関係でたまたま今月は輸出が出なかったと理解している。ということで、輸出については確かに春節の影響等はあるので、この1月単月の数字程、本当に強いかどうかというのは留保させて頂きたいと思うが、再び増加しつつあるのではないかとと思っている。因みに、確認だが図表10、(2)世界半導体出荷をご覧頂くと、これは1月単月の数字だが、ご覧のとおりかなり増加になった。ただ、春節明け後、DRAMの価格などを見るとまた下がっているので、決して一本調子で改善していくという感じではないと思っている。他方、図表13、輸入サイドである。輸入はとにかくにも去年の第3四半期、第4四半期と増えた後、また1月も増えている。確かに特殊要因はあると思う。春節というのは多分、輸出入両方に同じ方向で働いていると思うし、(2)財別の食料品の増加辺りは多分特殊要因ではないかとと思っている。ただ、基調的に見ても、例えば情報関連がIT調整の期間の間もずっと輸入サイドは増え続けている、あるいは消費が必ずしも芳しくなかった時期も、消費財の輸入が増えているということが起こっていて、これは中国からの輸入が増えているというのがやはり一番大きく影響している。恐らくは中国との間の国際分業が一段と深まっているということの表われではないかとと思っている。ご承知のように電気機械などは日本の国内生産はどんどんハイエンドだけに絞って、ローエンドはどんどん中国に移管していくというような動きがここに表われている。ということで、図表6をご覧頂きたいと思う。そのことが若干統計に影響していて、実は私共が実質輸出という統計を使っている訳だが、この実質輸出と通関の数量指数の乖離というのがこのところ顕著になっている。これ

はどうしてかと言うと、実質輸出というのは輸出金額をデフレーターで割り込んで作っているものである。従って、今高付加価値化が起これば素直に実質の増加ということになる。ところが一方で、数量というのは基本的には1個、2個と数えてくるものなのでローエンド品をどんどん中国へ飛ばして、ハイエンド品だけを日本で作るということになると、これは実は個数は余り増えないということになってしまうので、通関輸出数量は弱いということが起こっている。これは何度も申し上げたことだが、GDP統計の輸出というのは私共の輸出の概念にかなり近くて、現に過去のトラック・レコードを見て頂いても明らかだと思うが、ここ1~2年、特にこの乖離が顕著になってきて、足許も相当大きいので、この点にご留意頂きたいと思う。

図表 14、設備投資関連について見ると法人季報の数字があり、ご覧のとおり 10~12 月の法人季報の設備投資が減少していて、これが先程の GDP にも反映されているということである。この中身がなかなか難しくて、図表 15 をご覧頂きたいと思う。製造業については、(1) 製造業大企業は着実に増えている。(2) 製造業中堅中小企業も振れは伴っているが、増加基調と見て良いだろう。(3) の非製造業大企業も振れはあるが、元々短観でもここはあまり増えるという話にはなっていないので、あまり違和感のない数字である。結局、問題は非製造業の中小企業のところで、これは元々一昨年の終わりから昨年の中半に掛けて物凄く増えている時も、なぜこれが増えているのかよく分からなかった訳である。パチスロだとか色々な話をしたが、それがまたこの半年間で一気に落ちているということである。こういう数字から見ると可能性として考えられるのは、これは標本統計という点である。従って、中小企業の非製造業辺りは標本数が少ないのに膨らまし率が非常に大きいところがある。たまたまそういうところで、どこかで大口投資をやり、それが終わるということになるとこういうことが起こる可能性が高いのかと現時点では考えざるを得ない。難しいのは、以前申し上げたように業種分類の変更が起こっているために、どこでこれが起こっているかピンポイントで確認できない問題があるが、いずれにしても

そのような感じではないかと思っている。実際、この法人季報をもって設備投資が何か弱いというふうには私共は思っていない。例えば図表 16 をご覧頂くと、(1) 資本財出荷はむしろ大変な爆発になっている。10~12 月が前期比+3.1%の増加の後、これは 1 月単月だが、10~12 月対比 16%の増加である。勿論、こういう数字というのは当然特殊要因が重なったものだと思っているが、ただ逆にこのようになってしまうと、2 月、3 月かなり落ちても前期比では増加になる可能性が高くて、例えばこれをベースに推計される 1 次 Q E などはそこそこになる可能性はある。図表 17 で先行指標をご覧頂いても (1) 機械受注はご承知のとおり 1 月は落ちた。ただ、元々振れの大きい統計ではあるし、前から 1~3 月の見通し 9.9%増は多分そこまではいかないであろうと申し上げているので、これでどうこう言う程のことはないと思っている。(2) の建築着工床面積は逆に 10~12 月に随分落ちた後、1 月は反動もあってかなり高い伸びになった。図表 18 で企業収益を確認したいと思う。同じく法人季報の利益率があって、全体としては何となく非常にもっともらしい感じである。要するにずっと上がっていった 10~12 月は若干の低下。高水準ながらも生産活動を抑制して若干の低下と、全体としては非常にもっともらしい数字だが、中身が分かりやすいかと言うと必ずしもそうでもない。図表 19 をご覧頂くと、事前と思っていたのは、下がるとすれば製造業大企業と非製造業中小企業かと思った訳である。要するに、I T 関連の調整が起こっているから、それが製造業大企業に主に出る。それからご承知のように 10~12 月は個人消費が弱かったから、それが非製造業中小企業に出るというなら自然なのだが、全部逆であった。元々これは四半期で見るとかえってノイズが膨らむ感じはあるので、むしろ全体として高水準ではあるが幾分減速とご覧頂くのが一番自然かと思っている。図表 20 で上場企業の収益、これはほぼ 10~12 月の四半期決算が出尽くしたところの数字であるが、このとおり 12 月位に比べて製造業で僅かな下方修正であり、非製造業はむしろ幾分なりとも上方修正である。I T 関連だけを見るとかなりの下方修正になっているので、他のなにがしか上方修正になっているということである。結局、I T

関連以外への収益の悪影響はあまり広がっていないということを確認できたと思っている。

図表 21 は個人消費だが、実は 1 月の数字を見るとこの個人消費が随分強い数字が出たという感じである。これまで堅調であった耐久財のところはあまり変わりはない。乗用車も 2 月まで出ているが、高水準のところで横這い。家電販売は引き続き順調に伸びている。変化があったのは百貨店・スーパーであり、10～12 月が悪かった後、1 月はかなりの伸びになった。ご承知のように 11 月、12 月が異常に暖かかった後、年が明けて寒くなり、そこにちょうどセールが当たったことで数字が大きく伸びた。勿論、2 月、3 月とまた寒いからこのような調子は続かないとは思いますが、取り敢えず 1 月は良かった。この結果、小売業販売額をご覧頂くと、これも 1 月は 10～12 月対比で相当高い伸びになった。これに加えてさらに消費水準指数が、同じく 12 月に落ちた後、1 月は大きく伸びた。勿論、今申し上げたように実勢の 10～12 月はやや弱め、そして 1 月は強めであるのはまず間違いないと思うが、統計を見ると必ずしもそれだけではなくて、どうやら 12 月にはやや所得の低い標本が入ったと思われる一方で、1 月にはどうも所得の高い標本が入ったということが起こっているようである。その結果、むしろ全体に輪を掛けるように消費水準指数が動いている。この結果、図表 24 をご覧頂くと (1) 販売統計合成指数も 1 月は増えているし、(2) 消費財総供給も増えている。お待たせしたが、苦勞していた C C I が漸く再建できた。一応現時点で見るとトラック・レコードも非常に良い。将来良いかどうかは分からないが、現時点ではかなり良い。この C C I も 1 月は当たり前だが高い伸びになっている。図表 26 の住宅である。こっそり隠れて住宅も 1 月は実は高い数字が出ていた。ただこれは 130 万戸ではあるが、主に首都圏の大型案件のせいなので、基調的な変化ではないと思っている。

図表 28、生産である。生産は昨日 1 月の確報が出て、1 月+2.1%と書いてあるところが+2.5%に増えた。従って、1～3 月の予測指数を込みにした数字は+1.4%と書いてあるところが+1.8%となる。さらに申し上げ

ると、実は稼働率が随分上がって1月は105.0という数字になっている。生産指数は、これで見ると去年の5月のピークを0.5%だが上回った。前から色々申し上げていた去年後半の景気後退というのは、現時点では確定はしないが、後退と認定されるリスクは下がってきたと私は今思っている。図表29をご覧ください。生産予測指数は+1.8%である。私共の企業ヒアリングでは1~3月1%弱の増加を予想している訳だが、(3)でご覧頂くように生産予測指数の下振れも、最近随分小さくなってきているので、一応、1~3月は1%前後の生産の増加で着地するのではないかと思っている。図表31は在庫循環である。在庫循環は全体で見るとちょうど45度線に乗っかっているような感じに見えるが、(4)耐久消費財がまたグンと上がっているからで、これは何回も起こって恐縮なのだが、いわゆる車が船待ちで在庫を増やしたということなので、全体として在庫が増えているということではない。むしろ(5)、注目の電子部品・デバイスのところが、漸く前年比で見ても下へ向けて動き始めた。このままでいくと、恐らく4~6月にはこの45度線の近傍に向うのではないかと考えている。IT部門の在庫調整も勿論、現在進行形だが、それなりに進捗しつつあるという評価である。

図表32は雇用関連だが、職業安定業務統計にある有効求人倍率は緩やかな上昇、労働力調査にある失業率は緩やかな低下ということで、基本的には流れは変わっていない。ただ、図表33の(1)をご覧ください。今月、この辺の数字は季節調整替えになった。以前は有効求人倍率が去年の秋からグッと上がっている感じで、これが生産横這いの中で有効求人倍率がギュッと上がるというのはちょっと違和感があったのだが、今回、季節調整を替えてみたらむしろ去年の秋口までグッと上がった後、足許は横這いに近付いてきていて、私などに言わせるとむしろこの方が実感に近い。図表32で人数の方だが、相変わらずまだ読みにくい動きが続いている。労働力調査の雇用者数は、12月のマイナスよりは良くなったがまだゼロである。一方で毎月勤労統計の常用労働者数は前年比+0.7~0.8%である。毎勤統計はこれも産業分類の変更に伴って、母集団推計が変わって

いるために、過去に遡って幾分伸び率が高まっている。基本的には常用雇用が増える一方で生産が抑制されているから、請負労働などの伸びが鈍化しているということだとは思いますが、ただ労働力調査の雇用者数がゼロかどうかと言われると、労働力調査は今の状況を素直に読むと雇用者数の伸びがゼロで、その中で自営家族の従業者が物凄く増えているために失業率が減っているというなかなか本当とは思えない動きなので、やはりこの辺は相変わらず若干標本要因が影響していると考えざるを得ないと思っている。今月のもう一つのポイントは、賃金のところである。ご覧のとおりまず第一に1月の特別給与が+12%と増加した。所定内給与もこれまでに比べると低下幅が縮小している。これに関連して新聞報道等では、「正社員が増えた、だから所定内給与のマイナスが小さくなった」という扱いだが、これは必ず速報の時にはパート比率が低めに出て、確報で上方修正される癖がある。従って、パート比率の上昇テンポは鈍化しているというのは事実だと思うが、それが止まって正社員が増えたというのは現時点ではまだ即断できないと考えている。ただ、いずれにしても図表35にあるように冬季賞与が1月まで出て、これはまだ確報ではないが、11月から1月までの冬季賞与+1.8%とはっきりとしたプラスになったことが確認できたのは良かったと思っている。図表36で雇用者所得をご覧頂いても、(1)のレベルの絵で見ても(2)の前年比の絵で見ても下げ止まりがはっきりしてきたと申し上げることができると思っている。

次に物価に移りたいと思う。図表38である。物価面で最初に今月申し上げなければならないのは、やはり国際商品市況であり、物凄く上がっている。(2)原油価格はご承知のとおり今、WTIで大体去年の秋のピーク並み、ドバイではむしろ去年の秋をかなり大きく上回る水準になっている。WTIは去年の秋並みではあるが、実はWTIを細かく見ると、期近のところは去年と同じ位なのであるが、期先のところは去年よりずっと高い。去年はちょうど例のハリケーンでアメリカの製油所がやられていたために期近のところぐっと上がって、先は下がるというスロープになっていたのが、足許はそうではないということだから、そのとおりになるかどうか



かはともかくとして、先高感が強いと申し上げた方が良いと思う。(3)にあるように非鉄も上がっているし、最近、訳も分からず穀物も上がっている状況である。投機資金も入っているのだろう。図表 39、足許の数字はまだちょっと違和感がある。と言うのは2月の輸入物価を見ると漸く3か月前比で横這い位である。安い原油が入っていた頃の数字がここに出てきている。従って、図表 41 の国内企業物価をご覧頂いても、まだ3か月前比で下落しているのだが、これも前の原油が下がった時の数字が今表われているということであり、3月位はこれがゼロかプラスに転じる。4月位になってくるともっとはっきりとプラスになっていくということで、C G P I も原油のせいでちょっとギクシャクはしているが、また少し上がりそのような雰囲気である。図表 43、C S P I も一言だけ。C S P I はご覧のとおり総平均で見るとマイナス幅は幾分拡大しているが、これは主に運輸の伸び率が下がっているためである。これはいわゆる船賃が前年比で見ると伸び率が急に下がってきているということであり、主に海外要因ということである。国内要因だけでご覧頂くと、このとおり1月はむしろマイナス幅がそこそこ縮小した。このうち広告の分は、多分確報で若干下方修正されると思っているので、この数字そのものを真に受けておかない方が良いかと思っているが、例えば不動産などをご覧頂くと、ずっとマイナス幅が着実に縮んできている感じである。であるから、まだちょっと先になるが4月辺りにこの不動産とか諸サービス辺りがどういう動きをするかというのが、いわゆるサービス価格等々を見ていくうえでは一つのポイントかと思っている。他方、消費者物価だが、ご承知のとおり1月の全国の前年比は-0.3%となったが、これは主に電話料金である。図表 45 でご覧頂くと11月、12月辺りはちょうど除く生鮮の前年比と、こういった特殊要因を色々除いていった前年比がちょうど一致していた訳だが、1月のところで除く生鮮が-0.3%に対して色々なものを抜いたものが-0.1%と、今度は逆方向に乖離を始めた。ご覧のとおり特殊要因を抜いたもので見ると、相変わらず着実にマイナス幅が縮んでいるということである。ここ3~4か月随分順調なのだが、このような順調なことがずっと続くかどうかは大い

に疑わしいと思っているが、2～3 年間均して頂くとずっと着実に上がってきているため、こういうトレンドは続いていると思っている。

本日申し上げたいのは、生産は先程申し上げたように 1～3 月は 1%前後の増加だとすると、7～9 月、10～12 月で減った分を取り返し切れない位であるので、現時点でもって踊り場を脱したというのは如何なものかという感じは持っている。同時に輸出の動き、I T 関連の在庫の動き、あるいは設備投資関係、消費関係、雇用者所得、どれを見てもこういった数字の動きからすると——1 月は多分単月で出来過ぎだと思うが——、前から思っていたように年前半のサムウェアで踊り場を脱却していくというシナリオが実現する蓋然性は高まっていると申し上げて良いのではないかとと思っている。従って、月報の表現については明日ご議論頂くが、今申し上げたような感じ、踊り場脱却ではないが、踊り場を脱却するよという方向に関して若干自信あり気を感じられる程度の変更を行いたいと思っている。ちょっと今月厄介なのは、政府は多分同じだと思う。元々書き方は政府は「回復は緩やかになっている」という感じで、我が方は「基調としては回復」と同じことを言っているのだが、幾分我々の方が前向きにものを言っている感じがあって、今月、我々がこういうふうにするとちょっと離れる。勿論、外から聞かれた時には基本認識は同じであるということで全く問題のない範囲であるので、ご心配ないが、多分プレスやマーケット辺りは、日銀は気持ち強気かと思われると思う。その乖離は先程申し上げたように、実は貿易統計のところの乖離が相当大きく影響してしまっている。政府の統計を見る限りこれは弱いと言わざるを得ないので、その影響が大きい。内実はそういうことである。私の説明は以上である。

福井議長

ご質問があればどうぞ。

岩田副総裁

一点宜しいか。フリー・キャッシュ・フローなのだが、この図表 15 の

法人企業統計の数字で見ると、目盛りがそれぞれ違うので単純に面積で見られないのだが、大企業製造業が2兆円位あって、非製造業の中堅中小企業というのがやはり2兆円位あるのである。その他、非製造業の大企業は1.5兆円位あって、製造業の中堅というのはこれは実はあまりない。0.数兆円などと僅かであり持っていないのである。とすると、大企業製造業が結構キャッシュ・フローが豊かだというのは分かるが、非製造業の中堅中小がこれだけ多いのはどうしてなのかというのが分からないのと、それから過去はやはり返済、デットの返済とか、それから将来の色々企業年金の積み立て不足とか、あるいは減損会計などもあって、特別損失の補填に回さなければいけないということだったと思うのだが、これだけ持っていて、しかも賃金は非製造業とか中小は弱い訳である。特別給与でも弱いのである。何に使っているのかがよく分からないのだが。

#### 早川調査統計局長

まず第一に、非製造業中堅中小企業は、確かに今計算上実はキャッシュ・フローの方が設備投資より随分大きくなっているが、過去は全然そうではなかった。どこで変化が起こったかというところ、このグラフの1997～98年のところで設備投資がガクンと落ちた。勿論、収益も悪化したのだが収益の悪化などよりも遥かに大きく設備投資が減少して、そのことが現在まで効いてきている。いわゆる例の金融システムショックが現在もなお効いているという感じである。従って、何をしているかと言えば、ある意味当然借金を返しているということである。正直言って非製造業中小企業が、今何を考えているかは私共はあまり直接ルートがないのでよく分からないのだが、むしろその点に関しては、大企業の雰囲気は今どのような感じかということをお願いしたいと思う。正直言って、今大企業は迷っている。ついこの間までは、先程の1997～98年ショック以来、もうここ数年間はひたすらとにかく有利子負債を減らしてデット・エクイティ・レシオを落とし、社債の格付けを上げる。これが良いことであると信じて邁進してきた感じなのだが、最近、企業の差はあるが、DEレシオなどもさす

がに結構良いところまで下がってきている企業が増えてきた。そうすると一部の企業ではこれ以上デット・エクイティを落としていくのが本当に望ましいことなのか——本当は望ましくないのだが——、であれば設備投資機会があれば設備投資をすべきではないか、逆に言うと、もしそれがないのであれば、株主に還元すべきではないかという議論が、各社の中で結構出てきているようである。現に配当などを増やしている企業は相当増えているが、企業に聞いてみると社内で完全に固まっている感じではなく、一言で言うと現場部門はそろそろ金を使いたいという気分になっている一方で、管理部門はまだまだと言っている図式がどうもあるようである。今年の決算発表の後のIR辺りで、「一体いつまでお前等は借金返済だけをやっているのだ。それでは企業価値が高まらないぞ」、などという議論がワッと盛り上がると雰囲気が変わってくるかもしれないが、現在はそういう状態なので、今後、企業がいよいよフリー・キャッシュ・フローを使っていかななくてはいけないと思うようになるのか、それとも相変わらず借金を返済している方が安全だと思うか、ちょっと今、微妙な分かれ道に近付いているような印象を持っている。

#### 須田委員

設備投資についてであるが、製造業大企業は順調に伸びていて、以前にトランスマッション・メカニズムというか、今後は大企業製造業から徐々に中小企業・非製造業に波及すると言われていた。それが起こっているかと思っていたら起こっていないということか。そういうふうに捉えて良いのか。例えば、稼働率とか生産指数との関連というのがここにきて逆方向に動くようになってしまっているが、それは実態がそうなのか、本当に先程おっしゃったようにデータが何かおかしいのか、その点についてはどういうふうに考えれば良いのか。

#### 早川調査統計局長

まずこういうことだと思う。ご記憶だと思うが一昨年の後半、非製造業

の中小企業設備投資がモリモリ出てきて、あの時はやや焦った。要するに、私達の頭の中ではゆっくり出てくると思っていたが足許で出てしまっているような数字に見えて、これは一体どうしたことかと思ったが、結局これは落ちてしまった。そういう意味では、あの時点でそういう動きがあったという訳ではないということが、結果的に言えば分かってきたということだと思う。では、そういう動きは全くないのかということに関して申し上げると、いや、必ずしもそうでもないのではないかとと思っている。例えば、短観辺りで見ると、非製造業中小企業は勿論マイナススタートではあるが着実に上がってきている。それからこれはGDPベースの設備投資ではないのだが、企業活動という観点から見れば、例えば土地投資辺りが毎回かなりの勢いで上方修正されてきているという辺りは、それなりにそういう方向にも回転してきている。これはGDPに数えるか数えないかが大事かどうかというのは別問題で、実際に土地投資などが増えているというのはやはり非製造業も少しやる気を出しているという感じではないかと思っている。やや法人季報の振れに惑わされて、これを素直に読んで、一回拵がったが途絶えてしまったと考えるよりは、恐らく極くゆっくり進んでいる、あるいは極くゆっくりしか進んでいないと解釈すべきではないかと思っている。

春委員

図表 32 の雇用のところだが、毎月勤労統計の常用労働者数が+0.7%。ここには書いていないが先程言われたパートと正社員を見ると、正社員の方は7年何か月振りにプラスになって+0.8%になっている。

早川調査統計局長

然り。

春委員

パートの方も+0.8%で同じか。

山本理事

同じである。

早川調査統計局長

然り。

春委員

後で確報で修正されると言われたが、修正されなければ今まで名目賃金を下げてきたパート比率の増大傾向というのは止まったかもしれないということか。

早川調査統計局長

然り。もし仮に修正が行われなければそうなるが、ただ、これまではずっと毎月必ず確報で修正されるパターンになっているので、そういうことがあるかもしれないというよりは、むしろ下がるのが普通であるので、あの数字をもって直ちにというのは如何なものかと思っている。ただ、前にも指摘しているとおり、パート比率の上昇テンポが段々鈍化してきている。そちらのゆっくりした動きは真実だと思っているので、そういう動きは続いているということかと思う。何か新聞でやけに大きく取り上げられ、そこまで書くとちょっと危ないという感じを持った。

春委員

正社員のプラス転化というのも突然なのか。

早川調査統計局長

実は、今回は先程申し上げたように業種分類の変更があった。また、1月は毎年標本の入れ替えもあるものだから、そういう色々なものが重なった。業種分類が変わると、標本が変わらなくても先程の膨らまし率という

のが変わるものだから、数字が変わってしまうのである。それと標本の入れ替えと色々起こっているので、場合によっては確かに確報修正後も割と高いという可能性がなくはないが、色々なことが起こっているので段差が大きい可能性があると思った方が良いと思う。

#### 水野委員

山本理事や早川調査統計局長にして頂いている企業ヒアリングで、採用や雇用関連以外についてマクロ統計には出ていない話を最近聞いていないか。転換点を示すミクロの情報はないか。

#### 山本理事

一頃のパート社員をどんどん増やしていくということが、やはり限界に近付いているのではないかという感じを持っている企業の経営者が多くなっている。それとやはりもう一つは、団塊世代の退職が早期退職などで、もうどんどん始まっているが、技能の継承という点について非常にセンシティブになっているような感じがする。そういった動きが、先程のパート比率の上昇が段々と鈍くなってきているといったところにも表われてきているのではないかという感じが基本的にする。

#### 水野委員

賃金プールを考えれば非常に高コストである高齢者の方が引退することによって企業の負担感は減ってきている。一方、銀行では技能継承の観点から採用を増やしている。かつて減らし過ぎた採用を、今度は増やし過ぎるのではないかと心配しているが。非製造業の一般的な採用スタンスはどのようなか。製造業は非常に分かりやすいのだが非製造業はどうみているか。

#### 早川調査統計局長

非製造業もやはり流れが少し変わってきている感じがする。製造業は勿論、生産が増えているし収益も増えているから、そういう意味では、例え

ば新卒採用なども去年からずっと増えてきている訳だが、今年辺りは非製造業も、これまで色々な理由でなかなか思い切った採用ができなかったようなところが増やし始めている。例えば、今言われた市中銀行などは典型だが、そういう動きは起こっている。であるから、私をご説明するよりも小林理事か福山総務人事局長に聞かれた方が良いかもしれないが、我が社も含めて就職戦線の景色は相当変わっているようである。

福間委員

稼働率はどこまで上がっていくのか。

早川調査統計局長

これは多分、1月なのでちょっと上がり過ぎなのだと思う。元々、1月というのは休みの多い月なので少し頑張れば稼働率が割と上がってしまう月なのである。例えば3月などは、元々いつもフル生産をやっている月なので、そんなに稼働率は上がりようがないという問題があるので、ちょっと出来過ぎかという気はする。とにかく私も昨日見てびっくりした。

福間委員

ミクロ情報を聞くとこのような状態である、本当に。

早川調査統計局長

確かに重厚長大周りを中心に考えればまさにこういう雰囲気である。

福間委員

今あなたは何を一番望むかとメーカーに聞いたら、要するに「操業率を落としたい」と言う。というのはフル稼働が続いて故障が起きている。ちょっとした事故でも耐えられないと。



早川調査統計局長

事故がかなり起こっている。

福間委員

であるから今、一番やりたいことというのは稼働率を落とすことになる訳である。だが受注が一杯で落とせない。

水野委員

平坦化したいと。

山本理事

そうであろう。

早川調査統計局長

車メーカーなどは、ご承知のようにリコールが一発出てしまうと、どんなに調子良くてもガクンと行ってしまう。一方で先程申し上げたように、例の非正規化が進んでいて生産能力一杯というとはやはり事故のリスクがあって、それがやはり相当意識されている。

水野委員

景気循環という観点からは、今回景気後退を免れると 2005 年で景気拡大局面は 4 年目になると思う。そうなると設備投資や雇用が出てこないとおかしい。

早川調査統計局長

それはまたそのうちにお話ししようかと思っていたのだが、凄く不思議な景気なのである。仮に去年後半を後退と認定しないと、もうそろそろ既に 40 か月に近い訳である。そういう段階で、先程申し上げたように、実

は今踊り場を脱却しようとしている感じなのである。普通はこういう踊り場を脱却するとあと1年位は回ってしまうのである。1年回ると、長さとしては、何とほとんどバブル景気と並ぶのである。それは異例の長さである。その一方で、勢いは相当ゆっくりなのである。本当は実はコンポジット・インデックスなどを見ると一番雰囲気がよく出るのだが、どういう雰囲気かという今回は長いだけではなくてご承知のように休みが二回目なのである。2003年の前半に一休み。1年間登ったあとまた去年後半一休み。何かおじいさんが坂を登るような感じの動き方をしているという感じなのである。

植田委員

次に落ちる時が怖いな。

早川調査統計局長

どういうことかと言うと、先程の企業のキャッシュ・フローの問題とも関連しているのだが、結局、収益が増えて設備投資はそれでもまだやっている方なのである。一番やっていないのはとにかく在庫と雇用。在庫と雇用、この二つを徹底的に絞っている。であるから、ある種いわゆる加速度原理が全然効かないのである。懐かしい乗数・加速度で言うと、元々景気は、需要が増えると在庫を積むとか、投資をするとか、人を増やすから勢いが付くのである。勢いが付いたところで何かショックがあるとカタンと落ちてくるというのが景気循環な訳だが、今回は元々そういうことをやらないので勢いが付かないのである。そのかわり逆に言うとSARSのショックがあったりITのショックがあっても、その部分だけは若干影響が出るが、余分に在庫を持ったりして増やしていないので落ちてこない。であるから、とにかくゆっくりで長さだけやたら長い景気拡大。物価も、先程言ったように3年掛けて匍匐前進というような動きが、今起こっているというのが、やや長い目を見た今回の景気の特徴である。現に、ITの調整も確かにあった。休んだけれど、どうも落ちる雰囲気ではない。

だが前回ご議論があったように、では休んだ後、力強くグッと上がってくるかと言うと実はそうでもなさそうだと今思っている。

福井議長

ということは、持続的な回復のパスにとっくの昔から乗っているということか。

早川調査統計局長

本当はもうちょっと元気のある持続的なものが良い。元気良く3年間もくれば、物価も今頃はもうプラスになっている。むしろ逆に言うと日本の過去の景気というのは凄くサイクルが短かったのである。アメリカなどはもっとゆっくり長い景気拡大というのが一杯あったのだが、日本の景気というのは、非常に加速度原理がよく効く。ギューンと上がってストーンと落ちるということがあったのだが、何かこう性質が変わっている。それはひょっとすると先程申し上げたように、1997～98年のあのショックによって企業の行動様式がかなり変わった可能性がある。逆に言うと、1997～98年ショックの影響が薄れていく中で、企業行動が変わっていくかどうかというのが、今後どれ位勢いが出るか出ないかというところに関係してくると思っている。

福間委員

ポイントはやはりIT化とグローバル化ではないのか。そうしたもとは、加速度原理というのはビジネスモデルとしてはちょっと古過ぎる。グローバル化と言うことでITを通じてサプライチェーン・マネジメントを行うようになっている中では在庫を持つなどと言うことは、どちらかと言うと下手な経営と言える。

早川調査統計局長

であるからアメリカなどはもう随分前からそういう形になってしまっ

ている訳である。

福間委員

おっしゃるとおりである。

早川調査統計局長

要するにキャッシュ・フローが増えても、投資をするかもしれないが、どこで投資をするかは知ったことではないという状況である。

岩田副総裁

水野委員のご質問の一つのポイントは、資本ストック調整サイクルで見  
て、今どこにあるかということだと思うのだが、私の感じではアメリカは  
日本よりもまだ若いのである。日本はもうちょっと成熟してきているところ  
へきて、今度抜けて 1 年位は何とかいくかもしれないが、その先は  
ちょっと私は分からないという感じがする。

早川調査統計局長

投資はそれなりにしているのだが、資本ストックの伸び率が非常に低い  
訳である。これは除却率が向上しているせいであって、恐らくは例えば輸  
出のところでハイエンドの商品だけを作ってローエンドの商品はもう海  
外に出してしまい、工場も場合によっては閉めてしまうというようなこと  
をやっているが故に、ストックが溜まっていかないということではないか  
と思っている。

水野委員

建築着工床面積を信じて良いのかどうかという話である。これを見ると  
まだ全然若いという話になってしまう。

早川調査統計局長

これは前から議論になっている話だが、要するに建設サイクルという普通の機械投資のサイクルより長いサイクルが動き出していると考えれば、それはまだまだ若いという話になる。

福井議長

起点は 2001 年の何月だったか。

早川調査統計局長

2002 年の頭である。

福井議長

2002 年の頭か。

早川調査統計局長

然り。ちょうど 2002 年からの月数だけ数えれば、ほぼ 40 か月に近付いている。

水野委員

逆に景気サイクルは下降もしないということも言えるような気がする。

早川調査統計局長

I T バブル崩壊みたいな思い切り強いショックが出ればそれはさすがに落ちてくると思うが、例の S A R S のショックとか今回の比較的軽めの I T 調整位であれば、マイナスの加速度原理が働かないので落ちてこないということである。

水野委員

景気サイクルが下降しないのだったら、ノーマライゼーションという話になってくる。この景気サイクルが長くなるというのは、今回の特徴の一つかもしれない。

早川調査統計局長

驚きである。皆、あまり最近言わなくなってしまったのだが、去年の後半が本当に景気後退ではないとすると、もう既に相当長いのである。

福井議長

それでは金融環境について白川理事と山口企画局長、お願いします。

#### 4. 金融環境に関する報告（資料－5）

山口企画局長

お手許の資料5（参考計表・その2）に即して説明したいと思う。まず、図表1、(1) 銀行貸出残高である。2月は前年比が－0.9%ということであり、比較的小さな動きであるがマイナス幅が縮小している。マイナス幅縮小のトレンドが続いていると理解して良いと思う。背景としては、資金需要に変化が生じているということではなく、これまでも申し上げてきたことだが、銀行の貸出姿勢の積極化が基本的な背景ということである。それから(2) 民間部門総資金調達だが、2月は前年比－2.2%ということであって1月比横這いである。内訳を見ると、銀行等の貸出の前年比マイナス幅が若干縮小する一方で、CP・社債といった直接市場調達のプラス幅が縮小し、これらが相打ちになって、結果的に前年比マイナス幅が横這いになるという状況である。次は図表2の資本市場調達である。(1) が発行段階の信用スプレッドであるが、ご覧のようにCP・社債ともに発行スプレッドは引き続き低水準であり、良好な発行環境が維持されているという状況に変わりはない。それから(2) 公募社債の発行額であるが、2月は4,500

億円程度の発行額である。前月が3,500億円であったので、それを上回るということになった。やや特徴的なのは、BBB格の発行がご覧のとおり900億円をちょっと超えるところまで増えてきている。スプレッドが発行段階、それから流通段階、いずれにおいても改善してきているといったことを背景に、社債発行が増えている。それから図表3の(3)CP・社債発行残高である。CPと社債を合わせた前年比は、2月が+0.7%である。去年の12月が+1%台半ば、1月が+1%ちょっとという推移を辿ってきて、2月は1月を少し下回ったということである。内訳としてCPについて見てみると、2月の前年比は+1.4%であり、去年の12月、この1月ともに3%台半ばであったから、それからすると伸び率は落ちてきている。銀行貸出にシフトしているとか、あるいは企業のキャッシュ・フローが引き続き増加する中で、CPの発行意欲が少し低下しているといったことが背景にあるようである。次に社債については、2月の前年比は+0.6%であり、1月も+0.7%であったので、同じような前年比が2か月続いているということである。銀行の貸出掘り起こし努力はこの面でも効いており、社債からシンジケート・ローンなどへシフトする動きもあるようである。先程、民間部門の総資金調達において、貸出のマイナス幅圧縮がCP・社債のプラス幅縮小によって相殺されていると申し上げたが、この辺の動きがここに表われている。それから(4)エクイティファイナンスであるが、2月については転換社債、株式調達ともに前月を上回っている。転換社債については、ご承知の2社の大口発行があって膨らんでいる。次は図表4の(1)資金繰り関係であるが、2月については中小公庫と商中の資金繰り判断の調査結果が出ている。ともにややきつめに振れているが、基調としては引き続き改善傾向が維持されていると理解して良いかと思う。それから(2)貸出態度判断DI、企業から見ての銀行の貸出態度であるが、中小公庫の調査結果は引き続き緩和方向であり、90年2月以来の高いレベルに達してきている。次が図表5、財務リストラの動向である。先程の岩田副総裁と早川調査統計局長の話にも関連するかと思うが、ここでは85年以降について製造業大企業、製造業中堅中小、それから非製造業大企業、

非製造業中堅中小とに分けてみて、有利子負債がどのような推移を辿ってきたか、また短期金融資産、これは現預金と流動性の高い有価証券を合わせたものであるが、これがどんな動きを示してきたかを跡付けてみようということである。まず、有利子負債についてであるが、95 年頃までは、いずれの業種あるいはいずれの規模の企業をとっても有利子負債が積み上がる方向であった。しかしながら、90 年代後半から、企業はいずれの業種、規模においても負債圧縮に転換している。特に 2000 年以降は、有利子負債の圧縮ペースが加速するようになってきている。他方で短期の金融資産であるが、80 年代後半には、有利子負債が積み上がる一方で、短期の金融資産も両建てで膨らむような状況だったが、90 年代に入ると、短期金融資産については各企業ともに減少方向に転換している。さらに、90 年代後半から 02 年辺りまでは、むしろ有利子負債を圧縮するために短期金融資産を削減する動きになっている。特に最近については、取引量が増加するといったことを背景に、現預金等を積み増す動きが見られるようになってきている。従って、有利子負債の圧縮にキャッシュ・フローが使われるような姿になってきているということである。次の図表 6 は、最近までの推移を跡付けて見たものである。昨年の 10～12 月までの企業部門の資金過不足の数字が法人季報で出たので、グラフをご覧頂きたい。濃いシャドーの掛かっている部分が「キャッシュ・フロー設備投資」、つまりフリー・キャッシュ・フローである。それから薄めのシャドーが運転資金の増減、白抜きが手許決済資金の増減、折線グラフが資金過不足ということである。昨年 12 月に掛けては、折線グラフをご覧頂ければお分かりのように、資金余剰額自体は多少減っているが、引き続き高水準である。内訳を見てみると、「キャッシュ・フロー設備投資」、すなわちフリー・キャッシュ・フローベースで見ると引き続き漸増傾向である。ただ、その一方で、決済のための手許資金、あるいは運転資金が必要になるため、これらが増加するという動きが、まだまだ小さいが出てきており、これらを反映して資金余剰額が前期対比で減少している。しかし、レベルとしては依然高い。表をご覧頂くと、今申し上げたことを数字で示しているが、資金余剰額に



については第4四半期は14~15兆円といったところである。昨年第2四半期が20兆円弱であったので、そこからすると少し減ってきている。その内訳としてキャッシュ・フローを見てみると、収益好調のもとで引き続き増加傾向を辿っている。さらにその中身を見ると、直近時点で大きな変化はないが、設備投資は流れとしては増加傾向。運転資金についても、第3四半期から第4四半期に掛けて、小幅ながら増加という展開になっている。それから手許の決済資金需要も第3四半期から第4四半期に掛けては2兆円程度の増加となっている。(参考)のグラフは設備投資とキャッシュ・フローの関係を示したものである。キャッシュ・フローの増加に比べて設備投資の増加が追いつかない様子がみてとれると思う。それから図表7、マネー関連である。まず(1)マネタリーベースであるが、2月は前年比+1.2%である。内訳を見ると、銀行券は2月については引き続き2%台半ばの伸びである。次に日銀当預については、前年を多少下回っている。

(2)銀行券の発行残高であるが、折線グラフはいつも示している7日間の移動平均の前年比である。これをご覧頂くと、3月に入ってから動きが少し注目される。3月8~14日までの直近7日間では、前年比+3.4%と、銀行券の発行残高が少し膨らんできている。郵便貯金の流出に備えて郵便局で現金を持とうという動きが見られることも効いているようである。それから(3)マネーサプライであるが、2月は+1.9%となっており、このところ2%程度で推移している。民間資金調達については、先程申し上げたように、貸出を中心にしてマイナス寄与が若干縮小しているが、他方で財政要因のプラス寄与が縮小し、それがより大きく効いてM2+CDのプラス幅が若干だが縮小している。広義流動性については3%台後半の伸びが続いている。それから図表8だがこれは特段大きな変化はない。

(1)業態別に見た預金の動きである。ペイオフの全面解禁が接近しているが、業態間での資金シフトといった動きは特段見られない。(参考)流動性預金についても格別の変化はない。それから(2)預金から投資信託あるいは外債等のリスク資産にシフトする動きが見られるかということだが、ご覧のとおり、格別の変化はここにきて窺われない状況である。

今月の初め頃に、リスク限定型投資信託等のペイオフ対策商品が結構好調だというような新聞記事があったが、限界的にはともかく、全体的には特に目立って大きな動きが出ているということではない。それから最後に図表9である。2月の企業倒産は約1,000件である。件数としてはかなり少なくなってきた。私からは以上である。

福井議長

ご質問があればどうぞ。

須田委員

最近の銀行券の発行残高の増加は郵便局によるものという話だが、それは期末で基本的に終わりということか。

白川理事

銀行券のことだから全部トレースできる訳ではないが、基本的には郵便局もそうであるし、3月は期末で、かつペイオフ完全解禁であるから、若干予備的需要を持つかなというような感じもするが、それが大きく広がっているという訳ではない。敢えて要因を挙げるとすれば、郵便局だけでなく、その他のところでもそういう動きがあるのかなというような目で今は見ている。

福井議長

宜しいか。それでは本日の議事はこれにて終了である。明日は午前9時から再開するので宜しくお願いする。なお、いつも申し上げているが、この場にいらっしゃる皆様方には厳正な機密管理をくれぐれも宜しくお願いしたいと思う。以上をもって閉会する。

(16時06分中断、16日9時再開)

福井議長

それでは定刻なので政策決定会合の第二日目を開会する。今日は政府の方から、財務省は田野瀬副大臣にお越し頂いた。宜しくお願いする。内閣府の方からは、昨日に続いて浜野政策統括官にお越し頂いた。宜しくお願いする。今日の議題だが定例のものとしては金融経済情勢に関する討議、それから当面の金融政策の運営に関する討議、そして議案の取り纏め、採決。このほかに金融経済月報の検討や議事要旨の承認があるが、いつも入っていないものが二つある。一つは保証付短期外債を適格担保およびC P等買現先オペ対象資産にするということに関する執行部説明。これは決定案件である。もう一つは4月から9月の金融政策決定会合開催予定日の承認、こういうものが入っている。

それでは最初に保証付短期外債の適格担保化、それからC P等買現先オペ対象資産化について、まず白川理事と鮎瀬企画局参事役からご説明をお願いします。

### Ⅲ. 保証付短期外債の適格担保化およびC P等買現先オペ対象資産化に関する執行部説明と決定（資料－7）

鮎瀬企画局参事役

それでは私からご説明させて頂く。資料－7である。「保証付短期外債の適格担保化およびC P等買現先オペ対象資産化について」という資料である。本件は1頁目の四角で囲んだ部分にあるように、「金融市場調節の円滑化を図る観点から、保証付短期外債（いわゆる「保証付サムライ電子C P」）を適格担保とし、また、C P等買現先オペの対象資産とするため、「適格担保取扱基本要領」、「コマーシャル・ペーパー等の売戻条件付買入基本要領」および「日本銀行業務方法書」の一部改正を行って頂きたい。」という案件である。この保証付短期外債、保証付サムライ電子C Pだが、これは外国法人が日本国内で発行する円建ての電子C Pに、国内企業の保証が付されたものであり、これを法令上の用語に則って表現すると「保証付短期外債」ということになる。まず本件の背景だが、現在

の「適格担保取扱基本要領」及び「コマーシャル・ペーパー等の売戻条件付買入基本要領」におけるＣＰの取扱いについて、全体を整理したものが１頁の表にお示ししたものである。この表にあるように、外国法人発行のサムライものＣＰのうち、ペーパーベースのサムライ手形ＣＰについては、資産担保型のサムライ手形ＡＢＣＰの他に、資産担保型以外の一般のサムライ手形ＣＰについても、国内法人の保証が付されていることを条件として、既に適格担保・オペ対象資産として扱われてきている。これに対して、サムライ電子ＣＰは資産担保型のサムライ電子ＡＢＣＰのみが適格担保・オペ対象資産とされており、現在、資産担保型以外の一般のサムライ電子ＣＰは適格担保・オペ対象資産とされていない状況である。今回ご決定頂きたいことは、この×印の部分についてペーパーベースのサムライ手形ＣＰと同様、国内法人の保証が付されているものに限って○印にして頂きたいということである。サムライ電子ＣＰだが、これまでも適格担保・オペ対象資産となり得る状況であったサムライ電子ＡＢＣＰ以外の一般のものの発行例というのは極めて限られていた。しかしながら、本年３月末をもって手形ＣＰに掛かる印紙税の軽減措置が終了するものと見込まれているために、これまでサムライ手形ＣＰを適格担保・オペ対象資産として利用してきた先から、資産担保型以外のサムライ電子ＣＰについても、サムライ手形ＣＰ同様、適格担保化・オペ対象資産化を行って欲しい旨の要望が寄せられているところである。次に２．の部分、本件についての基本的な考え方だが、保証付サムライ電子ＣＰを適格担保・オペ対象資産とすることは、信用力及び市場性の観点からは問題はないものと考えられるところである。まず信用力だが、現在の基本要領は基本的な考え方として、サムライ債務を排除するという考え方は採っておらず、信用力の源泉が国内にあるものについては、担保及びオペ対象資産としての適格性を認めることができるという考え方に立っている。こうした考え方のもとで、先程ご覧頂いたように、サムライ手形ＣＰであるとか、サムライ電子ＡＢＣＰ等については既に適格担保・オペ対象資産とされてきているところである。従って、一般のサムライ電子ＣＰについても本行の信用判定先である国内

法人の保証が付いているものを適格担保・オペ対象資産として認めることは問題ないものと考えられる。この際、保証内容の確認だが、当初は発行企業及び保証企業から本行に対して書面を提出させて、これにより確認をしたいというように考えている。なお、来年の1月以降になると、証券保管振替機構のシステムにおける公示スキームが改善されて、簡易かつ確実な保証情報の確認手段が整備される方向である。次に市場性だが、サムライ電子CPの基本的な商品性については、国内法人が発行する電子CPである短期社債——法令上の短期社債だが——、これと同様であり問題はないものと考えられる。また、先程ご説明したように、税制等の変更に伴って今後、手形CPから電子CPへの移行が加速すると見込まれる状況にあるので、そうした状況のもとでサムライ電子CPの適格担保化・オペ対象資産化を図ることは、CP市場の一層の整備等の観点から適当であると考えられる。ただ、一言付言させて頂くと、ただ今申し上げたように本件はサムライ手形CPからサムライ電子CPへの移行といったことに対応するものであるので、短期的に見るとこれが直ちに何らかの大きな担保拡大効果を有するものではないと考えている。むしろ、中長期的にCP市場の一層の発展に資する、また、中長期的な電子CPへの移行のより一層の拡大に対応するという案件である。次に、具体的な適格基準・担保掛け目等の取扱いである。適格基準・担保掛け目については、国内ものの電子CPである短期社債と基本的に同じとさせて頂きたいと考えている。また、これらの取扱いは従来のサムライ手形CPの取扱いとも基本的に同じである。まず、信用度等だが、「保証企業の信用力その他の事情を勘案して、本行が適格と認めるものであること」という要件にさせて頂きたい。これをさらに下部規程で具体化する訳だが、下部規程の定めによる具体化については保証企業が本行の信用判定先であることが要件になる。この信用判定先のレベル感だが、信用判定は色々な要素を総合的に勘案をして判定しているが、敢えて格付けでのレベル感で言うと、概ねA格程度に相当するレベル感である。期間だが、「発行日から償還期日までの期間が1年以内のものであること」としたいと考えている。担保掛け目については「元本

額の 95%」をしたいと考えている。また、国内ものの電子CPと同様、適格担保化にあわせて、CP等買現先オペの対象資産とさせて頂きたいと考えている。この点も従来のサムライ手形CPと同様である。四番目だが、本件について基本要領の変更を決定して頂くと、「日本銀行業務方法書」についても所要の変更を実施する必要が生じ、「日本銀行業務方法書」の変更については、財務大臣及び金融庁長官への届出事項である。次に実施日だが、本措置をご決定頂いたならば、本日、平成17年3月16日から実施することとさせて頂きたいと考えている。また、本件をご決定頂いたならば、本件措置の内容を執行部において对外公表させて頂きたいと考えており、先程の手形CPから電子CPへの移行の加速といったものに対応するといった趣旨をきちんと説明して参りたいと考えている。最後のなお書きだが、これは国内もののCPについても保証付CPの取扱いに関して、電子CPの取扱いを従来の手形CPと同様の取扱いとして、保証付電子CPも適格担保・オペ対象資産として受入れを開始したいという点である。これは基本要領の変更は不要であり、下部規程で対応させて頂きたいと考えている。引き続き、付議文の本文を読み上げさせて頂く。「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する件。案件。金融市場調節の円滑化を図る観点から、保証付短期外債を適格担保とし、また、コマーシャル・ペーパー等の売戻条件付買入の対象とするため、下記の諸措置を講ずること。記。1.「適格担保取扱基本要領」(平成12年10月13日付政委第138号別紙1.)を別紙1のとおり一部改正すること。2.「コマーシャル・ペーパー等の売戻条件付買入基本要領」(平成10年12月15日付政第253号別紙1.)を別紙2のとおり一部改正すること。3.「日本銀行業務方法書」(平成10年3月24日付政第29号別紙3)を別紙3のとおり一部変更すること。以上。以下、次頁からだが、まず別紙1は「適格担保取扱基本要領」の中の民間企業債務の取扱いを定めているところに保証付短期外債を追加させて頂く。6頁は「適格担保取扱基本要領」の別表1。担保の種類および担保価格に保証付短期外債の取扱いを加えさせて頂く。7頁は「適格担保取扱基本要領」の別表2。適格基準について保証付短期外債の適格基準を

定めさせて頂く。8頁、別紙2は「コマーシャル・ペーパー等の売戻条件付買入基本要領」の一部改正であり、買入対象に保証付短期外債を加えさせて頂く。9頁、別紙3は「日本銀行業務方法書」の一部変更案である。所要の部分に保証付短期外債を加えさせて頂く。私からの説明は以上である。

福井議長

多少、技術的だがご質問、ご意見等があればどうぞ。

須田委員

この執行部案に異議はないが、対外情報発信の仕方について是非注意して頂きたい。私もこれを聞いた時にまず、短期外債などと名前が付いているので新たに大きなものを買うのかと思いちょっとギョッとしたが、そういった誤解を招かないように公表して頂きたいということと、付議文で「金融市場調節の円滑化を図る観点から」というふうにあるが、それが当座預金残高目標を維持することを主眼に置いた方策であるというふうに取りられないように是非宜しく願います。

白川理事

ご趣旨はよく理解できるのでそういう形で対応をする。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

このサムライ電子CPというのは、規模は今どの位あるのか。電子CP

自体は3.2兆円か。この中にサムライ電子CPも入っているのか。

鮎瀬企画局参事役

現在、電子CPのうちサムライ電子CP自体のウェイトというのは、2004年12月段階で4%程度のウェイトなのだが、ただ、これにはアセットバクトものを含んでいる数字であり、その分解ができない状況である。市場関係者に聞くとほとんどがアセットバクトものである。従って、通常のサムライ電子CPはほとんどこれまで出ていない。外資系証券会社等の関係のものが2先程度、若干出ているというように聞いている。

福井議長

宜しいか。それでは採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし



秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9。全員一致である。

福井議長

全員一致で可決した。本件については執行部の方から適宜公表して頂く。  
今日公表するのか。

鮎瀬企画局参事役

今日公表させて頂く。

福井議長

須田委員からご忠告のあった点を十分踏まえて公表して欲しいのだが、  
どういう方法で公表するのか。

鮎瀬企画局参事役

公表については、決定内容とそれを噛み砕いて説明した参考資料とを  
ホームページの方に掲載したいと考えている。それからマスコミからの何  
らかの問い合わせについては、先程、須田委員がおっしゃられた趣旨を踏  
まえて追加説明をしていきたいと思っている。参考資料でも本件は先程申  
し上げたように、あくまでも手形から電子への振り替わりというものに対  
応するものであるということを表に出しており、「短期外債」という言葉  
も極力使わずに、いわゆる「サムライ電子CP」というものを標題に大き  
く掲げる形で参考資料を作っている。

福井議長

最初からそう分かるようにした方が良い。この「保証付短期外債」とい  
うのは何だか分からない。

鮎瀬企画局参事役

規程の方はなるべく法令用語にということでこのようになっているが、説明資料は逆転させている。

福井議長

それが良い。これは何だろうなどと思わせない出しの方が良い。宜しく願います。

それでは次に金融経済情勢の討議に移りたいと思う。まず基本的見解について執行部からポイントの説明をお願いしたいと思う。

#### IV. 金融経済月報に関する執行部説明

門間調査統計局参事役

それではA 3の紙でご説明したいと思う。横長の大きな紙である。冒頭の総括判断だが、前月までは「生産面などに弱めの動きがみられる」という表現が入っていたが、その後1月の生産がかなり増加した。2月、3月の予測指数、あるいは企業ヒアリング等を踏まえても1～3月は若干増加の方向という感じが明確になってきている。ということで今月はその表現を改めるが、そうは言ってもまだ調整自体は続いているので、「IT関連分野における調整の動きを伴いつつも、基調としては回復を続けている。」という表現を提案させて頂く。それから各論だが、輸出、こちらは実質輸出が10～12月増加の後、1月はかなり明確に増加した。1月の増加自体は割り引いて見る点もあるが、「持ち直しつつある」という位の変更で宜しいのではないかと考えている。前月の「横ばい圏内」から今月は「持ち直しつつある」ということである。それから生産だが、冒頭表現を変えることに伴って各論の方も修正している。前月までは「弱めの動き」であったが、今月は「横ばい圏内の動きとなっている。」ということである。足許の数字だけからすると、もう少し強めの表現で良いかという判断もあり得なくはないが、まだ増加しているということがはっきりしているのが1月単月だけであるということ、2月、3月を踏まえてもこれまでの減少分を

取り戻す程の増加にはなりそうもないということ、それからまだ4～6月についてあまりイメージがはっきりしていないことから、取り敢えず今月は「横ばい圏内」という辺りで刻ませて頂きたいと思っている。以上、輸出と生産が今月の二つの大きな主要な変更点であり、あとは若干のニュアンスの変更みたいなことが幾つかある。まず、企業収益だが、改善は改善なのだが第4四半期の法人季報で言うと少し頭打ち傾向になっているということがあるので、今月は「企業収益が改善基調を維持する」ということで、「基調」という言葉を付けて若干慎重なニュアンスを込めている。それから設備投資だが、こちら「増加傾向」ということで大枠は宜しいのだが、やはり法人季報で見ると足許第4四半期のところについては非製造業が減少しているので、今月は「製造業を中心に増加傾向にある。」という表現にさせて頂いている。それから雇用面だが、雇用者所得については1月のボーナスが出て、冬季賞与の増加が明確になった。そのことを踏まえて今月は、前月までの「下げ止まる」というところを若干明るめにして「下げ止まりが明確になる」とさせて頂いた。ここも足許の推移を見るとそろそろ「緩やかな増加」という表現もあり得るかとは思ったのだが、賞与については増加したのだが、賞与がない月、2月以降の状況も若干見たいという面もあるし、1月については今回統計がかなり変わっているので、確報でどの位変わるかまだ読みにくいということもあるので、ここも若干慎重めに表現を刻ませて頂きたいと思っている。以下、個人消費、住宅投資、公共投資については表現の変更はない。以上、輸出、生産は若干気持ち明るめになっているが、大きなピクチャーが変わっている訳ではない。従って、先行きに関しても基本的な見方は変えないということで「景気は回復を続けていくとみられる。」という表現で変えていない。ただ、足許想定したパスに従って輸出、生産が段々増加の方向に近付いてきているので、それに合わせて先行きの表現は若干変更しており、ご覧頂くと「IT関連分野の調整の影響が徐々に弱まるにつれて、輸出や生産は増加していくとみられる。」ということである。前月までは「輸出や生産は、基調的には増加していく」と書いていて、この「基調的には」というところには、

増加までに少しまだ時間的な距離があるというニュアンスがこもっていた訳だが、今月の段階では、増加までの時間的な距離はかなり縮まっているということであり、「増加していくとみられる。」とストレート・フォワードに書いている。以下はこのパラグラフに関しては変更はない。それからその次の「なお、」の文章についても前月までと同様である。次に物価だが、国内企業物価は「足もと弱含んでいる」というところは前月と表現が同じだが、原油価格について「反落」の前に「いったん」と書かせて頂いた。その後上がったので「いったん」ということである。それから消費者物価についてだが、「小幅のマイナス」という判断は変わっていないが、1月の全国が出て電話料金の低下の影響が確認されたので、今月は「電気・電話料金引き下げの影響もあって」という表現を一言加えている。なお、これは前月まで先行きのところにあった「公共料金引き下げ」という文言に対応したものであるが、この「公共料金」という言葉は前月も若干ご質問があったが、やや表現が曖昧であり、かつ総務省の正式な用語ではない。正式には電気代と固定電話通信料なのだが、そうやってしまうと少し堅過ぎるので今月は公共料金と内容は同じだが「電気・電話料金引き下げの影響」という表現にさせて頂いている。それから「先行き」だが、国内企業物価については前月までは「内外の商品市況次第」ということで、前月の段階では商品市況の動静が定まっていなかった訳だが、この一月で相当上昇した。それを踏まえると恐らく企業物価については3か月前比で見て3月はトントンないし若干の上昇、4月は恐らく上昇という感じが強まってきているので、今月は判断をもう少し明確にして「内外商品市況の上昇を受けて、強含んでいく可能性が高い。」とさせて頂いている。消費者物価については前月までと同様であり、ここも「公共料金」のところの文言を「電気・電話料金」に変えているというところが変化である。実体経済・物価は以上である。

#### 山岡企画局企画役

続いて金融面である。こちらも前月からの変更点を中心に極く簡単に説

明させて頂く。まず、企業金融環境とCP・社債の発行環境、銀行の貸出姿勢については変更していない。その次の民間の資金需要だが、民間の資金調達の方は企業のキャッシュ・フローが引き続き潤沢な中で、昨年来、実は-2%位の水準である。さすがに「一服感」について「足もと」というのは言いにくくなってきているので、今月は「足もと」を取ってシンプルに「一服感がみられている」とさせて頂いている。その次の銀行貸出だが、こちらは昨年11月の-1.3%から12月は-1.1%、1月は-1.0%、2月は-0.9%ということでマイナス幅が少しずつ縮まってきている。ということで前月同様「減少幅が緩やかに縮小している。」とさせて頂いている。CP・社債の発行残高だが、こちらは非常に細かく見ると銀行の貸出攻勢の中で少し前年比伸び率が落ちてきているのだが、引き続き前年比プラスということなのでこちらは表現は変えていない。次のマネー関連指標だが、2月のマネタリーベースは前年比+1.2%、M2+CDは+1.9%であるので、ここでの表現はそれを素直に示すということで、「マネタリーベースの伸び率は前年比1%台となっており、マネーサプライは前年比2%程度の伸びが続いている。」とさせて頂いている。銀行券については、昨年12月以降前年比2%台半ばの伸びが続いているので表現は変えていない。その次の金融市場の記述だが、短期金融市場は変更ない。次の為替・資本市場だが、円の対ドル相場は前月比横這いということで宜しいかと思うのだが、株価と長期金利については、ただ今門間調査統計局参事役が説明したような実体経済情勢の中で、前月と比べれば実は若干上昇している。ただ前回の会合時の水準を申し上げると長期金利は1.4%ちょうど、株価は11,583円であった。現時点では実は上昇幅がそう大きい訳でもない。どの程度動いたら「上昇」と書くかということについて厳密な基準を設けている訳ではないのだが、大体、株価で500円、金利で0.1%程度動いたかどうかということを見て、さらに総合判断も加えるということであり、こうした過去との関係ではぎりぎりではあるがはっきり「上昇した」とも言いにくい感じである。このところ日本のマーケットが全体として非常にボラティリティの小さい状態に慣れてしまっているのも、ちょっとした動き

が目立ちやすいということはあるのだが、後々のことも考えるとあまり小さな変化で動いた動いたと言うのもどうかということで、この段階では「為替・資本市場では、円の対ドル相場、長期金利および株価は前月と概ね同じ水準となっている。」とさせて頂いている。ただ、長期金利、株価とも横這いか上昇かぎりぎりというところではあるので、この午前中の相場を見て必要があればまた後程ご相談をさせて頂きたいと思う。以上である。

福井議長

内容及び表現については後でまた議論するが、取り敢えず今の説明についてご質問があればどうぞ。

水野委員

総合判断というのはどういうことか。

山岡企画局企画役

分かりやすさということもある。例えば日本売りということだと円安・株安・債券安など。

水野委員

分かった。

## V. 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

それでは金融経済情勢についての討議に入りたいと思う。まず最初に各委員からお考えを表明して頂きたいと思う。今日は岩田副総裁、福間委員、中原委員、須田委員、水野委員、植田委員、春委員、武藤副総裁の順でお願いしたい。いつものとおり大体5分位でお願いできればと思う。宜しく

願います。

岩田副総裁

それでは四点程申し上げたいと思う。一つはIT部門、それから二つ目は設備投資の数字が強弱両方出ているので、これをどのように評価するか。それから成長の見通しと言うか今後のシナリオ的なことをどう考えるか。四番目にその中でデフレ克服という課題がどうなるのかということ述べたいと思う。

最初にIT部門だが、既に早川調査統計局長から詳しい話があったのだが、幾らか補足させて頂くと、IT部門については、前回も申し上げたのだが、資本財、消費財、生産財で調整の時期がそれぞれ区々である。消費財の方は一番早く調整が始まって、これは薄型テレビであるとかDVDだとか、かなり伸びが良いものもある。最大の問題がやはり生産財で、これは一番ウェイトが高い訳だが、2004年の前半にピークがきて、調整が今も続いているということかと思う。さらに生産財でも半導体製造装置の中を見ると後工程と前工程で違う。テストとかアセンブリーの部門はもうそろそろ底打ちだという話なのだが、前工程の方が実は販売額で言うと6倍、7倍あって、その調整がまだやはり十分進んでいない。恐らく後工程に半年位後れつつ調整が進んでいるのではないかと思っている。それからグローバルに見た場合、アジアの情報関連財の持ち直し傾向であるとか、アメリカの情報関連最終財の需給が若干持ち直している動きが見られるのだが、その一方で北米の半導体製造装置のBBレシオ（受注出荷比率）が、1月に、それまで1近傍だったのだが0.8まで急落した。これはやや他の数字と動きが違うが、割合、先行指標になっているところがあって、注意すべきだと思っている。世界半導体協会の予測では2005年は販売額の伸びがゼロ、1月は増加しているのだがほぼ横這い位とみている。日本の半導体製造装置と液晶製造装置を合計した販売予測というのも1月に公表されているが、2005年、2006年にそれぞれ22.6%減少、3.1%減少ということになっており、この製造装置の方からみると、私は2005年第2四

半期に調整が終わると言っているのだが、その後の回復の力はどうもそれ程強くない。2005 年全体を取ると鍋底型にやはり近いのかなと思っている。以上が I T 部門である。

二番目は設備投資だが、法人企業統計季報の設備投資は、前期比-2.8%と、非製造業中小企業を中心に弱かった。その一方で資本財の出荷というのはかなり高い伸びになっている。機械受注はアップアンドダウンが激しくて、1月の数字はそれ程良くないという、こういう両方の数字が出ているのだが、私はやや一時的な要因が作用しているかと思っている。第4 四半期の機械受注はかなり伸びたのだが、通信、保険業、これはコンピュータ等が多いと思うが——早川調査統計局長から話があったが——そういうところがかなり伸びた。それが資本財出荷の数字としてちょっと遅れて1月に出ているのではないか。これはそれ程持続性があるかどうか疑問だと思っている。1月の資本財出荷の伸びは前月比+7.6%で驚異的なのだが、その増加の9割は電力用の資本財と事務用の資本財、これは金融・保険のコンピュータが9割を占めているということなので持続性にやや問題が残るかと思っている。それから家計調査の数字も1月は良かったのだが、家計消費状況調査、これは42品目がQEで使われているが、1月は前年比5.6%減少と、家計調査程強い数字になっていないということも考慮すべきではないかと思っている。

以上が設備投資と若干消費ということで、三番目にそういった状況のもとで成長の見通しはどういうことかということなのだが、第1 四半期は恐らく鉱工業生産と同様プラスになるだろう。前期比+0.5%位はあり得るかもしれない。これは民間の平均予想がそうになっているが、ただその場合でも2004年度の実質成長率は、前の数字が変わらなければだが、+1.7%程度だということであり、私共の予測の中央値が+3.6%であったから2%分位落ちている。その内の半分はGDP統計の改訂だが、1%分位は下振れした。I T部門の調整が結局、考えてみると1年位——いつから始まったかという取り方にもよるのだが——、続いたということと、それから原油価格等の高騰ということも作用したのであろうし、若干台風などの特殊



要因もあったかもしれないと思う。ただゲタが 2004 年度は 1.9%あったからそれも下回ってしまうということは、通して見ると要するに全然成長しなかったということになるので、まさに中休みをしてしまったという年ではないかと思う。その調整の後、どれ位回復力があるかどうかということなのだが、IT 部門の回復力が鍋底型だとすると、民間予測の平均が今 +1.1%だと言われているが、そちらにどうも近い形になりやすいのではないかと考えている。さらにその先のシナリオを考えると、注目すべきはやはり設備投資がいつまで持続するかということであり、前日も若干質問したのだが、資本ストックとの調整がこれは特殊要因が色々あって、民営化、国営化、それで凄く見辛くなっているのだが、恐らくかなり成熟したところまで今きていて、アメリカよりも成熟していると思う。そうするとこれはまだ分からないのだが、2006 年度前半位に調整局面となる可能性もある。そういうことがあってやや不確定な要因が出ているかと思う。もう一つのシナリオは、そこで調整局面にはならないで、さらに 2006 年度も順調に設備投資が伸びていく。その結果、潜在成長率を上回るような成長という、こういう二つのシナリオがあると思う。前者の資本ストック調整が 2006 年に始まってしまう——そんなに早めでもないかもしれないが、かなり長く続いているので——と、デフレ脱却というようなことがかなり厳しくなってくる。後者であれば可能性が残るということであるが、それは回復力に依存しているということかと思う。

最後に消費者物価だが、コアの消費者物価の基調的なデフレ幅縮小が続いていて、私はもう半年位前にこれがプラスになるとずっと首を長くして待ち続けていたのだが、漸くゼロの方に近付いてきて、その意味では楽しみではあるが、ただ、3 四半期ゼロ成長と中休みしてしまったので、プラス転化の時期は少し先に延びていると考えている。後の回復の力がやはりそれ程強くないと言うと、アンダーシューティングと言うか、これは特殊要因だけではなくて 2006 年 8 月に指数の改定ということもあるので、そういったことも考えたうえで勿論デフレに戻らないと考えるべきだと私は思っているので、そういうことまで含めて考えればアンダーシューティ

ングのリスクが、今はあるのではないかとと思っている。以上である。

福井議長

福間委員、お願いします。

福間委員

まず、海外経済については、B R I C s や米国をはじめ全般的に景気が拡大を続けている点には変わりはない。最近では、タイ等で先般の大津波に対する復興需要として民間設備投資が一段と盛り上がりを示しているほか、石油収入の急増を背景としたO P E C諸国による石油関連施設やインフラの整備等が、我が国を含めた他の工業国の資本財輸出を押し上げているなど、世界経済は減速予想に反し、全般的に力強さを増している。昨日もサウジの石油相が、なぜオイルがこんなに上がるのかという質問に答えて、「それは世界経済が強過ぎるからだ」、「成長を落とすべきである」ということを言っていた。確かにあの辺から見たらそう見えると思う。こうした中で、先日発表されたF R Bのページブックによると、米国の多くの地域では原材料価格の上昇圧力が高まっており、幾つかの地域では製品価格への転嫁がしやすい状況となっている。我が国でも原材料・素材価格が上昇を続けていることから、米国のこうした動きにも留意していきたいと思う。

我が国の景気動向であるが、現状評価については基本的に執行部の説明したとおりであるので、改めて繰り返さない。要するに、前回会合以降発表された経済指標は、本行が予想していたとおり、景気が回復過程にあることを裏付けるものであり、執行部が取り纏めた「基本的見解」についても、輸出、生産、所得等の動きを踏まえて景気判断をやや上方修正する内容となっており、私としては違和感はない。先行きについては、引き続き「回復を続けていく」との見通しもそれで良いのではないかとと思っている。焦点となっているI T関連分野の在庫調整については、ミクロの面では、どのような最終製品に関連しているのか、製造工程のどの分野を請け負っ

ているか、などの違いにより各社の在庫水準や生産見通し、設備投資計画は区々となっている。先般、甲府——あそこは上流から下流まで皆あったので見てみたが——、東京エレクトロンなどは受注残を抱えて一所懸命携帯電話の第3世代向け製造装置の生産をやっているのだが、ただ、発注が次へ続かないというので心細そうな顔をしていた。下流の方はそれなりに在庫調整を進めているようだった。ただ、電子部品の在庫循環図や世界の半導体市場予測、あるいはアジアを中心とした電子部品や半導体製造設備の輸出等、マクロの計数から見る限り、フロントランナーとしての在庫調整は最終局面にあると予想している。なお、昨日発表された資金循環勘定によると、昨年末、家計の金融資産は1,423兆円と2年連続で増加し、4年振りに過去最高を記録した。そうした中で、内閣府の消費動向調査では、「資産価値の考え方」に対する意識指標が、今年度2月までの平均で見ると13年振りの高水準となっている。長らく景気の足枷となってきた資産デフレに対する人々の意識が薄れつつあることを示しており、来週発表予定の公示価格と共に注目されるところである。

前回会合以降の主たる変化点は物価の動向である。先程米国のところで触れた原材料・素材価格であるが、まず川上段階の原材料価格については、C R B指数が24年振りの高水準になっており、原油のみならず非鉄、農産物、食料品あるいはC R B指数には含まれていない鉄鉱石や石炭を含めて広い範囲に亘って価格の高騰が見られている。この背景には、世界的な景気拡大に加え、2月の旧正月明け以降、中国勢が新規の買いのポジションを形成したり、あるいは休み前に作っていたショート・ポジションの買い戻しなど実需筋の動きもあるが、投機資金の新たな流入も見られている。こうした原材料価格の高騰もあって、川中段階の鉄鋼や石油化学製品等の素材価格も一斉に大幅な値上がりをしている。原材料にしる素材にしる、新規の設備・製造工場の建設は環境問題のため難しくなっており、メーカー自身も中国等の後発メーカーの台頭に伴う将来の供給過剰を懸念して、新規の設備投資には慎重である。仮に工場を新設するにしても生産能力化するにはまだ数年を要するということで、原材料・素材の需給逼迫は

当面継続し、その点に着目した投機資金の流入も続く可能性があると考えられる。このため、国内企業物価については、今後再び強含んでいくとみている。この間、川下のコア消費者物価については、これまで企業によるユニット・レーバー・コストの引き下げから安定的に推移してきた。ただ、最近の賃金の動きや、あるいは正社員比率の引き上げ等の動きを踏まえると、人件費をこれまでのようなペースで抑制していくことは難しくなってくるのではないかと。このため、今後、川上・川中段階の物価上昇がコア消費者物価にどの程度の影響をもたらすかが注目される。現段階では、国際的な企業間競争の中で、企業は、生産性のさらなる向上によりコストアップを吸収することに重きを置き、安易な値上げは極力回避すると思う。従って、コア消費者物価はネットでは小幅のマイナスが続くと予想される。その一方で、原材料や素材の価格上昇の影響は、一部の企業において既に現われているように増益率の鈍化または減益という格好で顕在化していく可能性もある。なお、先程触れた投機資金の動きについて若干付言したいと思う。最近の投機筋の動きを見ると、彼等はドルを売って、ボラティリティの高い商品市場のほか、アジアの通貨・株式市場に資金を振り向けている。こうした中で、最近中国の当局者からは自国への投機資金の流入を牽制する発言が聞かれるようになっている。これは見方を変えれば、それだけ人民元切り上げの圧力が高まり、当局者が神経質になっている表われとも考えられる。人民元の動向は東アジア全般への影響が大きいだけに、引き続き目を離せないと思っている。また、グローバルな投機資金の中には、超低金利の円をファンディング通貨として利用し、円投してキャリー・トレードするケースが見られることから、金融政策を司る本行としては、その資金の流れにも留意しておく必要があると思う。以上である。

福井議長

中原委員、願います。

## 中原委員

前回会合以降の内外の経済環境の全体観として四点挙げたいと思う。まず、海外経済は全体としてトレンド成長への回帰に向けて安定感を増してきたこと。第二点は、原油、素材価格の上昇は再加速しており、さらに穀物などにも広がりが見られているが、今回は昨年秋の急上昇時に比べ投機資金の割合がかなり大きいのではないと思われること。三点目は、市場がF e dの金融政策のバイアスがインフレ警戒的に傾く懸念を持ち始めていること。四番目は、我が国の経済ではこの第1四半期に入って、踊り場からの脱出を示唆するような指標が増え始めていることである。

海外景気のうち米国については、このところ安定成長への自信が深まっている。先日、ビジネスラウンドテーブルのCEOアンケート調査が発表されたが、今後の資本支出について極めて強気のスタンスが窺われており、景気の持続性についてかなり強気な見方が広がっているように思う。ただ、原油と素材価格の上昇を背景に、F e dのスタンスがインフレ警戒的なものに変化しつつあるのではないかと懸念が市場に生じていることについては、「双子の赤字」と家計のレバレッジの高さという中長期的な構造問題に加え、今後の米国経済を考えるうえで注視しておく必要がある点であると思う。中国については、なお高めの成長が続いているが、依然として拡大する原油・エネルギー需要が世界経済に与えるインパクト、それから、なお続いている高い固定資産投資や一部地域での極端な不動産バブルなど、経済の歪みに解消の兆しは感じられない。2月のインフレ率は旧正月要因とは思いますがやや高めであった。貿易収支の黒字幅が拡大しており、加えて投機的なものも含めた巨額の資金流入が国内の過剰流動性をもたらしており、今後のさらなる引き締め強化、為替レジーム変更の必要性はここへきてさらに高まったのではないと思う。

この間、発表された我が国経済の諸指標では、10～12月のGDPや法人企業統計はいずれも2004年第4四半期の調整色の強さを物語るものとなったが、新年に入って1月の諸指標では、鉱工業生産など踊り場からの

脱出の兆しを窺わせるものが出ている。ただ、最近のテレレート短観は改善しているが、水準の低い景気ウォッチャーあるいは消費者態度指数など、企業・家計のセンチメントの改善は必ずしも満足のいくものではない。実態面でも1月の指標については色々な特殊要因がある訳であり、景気が踊り場から脱したかどうかの確認にはもう少し時間を掛ける必要がある。

先行きの判断のポイントとして幾つかコメントしたいと思う。まずIT関連の調整だが、10~12月の法人企業統計ではITの関連業種の売り上げ、経常利益、経常利益率ともにマイナス幅を拡大しており、年末に掛けての業況悪化を物語っていたが、1月の鉱工業生産で見ると、これらの産業はいずれも生産の増加と在庫調整の進捗が確認されている。市場の環境としてもSIAの発表した1月の世界半導体売り上げは大幅に増加しているし、最終製品の荷動きもアジア・太平洋地域を中心に活発なようだ。

IT関連の調整は世界的に見ても終息に向っているとは言えると思う。個別企業の感触や業績を見ると、デバイス・部品メーカーはかなり自信を持っているが、最終財メーカーは価格競争の激化とコスト面からの収益へのプレッシャーから先行き相当慎重にみているようである。今後の最終財におけるグローバル市場での厳しい競争は、さらなるリストラや事業再編・統合といった動きに繋がると思われ、IT関連産業の回復感はかなり限定されるのではないか。今後のポイントの第二点は設備投資である。10~12月の法人企業統計の設備投資及び1月の機械受注は相当悪くなっているほか好調な素材産業でも設備投資に対しては極めて慎重であり、こういった事実を考えると、先行きの持続性に懸念がない訳ではない。もっとも昨日説明があったとおり企業の潤沢なキャッシュ・フローと順調に増加する資本財受注、特に堅調な工作機械受注あるいは金融法人のシステム関連投資がかなり拡大してきたといったことを踏まえると、当面の伸び率は緩やかなものになりつつも増加基調を暫く続けることになるだろう。第三点は雇用と所得環境であるが、昨日の説明のとおり、雇用改善はやや頭打ちの傾向が出始めたものの、賃金の下げ止まりの傾向は明確になりつつあり、1月の家計消費も需要サイド、供給サイドとも好調であった。ただし、企

業側は人手不足感がある一方、景気が微妙な段階にある中でFRINGEも含めて一段の人件費圧縮への指向は非常に強く、パートや派遣人材の活用はまだ進むのではないか。消費についても、改善の確認にはなお時間を要すると思う。2月の都内百貨店売り上げは大幅に落ち込んでおり、消費は人口動態などの観点から見ると大幅な落ち込みが長く続くとは考えられないが、内需を支え、伸ばす強い要因としては考えにくいのではないか。以上を踏まえると、2005年度の成長はゲタも小さい訳であるし、総じて緩やかなものとならざるを得ないと思う。その点では先程の岩田副総裁のご意見に同感である。

最後に、物価については、昨日の説明のとおりと思うが、ここへきての原油価格、素材価格の上昇の影響がどのように出てくるか、それが最終財の価格にどう反映されてくるかがポイントであろう。需給ギャップの縮小が極めて緩やかなこと、耐久消費財を中心に企業の価格支配力はまだ弱いこと、雇用過剰感は一掃されつつあるもミスマッチは拡大していること、業績連動の報酬体系への切り替えが進んで、企業は恒常的な賃金上昇圧力に晒されてはいないこと、などを考えると、川下への価格上昇圧力は極めて限定的なものに止めるだけの経済のスラックはなお存在していると考えざるを得ない。金融・資本市場については調節方針と合わせて話したい。

福井議長

須田委員、お願いします。

須田委員

まず結論から申し上げますと、前回の金融政策決定会合以降に公表された景気指標等を勘案すれば、日本経済の動きは1月の展望レポートの中間評価で想定した景気回復のシナリオに概ね沿ったものであると思っている。金融経済月報の「基本的見解」については、執行部案のとおりで良いと思っている。そうした中で「踊り場」から回復軌道に戻っていく動きの中で注目している点について、与えられた時間の中にできるだけ収めたいと思う

ので、ポイントを絞って述べさせて頂く。

まず、昨年 10～12 月期の実質 GDP 2 次速報値について簡単に触れておくと、そのプラスへの転化で、景気回復のモメンタムが変わるとは考えていない。ただし、期待に与える影響はなにがしかあるかもしれない。先日、欧州に出張した際に、においてでさえ「日本  
経済は、3 四半期連続でマイナス成長となっていることからリセッションである」といとも簡単に片付けられていた。前期比名目成長率が 3 四半期振りにプラスとなったこともあるので、海外による日本経済のこうした見方は修正されるように思う。さて、それでは足許の景気の評価についてであるが、まず、「踊り場」の主因である IT 関連分野の調整自体は、執行部の説明のとおり、なお続いているが、想定どおり徐々に進捗しつつあると思う。すなわち、IT 関連の輸出に持ち直しの動きが見られるほか、国内においても 1 月はデジタル家電の販売が好調であった。また、電子部品・デバイスでは、1 月の生産が増加したうえ、生産予測指数の下方修正幅が縮小する等、下げ止まりの様相が強まっているほか、在庫循環も回り始めている。もっともこれまでも述べてきたように、V 字型回復は期待できないと思っている。設備投資は、昨年第 4 四半期は予想よりも下振れたが、今年に入ってから、1～3 月期の機械受注の増加見通しや 1 月の資本財出荷の伸びに加え、今年度、来年度の企業収益の堅調な増加見通しなどから、増加が見込まれる。とは言え、非製・中小企業の設備投資については、法人企業統計の振れが大きいとため、その動向は定かではない。3 月短観等で足許の景気回復のエンジンの一つである設備投資の強弱、製造業大企業から非製・中小企業への波及の程度を確認したいと思っている。次に、雇用者所得増加から個人消費増加へのパスについてだが、雇用者所得については明るい兆しが見受けられる。例えば、冬のボーナスが久々に前年比増加した。また、完全失業者のここ 1 年間の減少の 44.4% が、16 歳から 24 歳までの若年層となっている。一方、個人消費については、足許は、所得環境が安定してきたが消費には慎重であり、この面から考えれば昨年に比べ景気回復に安定感が増しているように思う。昭和初期のデフ



レ脱却時に、企業の余剰資金が質の高い労働力の確保などのために一時的に賃金に向けられ、それによる消費の回復がきっかけとして大きな役割を果たしたという分析を目にしたところだが、現在の日本にとっても、質の高い労働力確保のため、企業が賃上げを行うかどうかのポイントになるかもしれない。パート比率の上昇鈍化、新卒採用の増加、パートの正社員化といった動きはこれに通ずるのかもしれない。勿論、所得が増えたからといって、個人消費に火が付くかどうかは次の問題としてある。ただ、企業は既往最高の収益を計上しても、ボーナスのような特別給与を漸く増やしただけで、所定内給与を簡単に増やすような状況にはないことも事実である。特にサービス業の賃金の上昇はなかなか見通せない。また、素材や原材料価格の上昇の影響もあるし、敵対的な企業買収の防止策として、増配等に収益を回す可能性もある。そうしたことを考えれば、雇用者所得が力強く増えていくという姿は描きにくいというのが実情ではないだろうか。なお、賃金が下げ止まり、実質賃金ギャップが拡大しなくなれば、これまでよりは需給ギャップの改善に見合う形で消費者物価が上昇する可能性がある。また、原油などの価格上昇も消費者物価に影響を与える。とは言うものの、まだ実体経済が踊り場から抜け出せない状況にあっては、特殊要因による物価下落の影響もあるため、なかなかデフレの出口が見通せないことが悩ましいところである。

最後にリスクについて少し述べておきたいと思う。安定的な景気回復のためには、先行きも海外経済の拡大が続くということが前提条件となっていることは言うまでもない。メインシナリオとしてはそれで良いと思うが、米国経済について現在の懸念材料を一つ挙げるとすると、賃金、物価、原油等の物価上昇が見られるもとでインフレが高まるのではないかという懸念である。「双子の赤字」問題を抱えた上で、インフレ期待の高まりや金融政策の想定以上の動きがあると、金利などが大きく変動し、米国経済だけでなくエマージング市場を含め世界経済へ大きな影響を与えるリスクがある。中国については高い成長が資源制約をもたらすリスクがある。中国では電力不足が全国的に拡大しているようだが、電力不足により工場

の自家発電用のディーゼル燃料などの需要が好調ということで、I E Aは今年の世界原油需要予測を先月よりも上昇させている。中国などの成長が高すぎると供給制約によってエネルギー価格は高止まり、各国経済に物価上昇・景気悪化方向に影響を与えるリスクがあると思っている。以上である。

福井議長

水野委員から願います。

水野委員

まず、前回の決定会合以降に発表された経済統計は、やや出来過ぎの感もあると言われているが、1月の機械受注を除いて概ね明るいものが多かったと思う。景気の山という判断は日本銀行はあまりしないものだが、2002年1月にスタートした今回の景気拡大も恐らく4年目に突入するということで、昨年後半は踊り場であったということが次第に明らかになっているように思っている。景気の判断については、概ね調査統計局の判断で宜しいかと思っている。ただし、個人消費については最近の雇用・所得環境の好転を踏まえると、若干明るめに見ても良いのではないか。景気見通しについての下振れリスクとしては素材インフレを考えている。原油価格が上がっているだけではなくて全体的に素材価格が非常に強く上がっている。先程、福間委員が指摘されたように、海外景気が減速期待に反してむしろトレンドを超える成長をしており、持続性が高いようである。大企業は素材インフレが起きても価格転嫁をある程度できると思うが、中堅・中小企業については川上からの物価上昇を製品価格に転嫁できないことになり、むしろ業績に悪影響が出ないかどうかという点について、次の短観またはその次の6月短観などで確認していきたいと思っている。それから景気回復が4年目に入ったという認識が正しいとすると、昨日も多少議論させて頂いたが、在庫の積み増し、設備投資の増加、正社員の雇用増加という動きが見られるはずだが、企業は非常に慎重である。慎重な理由

は、過去の有利子負債残高を漸く圧縮したばかりであり、これらに気持ちが向っていないというところだろうが、逆に言うと、企業の行動パターンが慎重であるということは、景気の下振れリスクは非常に小さいという見方もできる点に触れておきたい。設備投資については、我々の流動性供給により、長期金利が安定していることがプラスに寄与していると言われる。しかし、量的緩和政策の効果は因数分解すると、ゼロ金利政策の部分と金融機関が量を出す部分があるが、どちらかと言うとゼロ金利政策による時間軸効果が効いてきたのかなと感じている。その時間軸効果も、長期金利が既に低い状況にあった4年前から量的緩和は始まっているので、量的緩和政策の導入によって設備投資が良くなってきたという議論はちょっと無理があるのではないかという感じがする。また、債券相場について話をしたいと思う。グローバル・フラットニングという話を皆さんお聞きになったことがあると思うが、最近、世界的にイールド・カーブのフラットニングが起きている。これがグリーンズパン議長の「長期金利低下は謎である」という発言でも話題を呼んでいる状況だが、中央銀行の会合などでは、FRBの金融政策の信認が高いため、期待インフレリスクが低下しているという説明が多く聞かれるが、債券市場では、少子高齢化に伴う年金負債のデュレーション長期化や年金に対する規制の見直し、すなわち、生保の負債サイドへの時価会計の導入等の制度要因といったストラクチャルなものだと思っているようだ。このような状況を最近では債券市場参加者は、グローバル・フラットニングないしはストラクチャル・フラットニング、構造的にフラット化が起きてくると言っている。そういう意味では我が国の年金基金・生保勢が長期の負債を長期債で十分にマッチングできていないので、欧米程ではないが我が国もグローバル・フラットニングのトレンドの例外ではないのではないかという感じがする。イールド・スプレッドを見ると株式が割安に見えるが、債券のニーズが強いということを考えて、株式が対債券ということで歴史的な水準まで割安化する可能性はあるのではないか。それから年金改革が国会で議論されているが、これに金融政策面からサポートできることはないかと考えている。先程、私が

申し上げたグローバルなフラットニング化が続くことを前提にすると、主要国、日本だけではないが、マクロ政策運営では、恐らく国債管理政策の面では超長期の国債をもっと出すことになるだろう。最近フランスが 50 年債を出して、それにイギリス、ドイツが追随する動きが出ているが、まだまだ民間の投資家からは、長期の負債にマッチングさせる長期の資産が不足しているという声が聞こえてくる。投資家はそういう意味では前倒し発行をより長い債券で財務省にはお願いしたいと思っている。一方、金融政策の面では、早めに金利を正常化しておかないと、長期金利が上がるリスクではなくて、ロング・エンドである 10 年超の超長期債に需要があるため、長期金利がどんどん下がってきってしまうということがある。恐らくグリーンSPAN議長が短期金利を上げてきている中にはノーマライゼーションということをかなり意識していると思うが、その流れの中では若干アメリカでも問題になっている年金の問題などにも心を砕いているのではないかと考えている。金融政策のノーマライゼーションは、我々の大きな課題でいつ達成できるかという議論はまた別にあるが、政府の方と話していると、「我が国では日銀が量的緩和を解除すると長期金利が急騰する。だから慎重にやって欲しい。」ということをよく言われるのだが、私からは「長期金利は上がらないと思う。」と言っている。今、市場参加者はむしろ長期金利低下のリスクに直面しており上昇期待はあるが、決して上昇懸念はないということを言っている。一番良い例が米国の利上げである。これまで合計 150bp 利上げしているが、長期金利はほとんど上がっていない。また、非金融企業の資金余剰はグローバルに起きていることであり、恐らく金余りの状況が民間の非金融部門で持続する可能性が高いため、資金不足が民間部門で起きることにより国の資金不足と合わせて資金需要が出て、長期金利がかなり上がるのではないかという懸念は多分杞憂に終わるのではないかと考えている。それから金融機関について、先程話したように引き続きリスクは貸出金利の低下である。これは貸出競争が激化していることが背景にある。このことによって、国債のリファイナンス力が低下しかねない。ある大手の生保の経営者に聞くと、今の長期金利の水準が今後

も 2 年程度続いた場合には中堅生保及び地域金融機関の経営破綻が起きてくることもあり得るということである。これは運用難の中で、貸出が伸びないと収益を上げる源泉がないという状況を意味している。それから大手銀行が金融庁に提出している経営健全化計画を見ても、短期金利の 50bp 程度の上昇を織り込んでいるので、金利が上がらないとむしろ収益環境というのは悪化してくるという意識が我々にも必要ではないかと思う。先程話したグローバル・フラットニングの持続性が高いという認識を共有して頂けるのであれば、日本銀行が量的緩和の解除に過度に慎重になった場合には、年金基金の問題や金融機関の経営に対する悪影響が運用環境の悪化を通じて生じかねないという潜在的なリスクを一応念頭に置いておいた方がよいのではないかと思っている。以上である。

福井議長

次は植田委員、お願いします。

植田委員

概ね皆さんと同じであるので、どう同じかだけ簡単に申し上げたいと思う。全体観としては、いわゆる踊り場を脱出しつつあるかどうかについて、1 月を中心に概ね良いデータが出た訳だが、一時的と見られる部分もかなりあり、もう数か月データを見ないと何とも言えないということかと思う。IT の調整についても皆さんと大体同じような意見を持っている。一つ企業収益周りだが、これも複数の方がお触れになったが、雇用者所得の下げ止まり傾向が見えてきていることは喜ばしい訳だが、これが次に物価の上昇に繋がるとみるのか、あるいは逆に物価が上がらないと素材、原油価格も上がっている所以で収益が伸びないとみるのか、難しい局面に入りつつあると思う。例で申し上げれば名目 GDP の伸びが今後、例えば 1% 位、雇用者所得がゼロより上にいって 0.5% 位伸びるとすると、利潤はほとんど伸びないのである。2~3% 伸びるのがせいぜいというようなところにおいてしまう。勿論その時、消費+設備投資がどういうふうに動くかというのは

難しい問題である。メインシナリオに対するリスクは水野委員のおっしゃる長期金利が低いまま推移してしまうという方向感も感じるが、当面ということ言えば、やはりリスクとしては他の方が何人かおっしゃったインフレリスクの方を指摘しておきたいと思う。中国経済は堅調そうであるし、米国は絶好調である。さらに生産性上昇率が以前程ではない中では、恐らく雇用は当面堅調に推移するであろう。従って、原油、素材価格だけでなく、賃金・物価の上昇圧力へと転じていく可能性は無視できないと思う。これまではそれがあまり顕在化せずにきた訳で、その裏には先進国の生産性上昇、あるいは素材等の価格上昇が最終財へ転嫁されるところを抑えるような規制・補助金の活用が、アジアの一部の諸国によってなされてきた。それからやはり中国を中心としたやや採算を度外視した過剰とも思える設備投資等があつて、なかなか最終財価格は上がらずにきた訳だが、中国を見ても食料品を除くC P Iインフレは低水準ではあるがジワジワと上昇しつつあるし、米国のインフレについても同様のリスクを感じる。ということで勿論、最終財インフレがこれ以上上がらずにここまでの例えば素材、原油価格上昇が去年の第2四半期のようなパターンで米国等の経済を減速させるという可能性もあり得るが、より大きなリスクは若干インフレ率がこれまで以上に上昇する、F e dの引締めが加速する、あるいはそういうことを予見した債券市場の動き、これによって様々な金融・実体経済面の動きが逆回転するということにあるかと思う。こうした両サイドにリスクがある——今はインフレの方を強く言ったが——という点は常にあることである。最後に言うまでもない点を付け加えておくと、これが今、我々にとって微妙に難しい問題である理由は、世界のインフレ率は概ね各国の中央銀行等が良いと思う水準にあるのだと思う。従って、ここからの上昇は強い引締め政策の発動に繋がる可能性がある訳である。これに対して日本の現実のインフレ率は、デフレ色が弱まりつつあるとは言え、アメリカ等と比べると2%前後下にある。このギャップの存在。そして我が国では物価を刺激する方向での政策手段が引き続き極めて限られている。このこと故に世界のインフレが日本に先んじて上昇するということが現局

面では重大なリスクであるということだと思う。以上である。

福井議長

春委員から願います。

春委員

全体について申し上げた後で二点程コメントさせて頂きたい。10～12月のGDPの2次速報は前期比小幅のプラスとなったが、感じとしては実質3四半期連続のゼロ成長であり、まさにやや長い踊り場状態であったが1月以降に関する指標は一転してその踊り場から抜け出す可能性を示すものが多い。

まず米国では、10～12月のGDPが大幅に上方修正されて7～9月並の高成長となった。10～12月のユニット・レーバー・コストも落ち着いた動きになっている。2月の雇用者数も順調に伸びており、好調が持続すると思う。全人代を終えた中国経済も安定的な成長を経済の課題としており、特に変調の動きは見られない。

こうした外需の好調を受けて1月の実質輸出は、アジアの旧正月によるプラスとか自動車の船待ち在庫増によるマイナスがあったようだが、高い伸びになっている。生産も1月は前月比プラスに復帰して、電子・デバイス工業での在庫調整も進展している様子と思う。昨日も話題になったが、稼働率105%というのは1997年以来の高さである。設備投資だが、10～12月の法人季報の季節調整値が前期比マイナスとなった後で、先行指標としては1月の機械受注は前月比マイナスになったが、1月の建築着工床面積は鉱工業用の大幅増加で高い伸びとなった。同時指標である資本財出荷も12月に続いて1月は高い伸びで、設備投資は堅調と見て宜しいと思う。個人消費も初売り効果や寒気到来で百貨店・スーパーなどの販売統計も1月は好調で、家計調査の消費水準指数も反転上昇している。これらを反映して、1月の景気動向指数も3か月前のデータが悪かったということもあるが、先行は5か月振り、一致は2か月振りに50を超過した。また、

至近の2月下旬の景気ウォッチャー調査も2か月連続で改善している。日経平均株価も節目である12,000円を窺っているし、長期金利も10年物で1.5%前後まで上昇気味である。

なお、不安材料は再び騰勢を示しているWTI、ドバイなどの原油価格。また、商品市況全般に投機資金が入って上昇していることである。原料価格の急騰を背景に鉄鋼など素材各社による値上げの動きが広がっているが、こうした素材価格の上昇が関連する企業収益に及ぼす影響にも要注意と思う。以上、総じて景気は展望レポートの見通しの範囲内で、やや長い踊り場状態が続いていると思う。その中で注目の電子部品・デバイスの在庫循環も既に下向きになった。4~6月には45度線に達するのではないかという報告もあったが、先行きの持続性ある回復に向けての踊り場脱出の兆しが見え始めたように感じられる。今月の判断としては執行部のご提案どおり12月以降続けてきた「生産面などに弱めの動き」の部分を若干上方修正して宜しいと思う。

以下二点簡単にコメントさせて頂く。まず雇用・所得だが、1月の有効求人倍率は若干上昇。職種別に見ても機械・電気技術者、あるいは情報処理技術者等の専門的技術者、あるいは保安関係の職業で4倍近くの有効求人倍率、かつ倍率も上昇中であり、人手不足感が強くなっている。厚生労働省や文部科学省の調査では1月末の就職内定率は、高校生、大学生とも前年同期比上昇している。厚生労働省によれば、地域間格差は大きいが団塊の世代の大量定年退職を控えて製造業を中心に若年者の採用意識が高まっている、とのことである。また、1月の毎月勤労統計によると、常用雇用のうちの一般労働者の前年比が7年4か月振りにプラスとなり、プラス幅の縮小を続けるパートの前年比と同じ+0.8%で並んだ。これまで名目賃金を引き下げてきたパート比率の上昇が漸く止まった可能性もあるのではないかと思う。また、その名目賃金も2か月振りに前年比プラスとなった。名目賃金は四半期ベースで10~12月まで着実に前年比マイナス幅を縮めているため、1~3月からのプラス浮上が期待される。雇用者所得では、前年比+1.1%と3か月連続の前年比プラスで徐々にプラス幅を



拡大している。雇用者所得に関しては下げ止まりという状況からやや踏み出しつつあるのではないかという感じがする。今後、定率減税の縮小とか年金保険料引き上げなど心理的なマイナス要因はあるが、消費の増加に繋がることを期待している。

最後に原油価格だが、2月上旬を境に再び高騰している。WTIでは昨年10月に付けた高値に接近し、期先の限月についても2005年12月渡しで54ドル台、2006年12月渡しで51ドル台まで上昇している。米国エネルギー省、EIAの3月短期予測は、2004年平均の41.4ドルから2005年平均で49ドル弱、2006年平均で47ドル程度と2月の予測からそれぞれ4ドル程度も上方修正している。今回の原油価格高騰では、ドバイ原油でも既往高値を連日更新しているのが特徴かと思う。こうした急騰の背景としては、OPECの増産対応が取られないであろうという思惑を背景に、また米国エネルギー省——EIA——に続いて国際エネルギー機関——IEA——も需要見通しを上方修正していること。また、欧米の寒波などによる一時的な需給逼迫懸念もある。こういうことから投機資金が再流入しているものと見られている。本日のOPEC総会で生産枠や目標価格帯に関連してどのようなメッセージが出てくるのかが注目されると思う。最後に些か個人的な関心だが、昨年以来の原油価格高騰を受けて、地球環境への影響が小さい天然ガスの利用拡大が見込まれている。全世界の天然ガス埋蔵量で見ても最大がロシアの約30%。次いでイランとカタールが約15%ずつ持っているが、このところカタールで連続して大型の液化天然ガスのエネルギー開発プロジェクトが動き出していることに注目している。私からは以上である。

福井議長

最後になったが、武藤副総裁からお願いする。

武藤副総裁

前回会合以降に発表された指標は、輸出、生産、家計所得、個人消費な

ど、比較的良いものが多かったと思う。今回の情勢判断は、こうした動きが、我が国の景気が現在の踊り場局面から脱していく兆候と見ることができるかどうか、ということが最大のポイントであると思う。

まず前提となる海外経済の動向だが、米国及び中国を中心に拡大が続いているというのは、もう皆さん方がお触れになった。米国では10～12月のGDPが上方改定されたし、雇用者数の増加幅が拡大した。株価も堅調に推移しているということで、景気は引き続き拡大している。一点付け加えるとすると、物価面で1月の生産者物価が広範な品目で上昇するなど、年明け後の価格改定を機にコスト転嫁の動きが生じているようにも窺われる。足許上昇している原油価格の動きとも合わせて、今後の注意点ということかと思う。

こうした海外経済のもとで、我が国の1月の輸出は10～12月対比で見ても+2.7%、また1月の生産も+2.5%の増加となった。輸出については、財別に見ると半導体製造装置や電子部品、液晶パネル等の品目が、地域別ではNIEs向けが持ち直している。生産面でも電子部品、デバイスに下げ止まりの兆しが見られ、在庫も増加幅が縮小している。いずれもIT関連の調整が、徐々に進展していることを示していると考えて良いのではないかと思う。次に企業収益だが、IT関連の一部に下方修正の動きが見られるが、全体として高水準を維持する見通しにある。設備投資は法人季報、機械受注などで弱めの指標が見られた。こうした中で10～12月のGDP2次速報でも若干の下方修正となった。ただ資本財出荷などを含めて総合的に見ると、製造業を中心に引き続き増加していると評価して良いのではないかと思うが、この点は来月1日公表の短観で確認できるかどうかということかと思う。こうした中、家計部門は順調に推移していると思う。雇用者数が緩やかに増加するもとで、冬の賞与の増加、あるいは所定内給与のマイナス幅の縮小などが見られている。雇用者所得は下げ止まりが明確になってきているということかと思う。このところのパート比率の上昇テンポの鈍化が基調的なものなのかどうか、ということについてはなお不透明であるが、賃金やユニット・レーバ・コストを含めて物価の先行きを見

通すうえで極めて重要なポイントであり、今後とも注意して見ていきたいと思う。こうしたもとで、個人消費は1月は冬物衣料の売れ行きが好調となるなど底堅く推移している。この点は、10～12月の弱めの動きが天候や天災といった一時的な要因によるものだったと見ているが、そういう我々の見方がある程度裏付けているものと思う。

以上を纏めると、IT関連分野での調整はなお継続しており、景気が踊り場を脱するという状況にまでは至っていないということかと思うが、同時に輸出、生産などでは、IT調整が徐々に進んでいることが表われているし、家計部門の回復も順調である。このため、4～6月に掛けて踊り場を脱していくという我々の見通しの蓋然性は高まってきていると考えて良いのではないかと思う。勿論、IT関連需要や足許上昇している原油価格の動向、その内外経済への影響には引き続き注意を払っていく必要があると思う。

物価面では国内企業物価は足許弱含んでいるが、先行きは原油など内外商品市況の上昇を受けて強含んでいく可能性が高いと思う。間もなく新年度の価格改定期を迎えるが、素材関連での価格転嫁の動きや企業向けサービス価格の動きなど企業を巡る物価環境については注意が必要である。消費者物価の前年比は、米、電話料金など特殊要因の影響もあって小幅のマイナスである。消費者物価の基調判断に当たっては、執行部から色々説明があった特殊要因を丹念に見ていくことも大事であることは当然なのだが、政策スタンスとの関係では長めの物価の基調判断をすることの方がより重要であり、そういう観点からは全体としての需給環境や先程申し上げた賃金、あるいはユニット・レーバ・コストの動きに注目していきたい。

最後に金融市場だが、3月期末を控える中でも極めて落ち着いた状況となっている。ターム物金利や銀行社債の対国債スプレッドを見ても、市場参加者が目先のペイオフ全面解禁を意識してリスク・プレミアムを織り込むような動きも見られていない。これらは我が国の金融システム不安が後退し、金融市場が安定化してきている表われと評価できるが、4月のペイオフ全面解禁前後の預金者や市場参加者の動きについては引き続き注意

が必要だと思う。以上である。

#### 福井議長

一通りご意見を頂戴した。なかなか一口に纏めるのは難しいが、私自身の感じも入れながら仮に纏めさせて頂くと、まず海外の経済情勢については、米国、中国を中心に目下概ね想定通りの拡大が続けているということではなかったかと思う。先行きについても特に米国がトレンド線に沿って拡大するだろうということを軸に、比較的良好な拡大が想定される。ただ、順調であるが故に少しインフレリスクの高まり、その懸念などが見え始めているというようなことではなかったかと思っている。そういう国際的な経済の動きとの絡みで国内経済を見た場合に、もう一つのファクターとしてITの調整、これも我々の今までの想定通り概ね順調に進んでいる。勿論、素材とか最終財とか個々のメーカー等が関わっている段階によって微妙に相違はあるという現状のようだが、全体を捉えて言うと、やはり想定通り調整が進行していて、春先調整が一巡する可能性がより強まってきている。このようなご認識であったかと思う。海外の動き、そしてIT調整の動きも含め国内にこれを投射して考えた場合に、既に生産とか輸出というところに再び立ち上がる動きが出始めている。このような感じであったように思う。加えて国内的には雇用、これが雇用者所得という段階にまで良い影響が少し強まってきている。雇用者所得が明確に下げ止まった後、もしかしたらこの先上がっていくという蓋然性が強まっているという良い判断ももう一つ加わってきていて、従って、踊り場脱出という点についてももう少し様子を見ようということだが、方向性としては良いものを感じずということであった。同時に今回、本日の議論の特徴としては、その先のものの見方についても少し考えが出始めてきたと受止めさせて頂いた。例えばITについても、調整が一巡してもその後そんなにロバストな力を示さないのではないかというふうなお話、この点は果たしてどうかということはあるがそういう見方を示して頂いた。確かに業界の多くの方はそういうことをおっしゃっているようである。技術的な谷間等々色々な理

由があってということである。それから雇用者所得が下げ止まり、これから上がるとした場合、企業収益がどうなるか。海外の商品市況がかなり高止まっている、あるいはさらに上がるかもしれないということまで含めた場合に、企業収益がどうなるか。それは設備投資と密接に絡むので、踊り場脱出後の成長軌道に深く関わる判断材料になる。その場合に、非常に長い目で見た設備循環というものと重ね合わせて判断する必要があるが、そこはどうか。それから基本的に企業の投資態度が慎重という部分を上乘せして判断していく必要がある。4月の新しい展望レポートを作り出していく時に、こうした一連のものを十分吟味して我々も判断を出していかなければならないということではないか。仮に企業収益、あるいは設備投資というところについて慎重な見方をするとしても、逆に雇用者所得が上がっていくとした場合、個人消費を通じてこれが成長に対する寄与という意味で、どれ位この個人消費がテイク・パートしていくか、ここのところもよく見極めていかななくてはならない、そういった類の問題意識が既に今日出始めたとは私は思っている。

それから物価の方だが、改めて原油及び素材価格の上昇が根強いということが確認されてきている訳で、これから賃金を少しずつ上げていくという段階に入ってしまった場合に、企業として比較的成長の中でどこまで価格支配力を示して最終段階の価格を上げて行き得るか。我々のデフレ脱却のシナリオとの絡みでもこれは非常に重要な段階に入ってくる。ここのところは、最終段階の物価が上がる前に企業収益の低下、あるいは海外景気が良くて先行して金利が上がるということからくるリスク、この両方の兼ね合いから一体どちらの方向に動くのかというのがもう一つの非常に重要な点ということだと思う。この点に絡んで改めてコナンドラムと言われている長期金利の問題、今日は非常に明確に二つの軸が重なった。水野委員からはストラクチャード・フラットニング、これは先般のB I Sの会議でも、フランスの50年債の発行についての説明の際に非常に大きな話題になった。しかしその一方で、世界的にインフレ圧力が強まるとすればストラクチャード・フラットニングを突き破る上昇圧力が出るのか、非常に

重要な当面の注目事項だと思う。そんなことで纏めになったかどうか分からないが、取り敢えず議論の整理をさせて頂いた。今日は為替相場について一言もご発言がなかったが、動きがないと言えないのだが、せっかく先行きを含めた議論も少し出して頂いたのだから、為替相場についても何かご認識があればお示し頂きたい。あとは岩田副総裁からお話のあった設備循環について、調査統計局から何か追加的にコメントがあるかどうか。それからITの調整一巡後のその後の回復の強さという点について、この点についてもう少し追加情報をお持ちであるかどうか。その辺のところについて少しご意見を出して頂きたいと思う。為替は如何か、福間委員。

#### 福間委員

「双子の赤字」の問題は勿論残っている訳だが、今はいつも言っているようにグリーンスパン議長がメジャー・ペースで金利を上げていることが影響している。金利引き上げに天井感が出ればドル買いのセンチメントもまた変わらなうと思うが、当分はショート・タームにしろドルを買って鞘取りができるし、ある程度一段落して、ワンポイントが終われば利食ってまた買っていくことができるということで、ドル売りを伴いつつドル買いが続く格好となっている。特に日本の円については、昨日も指摘があったと思うが、色々な形で、例えばグローバル・ソブリンや外貨預金に1,423兆円の個人の金融資産が動いていることが意外にドルの下支え要因になっている。外資系でプロダクトを作っているアセット・マネジメントの話によるとこれらの金融商品は「飛ぶように売れる」ということである。リスクもあるのだが、とにかく目先のペイオフ対策であるとか、ゼロ金利が長く続く中でリスクはあるけれども、少しでも高いイールドを指向しようではないかということで、今のところ対円でドルを売り込むというような動きはなかなかない。ゼロ金利が良い意味でも悪い意味でも一つの支えになってドルは上がっている。一方で円のプロクシーとしてアジアに資金が入っている。例えばウォンなどは今や1997年のレベルである。バーツもほぼ1998年の初頭の、例のクラッシュの前の近辺にある。このようにア

ジアに資金が流れ、アジア通貨の上昇でもって取り敢えずは稼ぐ。円はどうも稼げない。日本に対して彼等が強気なのは株である。あれだけ下がったので今日も下がるかと思ったらあまり下がっていない。株については、どうも何となくアジアと一緒に動きになっている。デカップリングという言い方はまだちょっと極端過ぎるかもしれないが、円は買わないが東京の株は買うという格好である。そういう人達は株をドルで買うというよりも、むしろ円で調達して株を買うというケースが随分ある。そういう面では為替にはニュートラルだが、株には新規の資金がかなり入る形となる。通貨は対円ではあまり買い材料がないというのが現在だと思う。欧州については、経済がああいう形になったということで、やはりユーロがリザーブのダイバーシフィケーション先としては適当であるということ。それからOPECは運用先として昔からマルクとかスイスが好きであるからユーロというのは非常に分散しやすい先になっているという面もある。私は先行き非常に恐いなと思っているのは円の相対安という問題が出てくることだと思っている。円がこのまま140円、145円、150円に下落しても良いのかということになると、やはり自ずから相対的な割安感が出ると思う。今のこのハネムーンがいつ頃まで続くのかということについては、一時的という具合に見ておいた方が良いのではないかとと思っている。冒頭に戻るがFRBが金利を上げていく間はまだ内外金利差に着目した金が少しずつ動く感じではないか。キャリー・トレードを含めて。

#### 福井議長

やはり円は低金利通貨と言うよりは超低金利通貨という、やや引き込み線に入ってしまったか。

#### 福岡委員

然り。ファイナンス・カレンシーとして使われるから、どうしても円が売られる格好になる。これは逆に言うと先程ちょっと申し上げたように、日本の金融政策にも非常に影響を与えるところがある。要するに円が

国際通貨に、いつの間にかファイナンス通貨にビルト・インされているということは、これは何も議論を誘導する意味ではなくて、ゆっくりと現行の政策から出ていかないと大変な問題が起きるのではないか。

#### 水野委員

宜しいか。その意識は共有するところがある。1990年代と2000年から現在までの期間における世界経済を比べると、インフレとデスインフレというフェーズの違いがある。一般に金利が上がると直ぐ買いとか売りとか言われるが、インフレの局面では金融緩和できる国が良い国であろう。ファンダメンタルズが良いから金融緩和ができる。従って金融緩和した国の通貨が買われている。私も1990年代にトレーディングしていたが日銀が緩和する時に思い切って介入規模以上に円を買っていた。それから2000年になるとデスインフレなので金融引締めをできる国は、良い国と言われる。金融引締めをできるということは経済がノーマライズしているということである。今、福間委員が言われたことと全く同じことを言い換えたことになるが、メジャー・ペースとはいえ、ゆっくり上げていくというのはアメリカの経済の強さの証明であってドルを売り込みにくいことは確かだと思っている。あと通貨間の関係をみると、アジア通貨はドルに対して強い。円だけが弱い。これはエコノミスト的に言うと、実効レートでは円は弱くて非常にコンフォタブルである。ただ、どうしても金融政策を考えていくうえで政府に対しては円／ドルレートで語らなくてはならない。アジア通貨に連動する部分があるが、人民元の改革がいつ行われるかという出口の話、また日本銀行の量的緩和の出口がいつかという二つの出口が大きなテーマで引き続きあり続ける。その一端を我々が握っているということで、慎重にやらなければならないと同時にあまり引っ張り過ぎると後の調整が長期金利だけではなくて為替の動きに出てくる。ファイナンス通貨とか、ファンディング・カレンシーになっているところの宿命でもあるだろう。これは非常に難しいハンドリングが必要になる。日本銀行がしっかりと出口を出るかどうか、非常に注目されているという気がする。



## 岩田副総裁

為替レートについて一言宜しいか。円は私はやはり景気循環通貨というべきではないかと思っている。オーストラリアとか資源国は、一次産品が強ければ強くなるという意味で、コモディティ・カレンシーというのだろう。円はこのところ安定しているが、私は二つの理由があると思っている。一つは金利格差が日米間で拡大方向であるから、これはむしろドルを強くする要因で、また日本の景気もこのところ3四半期寝ていた訳なので、これも基本的に安定化させる要因だと思うのである。だが、景気の方はこれからもう少しはっきり強くなってくることがあれば自然な円高圧力が加わってきてもこれはおかしくないと思っている。それから長期金利。構造的フラットニングというふうに言えるかどうか、私はやや一過性ではないかと思っている。と言うのは年金などの機関投資家は明らかにアセットとライアビリティの再調整をやっていると思う。だがそれは一回調整してしまえば、それはずっと続くものではない。それから調整をする時にどこの部分、つまりイールド・カーブのどこの部分を調整するかという話があって、1年、10年の間をいじるのか、10年から20年をいじるのか、20年から30年をいじるのか、そこがかなり違う。私の感じはむしろ2年、10年というところをとるとアメリカはむしろスティープになる可能性もあると思う。つまり今、10年物長期金利は+4.5%だが、JPモルガンのフェアバリューで測ると——これは測り方をどうするのか私は詳しく知らないが——+5.7%である。そうするとフェアバリューに収束するとすれば2006年の末には5.7%位になっていくはずである。日本でもそれは言えることで、それはどこのところがスティープになるか。今、日本は一番、2年、10年をとればスティープなのだと思う。130bp位あるから。ユーロは110bp位しかないの。その先がまた10年から20年の間がフラットになるのかスティープになるのか、これはまたあると思うが、そこはかなり肌理の細かい話であって、むしろ私が問題としているのは実質金利が低過ぎるという点である。つまりアメリカの期待インフレが+2%位

だとすると、名目が+4.5%であるから実質金利は+2.5%な訳である。長期的な潜在成長率が+3.5%に近いとすれば+2.5%というのはやはりおかしいので、上がってもおかしくない。どうして実質金利が低いのだろうと。同じことがイールド・ギャップでも言えて、今は先進国はプライス・アーニングレシオが大体20とか15とかに収束している。そうすると益回りだと5%~6%なのである。株を持っていると益回りは5%ないし6%で長期金利の方はアメリカは4.5%である。そうするとイールド・スプレッドがマイナスになってしまう訳である。

#### 福井議長

確かにイールド・スプレッドは非常に低い。

#### 岩田副総裁

これはどうしてそういう差が生じるのかと言えば、一つはやはり期待成長率が低いというふうに少なくともマーケットが考えていると考えるか、あるいは投資家のリスクテイク姿勢がエクイティとボンドで非対称的になっているか。非対称的になっていることがいつまでも続くのかということについて、私は若干疑念がある。だが2002年以降、実はアメリカ、イギリス皆そうなのだが、先進国でBBB格のボンドとエクイティ・リスク・プレミアムがほとんど平行に動いていたのだが、それ以降拡大して今は3%位ある。2002年以來ずっとそうなのである。であるからこれは高齢化でそうなったということでもないと思っている。

#### 須田委員

為替について、私は小宮先生から「見通しはするな」と言われているのでそれはやらないが、市場の予想というのは気まぐれである。足許は結構、期待収益率が関心を持たれているが、ちょっと前までは「双子の赤字」について本当にこれはサステナブルな大きさなのかと凄く市場は気にしていた。私はGDP比3%位であれば大丈夫だと思っていたのだが、それ

が6%に近付いてくると、これは持続可能であるとの感覚を持っていないから、あるところでドル安の動きも出得ると思っている。そこは非常に大きなリスクとして考えている。

為替レートというのは、結局は内外金利差と為替レートの変化率、要するにリスク・プレミアムを除けば、内外の期待収益率が一致するように決まる訳なので、それだけ見ていれば金利の高い国よりも金利の低い国の方が結果的には為替が高くなると収益が一致しない。金利の低い国の通貨、つまり日本が円高になり、それで収益が一致するというふうな関係になる。リスク・プレミアムについてはよくグリーンSPAN議長がおっしゃるように、経常収支が不均衡になった時にホームバイアスがどれだけあるかが問題だと思う。それが小さくなれば経常赤字がもっと拡大しても問題ないということもあり得ると思っている。さらに、今のアメリカの経常収支の赤字については企業内分業の影響もある。国と国の産業の競争力云々と言うよりも、一つの企業——多国籍企業——がどの国で生産するかというような格好で起こっているが、ではこれが為替レートで一体どの程度調整するのかというような問題もある。それから経常収支の問題を考える際にはファイナンス手段も考慮に入れる必要がある。少し前までは株でのファイナンスが多かったが、株の場合であれば株価が下がることでファイナンスされる側の対外債務調整が済んでしまう。もっとも、足許はどちらかと言うとデットの方がかなり大きくなってきているが、デットだとアメリカは返済していかななくてはいけない。そういう意味では調整は少し前より難しくなっていると思っている。このように、なかなかこの経常収支の問題が為替でどういうふうに調整されるかという点は難しい。それでは経常赤字が大きくなってしまった時にどういう調整をやるのか。やはり為替レートで調整するということになると、より大きな調整をもたらしかねないと思っているので、そこのところは常に気にしながら為替の動きを見ている。

福井議長

早川調査統計局長、昨日も説明があったかもしれないが設備循環のことを少し補足してもらえないか。

早川調査統計局長

今、総裁が言われたとおり基本的に申し上げることは昨日お話したと同じである。確かに設備投資は雇用とか在庫に比べるとやっている方ではあると思うが、それでも皆さんご承知のように、例えばキャッシュ・フローとの比較で見れば、極めて抑制的であるということは間違いないと思う。ストック循環の観点だが、結局 2004 年度も年後半に調整局面に入ったこともあって、そもそも設備投資の伸び率自身はそんなに高くなってきている。合わせてもう一つのポイントは、前から申し上げているように除却率がこのところ急速に高まってきているということである。普段皆さんにお示ししている資本ストック循環図というのは、横軸が I K 比率というものが書かれている。I K 比率というのはなぜ入っているかという、除却率が一定であった場合、I K 比率というのは資本ストックの伸び率を表わすことになるということが入っている訳なのである。仮にもし除却率が上がった場合はどういうことかと言うと、同じ I K に対して例えば除却率が 1% 上がれば資本ストックの伸び率は 1% 下がるということである。であるから、仮に除却率が 1% 上がった時はどうすれば良いかと言うと、普段書いている成長期待の軸を 1% 右にずらして頂く必要があり、そういう時はどういうことが起こるかと言うと、例えば従来であれば設備投資はもうそろそろ下がってくる時期であっても、伸び率はそんなに上がらないけれど横に力二歩きをすることがあり得る。今回もう既にそういうことが起こりつつあって、その結果として設備投資は非常に高い伸びにはなっていないのだが、そこそこ持続的に増加するということが起こっていて、これも昨日申し上げたある種の加速度係数の低下みたいな話と同じような話だと思って頂きたい。そうは言っても、ただ今、岩田副総裁がおっしゃっ

たとおり、さすがに設備投資はそれなりに増えてきているから、2005 年度はともかくとして 2006 年度までそれが持続していくかどうかということになると、なかなか循環図だけではそこまで自信を持って言える感じではない。そうすると前からこれも申し上げている点だが、大切なポイントは二つ位あって、期待成長率が一つ。先程申し上げたように、景気の回復が仮にこれからはっきりしてくると、景気回復 4 年目になる。その時に期待成長率が本当に全然反応しないのかどうかということが一つのポイントになってくると思う。まだ現時点では、期待成長率がどうなっているかデータはないが、若干上向いてきていても不思議ではないという感じはする。もう一つが、昨日水野委員からのご指摘があった、ある種の建設循環みtainな動き。実は過去 10 年間ある意味で期待成長率が低下して、設備投資は循環の軸が左側へずっずずれていた訳だが、その動きも大きな部分は実は建設投資のところで起こっていたということは前にお話したかと思う。もしこの流れが変わってきているとすると少し話が変わってくる。近々公示地価等も発表されるが、その辺の流れが色々変わってきているのであれば、その点も従来考えたよりも設備投資の増加の持続要因にはなり得る。大まかに言うと、他のものと同じように急速に期待成長率が上がる訳でもないのに、設備投資の伸び率がグンと上がることもないが、今申し上げたような諸々の要因があるとするとい意外に何と言おうか、あまり高くない伸びが持続するということはある得ると思っている。実は雇用者所得も同じで、雇用者所得は我々はグッと増えてくるなどとは思っていないのだが、前から言っているように漸くプラスになってきた。多分かなり低いプラスでいくのではないかと前から思っていて、大まかにはそういうイメージを持っている。

福井議長

先程のような色々なバランスは、どちらか一方に急速に傾くことなく持続すると考えるのか。

早川調査統計局長

いや、本当はそれはあり得ると思う。ただ、現時点で例えばもっとも蓋然性の高いパスを一つ選べと言われると、どうしてもリスク・アバートにならざるを得なくてガンといくとか、ガタンと落ちるというシナリオはなかなか選べない。理屈としてはあり得るが。

福井議長

標準型にはなり得ないということか。

早川調査統計局長

なりにくい。しかも、とりわけ海外経済などがかなりビナインな状態を想定すると、どうしてもそういうストーリーになってくるということである。

福井議長

除却率の高まりというのは、かなりイノベーションの激しい業種に偏って発生しているのではないか。

早川調査統計局長

正確には調べていないが、多分一つは電気機械辺りで起こっているのと、それから過去何年間かについては、素材業種で相当廃棄をやったことも効いていると思う。

植田委員

ただ、止まりつつあるではないか。

早川調査統計局長

それはさすがに、そちらは止まりつつあると思う。

植田委員

全体的にも。

早川調査統計局長

素材業種の方は止まると思うが、一方で電機辺りは恐らく投資をしている割には実は資本ストックはそんなに増えていない。これも先だって申し上げたように、中国との貿易が両面で増えている訳だが、あれなどはそういうことをやっている、多分思われる。

福井議長

他に論点があればどうぞ。宜しいか。

水野委員

先程の経常収支の話について時々出てくるテーマであるが、長期資本収支の動きが為替を決定するのだと思う。1日の為替の取引高を考えれば経常収支 6,000 億ドルというのは大したことないということもできる訳でロングタームではリスクだが、アメリカに長期の資本が入ってくるうちは大丈夫ということで、そういう政策を今アメリカが採ってきているような気がする。

福井議長

それではここでコーヒースペイクとする。再開は 11 時 10 分とする。

(10 時 58 分中断、11 時 10 分再開)

## 2. 金融政策運営方針に関する討議

福井議長

さて、宜しいか。それでは議論の続きを行う。今度は金融政策の運営である。次回の政策決定会合までの金融政策の運営方針について改めてお一

方5分ずつ位の担当でご発言をお願いします。まず、岩田副総裁からお願いします。

#### 岩田副総裁

金融政策運営ということだが、結論から言うと現状据え置きということで、変更なしということである。二点程付け加えたいことがある。一つは先程の話の続きで恐縮だが、フラットニング、イールド・カーブがフラットになっているという話と、長期金利がどうしてアメリカで十分上がらないのかという話について。一つの仮説はこれは私が最初の会合に加わった時に図を持ち出して皆さんを閉口させた話、マンデルトービン効果の話だが、実質残高効果がIS曲線の方に働いているとすれば、期待インフレが若干でも上がれば実質金利は下がってもおかしくないという、これは総裁からそんなことあるはずない、期待インフレが上がる時は実質金利も上がるという反論もあったが、これはマンキューの教科書にも、入門編の教科書にも書いてあり、そういうことがあっても私はおかしくないと思っている。

もう一つは先程水野委員の方からゼロ金利政策あるいは量的緩和政策そのものについての議論があったので、私がどう考えているかということ一言付け加えさせて頂きたいと思う。量的緩和政策の効果について、物凄く色々な議論があって、全然効果がないという方、あるいは害しかないと言う方から、それなりに効果があると言う方と、相当ギャップがあって、そのギャップをどうやって埋めたら良いかと私は入ったときからずっと思っていた。私は効果があると考えている方だが、その理論的な整理としては、やはりゼロ金利に戻ることなのだろうと思う。量的緩和というのはゼロ金利をさらに補完して強化するということで効果があると、基本的な構図はそうなっていると思う。だから最後はゼロ金利のところまで戻ってしまうという話だと思う。それでゼロ金利政策がデフレ克服についてどこまで有効なのかというところに、話が結局は私は戻っている。私の今の段階の整理は、一般的に金利をどこかにペッグしてしまう、ある



いは為替レートをペッグしてしまうでも良いが、そういうことをやると貨幣供給量が結局内生的になって、それで物価が決められなくなる、物価が上手くコントロールできなくなるということがある。これは連邦準備でも、アコードの前というのはそういう状況があって、インフレ、長期金利をペッグしたが故に物価が上手くコントロールできないという根本問題があって、その時にそれでは金融政策が決めていないとすれば物価は何で決まっているのかというところに——ウッドフォード氏などの問題意識が全てそこから発していて——、それはやはり財政政策なのではないか、あるいは公債残高なのではないか、あるいは将来の本源的赤字のパスなのではないかということで話が出る。その結果、今の日本は金利をペッグするというかゼロにしている訳なので、実はその矛盾がもっと困難性を孕んでいるというふうに思う。普通にポジティブなところでペッグするという以上に、実は理論的には難しい問題を突き付けられている。つまりそれは単純に量と価格の関係が中央銀行が上手くコントロールできるのかという、非常にベーシックな問題が問われて、そこまで戻るとその時にでも、それではそういう時にどうやって出るのかという、そういうところから出られるのか、という時にウッドフォード氏などがやはり考えたことは、中央銀行が強いアンカーを示すことだと。それが物価水準目標政策だというふうに私は整理している。だから、人が作った通貨でしかも金利は元々通貨にはゼロで、従ってハイパワードマネーだという話があるが、それに加えて市場の金利をどこかゼロに止めてしまうということをやった場合には、不決定性の問題というのがより深刻な問題として内在しているということなのである。その時に、そのアンカーを誰かが提供しないとどうしようもない。私は量的緩和政策と言うのは、コミットメント付きの量的緩和政策。つまり、安定的にゼロを上回る、あるいは再びデフレに戻らないということをやっている政策は、ある意味でアンカーをそれなりに提供している。だからそれなりの有効性があると私は思っている。さらにもう少し言えば、ゼロの近傍でブラブラしたままで実はなかなかきちっとポジティブにならないというのはもう少し中央銀行がはっきりアンカーを提起するとい

うことが実は必要なのではないかと思っている。それは何パーセントなのかとはあえて申し上げないが。

福井議長

福間委員からお願いします。

福間委員

まず、当面の金融調節方針については、ペイオフ全面解禁を半月後に控えている中で、現行の「30～35兆円程度」という当預残高目標値を維持することが適当と考えている。なお、今後暫く資金需給的に余剰となる見込みだが、執行部においては、足許の余剰資金をオペにより先行きの資金不足期に繋ぐというような工夫を凝らしながら、金融調節の環境作りに努めて頂きたいと思う。この間、ペイオフ前の預金動向については、大勢としては特段の変動は見られていないが、一部には金融システムから資金が流出する動きも見られており、念には念を入れるために、そうした資金の流れを細心の注意を持って見ていきたいと思っている。

一方、ペイオフ解禁後の、いわば非常時が去った後の金融政策運営については、漸く景気判断を上方修正できる、あるいはその状況に近くなり、しかも日経平均株価も底堅さを増す一方で、債券・為替相場は総じて落ち着いた動きを維持するなど、市場の動きに明るさと安定感が窺われるようになっている。このため、かねて申し上げているように「量的緩和政策の枠組みを堅持しながら目標値の見直しを図る」ことについては、これを視野に入れても良い段階に入りつつあるのではないかと考えている。

その目標値の見直しを巡る最大の課題は、それが市場関係者や国民の理解を得ることができるのかという点であるが、本件に関する議論が12月会合議事要旨で公表されて以降、目標値見直しは金融政策に関するテーマとして内外で取り上げられてきた。その過程で見られた各種アンケートや海外を含む市場関係者のレポート、さらには政治家サイドからの発言等を通じて、目標値見直しに対する市場や国民の受止め方を直接・間接に窺う

ことができたと思っている。私の理解するところでは、量的緩和政策が金融システム不安の解消に効果があったという点では、概ね共通認識になっていると思う。そのうえで、ペイオフ解禁後、金融システム不安への対応の必要性が低下していけば、一番目は景気の動向を含めた総合的な判断の下で、目標値を減額する可能性があること、及びその場合でも3条件が満たされるまでは、量的緩和政策の枠組みは維持されること、この二点に対する理解は広がりつつあるのではないかとと思っている。特に、短期金融市場では、ほぼ織り込み済みであることが具体的な数字となって現われている。「具体的な数字」とは、第一に、昨日の執行部の説明にもあったようにコール取引が一段と増加していること、およびジャパン・プレミアムのない中で邦銀が自由に外貨を調達できるようになったこと、第二に、補完貸付制度の利用件数が急増していること、第三に、短期金利のフォワード・レート・カーブが、その水準・形状いずれにおいてもほとんど変化がないことが挙げられる。このうち第一のコール取引の増加等については、金融機関が、格付けの向上に伴うカウンターパーティ・リスクの低下を背景に、これまでのオペに依存した資金調達を改め、本来の市場を通じた自律的な資金調達へと転換を図りつつあることを示している。また、第二の補完貸付制度の利用増加については、金融機関が自らの資金調達に万全を期すために、実務上の訓練を開始したためと思われる。一方、第三のフォワード・レート・カーブの水準ならび形状の変化については、本行が繰り返し説明している「3条件が満たされるまでは量的緩和政策の枠組みを堅持し、デフレとの戦いを続ける。従って、結果としてのゼロ金利と時間軸効果も維持される」というメッセージが市場に浸透していることが表われていると思っている。

もとより、目標値の見直しを巡っては、慎重に対処すべき問題が残されていることは皆さんご指摘のとおりであって、私なりに問題を整理すれば、第一に、目標値の見直しが引締めと受止められて、長期金利が過度に上昇するリスクである。第二は、一旦目標値を減額すれば当預需要がフリーフォール的に減少し、結果として政策の枠組みの維持さえも困難になると

いうリスクかと思う。いずれも誠に悩ましい問題であるが、まず第一の金利上昇リスクに対する私見を述べさせてもらおうと、昨日の執行部の説明にあったように、企業の資金余剰が巨額である一方、金融機関も引き続き積極的な貸出姿勢を見せている。こうした現状を踏まえると、目標値が多少減額されたとしても金融機関や企業の行動に変わりはなく、実態的には何も変わらないと考える。もとより、本行としては、目標値見直しに伴う金利上昇リスクを少しでも低減させるためには、これまでも申し上げたとおり、3条件とそれに基づく政策の枠組みの堅持によりデフレとの戦いは続けること、二番目はその結果、ゼロ金利と時間軸効果も維持されるので、例えば目標値を減額したとしても現在の金融緩和基調には何ら変更ないこと、この二点を繰り返し粘り強く説明していく必要があると考えている。そうしていけば、市場の理解をさらに深めることが可能ではないかと思っている。

第二のフリーフォール的な当預需要の減少リスクであるが、この問題は、流動性リスクに備えた銀行の予備的需要の減少とROA向上のためのバランスシートのスリム化が、ペイオフ解禁後どの程度のスピードで進むかに依存しているように思われる。この点については、私自身もかつて企業でALMを統括した経験から申し上げれば、自らの流動性需要がどれ位減退していくかは、これを事前に正確な形で把握することは難しく、金融機関としても手探りで対応していくしかないように思われる。また、バランスシートをスリム化するにしても、少なくとも本業の貸出が増加したり投信等の窓販業務等が収益の柱として地歩を固めるまでは、保有国債を一気に売却するような行動に出ることは想像できない。結局のところ、本行が新たな目標値を明示したうえで、それに対する市場の反応を相当程度の期間、例えば3～6か月程度の時間を掛けてじっくりと見定め、必要に応じてさらなるステップを考えていく。このような慎重な姿勢が求められるのではないかと思う。それが最終的には金融政策の予測可能性を高め、結果として市場の安定にも繋がるように思う。FRBが中立的な金利水準を事前に特定することは難しいとしながらも、0.25%刻みで段階的なFFレー

ト引き上げあるいは引き下げを行ってきているのも、そうした考え方が底流にあると思われる。

最後に目標値の見直しよりも、ポスト量的緩和のスキームを議論した方が有益ではないかという声も聞かれる。商品相場が高騰し、人々の資産デフレに対する意識が薄れつつある現状を考えれば、私もそうした意識は常に念頭に置いておく必要があると思っている。ただ、難しいのは、量的緩和政策の出口まで現在の目標値を維持した場合、3条件が満たされて、従来の「金利をターゲットにした金融政策」へ戻る際には、量（当預残高）と質（短期金利）の双方をコントロールしなければならないため、一時的に市場に大きなショックを与える可能性がある。政策運営に当たっては、前半のパートで申し上げたように、5年目に入った長きに亘る量的緩和政策の下で、円投してキャリートレードされた資金やショート・ファンディングの資金が積み上がっている現実も無視できないと思う。長い目で見て本行がポスト量的緩和政策への移行、言い換えれば、金融政策の正常化を行っていくためには、まずは市場との対話を通じて慎重にゆっくりと目標値の見直しを図ること、及び、そうした姿勢を通じて金融政策の予測可能性を高めていくことが必要であると思う。量的緩和の枠組みからの出口論は、その次の段階での課題であり、そうした遠近感を持って政策運営に当たることが、市場の安定性確保の観点からは重要ではないかと考えている。以上である。

福井議長

中原委員から願います。

中原委員

最初に市場関連で一言コメントしたいと思うが、総じて、金融資本市場の動きは安定していると思う。為替もドル／円で見ると、思いのほかドルの底堅い動きとなっており、循環的な要因と構造的要因の間の綱引きでレンジ相場が形成されているということだと思う。期末を控えての短期要因

としては、原油高、景気回復による輸入の増加、さらに昨日も指摘があったが円ファンディングのキャリートレードなどが円売り要因、それから期末に向けてのリパトリ、輸出カバー、さらに引き続き堅調な日本株投資が円買い要因となっており、ドル／円の上下が抑えられている状況かと思う。そういう意味で、期明けから若干の動きが出る可能性が十分あると思っている。特に昨日指摘されてなるほどと思ったのだが、円ファンディングによる高金利通貨のキャリートレードがどの程度あるのかにもよるが、この巻き戻しについては円高へのオーバーシュートを招くという意味で注意がいて感じている。米国ではこのところトリプル安の動きが見られるが、本邦市場との連動はここへきてやや弱まっているという感じがする。長期金利は非居住者の先物ポジションで多少振れたが、総じて安定的、このところ株価とも素直に連動している感じがする。景気実態、時間軸から見て安定的かつ妥当なレンジにあるとみている。日本とて、先程議論もあったグローバル・フラットニングという問題の埒外ではないのだが、やはり目先のリスクとしては金利上昇の流れの中でボラティリティが高まってくリスクについて注意すべきであろう。

短期金融市場も極めて安定しており、期末とペイオフ全面解禁を控えてはいるが今のところ不安材料はないとみている。この結果、調節方針としては現状維持としたい。なお、期末の余剰資金についてはこれを従来「なお書き」の援用で放置し、期末越えの吸収は回避してきたところである。期末の流動性に対する予備的需要は極めて限定されているように思うし、一方で余剰資金に対する日銀の調節スタンス、特にこの期末越え吸収を行うかどうか、あるいはどの程度行うかについては、市場がこれまでの期末の例を踏まえて関心のあるところでもあり、これによってペイオフ全面解禁に対する日銀の見方を忖度される議論も出てくる可能性はある。札割れの問題に関連して目標引き下げの議論が行われているし、ペイオフの影響を注視するという我々の今までのスタンスを考慮すると、期末日はやはり目標上限ほぼ一杯である 35 兆円程度は残したほうが良いのではないかと考えている。

なお、先行きの調節方針について議論が相当行われているが、基本的に量的緩和を整齐と続けること以外に選択肢はないと考えている。その意味で札割れの問題というのは、技術的な問題として扱うことが必要で、政策の本質、スタンスを変えるものではないかという誤解は根気良く解いていく、市場に説明していく必要がある。

6月の資金不足に係わるオペの問題について、今のところ市場では「札割れ続出によって日銀はピンチに陥っている」という論調が多いが、我々としては今後の実体経済、市場の状況を見ながら機動的に判断していくということで宜しいのではないかと考えている。

福井議長

須田委員からお願いします。

須田委員

先程の岩田副総裁の話に対して、後で少し話をさせて頂くことにして、用意してきたものについてまず述べさせて頂く。

前回会合以降の金融調節についてだが、当座預金残高目標の維持ができるかどうか注目の集まっていた3月初旬の「山」は、金融調節の現場の努力により、無事、ターゲット・レンジを下回ることなく、越えることができた。勿論、FB発行額の減少、財融資金の地方貸付の前倒し実行や短国買入オペが好調裡に推移したことなどの追い風があったことは事実だが、一方で銀行券が予想以上に出たということもあるので、そうした中でターゲット・レンジの維持を成し遂げた執行部の努力には素直に頭が下がる。

次は3月末越えだが、財政の払いが集中し、ペイオフ完全解禁を控えているため、今回も35兆円を上回る圧力があると思っている。これまでの3月末については、年度末を挟む金融市場の安定を確保すべく「なお書き」を発動し、ターゲット・レンジを上回る当座預金残高を容認してきた。ただ、昨年度末については、「極めて平穏な期末であって、市場関係者の言葉を借りると、ここ何年かでもっとも静かな期末であった」ということで、

吸収オペも可能であったとの事後的な感想もあった。

今年度末はペイオフ完全解禁を控えた期末ということで、昨年と全く同様に考えることはできないが、現時点での市場の状況を見渡す限り、今年も平穏な期末になる可能性が高いと思われる。

ペイオフ完全解禁は、金融システムの正常化に向けたシンボリックな意味合いもある。従って、ペイオフの完全解禁に向けて万全を期すべく「なお書き」対応を行うというこれまでの金融危機対応モードと同様の対応を行うというよりは、昨年9月末のように「なお書き」対応を行わない通常モードの期末日とした方が、金融システムの正常化に向けたペイオフ完全解禁と足並みが揃うように思う。

勿論、末初レートの動向、市場における資金の偏在の有無等を勘案しつつ、正常化に向けて軟着陸させることができれば良いと考えているのであって、即日吸収オペを多額に打つ等により市場を混乱させてでも、無理にターゲット・レンジ内に当座預金残高を収めるべきであると申し上げているのではない。「程度」で読める残高に収まれば良いと考えている。昨日、中曽金融市場局長も「資金偏在を見極めながら対応するがレンジ内着地を目指す」と言われたが、そのような結果が得られるように執行部の皆様は、引き続き、是非頑張って欲しい。

さて、新年度入り後の金融調節方針だが、今回の金融政策決定会合である4月5日、6日までの間に大きな問題になるようなことは、現時点では思い当たらない。従って、先程申し上げたような期末日の対応を踏まえたうえで、次回決定会合までの金融調節方針は現状維持で良いと考えている。問題は4月下旬以降から夏前に掛けての資金不足時の対応である。ペイオフ完全解禁後には、金融システム不安の後退や大手行の合併、円転コストのマイナス幅の縮小、コール市場の回復などによって金融機関の日銀当座預金ニーズが益々減退する可能性がある。このような場合、オペ負担は、政府の余剰資金が高まる程、政府要因による資金需給の振れが大きい程、銀行券の伸び率が高い程、高まる。また現在のような短国レートが維持され、短国買い入れオペの良好なパフォーマンスが維持されるかどうかにも



依存する。景気回復が確認されればイールド・カーブが立って、補助金的な色彩の強いオペニーズが強まるかもしれない。従って、現時点では4月以降、オペ負担がどの程度高まるのか定かではないので、その時点で、市場機能をこれ以上壊すことなく、願わくばもう少し市場機能を回復するということを意図しつつ残高維持が可能なのかどうかについて、見極めたいと思う。

いずれにせよ、この場で次回決定会合以降の話を具体的に論ずることは控えるが、頭の体操は多少なりとも引き続きしておく必要があると思う。前回の決定会合でも述べたが、執行部にターゲット・レンジ割れを起こさないように「頑張れ」とだけ言うのは無責任なので、ボードとしての考え方を整理し、何らかの対応策を用意しておく必要があると考えている。今後とも、景気動向と金融機関の資金ニーズを踏まえつつ、皆様と引き続き議論させて頂ければと思っている。

最後に、マネーサプライについてみておきたいと思う。昨年2月以降、当座預金残高目標を変えずに維持してきたため、2月のマネタリーベースの伸び率は1月の前年比4%程度から1%台へ低下した。他方、マネーサプライは2%から1.9%へ僅かな低下であり、また、広義流動性は前月と同様に3.8%だった。もし、当座預金残高を減額するとしたら、マネタリーベースの伸び率はマイナスになると想定されるが、2月のマネーサプライの動きからも分かるように、マネタリーベースの伸び率低下がそのままマネーサプライの伸び率に反映される訳ではない。貨幣乗数が変化するためである。マネーサプライの伸び率が高まるためには、銀行貸出がもっと活発化することが必要である。実際、貸出残高前年比のマイナス幅は幾分縮小しつつあるが、これは貸出の供給サイドの積極化によるとのことである。需要サイドは、大都市の不動産関連向けや自動車関連等の優良中堅・中小企業向けに一部動意が窺われるものの、ウェイトの大きい大企業からの返済圧力が依然強く、需資に盛り上がりが見られない。不動産関連の貸出増加はバブルに繋がっていく可能性も秘めているので、それを意識しながらその動向を含め、貸出残高がどう動くか見守りたいと思っている。以上で

ある。

福井議長

続いて水野委員からお願いします。

水野委員

まず、当面の金融調節方針だが、現状維持で宜しいかと思う。2月下旬から3月初めに掛けて、金融市場局の尽力によって何とか当座預金残高が下限を下回らずに済んだ。また、次回の資金大幅不足期である5月下旬から6月初めまでのオペにはある程度目途が立っているのかなと思う。そして短期金融市場のムードが少し変わってきたと思う。これは景気の回復期待もあるが、期間が1年に近いオペを日銀が打ってくれば、非常に低いファンディングコストで資金調達できるという向きも出てくるので、もうちょっと様子を見て4～6月期になってから、オペの環境について議論すれば良いかなと思う。

さて、本日は、私も原稿を用意してきたが、量的緩和の枠組みに対する技術論に最近ちょっと偏重していたという感じがするので、今日はこの本質論の話を述べさせて頂ければと思う。それに当たって過去4年間政策変更時の議事録を全部読んできた。相当な量があって、皆さん相当苦労されてやってきたということが分かった。そういう意味では安易なことが言えないが、一応勉強してきたということで、自分なりに感じたことを素直に話させて頂ければと思う。ボードメンバーは、当預残高目標の引き上げを行う時に金融システムの安定が景気回復に寄与するという波及効果と、思い切ったことをするといういわゆるアナウンスメント効果の両方を念頭に置いていたと思っている。しかし、量的緩和の当預残高目標を引き上げる時に、外部に対しては、金融市場の安定確保を通じて景気回復を支援する効果をより確実にするための措置という説明をしてきた訳である。その説明に対してなかなか政府の理解を得られなくて、デフレ対策として日本銀行が量的緩和をやってきたという形で理解されている。前回の金融政策

決定会合においても、直前に竹中大臣や谷垣大臣から表現は違うが当預残高目標の引き下げについて会合での議論に対する不快感が表明されていることからそのことはお分かりになるかと思う。彼等の言いたいことというのは、まだデフレ克服が展望できないのに当預残高目標の引き下げを行うのはけしからんということである。この支持が得られるように粘り強く説明する必要があるが、これは国民、政府、それからメディア、マーケットも短期金融市場を除いて、理解がなかなか難しいのではないか。つまり、技術的な理由、財政要因の一時的な下振れ、と言いながら当預残高目標を下げる時に、金融緩和の土台が低下した訳ではないという説明はちょっと苦しいと外部に思われることは覚悟しておいたほうが良い。

それから、量的緩和の技術的対応の一環として当預残高目標を下げていくというタクティクスの世界については、仮に 30～35 兆円を下回ることをボードが容認するのであれば、二の矢三の矢を考えておかなければならない。先程、福間委員が言われたように、当預残高目標を一回下げただけではまた下限に貼り付いてしまうリスクがあるということである。ただ前回の決定会合では、まだそのような合意ができていないということで私は現状維持に賛成した。また、仮に金融システムが安定したことを理由に当預残高目標を下げていくという話になると、その時は当預残高目標の水準の引き下げについて、あまり大きな意味を持たせないほうが私は良いと思う。淡々と引き下げていくことが良い。なぜかという、例えば「ペイオフ解禁が実現したから、当預残高目標を何兆円減らす」と言っても 1 対 1 の関係ではないということである。これは引き上げる時と引き下げる時ではかなり違った理屈でやるとの印象を与えるので、福井総裁のコミュニケーションが非常に重要になってくると私は思っている。この点はしっかりやっていかなければいけないのではという感じがする。最近特に思っているが、我々のサーベイでは国民のうち量的緩和政策を理解しているのは 11% 位である。我々がここでやっているその中の技術論は、多分世の中の 1% しか分かってないだろう。私の友達などからは、「もうちょっと分かりやすくしてよ」と言われていて、確かに「そうだな」と思う面もある。こ

それは余談に過ぎないが、世の中が分かりにくい専門的過ぎる議論を4年以上続けていくのもどうかなと感じる。

今の議論を纏めると、当座預金残高の技術的な引き下げは、なかなか政府、国民、海外投資家、マーケット参加者の一部しか理解が得られにくい。それから現在の経済金融情勢を念頭に置くと、本来ならば理論的にはゼロ金利政策に復帰するのが私はベストだと思う。ただ、量的緩和を解除する3条件の制約というかコミットメントがあるから、量的緩和政策の枠組みを維持して事実上のゼロ金利政策になる。これは福田委員の提案に近いものだが、そういうことを念頭に政策をやっていく必要があると思う。また、金融市場の混乱を最小限に止めるためには、量的緩和の出口のイメージあるいは出口を出た後のイメージ——例えば、グリーンSPAN議長が時折触れている中立的な短期金利の水準はどの辺にあるのかという本来は誰も分からないこと——をマーケットが安定している時を見計らって時々言ってあげるといふことが必要ではないか。

長くなって申し訳ないが、丸4年になった量的緩和政策の功罪というか効果と限界について、表に出す出さないは別として議論をしておく必要があると思う。2001年3月19日の議事録を読んでも、その時議論が伯仲して最終的にはその景気刺激効果にあまり自信が持てないような政策を打出すことは避けるべきだというメンバーのグループと、仮に効果が発揮しなかったとしても日銀でも最大限に努力していくという姿勢を打出すべきだというメンバーのグループに二分されていたと思う。結局賛成した方もかなり消極的な賛成ではなかったかと思う。そういう意味では、実際やってみて景気刺激効果があったかどうかという点では、本音ではなかなかなかったという思いがある方が多いのではないかなという感じがする。それから2年前に今の総裁、副総裁の3名が就任された時に、本来は臨時決定会合を開いて今後の金融政策のあり方を議論しようとして検討されたが、イラク戦争が始まった時で非常に危機的な状況にあり、世界的な景気の下振れ、株価下落、不良債権処理の中で、イラクに対する武力行使の開始が金融市場にどういった影響を与えるかという議論がされてしまった。

本来であればそこで議論すべきことだったのかなという気がする。その後の推移は、ご案内のとおり6回の当預残高目標の引き上げがあって、導入当時の4年前に恐らく当預残高30~35兆円までいくと思った方は多分誰もいなかったと思うが、実際になってしまった。私はそれなりにコミットメントとしては意味はあると思っているが、3条件を付けてしまって結果的にハードルを上げてしまった。これが良い悪いとは申さない。ただ、これが効いている。でも効き過ぎてこれが出口を非常に遅らせてしまうリスクを同時に取ってしまったという認識も必要ではないかという感じがする。過去4年間を振り返ってみて量的緩和政策の成果として自信を持って言えることは、多分金融システムの安定に貢献したということだと思う。長期金利の低位安定は量的緩和政策の効果というよりも、ゼロ金利政策の効果であって、これはまさに岩田副総裁がおっしゃられたことだと思う。それから当座預金残高の誘導目標を上げれば量的緩和の効果が大きくなるという仮説はなかなか説得力がなかったのかなと今は受止めている。また、「量的緩和政策がデフレ効果にどの程度貢献したか」という質問に対して「相当あった」という言い方はなかなかできないと個人的には思っている。

最後になるが、ボードメンバーの中で、量的緩和からどうしたら出られるかということになると、恐らく持続的な景気回復が展望できる、3条件がクリアできる、量的緩和継続による副作用が看過できない程大きくなる、などの考えを皆さんとシェアできれば良いなと思う。そこまでいくには時間が掛かると思うから、これから暫くの間は物価の安定とは何かという議論をもう少し掘り下げてやってはどうか。これは、3条件を反故にするという意味ではない。また量的緩和を今後続けていった時に潜在的にどういう副作用があるのかということを経験していきながら議論していく必要があるのかなという感じがする。

繰り返すが、理論的に金融政策としてはゼロ金利政策しか私はないと思う。その間の当預残高目標の下げについてはあまり意味がないと言っても良いかと思う。だから、ただ表にそれを言うかどうかは別として、議論をしていく必要があるという感じがする。もし、景気拡大が非常にはっきり

してきた時には、金融市場の安定確保を通じた量的緩和政策に一定の効果があつたといった総括をすれば良いのかなという気がする。卒業理論と私は呼んでいるが。そういう意味では、金融市場が必要とする以上に流動性を供給し続けた場合、将来的に様々な副作用が出てくる可能性もある。また、量的緩和の枠組みから本来の金利を中心とする金融政策の枠組みに復帰した場合、債券市場の調整圧力が予想以上に大きくなる可能性がある。そのため、量的緩和の枠組みは維持しつつ当座預金残高、無担保コール翌月物金利をゼロ近辺に推移させるために十分な 10~12 兆円程度を目指して引き下げていく。このような流れになっていけば良いのではないかと大局観としては思っている。今日何人からか指摘されているように、そろそろ量的緩和への出口あるいは出口後の話について議論の整理をしていく必要があるかと思ってみている。長くなったが以上である。

福井議長

植田委員。

植田委員

水野委員に過去 4 年間の総括をして頂いたことで、徐々に思い出してきたが、4 年前に私が量的緩和の効果について、どう思っていたかということをつぶさに申し上げるのはややコンプライアンスルールに反すると思うので控えるが、ただ大まかにはその時思っていた感じに皆さんの認識がやや近付きつつあるなという感じはある。ただ、それと同時にそういう認識の変化に対するアン・イージネスみたいなものも、この政策を実行してきた経験からすると持ってしまうというやや矛盾した感じではあるが、取り敢えず次回までの調節方針としては、引き続きはっきりとしたデフレ克服の目途が立たない中で、現状維持ということで宜しいかと思う。若干、水野委員がおっしゃった中の一つで、量的緩和の少なくとも公式の目標であるが、やはりデフレ克服ということが第一の目標ということでやってきたのであって、金融システム不安解消というのは二義的という言い過ぎ

であるが、最前線の目標ではなかったということだと思う。勿論、効果の面でどちらの方が大きかったかというとはまた別であるが、そこはそれということである。そのうえで私も少しコミュニケーションの問題、出口への問題、至るプロセスの問題、そして若干その後の問題等について、皆さんお触れになったので、私もここ数か月何度も申し上げたことの繰り返しになるが、若干議論してみたいと思う。これまである種正義の味方のつもりで話してきたのだが、何となく守旧派の戯言という感じにならなくもないかもしれないが、お付き合い頂ければと思う。

ここ数か月であるが、全般的には皆さんがおっしゃったことと非常に近い訳であるが、微妙な食い違いがあったり、その食い違いが結論としてはやや大きな違いになるということもあるかと思う。

一つは外部とのコミュニケーションであるが、私はややギクシャクしたところがあったかなというふうに思い、外部というのはメディアないしマーケットであるが、そこは我々として素直に反省すべきだろうと思う。近い将来の金融調節のあり方、あるいは足許の市場動向についての我々のコメントが健全な対話になったというよりは、最近の一部の市場関係者の表現をそのまま使うと「ノイズ」に近いものになってしまったという評価もなされていて、これはやや不幸なことであったと思い、これから注意していくべきかと思う。ただ、そういうことはしょっちゅう起こることであって、致命的な事態に我々は陥っているということでもないと思う。その先であるが、量的緩和からの出口が気の遠くなるような先ではなくなってくると、ある意味これも何回も申し上げてきたことであるが、現在の枠組みの景気・物価後押し圧力は増すということがあるのだと思う。これは量の効果というよりは金利の効果であるが、つまり最後の瞬間にデフレの領域から勢いをつけてプラスの領域、プラスのインフレの領域に放り上げてやる効果が出ると思う。コミュニケーションポリシーあるいは調節方針の妙な変更等をする、その一番美味しいところを自ら放棄してしまうリスクを冒すということになるかと思う。理由は、一つは岩田副総裁がおっしゃったことで、名目金利を据え置く。例えば、ゼロ金利にした中でイン

フレ予想が高まってくれば、実質金利が下がって景気刺激効果があるということである。もう一つは、もう少し難しい、しかし、現在の枠組みの中ではより本質的な効果であるが、例で申し上げれば、時間軸政策を採っていなかった場合、自然体で金融政策を行っていた場合のゼロ金利脱出が例えば4年先だとマーケットは見ているとすると、時間軸政策を実行したとしても3年物の金利には影響しないはずである。しかし、自然体での政策下でゼロ金利脱出がもう1、2年後位になってきているというふうにはマーケットが見るような事態になった時に時間軸政策を続けていると3年物金利にはそれを抑える効果が発生する。こういう効果の大きさがどれ位でデフレ克服にどれ位役立つかという話はまた別の問題としてある。

今後だが、景気・物価情勢が下押し圧力を強めていく、あるいは不透明なまま長く続いてしまうという場合は、また仕切り直したと思うが、これまでのように引き続き徐々に好転していくということであれば、私の考えでは、当面金融政策について、あまり情報発信は必要ないというふうに思う。すなわち、我々がコミットしている3条件が満たされれば出口であるし、その少し前から量を絞れば良いというふうに思う。我々のコミットメントがこういうものであるということはマーケットはよく分かっていると思う。中長期の金利の市場機能はそういうコミットメントの下ではあるが十分機能していると思うし、若干死んだふりをしている短期のマーケットの市場機能も、出口が近くなれば、完全にではないと思うが、イグジットに必要な程度には必ず復活するというふうに思う。従って、イグジットの前に一所懸命我々が短期市場の市場機能を高めておかなければいけないという議論は、順序が逆のように思う。勿論不確実性は残る。どこまで量を絞ればプラスの金利が付くのかというのはやってみないと分からない問題である。こうしたマーケットと我々の間のこれまで了解済み以外の情報発信は、かえって市場を混乱させ、政策効果を低下させるリスクがあるかと思う。それでも金融政策について考えることは一つ二つあって、皆さんがおっしゃった点である。一つはやや長期の問題。これは3条件の三番目の問題と関連してくるかと思う。そこに、厳密にいつ量的緩和から出



るかという点で裁量余地を残した訳である。しかし、本当にそこをどう使うのが良いのかというのはデフレ脱却という当面のハードルをクリアしたあと、次あるいは最終ゴールをどう考えるのかという問題と当然関係してくるかと思う。ゼロインフレが最終ゴールであれば既にそこに到達したということであり、先程申し上げた最後の一押しのような効果は必要ない訳であるが、諸外国並みのところを最終的には目指すべきというふうに私は考えている。具体的にどうというのはまた別の話であるが、そういうことを念頭に置いたうえで出口のところも最終的には決めていかないといけないという問題が残っていると思う。ある程度そういう高いところまでいかないで将来の必ずどこかでくるであろう次の景気悪化、あるいはインフレ率低下の局面で、ここ5、6年と同様の苦労をまた繰り返すということになるというふうに思う。水野委員から金利が高くなると金融機関経営が苦しいという話があり、それはそのとおりだと思うが、我々は金融機関の利益支援のために金融政策をやっている訳ではないということと、本当に金利が高くなるためにはインフレ率が高くなる必要がある。ただ、そういう最終ゴールへの接近の方法はユニークではないと思うので、色々なやり方があるし皆さんで議論して頂きたいと思う。それから遠近感の違い、福田委員がおっしゃった話は常にあって、遠近感が違うということに配慮する必要があるが、常に遠い先と足許の両方を目に入れて行動するというのも必要であると思う。ただ、市場とのコミュニケーションをどうするのがベストかというのはまたちょっと別の問題で、よく考えないといけないと思う。

それから当面の出口までの当預残高の運営の問題がもう一つある。直感的にはちょっと考えると早目に少しずつ量を絞って段々出口に行くという方がスムーズに行けそうな気もするが、私の感じは逆で出口の直前で一気に絞る方が金融政策としては技術的にもそしてポリティカルにもスムーズな着地ができるような気がする。間違っているかもしれない。やはり政策論的に——政策論と言うのは色々な意味を持たせることができるが——目標としての量を絞ると、究極的な出口をやはり意識させるという

ことになるかと思う。出口は意識されているところで我々が出口ということに確信を持っている時にそれをやるのであれば、もう数か月という短い期間であるかと思う。しかし、半年、一年、一年半という前もっての用意ということになると本当に出口がくるかどうか自信がない中でということであるので、やはりマーケットには攪乱要因になるリスクがそこそこあるというふうに思う。一方、単純に技術論として当預目標維持が難しい場合にどうするかという小さいような困ったような話がある。これであれば技術論に終始して切り抜けるのがベストと思う。ただ、やや我々騒ぎ過ぎてその余地を自ら狭めてしまった感がなくもない。それでも一か月の積み期間のうちの数日位が下割れする位で、知らん振りするという位で済ませられるのではないかなというふうに私は思っている。従って、その点について外部から質問があったとすると私の答え振りは、「見通せる範囲で当預目標達成には支障はないと考えている。ただ、勿論障害となる問題が出てこないかどうかは注意深く見守っていきたい。」という辺りかなというふうに思うが、私個人の意見である。以上である。

福井議長

春委員から願います。

春委員

申し上げる。1月以降、景気指標は好調な指標が相次いでいるが、コアの消費者物価は、特殊要因もあって前年比マイナスを続けている。年度末やペイオフ解禁を控えて、日銀当座預金残高目標はこれまでの30～35兆円の水準を堅持して、併せて「なお書き」も維持して潤沢かつ機動的な資金供給を続けるべきと考える。

この間、3月2日、3日の大幅な資金不足日には年明けまでの資金供給となる即日オペの実施などによって、目標の下限を割り込むことなく通過できた。財政要因等から見て次回会合までの下限維持の目途もついたものと考えられる。この間の調節関係の皆様方の努力に感謝をしたいと思います。

取材を受けているマスコミ等は既に税揚げが嵩むこの6月の資金供給、あるいはその時点までの日銀の対応に注目をしている。ペイオフ全面解禁の無事通過後は、このところのコール市場の機能回復もあって一段と予備的動機からの資金需要が減るほかに、マイナス金利での取引機会減少による外銀の日銀当預ニーズの減少、さらには大手行の合併を控えた資産スリム化の動きなどもあり、その時期に日銀当座預金が現状の30兆円の下限を維持するには相当の困難も予想されているようである。

12月の会合以来、本日もそうだが、これまで金融システム不安に対応して当座預金目標を引き上げてきたという経緯を踏まえて、量的緩和政策の枠組みを維持しながら、慎重に目標を引き下げることについての議論がなされている。私もペイオフ解禁後の状況を見極めたうえでの選択肢の一つと認識しているが、その場合には、皆さんが今日言われたことと多少違うのかもしれないが、その時点で減額をしてもデフレの克服に対するマイナスの影響が生じにくい状況になっていることについて——これは難しいことなのだろうと思うが——、可能な限り広く各方面で認識を得ておくということが重要と思っている。以上である。

福井議長

武藤副総裁から願います。

武藤副総裁

金融政策運営については現在の調節方針を維持することで良いと思う。既に多数の委員が触れられたが、当面のこの札割れ問題については、3月上旬の大幅な資金不足対応を含めて、これまでのところ調節運営面での工夫により当座預金残高目標は維持できている。また、次回会合までの間、その状況に変わりはないことかと思う。次回会合までの間にペイオフ全面解禁がイベントとしてあるが、同時に景気も上向きの兆しがあるとは言うものの、踊り場にあるというのが日本銀行の判断であるとすれば、当座預金残高目標をしっかりと維持していくことが大事であると思う。そのさらに

先の話については、ペイオフ全面解禁以降の状況、それからバランスシートの効率的な運用に向けての金融機関の対応なども含めて金融市場の動きを丹念に点検しながら、今後の対応を慎重に検討していくということかと思う。以上である。

#### 福井議長

以上でご意見を承った。当面の諸情勢の判断を前提にすれば次回の政策決定会合までは、金融調節の運営方針としては現状維持、30～35兆円程度を維持するということで意見の一致があったと思う。なお、4月以降については、皆様のご意見を拝聴していても、まだ前提条件が全く固まっていない。まず経済そのもののこれからの情勢がどうか、金融システムの安定がどのように深まっていくか、そしてマーケットにおける予備的流動性需要というのも本当にどれ位後退するのか、こういうふうなことも今の段階では全く読めないで、この議論は今日はこれ以上は詰めないことにさせて頂きたいと思う。勿論、今後の情勢を含んで我々としては問題を避けて通るということではなくて、やはりきちんと議論をして適正な判断をしていく。そしてその場合には如何に技術論とはいえ、先々まで良く見通したうえできちんと位置付けを置かないと、そのこと自身が誤解の源になる、コミュニケーション不十分の源にもなると思うので、そこはきちんと整理をしたいと思うが、予断をもって臨まないというのはこの際一番の基本原則ではないかと思う。

なお、量的緩和について植田委員と水野委員からお話があったが、私自身もこれは日本銀行としてやはりデフレ克服を目標として一貫してやってきたと理解している。デフレという現象の中に金融システム不安のことを大きく内包していて、それが故にデフレ・スパイラルのリスクを回避しなければいけないということを強く意識しながらの対応ということで一貫していたと思う。そのことは政府との間でも認識の不一致はないと思う。現実の政策決定の時に内包している金融システム不安の部分がさらにより強い爆発材料になりつつあるのか、ないのか、というふうなこと

は、その限りにおいてはそこをかなり抽出しながら議論を進めてきたことは事実だが、振り返ってみて因数分解して、どの部分がシステム不安要因で、どの部分が残りの要因かということは因数分解不能の事柄ではないかなと思っている。植田委員からのご発言があったコミュニケーションについては、今後とも十分注意してやっていかなければならないと私も思っているが、私自身はこれまで当座預金目標のことに関しては、自ら積極的にコメントを加えたことは一度もないと思っている。ただ、政策委員会のディスカッション・サマリーが公表されているので、あれはどういう性格の議論であるかということについてはコメントするというふうに止めているつもりである。当面、基本的に私自身はそういうスタンスでコミュニケーションには臨みたいと思っている。

では、他に追加的にご意見があるか。

福間委員

事実だけ一つ。

福井議長

どうぞ。

福間委員

前回の決定会合から今日まで、仮に特殊なオペを行わなかったと仮定した場合の当預残高は 27 兆円。特殊なオペとは何かと言うと、例えば当日オペをやったり、あるいは可能な限り長期のオペを打つことである。平常時であればそうしたオペは使わないであろう。要するに、目標値達成のために使ったオペを除いて自然体で行けば 27 兆円位の当預水準となる。前回から今回まで。それは事実として申し上げる。ディスカッションになるから止めておくが、ディレクティブを変えずに執行部が頑張るということのも段々難しくなるということである。異常なことをやっていかななくてはいけないということで、それはまた来月にでも議論したらいいと思う。あまり

技術論で行うことではないような気がしているが、この辺は見解が違うので来月にしたい。

#### 岩田副総裁

一点だけ宜しいか。水野委員にサマリーをして頂いて、私が言ったことが若干ちょっと取り違えられているかと思って。つまり私が本質的に申し上げたかったことは、ゼロ金利でデフレという世界で財政金融政策がどういう効果を持つのかということについて、我々の知識がそれ程十分でない。であるから、量的緩和が効くか効かないかというのは、本質的にはゼロ金利が効くか効かないかの下で金融政策、財政政策を動かした時にどういう効き方をするのかということで、それについて確たる証拠はない。色々な仮説はあって、幾つかは残っていくのだと思うが、今は現実には日本がそういうことをやっていて、これで本当にデフレが克服できれば、コミットメント付きの量的緩和と財政の方は本源的赤字についてゼロを目指すという組合せで抜けられたのだという間接的なエビデンスを提供できると思う。それだけであったと言うつもりはないが、そういう方法もあったということが言いたかったので、それだけである。

#### 水野委員

私が今日言いたかったのは、金融政策の限界をやはり認めたほうが良いのではないかということだ。金融システムの安定のために色々なセーフティ・ネットが用意されていて金融政策だけで金融システムを安定させた訳ではない。その点では、証明不能のものを証明するのは難しい。それから、量的緩和の効果という意味では、ゼロ金利政策を強化するというのがスタートポイントだったが、そのスタートポイントの皆さんの不安気な心境みたいなものを議事録から感じたのだが、その不安が的中している部分もかなりあるのではないか。そういう意味では金融政策がオールマイティでないということは色々なところで多少言っていく必要がある。我が国のマクロ経済政策運営は、金融政策だけでなく日本全体で総合的にやらな

ければいけないということである。従って金融政策だけで何かできるという言い方は好ましくない。「お前等存在感がないじゃないか」と言われるとまた困るが、金利を使えない中央銀行は非常に厳しい状況にあるということは言っておくことも必要である。逆に言うと、仮に今後景気がまた深刻な後退となった時に量を増やしてみたが、あまり効果がない状況で、ではどういふことをやるのかということになると、例えば金融政策と財政政策と一体化してやる マネタイゼーション とかインフレーターゲットとか色々な議論になってしまう訳である。そういう時を見越して金融政策の限界についてもある程度言っておかないといけないのではないかということだ。色々やってきたことに意味がないとは言わない。一定の効果があつた、でもこれで全てを解決したつもりはないという謙虚さも必要かなと思う。

#### 岩田副総裁

それもまたどうなのか。量的緩和というのはやはり私は大切に使うべきだと思う。金利がゼロのもとで、我々が持っている極めて少ない政策手段までも放棄してしまうのか。簡単には放棄しないほうが私は良いと思う。

#### 水野委員

私が今日した議論は景気拡大が明確になった場合に備えるものである。現状では先程福井議長に総括して頂いたように、先行きが読めないものが多いので、今は結論を取って出す必要はないと思う。

#### 福井議長

オールマイティというのは非常におかしい話で、自分の施している政策の実態以上の効果を利用するというのは、やはり責任ある態度とは言えないと思う。逆に遠慮がちというのもまたどうなのだろうか。自信のある部分ははっきり打ち出していくということであれば、アナウンスメント効果及び信認というところには結び付かない。それから限界があっても自信の

ある範囲のものについては明確に述べながら政策を行っていくということかと思うし、その限りにおいて十分な理解を得る必要があると思う。量的緩和の場合は初めての政策であるだけに、過去にヒストリーを持っていないため、なかなか非常に難しい。そして、おこがましい言い方をすれば理論的にも十分に検証されたものはまだ存在しないということだと思う。だから、誰かが言っている理論のとおりやるというのはある意味で無責任だろうと思うが、現実の経済とか現実の金融システムの状況、特にマーケットの中における資金需要の出方、どこが不足だということをこれまで見ながら実際にやってきている訳で、それ以上に限界を踏み越えてやってきているということはないと思う。

#### 水野委員

そこは私は評価しているし、自信を持って言えば良い。逆に言うと、それ以上のことについては金融政策以外の色々なファクター、例えば企業の自助努力があったと思う。私が非常に印象的なのは福井議長が就任されて、5月だったと思うが、「我々は金融政策を手足を縛られている中でやっているの、非常に窮屈なのである。そこを分かって頂きたい。」と言われた。私はそのことに感銘を受けたのだが、正直それを認めたうえで何ができるかという組合せは常に持っておく考え方は必要があると思う。

#### 福井議長

確かに手足を縛られていて、ツールは少ないし、大変きつい。しかし本当に何もやることがなければナッシングと、こう言わなければならない。やることのある時には、自らそれをやりながら効果はないのだという言い方はやはりすべきではないと思う。

#### 水野委員

メリットとデメリットを天秤に掛けて実施したということだろう。効果があったことと、やってみたけど意外に実現が難しかったということを内



部的に検証してみることが求められる。外に向かって何か言うのではない。

#### 植田委員

それとやはり物価が安定してない、デフレでもインフレでも。そういう中で政策をしていて、その政策の効果の限界ということは常に考え、ある程度言っていかなければならないと思うが、それを言ったからといって物価安定、目標達成に取り敢えず失敗している、という姿を外部は許してくれないという構造にあると思う。

#### 水野委員

内部では議論を行い、外部には「頑張る」と言えば良いと思う。まだ、はっきりしないのだから。

#### 須田委員

宜しいか。量的緩和政策の量自身の効果についてであるが、やはり量的緩和政策はデフレ克服というのが第一義的であって、金融システムの安定というのも、それ自身が目的というよりも、流動性不安から信用収縮が生じ、それからデフレ・スパイラルに陥るのではないかということがあったと思う。そこを止められたということでは効果があったと思う。ポートフォリオ・リバランスの効果については、凄く難しいと思っている。それは、今のところ効果は出ていないという一方で、これだけ流動性を出していたら、そのうちバブルになる可能性があるということは、当然ポートフォリオ・リバランス効果がそのうち働くということを言っている訳である。どこまでが効果でどこまでが副作用かという、そのところが分からない。「効果がある」という人は長い期間を見れば「あるだろう」と言うし、「効果がない」という人は量的緩和政策採用後、1～2年経った時に出てこなければやはり「ないだろう」と言うことがあるので、この問題を評価するのはなかなか難しいと思っている。

それから3条件の件であるが、水野委員はイグジットの条件を強めたと

おっしゃったが、そんなことはない。単なる明確化である。量的緩和政策に移行した時に「消費者物価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」というのを、どう明確化すれば良いかということを議論して、実施しただけで、決してそれを強めたという意識はない。透明化しただけだと思っている。

また、物価目標については、手段のないところでは信認されないということはいつも言っていることであるが、だからといって財政政策を従属させられるかというのは、現実問題として難しいと思っている。

最後に、技術論のようなものが出てきたことで、それは市場にとって「ノイズ」であると言われた。確かにそういう意見もあったが、議事要旨であるように公表されてしまえば、総裁も「これは何か」と問われるし、私もやはり議事要旨で議論が出たということで、これはもうオープンに議論せざるを得ないという意識で話した。もし、こういう話が表にならない方が望ましいと思うのであれば、ボードメンバーの中で議事要旨のあり方をもう少しきちっと考えるべきである。議事要旨の作成の過程で私も意見は色々と言っているが、やはり発言した人の力が強くて基本的にそのまま通ってしまうということが多い。もし将来の政策についてということであるなら、もう少し議事要旨のあり方について我々自身でどうするかということを検討した方が良いのではないかと思っている。

#### 福井議長

そのことはまた議論しなければならないが、私が今まで整理し、皆さんにも繰り返し申し上げて、十分ご理解頂いているという範囲内で申し上げれば、決定会合の中身はご自身の意見も含め基本的には機密である。公表の方法は議事要旨と将来の議事録という約束である。それ以外に追加的情報を出してはならないということである。議事要旨というのは名前が出ていない。こういう議論があり、今回はこういう結論に至ったとか、こういう意見は少数意見に止まっていて、将来これはどうなるか分からない。少なくともそういう輪郭は出しているが、これに対して、この部分は誰の意

見だよというふうな感じのコメントはこれはルール違反になるということとは明らかなだと思う。議事要旨と議事録以外は機密ということであるから、自分の意見も含め、これは誰の意見だとコメントすることは私はルール違反だと思っている。

それから、議事要旨について、こういうパブリケーションがあったと世間の反響が及んでいる時にそれを取り違えているとすれば、議事要旨はこういう性格の議論をそのまま出しているのだというコメントまでは私は良いと思うが、将来これがどういう展開になるだろう、自分は将来こういう意見を言うだろうということにまで及んでくると、非常に今度はクエスショナブルになってくる。その次の政策展開をイニシエイトとする議論は、この場でまず最初に出してもらわないといけない。それを先に外に出してしまうと、それがジャンク化する。こういうふうに私は理解している。この後半の部分については、皆様のご意見もあろうかと思うので、またいずれ別途議論させて頂きたいと思っている。

#### 水野委員

議長、宜しいか。須田委員が指摘された話に関してだが、4年前には、ゼロまであるいはゼロ以上になるまでという条件について相当議論されていたと思う。それが2003年10月には安定的にゼロになるまで、あるいは二度とマイナスに戻らない状況までということになった。従って、ゼロという効果、ゼロを超えるかどうかについては私はハードルを上げたという理解が多分正確だと思う。少なくともマーケット参加者はそう受止めているという意識は持った方が宜しいと考えている。

#### 福井議長

それでは、議論は一応締め括らせて頂く。政府の方からのご意見を頂戴する。

田野瀬財務副大臣

我が国経済の現状を見ると、大局的に見れば景気回復局面にあると認識しているが、一部に上り坂が続く中での微調整とも言える動きも継続している。こうした中、デフレは依然として継続している。また、最近の原油価格高騰が経済に与える影響についても十分留意する必要がある。このような経済状況の下、民間需要主導の景気回復を持続的なものとするとともに、デフレから脱却することは政府・日銀が一体となって取り組むべき重要課題であり、その達成のために最大限の努力を行わなければならない状況に変わりはないと考えている。日銀におかれても、このような基本スタンスの下、平成13年3月以降量的緩和政策を開始され、これまで順次、日銀当座預金残高目標を引き上げ、これを維持することを通じて、こうした政策スタンスを対外的に示されてきたものと理解している。

現状においても、民需主導の持続的な景気回復の達成及びデフレ克服に向けた最大限の努力が必要な状況には変わらないことから、日銀におかれては、現在の政策内容を継続するとともに市場や国民に対して日銀がデフレ克服に向け金融緩和政策を断固として継続するというメッセージを一貫して示して頂きたいと考えている。以上である。

福井議長

有り難うございました。浜野政策統括官から願います。

浜野内閣府政策統括官

景気の現状については、本日夕刻の月例経済報告でご報告するが、一部に弱い動きが続いており、回復が緩やかになっている。政府としては、平成17年度には政府、日本銀行一体となった取り組みを進めることにより、デフレからの脱却に向けた進展を見込んでいる。また、18年度以降には概ね名目2%程度あるいはそれ以上の成長を実現するため、各分野の構造改革をより加速、拡大することとしているところである。日本銀行におか

れても、政府との意思疎通を密にしつつ、デフレからの脱却を確実にすべく思い切った金融緩和を続けられることを期待する。デフレ克服には結果としてマネーサプライが増加することが不可欠であることから、効果的な資金供給により、さらに実効性のある金融政策運営を行って頂きたいと考える。また、金融政策運営に関する透明性の一段の向上に努める中でデフレ克服までの道筋を明確に示して頂くことを期待する。以上である。

福井議長

有り難うございました。ただ今の政府からのご意見に委員方から特にご意見はないか。

水野委員

一つだけ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

水野委員

マネーサプライの伸びが明確になることが必要かどうかというのは、マネーサプライが伸びなくても実際景気は回復している訳で、今回マネーサプライが伸びないのは、色々な金融システムの問題があったからと私は認識しているが、これが本当に必要十分条件なのかどうか。長い目で見るとそうだと思うが。

浜野内閣府政策統括官

私共としては今申したように、デフレからの脱却を 17 年度は進展を見込み、18 年度は名目 2% 成長していく。こういう姿を想定しているということであるので、結果としてやはりマネーサプライが伸びていくという状況が望ましいのだろうと思っている。そう意味で様々な工夫をして頂いて、

勿論資金需要の要因があるということも承知しているが、様々な工夫をして頂いてマネーサプライが増えていくということを望んでいると、こういう姿勢である。

福井議長

他に宜しいか。では、議案の取り纏め採決に移りたいと思う。議長としては皆様の議論を踏まえて、金融市場調節方針は現状維持ということで議案の提出をしたいと思う。他に、議案提出をご希望の方がいたらおっしゃって頂きたい。宜しいか。それでは議長提案を用意して頂けるか。

[事務局より議案配付]

読み上げて頂きたい。

内田企画局企画役

それでは議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。日本銀行当座預金残高が 30～35 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。続けて別添、公表文である。「2005 年 3 月 16 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多数）。日本銀行当座預金残高が 30～35 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」である。

福井議長

それでは採決に移る。恐縮である。

[政府からの出席者退室]

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決させて頂いた。それでは、今決められた方針に沿って引き続き調節を宜しく願います。決して我々は無責任なディレクティブは出さないということなので、宜しく願います。

[政府からの出席者入室]

恐縮であった。原案どおり可決した。それでは次に金融経済月報、基本的見解の決定に移りたいと思う。

## VI. 金融経済月報の検討

福井議長

本日の冒頭に説明のあった件である。その後の議論を踏まえて、この文章で良いかどうか、委員方のご意見を伺いたいと思う。

春委員

「公共料金」というのを「電気・電話料金」に変更しているが、意味は全く変わらないということで良いか。

門間調査統計局参事役

元々、「公共料金」と前月書いていた時も、それを内容として念頭に置いていたので、全く同じ意味である。

春委員

了解。

福井議長

市況も今日はほとんど動いていない。宜しいか。それでは採決を行う。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

### 議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員



須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決した。今の基本的見解の部分は即日公表であるので、本日 15 時公表の予定である。なお、背景説明であるが、必要に応じて執行部で修文したうえで 17 日木曜日 14 時に対外公表の予定である。

## VII. 議事要旨の承認

福井議長

それでは次に議事要旨の承認である。議事要旨 2 月 16 日、17 日開催分である。既にお手許に配布済みでチェックして頂いたと思うが、ご異議はないか。

水野委員

今、ここで何かという話ではないが、議事要旨について、読み手である市場関係者からよく聞くのは、前半の部分が長過ぎるのではないかということである。

福井議長

前半が長過ぎるか。

水野委員

執行部の報告の部分が長過ぎる。市場関係者はその部分は読まずに我々の意見の部分を直ぐ見てしまう。前半はもう少しあっさりしても良いのではないか。

福井議長

前半の方をあっさりするという事か。

水野委員

しかも議事要旨は1か月半後に出てくる。ここに書いてある機械受注は1月の方が弱かったと言われても、これを読む時には恐らくもう古いデータになっているので、益々読む気がしないという声が聞かれる。もう少し議論の部分をどう公表していくかということを検討して合意のうえで出す。そちらに力を注いだ方が方向性として良いのではないかという気がする。今日はこれはこれで結構である。

福井議長

それでは採決に付したいと思う。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決させて頂いた。この議事要旨の公表は、3 月 22 日、火曜日 14 時を予定している。

VII. 2005 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

もう一つ案件がある。本年の 4 月から 9 月の金融政策決定会合開催予定日の承認である。既にお手許にお配りしているとおりである。ご覧頂いているか。ご覧のとおりであり、ちょっと 7 月、8 月のところは会議の予定が混んでいる。ご異議がなければこれも決定案件である。

[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

植田審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

原案どおり可決させて頂いた。この件は本日のこの会合終了後、直ちに公表させて頂く。

IX. 閉会

福井議長

以上で本日の議案は全て終了した。次回は 4 月 5 日、6 日の両日開催の予定である。宜しくお願い申し上げます。なお、いつも申し上げているが、機密保持のことである。先程もちよっと申し上げたが、決定会合における議論の内容はご自身の発言も含めて厳に出席者限りである。議事要旨、それから議事録と一定のルールに沿って開示するということである。くれぐれも宜しくお願いする。決定会合への信認確保の観点から非常に重要なことであるので、宜しくお願いする。以上をもって閉会とする。

(12 時 39 分閉会)

以 上