

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2005年4月5日（14:00～16:04）

4月6日（9:00～13:02）

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 眞（ ” ）

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（5日）

上田 勇 財務副大臣（6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

理事

白川方明

理事

山本 晃

企画局長

山口廣秀

企画局企画役

内田眞一

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

加藤 毅

企画局企画役

正木一博

I. 開会

福井議長

それでは金融政策決定会合を開催する。

(14 時 00 分開会)

今日と明日の二日間の開催だが、本日は政府の方からは財務省石井総括審議官、内閣府は浜野政策統括官にお越し頂いた。宜しく願います。今日は金融経済情勢に関する執行部からの説明を伺う。明日は、金融経済情勢に関する討議、それから当面の金融政策運営に関する討議、そして決定という手順にしたいと思う。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っている。それでは早速、金融経済情勢に関する執行部説明に移りたいと思うが、いつものとおり各説明毎に若干の質疑応答の時間を設けたい。最初に金融調節、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。

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に沿ってご説明する。まず図表 1-1。金融調節周りだが、今回は期末前後の動きを中心にご説明したい。最初に当座預金残高だが、3 月 31 日、期末には 35.76 兆円でターゲットの上限に収まった。期末のオーバーナイト・コールレートは 22/1,000%となった。これは去年の 3 月末と 9 月末が 5/1,000%であったので、それらと比べると高めの水準になる。今年は後でまた申し上げるが、久方振りに期末らしい動きも見られたが、全体として見れば落ち着いた地合いの中で期を越せたと思っている。補完貸付だが、これは 3 月の初め位から恐らく期末を念頭に置いた練習とみられる借入れが件数ベースで割と多く発生していた。

実際、数千億円位借入れ需要がある可能性もあったのだが、結局、各金融機関とも市場での調達によって期末資金需要を充足できたので、期末日の補完貸付は1件40億円に止まった。図表1-2である。これは期末の状況を過去と比べたものである。まず当座預金の主体別の保有状況をご覧頂くと、都銀が14兆円台になっている。それから地銀をはじめとする中小金融機関もペイオフ完全解禁を控えて9.8兆円とやや厚めになっている。一方、外銀は3兆円を切るところまで低下している。2. のグラフは期末越えのオーバーナイト・コールレートの比較である。今年は黒太線でお示したように、22/1,000%と昨年の3月末よりはかなり高くなったが、水準的には2003年の3月末とほぼ同じ水準であった。ただGCレポのグラフにお示しするように、レポレートは、今年は近年になく高い水準まで跳ね上がっている。続いて図表1-4で、資金需給について触れておきたいと思う。3月中、銀行券は予想以上に出た。当初見ていたのと比べると発行が約1兆円程上振れた。銀行券の発行上振れについては、ペイオフ完全解禁を控えた地域金融機関などによる予備的動機に基づく現金の積み上げといった要因もあったようである。そのペイオフに関連して、今回の期末に掛けての動きの一つの特徴は、通常の前期末要因に加えてペイオフ解禁を控えて邦銀が資金放出を暫く手控えた。その一方で円転コストのマイナス幅が縮小して、コール市場などに依存を高めた外銀などの調達ニーズとの間にすくんだ状態が、下旬の一時期に続いた、そういったことが特徴である。そうした中でのオペの実施状況を図表1-5に即してご覧頂きたいと思う。まず資金吸収オペにご注目頂きたいのだが、シャドーでお示したように、3月24日にオファーした期末越えの国債売現先は2本とも札割れになってしまった。吸収オペの札割れは量的緩和のもとでは初めてである。なぜ札が割れたかという、先程申し上げたすくみの中で、資金の出し手が、どうせ外銀が資金を取り上がってくるならレートが上昇してくるまで待って放出しようとして様子見をしていたところに吸収オペがオファーされたため、レートが読みづらくなって応札を見送ったことが背景ではないかと見ている。ところが、このオペの落札レートをご覧頂くと決定レ

トで 90/1,000%、平均でも 27/1,000%あるいは 37/1,000%と、出し手からすると非常に魅力的なレートになる。従って、この程度なら出しても良いということで資金放出が促される結果となった訳である。このレートがいわばベンチマークとなって、その後、期越えのレポ・レートが形成され、それが契機となって市場に資金が流れ始め、外銀とか証券会社の期末資金の調達が進捗し始めた。我々もこの間、供給オペを打っている。タームの短い供給オペによって期末資金の供給も行っている。例えば国債買現先を 3 月 23 日、25 日この両日にオファーしている。それから総仕上げるには 3 月 29 日の全店手形買入で資金供給を行っている。これもターム的には短いものなのだが、そのレートが決定レートでご覧頂くと 2/1,000%まで下がってきているので、大体この時点で期末の資金需要がかなり充足されてきたなというふうに判断した。期末当日、31 日の動きなのだが、朝方は資金の取り残しをした一部の外銀などが、コール市場では高いところでは 90/1,000%位のビッドを入れてきていたのだが、その後市場での出合いが次第に進み始めてレートが低下していった。全体に市場が落ち着きを取り戻していたので、ここは市場での自然な出合いに委ねて着地を目指すことが適当だろうと考え、この日は即日の供給も吸収も見送ることにした。吸収オペがないことが明らかになった午後に入るとレートが一段と切り下がって、ほとんどの先で調達の目途が付いた訳である。結果として冒頭申し上げたけれども補完貸付の利用も 1 件にとどまった。このように短期金融市場では、久方振りにプラスのレートが付いて期末らしさを多少なりとも取り戻した訳だが、期明け後はオーバーナイトレート、あるいはレポ・レートなどの各種レートは、速やかに 0%近傍の元の低い水準に戻っている。それから資金余剰感も直ぐに復活しており、昨日 4 日にはほぼ 1 か月振りとなる本店手形買入をオファーしたところ、これも割れてしまった。続いて図表 1-6 である。1. は A B C P の買入なのだが、2 月中はターゲット維持の観点から 3 回オファーをしたが、3 月は通常の 2 回のペースに戻している。続いて図表 1-8、適格 A B C P プログラム数だが、これは前回決定会合以降 1 件増えて 13 件になっている。続いて図表 2-1 の金融市場、

為替市場の動きである。まずターム物の金利について(2)の表でご覧頂
く。短国レートなのだが、期末に掛けてはあまり動かなかった。ところが
期明け後は、投資家の買い意欲が再び高まってきており、一頃は5/1,000%
とか6/1,000%あったF Bの3 Mで見ると、足許は2/1,000%まで低下して
きている。それから今日、T B 6 Mの入札があったのだが、これも予想し
ていたよりもかなり高く——つまりレートは低く——て、2/1,000%で決
定している。続いて図表 2-2 だが、今年の年度末に過去と異なる動きを
したレートの一つが円転コストである。年度末に掛けての円転コストの推
移のグラフにお示ししているように、去年や一昨年は年度末にはマイナス
幅が拡大していたのだが、今年はこの黒太線が示しているようにゼロ近傍
ないしプラスの領域で推移している。これは邦銀の信用力の回復という構
造変化に加えて期末の円資金需給のタイト化が重なったことが背景と見
ている。続いてユーロ円金利先物からみたフォワード・レート・カーブの
グラフである。前回決定会合以降、破線から太い実線まで幾分下方シフト
している。長期金利の動きは図表 2-3 である。長期金利は前回決定会合
以降、低下している。これは我が国の株価が軟調に推移したほか、先月末
に公表された2月の失業率、あるいは鉱工業生産、こういった景気指標が
予想比下振れし、景況感になかなか確信を持てない状態が続いたことが背
景である。このため、前回決定会合時には1.5%あった10年債の利回り
が、足許では1.3%台に低下してきている。4月1日の短観について、長
期金利は総じて反応薄だった。これについて色々な市場の人に聞いてみる
と、先行して発表されていた鉱工業生産などを眺め、ある程度弱めの数字
が織り込まれていたからと考えているようである。短観の設備投資、ある
いは収益の数字というのは底堅いので、追加的な買い材料にはなりにく
かったとも考えられる。さらに一部の先が、期明け後に利益確定の売りに
出たことから、短観の発表の後にむしろ一時的に長期金利は若干上昇する
場面もあった。いずれにしても債券については、売り材料、買い材料とも
なかなか大きなものがなく、動きづらい地合いで、景気の回復の足取りを
今後出てくる指標を確かめながら、方向性を模索していくことになるのだ

ろうとみている。図表 2-4 で前回決定会合以降のイールド・カーブの変化幅をご覧頂くと、(2) のグラフで全ゾーンに亘って低下している。図表 2-7 はクレジット指標周りである。(1) の社債市場では、投資家の需要が引き続き堅調であり、このグラフでお示しするように、社債の対国債スプレッドは総じて横這い、タイトな状況で推移している。一方、(2) の CDS の市場なのだが、こちらはグラフの右端をご覧頂くと多少プレミアムが拡大している。これはアメリカの GM のショックの影響が現われていると考えている。すなわち、GM であるとか、あるいは金融子会社の GMAC に対するレーティング・アクション、つまり格付けの引き下げであるとか、あるいは引き下げ方向の見直しから、アメリカのクレジット市場で多少スプレッドが拡大している。我が国の CDS 市場は外人投資家が結構主要プレイヤーになっているので、そうした外人投資家の姿勢がプレミアムの小幅拡大となってここに現われているというふうにみている。銀行債のスプレッドは次の図表 2-8 だが、(1) のグラフで示すように劣後債のスプレッドが足許やや拡大している。これは年度末に向けて自己資本の充実を企図した地域金融機関が、劣後債を相次いで発行したことが背景である。3 月中の地銀クラスが発行した劣後債は合計で 900 億円を超えている。

(2) のグラフは銀行セクターの CDS プレミアムである。足許こちらもやや膨らんでいるのが見て取れる訳だが、これも図表 2-7 (2) のグラフと同じである。つまり、外人投資家が多いという我が国の CDS 市場の投資家の構成を反映しているとみている。続いて図表 2-9、株式相場である。前回決定会合以降、アメリカの株が軟調であったにもかかわらず、3 月の下旬位までは日本の株も持ち堪えてはいたのだが、29 日、この日に発表された 2 月の失業率など指標が予想比下振れしたので、これを契機に大きく売り込まれて、一旦は 12,000 円に迫っていた日経平均は、11,000 円台の半ばまで下落している。ただ 29 日の下落は、ヘッジファンドの株の先物売り、債券先物買といった先物取引に主導された面もあったように思っている。その後 31 日以降は、短観をこなしながら上昇基調に転じてきており、足許では 11,700 円台を回復している。本日は昨日のアメリカ

の株高、それから原油安、円安、こういったものを反映して 11,800 円を目掛けた動きになっている。足許の株価の上昇の理由として、まず短観については中身をよく見れば景気回復シナリオを改める必要はないのではないか、そういった冷静な見方をする向きが市場には割と多いことを指摘できると思う。それから後は先程申し上げた月末の短期筋の株先物売り、債券先物買いのポジションがひっくり返されている面もある程度寄与しているのではないかと考えている。図表 2-10 の (1) で主体別の動向を見ると相変わらず外人の投資家の買い越しが続いているが、3 月後半に掛けてはややそれが細っている。ただ、これと入れ替わるように、足許では個人の買い越し幅が拡大してきている。図表 2-11 は為替相場である。為替相場については、前回決定会合の頃まではドルが売り進まれていた。特にユーロについては<参考>の表にあるように、3 月 16 日の頃は 1.3421 ドルまで上昇していた訳である。ただ、その後はドル安が反転してドルが買い戻される展開になっている。(1) のグラフで言う黒い太線の円、それからグレーのユーロとも上方に向けて軟化している。足許は円が 108 円台、ユーロは 1.28 ドル台まで下落してきている。ドル上昇のきっかけとなったのは何かということなのだが、図表 2-12 (1)、(2) のグラフに四角で囲ったところがある。3 月 22 日の FOMC 声明におけるインフレ警戒感の強まり、それから 2 月コア CPI の予想比上振れ、こういったものがきっかけになって、要すれば米国利上げペースの加速の思惑が広がってドル買いを誘発したということだと思う。ユーロについてはこれに加えて、(2) のグラフに示しているが、いわゆるスタビリティ・パクトの緩和も売り材料になったようである。先週の金曜日の雇用統計以降は利上げペース加速の思惑はやや後退しているのだが、その他の景気指標は結構強いので、利上げは着実に行われるといった見方に裏打ちされたドル買いのニーズには依然根強いものがあると考えている。図表 2-13 だが、ドルが買い戻される過程においてはユーロとか、あるいは円とかいった主要通貨以外にも色々な金融商品が売られている。例えば (1) のグラフは原油の先物なのだが、こちら 3 月の中旬に掛け一旦ロング・ポジションが若干縮小

している。ただ、極く最近では再びロング・ポジションになって価格もこれにつれて上昇している。金についても3月の中旬、これは(2)のグラフだが、一旦ポジションが縮小しているように見える。同じように図表2-14だが、周辺通貨、いわゆるハイ・イールド・カレンシーもグラフの右端に掛けてそれぞれ跳ね上がっている。3月中旬以降ドルが買い戻される中で、こういったハイ・イールド・カレンシーが軟化している訳である。最後に図表2-16で円とユーロのIMMポジションをご覧頂く。まず(1-1)の円のポジションは、これまではほぼニュートラルに近いところにあったのだが、3月下旬になって、最後のところは3月29日のポジションなのだが、ドルが買われる過程で円のショート・ポジションが膨らんできている。同じようにユーロについてご覧頂くと、ユーロのロング・ポジションがこの時期に縮小してきている。こうした状況の中、当面の円安、それから円高の材料をちょっと整理してみると、まず円安材料についてだが、こちらは第一に日米の景況感格差に基づく金利格差を挙げることができると思う。円については金利が非常に低いので、引き続きファンディング・カレンシー、あるいはキャリー通貨として使われやすい地合いが残っていると思う。円安要因の第二には、個人投資家のグローバル債券投資ファンドをはじめとした外貨建て資産に対する投資需要が根強く、これが継続していることを挙げることができると思う。一方、円買い材料としては、輸出予約というのがある。輸出予約は4~6月の手当てはかなり済んでいるというふうに聞いていたのだが、昨日辺りは107円位、あるいは107円より上でかなり纏まったオーダーが入ってきていると聞いている。にもかかわらず、これをこなしながら108円台まで円安が進んでいるので、足許のドル高には結構モメンタムがあるなという感じを持っている。ただ、中期的には(2)のリスクリバーサルグラフにも現われているのだが、やはりアメリカの「双子の赤字」がドルベア材料として意識されているようである。今申し上げた円安、円高材料をそれぞれ比べると当面は円安材料が相対的に強いように窺われる。従って、足許のドル高のモメンタムから見ると暫くはドルのジリ高基調が続くのではないかとみている。私から

は以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

水野委員

宜しいか。

福井議長

どうぞ。

水野委員

今説明頂いた資料だと、例えば図表 1-3、あるいは図表 1-2 になるが、当座預金残高の主体別保有状況について、私の理解では基本的には都銀が幾ら積んでくれるかというのが当預残高目標を維持できるかどうかのポイントだと思っている。しかし、都銀が段々積まなくなっている。また、今年 10 月の合併によってさらに当預を減らすと聞いている。その中で、農中が一人で頑張ってくれているから維持できるのが実情で、外銀もマイナス金利ではなくなっているのではなかなか積めない。そうすると、今、政策を大きく変える必要性はないと思っはいるのだが、当預残高目標の問題が出てくる。財務省には 6 月 2 日に償還を迎える 1 か月物 F B を打って頂いているが、7~9 月以降の話になってきた時に、実際どういう対応で当預残高、例えば 30~35 兆円が確保できるのかという懸念がある。その辺は如何か。

中曽金融市場局長

7~9 月以降ということか。

水野委員

然り。

中曽金融市場局長

4～6月ではなくて。

水野委員

然り。結局4～6月については財務省の配慮で、当預残高の維持は大丈夫だと思っている。4月も財政要因が資金不足ではなくて逆に資金余剰となった。

中曽金融市場局長

7～9月は非常にまだ先の話なので見通しにくいところがあるので、まず前提の4～6月のところで、今の我々の感じをちょっと説明させて頂くと、4～6月の需給は1か月位前の見直しと比べると不足幅は多少小さくなっているかなと思う。要因は今おっしゃったようなCMBの発行、それからFBの発行が少し減る、もう一つは、ペイオフ全面解禁と関係するのが銀行券である。銀行券は3月に結構出たので、これが4～6月でなにがしか戻ってくるとすれば余剰要因になるので、そういったことから多少は調節が楽になった。従って、これを埋めるオペの供給残高のイメージからすると、3月程は厳しくない。ただ、そうは言っても12月位のオペ供給残高を積み上げていく必要はあると思っている。一方で、水野委員が今おっしゃったように、流動性需要というのは恐らく構造的に低下していくと思う。ペイオフ全面解禁を無事に越えたということで、都銀の保有動機は一段と低下していく。

水野委員

統合があるな。

中曽金融市場局長

然り。今日なども先程TBの6Mの入札結果を見たが結構銀行が入っているので、やはり相当キャッシュ潰しに出てきているなという感じがする。銀行には当預を持ちたくないという感じはあるので、そういったものが一層鮮明に出てくるのが4~6月以降だと思う。そういう状況が7~9月どのようになっていくかということになる。

水野委員

統合の影響という意味では、4~6月よりも7~9月の方が受けやすい感じがする。もう出てきているとも感じる。

中曽金融市場局長

10月以降に向けては、銀行は多分4~6月位から考えていかざるを得ないので、統合の影響というのはなにがしかもう出てくると思う。

水野委員

都銀の減少幅がかなり目立ってきて、この傾向が続きそうな気がしないでもない。12月あるいは2月、3月末と比べてみても都銀に頑張ってもらわないと困るのだが、これは積んでとお願いするものでもないので手の打ちようがない。

白川理事

今、都銀とかあるいは地銀Ⅱの業態の名前が出たが、実際にオペに应じるのは業態ではなくて個々の金融機関である。今の日本銀行のオペは特定の金融機関に割合集中している。あるいは当座預金も特定の金融機関に集中しているから、そういう意味では業態というよりは個々の金融機関がどうなるのだろうかと考えた方が良く。そのように考えた場合には、今中曽金融市場局長が申し上げたような、基本的な当座預金需要の減少要因とい

うのがやはり効いてきているという気はする。そういう意味では、私自身は一応参考までに括る時には業態で見ているが、やはり個別行のオペがどうか、個別行の当座預金がどうかという感じかなと思う。

水野委員

などはファンディングが楽になる。1年物が取れるなら取りたいと積極的に応札して頂いている。しかし、都銀で最も保守的に資金繰りをしてきたと言われるUFJが統合してしまうと、資金需要が単に統合による減退分を超えて減っていく惧れがあるため、今年度上期は後ろの方に行けば行く程厳しいだろうという感じでみている。

中曽金融市場局長

系統の応札は例えば投資姿勢によるものである。応札の強さはどういうものに投資するかにもよる。

水野委員

また外貨へ行ってしまうか。

中曽金融市場局長

金融環境次第では、投資姿勢は結構大きく変わってくる可能性があると思う。

須田委員

ファンド筋の動きを見ていると3月期末で手仕舞って、期が明けてからまた出て行くという動きの影響が色々なところに想定以上に出ているような気がするが、その動きは大きくなっていると感じられているか。

中曽金融市場局長

ちょっと感覚的なのだが、先程株のところでも少し申し上げたが、やはり

いわゆる短期筋の動きをフォローすることなしには全体の動きは非常に読みにくくなっていると思う。そういう意味で、彼等のプレゼンスは大きくなっているという実感はある。

水野委員

ユーロに対する市場の見方は少し変わってきたような気がする。市場では、今ドル高を予想していると思う。安定成長協定を巡るECBとEU各国の財務省との間であまり品の良くない議論がされている。あれを見ると非常にユーロを買いにくくなってくるのではないか。市場参加者から元々、金利がアメリカより高い訳ではないし、世界で最も中央銀行と財務省・政府の関係が悪いので、ユーロを少しベアに予想しているとの話を聞いている。その点は如何か。

中曽金融市場局長

これもやはり両側の材料があると思う。今おっしゃったようなことは、間違いなくユーロ・ベアの材料だと思うのだが、ただ一方で非常に根強いニーズもある。それは何かと言うと、原油などの動きとも関係するのだが、ユーロをリザーブ・カレンシーとして使おう、あるいはなにがしか割合を増やそうという動きも一方ではある。これは底流としては割と根強いユーロ買いニーズなのではないかと思う。従って、一方的な動きにはなりにくいのではないかと思っている。

水野委員

いずれにしても円／ユーロで見ると動いていないからか。

中曽金融市場局長

然り。

水野委員

そういう意味ではあまり話題がない。

中曽金融市場局長

円／ユーロは大体 138～140 円位である。

水野委員

然り。

福井議長

他に宜しいか。次は海外の経済情勢について平野理事と堀井国際局長から願います。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

堀井国際局長

それではいつものように、本日配付したお手許の資料（追加分）をご覧ください。図表 1 でアメリカの主要経済指標を確認したいと思う。シャドーが掛かっているのが、いつものとおり前回会合以降判明した計数である。原油価格の上昇が話題になり始めてから約 1 年。それから、アメリカの減税効果が剥落し始めてから 1 年、金融政策の巻き戻しというのが始まってからそろそろ 1 年経つ訳だが、国内民間需要に支えられて自律的な景気拡大を続けるアメリカの経済の姿をこの計表が表わしている。まず、3. 実質個人消費は、2 月は前月比 +0.3% となり、1～2 月平均を第 1 四半期とみなして前期と比べると、前期比 +0.7% と引き続きしっかりした増加を示している。6. 自動車販売だが、3 月はそこにあるように業界速報ベースで 1,669 万台となった。これに大型トラックを加えたベースに引き直すと前月から幾分増加した模様である。8. 住宅着工は、2 月も 220 万戸に近い高い数字となった。また、9. 企業の設備投資の先行指標だが、1

～2月平均は昨年第4四半期を6%上回っており、前年比で見ても16%強の伸びを示している。この間、企業収益に関しては、表には載せていないが、昨年第4四半期には前期比12.5%と大きく増加している。これには第3四半期にハリケーン被害で減益となった反動の部分もあるが、これを調整しても前期比3%程度、年率に引き直すと1割程度の増加を示しており、企業収益の好調さを裏付けている。供給面は、11. ISM製造業指数、非製造業指数とも引き続き高い数字を記録している。12. 鉱工業生産も1～2月均して前期と比べると、+0.9%と最近の増加ペースを保っている。この間、雇用面では、14. 失業率が2月に上昇した後、3月は再び低下して5.2%となった。雇用者数は2月にかなり増加した後、3月は11万人と低めの増加にとどまった訳だが、第1四半期を平均すると16万人とそこそっこりした増加となった。物価面では16. PPIならびに17. CPI総合は、2月にはともにエネルギー価格の上昇から高めの伸びとなった一方、CPIコアは前月比0.3%の上昇と、緩やかに、しかし着実に上昇幅が広がっている。図表2はユーロエリアの主要経済指標だが、7. 輸出、それから8. 独海外受注がますますの増加となるもとで、10. 鉱工業生産に停滞感が強い中でも持ち直しの兆しが見られる。しかし、1月の3. 小売は増加しているが、4. 新車登録台数をご覧頂くと、自動車販売が1月、2月には頭打ちとなっている。それから5. 消費者コンフィデンスは最近まで出ているが、また3月に悪化している。さらに11. 製造業PMIも、3月には分岐点50スレスレまで低下している。12. 失業率は上昇しており不冴えな状況を表わしている。この間、物価面だが14. 消費者物価の前年比は2月、3月とも連続して+2.1%となった一方、コアは伸び率を一段と低めた。2月には前年比+1.4%とここ数年来で最低の伸びを記録している。図表3-1の1. で中国を見ると新たに出た計数は少なく、また現地からの情報でもこれまでの高い成長に変化は窺われない。図表3-2の(2-1)でNIEs、ASEANの輸出を見ると、先月も申し上げたとおり旧正月——春節とも言うが——その旧正月が年によってずれる関係で1月、2月の計数が振れている。韓国については3月の輸出の計数が出

ていて、かなり増加している。それからマレーシアの、これは前年比しか出ていないが、2月の輸出、それから(2-2)にあるシンガポールの新規受注——ここは全体しか書いていないが、この内訳に実はエレクトロニクスだけの計数があるが——そういったところではIT関連財に明るめの動きが見られる。また、(3)で韓国の企業景気実査指数というのがあるが、ここを見ると財政支出の前倒し執行などを好感して、3月はかなり改善している。さらに図表3-3の(5)をご覧頂くと、韓国の小売が2月に増加している。それから消費者評価指数といったものも、2月には100に近付きつつある。韓国では、政策面でのテコ入れがあった訳だが、これを起点にこれまでの停滞局面から脱する気配を感じさせる動きとなっている。他の諸国についてはマクロ的計数、それからミクロ情報を重ねても変化は窺われない。一言で言って消費が着実に拡大しつつある中で、ITを中心とする輸出についても調整が進んでおり、年半ばでの調整一巡というのが視野に入っている。次に図表4でアメリカの金融指標について申し上げたいと思う。長期金利は、(1)のグラフにあるように、国債10年物利回りを見て2月上旬を底にして、最近までに約50bp切り上がっている。これには原油を始めとする商品市況の上昇や市場予想より高めの物価上昇率など経済指標の発表も影響してきたことに加えて、それらを背景にFedがベージュブックで価格転嫁について指摘する、あるいはFOMC後の公表文、それからFOMCメンバーの講演といったもので、インフレについて幾分警戒色を滲ませてきたことが響いている。いわばグリーンспан議長が2月議会での半期報告の中で述べた、長期金利のコナンドラムを解消する過程でもあったとも言えるかと思う。そうした長期金利の上昇を受けて、それまでの市場での行き過ぎがなにか修正されている。すなわち(2)の株価だが、3月上旬から見ると足許までで3~4%下落している。それから(3)社債にあるBB格の社債と国債との利回り格差だが、3月上旬を底に65bp反転上昇している。ただ、ここにきて再燃し始めた企業財務を巡る問題、特にAIGの不正会計問題、それから先程中曽金融市場局長からもあったGMの業績の下方修正といったものが、株価の下落それから

社債スプレッドの拡大に影響しているので、国債利回りの修正に端を発したポートフォリオの調整が行き着いた結果とは必ずしもまだ言い切れないと思う。逆にこれまでの行き過ぎが大きければ、まだまだ調整の余地があるとも言える訳であり、こうした点から見ると、ポートフォリオの調整が進行する当分の間は落ち着きどころを探る不安定な展開になる可能性が高いと考えている。なお、(5) F Fの先物金利、ここから5月、6月、8月、9月のF O M Cの利上げ予想というのを読み取ると、それぞれのF O M Cで 25bp の利上げが実施される可能性を、市場ではほぼフルに織り込んでいる。最後に図表5、ヨーロッパの金融指標だが、(1) 長期金利は2月にはアメリカ金利と歩調を合わせて上昇した後、ほぼ横這いの動きを続けた。足許ではやや低下している。(2) の株価、こちらの方は2月以降揉み合いを続けているという状態であり、アメリカでは金利上昇に伴ってショート・ファンディングが幾分手仕舞われたと見られる一方、ユーロについてはショート・ファンディングによる株式ならびに債券投資が続いているものと推測される。なお、E C Bに関しては引き続き年半ばに掛けて金利を据え置くという予想が一般的である。この間、エマージングに関しては、先程のアメリカ社債B B格の動きと同様に対アメリカ国債スプレッドが幾分広がっているが、その幅は依然小さい。株式市場などでも混乱は見られない。ただし、アルゼンチン債に関してはデフォルト債のスワップを巡って不透明感がまたぞろ出ているが、これ自身、あくまでも固有のリスクと市場では考えられている。以上のように各国の実体経済面では今のところ変化に乏しい一方、国際金融市場ではアメリカの長期金利の修正に端を発したポートフォリオの見直しが進行中と見られる。私からは以上である。

福井議長

お尋ねがあればどうぞ。

須田委員

韓国経済についてであるが、説明では、今の状況から脱出できる可能性があるという話だった。私は、家計の債務の問題とか、あるいは住宅価格がまだ前年比でマイナスが続いているというようなことを考えると、構造的な問題はまだ深いのかなというふうに思っていたのだが、それは大丈夫という判断なのか。

堀井国際局長

いや、構造的な問題というのは引き続き景気の拡大、回復には足枷、あるいは重しになると思う。ただ、一方では、やはりシクリカルな動きがある。それから政策の効果もなにがしか出てくるので、取り敢えず今回については、ITの調整が、今進捗してきていることに加えて年初から財政支出の前倒し執行がかなり進行している。1～3月での目標が、年予算の42%まで執行すると言っているので、そういう直接の効果が今経済に出ている。これが構造問題を乗り越えてもう一回転する、すなわち自律的なメカニズムに入っていくかどうかは、須田委員がご指摘のとおり大いに疑問があると思うが、取り敢えずその一次効果だけは何となく感じられるな、というところが今月の動きかと思っている。

水野委員

アメリカの長期金利が4月後半までの予想を含めると4.6%台となってきた。2年物と10年物のイールド・ギャップは今74bp位だということだが、原油が上がっている中でも長期金利は相変わらず上がりにくい状況はあまり変わっていないと思う。夏場以降、原油が上がったことによる個人消費への影響はどう見たらよいか。去年も言われて結局大した影響はなかったという人もいるのだが。一つリスクを挙げるとしたら原油を挙げる方が多いと思うが、原油価格と個人消費との関係については、大体どのようなイメージを持っておけばよいか。

堀井国際局長

原油も去年から見ると 10 ドル以上上がっている。35 ドルから 50 ドルまで一旦上がって、足許だと昨日は一時 58 ドルを突き破ったが、大体 10 ドル位で個人消費を 0.75%位落とすのだろうと思われる。個人消費の伸びが、今実勢ベースで 3.5% + α 位で走っているとすると、それを落としてしまうと 2.75%ということになるかと思う。GDP への寄与ということになると、消費が 0.75%落ちると 0.5%落ちていくという計算になるので、従って、今のペースは 4%マイナスちょっと——足許は 3.8%だが——となろう。その前の四半期が 4%弱で走っているので、このペースから 0.5%落ちたとしても、景気拡大自体のメカニズムが逆に回っていくということではギリギリない状態だとは想定している。一応そういうところをベンチマークとして経済指標を点検している訳である。今のところは先程申し上げたように自動車も落ちるかと思ったら、3 月はまた若干戻したり、その辺はなかなかはっきりとは出ていない。恐らく景気の自律的な拡大モメンタムの中に消されているのかもしれない。ただ、マインドの方は、先日のミシガン調査を見てもちょっと頭が落ちているので、マインドの指数にはもう既に出ているということかと思う。

平野理事

消費という面で去年と今年を比較すると、去年の今頃は雇用情勢に不安感——雇用が伸びるのかどうか——があり、消費の持続性が問われていた時期に原油が上がって行ったものだから、ダブルパンチで大きな影響があるのではないかという見方があったかと思う。それと比べると、ドラマティックに雇用情勢が改善した訳ではないが、一応着実に改善方向に動いている。確かに足許のコンフィデンスは少し落ちているが、レベルは高い訳である。そういう意味では消費の耐久力が高まっていると言える。しかし一方で、原油価格の上昇幅、その持続性、あるいは他の商品への広がりを見ると、実は去年よりもインパクトが大きいかもしれないという面も

ある。どちらに注目するかによって景気への影響に対する見方が変わってくると思うが、堀井国際局長の説明にあったように、私自身は消費を巡る基本的な環境が去年と比べても結構強いという感じがあるので、比較的耐久力が高まっているということに注目したいと思っている。

岩田副総裁

その関係なのだが、住宅価格がやはり一部地域では相当上がっていて、一方でモーゲージ金利は 30 年物で 6% をちょっと超え始めた訳である。この影響が、住宅の方に出てくる可能性があるのではないかという議論があるのだが、それをどうお考えになるか。それからもう一方で、Fed は、先程のご説明だと 8 月までは几帳面に 0.25% ずつというお話だったのだが、最近コアの CPI の伸び率が少し高まってきていて、もしかするともうちょっと大幅に上げるかもしれないという憶測も一部にある。そのように金利の上昇テンポを少し早めたりするということがあった場合に、特に住宅に一番効く可能性があると思っているのだがその辺はどうお考えになっているか。

堀井国際局長

まず住宅価格、特にネバダそれからサンフランシスコ周辺は引き続き高騰していると言われる一方で、ミッドウェストは引き続き価格が上がっていないため、FRB の幹部も含めて地域的な格差を指摘する人が多いと思う。一応のコンセンサスでは、日本で起こったような住宅のバブル、住宅資産あるいは土地のバブルはない、あくまでもそれは限定的なものであるということかと思う。それが一つ。ただし金利が上がると、やはり部分的と言えども、上がっているところには如何ばかりか影響があると思うが、日本の場合と違って、何せ金融機関がまず突っ込んでいないし、金融機関自体の体力が偉く違うということが言われている。私も銀行の人とはかなり話すが、仮に住宅の価格が 2 割平均的に落ちたとしても大丈夫だというアメリカの銀行の人もある。従って、日本的な金融部門を巻き込んだよう

な影響というのは取り敢えず考えなくて良いのかなとは思っている。おっしゃるように、仮に 50bp 利上げがあるとなるとそれなりに債券市場には効くと思う。今申し上げたように市場の平均では、25bp ずつの上げというのが平均的に織り込まれているので、確かに F e d のステートメント以降、経済指標の出方次第では勿論 50bp の利上げを行う可能性があるだろう。F e d はその可能性も明らかに市場にコミュニケートしているということも市場自身は分かっている訳だが、50bp が世論の大勢となるような見通しになっていない現状では、仮にサプライズがあった場合は、当然のことながら長期金利に影響が出てくる。今、問題の長期金利は勿論コナンドラムとか色々あったが、平均的には 25bp であろうと思っても、その周りの分散と言うか不確実性が高まっている。とりわけヘッジファンドのようなショート・ファンディングしているところは、恐くてポジションを長く持っていられないという状況下で、巻き戻しが一部——これも先程ちょっと申し上げたが——起こると長期金利がこれだけ上がっている訳であるから、サプライズの 50bp ということになる、やはりそれは影響は小さくないと思う。

中原委員

この前の雇用統計では失業率は 5.2% であったか、最近徐々に下がってきているように思う。また、時間当たり賃金も上昇傾向を辿っている。市場では、一部に失業率 5% をある種の節目とするような議論をする人がいるが、1996 年～97 年頃に失業率が 5% を切っていた際には、U L C がかなり上昇していたにもかかわらず、物価にはほとんど効かなかったという状況が続いていたと思う。今回の労働コストの上昇とインフレとの関係はどうみているか。

堀井国際局長

N A I R U がどの辺にあるかについては、グリーンSPAN議長を含めてなかなか安定したものは分からないという世論が強い中で、さはさりなが

ら昔よりは大分下がっているだろうということも明らかなコンセンサスになっているのだと思う。5より下の水準かと思う。ただ一方、中原委員からご指摘のあった賃金の方が、まず裸の賃金は2月、3月と前年比で+2.6%位まできている。半年位前まで+1%台でいたのと比べるとやはり少し切り上がっているのである。これにさらに医療費等のフリンジの部分が1割近い伸びをしていくということで、少しやはり警戒感を持った方がよいという識者も多いと思う。確かにそろそろ臨界点にきているのかなという気もする訳だが、なかなかこれは決め手がない中で市場に聞きに行ったりしている。今回の長期金利の引き上げも、その背後にそういったインフレを巡る単にグリーンスパン議長の指摘のみならず、やはり見てみると色々と気になるところがあることの反映だとも思える。答えにならないかもしれないが、どこになったら、いつになったらインフレになるのだろう、これはちょっと歩きながら考えるしかないということである。

平野理事

それが続いているのだと思う。インフレ率が高まってもおかしくない状況証拠は幾つか揃っている。ULCは1999年、2000年、2001年に比べると上昇率は低いのだがそれがプラスになってきている。需給ギャップは縮んでいる。PPIの最終財価格は上がっているし、インフレ期待を煽るようなオイルその他商品価格の上昇も続いている。雇用情勢も徐々にタイト化してきているなど、状況証拠的にはインフレ率が高まっても良い状況が続いている。しかしコアCPIとか、あるいはFedが見ているコアPCEなどを見ると、インフレ率の明確な上昇は見られないということで、今の堀井国際局長ではないが、市場も含めて迷っている。長期金利は一時上がったが、またここで下がってきている。大きな意味ではパズルが続いているという感じがする。

須田委員

先程触れられたオイル価格上昇の影響の部分なのだが、先程10ドルの

上昇で成長率が0.5%程度落ちるということであった。もっとも、足許、企業の価格支配力が強まってきている、あるいは消費が強いとおっしゃったようなことを勘案すれば、オイル価格の上昇がインフレ圧力と成長率の下落のどちらに強く出るかと言った時に少しインフレ圧力の方に強めに出ているのではないかというふうな気はする。そのように私自身は判断しているが、その辺りについては、どのような認識を持たれているか。

堀井国際局長

それも今の議論の延長線だと思うのだが、今までは即、購買力に効いてオイルの価格はデフレーション的なインパクトというふうに捉えていれば良かったのだが、須田委員がおっしゃるように、ここへきてそうではないだろう、最近では財の市場もしまっている、それから労働市場もスラックが小さくなっている。それで現に賃金もジワジワ上昇幅が広がっているのではないかという中で、おっしゃるようにインフレの方に出がちな要素が多くなっているのは事実だと思うのだが、これは私自身が少しバックワード・ルッキングなのかもしれないが、長きに亘ってデフレーションの世界にいたものだから、なかなかインフレと言われても直ぐにピンとこない。その要素は、今の平野理事の指摘ではないが、客観的に挙げてみると一杯あるのだが、ではそれをコンバインして即インフレと言えというと、これはなかなかウーンと詰まってしまうというのが現状である。ただ、ご指摘のように、今まで同様、単に購買力毀損でデフレーションと簡単に見ない方がよいというのは全くそのとおりだと思う。

平野理事

F e dのボードの何人かのガバナーに最近取材したところによれば、意見は分かれている。それだけ全体としては迷いがあるという感じではないか。

福井議長

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

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

早川調査統計局長

それではいつものように資料－4（参考計表）と実は今日は月報の差し替えをお配りしており、その後ろに図表が数枚付いているので、その二つを使って説明させて頂く。

まず、最初に資料－4（参考計表）であるが、図表 1、いつもは紹介していないが、公共投資関連で公共工事請負金額をご覧頂くと、1 月、2 月と前月比でかなり増加している。これは言うまでもなく災害復旧関係の工事の発注が出てきているということだと思うので、恐らく足許 1～3 月から 4～6 月に掛けてなにがしかの下支え要因として働いているだろうと思っている。続いて図表 6、実質輸出の動きであるが、ご覧のように 2 月は単月ではかなりの減少になった。特に、ご覧頂くと単月では中国、台湾、香港と何れも前月比で二桁の減少になっていて、春節恐るべしと言うか、やはり春節の影響は相当出ているという感じである。ただ、1 月、2 月平均で 0.5% 僅かではあるがプラスが残っている。恐らく 3 月には自然に考えて 2 月の反動の増加が出てくると思うので、そういう意味では持ち直しつつあるという評価自体は変える必要はないと思っている。地域別に見ると、2 月の反動減にもかかわらず、やはり東アジアのところでの持ち直しの動きは見られる。(2) 財別をご覧頂くと情報関連のところがやはり少しプラスになっていて、これも東アジアの動きと整合的である。資本財・部品に関しても足許まだ横這い圏内であるが、半導体製造装置辺りには少し持ち直しの動きが見られている。昨日、WSTS の 2 月の世界半導体出荷の数字が出て、これは実は 2 月単月では反動減であったが、1 月、2 月を合わせると 10～12 月対比で結構増加しているという動きであった。全体

としてやはり I T 関連の調整が進んでいるということかと思う。併せて (2) 財別のところで自動車関連をご覧頂くと、1 月、2 月時点で横這いないし微減であるが、後程申し上げるように船積みの在庫が少し溜まっている状態であり、恐らく 3 月はそれが輸出に出るというふうに考えている。一方、輸入サイドは図表 12 であり、こちらも 2 月は結構な反動減になって、1 月、2 月平均では 0.2% の微増の数字になっている。前から申し上げてるように、第 3 四半期、第 4 四半期、特に第 4 四半期辺りは生産の動き等と比べてやや出来過ぎの感があったので、その特殊要因の剥落みたいなことが起こっていると理解している。具体的に申し上げると、例えば素原料は第 3 四半期、第 4 四半期、生産が減っているにもかかわらず、随分輸入が入ってきて強過ぎるなと思っていたら、やはり案の定、足許で落ちてきたということである。資本財・部品のところは、第 4 四半期の数字が航空機の輸入で嵩上げされていたので、これの剥落ということかと思っている。均してみれば輸入は緩やかに増加しているということだと思っている。

そうしたもとの、企業部門の動きを見たい訳であるが、恐縮であるが先程の差し替え図表の図表 11 をご覧頂きたい。図表 11 をご覧頂くと、短観の経常利益は少なくとも足許結構強い数字が出たということである。I T 関連の調整の影響がもう少し出てくるかと思ったら、ご承知のとおり大企業製造業を含めて下方修正の動きはほとんど見られなかったということである。先行きについてもご覧のとおり中小企業を中心に増益基調が続くという見方になっている。確かに大企業の利益は、高水準横這いという感じが出ているが、これは一つは例えば (1) 製造業大企業でいくと 2004 年度の売上高経常利益率の見込みが 5.83%、これが実現するとバブルのピークの 5.75% を上回るという高水準になっている。(3) 非製造業の大企業も同じで利益率も相当高くなっているので、今現在の企業の比較的控え目な売上高の伸び率だとなかなか利益額は増えにくいということだと思う。併せて若干業種別を見てみたら、大企業製造業では鉄鋼とか石油精製が減益を見込んでいた。これは何れも 2004 年度の収益は 2. 何倍になっている

ところで少し先行きを慎重に見ているという感じである。石油精製については恐らく在庫評価益の剥落というのが相当効いているだろうと思われる。それから非製造業大企業はやはり電力と通信の減益が見込まれていた。多分、料金の引き下げの影響ということではないかと思っている。全体としてはやはり足許も先行きも伸び率は鈍化していくけれども増益基調を維持するという見方で良いと思っている。同じ図表の 13 で設備投資計画が書いてある。こちらも総じてしっかりした計画だったと思っている。確かに (3) 非製造業大企業に関してはこのところ毎年そうだが、2004 年度も 2005 年度も伸び率ゼロ近傍ということである。ただし、(1) 製造業大企業は、ご覧のとおり 2004 年度 23%位の増加の後、2005 年度 3%の増加という計画になっている。恐らく 6 月調査では、最近よく見られるように 2004 年度の実績が下方修正され、それが 2005 年度の方に持ち越されているということになるので、2003 年度とか 2004 年度に見られたように、6 月のところで伸び率がぐっと上がるということを考えると、結構強い設備投資計画だと思う。それから中小企業に関しても中小製造業は 2 割増。それからずっとマイナスを続けていた中小非製造業に関しても今回の上方修正でプラスに転じてきたということであるので、総じてしっかりしていると思う。勿論 2005 年度の中小企業の計画はいずれも二桁の大きな減少ではあるが、先般も申し上げたように土地除きで見ると製造業の中小企業が 26%増加の後、10%減。それから非製造業は 5%増加の後の 7%減という感じであって、この 3 月時点の計画として見ると比較的しっかりした計画だと考えている。それから恐縮だが資料-4 (参考計表) に戻って頂いて、図表 13 をご覧頂きたい。その他の設備投資関連指標である。先行指標等の表をご覧頂くと、資本財出荷は 2 月は -15%という大変大きな減少になったが、それにもかかわらず 1 月、2 月平均では 10~12 月対比で 6.6%の増加ということである。それから機械受注は出ていないが、建築着工に至っては 1 月大幅増加の後、2 月もまた二桁で増えているために、1 月、2 月平均の 10~12 月対比はなんと 26.5%増という数字である。勿論これは振れる数字であるから、これでもってどうこうということはないが、こう

いう数字が出ているということである。一点少しだけ注釈を付けさせて頂きたい。最近、建築着工が結構強い一方で、短観とか法人季報を見ると非製造業の投資があまり強くないという感じがある。勿論これには電力とか通信の大所が横這いとか減少というのが影響しているのだが、それ以外に先般メモを回させて頂いたが、例えば不動産開発の場合、最近はSPCを作って証券化スキームでやることが多い。これをやると実は不動産会社のバランスシートに載ってこない。同様のことが外資系が手掛ける物流センター、あるいは最近は流通系のショッピングセンターにもそういう動きが広がっている。これだと有形固定資産という形でバランスシートに載ってこないの、法人季報からも短観からも抜けてしまうという可能性がある、ということを一言申し上げておきたいと思う。そういうことで設備投資についてはご覧のとおり堅調ということかと思っている。

このように企業収益、設備投資の両面から見て堅調ではあるが、改めて申し上げるまでもない、グラフをご覧頂く必要さえないかと思うが、先般の短観では業況判断が製造業とりわけ大企業を中心にそこその悪化になった。先般、これだけ水準が高くなってくると利益が高いだけではなくて、景気のスピード感もいるのではないかといったことを申し上げたが、正直言って解釈に苦しんでいるというのが実情である。この点よく分からないと申し上げたら、大阪支店長の武藤理事から少し助け船が出た。武藤理事説というのはこういうものである。要するに引き続き儲かってはいるのだが、去年前半までは環境がフォローであったので、苦労しなくてと言うのはちょっと酷いかもしれないが、比較的自然体で儲かった。ところが最近は相当苦労して儲けているのである。例えば、資材価格が上がっている。これは転嫁するか転嫁しないか皆迷っている。転嫁しないとなれば如何にしてコストを吸収するか。逆に転嫁するとなれば、これもまた交渉も容易ではないということである。また、生産水準は能力のギリギリで走っているところが結構ある訳であるが、そうすると次に事故の心配をしなければいけないし、それからご承知のように、生産を実現するためには走り回って鋼材を集めて何とか生産しているという面もある。それから設備投

資については——これは　　の事例を挙げておられたのでちょっと固有名詞を使わせて頂くが——、例えば　　辺りは勝ち組であって儲かっていて設備投資をしているということだが、それは決して単純に強気だから設備投資をしているというよりは、設備投資をしないと追い落とされる可能性がある。現に　　などが脱落していくのを横目で見ているために、本人の気分としては何か悲愴な決意で設備投資をしているという感じらしいのである。そうするとアンケートがきて、「①良い」と答える気分にはなかなかならないという話である。これは確かに印象論ではあるが、何となく経営者の実感には結構近いかなと思って一つ紹介させて頂いた。

図表 18、個人消費関連である。個人消費関連は一個一個の指標は紹介しない。一言で申し上げると、2月単月はそこそこの反動減になったが、1月、2月を通じて見ると10～12月対比ではまずまずの増加が続いている。そういう意味では上の方をご覧頂ければ十分かと思う。例えば、商業販売の小売業販売額は1月、2月で前期比3.3%の増加。勤労者世帯の消費水準指数に至っては4.7%の増加ということである。勿論、これはサンプル要因があってこれが実力だとは思っていないが、こうしたことを踏まえると1～3月のGDPには先程の資本財出荷とか、この消費水準指数等々が影響を与えてくるので、そこそこ高い数字が出てもおかしくない和我々は思っている。確認のため図表 21 をご覧頂くと(1)販売統計合成指数、(2)消費財総供給、あるいは(3)消費包括指数とGDP消費、何れも足許のところは右にポコッと上がっている。上の方にポコッと上がっているという形になっている。

さらに、図表 25、生産である。生産も1月に大きく増えたあと2月は減少ということで、何となく日本経済がこれだけ中国圏との繋がりが強まってくると、日本についても春節で数字が荒れるという感じは否定できないのだが、何れにしても1月、2月を均してみれば消費、生産、出荷ともに増加している。予測指数で繋げると1～3月の生産は1.3%の増加ということであり、先般から私共1～3月の着地は1%前後ではないかと申し上げてきたので、大体そのような線で走っているということかと思って

いる。4月の数字は+3.6%というとんでもない数字が出ているが、これは勿論単月の数字ではあるし、私共のヒアリングからも到底このような数字は出てこないということであるので、相当割り引いてご覧頂く必要があるかと思うが、同時に1~3月から4~6月に掛けて生産が増加基調を維持するのではないかということを示唆する材料にはなるかと思っている。続いて図表28である。在庫循環に関しては、またしても鉱工業全体では45度線を少し引っ掛けるような感じになっているが、今回もそれ程心配はしていない。まず、いつもそうなので困るのだが、(4) 耐久消費財のところが跳ね上がっている。これは先程申し上げた自動車の船待ち在庫ということである。それから(6) その他生産財のところも右回りではあるが、少し45度線を引っ掛けるような感じになっているが、これは4~6月に化学の定修が相当集中するようであり、今少し作り込んで在庫を溜めているようである。もっとも、2月に在庫が少し増えていて気にならないことがない訳ではない。例えば、(2) 建設財辺りはお承知のように鉄鋼でも鋼板と条鋼類は結構世界が違うし、それから木材とかもやや輸入が入って需給が崩れているなどという話があるので、一部そういった細かい調整があるのかもしれない。ただ、一番の焦点であるところの(5) 電子部品・デバイスについてご覧頂くと、綺麗に下の方向へ向って回ってきた。大体、前から申し上げているように4~6月には、このグラフでご覧頂いて調整一巡の姿になるのではないかということであるが、そういう線に乗って走っているというふうに申し上げて良いと思う。

それから図表29、雇用関連指標である。雇用に関しては<職業安定業務統計>の有効求人倍率がこのところ0.9倍ちょっとのところで横這いという感じである。季節調整が新しくなった後はこの足許の踊り場圏内ではさすがにどんどん上がるというよりは横這いという動きであるし、現に新規求人の伸びなども少し鈍化しているという感じはある。さはさりながら、踊り場圏内の中で求人倍率が悪化することなく高水準横這いで推移しているというふうに申し上げることもできると思う。<労働力調査>の完全失業率については、お承知のように2月4.7%と上昇したが、この統計

は0.2%位はよくある振れということで、基本的には緩やかな低下基調にあると理解している。若干気になるのは、ここ数か月労調ベースの雇用者数の伸びが鈍化しているということであって、この点については恐らくサンプル要因もあるだろうが、やはり請負等々の伸びが若干鈍化しているということがここに反映されている可能性が高いと思っている。しかし、その一方で〈毎月勤労統計〉の方の雇用者数は着実な増加を続けているということである。これもグラフは特にご覧頂かないが、ご承知のとおり短観で見ると全規模、全産業で雇用判断が12年半振りに不足超になったということである。そうしたもとで最近のデータの特徴は、これまで大きく上昇してきたパート比率の上昇がかなり鈍化してきているということである。結局1月確報でも例の一般労働者の前年比プラスが維持された。そのことがこの表でご覧頂くと名目賃金の中の所定内給与のマイナス幅縮小というところに表われてきている。従って、このところ特別給与が増えているので賃金全体で下げ止まっていて、人数を合わせた雇用者所得は下げ止まりが明確化というか、正直言えば少しプラスになっているという状態である。その点をグラフでご覧頂くのが図表32であるが、これはいつも申し上げているとおり、絵で見ても下げ止まりが明確化というか、少しプラスになりつつあるということがお分かり頂けると思う。

最後に図表33、物価関連である。足許は前から申し上げているように、C G P Iは2月までは年末に掛けての原油価格の下落の影響もあって弱含んでいた。新しい統計は出ていないが、足許は皆さんに改めて申し上げるまでもないと思うが、図表34をご覧頂くと国際商品市況は相当上がっている。直近、実は非鉄とか穀物は若干調整しているが、原油価格は最高値圏を推移していて、ドバイでも昨日50ドルに乗せたというのは皆さんご承知のとおりである。その結果、図表36、国内商品市況についても、これはどちらかというと石油関連、それから非鉄関連が連れ高で上がっているので、恐らくC G P Iは早晩もう一回強含みの方向へ転じてくると考えている。図表39、C S P Iのこのところの動きとしては、電話料金の引き下げで通信・放送の下落幅は拡大している訳であるが、広告の上昇が

続いているほか、均してみると諸サービスとか不動産辺りの下落幅が縮小してきているという印象を持っている。4月になるとこの辺が価格改定期に入るが、この諸サービスでは、例えば派遣労働者などは少し値上げという動きも出ており、諸サービスとか不動産のマイナス幅がどれ位縮小するか注目して参りたいと思う。消費者物価については図表 40 であるが、足許の数字は前年比 -0.4% ということで、 0.1% ポイント下落幅が拡大した。その背景は、例えばこのグラフでいくと (3) 一般サービスの要因分解のところにある家賃の下落幅が拡大したとか、(2) 財 (除く農水畜産物) の要因分解のところで、2月までで見ると石油製品の上昇幅が少し縮小しているといった要因もあるのだが、それ以外にも細かく見ると、これまで随分調子良くマイナス幅が縮んできたところが少し一服しているという感じもある。この点、図表 41、消費者物価における特殊要因の影響でご覧頂くと、ご覧のとおり細い実線が、実は景気が踊り場で需給ギャップが僅かながらも拡大しているのになぜか、ここのところやけに調子良く上がってきたのが、さすがにやや頭打ちとなった。ある意味で自然な動きだと私は思っている。最後に図表 43、地価関連である。こういうふうに東京圏とか纏めてしまうとなかなか目立った動きにはなっていない訳であるが、皆さん新聞報道等でご承知のとおり、東京では下げ止まりないしは上昇地点の数が相当増えている。同様の動きが名古屋、大阪あるいは福岡といったところにも結構広がってきているということである。ちょっとまだ計算できていないが、これは公示地価というのは例えば変化率の単純平均になっている。これをバリュースペースに直してどうなるかというのを以前お示したことがあって、これでいくと例えば東京は去年のところでもプラスになっていたので、恐らく今年はもう少しプラス幅が拡大しているだろうというふうに思っている。

以上申し上げたとおり、2月単月の数字は総じて見れば随分良かった1月対比反動減というものが多かった訳であるが、IT関連の調整は着実に進行していて、生産は下げ止まりから4~6月に向けて段々増加していくという感じが次第に見えてきたと思っている。この間、内需について申し

上げると、確かに短観の業況判断だけではどう考えて良いかよく分からない。相当慎重なものが出ていたが、企業収益、設備投資は堅調ということで、いわゆるIT調整、生産踊り場の影響が、それ程収益、設備投資に及んでいないということが確認できた訳である。そうした中であって、パート比率の上昇が一服しつつあることもあって、賃金が下げ止まり、雇用者所得の下げ止まりがはっきりしてきている。個人消費についても振れはあるが、年明け以降は底堅く推移しているということであるので、遠くない将来に現在の踊り場を脱却して行くのではないかという見方は、引き続き維持できるのではないかと思っている。一方、先般来議論になっている踊り場脱却後の勢いという議論になると、そもそもIT調整の谷が浅かったからそんなにリバウンドも大きくないだろうということがある。それから、今後の勢いという意味での一つのポイントは、企業が貯め込んでいるキャッシュをいつ使い始めるかということが一つのポイントなのだが、この間の短観の業況判断とかを見ると、やはりそれはそう近い時期ではないのではないかという印象を持った。併せて考えると、その踊り場脱却後の景気の回復も、その勢いは決してそんなに強いものではないのではないかと思われる。だとすれば、需給ギャップの改善もゆっくりであるので、物価の反応も鈍いであろうと考えられる。とりわけ特殊要因のことを考えると、それも含めた消費者物価が前年比でプラスになるというのは、もう少し時間が掛かりそうな印象であるということかと思っている。あとリスク要因については、改めて申し上げるまでもなく、やはり足許は原油だと思う。先程、議論があったそのインフレ懸念が出ているアメリカでの影響、あるいはエネルギー効率の低いエマージング諸国への影響、さらには日本についてもやはり企業収益への影響といったことを注意して見ていく必要があると思っている。さらに物価面に関してだが、去年も確か展望レポートの少し前位に、やはり国際商品市況は結構上がっていて、その時点で私はかなり自信を持って、これは川下にはそう波及しないと申し上げたと思っている。その理由は、やはりその川下、消費者段階に近いところでの需給の引き締めまりというのはまだそんなに大したことはなくて、競争は厳しいと

ということと、ユニット・レーバー・コストの低下によって相当コストは吸収されるだろうということが主要な説明であった。一番目の話はあまり変わっていないし、ユニット・レーバー・コストも、流れとしては上昇に転じたというよりは、まだ緩やかな低下だと思うので、全体としては川下に波及し難いということは変わらないと基本的には思っている。とは言え、去年の同じ時期と同じ位の自信を持って波及しないと断言できるかというと、そうではないということもある。恐らくユニット・レーバー・コストの低下の勢いは相当違っているし、昨年だとやはり多くの企業は、その原材料の価格上昇を一時的ないしはワンショットだと見ていたという感じがしている。それに対して今、企業はひょっとすると持続的ではないかという疑いを持っていて、価格政策をどうしたら良いのか考えている最中だと思っているので、この辺の動きについては引き続き注意をして見て行く必要があると思っている。私の説明は以上である。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。土地投資なのだが、短観の土地投資は、2003 年度が物凄く伸びて全産業で+26%。今回の調査だと全産業では 2004 年度が-10.9%と振るっていないのだが、それは先程おっしゃったような証券化というふうなことが影響しているか。それともそれとは関係なしに弱いのか。

早川調査統計局長

二つある。一つは去年も 6 月調査で大きく上方修正された。+26%というのは 6 月調査時点の数字である。3 月時点ではゼロ近傍であったということを考えると、多分 6 月に上方修正されて、トントんかちょっと増えるか位の感じだと思うので、前年かなり増えた後高水準キープという感じだ

と思う。それからやはり証券化スキームの影響も出ているかもしれない。補足すると要するに、不動産再開発をやる時に昔だと不動産会社が自分の勘定に載せてやったのだが、今はそうではなくてSPCを作ってしまったて、それを開発主体にする。だから不動産会社は何をするかというと、そのSPCに対するいわゆるエクイティの投資という形で出てきてしまうので、短観にしても法人季報にしても例の有形固定資産増加という意味での設備投資に出てこないということである。これがどうも不動産開発だけではなくて、例の外資系が一所懸命やっている物流配送センターやショッピングセンターなどにも同じようなスキームが使われている可能性があるもので、これは困ったなと実は今思っている。そうすると建築着工床面積は伸びるが、何だか知らないが法人季報を見ても短観を見てもないではないか、ということにやはりなってしまう可能性がある。

福井議長

GDPを見てもないということになってしまうのか。

早川調査統計局長

GDPは半分が要するに法人季報からの推計、半分が供給面からの推計になる。供給面からの推計というのは、大雑把には建設財出荷と労働力調査の建設業雇用者数からの推計ということであり、上手くいけばこれに反映されるということだが、労調の業種別の雇用者というのは相当危ないものではあるので、どうだろうか。理屈としては半分反映されるはずである。

岩田副総裁

土地はだが元々入らないだろう。

早川調査統計局長

然り。土地は元々関係ない。

山本理事

上物だけである。

早川調査統計局長

上物だけである。例えば、一方でビルが建って一方で公共事業が減ると、恐らく労働集約度が全然違うので、労働力調査の建設業雇用者数は増えないということであるとすると、あまり反映されない可能性もある。

岩田副総裁

もう一つ投資で分からないのはソフトウェアなのだが、ソフトウェアが経済産業省の事前の調査では+5%位になると言われていて、期待していたら-3.8%。これは何かギャップがあるのか。

早川調査統計局長

ソフトウェアハウスの話を聞くと、要するに、現時点でソフトウェア投資の客として良いのは金融機関と公的セクターらしい。金融機関が相変わらず統合その他でまだ出ているのと、公的セクターがご承知のように電子政府化、それと例の平成の大合併というもので相当出ているらしくて、彼等はそちらで食べているのではないかという感じがしている。除く金融・法人企業というところで見ると大したことないのかもしれないという感じである。私も不思議だなと思ってソフトウェアハウスに聞いてみたらそのような感じである。

植田委員

短観の業況判断だが、これはよく分からないので、他の判断項目などとクロスセクションで比べてみたのだが、はっきりはしないのだが、先程出てきた「投入価格が上がって苦しい」というのとあまり相関しておらず、むしろ需要サイド的な売り上げや製品価格判断との相関がクロスセクションでは強かったように見えたのだが。

早川調査統計局長

元々、短観の業況判断というのは基本的には売上高経常利益率と強い相関を持っている。従って、確かに足許だけを言えばIT調整で利益率の上昇が少し鈍化しているが、これはせいぜい横這っている位であって、あれだけ目立って落ちるという感じにはなかなかならない訳である。さらに言えば、仮に、本当に利益率に対応するのであればバブル期のピークと並ぶ、あるいは抜く訳であるから+50位で良いという感じになってしまって、ちょっとなかなか苦しい。従来であれば、基本的には利益率と相関しているものである。短観の説明書にも一応、利益の状況等を参考にして書いて欲しいということを書いてあるので、そういうことなのである。正直言って、これもややずるいのだが、報道を見ていたらJPモルガンの菅野氏が「こんなに業況判断と事業計画が逆さを向いた短観は珍しい」と言っておられたが、彼は実は元・経済統計課長であり、昔だと短観の担当課長だった人で一番よく知っている人の一人なのだが、私も過去を遡ってもこういう経験はあまりない。

水野委員

それが象徴的である。

早川調査統計局長

昔、短観の担当課長であった人の発言であるから。

福間委員

高所恐怖症ではないか。

早川調査統計局長

高所恐怖症にしては10幾つというのはちょっと…。

福間委員

いや、企業のマインドはそうである。やはりこんなに儲かって、これが維持可能かどうかということになると、やはりリスク要因を見てしまう。

水野委員

寂しいな。

早川調査統計局長

これ位で高所恐怖症というのもちょっとという気はするが。

福間委員

努力した以上に値段が上がってしまったから。リストラの努力はしたが、こんなに値段が上がるとは思わなかった。特に素材がこれ程上がるとは予想していなかった。その証左に、利益改定を何回も行っている。今後も決算発表までに改定するのではないか。

中原委員

実際の短観作成時に、それぞれの企業がどのように内部的な数字を積み上げ、最終的に誰がサインをするのかというメカニズムが分かっていないのだが、収益をとってみても、2005年度計画は2004年度と同様に非常に良い訳である。もっとも、2005年度の計画というのは大体1月から2月に掛けて社内的には固めて作る一方で、日銀に出す最終的なD Iの判断というのは、現実には経営陣の中でどの辺のクラスがやるのかは分からないが、まさに足許の時点の状況に基づいて行っているのだと思う。そうすると、少なくとも2005年度の計画と足許のD Iの間にはディスパリティが出てしまうのではないかと思う。

早川調査統計局長

正直言って私も別に企業の内部の状況を全部調べた訳ではないのだが、

全体の印象としてはこういうことがある。実は過去はやはり基本的に財務セクションが書いているという感じが非常に強かった。従って、大体、前の四半期の利益率が今期のD Iに反映されるという感じがあって、非常に分かりやすい関係だったのだが、短観というのは、ここ10年～15年の間に何となく知名度も上がり、モンスター化していくにつれて、各計数を書いているのは相変わらず財務セクションだと思うのだが、最後の業況判断などを入れている人はどうも相当上がっている感じなのである。以前に聞いたところでは、結構、副社長クラスの稟議を取ってやっているという感じになっているようなので、それが先程申し上げた単純に売上高利益率でスポンと出てこない。もう少しいわば経営者の気持ちみたいなものが入り込んでくる余地が拡大した。そうすると我々にとっては結構読みにくいデータになりつつある。

植田委員

色々な情報が入っているかもしれない。

水野委員

連続性がなくなってしまう。

山本理事

経営の慎重さというのか、それがちょっと現われてきている。

福間委員

今のような時は先行きが読みにくい。特に原材料のところは読めない。

山本理事

私の知っている何社かは、経営担当の副社長まで上がっている。

早川調査統計局長

私も知っている限りでは副社長というのが結構多い。

福間委員

私もやっていた。

植田委員

高所恐怖症と言わないで、ある種の不確実性の増大みたいなもの、というような言い方をしたらもう少し分かりやすい。

早川調査統計局長

然り。財務セクションが書いたら、あまり不確実性などというのはそこに反映されないで、前期の利益率を比較的綺麗に反映する。

福井議長

昔から判断指標は財務部門ではなく、なるべく上層部で書いて欲しいという話をしていたと思う。

早川調査統計局長

いや、それでもやはり基本的には財務部門で書いていたが、何となく私が聞いている限りでも段々上に上がっている感じである。

福井議長

それで良いのではないか。判断指標は過去をトレース・バックして分析できない方が良いのではないか。

早川調査統計局長

実を言うと、情報価値という意味では利益率と一緒にあれば、利益率を

見ていれば済む訳なので、その分だけ情報価値は増す訳だが、私の立場的には非常に苦しい。

福井議長

早川調査統計局長に質問をしなければ良いのだ。

福間委員

私も正確には覚えていないのだが、日銀からしかるべき責任者がよく見て欲しいと言ってきたことがある。

早川調査統計局長

それはお願いしていた。

福間委員

6～7 年前か。これはいけないと思って担当者に対して日銀に出す前に持ってくるように指示した。マンネリ化すると担当者レベルで出してしまう傾向があるが、特に大事な時期はそれでは良くない。時々あのようなリマインドをしたら良い。ハッとする。

早川調査統計局長

何か自分の首を絞めるような気はするが。承知した。

春委員

見る人の数が多いとどうしても慎重な方に振れるということがあるかもしれない。

福間委員

こういうアンケートは企業から見たら物凄くある。経済団体とか新聞社とか幾らでもある。短観はとにかく持ってこいと言ったが、あとはもう下

の方で対応させた。

水野委員

回答率は一番高い。

早川調査統計局長

然り。

水野委員

宜しいか。今回の景気回復局面は上手くいけば一応いざなぎを越えるメインシナリオになっていたと思うが、2007年度というのはどういうイメージか。2006年度、2007年度というのは非常に読みにくい時期になってくる。今、どれだけの自信を持ってイメージできるかという部分は凄く重要になってくる。

早川調査統計局長

要するに二つあって、一つは企業が慎重な投資行動を続けるという前提を置くと、基本的には海外経済がそれなりに順調に成長しさえすれば、国内経済は若干の振れはあっても緩やかな巡航速度でいくということだが、現時点で2007年度という話になってくると、そもそも海外経済が、本当にあと2年も3年も今のような巡航速度を続けるのかということに関してはやはり相当分からなくなってくる。もう一つは、例えば企業が慎重な投資行動をさらにこれから3年間続けるということは、なかなかその仮定としては苦しくなってきた、どこかの時点で企業行動は変わってくるのではないかと。変わってくれば、一旦はその結果として景気回復のモメンタムは強まるが、逆に言うとそうなれば今度は外的なショックが起こると調整も起こりやすいということになっていくと思う。

水野委員

2007 年度に景気後退ということは考えられるのか。

早川調査統計局長

勿論考えられる。元々足許まででも、この間ご覧頂いたように 2 回位やはり踊り場があって、何とか踊り場程度で済んでいるが、今後とも海外経済は本当に等速で巡航速度でいくのであればそれはそういうことはない訳だが、実際には恐らく海外経済についても均してみれば回復、拡大軌道を辿るにしても恐らくはなにがしかの振れを伴ってくるので、その場合は我々の方にもそれなりの振れが現われる。それがちょっと大きめであれば、浅い景気調整はあり得ると私は思っているので、何か月続くというのを予め断言するのは非常に難しいと思っている。

水野委員

もう一点。デフレには色々な定義があると思うが、今まさに B to B では素材業者と加工業者では値段を上げる交渉が進んでいる一方、B to C になると加工業者から消費者へはなかなか転嫁できない。そうすると結論としては加工業者の業績が悪化してくるのか。あるいは個人の賃金が上昇しているから、将来は若干でも価格転嫁できるという期待があるか。今の企業行動からするとなかなか価格転嫁は進みにくいのだろうと思うが。この短観で確認できているか。

早川調査統計局長

基本的に転嫁は進みにくいという判断は変わらない。ただ、先程ちょっと申し上げたように、1 年前は割と自信を持って「これは川下には行かない」と申し上げたのだが、今の時点で前回のように割と明快に言えるかというとなかなかそうでもない。実際、私どもが企業の様子を見ても今回迷っている企業が結構あるという感じなのである。前回はどう「これ位は

吸収する」と割とすっきりしていたのだが、今回はやはり「いや、これが本当に続くようであれば少しは転嫁しなければならないのだがどうしようか」というのが今の企業の雰囲気、そうすると多分、転嫁するかどうか、転嫁が進むかどうかというのは今後の景気の展開ということと、そもそも、素原材料が現在恐らく投機資金も入って相当高いところにきているので、これが反落するようになればまあ良いかという感じに多分なっていく訳だが、そうでないとこれはいつまでも吸収し続けられないという雰囲気が出てくると、転嫁の動きが広がる可能性はあって、ここ 2~3 か月もう少し様子を見ないと、現時点でこちらだと言うにはちょっとまだ難しいように私は思っている。

水野委員

モメンタムが強くならなければなかなか値段を上げられないという感じが。

早川調査統計局長

勿論そうである。ただ以前はとにかく既に人件費がこれだけ下がり、利益がこれだけ出ているので、一回限りであれば自分で何とかしようかという感じはあった。

水野委員

もう 2 年連続である。

早川調査統計局長

しかもひょっとするとこれは何回も何回もくるかもしれないというように、今思い始めているので、企業もどうしようかなという雰囲気に繋がっているのだと思う。

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からお願いします。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

山口企画局長

それでは資料5(参考計表・その2)でご説明する。図表1をご覧頂きたい。通例であれば貸出、民間部門の総資金調達からのご説明なのだが、まだそれらの計数が出ていないので、まず資本市場調達からである。(1)の表はいつものものだが、CP・社債の発行段階における信用スプレッドである。ご覧頂いてお分かりのとおり、CPについては3月の信用スプレッドは総じて低水準である。ただ2月対比ということで見ると幾分上昇しており、さすがに年度末が接近するにつれて投資家が引受けを手控えるといった動きが目立ったということのようである。それから社債の方だが、3月のスプレッドは引き続き低水準のままでの推移ということである。次に(2)で公募社債の発行額だが、3月は全体で2,270億円ちょっとである。期末を控えているので、全体的には発行ペースが鈍化するということがあった。ただ、BBB格をご覧頂くと1,355億円であり、情報通信関連の企業などで発行が目立ったということである。設備投資、あるいは投融資の目的での社債発行がBBB格の企業では多かった。この1,355億円という数字は3月単月であるが、2001年の6月以来、エンロン事件以前に遡る高水準となっている。因みに1~3月を括ってみると、社債の発行ペースは昨年(2000年)の第3四半期、第4四半期とほぼ同じようなレベルで推移している。BBB格については2月の段階でも多少発行が増えているということ(2000年)を申し上げたが、それが効いて1,000億円弱の発行になっている。図表2は資本市場調達だが、3月の社債の発行残高は、数字は載せていないが前年比+0.6%である。1月が+0.9%、2月が+0.8%であり、非常に微細な動きではあるが少しずつ前年比のプラス幅が縮まっている。詳しくは(4)でご説明するが、転換社債の発行額がこのところ少し落ちてきており、そ

れが前年比の伸び率の縮小に繋がっている。(4)でエクイティファイナンスの状況だが、転換社債については3月は830億円ちょっとであり、2月に比べてかなり減った。2月については大口の動きがあり、特殊要因で発行額が相当増加した訳であるが、それを割り引いても転換社債の発行ペースは多少鈍っている感じである。海外での発行環境がジワジワと悪くなっていることが響いている。それから増資の方だが、3月は4,000億円を超えているが、これは2001年2月以来の高い水準である。中身を見てみると事業再生関連の第三者割当て増資であるとか、あるいは投融資関連の公募増資が3月については集中したようである。次に図表3だが、企業から見た銀行の貸出態度判断である。短観の結果をグラフ化したものだが、細い実線が大企業、太い実線が中小企業である。大企業、中小企業ともに改善傾向を辿り続けている。過去を遡って見ても大企業、中小企業ともにかなりのレベルまで復してきている。それから(2)中小公庫の調査結果が出ています。3月は40.6%ポイントと、引き続き明瞭な改善歩調を辿っている。次に図表4で資金繰り判断だが、短観の結果が(1)のグラフである。これも大企業、中小企業ともに改善傾向が続いているというのが基本的な流れであるが、水準として見ると、このところ少し頭打ち感が出てきている感じがする。さらに(2)で中小公庫・商工中金の調査結果。ご覧のとおり、このところギクシャクした動きが続いているが、3月についても傾向としては余裕含みの方向での動きということである。ただ、商中の調査結果——細い実線の方だが——をご覧頂いても、このところの改善ピッチは足踏み気味であるし、中小公庫の調査結果も改善の動きに少しブレーキが掛かってきている。水準的にそれぞれかなり高いところにきているということもあって、景気の踊り場の中で、短観も含め企業の資金繰りの改善傾向に多少足踏みの感じが出ているとみている。次の図表5は、最近話題になることの多いM&Aの動きである。これについてはしっかりしたデータが必ずしもないので、我々の手で推計を加えて作成したものである。一応全体の印象を見て頂こうということである。まずM&Aとは何かということだが、(1)の(注)にあるとおり、合併、買収、営業譲渡、資

本参加、出資拡大を合わせてここでは「M&A」と定義している。(1)のグラフだが、M&Aの件数は、2004年に掛けてかなり増加し、2,200件ちょっととなっている。初めて2,000件を超えており、この5年間でほぼ倍増である。1980年代の後半をご覧頂ければと思うが、この時期もM&Aブームと言われた訳だが、業種別に見ると、この時期は製造業、非製造業が相半ばする状況であった。しかも、ここでは数字を載せていないが、イン・アウト、すなわち国内の企業が外国の企業を買うといった動きが6割位を占めていた。最近是非製造業が中心であり、合併の中身を見てみるとイン・イン、つまり国内企業同志のM&Aが7割を占めるような状況になってきている。また、そうしたM&Aの目的をみると、既存事業の強化が全体の7割程度となっているが、ここ1~2年は、バイ・アウトとか投資目的のM&Aも増加してきている。件数の割合では、15%位がそうした目的のものになってきている。それから(2)は、M&Aの市場規模をどうみておくか、また合併の対価はどのように支払われているのか、合併の際の資金調達はどうしているのか、この辺を我々なりに推計してみたものである。2004年のM&Aの市場規模は、公表されている案件だけを足し上げると9兆円位になる。非公表のものも当然あるので、それらを合わせるとエイヤッだが、10兆円~10数兆円というのが2004年のM&Aの規模とみている。それでM&Aに対して対価をどのような形で支払うかということだが、(2)のグラフを見て頂きたい。株式の交付による株式の取得とキャッシュによる株式の取得、この二つが通常あり得る訳だが、件数ベースで計算してみると実は9割以上がキャッシュによる支払になっている。ただし、その中には合併のように、金額ベースに置き直すとかなりのウェイトを占めるものが含まれているので、それを織り込んで考えると、これもザクツとした感じだが、7割位がキャッシュによる株式の取得、それから株式交付による取得が3割位ということになる。それではそのキャッシュによる株の取得は、どのような形で資金調達されているのかというのが(2)の下の方の棒グラフである。我々が単純に集計した結果では、増資ないし転換社債による調達というのが1兆円程度である。残りについ

ては営業キャッシュ・フローあるいは借入金によって調達するという感じになっている。しかしながら、実際にどの位借入金に依存しながらM&Aが行われているのかというのは、実はよく分からない。ただ、雰囲気だけでも見て頂こうということで作ったのが極く簡単な表ではあるが(3)である。これは横軸に総資産に対するネットの負債調達の割合を取っている。従って、横軸を右にいくに従って負債調達のネット超過幅が大きくなり、左にいけばその逆ということになる。棒グラフについては、黒い棒がM&Aの買い手企業の場合、横線の棒がM&Aの売り手企業の場合、それから白抜きがM&Aに関連しない企業の場合ということで、上場企業について集計してみたものである。黒い棒をご覧頂くと、概してネット負債調達への依存度が高いという感じである。従って、M&Aに関連してその買い手に回る企業の場合には、外部負債への依存度を高めながらM&Aを行っているように見える。このところM&Aがかなり増えてきている中で、どの程度が外部資金調達に拠っているのか正確には分からないが、社債あるいはCPの発行などのうち投融资目的のものがこのところ見られるようになってきていることも含めて考えると、やはりM&Aの動きと外部資金調達との間にはなにがしか関連があるということであろう。いずれにしても、今申し上げたようなことを少し頭に置いておいて頂ければということである。次が図表6、マネーのデータだが、マネタリーベースは3月は+2.0%である。2月は+1.2%と下がった後、また伸び率を高めている。内訳をご覧頂ければ、日銀券の伸びが+3.7%である。従って、マネタリーベースの伸びの説明としては、日銀当預は前年比小幅のマイナスだが、銀行券が伸びを高めている、その結果として全体の伸びが2月対比少し高まったということである。こうした銀行券の動きの背景だが、先程、中曽金融市場局長からも話があったように、一つはペイオフを控えて地域金融機関の一部で現金の積み増しといった動きがあったこと。それからもう一つは、かねて申し上げてきたことだが、定額郵貯がジワジワと減少しており、そのため郵便局の現金需要が増えてきていること。この二つが大きな要因となって日銀券の伸びを高めている状況である。次にM2+CDの4~6月

の見通しであるが、これまでも前年比 2%前後の推移を続けており、多分、そうした状況が続くだろうとみている。それから(2)銀行券だが、7日間の移動平均の前年比で見ると、期末を挟んで伸び率は4.5%まで上昇してきている。曜日要因なども多少効いていると思うが、伸びは取り敢えず高まっている。一方、少し長いスパンで振り返ってみたのが(3)のグラフだが、2002年4月のペイオフ部分解禁当時と比較すれば、これまでも申し上げてきたように、銀行券はかなり落ち着いた動きを続けているというのが大きな流れである。次に図表7である。これも前回ご説明したものである。計数としては2月の分しか出ていないので、業態間での預金のシフトといった動きは目につかない。それから地銀と地銀Ⅱについては2月と3月の数字が分かっているので、昨年と今年でなんらかの変化があるかどうか極く簡単に見てみる。2月については、16年も17年もほぼ同様の動きであった。3月についても、17年は月中+1.7%と伸び率が多少上がっているが、ペイオフを控えて預金の動きに特段変化が出ているということではないようだ。次に(2)決済用預金だが、これについては3月25日までの数字しか出ていない。5業態及び信金では2月末に掛けて徐々に決済用預金の導入の動きが見られ、それが3月半ばから3月末に掛けて広がっていったということである。ただ、他行の流動性預金等が自らの決済用預金にシフトするといったことではないようであり、基本的には自内での預金のシフトにとどまっていると見て良いかと思っている。私の方からの計数の説明は以上である。当月は冒頭申し上げたように貸出、それから総資金調達の計数が出ていないので、全体観について特に申し上げることはないのだが、敢えて注目点を申し上げれば、企業の資金繰り周りでは景気の動きと平行な動きが続いている。それから資本市場調達に関連して投融資目的の資金調達がこのところ目に付く。そのような中でM&Aについては先程申し上げたようなことであるし、純粋に投資目的のM&Aもなにがしか見られるようになっている。以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

福間委員

投資会社というのはプライベート・エクイティといったものか。

山口企画局長

いわゆるノンバンクであり、純粹に投資目的でM&Aにかかわっている感じである。勿論それがドッと増えているということではない。

岩田副総裁

これもM&Aの関連で、先程の図表5の(3)のグラフなのだが、負債調達という時に借入金と社債とCPの合計と書いてあるのだが、これは比率で言うと何が多いのか。

山口企画局長

その数字は今は持合わせていないので、後程分かる限りにおいてご報告する。最近の流れからすると、社債、あるいは繋ぎとしてCPを使うという動きがこの1月辺りから見られるようになっており、転換社債まで含めた広い意味での社債などが使われる可能性が高まっているのではないかと思う。

岩田副総裁

(2)でもキャッシュ・フローと借入金等と書いてあるのだが、圧倒的にキャッシュ・フローが多いのではないのか。これはキャッシュ・フローが随分余っていると言うか豊富にはある訳だな。

山口企画局長

おっしゃるように豊富なキャッシュ・フローを使ってM&Aを仕掛けていくという動きがあることも事実だと思う。その一方で、外部資金に依存しながらやろうという動きもなにがしか見られる訳だが、それが全体のウェイトとしてどの程度なのかというのは掴み切れていない。

福井議長

他に宜しいか。それでは本日の予定の議事は終了した。これにて閉会とし、明日は午前9時に再開する。いつも申し上げている機密保持のことであるが、決定会合への信認確保の観点から厳正な機密管理をくれぐれも宜しく願います。以上をもって閉会とする。

(16時04分中断、6日9時00分再開)

福井議長

宜しいか。それでは政策決定会合の第二日目を開催する。今日は政府の方から財務省上田副大臣にお越し頂いた。宜しくお願いする。内閣府からは、昨日に続いて浜野政策統括官にお越し頂いた。宜しくどうぞ願います。今日は金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議を受けて、議案の取り纏め、採決。それから金融経済月報の検討を行いたいと思う。議事要旨については今回は前回とのインターバルが短いので、検討対象にはなっていない。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。それを前提としてご発言頂ければと思う。それでは最初に、金融経済情勢及び金融政策運営に関する討議であるが、議論の前提として事前にお配りしている金融経済月報について、執行部から簡単に説明頂きたいと思う。

Ⅲ. 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A3の右肩に差し替えと書いてある紙を出して頂きたいと思う。まず、右側の前月のところをご覧頂きたい。前月は1月の指標が生産を始めかなり強かったということを踏まえてそれまでの「生産面などに弱めの動きがみられる」という表現を改めて、ご覧のような「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。」という表現に変えた。その後、今月は若干指標には反動が出ているが、1月、2月合わせて徐々に改善しているものが多い。前月の段階で2月の指標の反動まである程度見込んでこのような判断をしたと考えると、今月は判断を変える必要はないと考えている。従って、冒頭表現に変更はない。それから現状の各論であるが、輸出以下個別項目毎にご覧頂いてもほとんど変更はないが、一点だけアンダーラインがあるのは短観で、「企業の業況感にはやや慎重さがうかがわれる。」ということで、DIのレベルは高いが変化は少し悪化の方だったので、このように書かせて頂いている。現状は以上であり、次に先行きであるが、「先行きについても、景気は回復を続けていくとみられる。」ということで、これまでの表現に全く変更はない。この「景気は回復を続けていくとみられる。」という中には、当然現状の踊り場的な状況からそう遠くない将来に脱却していくという意味合いが込められている訳であるが、今月を見ていくと、その踊り場からの脱却に向かって進んでいるということを示す指標が幾つかあって、それに関連して各論の中では若干の修正を行っている。まず第一に、「IT関連分野の調整の影響が」の後だが、前月までは「徐々に弱まる」と書いていたが、「徐々に」は削除した。これは在庫統計を見ると、在庫調整が確実に進行しているといったことを踏まえた修文である。それから下の方へいって雇用関連であるが、二点ある。まず短観のDI、雇用判断DIが、全産業・全規模で12年半振りに若干であるが不足超に転じているといったことを踏まえると、前月まであった「雇用過剰感の緩和が続く」という表現よりは今月

提案させて頂いている「雇用過剰感も払拭されていく」という表現の方が適当かと考えられる。それから雇用者所得であるが、これは実は足許のパート比率の上昇テンポの鈍化等の動きを見ると、既に多少「緩やかに増加している」と言っても良い位かなという感じもする。従って、機を見て近い将来に「緩やかに増加している」と、現状の方を変更していきたいということを視野に入れているので、そろそろ今月位から先行きのところについて「緩やかな増加に向かう」ではなく「緩やかに増加していく」と変更したいと考えている。変更点は以上であり、以下、なお書き及び物価関連については、物価は国内企業物価指標が出ていないし、消費者物価の方は2月分は出たが特段の変更を要しないと判断している。実体経済は以上である。

山岡企画局企画役

続いて金融面である。こちらでも貸出とかマネーサプライといった計数がまだ3月分が公表されていないし、短観の金融関連DIもこれまでの見方を概ね裏付けるものであったということであり、実体経済同様、金融面についても前月からあまり変更はない。こうした中で、中程に書いてあるマネタリーベースの伸び率であるが、これは2月の+1.2%から3月は+2.0%となったので、これを素直に反映する形で、「マネタリーベースの伸び率は前年比2%となっており」とさせて頂いている。

次の銀行券についても昨日の執行部説明のとおり、2月の+2.5%から3月は+3.7%と伸びを高めているので、ここでも「銀行券発行残高の伸び率は前年比3%台となっている。」とさせて頂いている。

その次の金融市場の記述であるが、短期の方は変更ない。次の為替・資本市場であるが、ご参考までに前回会合時の水準を申し上げますと、円の対ドル相場が104円台、長期金利は1.465%であり、株価は11,800円台である。こちらとの対比ということを踏まえて、ここでの文章は「為替・資本市場では、前月と比べ、長期金利は低下し、円の対ドル相場は下落している。この間、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。長期金利の低下を円安の前に持ってきているのは、読み手にとっての分かりやすさということを踏まえたものである。以上である。

福井議長

内容的あるいは文章的なことは後で議論させて頂くが、取り敢えず何か質問はあるか。宜しいか。

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

それでは早速であるが金融経済情勢について意見を表明して頂きたいと思う。いつものとおり、大体お一方5分ずつ位ということでお願いできればと思う。この後討議をしたいと思う。今日は福間委員、中原委員、須田委員、水野委員、植田委員、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁の順番でお願いしたいと思う。最初に福間委員からお願いする。

福間委員

まず、海外経済については、全般的に景気拡大が続いている状況に変わりはない。当面のリスク要因としては、C R Bインデックスが24年振りの高水準にあることの影響に注目している。既に欧米の中央銀行では、最近のF O M Cのステートメントや、E C Bのトリシェ総裁の発言等から明らかなように、中長期的なインフレ・リスクへの警戒感を高めている。仮に原材料価格の高騰を背景に市場のインフレ懸念が強まれば、長期金利の上昇や株価の下落を通じて経済にデフレ・インパクトの及ぶ可能性がある。実際、米国の長期金利は、G Mの業績不振問題を契機としたフライト・トゥ・クオリティによる米国債の買い、あるいは最近のドル高も手伝って足許は一服感があるものの、グリーンSPAN議長がコナンドラムと称した2月半ばに比べれば反転上昇しており、それにつれて各国の株式相場も総じて軟調な展開となっている。このうち米国の株価については、G M問題

のほかフォードの業績不振や、A I G、モルガン・スタンレー、フレディーマック、ファニーメイ等の会計原則、サーベンス・オクスレー法疑惑も下落要因となっている。市場が原油価格の高騰をデフレ要因と捉え、世界的な金融緩和の継続をメイン・シナリオとした昨年と比べると、明らかに変化の兆しが窺われる。このため原材料価格の動向とそれを巡る各国の金融・資本市場の動きについては、今後も丹念にフォローしていく必要があると思っている。

一方、我が国の景気の現状については、昨日の執行部の説明にもあったように、方向としては緩やかにリバウンドし、踊り場を脱しつつあると判断している。3月短観で製造業の足許の業況判断D Iが悪化した点については、企業収益が——特にその利益率が——バブル期に並ぶ高い水準にあるだけに、原材料価格のさらなる上昇に直面し、これ以上の収益拡大に幾分慎重になっているムードが指標として表われてきたのではないかと考えている。なお、在庫について敷衍すると、I T産業のように製品価格の下落に絶えず直面している産業では、意図せざる在庫増は経営にとってマイナス要因となるが、原材料高の影響を受ける産業では、在庫増は企業の前向きな経営スタンスを表わすものであり、現状のようにデフレ下の経営を行う産業とインフレ気味の中で経営を行う産業が混在する中では、在庫分析はミクロの視点に立って慎重に見て行く必要があるのではないかと考えている。

景気の先行きについては、設備投資は3月短観で示されたように、今年度の設備投資計画も金融機関の投資を含めしっかりしたものになっているほか、個人消費も雇用人員判断D Iが全産業ベースで12年半振りに「不足超」に転じ、冬のボーナスが8年振りの増加となるなど雇用・所得環境の改善が続く中で、小売、対個人サービス、飲食店・宿泊といった個人消費関連の業況判断D Iが改善を続ける形となっている。さらに、3つの過剰の解消を通じて収益基盤が整ったこともあり、企業収益は増益基調を維持する見通しにある。現下の原油価格の高騰は企業収益の圧迫要因とはなるが、一方では優れた省エネ・環境対策の技術を擁する我が国産業において

は、燃費の良い日本車の販売が世界的に好調な販売を示すことが物語るように、原油価格の高騰が関連産業に対するニーズも増やしており、既にそれが輸出の増加という格好で表われている。今後もそうした動きが継続すると予想している。以上を踏まえると、我が国の景気回復のメカニズムは失われておらず、執行部の言うとおりの景気は息の長い緩やかな回復を続けていく可能性が高いと考えている。この間、先月下旬に発表された公示地価については、都心の全用途平均が15年振りにプラスに転じたほか、全国ベースでも下落率が縮小した。長らく経済の足枷となってきた地価の下落に漸く底入れ感が出てきたことは、景気回復にプラスの効果をもたらすと期待している。

物価面については、川上・川中段階では、我が国の原油輸入価格の基準となるドバイ原油が、中国やインドの実需拡大等から既往最高値圏で推移している。原油を含む原料や鉄鋼、非鉄、化学等の素材は今やボトルネック・インフレの状態にあり、環境問題の制約等から我が国における生産能力の拡大にも限界があるため、原材料価格の上昇は当面続くと予想される。素材メーカーからは「予想以上にすんなりと製品価格の引き上げの要求が通った」といった声も少なからず聞かれるようになっている。こうした中で、国内企業物価は今後再び強含んでいく可能性が高いとみている。

一方、川下のコア消費者物価については、公共料金の引き下げ等から、引き続き小幅のマイナスが続くと予想される。もっとも、最近のパートタイマーの時間給や正社員比率の引き上げ等を反映して、ユニット・レーバー・コストが小幅ながら上昇に転じていることを踏まえると、川上・川中の物価上昇が、川下の物価や企業収益にそれぞれどの程度の影響をもたらすかについて一段と慎重に見ていく必要がある。このうち企業収益の影響は、さらなる生産性の向上に加え、新技術・新製品の研究・開発や、代替素材への需要シフトが今後どの程度進むかに依存しているため、それらを見守っていきたい。

為替の動向については、FRBが今後も着実にFFレートの引き上げを行っていくとの見通しの下でドル高基調が続いており、円は個人の外債投

資——特にグローバル・ソブリン債の購入——もあって軟調な展開となっている。ドル高の背景には、金利要因以外にも、欧州のスタビリティ・パクトの見直しや、EU憲法の批准問題に関する先行き不透明感等からユーロが弱含みに推移していることも影響している。

最後に企業金融面であるが、某大手生保の推計によれば企業の前期のキャッシュ・フローは80兆円規模に上っており、今後も企業収益の好調を反映して増加していくことが予想される。一方、金融機関は引き続き積極的な貸出姿勢を続けているほか、CP・社債発行金利の対国債スプレッドが低水準で推移するなど直接金融を巡る環境も良好である。企業間信用も増加傾向を辿っている。このように企業金融は極めて緩和的な状態が続いている。3月短観で企業の資金繰り判断DIが企業の規模を問わずバブル絶頂期直後の90年初めから92年初めに掛けての水準を回復したことは、そうした状況を端的に表わしている。こうした中、ライブドアによる企業買収の件もあって、大幅な余剰資金を抱える企業や、PBRが1を下回る企業に注目が集まっている。企業にとっては、極めて潤沢な手許資金を、成果主義に基づく社員への還元、設備投資、M&A、銀行借入返済、自社株消却あるいは株主への配当、いずれに戦略的に回していくかが企業金融面での重要な課題となってきた。以上である。

福井議長

次は中原委員、お願いします。

中原委員

前回会合以降のグローバルな経済環境としては、まず比較的高い成長を続ける米国とソフトパッチの日本、停滞する欧州との間で、景気格差が明確になっていることがあると思う。それから原油価格の一段の上昇が、供給制約のもとでの需要の持続的拡大という構造的なものとしての認識がやや強まってきている。さらに米国の先行きのインフレと金利上昇に対する懸念が強まっており、国際的な資金フローにも影響が多少出始めている

というようなことが挙げられるかと思う。

米国景気については、センチメントの面でやや翳りが見られる。総じて拡大のペースは安定的と言えるが市場はかなりナーバスである。ポイントは原油価格の上昇の影響と今後のインフレ動向であると思う。2004年度の原油価格の平均が2003年度に比べて3割強上がっていると言われており、この影響が必ずしもまだ完全に出尽した訳ではない中で、また改めてここで原油価格が上昇している訳であり、購買力の海外流出とインフレ圧力として影響してくるリスクは高まってきたと言える。

雇用面では、時間当たり賃金が上昇し、雇用コスト指数もベネフィットの大幅増加のもとで上昇傾向が出ている。昨日も少し議論があったが、失業率が過去の経験から節目と言われている5%に接近してきたということもインフレという点からは気になるところである。

一方、我が国の景気については、2月の景気諸指標がほぼ出揃ったところだが、川上部門の輸出と生産関連指標がマイナス、機械受注は今週末発表だが工作機械受注などは小幅のマイナスになっている。消費関連指標も色々な要因があるが弱めの数字に転じており、景気が踊り場にあるとの判断を覆すには至っていない。このような弱めの指標については先程も説明があったが、1月、2月を平均すると昨年 の第4四半期の平均を上回っており、また天候要因、自然災害あるいは旧正月の時期や閏年要因等も考えると、緩やかな回復の基調がなお続いているということは、そのとおりかと思う。

注目を集めた3月短観だが、足許の業況感の悪化と強気の投資計画、収益計画のギャップが見られており、昨日も議論があったが、市場での解釈も二つに分かれているようである。もっとも、現実には経営計画が会社の経営目標として第1四半期の半ば頃までに大体設定されるのに対して、DIは短観の実施時点で、まさに原油価格が既往最高の価格をつける中で、素材価格などのコスト転嫁に悩む経営者が、ITの調整が予想以上に長引いているというセンチメントの中で出したものであると思われること、あるいは停滞的な環境の下でDIの回答が「良い」、「悪い」というよりは、

「然程良くない」という中間的な項目を選択する傾向がどうしても出てしまうだろうということを考えると、必ずしもパズリングなものとは言えないと思う。一方で、これまでリストラにより売上げを伸ばさずに収益の拡大を図ってきた結果、財務体力に自信を持ち始めている訳であるが、そのような体質改善もそろそろ限界にきており、今後の厳しいグローバル競争や潤沢なキャッシュ・フローを背景として、改めて資本深化による技術開発や生産性向上、あるいは拡大均衡への指向が企業サイドに出てきたとみることでもあるかもしれない。当面の短観結果に対する判断としては、IT関連産業の調整が緩やかながら最終ステージにあり、製造業のD Iも低下したとは言え水準的にはなお高く、非製造業のD Iの悪化も限定的であるとともに、総じて先行きは改善が見込まれていることなどを考え合わせると、回復基調そのものは失われていないということだと思う。一方で、IT関連に加えてこれまで好調だった素材産業の一部にもかなりのD Iの悪化が見られ始めているし、2005年度の売上計画は慎重であり、収益計画も下期に後ろ倒しの傾向が見られることなどを考慮すると、足許のD Iの悪化を過少評価することも問題があり、注視していきたいと考えている。雇用についても、短観や各種指標から見ると労働力の不足感は拡大してきているが、そのピッチの割には雇用者報酬への波及は明確ではないし、労働のミスマッチの拡大のもとで雇用環境の改善もやや空回りしているという感触がある。パート比率の上昇はある程度歯止めが掛かったが、雇用者報酬の改善も結局は企業収益次第であるという点や川上部門の業況感がやはり今後のポイントである。

市場については為替でやや円安方向の流れが窺えるが、これもまだ定かではない。資本市場を含めて全体としてはレンジ相場の域を脱せない。その中で米国株式が好調な企業収益にもかかわらず頭が重いのが気になるところである。原油高、金利上昇懸念に加えて米国産業のフラッグシップであるGMの不振、あるいは先程福田委員も言っておられたが、エンロン、ワールドコムとは異なる名門企業のA I Gの粉飾スキャンダルなどが影を落とし始めているようである。これらは今後も尾を引く可能性があるだろう。

今後の我が国の景気展開については、原油価格と米国でのインフレ懸念及び米ドル金利の上昇圧力が、一つは米国や途上国の景気の軟化を通じて、また一方では金融資本市場、就中株式市場の動きを通じて本邦景気に与える下方リスクはここへきてやや相対的に高まってきたという感じを持っている次第である。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

先日公表された3月短観の結果を見ると、大企業・製造業では、業況判断D Iは悪化したが、経常利益も設備投資も2004年度に2割以上増益・増加となったうえで、2005年度がプラスの計画になっている。それに加えて前回決定会合以降発表された経済指標について1月と2月を均してみれば、景気回復のメカニズムは基本的に変わっていないと考えられる。

短観については、非製造業や中小企業の設備投資への波及効果にも関心があったが、中小企業、とりわけ非製造業中小企業はかなりの増益を想定している一方で、それが投資増に繋がるというような姿にはなっていない。中小企業の投資は今後も徐々にしか増えないのではと思っている。なお、短観で大企業・製造業の業況判断D Iが大きく悪化した理由は定かではないが、昨年来の調整局面の影響から下期の業績が予想比悪化したことを受け、企業のマインドが弱気化したことや、バブル期並の高い収益を今年度も維持できるという見通しを立てたもののその実現可能性についての自信はあまりない、というようなことがあったのかもしれない。

さて、金融経済月報の「基本的見解」についてだが、今月のポイントは、IT関連分野の在庫調整進捗と雇用・所得環境の着実な改善だと思っている。IT関連分野の在庫が2月に目立って減少していることもあり、在庫循環のグラフからは順調に調整が進捗していることが見て取れる。もっとも出荷については先行き微増との予想が一般的であり、調整後もV字型の

回復は望めそうにない。

一方、足許の雇用・所得環境をみると、企業の新卒採用意欲が高まっているほか、パート比率の上昇テンポの鈍化も目立ってきた。短観の雇用人員判断DIが全規模・全産業で12年半振りに不足超となった。7年振りに一般事務派遣の料金が引き上げられたとの記事もある。こうした中、2004年冬のボーナスに引き続き、この夏のボーナスも前年を上回るという民間シンクタンクの予想等もあり、先行きの雇用・所得環境は、これまで考えていたよりも良くなっているかもしれない。こうしたことを勘案すれば、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う。

この間、海外経済に目を移すと、米国経済については景気拡大が持続し、潜在成長率前後の景気拡大に収斂する見通しであるほか、中国では内外需とも高い伸びを続けており、米国同様、潜在成長率並みの景気拡大が持続する見通しに変化はない。ただし、米国や中国を始め、世界的にデイスインフレの状況を脱し、インフレ方向に舵が切られつつあるように思う。米国では原油価格の高騰を映じたエネルギー価格の上昇や労働市場における賃金の上昇、企業の価格支配力の回復等を背景に、先の米国FOMCの発表文や地区連銀総裁の発言などにもみられるように、インフレ懸念が強まりつつある。また、中国でも物価は緩やかな上昇を続けている。ボトルネックの懸念や凍結されていた公共料金を地方政府が引き上げ始めたこともあって、インフレ圧力は強まりそうである。なお、原油価格についてはドバイ原油も含めて大きく上昇していること、原油先物が昨年と比較して、2年先物以降も高止まりしていること、いつかのグリーンスパン議長の講演にも見られるように先行き供給不足になる懸念があることなどから考えると、原油価格が高止まりする可能性がある。また物価への波及効果はこれまでよりも強くなるかもしれない。今後の原油価格の動きとその物価・経済への影響を注視していきたいと思う。またインフレ懸念の高まりが米国金融政策や内外金融資本市場ないし為替市場に与える影響にも注意が必要だと思っている。

こうした海外における物価上昇圧力の高まりの一方、我が国においては、短観における製造業・大企業の設備投資判断D Iを見ると、過剰超幅の縮小傾向が続いている。雇用人員判断D Iも不足超になったことは先程述べたとおりである。これらはスラックの減少を意味しているとも受け取れる。足許為替が円安方向に振れていることや原油価格の高騰が続いていること、賃金の下げ止まりへの動きなどを勘案すれば、日本においても物価が上昇しやすい環境の方向に動き出しているようにも思われる。この点については、今後とも留意して見ていきたいと思う。

最後に地価の動向についてだが、先月に発表された公示地価を見ると、全体としては、下落幅は縮小しているものの、依然として地価の下落傾向は続いている。ただ、東京の都心5区の地価が15年振りに前年比でプラスに転じたほか、東京都区部都心部のみならず、地方大都市圏の商業地や住宅地に地価の上昇が見られ始めているし、また、J-REITの動向を見ると、足許で再び上昇し始めている。資産選択の一つとして住宅をとらえる見方が海外で広く見受けられる中、我が国景気の回復を眺め、国内勢だけでなく、海外の資金が我が国の不動産投資をより積極化させる可能性も否定できないだけに、今後の地価をはじめとする資産価格の状況にも目配りを忘れないようにしたいと考えている。以上である。

福井議長

次は水野委員からお願いします。

水野委員

まずは景気の全体感について、1月、2月の統計を見ると、先行き踊り場を脱却した後の景気回復は力強さが少し欠けるということで良いと思っている。足許については、1月の反動もあるので2月に出た統計が弱くても、多少そこは勘案しなければいけないというのはそのとおりだと思う。それから短観については色々な方がもう話されているが、今の時点で格差がある事業計画と業況判断D Iのどちらを信じるのかという問題が

あると思うが、加工業種のD Iが前回から9ポイント下がった背景には、素材業種からの値上げ圧力が強い一方で、それを価格転嫁できなくて収益が圧迫される、あるいはリストラで吸収できない可能性等を懸念しているのではないかと考えている。その意味では、まだ加工業種が素材価格の値上げを製品価格に転嫁できる環境にはなっていないと思う。その中で、短観の中で明るいものという雇用判断D Iだと思っているが、雇用判断D Iは1992年以來だが過剰から不足に漸く転じて、6月の見通しも-1に止まっている。特に、非製造業では人手不足感がさらに強まっている方向が出てきているから、雇用情勢については改善してきているという須田委員の意見に賛成である。短観の全体の評価は、中原委員が言われたとおり、なかなか景気の先行きに対して慎重になってしまう企業に聞くと、どうしても「良い」ではなくて「然程良くない」と答えてしまう。その結果、業況判断D Iがなかなか改善していかない。短観は踊り場に弱いのかなというのが最近の見方である。確かに過去の短観を見ると、回復局面において横這うということはあまりなかったもので、今後6月の製造業の見通しが+14と横這っているが、実際にどうなるかはまだ予断を許さない。

それから物価について、去年は恐らく素材はインフレ、賃金と資産と最終財はデフレということで、デフレ色が強かったと思うが、今年に入ってから素材はインフレ、賃金・資産は下げ止まり、最終財はデフレということで、少しずつ物価を取り巻く環境も変わってきていると感じる。特に、原油、鉄鉱石など国際商品市況の上昇が2年目に入ってきているので、この素材インフレが経済、金融市場にどのような影響を与えるかについては予断を持たずに見ていく必要があるというのは皆さんの言うとおりでと思う。

地価についても、特にオフィスビル、工場、倉庫の建設ラッシュが最近見られている。全国レベルでは地価の下落はまだ止まっていないが、一応資産デフレという状況からは脱しつつあると感じる。その背景として、建築着工床面積など非常に強い統計が出てきている訳であり、景気循環という点では中期循環から見て、景気はまだ上り調子であると言える。色々な

分析法はあると思うが 2006 年度末辺りまでは景気が拡大するという執行部の見方を一応サポートするものだとは私は考えている。資産価格について日本銀行からどういうメッセージを出すのかというのは非常に難しいが、まだ資産バブルという状況ではないが、日本銀行として資産価格の動向にも関心を持っているという情報発信は一応しておいても良いのではないかと考えている。

マーケットの状況であるが、イールド・カーブのフラットニング状態がアメリカ、ヨーロッパでも続いているし、日本でも若干ロング・エンドの需要が強く、20 年債利回りが 2% を割ってきている。金融市場全体の環境という意味では、前回の決定会合以降 1 か月間を見ると、アメリカの株価下落の影響を日本株が然程受けていない。それからドルの買戻しにより——あまりこの持続性には強く期待を持っていないが——、一応為替がフェイバーに動いている。いずれも、日本経済にとってはフェイバーに動いているため、金融政策運営を考えるうえでは金融市場動向が自由度を小さくしていることはないという感じがする。

それから量的緩和の解除あるいは金融政策全般に対するマーケットの見方だが、特に債券市場、短期金融マーケットの方に常日頃聞いていると、当預残高目標が理由はともあれ引き下がることはもう織り込んでいているという答えが多い。なぜ織り込んで反応しないかというのと、結局当預残高目標を下げた後にも短期金融市場の安定に配慮するために日銀はある程度ゼロ金利の状況が続けるだろうと予想されており、短期マーケットの回復を待ちながら慎重に金融調節をやっていくなれば、恐らくそれ程大きな影響はないだろう。先日の第二地銀懇談会でもあったように、今は金利の低下を皆さんが警戒している状況であって、貸出金利、運用利回りがこれ以上下がると金融機関にとって却って困る、むしろ長期金利が上がることを待ちわびているというのが今の状況である。我々の金融政策の変更が長期金利の急騰を招くという政府等の懸念というのは、杞憂に終わる可能性が高いのではないかという感じがする。そういう意味でも、また後半の部分でも話すが、そろそろ量的緩和解除のプロセスについてある程度のもう少

し踏み込んだメッセージを出していても良い時期にきている気がする。

それから最後に債券市場の今後の動きだが、今まではポジションを取りに行くという動きだったと思うが、生保だけではなくて金融機関もALMを重視した方向に変わってきている。今日の日経金融にも書いてあるが、銀行もコア預金の残高に見合う中期債までの債券の残高を満期保有しながら積んでいくという動きになってきているので、あまり相場見通しでバタバタするような動きはないのかなと感じる。超長期債に対する生保・年金のニーズは引き続き日本でも強いということが分かっているので、景況感の多少の変化あるいは我々のメッセージによって債券相場が大きく動くというのは多分考えにくい展開ではないかと思う。その中で市場参加者が今興味を持っているのが海外投資家の動向である。実際、財務省のデータなどを見ても海外投資家が2004年度下期は債券相場の押し下げにかなり影響を与えてきたと思う。その他、市場参加者から最近よく聞かれるのは、量的緩和の枠組みをなかなか変更できないことを心配して結構シンパサイズしているという声が多い。もう少し色々な自由な発言をしても良いのではないかということであり、2月28日の福井総裁の発言は大方のプロの投資家から非常に高い評価を得ている。でも一部の人は非常に批判的に捉えたということで残念な結果になったと思うが、「あれ位のメッセージはどんどん出して下さい」というのが債券市場のプロの投資家のメッセージであり、あの程度の対話ができないなら日本のマーケットもアメリカにいつまで経っても追いつけないことになる。どんどん総裁にはああいう発言をして頂ければと思う。以上である。

福井議長

次は植田委員からお願いします。

植田委員

あまり新しい点はないが、ここ数回、加速度原理があまり働いていない景気である、ということが話題になった。加速度原理とは、何か経済に

ショックがあるとそれが増幅されるメカニズムが経済にはあり、それが続いていくとどこかで天井に当たって反転してくるという経済の見方である。そういう観点から見てみると、日本経済にそういう動きが全くなかったという訳ではないと思う。ただ、それよりもこれまで、そして今後も海外でのそうした動きが懸念されるし、日本にとっても重要であるということだと思う。

最初に国内景気であるが、このところ続いてきたハイテク電子部品の調整がある意味でまさにそうである。需要との相対でやや過剰な在庫設備投資を行ってしまった。従って、今調整中であるということかと思う。ただ、日本だけでなくアジア中心にややグローバルな動きであったということであるし、皆さんがおっしゃるように取り敢えず小幅な過剰であったために、これは大体終息しつつあるという見方で今のところは宜しいかと思う。

関連して短観であるが、コンフィデンス指標と設備投資、収益見通しの若干の相関の弱さが見られるということであるが、昨日も少し申し上げたが、昨夜もう一回クロスセクションでデータを見てみると、前回比あるいは前回の予想比、今回のコンフィデンスが悪化したところは、「2004年度下期の収益見通しあるいは設備投資計画、あるいは2005年度の設備投資計画が悪い」ということがかなりはっきり出る。これは全体の時系列をばやっと見ていると目立たない訳であるが、そういう意味では今回のコンフィデンス悪化はあまり無視しないほうが良いと私は思う。なぜ全体で目立たないかというと、今のところ設備投資等のレベルが高い。それから今申し上げた相関がよりはっきり出る「前回の予想対比で今回コンフィデンスが悪化したセクター」という予想比のコンフィデンスの悪化はまだ今回は小幅であったということかと思う。従って、今のような動きも限界的である。ただ今後を見た場合、例えば景気の中弛みがもう少し長引くというようなことになると、思わぬマイナスの波及効果が出るリスクについては留意が必要と思う。

海外であるが、これは皆さんがおっしゃったこととほとんど同じである。

先程申し上げたように、こちらの方がある種加速度原理が働いているような動きになってきている。言うまでもなく、一つは米中を中心とした強い経済成長が資源制約に部分的に突き当たり、原油・商品価格の上昇を招いてきた訳である。これがそのまま景気を冷やすというリスクは依然としてあるし、これが最終物価のインフレに結び付いてある種のハードランディングに向うというリスクも残っている訳である。中国については、この他インフレの可能性に関して、須田委員もちょっと触れられたが、国内での直接的な価格規制があったり、あるいは政策対応も選択的あるいは非市場的な手段が採られるということで、どういうリスクを抱え込んでいるか外からは見えにくい点が要注意だと思う。また、今後ということであれば、インフレだけではなくて、ここ数年の設備投資ブームが生産力化してくる。それに伴ってやや大きな規模で過剰設備が発生してくるというリスクにも注意が必要かと思う。この場合、日本の製造業への影響は無視できないものがある。ただ、当面は高付加価値、低付加価値製品の棲み分けで何とかなっていくという姿ではあると思う。米国は引き続き「双子の赤字」に無理が溜まっている訳であるが、これは今後どう天井に当たりどう是正されていくかという点は、いまだに見えていない。しかし、リスクとして留意が必要だと思う。

もう一つは、皆さんがお触れになったように、ここまで予想以上にインフレ率が安定していた。そのもとで、Fedは少しずつ引締めていると言っても基調的には緩和的な金融政策が続いている。これがバブルかもしれないような色々なスプレッドの低下を発生させている、ということだと思う。これがある種のクレジット・イベントあるいは一段のインフレ率の上昇気配等で崩れてしまうリスク、そして崩れた時のグローバルな金融資本市場、实体经济への影響という点に留意が必要かと思う。実際ここ1か月半程マーケットは若干そういうリスクを意識した方向に動いてきており、足許はやや鎮静化しているかと見ているが、今後も要注意である。ただ、こうしたリスクにヒヤヒヤしながらも海外の政策当局の適切、というか機敏というか難しいところであるが、対応もあって割と長い期間ある種

のナローパスを上手く歩いてきているような気がする。今後も案外これが続いてしまうのかもしれない。そうであるとする、段々と構造調整が進展している日本国内、特にそれは最近の非製造業分野あるいは労働市場の温まり、非製造業分野の底堅さあるいは労働市場の温まり、という形で現われているが、国内でも上向きの速度が徐々に増してきてデフレ脱却への期待が高まっていくということであるかと思う。以上である。

福井議長

春委員から願います。

春委員

それでは申し上げます。前回会合で見た1月の景気指標は好調なものが多かった。それ以降に出た2月の景気指標は春節等の影響を受けた実質輸出をはじめとして鉱工業生産、失業率、百貨店・スーパーの売上、家計調査の消費水準指数、資本財出荷等など、反転、減速するものが目立ったように思う。ただ、これらは2月単月では低迷しているが、1～2月を均すと10～12月との比較ではなだらかながら順調な回復を示している。また、ITの需給調整も電子デバイス部門における在庫減少が継続するなど進捗する方向にある。

海外については、3月の米国雇用者数が11万人増と2月の24万人増から大幅に減速したが、2か月合計すれば30万人を超える増加で失業率の低下や平均時給の増もあり、雇用は改善を続けているとみて良いようである。最近の民間の経済見通しを見ても、2005年の実質成長率は米国で+3%台後半、中国で+8%台半ばと、2004年比若干減速するが堅調なようである。こうした堅調な海外経済を背景に輸出は持ち直しつつあり、国内の生産活動は現状横這い圏内であるが回復基調にある。設備投資や個人消費も緩やかながら回復している。雇用・所得環境についても着実に改善が続いている。景気は引き続き踊り場状況にあるが、緩やかに持続的な回復に向っており、執行部の提案のとおり3月判断の継続が宜しいと思う。

不安材料としてはOPECの増産決議直後の予想外の高騰から既往高値更新を続ける原油価格である。ドバイ原油も一時 50 ドル台に乗せた。基本的には需要増に対応する価格上昇であるが、投機資金がその振れを大きくしており、長期の先物価格も上昇している。この原油価格が米国にインフレ要因、デフレ要因どのように出てくるのかよく分からないが、米国や中国経済への悪影響が続いた波及効果に加えて、その他の素原材料価格の高騰が国内の企業収益に及ぼす影響が懸念される。

この他注目したい点としては、金融市場で3月中旬以降まだ2週間位だが、海外投資家の日本株に対する投資が減速している反面、個人の株買いが増加していること、それから全体的なドル高によって円安が進んでいること、この二つが挙げられる。

以下、三点手短にコメントさせて顶きたい。

まず第一は3月短観であるが、売上高利益率などが既往ピークに並んだり改善を続けている中で、製造業の大企業や中小企業にとって業況判断DIが大きく落ち込んだことは、やはり謎の一つであろうかと思う。これは原油や素原材料価格の高騰やIT調整により、これまでの利益率拡大ペース継続への不安からIT関連産業も含めてやや慎重サイドに重心を移した回答者がこれまでの「良い」から「然程良くない」に移ったということではないかと思う。ただ、非製造業は大企業・中小企業とも前回比横這いの推移で市場予想の範囲内で止まっており、全体としてマインド面での継続的な悪化に繋がるものと考えなくても良いのではないかと思う。

二点目は公示地価であるが、全国全用途平均では-5%ということで14年連続の下落であるが、住宅地、商業地とも下落幅は縮小しており、時々直接話を聞いている不動産アナリストが地価の底を打つのは2006年か2007年と見ているが、それに沿った動きではないかと思う。その中で、東京都心5区の全用途平均が+0.8%と15年振りにプラスに転じたほか、名古屋、大阪でも上昇地点が増加しているなど二極分化が進んでいる。また、3月短観での2004年度の土地投資は2003年度比ではまだマイナスだが、12月短観での大幅上方修正に続いて再び2割近い上方修正と堅調で

あるし、また建築着工床面積も高い伸びを見せている。REIT、不動産ファンドへの資金の流入もあって土地取引はかなり活発化しつつあるのではないかと思う。バブル再燃の心配はまだ早いと思うが、投資や消費への波及も含めて関心をもって見て行きたいと思う。

最後に家計所得について少し申し上げたいと思う。日経新聞の調査によると、3月決算の上場企業約1,800社の約1/3が2004年度増配または復配して配当金総額は17%増加して、初の3兆円超過とされている。今朝の読売新聞だと2割増加で4兆円と書いてあった。何れにしてもそういう見方だと思う。内閣府のSNA統計によると、企業部門の支払配当は2003年度で8兆円を超えて、このうち家計部門の受取り配当が約4割の3.4兆円とされている。仮にこの家計部門全体の2004年分受取り配当が17%とか20%増加するとすれば家計部門の配当収入は6千億円とか7千億円増加することになる。また、昨年10~12月以降前年比1%弱の増加となっている毎勤統計の雇用者所得、これは2004年暦年で171兆円とされているが、これが仮に2005年度若干控えめに見て前年比+0.5%位上昇すればこれも8千億円を超える収入増となる。こうした収入増は2005年度の税制改正による個人所得課税の増加額や家計の社会保障負担の増加額を十分相殺する計算となる。M&Aが活発化する中で、企業のフリー・キャッシュ・フロー増加を背景に自社株買いとか最近では提携先との株式持合いといった動きもあるが、企業からの配当が厚めになってくるということも加わって企業収益から家計への波及メカニズムが働きつつあることを示しているように思う。私からは以上である。

福井議長

武藤副総裁から願います。

武藤副総裁

今回の情勢判断のポイントは、短観を含めて前回会合以降に公表された指標を踏まえたうえで、我が国の景気が今後踊り場局面を脱却していく蓋

然性あるいはその時期についてどのように評価するかという点であるかと思う。まず前提となる海外経済の動向を見ると、米国及び中国を中心に拡大が続いている。米国では原油価格の動向を含め、幾分インフレ方向への動きが気になり始めているように見受けられる。米国経済は好調な家計支出と設備投資に支えられて拡大を続けており、雇用面も着実に改善している。先行きについても、潜在成長率程度の成長を続ける可能性が高いとみられる。もっとも長期間に亘る景気拡大に伴って需給環境が改善していることに加え、原油価格上昇の影響もあって、生産者物価、消費者物価ともにこのところ前年比伸び率がジワジワと上昇してきており、インフレ期待も幾分高まっているようである。こうしたもとで、金融資本市場でもFOMCの声明文を受けて利上げペースが加速するのではないかという思惑が広がったことから、長期金利が上昇しており株価は弱含んでいる。為替相場もドル高方向に振れている。このような米国市場の動きが直ちに国際金融資本市場の不安定要因となる可能性は今のところ小さいと思われるが、今後の動向は注意して見て行く必要があるかと思う。

我が国経済についてであるが、まず輸出・生産を見ると2月は弱めの数字となったが、中国の春節の影響が上手く季節調整されていない可能性があって、輸出・生産とも1~2月を均してみれば10~12月の対比で持ち直しているという評価で良いと思う。また、東アジア向けIT関連財の輸出に持ち直しの動きが見られることや、電子部品・デバイスの生産が下げ止まりつつある一方で、これらの在庫の前年比が着実に低下していることは、IT関連の調整が進捗していることを示すものであると考える。

先週公表された短観の結果を見ると、企業の業況感にやや慎重さが窺われる。これは景気がIT関連分野の調整を背景に、踊り場局面にあることを素直に反映したものと言えらると思う。もっとも企業収益は2004年度は業種、企業規模を問わず二桁の大幅増益となったほか、2005年度も増益基調を維持している。設備投資についても2004年度計画が前回調査並みに維持されたほか、2005年度計画もこの時期としてはまずまずのスタートということである。全体としてDIと事業計画の乖離が大きいように感

じられるが、いずれにしても情勢判断の大きな修正を必要とするものではないと思う。なお、やや長い目で見ると、IT関連財の調整が一巡し、景気が踊り場局面を脱却した後の回復力の強さをどうみるかというのがポイントである。この点、重要な判断材料となるのは企業のコミットメントの強さであるかと思う。短観の設備投資計画は比較的しっかりとしているが、キャッシュ・フローとの関係では依然として抑制されたものとなっているとみられ、企業のコミットメントが急に強まるということは想定しがたいと思われる。何れにしても次回会合の展望レポートの取り纏めに向けて、この点はしっかり議論していきたいと思う。

次に雇用所得環境であるが、雇用面の改善傾向は続いている。短観の雇用人員DIが全産業、全規模ベースで極く小幅であるが1992年以来の不足超に転じた。また、毎勤統計で見ると、このところ正社員の前年比がプラスに転じている一方、パート労働者の前年比プラス幅は縮小しており、パート比率の上昇に歯止めが掛かってきている。こうしたもとで雇用者所得は下げ止まりが明確になってきている。先行きについても雇用の非正規化の流れが鈍化する中で、雇用者所得は緩やかに増加していく可能性が高いと考えられる。このような雇用・所得環境のもとで個人消費は底堅く推移しており、先行き緩やかに回復していくと予想されるのではないかと思う。以上纏めると、IT関連分野での調整が進捗していること、企業収益や設備投資が堅調に推移していること、雇用・所得環境の改善が進んでいることなどからみて、我が国の景気が遠からず踊り場局面を脱して、持続性のある成長軌道に移行していく蓋然性は一段と高まっているという評価になるのかと思う。

次に物価動向であるが、コアの消費者物価の前年比は規制緩和等による電気・電話料金引き下げの影響もあって、引き続き小幅のマイナスで推移している。当面はこうした特殊要因の寄与が続くために、消費者物価指数の前年比は小幅のマイナスで推移すると見込まれる。もっとも特殊要因を除いたベースで見ると、前年比のマイナス幅は傾向としては縮小方向にあって、こうした基調的な物価動向についても引き続き丁寧に見ていく必

要があるかと考える。

最後に金融市場の動向をみると、4月1日からペイオフが全面解禁されたが、期末日を含めその前後を通じて短期金融市場は落ち着いて推移しているほか、業態間の預金シフトなどの動きも特に生じていない。もっともペイオフ全面解禁後、まだ数日しか経っていないことを考えると、この先影響が出てくる可能性もないとも言えないので、金融市場や預金者の動向については引き続き注意して見ていく必要があると考える。以上である。

福井議長

最後になった、岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

それでは三点程申し上げる。一つはIT部門の調整とそれから短観の見方についてのコメント。二番目はもう少し中期的な資本ストック調整の姿。三点目は物価ということで申し上げます。

最初にIT部門の調整だが、恐らくシリコンサイクルは6月位に底になるのではないかと思います。内容的には少しずつズレがあって、既に底を打ったと思われるメモリー系、恐らくもう少し、もしかすると夏よりズレ込むロジック系やシステムのLSI、といったように差があるが、総じて見れば6月位に底打ちすると在庫循環の方からも恐らく言えるのではないかと考えている。ただ、幾らか不透明な部分があって、一つはパソコンである。パソコンの出荷台数を見ると国内で2004年、第4四半期がピークになっており、その後の伸びもあまり大きい伸びではない。それから北米の半導体装置のBBレシオが下落しているということ。それから国内では、前工程、後工程と前に申し上げたが、後工程用の装置のBBレシオの調整は昨年中に相当進んだが、前工程の方は1を割り込んでおり、むしろ遅れて調整しているという姿が現われている。販売額で言うと前工程の方が6、7倍大きいということで、こちらの方がドミネイトしているのだと思う。それからIT関連のソフトウェアの方も、どうも短観のソフトウェア投資

も事前に私が予想していたよりも不振だ。ただ金融機関の方は、10%程度の伸びということになっている。金融機関の電子計算機が11月の機械受注をかなり押し上げたという報告があり、これも資本財の出荷に1~2か月ラグをおいて表われていると思うが、しかしこれは恐らく持続性があるとは思われないと考えている。それからソフトウェア全般について言うと、どうもプログラムをコンポーネント化して再利用し、新たに大きなシステムを作らないというやり方、これをサービス・オリエンテッド・アーキテクチャーという名前で呼ぶ方もいるようだが、この方がどうも主流になりつつある。そういうことでソフトウェアの方の伸びはやや弱いと思う。ということで、全体としてはIT部門の調整というのは進んでいると思うが、その後の回復力というのは、やはり十分強いものかどうかということについては疑念が残るのではないかと思う。短観の業況判断DIについて、例えば鉱工業生産と比べてもあるいはその業務計画と比べても、どうしてこれ程差があるのか。これはひとつのパズルに近いと私も思うが、強いてその原因を探てみると二つ程あると思っている。一つは輸出の減速、これは金額で見てもそうだし数量で見るともっとこれは明瞭である。数量で果して見ているかどうかという議論はあって、付加価値で勿論判断しているはずだという見方もあろう。ただ、何台売れたという台数で見ているところもないとは言えない。ということで、輸出はやはり夏以降の減速がまだ続いている。これは世界の輸出受注全体を見ても実はそうである。伸びが弱くなっている。今回の短観では大企業の製造業が2005年度に0.9%の増加しか見込んでいない。これは輸出の金額が二桁伸びていたのと比べると、やはり相当慎重に見ていると思う。そういうことが作用した可能性があると思っている。もう一つは水野委員も触れられていたが、普通は鉱工業生産とDIはかなり連動性が良いのだが、今回はそれがかなり外れているということだと思う。それは結局は価格が大きく動いていることが要因でないかと思う。つまりIT関連では産出価格が下がり続けており、なかなか簡単には下げ止まらない。それから素材関係では原材料の価格上昇があって、それが転嫁できないで収益を圧迫するという状況があり、全体と

して見ると企業の価格支配力というのが、例えばアメリカと比べると日本の場合には要するに十分ないということが、基本的に弱気にさせている一つの要因ではないかというふうに思っている。以上が短観とITについてである。

二番目の 이슈は、少し長い目を見た時に本当に本格的な回復軌道に乗るのかどうかという点である。これは強気の民間でも両方に分かれていて2006年度からむしろ本当の改革が始まると考えている野村総研のような所もあるし、反対に日経センターは2006年度はもうゼロ成長だという見解を採っている。これは両極端に分かれていてゼロかあるいは本当に強い2%以上の回復軌道に乗るのか、振れが非常に大きい状況だと私は思っている。私の判断ではそのコアの部分はやはり設備投資のところがどの位長持ちするのか、それが本格的になるのかどうかというのが、大きく分かれるところだと思う。資本ストック循環は、期待成長率、除却率、それから加速度原理と言っても良いしあるいは限界資本係数と言っても同じだと思うが、その三つの要因で決まってくると思う。期待成長率が高まれば勿論資本ストックの循環のサイクルを、円を右横の方にどんどん広げてしまう。除却率がもし上がっていればこれは縦の方へ広げるということで、循環がより大きくなる訳である。企業アンケート調査等での今の足許の期待成長率が1%強ということで、私のずっと主張している1.2%位の潜在成長率と整合的な姿になっているのではないかと思っている。これは直ぐには変わらないと考えると、あとは除却率の方はどうかということだが、除却率の方は2004年度末に私はSNAのデータを見る限り5.8%かそこからどうもピークアウトしているのではないかと思う。その後、私は4%というのがもう少しノーマルな状況だと思っているので、そこにむしろ低下していくと考える方が自然ではないかと思う。そうすると少し縦の方向に押し潰すという力が働くということになる。資本ストック循環から言うと設備投資の持続性がむしろ弱くなる方向に働くということかと思う。それからもう一つは限界資本係数がどうなるのかということだが、有形資産の回転率というのが改善していることがあるとすると、もう少し低下する可

能性があると思っている。野村総合研究所の方ではさらに限界資本係数がさらに高まって、その結果、設備投資がもっと増えるのだとみているが、そこは必ずしもそうではないのではないかとと思っている。

以上三つの要因を総合的に考えると 2006 年度は非常に微妙な年かと思う。上手く持続が続いて、いざなぎ景気越えになるのか。私は平成バブル位が良いところかというふうにも思っているのだが、そうすると 4 年間 $+ \alpha$ ということになる。その辺のところは今非常に見えにくいところかと思っている。この見届けがいつ頃できるのかというのはなかなか難しいところなのだと思う。ただもう一つプラスの要素は建設循環というのがある。人によっては今 1900 年以降 5 回目の上昇期に入っているのではないかという議論がある。ボトムになったのが 1914 年、1931 年、1962 年、1983 年、その先は今 2002 年がボトムではないかと。2003 年以降は上昇期ではないかという議論がある。土地の価格というのは次第に正常化の方向に今向っているので、大きく言うと 2002 年がボトムだというのは間違いないかもしれないが、建設投資が本格的に回復する時期とその 2006 年のところがどのように組み合わされるのか、このところも上手く行けばちょうど繋がっていく。2006 年度も拡大してハッピーハッピーということになるのだが、そこがちょっとまだ見えないところではないかと思っている。これが二番目である。

三番目は消費者物価である。消費者物価の方は私はやはり GDP ギャップの縮小幅というのが基本的に大きな決定要因だと考えてきて、ずっとそのことを主張してきている。それで今回、2002 年をボトムとして、コアの CPI の方も少しずつデフレ幅を縮小してきたのだが、ここへきて景気が中休みをしてしまったのでその影響が今も私は出ていると思っている。その意味ではこの先の回復力が果たして潜在成長率をどの位持続的に上回り続けるのかということが極めて重要で、そこが実は回復の中だるみ、足許で言うと IT 調整ということと短観の業況判断が少し下振れしているということはどう評価するのか。その後の回復力が十分強いものなのか。それからその回復が本当に持続していけるものなのかどうかというところ

ろに少し不透明性がある状況かと思っている。私はデフレ克服のために今の量的緩和政策というのを採っているのですが、その見通しがない時にあまり先走りをするということについては基本的に反対である。水野委員の方からもう少し長期金利を上げて欲しいというマーケットの声があるというお話があったが、ただこの長期金利が安定しているということは企業部門にとっては物凄いメリットであり、150 何兆のうちの大部分は企業の方へ向いていて、企業部門のリストラとそれからある意味で設備投資も下支えして景気も下支えするという、そういう構造にもなっているのです、そのところの見極めが極めて肝要な時期ではないかと考えている。以上である。

福井議長

皆様のご意見、拝聴した。前回の会合との間にインターバルがあまり長くなかった訳であるが、前回の会合は1月の比較的強めのデータが揃ったところでの会合であったし、2月の指標は1月と比べるとやや弱めの数字ということが前提の議論となった。短観については、業況判断と中身とに若干のスプリットがあるというような複雑形ということで議論が進められた訳であるが、やはり依然としてポイントは、「今はなお踊り場局面にある。これが徐々に脱していく兆候も見られる」というのが前回の整理だったと思うが、この判断に変化がないかどうかということがショートランには重要なポイントになると思う。皆様のご意見を伺っていると、このポイントを判断する大きな背景として、まず海外の経済では米国、中国を中心に引き続き拡大が続いている、この評価は変わっていないということだが、この間、原油価格等の素原材料価格の一段高というふうなことで、グローバル・エコノミーはインフレになりにくい体質ということであっても、アメリカなどを先頭にじわりインフレ・リスクは高まっているのではないかというのが前回以降の一つの変化である。

もう一つはITの調整。これはずっと注目してきたが、この面では少し調整の進捗が見られる。ほぼ想定通り調整の進捗が見られるという感じで

あったと思う。そうした大きな背景のもとで日本経済を眺めて見ると、踊り場脱却という点からいくと、海外経済はインフレ・リスクがほの見えるとは言え、引き続き米国、中国を中心に拡大が続いているということは、踊り場脱却に対してはサポータティブな要因かと思う。加えて国内的に短観の業況判断の後退は十分注目していかなければならない要因ではあるが、その中身として企業収益、投資の動向は今のところしっかりしているということが確認されたこと、加えて雇用及び所得環境が引き続きゆっくり好転している。特に所得環境の状況がより確かに良い方向に向っているということが、踊り場脱却を支持する要因として改めて確認できるというご認識であったと思う。

物価の面ではあまり大きな変化はないが、先程の世界的な原油、素原材料高を受けて、やはり国内企業物価はこれから上向きの方で改めて反応してくるということであった。C P Iについては国内の経済が踊り場を続けている。今後の成長率がどうなるかはまだ不透明だが、今のところ需給ギャップの縮小が少し停滞気味ということもあって、C P Iの状況には大きな変化はないというご判断だったと思う。なお、別途資産価格、就中、土地の値段については、若干動意が見られる。最近の公示地価を見ると3大都市圏の住宅地、商業地ともに下落幅の縮小がはっきりしている。東京都区部住宅地の前年比は17年振りにプラスというようなことであるので、地価に動意が窺えるようになったということは、今後時間軸を延ばして考えた場合に、要注意項目という指摘があったと思う。

市場の方はあまり大きな変化はないということだが、為替市場の方は米国とその他地域、特に欧州、日本との間の成長力格差あるいは金利動向の観測の相違ということを反映して、このところ少し米ドル高、ユーロ円安の方向に市場が少し皺を寄せる状況という指摘があった。

別に纏めた訳ではないが皆さんのおっしゃったことを大まかに言えばそんなふうなことかと思う。短観の読み方、業況判断と中身とのギャップのような話について植田委員と岩田副総裁からそれぞれ新しいコメントがあった。これは早川調査統計局長に発言の機会を与えないのはフェアで

はないと思うので、もし何かあったらどうぞ。

早川調査統計局長

正直言って他の項目であれば良かったのだが。これは本当にずっと困っている。先程、植田委員が言われた確かにひげの部分に関しては比較的明確だと思う。要するに12月時点での3月見通しと足許との対比というのは、実は僅か1ポイントの悪化。しかし1ポイントではあるが、初めてのひげ対比悪化だった訳である。これは主に電気機械の部分で起きていて、この部分に関しては収益とかについても意外に小さかったのではあるが若干下方修正が起きているので、これは間違いなくそうだと。あと実は細かく言うと、それ以外に素材業種の一部で少し弱いところがあった。私の記憶だと例えば木材・木製品とか紙・パルプとかそういう類だったと思う。昨日も在庫循環のところで、例えば一部建設財とかそういうところで本当は多分実力的にも悪いところがあるのだと申し上げたのがあって、その辺が少し現われているということだと思う。ただ、それにしても、やはり従来の経験則から見ると、悪化の幅が大きい。

それから、岩田副総裁、水野委員からのお話だが、もう少し前提条件を詳しく説明する。我々の従来の常識というのは、概ね業況判断D I、とりわけ大企業・製造業は1期前の売上高経常利益率と相関が強い。1期前というのは3月時点で見ると、実際数字が締まっているのは10～12月であって、1～3月の収益はまだ出てないので基本的には1期前である。しかも、特に製造業の場合だと、売上高経常利益率の短期的な振れはほとんど数量によって、すなわち鉱工業生産によって規定されるということである。従って、過去の経験則というのは、D Iは1期前の生産に関連するということである。そういう意味で言えば、実は今回12月と3月が悪化になったというのは、生産指数が7～9月と10～12月に微減であったということとの関係ではおかしくはない。ただ、唯一幅の大きさである。元々、私達の頭にあったのは今回2ポイントとか3ポイント悪化ではないかと。実は市場では若干改善と言われていたが私達の常識で考えるとそれ位の悪化

であればあるかなという感じで見ていたが、少し大きくて生産指数 0. 幾つ。勿論皆さんがおっしゃっている交易条件が効いていて、利益率がもう少し大きく下がっているのであればそれもおかしくもないのだが、それにしてはその収益はほとんど下方修正が見られなかった。やはり、困っているのである。なかなか過去の経験則とはぴったりいかない。そうすると先日来お話があったように、ある種の財務屋的な計算でないところ、経営者のいわば心理、不確実性、そういうものを考慮しないと上手く説明できないという印象を持っている。以上である。

岩田副総裁

一点補足して宜しいか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

私はもう一つやはり在庫の動きが関連していると思う。先程、早川調査統計局長からも話があったが、在庫の水準自体はまだ歴史的には低いが、在庫率が今指数で言うと 100 位になって、これはちょうど 2000 年の春位の水準である。このところちょっとピックアップしている。中身を見ると、これは今早川調査統計局長から話があったような素材関係、紙・パとかである。素材関連は短観で見ても弱いが、実は短観と生産関連の指数で少し違うのが一つあって、それは一般機械工業である。これは実は生産が物凄く伸びているのだが、在庫も同時に増えている。それで在庫循環の図を見ると、建設財と資本財の両方で 45 度線の方へ近付く動きが出ている。言葉を換えて言うと、これまでは IT 業種が在庫調整で大変だと言っていたが、もしかしたら非 IT の部門に在庫調整の問題が潜在的に発生している。これは勿論先行き如何ということで、売上げがどれ位伸びるか、出荷がどれ位伸びるかということとも関連があるが、ちょっと在庫が増えているの

で、これも後の回復力に恐らく関係してくる問題ではないかと思っている。

福井議長

他にどうぞ。

福間委員

機械分野での在庫増加が全て鉄のためと言う訳ではないが、鉄を早めに出当てしないと製品の注文をこなせないという機械メーカーの不安が影響している。ご承知のように、このところまた鋼板の価格が上昇しており、鉄鋼業界の人達に「一つ山を越えたのではないか」と聞くと、「玉繰りが益々大変だ」と言っている。それに応じて鉄を使用する産業でも「前傾姿勢で出当てしている。そうしないと生産計画をこなせない」と言っている。先程私はインフレ・トレンド、インフレ的な産業に属している企業とデフレ産業の企業の二つあると言ったが、機械は前者の典型である。鉄、非鉄、そういう素材の値段が上がる度に機械の値段も上がっている。先程おっしゃっていた建設用鋼材については、これは生産調整をやっているから増やそうと思えば増やせる。ところが、一般の母材と言われる鋼板類はこれは全くと言って良い程ない。中国などから輸入しているが、直ぐに売れてしまう。そういうことで昨日も新高値を付けていた。やはり輸入物でも鋼板類の出当ては大変だということで、私は最近の機械類の在庫増加は企業行動として当然の動きだと思う。私はそういう形で理解している。

福井議長

原料高、製品安のリスクというのは、油とか素原材料の価格上昇がやや短期的なものでないということを織り込むと、企業はやはりこれからの収益への懸念材料としてかなり重く見てきているということか。

福間委員

昨日、IMFだったか、あるいはグリーンスパン議長も同じようなこと

を言っていたが、リファイナーの不足の問題もある。原油はあるのだが、ガソリンが足りないと。この現象を言っていたが、非鉄にしても鉄にしても全くそうである。原料はある。その値段も勿論上がっているが、加えてそれを製品化するキャパシティがない。この辺は今一番頭が痛いだろうと思う。

福井議長

岩田副総裁から問題提起のあった少しロングランな話は、主としてこの次の展望レポートの時に良く議論させて頂きたいと思う。

岩田副総裁

私もそういうつもりがあって、やはり2年位の長さでもって判断しないと政策自体も金融政策というのは相当ラグもあるし、見通しをもったうえで考えていくべきではないかと思う。

福井議長

情勢についての判断で他に追加的に委員方からご意見はないか。宜しいか。それではこの辺で一回コーヒブレイクをとらせて頂く。

(10時26分中断、10時36分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

それでは続いて会議を再開したいと思う。では金融政策の運営について改めて各委員からご発言を頂きたいと思う。先程と同じ順番で、まず福間委員から願います。

福間委員

私自身、予てより金融政策運営上の重要な節目と捉え、かつ本席でもそ

のように申し上げてきたペイオフ全面解禁が極めて平静な中で予定通り実施に移された。今次会合では、そのペイオフ全面解禁後最初の会合に当たるので、まずは私がこれまで申し上げてきたペイオフ全面解禁後の金融政策運営についての考え方を改めて整理させて頂き、そのうえで現状評価と当面の金融調節方針について述べることにしたいと思う。

まず、ペイオフ全面解禁後の金融政策運営について、これまで私が述べてきた考え方を整理すると、二点ある。第一は、当預残高という量の拡大は、大手行の大規模なシステムダウンや不良債権問題の深刻化等を背景に銀行の流動性リスクに対する不安感が高まったことに対処するため、「金融市場の安定確保」を直接の理由としての緊急避難的措置であった。このため、ペイオフ全面解禁が実施され金融システムの安定化が確認されれば、市場との対話を通じて当預残高目標値の減額を図り、長い目で見た金融政策の正常化に対する本行のスタンスを明確にする必要があることである。ただ、長きに亘る低金利政策の下で、円投してキャリートレードされている資金等が積み上がっていることから、目標値の減額は、市場実勢に合わせながら慎重にゆっくりと行い、金融政策の予測可能性を高めていく必要がある。第二は、量的緩和政策の枠組み自体は引き続き3条件が満たされるまで堅持し、デフレからの脱却を目指すことである。その理由は、量的緩和政策の下で維持されてきたゼロ金利と時間軸効果は、企業のリストラや銀行の不良債権処理を下支えすることで経済主体の活性化に寄与し、ひいてはマクロの需給ギャップの縮小を通じてコア消費者物価の下落率縮小に寄与してきたと考えられるからである。本行としては、こうしたスタンスを対外的に繰り返し粘り強く説明していくことにより、当預残高目標値の減額が3条件を無視した形での量的緩和政策の解除、いわゆる「出口」を意味するものではない、との理解を深めていく必要がある。

翻って、銀行の流動性調達を取り巻く現在の環境を見ると、銀行の格付けの向上と株価の安定を背景に、市場参加者のカウンターパーティー・リスクに対する警戒感は薄らいでおり、そうした状況を反映して、コール取引が増加傾向を辿っているほか、外銀の邦銀に対するクレジット・ライン

が拡大され、ジャパン・プレミアムもほぼ消滅している。また、個人の資金動向を見ると、個人向け国債に加え、投信等のリスク限定的な金融商品や一部には株式等のリスク商品を買越すなど積極的にリスクテイクする、いわゆる貯蓄から投資への動きが見られている。ただ、銀行預金については、ペイオフ部分解禁当時のような大きな変動は見られない。このような中で、銀行の流動性リスクは大幅に低下しており、金融を巡る環境は緊急時から平時に移行している。ペイオフ全面解禁がいよいよ実施に移されたのも、そうした金融システムの健全化・安定化が確認されたためであり、その意味で、私はペイオフ全面解禁を厳粛に受止めているものである。

このため、今次会合では、量的緩和政策の枠組みを堅持してデフレからの脱却を図るという従来のスタンスは不変としつつ、当預残高については、これを減額することが適当と考えている。金融環境が平時に移行した後も巨額の目標値を死守するために 1 年近いオペや即日オペ等を行うなど緊急避難的措置を継続すれば、市場の自律性回復の動きが妨げられると思っている。こうした対応は、ペイオフ全面解禁後の「市場規律の尊重」と「自己責任原則の確立」という理念に相反するものであり、目標値の維持が自己目的化したと言わざるを得ない。また、巨額の目標値を据え置けば、将来的には金融規律は低下し、中央銀行に対する信認が低下するリスクも考えられる。前半のパートで述べたように、原油等の原料や鉄鋼等の素材のボトルネック・インフレが、今後暫く続く可能性が高い状況を踏まえると、目標値の据置きは長期的にみたインフレ・リスクに繋がる要因ともなりかねない。巨額の公的債務を抱える我が国において財政再建を進めるためには、持続的な歳入増加をもたらすように経済が持続的に成長するとともに、財政再建コストを最小化させるために、できるだけ金利が低水準で安定的に推移することが必要である。このうち金利を低水準で安定させる目的のためには、物価の安定、すなわちデフレからの脱却を図る一方、将来的にはインフレ期待を管理することが不可欠となってくる。その意味で、政府も中央銀行も目指すべき方向性に何ら相違はないと考えている。先月 23 日、参議院予算委員会で小泉首相が「今はデフレから脱却しなければなら

ないと盛んに言われるが、脱却した時には長期金利がどうなるのか、インフレを心配し出すと思う」と発言されたが、金融政策面でも、いずれ遠近感をもって両睨みの微妙な舵取りを行わなければならない段階に入ることが展望される。

最後に当面の具体的な金融調節方針であるが、当預残高目標値を現行の「30～35 兆円程度」から「27～32 兆円程度」に引き下げるとともに、「なお書き」については、統計上は先程から議論があったように、景気が完全に踊り場を脱し切れていない現状にも配慮して、これを存続させることを提案したいと思う。この「27～32 兆円程度」という数字の趣旨であるが、その第一は、市場実勢に沿った水準と考えられることである。緊急避難的措置として行ってきた期間 6 か月超の資金供給オペおよび即日実施のオペを、仮に 2 月の MPM 以降行わなかったと仮定した場合の、いわば最近の自然体での当預残高を試算したところ「26～30 兆円程度」となった。従って、上限、下限いずれもそれより幾分高めの「27～32 兆円程度」にすれば、市場にサプライズを与えることなく、かつ、市場の自律性回復の動きを過度に抑制することなく潤沢な資金供給を継続していくことが可能と考える。第二は、目標値の減額は慎重にゆっくりと進められるとの印象を市場に与え、同時に金融政策の予測可能性を高めるため、直前の目標値であった「27 兆～32 兆円程度」に 1 ノッチ、シフトすることが適当と考えられる。昨年の 1 月以来、1 年 3 か月もの長きに亘り「30～35 兆円」という巨額の当預残高を忍耐を持って維持してきたが、そのうえでの 3 兆円の目標値減額は極く小幅な修正と言えるが、ペイオフ全面解禁が実施された今、本行としてはまずは金融政策の正常化に向けた第一歩を踏み出すことが重要と考えている。以上である。

福井議長

続いて、中原委員から願います。

中原委員

市場は幾つかのリスク要因を内包しつつも安定的と言えるし、ペイオフ全面解禁後も問題なく推移している模様である。引き続き現在の当座目標維持ということで宜しいと思う。

次回会合が 2005 年度経済についての展望レポートを出す時期となるが、これについて二点申し上げ、私としては今後の議論のテーマとして考えていきたいと思っている。まず第一は、前回 10 月のレポート作成時にも申し上げたのだが、実体経済に照らして量的緩和の出口時期に関わるタイム・ホライズンがどのような状態であるにせよ、出口のプロセスについてある程度の基本的な考え方とイメージを持つておくことが必要だということである。時間軸コミットメントの条件が満足された後、次の政策レジームがどのようなものであるべきか、その新しいレジームのもとでどのような基本的な考え方で所要準備まで当座預金を減少させていくのか、といったプロセスについての基本スタンスについて共通のイメージを我々が持ち、それを市場と共有していく努力を続けるべきではないかと考えている。現在、市場では 2005 年度中における 3 条件の成立はやや危ういのではないかと考えられているようだが、このように期待が安定している時期にこそデフレ脱却まで量的緩和を根気良く続けるという意味を市場に対して説明するとともに、量的緩和出口のプロセスのイメージを市場と共有していくような努力を進めることが必要だと思っており、展望レポートはその絶好の機会であると考えている。

第二点は、今回、企画局で非公式ながら透明性向上のために 2006 年度の展望も併せて 2 年間の大勢見通しを出すことにつき、検討が行われていることについてである。本件については後程改めて議論が行われると思うが、私としては一般論として 2 年度程度の大勢見通しが必要となる時代が当然くるとは思うが、現在においては、今から申し上げるような理由でリラクタントであることを申し上げておきたい。

第一は、現在の政策継続という条件のもとで、あくまで客観的な予測と

して出した経済指標の数字であっても、それが現在の時点から時間距離がより離れたものであればある程、数字が一人歩きして目標化する懸念があると思われることである。政策選択余地が極めて限られている中、金融政策に過度の期待が掛けられている傾向があり、数字が目標化するリスクは高い。勿論、最終目標ではなく、その達成に向けての過程における通過時点の数字という説明も可能であるが、いずれにせよ、政策効果のタイムラグをどのように見るかにもよるが、2年後の予測数字は、単なる予測か目標性を持つものかという面での概念は曖昧なものになりがちだろう。

第二に、現在は極めて異例な金融政策のもとにあって、市場の関心が日銀のCPIの予測数字に過度に集中する傾向がある。このような中で、2005年度、2006年度の2つの数字を出すことは徒らに市場の議論を複雑にし、透明性の向上というよりはノイズになる懸念があると思っている。

第三に、統計上の技術的な問題や多くの不確定要因があまりにも強いということである。現在、統計上の技術的な問題からGDP統計についての信頼性、安定性は必ずしも十分には認識されていない。また、CPIについても2006年度中での基準年次改訂が予定されている。さらに政治も含めて税制や年金等あまりにも不透明な要因が多い現時点において、敢えて将来に亘って日銀のコミュニケーション・ポリシーの根幹となる展望レポートの予測対象期間を拡大することについてはやや危うさを覚えざるを得ない。勿論、不透明要因は予測にはつきものであるが、現在はあまりにもその要因が大きく、予測には多くの前提条件を置かざるを得ない。手法としてはむしろ、展望レポートの中で「デフレ解消に向けたメカニズムが働き続けている」という認識を丁寧に説明していくことで十分ではないかと考えている。

第四は、今回2006年度の大勢見通しを数字で出すことの具体的なメリットを考えにくいということである。具体的に2006年度のCPI見通しを出した場合、それがデフレ脱却を予想させるものになる場合には、確度の低い情報で徒らに市場に影響を与えかねない。また、僅かなプラスのCPIであれば、通常の金融政策の効果のタイムラグを超える時間を掛け

ながらデフレ脱却ができないのであれば、なぜここで追加緩和をしないのかとの議論を誘発するリスクもあると思う。勿論、2005 年度についても同様の議論は可能なはずであるが、タイムスパンの短い分だけ現実の政策と整合的に説明することは可能であろうかと思う。このような 2 年度に亘る数値的な予測を出す手法の実施のタイミングの問題は別として、市場との対話のツールとして——これは F e d が言っていることだが——2 年度に亘る予測について内部検討を開始することは必要であろう。また、場合によっては 2006 年度の数字のみ E C B や B O E が行っている如く、調査統計局のスタッフ・レポートとして公表するというのも一つの過渡的な方法であると思う。以上である。

福井議長

須田委員お願いします。

須田委員

まず、期末越えの金融調節だが、期末日の当座預金残高は 35.8 兆円であり、昨年 9 月の中間期末越えに続き、なお書きを適用しない期末越えとなった。私は、前回の金融政策決定会合で、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ペイオフ完全解禁を控え、「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」と申し上げたが、それが実現して大変良かったと思っている。こうした中、市場やマスコミの一部は、ターゲット・レンジを上回った部分に注目し、「なお書き」と「程度」の境界線の金額は幾らか、という点に興味を持っていると聞く。これに対する答えは、なお書きの文言を読めば分かるように、「程度」との境界線は金額ではなく、その時の金融機関の資金需要や金融市場の安定度合いが重要なポイントになるということだと思う。すなわち、「なお書き」は「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」に発動されるものであって、今回の期末は、そのような惧れが見受

けられなかった訳であるから、なお書きには当てはまらないと捉えている。

さて、新年度入り後の金融調節方針だが、次回の決定会合である4月28日までの間に調節上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、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5月以降の資金不足日の対応である。執行部の説明にもあったが、CMB的なFBの発行が予定されているため、これを勘案すればオペ残は昨年12月程度で済み、今年3月初程高く積まなくても済むかもしれない。ただ、問題はその時点の資金ニーズである。足許は3月に公表された景気指標が今一つであったことに加え、短観も業況判断DIが市場予想を下回ったことを背景に、新年度入り後、早速札割れが生じるなど資金ニーズが盛り上がりにくい状況下、ペイオフ完全解禁がスムーズに行われたこと等を背景とした金融システム不安のさらなる後退、短国レートの低下、大手行の統合を睨んだ動き、円転コストのプラス化などによって金融機関の日銀当座預金ニーズは益々減退する可能性がある。こうした場合、「程度」の活用だけで乗り切れれば良いが、乗り切れなくなるかもしれない。勿論、今後発表される景気指標等が良く、それに伴ってイールド・カーブが立ち、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。いずれにせよ、今後のオペのパフォーマンスを眺め、市場機能をこれ以上壊すことなく、当座預金残高の維持が可能なのかどうかについて見極めたうえで、必要があれば、ボードとしての考え方を整理し、ターゲット・レンジの引き下げを含めたなにがしかの対応策を用意すべきであると思っている。

最後に、展望レポートを次回決定会合に控え、透明性の強化について、意見を申し上げたいと思う。金融政策の透明性を高める方法があればそれを採用することに異論はない。ただ、何もかも全て公表するということが透明性を高めることと同義ではないと思う。公表するもの次第ではかえってノイズになってしまうこともあると考えている。つまり、透明性を高めようとして行ったことが、狙いに反して透明性を低下させてしまうことがあると思う。経済・物価の見通しについての透明性の強化という観点で、

主要国の中央銀行の施策を見ると、まず見通し期間や頻度という点からは、2年分の見通し計数の公表という長めの見通し期間を設けるという方法や四半期毎に公表を行うという頻度を高めるという方法がある。また、誰の見通しを公表するかについては、ボードメンバーではなく、執行部の見通しを公表している先もある。翻って、日本銀行の経済・物価の見通しについて考えてみると、「参考」である見通し計数のそれも「中央値」だけを取り出して議論されることが多いのは事実だが、各項目の「中央値」の間に整合性はない。こうしたことを踏まえれば、各項目に整合性のある執行部の見通し計数を参考として公表するもの一案かもしれない。さらに、「中央銀行が何を外生変数と捉え、それについてどのように考えているのかを公表して欲しい」という市場参加者の声も聞こえてくる。また、現在、日本銀行は量的緩和政策を採っているが、量的緩和政策の解除をコアCPIの前年比にコミットさせているため、市場が0.1%程度の数字に神経を尖らせている状況にある。FRBは1/4刻みで見通し計数を公表しているが、0.1%の刻みに修正の余地はないだろうか。透明性の強化のあり方については、ただ今、申し上げた点を踏まえ、幅広く、かつ十分に議論を尽くすことが必要であると考えている。なお、これから展望レポート公表まではマスコミなどの関心を集めることになるが、対外情報発信については、お互いにオフレコを含め細心の注意が必要であることを強調しておきたいと思う。以上である。

福井議長

水野委員から願います。

水野委員

まず当面の金融調節スタンスだが、ペイオフ全面解禁をもって金融システムがまだ安定したとは言いきれない。また、景気についても踊り場を完全に脱却したとの判断にはまだ至っていない。そして、財務省が財政要因によって金融調節に負担が掛かっている部分を緩和するために、例えば6

月2日償還の2か月物のCMBを5兆円程度例年よりも多く発行するなど一応の対応を見せていることによって、6月初めの資金不足日の調節負担は小さくなったと考えられる。こうしたことから、現状維持で良いのかなと思う。しかし、遠くない将来、当預残高引き下げを含めて議論を深めていく必要があるのではないかと考えている。それについて若干話したいと思う。一つは先程福間委員がお話しされたとおりであり、ペイオフ全面解禁によって金融のセーフティ・ネットが縮小するということだと思うから、そういう意味では我々の金融政策スタンスも危機モードから平常モードへ、徐々に移す必要がないか。平常モードとは、まず短期金融市場を正常化させていくことだと思う。そのためにどうしたら良いのかを考えると、あまり過剰な流動性を供給し続けることは短期市場の正常化を遅らせるだけではないかと思う。それから量的緩和政策というのはデフレ克服をするために政府と日銀が一体となって取り組むということであるが、日本銀行が政策手段によって景気に何らかのポジティブな影響を与えるためには、結局その波及メカニズムについては金融市場の安定化や緩和的な企業金融環境を通じたものにならざるを得ない。後者の企業金融環境について言えば、資金循環統計によると企業部門に発生したネットの資金余剰が16兆円強であり、企業部門は過剰債務に目途を付けていて、しかもキャッシュ・フローの範囲内でコンサーバティブな設備投資計画を持っていると思う。今後の金融政策運営については、金融機関の経営体力、収益力の回復、短期金融市場の正常化、これに資する政策の方向を考えていくのが一つの手ではないかという感じがする。それから、量的緩和政策の目的の一つであるデフレ・スパイラルの回避は、一応達成したことは言えるのではないか。それから民間金融機関にとって、不良債権処理を終えた後は、今度は収益力を高めていくのであるから、イールド・カーブを過度にフラット化させるのではなく、少し緩めていく、あるいはボラティリティを多少上げるような方向が良いだろう。それから民間金融機関の今後の経営課題については、巨額な当座預金を置くインセンティブが下がってきているのではないかと思う。それから非常に重要な点だと常に思っているが、長期

間に亘って量的緩和政策を継続した本行としては、グローバルに今起こっている金融政策のノーマライゼーションには、欧米諸国と異なって相当な時間を要すると思う。まず、短期金融市場の機能を回復するプロセスが半年程度掛かるのではないかとメガバンクはみている。以前は3か月程度と言っていたが、今は半年位掛かるのではないかと言っている。それだけ担当者の質的低下が激しいということなのだと思うが、長い低金利政策の結果、短期金融市場が冷えて金融政策の機動力が落ちてきているという点は重要である。先程、資産インフレの話を出したが何らかの理由で政策を引締め方向に転化しなければいけない時に、今の我々には機動力はないということを一応頭に置いておく必要があると思う。当預を減らす形によって枠組みは維持しながらも事実上はゼロ金利政策というような状況に持っていく必要があり、そこで様子を見るというスタンスが良いのではないかなと思う。また、金融市場に適度な緊張感を与えるために、オペに対して多少の不透明感を与えるというのは短期金融市場の正常化にはポジティブな影響を与えるのではないかなという感じがする。前回の決定会合でも言ったが、10兆円～15兆円程度までを一応の目途に、段階的に良いと思うが、当預残高目標を引き下げて、量的緩和の枠組みを維持しながら、事実上のゼロ金利政策に持っていくというのが一つのやり方ではないかなと思う。もう一つの考え方としては、これは色々な反論があると思うが、3条件についてもう少し考えてみた方が良いのではないかなということである。この3条件は透明性を高めたと言われているが、まだ解釈の余地が残っており、例えばCPIが安定的にプラスになるまでという時に0.1%ならば良いのか、ということについてはボードメンバーの中にも意見の差があるように思う。そういう意味では物価の安定とは何かという原点に戻って考えると、この3条件が金科玉条のように扱われているのはちょっと如何なものかなという感じがする。物価の安定は何かと考えた場合に、足許の物価ではなくて先行きの物価を見ていくべきである。例えば我々が消費者向けの色々な各種サーベイを見てインフレ期待を見ていくといった足許の話だけではなくて先行きのインフレ見通しなどにも配慮したものに変え

ていくということも、将来の工夫として考えていく必要があるのではないか。もう一つは量的緩和政策の解除の3条件をあまり生真面目に見守っていくと、これは2008年度以降まで解除のタイミングがこないという見方も市場では出てきている。これは景気の議論をしながらマーケットと対話する我々にとって非常に不都合なものである。私の個人的感覚では、この3条件というのは金融政策運営の中間目標であると思っている。重い中間目標であり、決して軽いものとは思っていないが、最終的な目標は物価の安定と経済の安定だと思うので、最終目標を達成するための一つの大きな中間目標という位置付けである。これを全く変えるつもりはないということもあまり言い過ぎてしまうといけないという気もする。戦略的には今3条件を変えるつもりはない。枠組みも変える必要はない。でも景気は良くなっているのではないかという指摘に対してイールド・カーブの過度なフラットニングを牽制するためにも、今後の経済状況によっても変わってくるので3条件を全く変える余地がないと極端に言う必要はないだろう。それから、先程来出ている展望レポートのあり方について、恐らく執行部では、前回10月の展望レポートと同様に、金融政策運営に関する基本的な考え方を丁寧に説明していく方針であると思う。その具体的な説明の内容、方法については、さらに工夫を重ねて市場参加者が金融政策の先行きを予測するうえで参考になる基本的な判断材料を適切に提供していく必要がある。欧米の中央銀行は景気が良ければ金利を上げて悪ければ下げるといったようにツールが非常にはっきりしている。しかし、我々はツールがはっきりしていない訳である。そういう中で金融政策運営のプロセスには触れずに見通しだけ出していくというのは、先行きの金融政策を予測するうえで市場参加者の参考にならないと多分判断されると思う。2年後の見通しはどうせ変えるだろうというのがマーケットの多くの人達の見方ではないかと考えている。それから、我々の景気見通しは、調査統計局も含めてだと思うが、短観が出て多少自信が揺らいでいる感じがする。来年度は勿論、今年度の見通しについても、それ程今自信を持って言えない状況になっている中で、敢えて数

字を出すのはどうかなと思う。今回の展望レポートで2年間の景気・物価見通しを公表した場合、次回以降も継続していくことになるが、10月には1年半後、4月には2年間についての見通しを出していくことになるのだが、例えば1年後を考えてみると2007年度の経済見通しを立てなければならない、消費税率引き上げの問題や循環的な景気後退の話がどうしても無視できない状況になってくるだろう。そういうマクロ経済政策を金融政策を含めて一定という前提で入れた数字になると思うが、それはあまり市場参加者の参考にならないと思う。さらに言えば非伝統的な手法でしか追加の金融緩和余地がない我々にとって、仮に1年後に今のような量的緩和政策の枠組みが続いているとすれば、先行き景気が悪化するという見通しを出した時に、金融政策面から追加対応策がないのかという問いが当然、マーケットからくる訳で、それに対する答えは非常に苦しいと思う。それから、先程から出ているように、コアCPIのインフレ率が仮に+0.1%、+0.2%、あるいは+0.3%になった場合、それが政策上何を意味するのかをマーケットは知りたがっている。それについて今は言えないのであれば、2005年度+0.1%からマイナスの数字に置き換え、デフレ克服の道筋が変わっていないので2006年度にプラスを満たすことをもって、何か新しい追加情報を出すかということとそうではない。最後に、フラットな気持ちで我々はその数字を出すのだが、日銀がデフレ克服を展望できる見通しを出すことによって出口に対して予断を持っていると見られるのも癪だなという感じがある。これは2年間というのはどんなフラットな気持ちでいても思惑が入ってくる訳で、政府の目標にある名目2%という成長率とも我々は違った数字を出すと思う。その時に整合性をどう問われるのか、金融政策面でもっと努力しろというふうに言われた時もまた苦しい。結論を言うとメリットよりもデメリットの方が若干勝っているのではないかと。もう少し金融政策と景気の両方が平時に戻った時に初めて、このような長目の見通しを立てた展望レポートを出していく方法が良いのではないかと。最後に、展望レポート10月の時点で量的緩和解除の出口について、ボードメンバーでは「マーケットに対応していったら良いのではないかと」

という議論がされたというふうになかなか方からお話を聞いている。議事録などを読んでいると半分程度の人はその方向性については賛成しているようだが、その後、具体的な案は出ていない。少なくとも私が就任してからの印象では、出口の具体的なイメージについてコンセンサスを得るにはとても遠いような状況である。展望レポートで書ける範囲が当然あると思うが、もし 2006 年度の数字を出すということになるのであれば、数字だけではなくて十分な定性的な説明、それと大勢見通しが達成された場合に予想される金融政策について付け加えて頂ければ良いのかなと思う。以上である。

福井議長

植田委員から、願います。

植田委員

皆さんがお触れになった点、全てを私が議論する余裕がないので二、三の点だけ申し上げたいと思う。取り敢えず、次回までの調節だが現状維持で宜しいかと思う。理由はこれまでと同じであり、はっきりとしたデフレ脱却の目途が立っていないということである。デフレ・スパイラル回避ではなくデフレ脱却が目標ということでやってきたのだと思う。関連して申し上げれば、強い金融緩和政策を維持することによって、将来インフレが思った以上に進んでしまう、あるいは過度の資産インフレが発生し、それから弊害が発生するというリスクはゼロではないと思う。ただこれは今の時点では誇張され過ぎていると思う。インフレ、デフレのリスク及びそれに伴うコストのプロファイルというものは時間的に変化していくものだが、依然として現時点からデフレ率が高まった時のコストの方がその反対の場合のコストよりも大きいと私は認識している。二番目にこれはアネクドタルな話だが、ここ 1 月位の間に一度銀行の頭取方と皆さんと一緒に議論する機会があったと思うが、そこである方が興味深いことをおっしゃった。「これまでは流動性不安等があったので、日本銀行から大量の

流動性供給をして下さるのは有り難かったし、それを有り難く積んでいた。しかし、流動性不安が減ってきてこのような流動性が要らなくなってきたので、必死に——いわゆるキャッシュ潰しと言うか——他のものへの運用を行っているところである。」と。ある種、流動性は迷惑であるというような感じまではおっしゃらなかったのだが、言外に聞こえるようなおっしゃり方だった訳である。ではこれは流動性供給が要らないのかと言うと、私の解釈では、むしろこれはある意味では量的緩和が効いてきた証拠であると捉える方が我々の枠組み上は正しいのではないかと思う。要らない流動性を供給してあげることによって特に金融機関中心にその使い方を一所懸命考えて頂くところに行き行って初めて量的緩和は効くのだ、という趣旨で出発したものと思う。それがひょっとしたらある程度動きが出て来始めているのかもしれない。ただ、その起点が金利がゼロなのか、量が沢山あることなのか、という点は未だに私も答えが十分ない。それから出口への基本戦略だが、これは水野委員はないとおっしゃったが、私の感じでは一応の基本戦略はあって、その戦略どおり走るのであればマーケットに新たな情報発信をする必要は特にないと考えている。おっしゃるように短期金融市場の機能回復に6か月掛かるだろうと、いや、むしろもっと掛かると思っている。しかしこれは出口への我々としての起動を6か月以上の期間をとってやらなくてはいけないということを意味しないと思う。自律的に徐々に機能が回復するという仕組みが現在の出口へ向けての戦略の中に一部含まれているという意味である。そう申し上げたうえで、出口へ向うプロセスにおいて基本戦略があると言ったが、その周りに幅があることも事実であると思う。その幅について私はこれまで申し上げなかったことを今日、戦略的に申し上げようと思ったのだが、申し上げてしまうと皆さんのオプションを縛ってしまうリスクも感じるので、やはり止めておこうかと思う。以上である。

福井議長

春委員から願います。

春委員

4月1日、ペイオフ全面解禁の日を無事に迎えることができた。日本の金融市場の国内外における信認回復を確認するとともに本来の自己責任原則に基づく市場に転換する大きな節目を越えることができたと思っている。年度末の3月末はペイオフ解禁を控えてやや運用が手控ええられるコール市場で、円転市場で資金を取りにくくなった外銀による取り入れの動きがあり、昨日も久し振りに期末らしい展開になったというご説明があったが、総じて平静のうちに年度を越えたと思う。この間、3月下旬には量的緩和政策下で初めてとなる資金吸収オペでの札割れも発生したが、最終的には当預残高も35.7兆円となお書きを発動しない目標範囲内に収まった。調節関係の方々のご努力に感謝したいと思う。4月1日以降も金融市場は平静に推移しているが、日銀当預残高目標はこれまでの30～35兆円をなお書きとともに継続して潤沢かつ機動的な資金供給に努めることが適当と考える。金融調節に当たっては引き続きご苦勞と思うが、市場の状況に応じた肌理細かい努力をお願いしたいと思う。

今後については、ペイオフ全面解禁を無事通過したことによって、金融機関の流動性資金需要は一層減少することが予想される。財政資金の引き揚げが行われる5月～6月に掛けて、当預残高の維持はさらに困難となる可能性があるようである。私としては現行の当座預金残高を維持することが基本と考えるが、先程、福田委員からご提案があったが、量的緩和政策の枠組みのもとで状況を見極めながら、またデフレ克服にマイナスの影響が生じないことの理解を得ながら慎重に残高目標を減額していくことも一つの選択肢として考えていきたいと思う。

最後に、4月の展望レポートについてだが、このところマスコミ等はやや長期化している踊り場状況の中で、量的緩和政策解除に関する関心を強めているように思う。これまでは4月の展望レポートでは当該年度の見通しを示すだけで、翌年度の見通しは10月に示すということにしてきたが、こういう状況にあって市場参加者に金融政策の先行きを予測するうえで

参考となる判断材料を提供するという観点から、今回から4月に翌年度までの見通しを示すことも考えて宜しいのではないかと考える。皆さんから色々ご意見があった。この時点で翌年度の見通しを出す難しさはあるし、それなりのリスクもあるというご意見が多かったように思うが、私としてはこの時点で2006年度までのものを出すメリットの方がリスクやデメリットより大きいのではないと思う。完全に理解しているという自信はないが、そのように感じている。以上である。

福井議長

次は武藤副総裁、お願いします。

武藤副総裁

先程申し上げた経済・金融情勢についての判断を踏まえて、金融政策運営は現状の調節方針を維持することで良いかと思う。当預残高の何らかの修正をすべきであり、今回、そういうことをすべきだという議論があるが、これはペイオフの全面解禁が非常に大きく受止められている訳である。確かに我が国の金融システムの健全化が進んで新たな局面に入った節目という意味で象徴的な出来事であるということかと思うが、4月1日という日を境に大きく金融市場や金融機関の実態が変化したかどうかということを考えれば、それはそういうことではなくて一定のプロセスを経て今日の安定を得ているということではないかと思う。振り返ってみると、3年前にペイオフを一部解禁した時はかなり大きなインパクトがあったが、その後、例えば決済用預金という受皿を用意し、預金者も預金の分散をかなり進め、また政策的にも新しい公的資金の投入スキームが作られ、さらには大口債務者の破綻処理や再生処理が進んだという流れの中で、今日の安定があるということである。確かにペイオフ全面解禁は、我々が金融政策運営にあたって参考にすべきことの一つではあるが、あくまでも沢山ある考慮事項の中の一つということなのではないかと思う。ペイオフ全面解禁を直ちに政策論に結び付けるのは、あまり適当ではないと私は思う。

それから当面のオペの運用については、金融市場局長からも色々話があったが、少なくとも次回の政策決定会合までの間は当預ターゲットを引き下げなければならないような状況には全くないのではないかと思う。勿論、さらにその先どういうことが起こるか、またどういうふうに対応していくべきかということについては、よく考える必要があると思う。従って、その先の対応の仕方について色々な意見が出たように思うが、私としては金融システムの安定度合いやそれを受けた流動性需要の動向、さらには踊り場脱却といった景気の見通しや物価情勢を総合的にしっかりと点検しながら、必要があれば機動的、弾力的な対応を採ることも必要であるかもしれないという判断を今後していくということに現時点では尽きるのではないかと思う。

次に展望レポートの対象期間の問題だが、従来 10 月には当該年度及び翌年度の見通しを出していたが、私個人は 4 月の時点で当該年度のみというのはやや短いのではないかという問題意識を前から持っていた。確かに 4 月の時点で翌年度まで見通すことについて色々なリスクや問題点があるとのこと指摘が相当詳しくあったが、10 月に翌年度を出すことと 4 月に翌年度を出すことの間、指摘のような差があるのかということは少し冷静に考えてみる必要があるのではないかと思う。一方、金融政策の効果は 1 年以上のタイムラグを持って現われるというのが共通の認識であるように私は理解するので、海外中銀等もやっているように、多少精粗区々という指摘が色々あったが、4 月の段階で翌年度の見通しを出すのも十分に説得的であると思う。メリット、デメリットと色々あるかもしれないが、金融政策運営の透明性向上ということが非常に重要であるので、この 4 月から翌年度に延長してはどうかと思う。これもまた指摘があったが、展望レポートで最も重要なことは、先行きの経済・物価動向に関する基本的なメカニズムについて政策委員会としての判断を分かりやすく説明することである。従って、今回、対象期間を延長するに当たっては、当然、2006 年度末までの経済・物価動向に関する基本的なメカニズムについても丁寧に説明していくことが重要であると思う。この他、政策委員に

よる見通しの計数について、これもスタッフ見通しであるとか、あるいは現在の見通しのやり方に改善の余地があるかというようなご指摘もあった。それはそれでまた議論をしたら良いと思うが、私の理解はこの政策委員による見通し計数というのは、あくまでも展望レポートの本体となる定性的判断の参考という位置付けに過ぎないと思う。従って、当然、計数のみに焦点が当たるということは望ましくないことであり、くれぐれもそういうことがないように留意する必要がある。特に、これもどなたかご指摘になったが、我々は今、「消費者物価指数の前年比が安定的に 0%以上になるまで量的緩和政策を継続する」というコミットメントを実施しているから、嫌がうえにも 2006 年度に掛けての物価見通しの計数に過度な注目が集まって、先行きの金融政策運営について色々な予測が行われるのは避けられないかと思う。しかし、それは 4 月に翌年度分を出す、出さないにかかわらず、やはり対外的な発信に当たって我々としてそういうことを十分に考えながら対応していくべきことなのではないかと考える。以上である。

福井議長

また最後になったが、岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

それではまず当面の政策運営だが、政策運営については変更の必要がないと思う。福間委員の方から当座預金残高目標値を引き下げたらどうかというご提案があって、もう少し掘り下げてこの問題を考えると、日本銀行は二つの使命を与えられており、一つは物価の安定ということ、もう一つは金融システムの安定ということで、この二つを車の両輪のように使いながら経済を健全に発展させるというのが私共の任務ではないかと思うのだが、そこで福間委員のご主張は主に金融システム安定のために金融政策を使ってきた、特に量的緩和を使ってきたというご認識のところに私はやや疑念がある。金融政策そのものはやはり物価の安定、どちらかと言うと

そちらに主眼があるのであって、金融システムの方はどちらかと言うとブルーデンシャル・ポリシーとして取り組んできた。そちらの方については今度の金融の高度化というようなことで次第に正常化の方の姿に戻って行って金融システムを正常化させていくというステップを既に踏んでいるのだと私は認識をしている。両方矛盾するものでは決してない。両方が助け合うものだと思っている。アメリカの場合には物価の安定と雇用の安定というのが両方あって、物価の安定だけを言うと雇用が危ないのではないかという、ややトレードオフ——フィリップスカーブはまさにそういうことだが——、の側面があるが、日本銀行の場合は特にトレードオフではない。当座預金残高を今のままに置いておくと、金融システムが不安定化するということがもしあるとすれば、それはバブル的に資産価格が本当に急騰し始めるような場合だろう。その時は金融システムを不安定化させるというデメリットが明らかに出てくると思うが、今の事態は決してそういう状況ではないと私は判断をしている。土地の方はまさに血液が土地や不動産の方に流れ始めたという状況ではないか。勿論、常にウォッチする必要があるが、そういう段階ではないかと思っている。金融政策の運営については水野委員から問題提起があった訳だが、量的緩和政策に踏み切った時にやはり、デフレを脱却するためという基本戦略を立てて、それを少しずつ具体化、明確化してきたというのがこれまでのプロセスだったのではないかと思う。であるから毎月の金融政策決定会合の大目的として、基本戦略を変えるのなら話はまた別なのだが、そこを変えないのであれば、その基本戦略をやはり出発点として議論を組み立てるべきではないかと思っている。そういうことに基づく議論というのは内部ではもう幾らでも深く議論すべきで、そして共通のイメージを形成することはとても大事だと私も思うのだが、外へ発信する時はちょっと注意しなくてはならない。十分考えたうえで、外にどういう形でプレゼンテーションするかということは、区別して考えるべきではないか。であるから出口のプロセスについて内部で議論することはとても大事なのだが、その外への出し方はやや慎重に考えていく必要があるのではないかと思っている。

それから現在、据え置きをするというのは、した方が私はむしろ積極的な意味があると思う。それはなぜかと言うとやはり景気が中だるみの状況にあって、この中だるみがいつまで続くのか分からない。私は基本的には4～6月に終わると思っているのだが、それも本当に確実というところまで見通せるような状況にはなっていない。それから中だるみを脱したとしてもその後の回復力が本当に強いものなのか、そこがやはりまだ見えていない。そういう間はやはり金融政策運営としては後押しのスタンスをやはり維持すべきだと思う。私は実質的な意味では、今の当預残高を維持することが——植田委員からのご発言があったが——、まさに積極的な意味を持ち始めている、つまり押し上げる力が今、付き始めていると思う。その時に今度はそれを反対方向に持っていこうというのは、どうも理解ができないところである。それから福田委員がもう一つ物価安定ということについて、インフレになるのではないかとということも考えながら政策運営を行うべきという話があったが、それこそ私はずっと、最初ここに入った時からずっと申し上げていることで、まさに物価安定のアンカーというものを日本経済に必要としている経済はなくて、それをまさに明らかにすべきだと、個人的な意見は何遍も申し上げたので繰り返さないが、そういうことが同時に必要なのだと思っている。私は仮にこの量的緩和の当座預金の額を先行き変えることがある時には、むしろこの物価安定の目標というものをより具体化、明確化していくということが同時にあった方が望ましいと考えている。もう一つは展望レポートの方だが、基本的には1.5年というのが10月の対象期間な訳で、それが2年になる、0.5年の差がどの位の意味があるかという、私はやはり少し長めに考えていた方が良いと思う。2年位の射程で基本戦略との関連も考えながら政策を構築していく、予測の方も考えていく、ということが必要なのではないかと思う。ただ、現状の予測がある意味では収束し過ぎている、どうしてこんなに収束するのかと思われる程収束しているところがある。2年先だと、もう少し幅があつて、幅がある方がむしろ正直と言うか、そうするとその分勿論情報量は減るのだが、少し幅を持った形で予測をしていくというようなことが全体と

しては望ましい方向ではないかと思っている。以上である。

福井議長

当面の金融調節について皆さんのご意見を出して頂いた。お聞きのとおり福間委員を除き今回の政策決定会合までの金融調節の方針としては現状維持ということであったと思う。現状維持を主張された方々の意見の中にも今後の経済・物価の情勢、さらには市場における流動性需要の変化ということはやはりよく見極めながらもっとよくものを考えていこうという点があり、その辺のニュアンスは相当にかなりの幅があったと思うが、大きく括ればそういうことであったと思う。福間委員は、ベーシックなスタンスを変える訳ではない、マネタリーポリシーのスタンスは変える訳ではないが、緊急避難的な対応の色彩の部分は調整して良いのではないかという意見であった。岩田副総裁は、そんなに分けられるものではなくて全体としてマネタリーポリシーの内容になっているのではないかという意見であった。この部分は基本的な認識の差異がある。

福間委員

宜しいか。私は昨日でちょうど3年経ったのだが、拡大過程ではミスター・エクспанションニストと言われる位、量的拡大を主張した。それは何だったかと言うと先程岩田副総裁がおっしゃたが、金融システム問題であった。この点については、今も当時おられた方がいるが、相当大論争をやった訳である。ここで2回か3回か。要するに量的拡大をやるのはLLRではないかと。それは議事録なりを見て頂くとして、それだけ私は量を広げてきた急先鋒だった。しかも2002年10月にはオペの最長期間を6か月から1年に延ばすとか、あるいは国債購入額をもう少し増やすとかを主張した。今のスキームは大体あの頃にでき上がった。私の原体験はどこにあったかと言うと、これは色々なところではあるが、1997～98年の金融危機なのである。あの時にリザーブを出しておけば様相が変わったのではないかと、これは民間にいて非常に感じたことであった。2002

年当時あの打撃をペイオフ部分解禁やシステムダウン等でもう一度繰り返すと、もう日本経済は持たないという危機感を持った。そうした危機感から、私はリザーブについてとにかく幾らでも良いからつぎ込む必要があると申し上げた。結果的には、何回か1対8でリジェクトされたが…。しかし、現在は、イクセス・リザーブを幾ら積んでも、当たり前だが、貸出しには繋がらない。貸出しどころか企業金融の立場から見ると金が余って仕方がないと言っている。勿論、デフレ解消にはリーガル・リザーブ以上を出すことは必要だが、一方ではコール市場が、当然のことだが、金融システム問題がある程度峠を越えてきたということでワークし始めている。そういう中では、市場の自律性回復を図るためには、リザーブの拡大を言った一人として、拡大した量を上手い具合に収める、タイミング良く収める必要があると考えている。ここ3年間は講演の度にペイオフ解禁まではとにかく当預の拡大が必要であればいつでもやるというような形で発言してきた。それはなぜかと言うと、金融システム危機の問題が再燃した時には当預の拡大で対応していかなければならないという趣旨であった。幸いにも足利銀行以降は何も起きていないし、30～35兆円というこの大変な残高の中で入念に金融システムを点検する時間もあった。今こうしてペイオフの解禁ができたということで、私は次は市場の自律性回復を中央銀行の立場として追求していくことが大きな課題だろうと思っているし、また、もう準備体操はできているとコール市場は言っている訳である。そういう中でなぜそちらを無視して30～35兆円という大変な額のリザーブを続けなければならないのかという点が疑問である。ただ目標値を引き下げる場合には何回も言っているように、サドン・デスのような金融政策を採ってはいけないのでゆっくりと下げる。これは非常に慎重にやらないといけない。イナーシャの体質が日本にはできているから。ゼロ金利というものが体の中に非常に染み付いている。日本国内のプレイヤーだけでなく外の人もそう、ヘッジファンドもそうである。そういうことまで考えてやるとゆっくりとやっていかなければならないと私は思っている。いずれにしても、今がベストだ、あるいは今から効果が出るという考え方はリス

キーである。「まだ」は「もう」なのである。そういう転換点にあるという見方から私は提案した。

福井議長

つまりペイオフ解禁を待っておられた福間委員の立場から言えば「もう」だし、ここからじっくり考えようという立場からは「まだ」だという。

福間委員

然り。

武藤副総裁

今、福間委員がおっしゃったのは、量的緩和の背景には金融システム不安の一点があったということである。その部分について、私も就任して僅か2年なので福間委員のさらに先の1年は実は知らないで誤解しているかもしれないが、少なくともこの2年間、その一点にありということまで明確に言っていたのかどうか、他の委員の方々の認識もお尋ねしたいのだが、私は必ずしもそうでなかったというふうに理解している。効果があったかなかったかという分析は、また別の話なのだが、少なくとも効果があったかどうかを分析しろという問題提起があるということは、金融システム不安一点にあった訳ではないことの証拠でもあると思う。それから少なくとも企業金融については、潤沢な企業金融というファイナンシャル・システムにとどまらない実体経済の資金繰りについて、なにがしかの影響を及ぼしていたということも言われていて、我々は特にこの間、トランスミッション・メカニズムにどうやって風穴を開けるかということで幾つか政策を講じた。あのような思想も結局、単なるファイナンシャル・システムの安定ということではなかったと思う。そうした中、今回、下げる時に金融システム不安の後退を理由にされることには私も別に反対と言っている訳ではないのだが、およそこの量的緩和が金融システム不安一点にあったというのは、少し我々の理解とも違うし、いわんや一般の理解とも

違うのではないかと思うのだが如何か。

福間委員

既にリリースしている声明文を読み返すと、甲府の講演資料としても纏めたが、去年の1月ともう一つ別の引き上げの時を除けば、あとは全部金融システム、金融市場の安定が、引き上げの直接の理由である。

武藤副総裁

私も福間委員の資料を見せて頂いた。私の理解では、りそなの時には専らそれを非常に明確に理由にした。それから今、福間委員のご指摘の一回ないし二回は明らかに他の要素が入っていたと思うが、ではその他の部分は簡明だったかと言うと、「ひいては」「景気の回復」などの言葉が入っていた。

福間委員

それは入るだろう。金融システム問題が足を引っ張って金融不況にしてみらっては困るから。

武藤副総裁

いや、その辺りの読みはなかなか難しいのだが、それを世の中に単純な発信はしなかった。少なくともやっていることの最終目標はデフレ脱却なのだと。

福間委員

それは勿論そうである。

武藤副総裁

そういうことを言い続けていた訳である。そうだとするとやはり、これは重要なのだが金融システム不安一点にあったというのは少し違うので

はないかということを私は申し上げたい。

福間委員

2002 年の 10 月をご覧になったら分かるが、市場でターム物資金が取れないということを巡って大論争したことがある。あれは要するに銀行の A L M 上の問題が背景にあった。つまり、当時、大手行の流動性預金が大幅に減少したことは統計上明らかであるが、その後企業金融面で何が問題になったかと言うと、銀行が金を貸さない、貸し剥がしをやるようになったことである。それはなぜかと言うと、銀行としては当座預金はあるし、本行のオペレーションでも短めの資金はダブダブなのである。しかし、銀行は全然貸出に向わない。それはなぜかと言うとタームが取れないからである。そこで本行としてはオペレーション・ツイスト的なことをやった訳である。銀行がターム資金を取れるようにするために。そういうことで、2002 年に最初に当預を上げたのは 2002 年の 10 月 30 日だったと思う。私はそれはそれなりに効果があったと思う。しかも、10 月末には再生プログラムが出された訳である。これにより信用リスクが高まるということでスプレッドを取れということになった。思想としては間違いないのだが、ちょうどその頃出席していた福岡での懇談会では、企業サイドから金利を 4% 要求された、5% 要求された、そうでなければ返してくれと言われたという具合に非常に緊迫していた。そういう銀行、企業を含めた産業界の色々な人の意見を聞くと資金がスムーズに出てこないということで、これはひょっとすると 1997~98 年の再現になってしまうなど。従って、リザーブはどうしても上げなければいけない。当預の残高を上げなければいけない。予備的動機で流動性が必要だったら幾らでも積むようにする必要がある。とにかくデフレ・スパイラルは何としてでも避けなければならない。当時、私の意識はそんなところであった。

植田委員

福間委員がそういうお考えなのはずっと分かっていた、というのも言い

過ぎかもしれないが、分かっていた積もりだが、量的緩和の作りからして大まかにはプラスのインフレになるまで続けるということもあるし、それから例えばある時 10 兆円～15 兆円という目標レンジに引き上げた時のこともある。その時、我々の認識では最低 10 兆円位にすれば取り敢えずマーケットの不安は収まるし、若干の緩和効果もあるだろう位に思っていたところを、それ以上のものを積んで効果が出るかどうか見てみよう、その背後には単純にシステム不安だけではなくてそれ以外、結局はデフレ脱却というところだが、それに働き掛ける力を期待してやっていくという面があったと思う。であるから、その時々で増やす方向に賛成された人の心の中でどちらの方に重点があったかというのは区々だと思うのだが、纏めてみれば両方であったし、基本的にはデフレ脱却という目標のもとにやってきたことは間違いないのだと思う。ただ、効いたプロセス、というかメカニズムがどちらが大きかったかと言えば、福田委員がおっしゃる方が大きかったかもしれない、というのは十分あり得る議論かと思う。

福井議長

私はこの意見はなかなか纏めろといっても纏めにくいのだが、少なくとも私自身がどういうふう理解しながら過去 2 年強やってきたかという、やはりマクロの金融政策はマクロの金融政策であり、最終的にデフレ脱却ということに焦点を絞ってやってきているというのは間違いないと思うが、日本のデフレ、あるいは暫く前まで非常に恐れられていたデフレ・リスクなるものの中に、大きく金融システム不安というものが内包されている。金融システム不安を大きく内包しているデフレないしはデフレ・リスクにどう対応するかということで皆議論してきたのではないかと思う。局面によって、その内包している金融システム不安というものがさらに大きくなり、あるいは爆発しそうになり、危険な顔つきを見せることがあるとすれば、そこに、より焦点を絞って、実はマクロの政策を議論してきたということではないかと思う。本当に細かく我々が見てきたなと思うのは、どれだけ流動性を追加するかというふうな場合に、金融システム

不安からくる金融市場の中の資金のやりとりでどこが本当に枯渇しているか。日本銀行が供給しなければ蛇口に欠ける人達がどれ位いるかというところまで点検しながらやってきたということがあったと思う。しかしながら振り返ってみて、あの時の流動性追加供給というものを因数分解してデフレ対策の部分と金融システム不安対応の部分に分けて答えを出してみるといえるのは私は不可能なことなのではないかと思う。やはり常に内包した一つの判断としてやってきたのではないかと、私は整理している。ただ、ペイオフ解禁ができる位にまで金融システムの状況、健全性が進み、不安がそれだけ後退しているということは我々がなお直面しているデフレ、ないしはデフレへのリスクというものに対してもかつて流動性を追加してきた局面に比べれば、そういう内包するシステム不安要因というものが少なくなっているということは確かだと思う。そこでマーケットがどういうメッセージを我々に出してきているかということなのだが、それに我々が全く対応しなくて良いのか、あるいは対応するとしてもどの程度、あるいはどういうやり方で、という問題はやはりこれはある訳なので、そこをもう少し慎重に見極めようということではないか。植田委員からおっしゃって頂いたように、こういう局面になればむしろ過剰な流動性という部分が当初我々が期待していたような効果を追加的に出す可能性もちょっと残ってはいないかと、ここまで含めながら、しかしそれでもやはりトゥーマッチ、かえって害があるという部分について我々がリトリートするかどうかというふうに、もう少し厳密な議論をしなければならないのかなと私の頭の中では一応整理しているのだが、この点はそんなに自信がないので引き続き皆さんと議論させて頂きたいと思う。

植田委員

あともう一つ宜しいか。過去にも金融不安というのは波を描いて動いて、一時高まり、収まりということをしてきたと思う。高い当預残高で流動性を供給して、その後金融不安が収まって、従って実質的な緩和度合いは高まったなという議論は何回かここでもしたと思う。その時、だから

と言って当預目標を下げてても良いのだという議論にはなかなか至らなかったと思う。理由は恐らく二つあって、完全に金融不安が収まったかどうか必ずしも確信が持てなかったということ。もう一つは基本線としてデフレ脱却という目標を抱えている中でそれはなかなか採りがたい戦略だったということだったと思う。

福井議長

もう一つ水野委員から我々が3条件を示しているということについて、それを金科玉条のごとく言い続けることはおかしいというご意見を既に何回か出して頂いているが、私の希望としてはこの3条件というかCPIが安定的に0%以上になるまで我々は頑張るという、この自分自身に対する縛り、その背後にあるものの考え方は、やはり日本経済をできる限り早くポテンシャル・レート以上の安定的な成長軌道に乗せ、これが需給ギャップをさらに縮め、CPIをゼロ以上に持っていく、そうした点にターゲットが当てられている。全体としてコンシステンシーの欠けたターゲットではないということやってきているはずなのである。ここの部分がそうではない、アナザー・ストーリーがあるということであれば、そのところを指し示して頂きながら我々は議論させて頂くともっと議論しやすくなるかなという気がちょっとしている。

水野委員

私はこういうことができたら一番良いと思っている。マーケットに対して言うか言わないかは別として、量的緩和の3条件は基本的に守る。ただし、インフレ・ターゲットの議論もあるので、このターゲットで本当に良いのかどうかは考えたい、あるいは1年位掛けて考えたいと対外的には説明し、実際考えていく。その時に物価の安定とは何かをもう一回ちゃんと掘り下げて議論した方が良いのではないか。特に異なる物価指標が本当にばらばらなメッセージを出してきている。どれかひとつの物価が上がるとインフレなのか。市況が上がり、B to Bでは国内企業物価が上がるが、

加工業種の製品価格はデフレかもしれないので、単純にCPIだけで良いという話ではなくなっている。マーケット参加者は、我々以上にコアCPIの特殊要因を探していて、コアのコアとか、ニューコアなど色々言っているが、そういう議論を我々は望んでいないのではないか。そういう意味で、3条件をあまりに愚直に守るのは、それによって金融政策——思い切った緩和を続ける強いコミットメント——を示しているという意味では良いと思うのだが、本当にそれで縛り続けていたらどうなるのか。また、マーケットから安定的にゼロ%以上という条件には本当はコンセンサスがないのではないかとされている。かと言って安定的という定義をここで議論して詰めていっても、あまり建設的ではないと思う。この3条件を守ることは景気回復局面では非常に良いツールであるが、景気が回復してしまうとまた辛い。景気が回復する時には3条件があるから長期金利を急上昇させないという意味では非常に良かったと思うが、量的緩和も4年経っているし、景気循環に反応しない金融政策というのもこれは如何なものかという感じがある。物価の安定をしっかりと真面目に考えているということは適当なタイミングで対外的にも出していった方が良いのではないかと思う。今の段階ではこれを変えることのメリットは小さいと考えている。

福井議長

それでは金融調節に関する議論は一応これで締め括って、後でまた議決の時にとと思う。もう一つは展望レポート対象期間の延長について何人かの委員の方々から意見の表明があった。なかった方もあるので、議論を進める意味でおっしゃって頂けないか。まず福間委員。

福間委員

基本的に2年で結構だと思っている。ただ、問題は記述の仕方である。要するに、リスク要因については、水野委員が言ったようにもう一段と工夫する必要があると思う。今のようリスク要因が上方向にもある、下方

向にもあると言って終わったのでは 2 年の見通しを出した意味があまり出てこないのではないかと思う。定性的な記述で勿論良い訳で、どなたかとも言われたが景気回復のメカニズムを書くということでその辺は克服できるのではないかと思う。2 年出すこと自体がノイズとなるかもしれないが、少なくともプリディクタブルな一つの指標を出すことには間違いのない訳であり、良いことではないかと思う。

福井議長

植田委員からはもう先々を縛るというお心持ち抜きにご意見を出して頂きたい。

植田委員

出すことのメリット、デメリットに関する主要なポイントはもう皆さん議論されたと思う。従って、2 年先まで出すというチャレンジングな作業に私が関われないのは残念だが、デメリットないしリスクも考えられたうえで皆さんが出されるというのであれば、それはそれで一つの選択かなと思う。

福井議長

さらに追加的な意見はあるか。

須田委員

少し宜しいか。先程は一般的な話をしたので、この展望レポートの対象期間を当該年度に加えて翌年度も含めるという件について、もう少し具体的に考え方を申し上げたいと思う。4 月の展望レポートで翌年度、つまり 2 年後の計数を出すことは表面的に見ると予想が長くなるのは半年でしかないが、この半年の違いは見通し計数を作成する側からすれば結構大きいと言える。なぜならば仮に景気のメカニズムを想定することができても、見通し計数を作成するに当たり 1~3 月の各種統計が出揃っていない状況

で前年度からのゲタから試算しなければならないため、2年後の計数はかなり曖昧なものになると考えられることに加えて、1年以上も後の外生的な要因を加味することは大変難しいからである。つまり、1年後の見通し計数と2年後の見通し計数の精度を考えるとどうしても2年後の見通し計数の精度は落ちてしまう。さらに現在は量的緩和政策の解除をコアCPIの前年比にコミットさせているため、市場は0.1%程度の数字に神経を尖らせている状況にあることも無視できない。こうした状況下で2年後の経済・物価の見通し計数について0.1%の単位でスポットの数字を出すことは市場にとって必ずしも良いことだとは思えない。つまり、最終的にどのような数字になるか分からないが、数字を示すことになればその数字が一人歩きし、その数字の僅かな変化に応じて時間軸が必要以上に長くなったり短くなったりする可能性があると考えている。それは通常の金融政策に戻っていく際の調整コストを大きくしかねない。元々、量的緩和政策の解除をコアCPIにコミットさせているため、世の中が必要以上に数字に注目してしまっている。また、展望レポートの集計計数は参考として公表しているものだが、残念ながらレポートの文章よりも集計計数に、それも中央値にスポットライトが当たってしまっていることは否めない。中央値のみで先行きの金融政策を市場が予想することは望ましいことだとは思っていない。今回、2006年度の見通し計数を公表するとなると、これをさらに強めることになりかねないと考えている。こうしたことを勘案すれば、現時点で2年後の見通し計数を各々のボードメンバーがスポットで提示することは透明性の強化になるのか、あるいは市場にノイズを発することになるのか、なかなか判断が難しいところである。いずれにせよ、今回の提案が金融政策の透明性の強化という点からなされたものであれば、4月に翌年度の計数を出すことの是非だけを考えるのではなく、先程述べたような点も踏まえ、結論を出す前に十分議論する必要があると考えるので、今日の提案には反対である。

中原委員

私も、今の須田委員のご意見に多少触発されて、特に武藤副総裁のおっしゃった点について若干意見を述べたいと思う。まず予想期間の6か月の違いは、須田委員がおっしゃったように、私も大変大きいのではないかと考えている。それから海外中銀でもやっているという話だが、欧州中銀はあくまでスタッフ・レポートであるし、BOEはファンチャートというやり方である。一方、Fedは翌年度の数字についてつい最近出し始めたばかりである。これについて市場であまりコメントが聞かれないのはやや不思議だが、既にインフレの数値については、かなりブレが出そうな状況となっている。また、Fedはこの変更を透明性の向上のためという言い方ではなく、あくまで市場との対話能力の強化という言い方で説明しており、これは同じだと言う見方も可能かもしれないが、ただちょっとニュアンスとしては違うと思う。すなわち、市場との対話能力の強化と言っているのは、政策の期待に懸ける部分を補強する意味が多少とも含まれているのではないかと理解しており、必ずしも透明性ということだけではないと思う。それから水野委員もおっしゃったように、アメリカの今の置かれた環境は日本と全く違う訳である。日本の場合には、政策選択の余地がほとんどなく、また先が見えない中で、手探りでやっている状況にある。また、為替の問題も含めて、外部におけるポジティブ、ネガティブな環境の変化からアメリカ経済が受ける影響等も日本の経済が外部から受けるインパクトとは全く違うものである。海外中銀が既に始めているからというだけでは、やや説得性に欠けるのではないかと考える。それから数字は参考に過ぎないと言うが、確かに参考計数とレポートには書いてあるものの、現実のマーケットはそうは受取っていない。従って、10月にコアCPIが0.1%と出た時も大きな議論が起こった訳である。今回も、2006年度が0.3%なのか0.4%なのか分からないが、その数字が出た際には、これが出口のタイミングを意味するのかどうかというような議論を含めて、マーケットで相当な議論を起こすとともに、場合によっては市場にも影響を及ぼすのではな

いかと思っている。それから透明性の向上については勿論大事なことであり、この点は須田委員のおっしゃったことに全く賛成である。去年の秋口に「透明性向上のために」ということでやり方を変えた部分もあるが、例えば最近、議事要旨が巻き起こしている色々なノイズをもう少し分析したうえで、議事要旨自体がどうあるべきかといった議論も含めて幅広く検討したうえで、その一環として2年度予測を出すという判断をしておくことが必要ではないかと思う。

福井議長

他に宜しいか。

水野委員

先程大分言わせて頂いたが、二つ位付け加えさせて頂く。一つは先程、当預残高を引き上げていく時にボードメンバーの思いが必ずしも同じでなかったことが明らかになった訳だが、やはり下げる時になかなかこれは同じ手法の説得について簡単に合意できると思えない訳で、このような状況の中で、ただある程度の意見の一致や数字だけ出していくということによって、金融政策の予測可能性を高めることにはならない。プロセスを明快に書く必要まではないのだろうが、考え方も纏まっていないのにその数字だけ出してどうするのかと思う。それからコアCPIの見通しが+0.1%から調査統計局見通しのようになり-0.1%になるのであれば、それはまさに電話料金、電気料金の影響によって変わったとさらっと言っておけば良いことではないのかなという感じがする。同じ+0.1%または-0.1%でも、1~3月期にはかなりプラスになってくる蓋然性が高いと思って数字を入れている訳である。そういう意味では+0.1%の意味も平均で見るとそうだが、1~3月には多分+0.2%、+0.3%になってくる訳である。そこを必ずしも理解しないで延々議論されている訳であるから、その数字の意味、中央値はこうだ、ただ上期・下期がそれぞれどう予想されるかを市場が考えられるという話は色々な形で情報発信していった方が良いでしょう。

ではないかと考えている。以上である。

岩田副総裁

宜しいか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

展望レポートについて、私は政策をそもそもフォーミュレートする時にどういう展望のもとに行うかということが基本的に重要なことで、そのパースペクティブなしに、例えば今日当預を下げるとか上げるとか、議論はできないのではないのか、一定の展望というものを持たないで政策運営をするということは、そもそもあり得ないのではないかと本質的に思っている。従って内部では必ずある種の議論を尽くしたうえで、基本的なシナリオはこういうことであろう、ということのもとで政策を決めていく話なのではないかと思う。それをどこまで外に出したらより政策全体の効率性とか有効性が増すか、あるいは減るか、そういう問題ではないかと思うのである。それで今、水野委員がおっしゃったことはこれまで量的緩和で当預を上げてきたプロセスについて色々な意見があるので、そういう状況では展望は出さない方が良いということか。

水野委員

下げる時のコンセンサスができていない。

岩田副総裁

私はそのところはかなりクルーシャルだと思うのだが、逆にそれでは、私のクエスチョンは、そういう先行きの展望を持つことなしに出口を議論できるのか。展望を持つことなしに例えば3兆円下げる、5兆円下げる、

そういうことはあり得ないのではないかと思うのである。私は展望レポートというのは、基本的な経済のメカニズムと言うか方向性についてやはり、ある種の合意を形成しながら政策判断をしていくということなのだと思う。見通しを出す期間について、これはどの位の長さが良いのかというのは人によって多少の幅があると思うが、私は2年位のパースペクティブはやはり基本的に持つべきだと思う。これはどこまで出すか、また、外へどのように出すかというのは色々、事務局が出すとか、あるいはボードメンバーが出すとか、チョイスはあり得ると思うが、金融政策運営は基本的にフォワード・ルッキングであるべきだという観点からすれば2年先位までの見通しは当然あるべきだと思っている。

それから量的緩和において当預残高目標値を上げていくプロセスで一言私は付け加えたいのだが、私の理解は量を増やすというのは、その裏側では価格に何らかの影響が——勿論、その大きさについては色々な評価があり得るのだが、——生じていたはずである。なぜ「量的緩和政策」という名前を付けたか、「ゼロ金利」として金利で全部言うことも可能だったと思うのである。ゼロ金利の度合いを少しずつ増やす、半年分をゼロにする、1年分をゼロにする、1年半分をゼロにする、というように「ゼロ金利政策」だけどゼロ金利の度合いを強めていくというチョイスもあったはずである。そうでなくて量でそれは表現したということは、裏を返して言えば価格で全部言うのは無理なので、金融政策運営の方向を、これは拡大の方向にいくのか、そうではないのかということのマーケットに対する一つのシグナルとして量を使う、例えば量を増やす時にはこれはやはり緩和を強めたい、あるいは時間軸効果をより強めたい、あるいはコミットメントをより確認したい、より強化したいというように、改めてそのシグナルを確認したいということやってきたのだと思うのである。勿論、上げる時に金融不安の要素が多かったか、その背後にある景気が先だったのか、そここのところのウェイトは多少違うが、基本的なメカニズムはそういうことだったのではないかと思う。であるから当然、下げていく時には今度は逆のシグナルを私は持つと思う。ただその時に、その結果、それではマー

ケットにどの位のインパクトが生ずるのかというのは、これはまさに分析の対象だと思っているが、私は今の局面ではまさに景気の観点から、短期的な観点からしてもそうであるし、少し長い目で見ても今の当預残高の水準というのを維持することが正しいのではないかと思っている。私の展望レポートについての基本的な考えというのは、やはり1~2年の先をはっきり示すべきだと思う。不確実であるからこそ実は必要で、不確実なので止めてしまったら判断基準がない訳である。であるから私も非常に2006年については何遍も問題提起をしているのだが、本当にどういうリスクがあるのかを探りたくて、実は敢えてちょっと色々な問題提起をしているところがあるのだが、そういうことによって段々意見がある方向に形成されていくということが大事なのだと思っている。予測を出すこともそういうプロセスを強化できる。つまり、日本経済が直面している問題をよりクリアに共有できる、それが内部のメリットであろう。どこが抜けていてどこが良いのかということをもしろ把握する。我々自身にとって、予測というのは把握するプロセスだと思う。それが勿論外に与えるインパクトというのは、また考えなくてはならないのだが。

武藤副総裁

少し付け加えたいが、勿論、外国がどうだという理由でこれを主張するつもりは全くなく、日本は日本でやっていくということで良いと思う。そのうえで少し繰り返しになって恐縮だが、やはり2年目はより不確実性が高まるということを当然前提として記述していくということと、さらに経済・物価動向に関するメカニズムというものをより丁寧に説明するということが、2年になればなる程必要になる。数字だけで物事を説明するということであっては、かえって誤解を生ずるというのはその通りだと思うので、恐らくこの展望レポートで数字を出すという話プラス、その中身も自ずとそれによって多少配慮する必要があるのだということは申し上げておきたいと思う。

福井議長

中原委員どうぞ。

中原委員

岩田副総裁も誤解はされていないと思うのだが、展望レポートを全く否定しているつもりはなく、今の展望レポートについてできることならもっと精度や説明力を高める必要があると思っている。また、一般論として将来2年程度の予測を出していくことも当然あり得ると思っている。ただ、今、このタイミングでいきなり採用するののかという点については疑念を感じているということである。それともう一つどうしても私の気持ちを離れないのは、金融政策のタイムラグをどの程度と見るのかという点である。これには色々な説があるのだろうが、2年後の予測を出すということは、予測＝目標ということになる可能性が十分にある訳である。また予測の数字は人によって参考計数としてある程度の幅を持って出される訳であるが、例えば、低い数字を出した人はその目標を達成できなかった場合には、追加緩和すべきだという提案をしなければならないという論理になってしまう訳である。実際、市場では、メディアンが非常に注目されている訳であるが、現在の政策を続ければそのメディアンに達するのだとすると、現在の政策の目標もそこにあるのだという印象をマーケットに与えてしまうのではないか。これは当然、3年だ、5年だと、もうほとんど予測不可能な時点の数字を出せばそれはまさに目標であると言えると思う。そういう意味では一年後の数字も目標性を持って捉えられることも考えられるが、比較的短いタイムスパンの中では、政策効果のタイムラグの問題や、与えられた環境の中での政策のモメンタム等を総合的に判断しながら目標性を薄めた記述も可能であるというのが私の考えである。

また、先程、武藤副総裁が「数字」よりもやはり「説明」をより丁寧に行うことが必要であるとおっしゃったが、仮に「説明」だけを今の1年から2年を対象にしたものに書き換えるというのであれば、私としては基本的に反対はない。ただ、今の展望レポートの書き振りは、水野委員がおっ

しゃったが、リスク要因や上振れ・下振れ要因についての極めて一般的な当たり障りのない書き方となっており、果たしてこのやり方で2年間のメカニズムをきちんと説明できるかということになると、私は大変疑問だと思っている。

福井議長

須田委員、如何か。

須田委員

先程、岩田副総裁が2年後の予測になれば、もう少し発散するかもしれないという話をされたのだが、それは確かにあると思う。景気のメカニズム、循環要因がどのように働くのかの予測の仕方次第で計数は変わってくる。そうすると私がちょっと気にしているのは、メディアン値なのである。成長率、物価の3つのメディアン値というのは、それぞれメカニズムの考え方が全く異なる別の人の数字なのである。それにもかかわらず外の人、この物価と成長をひとつのシナリオ上の話と捉えるが、場合によっては整合性が取れなくなるということもある。従って、もうちょっと色々考えたうえでやった方がよいのではないかという思いがある。

福井議長

展望レポートの期間を長くすることについてのご意見を伺った。私が事前に想定していた皆様のご意見、そのメリット、デメリットの範囲内の議論ではみ出した議論は概ねなかったかなと感じた。私自身は着任以来、なぜ1年に限定してアウトルックを出しているのだと、むしろ疑問に思い続けていて、金融政策が効果を発するまでの期間がどの位か正確には誰も測定できないが、やはり1年以上の展望を持ってものを考えてやっているとすることは疑いのない事実である。従って、そのところをもう少し長く出して、そんなに問題があるだろうか。私は数字を出しながら、この見通し計数というのはあくまで参考であって、世の中でこれが

ターゲットと認識されているという感覚は全くなく、むしろ展望レポートにおいて大事なことは基本的なメカニズムの解説であると思う。福間委員もおっしゃったように、もしリスク要因があるというのであればそこをやはり抉り出すような分析を見せるというところに真骨頂があるのではないかと思う。それがなければ参考計数というものは一人歩きするだろうし、意図せざる意味がそこに付加されるというリスクは当然ある訳で、そういう意味で私は、この展望レポートの期間を長くするというのはチャレンジングだし、チャレンジすべき課題ではないかというふうにかねてから思っていた。今日の議論を聞いていても私の考えはあまり変わらないので、あとで議長提案としては出させて頂きたいと思っている。

水野委員

数字を出す、出さないの議論ではなくて、どういうレポートを出すのか雛形でもあればもう少し議論のしようがあるのだが、今まで通りの展望レポートでは私は非常に不満である。民間にいる時も読んでいて深みがない、分析として深みがないと感じていた。今回見通し期間を2年に延ばすとそれ程先の話はよく分からないから、色々なリスクがあれもこれもあると列挙することになるが、それでは市場に参考にならないと思う。執行部を中心に相当エネルギーを注いで書いて頂かないと透明性の向上には繋がらないのではないかという感じがする。

福井議長

それは回数を経る毎に良くしていく努力しかないのではないだろうか。

水野委員

いや、これまでの上振れ・下振れ要因は何かあっさり書いているだけといった印象がある。非常にあっさりしていて、そのような上振れ・下振れは誰でも言える。

福井議長

直ぐ目の前に次の展望レポートがあるので、提案して頂ければと思う。

水野委員

数字だけ出す、出さないという議論には抵抗があるが、数字に加えて内容を伴ったレポートを出すのであれば多分賛成という人が増えると思う。数字を出す、出さないということだけについて問われても答えにくいということを行っているのである。

福井議長

それでは政府の方からご意見を頂戴したいと思う。まず上田副大臣、お願いします。

上田財務副大臣

まず国内経済の現状についてだが、今日、各委員の方々の見方とほぼ一緒であり、大局的に見れば景気回復局面にあると認識しているが、1月に比べて2月は若干弱めの経済指標も見られ、上り坂の中での微調整とも言える動きも続いている。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もと、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いけない状況に変わりはないと考えている。従って、日銀におかれては、現在の政策内容を継続するとともに、引き続きデフレ克服に向けた金融緩和政策を継続するという断固たるメッセージを市場や国民に示して頂きたいと考えているところである。以上である。

福井議長

それでは内閣府の方からお願いします。

内閣府浜野政策統括官

景気の現状については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。17年度が始まったが、17年度には政府・日本銀行一体となった取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

ただ今の政府のご意見に対して各委員からご意見あればどうぞ。宜しいか。それでは金融市場の調節方針について議案の取り纏め、そして採決に移りたいと思う。議長としては皆様方の多数意見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を提出したいと思う。他に議案提出ご希望の方はいらっしゃるか。

福間委員

先程申し上げた趣旨で、私は提案させて頂きたい。

福井議長

それでは福間委員の案、それから議長提案と二つ議案を出してみて頂けるか。

[事務局より議案配付]

それでは福間委員の案から読み上げてみて欲しい。

内田企画局企画役

では福間委員案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。

1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。日本銀行当座預金残高が 27～32 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場合がある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。

福井議長

議長案の方を。

内田企画局企画役

続いて議長案である。「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場合がある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。続いて別添、公表文である。「2005 年 4 月 6 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場合がある場合には、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ので、恐縮である。

[政府からの出席者退室]

それではまず福間委員のご提案の方から採決に付したいと思う。宜しく
願います。

[福間委員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：福間審議委員

反対：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

水野審議委員

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 1、反対 8。反対多数である。

福井議長

お聞き及びのとおりで否決した。それでは議長提案の方をお願いします。

[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

水野審議委員

反対：福間審議委員

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 8、反対 1。賛成多数である。反対は福間委員でいらっしゃる。

福井議長

賛成多数で議長提案を可決させて頂いた。反対理由についてももし追加的に福間委員からお話があれば。

福間委員

いや、もう同じである。

福井議長

宜しいか。

福間委員

繰り返す必要があれば繰り返すが。

福井議長

その必要はないと思う。それでは今、可決されたとおりの方針で引き続き厳しいだろうが市場調節を宜しく願います。それでは政府の方をお願いします。

[政府からの出席者入室]

議長提案の方が採択された。現状維持である。

それでは次に先程議論頂いた展望レポートの対象期間の延長に関する件だが、これは案件の性格上、私としては対外公表文という形で提案させて頂き、ご覧頂いて再度議論して頂ければというふうに思う。対外公表文案のようなものを作って頂けるようであれば出して頂きたいと思う。

[事務局より議案配付]

ちょっと読み上げてみて頂けるか。

内田企画局企画役

対外公表文の案である。「2005 年 4 月 6 日。日本銀行。「経済・物価情勢の展望」の対象期間について。日本銀行は、4 月に公表する「経済・物価情勢の展望」が対象とする期間について、今後、当該年度に加え、翌年度を含めることにした。これにより、「経済・物価情勢の展望」の対象期間は、4 月公表分、10 月公表分ともに、当該年度および翌年度となる。以上。」。

福井議長

そういう極めてシンプルな提案である。「見通しの期間」などというふうにわざわざ数字をクローズアップするような表現を避けている。レポート全体の対象期間というふうになっている。

中原委員

議論のポイントは計数を公表するか否かという部分に掛かっているというのが水野委員のご意見であり、私も本来であればこの中に「大勢見通しの参考計数公表も含めて」という趣旨の一文を入れて頂きたい気持ちがある。

福井議長

あれは正式には何と呼ぶのか。

山口企画局長

参考計数としての政策委員の見通しである。

福井議長

正式な呼び方か。

山口企画局長

然り。

中原委員

それでは「参考計表としての政策委員の見通しを含めて対象期間とする」との一文を入れてほしい。

須田委員

私もそう思う。

中原委員

展望レポートというものは、本当に書けるのであれば何も1年に限る訳ではなく、ある意味未来永劫全てについて文章で考え方を表明していくのは当然のことである。今回対象期間を2年にするという意味は、やはり計数の公表にあると受止めざるを得ない。一方、説明文の中では見通しの対象期間について、当然のことながら、2007年3月31日までである、といった言い方はしない訳であり、この点はある程度文中に滲み出すことで対応する形となるため、対象期間にはフレキシビリティを持たせることとなる。そういう意味で、私は対象期間を2005年度に限るべきであると申し上げるつもりもない。対象期間を設定するということは、政策委員の見通しだけではなく、計数も含めて、当然ながら対象年度が限定されるということになる訳である。今回の変更は、そういう趣旨ということで了解したいと思うし、正確を期すればその趣旨をこの公表文に書くことが正しいのではないかと思う。

山口企画局長

従来から展望レポートの基本的見解においては、昨年の4月の書き方を記憶と思うが、「経済・物価の2004年度見通し」というタイトルのもとで文章を書いている訳である。また昨年の10月の場合には、2004年度及び2005年度について見通しを書いているということになっている。従って、単に参考計数のカバレッジが当該年度だけであるのか、翌年度まで含めるのかということではなくて、記述の方もそのカバレッジをきちっと決めながら書いてきている。そういうことからすると今回のこの対象期間というもの、あくまでもメインの文章についてどこまでの期間を含めるのか、これを明らかにしていくことがポイントではないかと理解している。

福井議長

しかしクラリファイしようというご意見であった。そういう文章を書く

ということは別に問題ないであろう。

須田委員

私も問題は数字の件だけだと思うので、そこは本当はクラリファイして頂きたい。去年の4月の展望レポートでは、2004年度の部分しか書いていないとおっしゃったが、その先も見通すような形で書いてあった。であるから厳密にその年度だけについて書いていたのではなくて、やはりその先もあったというふうに理解している。

山口企画局長

最終的にはご判断だが、我々としては計数についてことさらにリファースするよりは、このような形で書いた方がむしろ文章にフォーカスしている感じがより強くなるのではないかと判断し、こういう形の発表文が望ましいのではないかと考えたところである。ただし、さはさりながらその辺りをより明確にする必要があるのだということであれば、それはご判断である。

武藤副総裁

ご趣旨はよく分かるのだが、この発表文の中に、わざわざ「計数」という言葉を入れなければならないかどうかということについては、少し慎重に考えたいと言うか、むしろこれで必要にして十分なる開示であると思う。当然、計数も含まれていることは分かるので、賛成か反対かということは全て議事録に残るということで私はそれで良いと思うのだが、文章までそういうふうにするかどうかについてはどうだろうか。私も別に拘らないが、この方が自然体という気も少しする。

白川理事

これは勿論ご判断だと思うのだが、実はこの文章を当初作った時には、今須田委員、中原委員からご指摘のあったそういう案を作ってみた。作っ

てみたのだが、どうしてもその文章を書いてみると我々の意図に反して数字の方に皆の関心が集まってしまうと思い、敢えてこういう無機的な文章にした。この展望レポートを公表する時、これは勿論、当時の経緯だが、公表を開始する時にこの見通し計数にやはり過大な関心が集まるのではないかと皆さん懸念され、私自身もそれはシェアしている。その結果、ここでの議論でこれはあくまでも本文の後に「参考」として出すということで皆が合意して出したという経緯がある。そういう経緯と今日のご議論を踏まえると、かえって出す方が両委員の意図とは実は反する方向になってしまうかなと思う。ただこれは最後はご判断である。

福井議長

計数が問題だとおっしゃっている委員が入れた方が良いということであれば何の問題もないのではないか。

白川理事

それは勿論ご判断である。

須田委員

私は計数を目立たせたくないということも重要と考えているため、そのような考え方で案を作成されたなら私はこれで良い。だが、では本件に反対した場合、なぜ反対したのかというのが公に出る。その際に、先行きの展望を出すことを考えること自体に反対だというふうに伝わるのは嫌だなとも思うのである。

中原委員

要するに反対の趣旨を議事要旨なり何なりにきちんと書いて頂けるのであれば、私は公表文には拘わらない。

武藤副総裁

しかし、議事の中身は公表してはいけないのだろう。

福井議長

議事の中身は公表しない。

武藤副総裁

今日公表してはいけないということだろう。議事要旨という形でしか出て行かないということであるが、それで宜しければそれが一番良いのではないかと私は個人的には思う。

福井議長

今日これで賛成多数とか、全員一致とかそこまで言うべきものだろうか。

水野委員

今日、記者会見では言われぬのか。

福井議長

いや、公表文は決定されれば出すが、全員一致とか賛成多数とか、そこまで公表する必要があるかどうかということである。

水野委員

今日か。

福井議長

必要ないだろう。如何か。

春委員

出さないのか。賛成何人、反対何人と。

須田委員

いや、それは出さなくても良いのではないか。

春委員

出さなくても良いのか。

白川理事

ちょっと気掛かりなのは、マーケットの関心の方はディレクティブの方、当座預金の残高の方に多分あって、そこで仮に記者の方からどうか、と聞かれた時に、従来は一応賛成多数だと答えていたが、その流れでもって万が一ということは多少ある。

武藤副総裁

聞かれたらどう言うかという課題はある。

福井議長

それは別の話であって、積極的に言うかどうかという点から言えば、敢えてここまで積極的に言うバリューはないのではないかと私は思う。ただ、聞かれた場合に嘘になってはいけないということではある。その場合は色々ニュアンスの差があるので全員一致ではなかったということ位は言っても良い。そういう扱いで宜しいか。問われなければシラッとしている。

須田委員

その方が良い。

福井議長

何かアクションを決める時のようにはしない。

水野委員

重みが違う。

福井議長

全員一致かどうかということにバリューはないだろう。

水野委員

然り。

福井議長

聞かれば完全一致ではなかったということ位はやはり言わないと事実に反する。では何対何かとそこまでは答えなくて良いのだろうと思う。文章は宜しいか。ではこれは決定案件ということで。

〔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

春審議委員

福間審議委員

反対：須田審議委員

中原審議委員

水野審議委員

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 6、反対 3。賛成多数である。反対は須田委員、中原委員、水野委員でいらっしゃる。

福井議長

賛成多数で可決させて頂いた。少数意見を改めてお述べになるか。

須田委員

それはどのような扱いになるのか。再度、申し上げた方が良いのか。

福井議長

いや、今まで既に述べておられればそれは議事要旨に吸収される。

水野委員

では私は述べさせて頂く。私が反対した理由は、政策委員会で量的緩和解除のプロセスについて十分なコンセンサスを得ていないにもかかわらず、展望レポートのみ複数年度を公表することは金融政策の透明性の強化に実質的には繋がらないこと、また、FRBやECBなど海外の中央銀行の例は非伝統的な金融政策運営を行っている現在の日本銀行には一概に当てはまらないこと、である。

福井議長

本件は先程の金融市場の調節方針と並べて会合終了後、直ちに公表する扱いとする。

V. 金融経済月報の検討

福井議長

それでは次に金融経済月報の基本的見解を決定したいと思うが、もう一度ご覧頂いて今日の議論を踏まえて先程説明のあったこのA3の紙について如何か。前月との対比ではあまり大きなモディファイはなかった。市況も良いか。宜しいか。それではこれも採決したい。

[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

福岡審議委員

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。この基本的見解は即日公表である。本日の15時公表の予定である。なお、詳しい方の背景説明だが、必要に応じ執行部で

修文を施したうえで7日、木曜日14時に対外公表を予定している。

VI. 閉会

福井議長

本日の議事はこれで終了だが、閉会の前に本日は植田委員が最後の金融政策決定会合である。僭越ながら一言だけお礼の言葉を申し上げさせて頂きたいと思う。植田委員は政策委員と言うか、審議委員として途中で一回再任されておられる。通計7年と大変長い間、審議委員をお勤め頂いた訳である。実は審議委員になられる前に調査統計局を1年強ご指導頂いた。そういうこともあって、そこまで含めると合計8年を超える日本銀行への貢献ということであった。本当に有り難うございました。かつ、大変ご苦勞さまでございました。大変厳しい時期にお勤め頂いたということである。新しい日銀法ができて最初に審議委員が任命される時に、審議委員のタームをバラせようと、皆一斉に任期がきたのでは、ということでバラせることになって一番若い植田委員が一番短い2年——若い人が長くて良いのではないかという話もあったようだが——というタームでご就任になって、当然のように再任されたということではないかと思う。現在、新日銀法のもとでのチャータード・メンバーは植田委員をもって最後ということである。今日でNew BOJのチャータード・メンバーはいなくなると同時に生き字引が去られるというふうな雰囲気である。そういう意味では新日銀の歴史の第1ページをめくる日とも言えると思う。新日銀法の制定過程に若干関与させて頂いた私自身としても非常に感慨を覚える次第である。調査統計局をご指導頂いたということもあり、日銀の全職員からも植田委員は大変尊敬され、慕われておられる。きっと職員も非常に寂しい思いをしていると思う。レコードをちょっと拝見したら、MPM、政策決定会合ご出席回数は、今日を含めて通計121回と大変長い。今後このレコードを破るというのはなかなか大変ではないかと思える位の回数である。ついでにボーティングの状況をもちょっと拝見したら、つまり簡単に言うと121回投票しておられる。複数の案件があったかもしれないが、

メジャーの案件について121回投票分のうち、反対投票は3回ということのようである。私が拝見したところ、この3回のうち2回、2000年8月と2001年2月はいずれもある意味で政策転換局面であった。政策転換局面における植田委員のボートはネガティブということであり、その時のマジョリティの意見、そしてマイノリティの植田委員の意見、ともに今後の歴史的検証が待っている。こういうことではないかと思う。また、植田委員にはご在任中大変多くの出張を内外ともにこなして頂いた。特に海外には21回赴いて頂いて、国際会議にも多大な貢献をして頂いたと思う。日本銀行としての貢献を大きくして頂いたと思うが、このように広範囲に足跡を残されて、今、歴史的検証が待っていると申し上げたが、自らの業績の歴史的検証のためにも多くの資料提供をなさってきたのではないかというふうに思っている。植田委員のことを多くの人に聞くと「理論的支柱であった」と皆さんこのように言っている。しかし私は単に理論的支柱と言うとあまりにも植田委員の場合には平凡過ぎると思っており、言葉にならないのだが、私に言わせれば「理論倒れにならない理論的支柱」ということであったのかなというふうに思っている。大変熱心の実務に対する理解を深めて頂いた。大変なご努力であったと思うが、そういう実務に対するご理解と、それからさらについでに言わせて頂ければセントラルバンク・スピリットというふうなものに強く共感して頂きながらの理論構成であったと思っている。ゼロ金利時代、あるいは今なお継続している量的緩和政策を含め、内外の普通の学者が描く骨組みということを越えて、日銀の政策としてこういう内実のあるものとして組み立てることに大変貢献されたとは私は思っている。いわゆる時間軸効果についても、やはり植田委員の発想がなければ、こういう政策のフレームワークに入り得たかどうかと思われる位のご貢献であったのではないか。できれば今の政策のイグジットまで皆に付き合っただけよかったと思っているが、これは私の本音だが、遺憾ながら期限は期限ということで今日お別れすることになった。議長から見てどんな委員であられたかと、植田委員は今日のご発言もそうだったのだが、いつも概してご発言は短い。ショート・スピーチ。しかし

大変豊かなインプットをいつも頂戴したというふうに思っている。議長から見ると大変手強い委員、だが頼りになる委員であられたと思っている。これから学問の世界へ戻られる、いわば自由な世界へ戻られるという大変羨ましい一面もある。ともあれ、豊かで大きな人生を益々立派に築いていって欲しいとお祈りしたいと思う。本当に有り難うございました。

植田委員

では一言だけ。過分なお言葉をどうも有り難うございました。今日の熱心な議論を伺っていると、これはそう簡単にはやめられないなという気がしてきたのだが、そうもいかないので総裁におっしゃって頂いたように、この7年間は自分の主観では中央銀行としては稀に見る非常に厳しい時期であったということは間違いないと思う。そういう意味では損な時にきたなという感じもする訳だが、政策担当者としてそういう時期に当たったということは本当はラッキーであったというふうに考えるべきかと思う。ただ、これもひょっとしたら間違いであって、この先を見てみると今日議論になったように、これは上手く出口にいくとすると、今日出たような、あるいは出ていないような様々な問題が待ち構えていることは間違いない訳であり、これまで以上に難しいかもしれないし、もしも出口にいけなかったとすると、これはこれまで以上にまた大変な目に遭われることも間違いない訳である。そういう意味で残された皆さま方は一段とラッキーな方々であるというふうに私は思わざるを得ない。今後、私はやや気楽な立場から今のような意味でやや羨ましく、しかし若干はハラハラしながら皆さま方のご議論を見守りたいと思うが、勿論、結論的には適宜適切に金融政策運営をして頂けるというふうに信じている。どうも色々お世話になった。

福井議長

有り難うございました。私としてはこれ以上「出口」を一緒に出ない審議委員の送別の辞は述べたくないと思う。

さて、次回の決定会合は4月28日である。1日開催である。展望レポートを予定している。いつも申し上げているが、機密保持のことである。決定会合における議論の内容はご自身の発言も含め厳に出席者限りとして、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から政府出席者の方々も含め、この場の皆様方、厳正な機密管理をお願いしたいと思う。私自身は午後記者会見を予定しているが、先程の展望レポートの件についてはあらかじめ打ち合わせをさせて頂いたような感じでやらせて頂くが、本体の調節の方も、発表文に「全会一致」ではなくて「賛成多数」となっている。これも全て後で議事要旨を見てくれというのが大原則であるが、何票反対があったのかとか、どういう反対であったのかということが必ずしつこく聞かれると思う。従来からもなるべく答えないようにしているが、既に量的ターゲットについては本来のスタンスとは関係なくアジャストメントがあり得るのではないかという議論に関する議事要旨が数回出ている。その延長線上での頭を変に、私が何も喋らないことによって崩すということもまた別のリスクが出てくると思うので、お許しがあれば反対意見は1票であった、どういう意見であったかという、そういう今までの延長線上の議論であったという位のところまでは言わせて頂ければ有り難いと思っているのだが宜しいか。ではそんなふうに対応させて頂く。本日は閉会する。有り難うございました。

(13時02分閉会)

以 上