

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2001年2月9日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席者：議長 速水 優（日本銀行総裁）

藤原作弥（日本銀行副総裁）

山口 泰（日本銀行副総裁）

武富 将（審議委員）

三木利夫（審議委員）

中原伸之（審議委員）

篠塚英子（審議委員）

植田和男（審議委員）

田谷禎三（審議委員）

政府からの出席者：

財務省

若林正俊

財務副大臣（9:00～13:31）

田村義雄

大臣官房総括審議官（13:31～17:13）

内閣府

小林勇造

内閣府政策統括官（経済財政－運営担当）

（9:00～12:18）

坂井隆憲

内閣府副大臣（13:02～17:13）

（執行部からの報告者）

理事

松島正之

理事

増淵 稔

理事

永田俊一

企画室審議役

白川方明

企画室参事役

鮫島正大（9:00～11:23、13:02～17:13）

企画室企画第1課長

雨宮正佳

企画室企画第2課長

田中洋樹（9:00～11:23、13:02～17:13）

金融市場局長

山下 泉

調査統計局長

村山昇作

調査統計局企画役

吉田知生

国際局長

平野英治

（事務局）

政策委員会室長

横田 格

政策委員会室審議役

村山俊晴

政策委員会室調査役

飛田正太郎

企画室調査役

内田眞一

企画室調査役

清水誠一

I. 開会

速水議長

ただ今から金融政策決定会合を開会する。

(午前 9 時開会)

本日は財務省から若林副大臣、内閣府から小林政策統括官にご出席頂いている。なお小林統括官は午前中でお帰りになる。若林副大臣は時間の許す限りご出席頂けるとのことであるが、午後の途中でお帰りになるかもしれない。その後は財務省からは田村総括審議官、内閣府からは坂井副大臣がおみえになると伺っている。

今日の取り進め方について少し議題が多いので申し上げたい。

まず、はじめに金融経済情勢に関する執行部からの報告を受ける。次に前回会合で執行部に指示した「流動性供給方法の改善」に関する検討結果について、執行部から報告してもらう。その後、金融経済情勢に関する討議を行なう。続いて当面の金融政策運営方針に関する討議の順番で進めていきたいと思う。なお、金融政策運営方針に関する討議では、流動性供給方法の改善策についても、執行部からの報告を踏まえて、ご議論頂きたいと思う。その後、もしあれば政府から出席の方々に発言をしてもらった後、流動性供給方法の改善策についての委員会としての対応を決め、その後に金融市場調節方針の採決をする。こういう順で進めて参りたいと思っている。これらの採決の後で、金融経済月報の「基本的見解」の取り纏めを行ないたいと思う。なお今回は、議事要旨の承認はない。

予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言は全て記録することを前提としている。委員および政府からの出席の方々におかれても、そのことを前提に発言頂くよう、宜しくお願いする。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部からの報告に移りたいと思う。最初に金融市場局から前回会合以降の金融市場調節の実績と、最近の金融・為替市場の動向について説明してもらいたいと思う。増淵理事と山下金融市場局長にお願いする。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

山下金融市場局長

まず前回会合以降の金融調節運営については、1月中はRTGS移行後初の中・長期国債発行日である22日と25日を迎え、これに月末が続いたことから、金融機関が一段と当座預金需要を拡大させたため、日々の資金需要の変化に応じ厚めの資金供給を継続してきた。例えば月末日の1月31日には1兆3千億円の積み上に当たる5兆1千億円の当座預金供給を実施した。また2月に入ってからRTGS移行後1か月が経過し、注目されていた国債発行日を含む一連の物日を円滑に乗り切ったこともあり、マーケットには安堵感が広がって、予備的な資金需要が次第に減少してきた。このため資金供給額を徐々に圧縮してきて、昨日はRTGS移行後初のリザーブ・ニュートラルとなる調節を実施した。こうした調節運営を行ってきた結果、オーバーナイト加重平均レートは、1月22日が0.28%になったのを除き、0.25%前後で総じて安定した推移を辿り、1月積み期の加重平均値も昨日段階で0.25%となっている。

このようにRTGSの下での資金取引が円滑に進んでいるため、短期金融市場関係者の当面の関心は年度末越え取引に集まってきている。ただ本行の年度末越えオペがオファーベースで既に18兆円を越えるなど、積極的に展開されていることに加え、前回会合での議長指示を受け本日の会合で何らかの流動性供給強化策が発表されるといった期待感が高まっていることもあり、年度末越えオペの応札倍率、落札レートともかなりのテンポで下がってきている。例えば平均落札レートは、直近では国債買入レ

ポ・オペが 0.30%、短国買現先が 0.23%とオーバーナイトレート前後にまで低下してきている。引き続きマーケットのニーズの変化を睨みながら、的確に資金供給を行なっていくよう、オペ手段、スタンス選択等の面で工夫を重ねて参りたいと考えている。

次に、最近のマーケット動向は、前回会合以降1月まで、株価は小幅持ち直し、債券は一段落、円相場は大幅反発の展開となった。このように1月央まで続いてきた株安、債券高、円安の流れに変化がみられたのは、米国経済の減速を一段と明確に示す指標の公表が相次ぐ中で、1月30日、31日のFOMCでの利下げ期待が高まって、米国株価、特にNASDAQが底固い動きを辿ったことを背景としたものである。もっとも、FRBによる市場予想どおりの0.5%の利下げ実施後、2月に入ってから、NASDAQは下落に転じた一方、わが国の景気、企業業績の先行きに対する慎重な見方が強まりつつあることなどから、株価が大きく下落している。2月入り後は株安、債券・円相場はもみ合いといった展開となってきた。株価が日経平均ベースで昨年初来安値を割り込んだこともあり、市場は再びかなり神経質な雰囲気となりつつある。

この間の株価の動きをやや詳しくみると、日経平均は引き続きNASDAQに連動する形で動いている。1月末にかけて1万3千円台後半でもみ合った後、再び大きく下落に転じている。昨日は、昨年第3四半期の実質GDPがマイナスに下方改訂されることに加えて、今年度の企業業績見通しの下方修正発表が続いたことから、改めて景気、企業業績の先行きに対する懸念が強まったこと、さらには与党の株価対策に証券・税制面での手当てが盛り込まれないことが確認されたとの報道もあったことから、失望感が広がった。これを受け、一段安となり、1万3,138円と昨年初来安値を割り込んで引けている。因みに、日経新聞は98年10月に記録したバブル崩壊後の最安値接近と書き立てているが、それは昨年4月の銘柄変更で指数としての連続性が失われた日経平均でみた場合であり、そうした問題のないTOPIXベースでみると、昨日の1,250ポイントは、依然バブル崩壊後の安値より28%ポイント上のレベルにある。この間、1月11日の

直近ボトムから昨日までの株価の動きを業種別にみると、上昇寄与度が高かったのは、輸送機器の0.9%ポイントや、通信、サービスのIT関連二つの合計1.2%ポイントであり、要すればNASDAQの反発やトヨタの自社株消却発表等を背景に、買い戻しの動きが入ったものとみることができるといえる。一方、下落業種で目立つのは、銀行株であり、寄与度ベースで0.6%ポイントの低下となっている。因みに、昨日のTOPIXベースの銀行株指数は98年10月19日以来の低水準である。今年に入ってから動きをIT関連三業種、銀行、構造不況三業種、およびその他業種の株価に分けて昨年10月4日を100として示してみると、1月11日の直近ボトム以降の変動は主としてIT関連と銀行株の動きによるものであることがみてとれる。今後の株価を展望する際にポイントとなるのは、まずわが国の景気動向と企業業績であるが、それに次いでマーケットで注目されているのは、引き続き米国株価、特にNASDAQの動きである。最近のS&P500の動きを主要業種別に示したものであるが、FRBによる緊急利下げ、その後の上昇は専らテクノロジー、通信等のいわゆるTMT業種の反発によるものであり、金融関連やその他の業種はほとんど上昇をみていない。これは98年10月のLTCM危機時の緊急利下げ後にほとんどの業種が揃って上昇をみたのとはかなり異なった形となっている。こうしたことから、1月末にかけてのNASDAQの反発は、これまで極度に悪化していたTMT業種に対する市場心理が、利下げによる流動性増加期待から幾分好転し、買い戻しの動きがみられたことによるものに過ぎず、その持続性には疑問が残るとの見方が少なくない。実際NASDAQは2月に入り、企業業績の下方修正などを受け、その水準を引き下げており、先行き不透明感が再び強まっているように窺われる。当面の株価動向については、バリュエーション面での割安感が強まっていることなどから、米国経済、株価のソフトランディングの前提が揺るがない限り、1万3千円を大きく割り込んでいく可能性は少ないといった見方が今のところ市場筋の多数説となっているように思われる。しかしながら、期末を控えた決算対策や、持ち合い解消の売り圧力が根強く存在する。因みに、東証一部銘柄の株価が

大きく下げる中で、店頭株価は一昨日まで7営業日連続して上昇しているが、持ち合い解消売りの圧力がないことが、その上昇の一因とされている。また、NTTドコモの大型ファイナンスの影響などもあり、依然として需給面への懸念が強いことなど、マイナス材料が少なくないことから、上値の余地も限られており、暫く昨年初来安値圏でのみ合いが続くとみる向きが多い状況である。因みに、投資家調査結果では需給要因、政治要因が下落要因として挙げられている。

この間のその他市場の特徴的な動きを二点手短かに報告する。第一は前回会合での議長指示を受けての長短金利の動きである。まず長期金利は、その発表を契機に買い安心感が広がったことなどから一段と低下して、1月26日には99年5月下旬以来の水準となる1.420%まで低下した。その後は利喰いの動きなどから一旦1.5%までレート水準を高めた後、1.4%台後半でもみ合う展開となっている。下の図で前回会合以降のイールドカーブの変化幅をご覧頂くと、残存期間10年以上の長期、超長期ゾーンが相対的に大きく下落しているのが分かる。前回政策決定会合時から10年債が1.420%のボトムをつけた1月26日までの変化幅とその後から昨日までの変化幅をみると、これまで相対的に買い込まれ、やや行き過ぎ感が出ていた中短期ゾーンを中心に利喰いの動きが広範に出たことが窺われる。機関投資家の注目する要因を見ていくと、景気動向、金融政策が低下要因としてウェイトを高めている。当面の債券市場では本行の金融政策と景気・株価動向を眺めながら、決算期末を控えた益出しの動きと押目買いの動きが交錯してもみ合うややボラタイルな展開が予想されている。一方、短期金融市場では、議長指示を受けて年度末越えとなる3M物を中心にレートはかなり低下をみている。例えば、短国レート3Mは、19日の発表を受けて、0.36%から0.325%へ急低下した後、総裁記者会見での量的緩和を展望したものではないといった発言から一旦反発はしたが、その後じりじりと低下しており、昨日は0.29%となっている。また、ユーロ円レートも今週に入って下げ始めている。一昨日公表された共同通信社のアンケート調査結果では、今後3か月以内に金融緩和が実施されるとの見方

がやや増加しているが、13%に止まっている。ただ、マーケットでは本日の政策決定会合で何らかの流動性供給策が公表されるといった期待感から模様眺め気運が強まっており、年度末越え資金取引は足許ではほとんど成立していない。

第二の特徴的な動きは、円安修正が大幅に進んだことである。円の対ドル相場は前回会合時の118円前後から一昨日には一旦114円前半まで円安修正が進んだ後、現在は116円前後でのみみ合いとなっている。このように円相場が反発した背景としては、米国景気の減速を示す指標が相次いで公表される中で、FRBによる一段の利下げへの期待が高まっていること、国内の機関投資家による期末を睨んだ益出しのための外貨資産処分——いわゆるリパトリ——の動きがみられること、さらにはNTTドコモの増資などに絡む海外投資家の円手当ての動きが出ていること、などが指摘されている。基本的にはこうした材料を契機に、これまでの円安の流れを主導してきた短期筋ショートポジションの調整、利喰いの動きが広範にみられたことによるものと評価できるのではないかと思う。因みにシカゴの通貨先物取引、IMMにおける円ショートポジションをみると、1月下旬にかけて縮小に転じており、短期筋のポジション調整が進みつつあることが窺われる。またリスク・リバーサル動きをみると、例えば1か月物はドル・コール・オーバー幅が1月末から2月初めにかけて急速に縮小しており、円ベアセンチメントの後退がみられる。当面は114円から118円台のレンジでやや方向感の欠ける展開が予想されている。

以上申し上げたように、マーケットでは1月初のFRBによる緊急利下げ後の世界的な株価の持ち直しなどから1月中はやや一息ついた雰囲気にはあったが、2月に入って株価が再び下落に転じていることなどから、先行きへの警戒感が再び強まりつつある状況である。マーケットの当面の関心は、米国経済ならびにわが国の景気、企業収益動向などファンダメンタルズの動きと、本日の金融政策決定会合で打ち出される流動性強化策の中身、さらには来週のG7会合の帰趨等に集まっているように窺われる。私からは以上である。

速水議長

それでは、ただ今の説明につき、質問があればどうぞ。

中原委員

現状の銀行株の水準はいつ頃以来なのか。

山下金融市場局長

98年10月19日以来だと思う。

中原委員

これはTOPIXの銀行株か。

山下金融市場局長

然り。TOPIXである。

三木委員

今の数字の確認であるが、昨年の4月の銘柄変更以降の最安値は、日経平均のベースで幾らか。

山下金融市場局長

1月11日の1万3,201円である。

三木委員

それから、TOPIXについて同じようにみた場合はどうか。

山下金融市場局長

やはり1月11日である。

三木委員

今のレベルはそれに対して28%ポイントまだ上にあるという意味か。

山下金融市場局長

先程申し上げた28%ポイント上というのは、バブル崩壊後の最安値に比べてである。98年10月15日の980ポイントに対する比率である。

三木委員

あの時はポイントが980ポイントだったのか。

山下金融市場局長

98年10月15日は、980ポイントである。直近の安値は1月11日の1,230ポイントである。

中原委員

28%ポイントは980ポイントに比べての比率か。

山下金融市場局長

そのとおりである。

速水議長

質問がないようであれば次に移る。国際局から海外金融経済の動向について説明してもらう。松島理事と平野国際局長お願いします。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

平野国際局長

まず概況であるが、前回決定会合以降の変化の一つは、米国の景気減速傾向が一段と明確化したこと、二つにはF e dの金融緩和を受けて米国金融市場の逼迫感が幾分和らいでいることである。民間予測機関による米国

の今年の成長率見通しは、1月時点でブルーチップベースで2.6%であるが、今後かなりの下方修正が加えられる可能性が高いと思われる。米国経済の先行きの成長パスについては、楽観、悲観様々な見方があるが、この時点で決めつけるのは危険であり、引き続き注意深くみていく必要がある。

それでは、米国経済から説明する。まず米国の昨年第4四半期のGDPが公表されたので、簡単に特徴点だけ説明する。第4四半期の実質GDPは前期比年率1.4%であり、前期の2.2%に比べて伸び率を鈍化させている。個人消費が前期に比べて伸び率を低めたほか、-0.2%という設備投資の減少が主因である。なお、四半期ベースで設備投資が前期比マイナスとなったのは、9年振りである。一方、外需であるが、輸出は7期振りにマイナスに転じた一方で、輸入の伸びも大幅に鈍化したことがこの表からみてとれる。設備投資の動きを確認してみたいと思う。設備投資減少の背景は情報化関連投資の伸び率が大きく鈍化したことがある。これに加えて白抜きの部分は情報化関連投資を除く機械投資であるが、これが大幅なマイナスになったことが効いている。米国の主要経済指標の1月の特徴を三点申し上げる。一つは6.の消費者コンフィデンス指数が大幅に悪化したことであり、114.4は96年12月以来の低レベルである。二番目は10.全米購買者協会NAPM指数も大きく低下したことであり、41.2は91年3月以来の低水準である。三番目雇用統計では、13.失業率が前月と比べて若干失業率が上昇する姿がみてとれる。これは自動車や一部IT関連企業等のレイオフの動きを反映したもので、労働市場は若干緩和の兆しが窺われる。次にユーロエリアである。ユーロエリアの景況判断指数、コンフィデンス指数をみると、ユーロエリアの景気はスローダウンはしているが、失業率の低下に象徴されるような雇用環境の改善、あるいは減税などが家計のコンフィデンスを下支えていることもあり、個人消費を中心に相対的には底固い展開と言えらると思う。なお、イギリス、BOEでは昨日海外景気の減速あるいは物価の落ち着きといったような情勢を背景に、0.25%の利下げを行なっている。次に東アジア諸国の主要経済指標である。前回報告した時から事態は変わっていないが、確認のために申し上げると、輸出

の減速をきっかけに韓国、台湾を中心として景気に急ブレーキがかかっている。これらの国ではコンフィデンスの低下もあり、内需も減速している。例えば韓国を例にとると、昨年末から本年春にかけての景気は瞬間風速でみてゼロないしはマイナス成長のイメージである。こうした状況の中で、韓国、台湾、フィリピン、香港といったような国々では相次いで利下げを行なっている。一方、中国は財政支出増、あるいは対内直投の流入といったことに伴う内需の好調があり、輸出は減速しているが、それにもかかわらず相対的に堅調な景気展開と言えるかと思う。

海外経済は以上であり、米国の金融環境について報告したいと思う。米国の金利である。長期金利は大きくみればほぼ横這いである。F Fの先物金利は、4月までの50bpのF e d利下げをほぼ織り込む展開になっている。以下米国の金融市場環境に対するストレス度の観点からざっと概観したいと思う。株価は先程市場局長から説明のあったとおりであるが、米社債間のスプレッドをみると、低格付社債のスプレッドがかなり縮小してきていることがみてとれる。株価のボラティリティも低下してきていることがみてとれる。最近一部の新聞が米国における企業の資金調達状況についてかなりベアリッシュな記事を連続して打っているので、若干企業の資金調達環境について説明してみたい。企業の資金調達環境についての1月のデータをみると、特徴的なこととして社債の発行が増加した。二番目には、株式の新規公開がほぼゼロに落ち込み、引き続き低調である。銀行貸出では商工業向け銀行貸出の増加といった現象がみてとれる。商工業向け銀行貸出が伸びているのは、多分C P市場が年末か年初にかけて相当タイトになったことから、C Pを発行する代わりに銀行のコミットメントラインを利用して調達をする商工業者が増えたと推定される。そうすると、銀行にとっては、いわば受動的な貸出の増加と言えようかと思う。銀行貸出に絡めて、F R Bによる1月の銀行貸出調査によれば銀行の商工業向けの融資姿勢はいわば急速にタイト化していることが窺われる。以上を纏めると、F e dの金融緩和を契機として、米国の金融市場環境には若干の改善がみられる。しかし、信用リスクに対する警戒感は引き続き強く、金融機関の

貸出態度が慎重化していることもあり、信用度が相対的に低い企業にとっては、なお厳しい環境が続いているのではないかと思う。以上である。

速水議長

質問があれば、どうぞ。

中原委員

アメリカ経済は平穏なのか。

平野国際局長

平穏とは言っていない。要するに先行きは予断を許さないということであって、金融環境は若干緩和しているが、やはり基本的には厳しいと思う。

山口副総裁

最後の企業の資金調達環境の展開に関する点は、アメリカの景気回復シナリオにとってどういう意味を持つのだろうか。

平野国際局長

今の金融緩和がどういうテンポで、どのように浸透するかをみている訳である。今のところは優良企業にとっての金融環境は相当改善しているが、それ以外の企業は引き続き厳しい。一頃グリーンспан・プットといったことが言われたが、そういう状況にはなっていない。普通以下の企業にとっては厳しい状況が続いているので、その辺を注意深くみていく必要があるだろうと考えている。今のところ、緩和の効果は相当限られており、政策効果が発現することによって設備投資が立ち上がってくるシナリオを裏付ける十分な証拠はないと思う。

三木委員

問題の東アジア諸国については、データは第3四半期までしか出ていな

いので、これでは変化が読み取れない。

平野国際局長

この表からは読み取れないが、もう少しアネクドータルな情報も添えて総合判断してみれば、第4四半期からこの春先にかけて少なくとも韓国では相当落ち込んでいるし、その他の諸国でも減速がかなりはっきりしている。データが十分ではないので、きちっとお話しするのは難しいが、そういうことである。

速水議長

他にないようであれば次に移る。次に調査統計局から最近の国内経済情勢について、永田理事と村山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）

村山調査統計局長

経済の現状評価については、前回下方修正した訳であるが、今回はさらにそれを下方修正するほどの材料はないというのが結論である。まず現状認識から申し上げると、設備投資は増加を続けている。個人消費は全体としてみれば依然回復感に乏しい訳であるが、一部には明るい指標もみられる状況である。住宅投資については、前月は徐々に減少しているとの判断であったが、今月は住宅投資はほぼ横這いで推移していると判断を変えている。公共投資は減少テンポが鈍化している。純輸出については、輸出の減速、輸入の増加と両方向から減少している状況である。生産の増加テンポについては、輸出の減速からかなり鈍化している状況が続いている。企業収益は改善を続けているとみられる。家計の所得環境については、引き続き厳しい状況にある訳であるが、労働需給が改善傾向にあることもあり、底固く推移しているというのが私共の判断である。以上を総合すると、わが国の景気は緩やかな回復傾向を続けているが、そのテンポは輸出の減速により鈍化していると判断される。ここも総括判断は前月と同じである。

この先景気回復の持続が展望できるかどうかの判断は、海外景気に変調が生じている訳で、そういった中でわが国の企業部門を起点とする所得創出のメカニズムが途切れることなく続くかどうかにかかっている。この点は先月指摘したとおりである。当面の鍵は、一つは企業収益、もう一つは生産である。生産については、自動車は3月生産計画を下方に修正している。ただ、そういったことを織り込んでも、当面は横這い圏内で推移するとの見方が業界からの感触である。今のところ収益についても、一部の輸出関連企業では収益計画を下方修正する動きもあるが、総合して考えると、製造業の増益基調自体が崩れたと判断する材料はまだ乏しいと考えている。ただ、先行きこういった生産活動が回復しないまま時間が経過すると、いずれ収益の改善傾向が止まり、設備投資も調整局面に入ることは避けられない。従って、米国および東アジア経済の調整の程度、およびその調整の長さについて、今後とも注意深くみていく必要があると考えている。国内の状況をもみても、株価が低迷を続けており、これが企業あるいは家計の心理の冷え込みに繋がっていくことがあれば、それ自体景気に対する負のショックとなる。従って、企業や家計の心理面を通じるダウンサイド・リスクについても、引き続き警戒が必要であると考えている。物価の先行きについては大きく判断を変えていない。すなわち、国内需給バランスの基調的な改善傾向はなお維持されていると考えている。ただ、一部の財が輸出の減少を起点とする在庫調整に入っており、こういったことから需給バランスの改善はこれまでのような一本調子では進み難い状況になっていることも事実である。また、原油価格については昨年末に急落しており、足許少し戻しているが、技術進歩、規制緩和、あるいは流通合理化の影響といったこともある程度尾を引いてマイナスに寄与していく可能性が高い。他方で急速に円安が進んでおり、輸入物価の上昇を通じて国内物価の下落を抑制する方向に働く。以上を総合して考えると、各種物価指数は、当面やや弱含みで推移する可能性が高いと考えている。在庫調整については、一部の財で起こっているが、まだその範囲は限定的である。労働需給についても総じて改善傾向にあるので、国内民需を中心とした国内需給バ

ランスの改善基調という判断自体は変える必要はないと考えている。

以下各論について説明する。図表 5 に実質輸出の内訳があるが、実質輸出計で 12 月は前月比 -4.1% と減少している。この結果、10~12 月は -0.3% と、ほぼ横這いにとどまる。国別の内訳では米国が比較的堅調であったが、EU それから東アジアが特にマイナスに寄与した。財別をみると、12 月は中間財が -3.1% と減少している。これは、東アジア向けの鉄鋼、化学等である。また情報関連もかなり伸びが鈍化してきている。それから資本財部品についても 12 月はマイナスをつけており、東アジア向け半導体製造装置の納入の先送り、あるいはキャンセルが出てきたものである。図表 6 で今申し上げた情報関連財について少し詳しくみると、10~12 月期としてはコンピュータは増えているが、これは中型のコンピュータが一時的に増えたためであり、恐らく一時的なことである。むしろ情報関連財の趨勢を示す半導体電子部品は 7~9 月マイナスの後、10~12 月も若干増えた程度で、全体としては横這い圏内の動きになっている。恐らく今後一時的には減少する可能性が高い。それから、資本財部品は 10~12 月にかかなり減少しているが、半導体製造装置、一般機械でも射出成型機等で減少がみられたとのことである。

次に図表 10 設備投資関連である。機械受注の 12 月分は本日の午後 2 時公表のため、ここでは 11 月分までであるが、10~11 月の平均でみると、機械受注は 7~9 月に比べて +1.8% である。業界の当初見込みは +7.6% であったので、これに比べると下振れしているが、依然として増加傾向にあることが確認できる。一方、建築着工床面積での 10~12 月は -7.9% と減少し、3 四半期連続で減少した結果になっている。鉱工業をみると、これまでプラスを続けていたが、10~12 月は 6 四半期振りにマイナスとなった。一方、非製造業については、大店舗法改正前の駆け込みの反動という形でマイナスが続いていたが、11、12 月をみる限りそういった反動が少しずつ薄れつつあるのではないかと考えている。一般資本財出荷は設備投資とほぼ同じ動きをされると言われているが、7~9 月プラスの後、10~12 月も +2.7% と増加基調が続いている。それからアンケート調査では法人

企業動向調査の9月分しか出ていないが、その後12月分が公表された。まず7~9月の実績見込みが9.2%の増加となっているが、+0.1%に実績では変更された。10~12月の実績見込みは+11.3%とかなり振れの大きな統計であるが、一応10~12月はプラスに出た訳である。図表11 情報関連投資の推移ということで、情報関連の資本財出荷、あるいはソフトウェアをみても総じて高い伸びを続けていると思う。

次に図表13 個人消費関連である。消費水準指数の12月分が出て前年比が+2.8%、前月比が+1.6%である。勤労者世帯よりも全世帯の方が12月は若干高くなっている。10~12月を括ると、前期比で+0.1%とほぼ横這いの動きになった。一部に明るい指標もみられると捉えているのは、乗用車の出荷ベースで、10~12月は+4.8%とかなり大きく伸びた後、1月は一時的だと思うが、-8.6%とかなり大きな落ち込みになっている。これは反動減だと思う。それから家電販売については、10~12月+3.3%と引き続き大きな伸びをしているし、旅行取扱額も海外を中心に伸びている。株価が低迷する中で、消費者マインドが注目されている訳であるが、図表18 消費者態度指数の12月分が出ている。これも引き続き緩やかに改善している。恐らくその背景にあるのは、有効求人倍率等に表われた雇用環境の好転ではないかと考えられる。

図表19 住宅関連では12月の総戸数が126万戸とまだ若干増えている。従って、10~12月を括ると123万戸と7~9月に比べて増えた形になっている。ただ、持家について考えると、公庫申込み自体は低調なので、先行き恐らく減少してくるとみられる。また、分譲の12月についてもやや一時的に着工が集中した傾向があり、このまま増加する訳でもない。従って、事実として戸数が増えているので、徐々に減少から横這い圏内との判断に改めたが、基本的にはそれ程強い訳ではなく、先行きは緩やかに減少すると考えている。従って、基本的な私共の見方は変えていない。

図表21 で以上を踏まえた生産の動きである。1、2月の予測指数は、共にプラスになっている。この結果、3月を横這いで1~3月を計算すると前期比+2.6%とかなり大きな増加になる。ただ、私共の企業ヒアリング

によると、大体1~3月横這いとの感じを得ている。また、10~12月でも10月段階では+2.5%の予測であったが、仕上がりは+0.3%とかなり伸び率は鈍化している。また、12月の実績+1.5%に対する予測指数は+2.0%であったし、1月の+0.7%の予測はその前の月に出た予測では+1.5%であって、いずれも下振れする傾向がある。こういったことを勘案すると、やはり仕上がりは1~3月でほぼ横這いと見ておいた方が良いのではないかと考えており、生産については一時的に横這い圏内の動きという従来の判断を変えていない。

次に図表27、12月のボーナスである。毎勤ベースの特別給与すなわちボーナスの12月分が判明して、これを用いてみると、2000年の冬季賞与は前年比-1.5%と、昨年の+0.8%からマイナスになってしまった。例えばこれを日経新聞の調査と比べると、かなり違った結果になっている。違った原因は、製造業は大体日経調査と同じであるが、非製造業の500人以上、100人以上といったところが日経新聞とかなり大きく違っている。この非製造業の中身を見てみると、大きく前年を割っているのは、例えば医療、社会保険、教育といったところである。なぜこういったところでマイナスになっているかであるが、実はこの医療とか社会保険、教育の中には、いわゆる公務員および第三セクター等の準公務員が含まれている。公務員ボーナスの方が前年比4~5%カットされているとのことなので、そういった影響が出ているのではないかと思われる。こういった分野では公務員および準公務員のウェイトが高く、医療関係では約3割、社会保険関係では約5割、教育関係は約7割といわれており、恐らくそういったものが影響している。ただ、この解釈が難しいのは、総需要の面では公務員を含めて考える必要があるし、景気の判断としては、公務員給与は後追いでくるので、民間部分をみていく必要があることである。両様からこれを判断していく必要があるということであるが、私共としては所得の動きそのものは堅調であるとの判断を変えていない。このほか統計上の振れもあるので、これはあくまでも速報である。従って確報、それから残された1月の数字といったものを今後ウォッチしていく必要があると考えている。

最後に物価関係では、昨日卸売物価が出た。追加図表に物価関連指標があるので、卸売物価指数について主として説明する。国内卸売物価の1月の数字は、前年比で-0.3%と12月からマイナス幅が若干拡大した。前月比では-0.2%、3か月前比も-0.2%であり、若干マイナス幅は拡大した形になっている。どこが寄与したか見ると、大きく変わったのは為替・海外市況連動型であり、12月の+3.2%から1月は-0.6%になっている。これは原油市況の低下を映じて、石油関連製品の値段が低下したためである。従って、これを主因に12月に比べて若干マイナス幅が大きくなった。そのほかのところはどうかということで、需要段階別推移をみると、特徴的なのは(2)耐久消費財である。ここでは輸入・耐久消費財と国内・耐久消費財に分けているが、まず輸入・耐久消費財については、12月が3か月前対比でプラスになっている。これは円安の影響である。一方、国内は、この夏場から秋にかけてマイナス幅が拡大した訳であるが、これは家電製品を中心に新製品が出てきて、銘柄変更を行なったことに加え、指数の取り方を一昨年から工夫をしていることもあって、いわば品質の向上による部分が従来の統計よりもやや多めに出ている影響が出ているのではないかと説明した。こういった銘柄変更が足許では一巡しており、そういう事情からマイナス幅が縮小している。従って、趨勢的にみれば、国内・耐久消費財についてはほぼ同じような状況で趨勢が変わっている訳ではないという理解ではないかと、今のところ考えている。それから、非耐久消費財も輸入・非耐久消費財がプラスに転じている。これは円安の影響があったためである。以上である。

速水議長

質問がありましたらどうぞ。

中原委員

先程の生産で4~6月期がやっぱり横這いである、一時的に下振れ横這いだと説明していた。そこのところをもう一度説明して欲しい。

村山調査統計局長

4～6 月期は今私共ヒアリングをしている最中であり、今のところまだ企業でも 4～6 月期の生産計画を固めている訳ではないので、あくまで腰だめ的な感触として申し上げた訳だが、中原委員指摘のとおり今のところ 4～6 月期も横這いである。

中原委員

図表 18 で消費者コンフィデンスの説明があったが、アメリカだと例えばミシガンとか権威のある統計があるが、この中では何が良いのか。

村山調査統計局長

残念ながらどれが権威があるといった定説はない。ただ若干レベルは違ってきたりするが、どれも同じような動き、方向性としては大体同じ動きをしているので、一応我々はそれぞれを均等にみている。内容や聞き方が多少違ったりしているので、少し違いが出てくる。

植田委員

機械受注にある資本財出荷と法人季報や GDP の設備投資との関係が過去と比べるとかなりずれてきているように思えるが、これは過去の平均的なずれの範囲内なのか、やはりずれているということなのか。あるいはその原因について何か分かっていることがあれば教えてもらいたい。

村山調査統計局長

まず法人企業動向調査については、我々の経験からみてここ 5～6 年あるいは 10 年といったタームでみると昔に比べ振れがかなり大きくなっているような印象を持っている。因みに昨年の 7～9 月期も大幅なプラスからマイナスへと振れているし、10～12 月期も二桁の伸び率を示すなど、内閣府の調査でかなり大きな振れを示しているので、少し統計の性格が変わっ

てきたような印象を持っているが、その要因ははっきりしない。それから法人季報についての印象論を申し上げますと、大企業の動きについては、これまでのところ私共の短観の概況とほとんど同じである。ただ短観は四半期がないので、厳密に四半期ごとに合っているかどうかは分からないが、少なくとも年度の仕上がりは同じである。そうすると例えば大企業・製造業だとこの2000年度は二桁の伸びになっている訳であるが、途中経過である法人季報の上期とはかなり違ってきている。恐らく短観が若干下方修正されつつ下期には上期からずれ込んだ形で増えるのではないかと読んでいる。分からないのはむしろ非製造業の中小企業で、こちらは従来から短観とは少し異なった姿になっている。統計の振れがこここのところ少し大きくなっているような感じがする。特に非製造業の中小の中身をみると、例えばホテルなどの設備投資がかなり大きな振れを示している。従ってそういったところの振れを均してみていく必要があり、印象論からいくと7～9月期の法人季報の数字は資本財出荷等の動きからしてやや下振れしている可能性があるともみている。

中原委員

何か7～9月期のGDPの解説はないか。

村山調査統計局長

7～9月期のGDPについては、設備投資を中心に下方改訂された訳であるが、設備投資の下方改訂幅自体は、法人季報から我々が推計したものとほぼ同じであるので、意外感のある数字ではない。ただ先程申し上げた法人季報の数字に振れはないかというところをむしろ問題にすべきだと考えている。

速水議長

生産や企業収益、所得などでマイナスが目立つのは余りない。消費者マインドもそれ程悪くない。

村山調査統計局長

消費者マインドは先程申し上げたように、恐らく労働需給が改善傾向にあることを映じていると思う。ただ、今マイナスのものが少ないとの指摘があったが、生産一つ取っても7~9月期の伸びからするとかなりのテンポで鈍化している。横這いということはこれは大変なことだと私共は受け止めているし、これが10~12月期には既にほぼ横這いとなっている。1~3月期の私共の見通しは横這い、4~6月期はまだよく分からないが、今のところの感触で横這いなので、生産が停滞してくると本当に製造業中心の増益基調が維持できるかどうか私共は真剣に考えなければいけないと思う。

速水議長

企業のマインドや株価の下落要因をみると、先行きに対する懸念が強いのだろう。

村山調査統計局長

株価は私の担当外であるが、これまで企業収益の回復をリードしてきたのは輸出であった。勿論その裏にはリストラがあるが、企業活動としては輸出と輸出から波及した設備投資といったところであり、そういった大本に大きな変化があったということは当然のことながら企業マインドにも影響していくと思う。

三木委員

これは後の月報のところでも少し申し上げるが、今の話とこの月報の前提となる文章は、甘いのではないかと思う。過去のデータだけ見ていけばそうなるのかもしれないが、この1か月の変化というところではない。しかしその前にずっとデータを蓄積してきても今はもう2月であるから、少しこの全体の分析が甘いのではないかなという気がする。

村山調査統計局長

そこは後段で議論頂くことであるが、私共の気持ちとしては、先月既に一段下げており、それは足許の数字が非常に悪い数字が出たというよりも先行きのリスクを勘案した結果、下げた方が良からうということで下げているので、先月下げた状態からもう一段下げる必要があるかどうかについては、少なくとも私共執行部の判断としてはない。それはまさにご議論頂きたいところである。

速水議長

ほかにございませんでしたら次に移る。企画室から最近の金融環境について説明してもらおう。増淵理事、雨宮企画室企画第1課長に願います。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

雨宮企画室企画第1課長

今日の報告のポイントを三つ申し上げると、まず一つ目は去年の終わりから本年入り後にかけての株価下落が資金仲介活動にどう影響を与えるかという観点に着目して金融環境をみてきたが、一応今月については前月と変わらずエクイティ・ファイナンスの一部新規公開に影響がみられる程度で、全般的に金融機関行動、あるいは社債・CP市場に大きな変化はみられない。二つ目はマネーサプライの伸びが若干高まっていることがはっきりしてきてこれをどう評価するかである。答えは簡単で郵貯からのシフトによるものである。三番目は高水準ではあるが、企業の倒産件数の増加傾向がここに来て歯止めが掛かって、むしろ12月までの数字では減り出している感じが出始めている。これをどう評価するかが三つのポイントである。

まず図表1 クレジット関連指標では、5業態合計の貸出残高の12月が-1.9%で、昨日1月の数字が発表されて-1.8%であったので、ほぼ-2%弱の動きが続いており、特に大きな変化はない。図表3 CP社債市場の動

向でCPの発行残高をみると、資料には本行のオペ残高のみであるが、その後市場全体の数字が出て、19.3兆円と既往ピークになった。因みにCP市場残高の既往ピークが昨年12月Y2Kに備え大量発行された時の18.6兆円だったので、19.3兆円はピークになる。これだけCPが出ている理由の一つは昨年から企業が1月のRTGS導入を控えてやや足の長いCPを発行したために1月期限の到来が少ないという要因と、もう一つは1月19日の決定会合の議長の指示の影響もあってCPレートが下がったことがある。さらに、一部にCPオペを本行が増やすのではないかという思惑もあってCPの発行が増えたというやや特殊な要因があるようである。ただ、この半年CP市場の残高は確実に増えていてこれが企業金融にとってどういう意味があるのかももう少し落ち着いて研究したいと思っている。社債発行残高については、前年比2%程度で大きく変わっていない。この間エクイティ・ファイナンスの動向については、上場ないし店頭登録の承認を受けた後その公開を延期した企業の件数を申し上げると、11月が一番多くて6件、12月1件、1月は0になって2月2件とぼつぼつ起きている。今申し上げた数字は上場ないし店頭登録の承認後の延期なので、計画だけ発表して止めたといったようなこの前の1兆円の野村総研の例は恐らく水面下にはまだあるのではないかと思う。図表5でマネー関連指標を説明する。まずマネタリーベースをみると、1月の残高前年比は-5.6%と大きくマイナス幅を拡大させている。ただこれは申し上げるまでもなくY2Kのあった昨年の裏要因で、実数をみると68.1兆円と2000年平均64.5兆円に比べレベルとしては非常に高い。その下のマネーサプライ、M2+CDをみると、12月2.2%に続く1月の数字を昨日発表して2.4%になっている。この結果、この半年間のボトムは8月の1.8%だったので、8月の1.8%から足許2.4%まで若干伸びを高めている。この理由のヒントは二つあって、一つは広義流動性の伸びが10月から12月にかけて3%前後でほとんど変わっていないことである。要するに広い金融資産の伸びはほとんど変わっていない訳である。加えて各種金融商品の内訳の郵貯が、12月-1.3%の後、1月-2.2%とやはり郵貯シフトが進ん

でいる。従って、全体としては資金シフト要因が主因であると考えられる。図表6はマネタリーベースである。いつもは前年比だけであったが、今回から残高の表を付けた。これをみると足許はそれなりに水準は高いことがお分かり頂けるかと思う。図表7でマネーと広義流動性をみると、広義流動性がほぼ横這いかむしろ3%位の若干弱い中でこの半年M2+CDが伸びているのは、今申し上げたような郵貯シフトの要因であろうと思う。

次に図表10企業金融関係では、金利関係は特に報告することはないが、企業の資金調達コストで、短プラ、長プラの数字があるが、長プラが昨日数字が改訂されて2.05%となった。因みに長プラの2.05%というレベルは既往最低値である昨年5月の1.9%以来のレベルである。企業金融周りの金利については、全般に短期が期末要因もあって若干強含み、一方で長期が弱含みという状況は変わっていないと思われる。企業金融関連指標で若干気になるのがこのDI関係で、資金繰りDIで中小企業金融公庫と商中の1月の新しい数字が出ている。中小公庫の資金繰りDIが-17.1%、商中が-5.0%と若干悪化している。特に商中の-17というレベルは昨年の1~3月と同じであり、若干悪化しているのが気になるところである。ただ、中小企業からみた金融機関の貸出態度判断DIを見ると、12月19.9%、1月19.7%とほとんど変わりがないので、ここで金融機関の貸出態度が何か特に厳しくなった訳ではなかろうと思われる。また、この資金繰りが厳しくなった先の業種は家電販売、建設、鉄鋼、食料など、ほぼ売上が悪くなった先と同じであり、それはそれとして別の問題がある訳であるが、金融機関の貸出態度が非常に厳しくなっていることは取り敢えずはないだろうとみている。

最後に図表18の企業倒産関連指標である。倒産件数の12月は原計数で1,493件と若干減って、前年比も久し振りに-2.2%とマイナスになった。季調済の数字を見ても1,518件で、今年の夏場1,620件位をピークに横這い、若干弱含みで少なくともこれまでの増加傾向にはストップが掛かったといった感じがする。ただ、この後の要注意点を二つ申し上げると、一つ目は今申し上げたような中小企業の資金繰りが全般にどうなるかである。

もう一つは3月に特別保証制度の期限が来るので、この影響が4月以降どう出るかの二点がポイントになるかと思う。以上である。

速水議長

質問があったらどうぞ。

中原委員

確認であるが、先程資金繰りD Iが悪くなったというのは家電と何と何か。

雨宮企画室企画第1課長

業種で申し上げますと、鉄鋼、家電、建設、そして先程食料関係と言ったが、統計の分類では食生活という分類である。

中原委員

中小企業金融公庫の統計か。

雨宮企画室企画第1課長

申し上げたのはD Iが悪くなっている業種がほぼ売上のD Iも悪くなっている業種と同じであって、必ずしも貸出態度判断と密接の関連がある訳ではないということである。

中原委員

これは分析としては資金繰りD Iとの関連性か。

雨宮企画室企画第1課長

然り。

篠塚委員

最後の倒産件数で言及していた特別保証制度関連の影響であるが、4月から期日に伴う要返済額がどんどん出てくる感じか。

雨宮企画室企画第1課長

それは期限別の統計がないのでどのようになるか分からない。ただ、期限は来るものの、激変緩和措置は取られていて、例えば既存の保証制度の保証枠は無担保5千万円まで、特別保証制度が5千万円ということで、両方使えば1億円であった訳であるが、特別保証制度枠の期限到来と同時に既存の保証制度の枠を8千万円まで引き上げるという一応激変緩和措置が取られている。そうは言っても実は1件当たりの事業規模は凄く小さいので、この8千万円の枠がどの程度意味があるのかはまた別である。また、今まで特別保証制度を使っていた企業は保証料率が若干安いというメリットでこちらを使っていたところもあるので、この特別保証制度が切れても少し保証料率を出せば一般保証制度に直ぐに振り替えられるところも多いただろうと思われる。従って、突然特別保証制度が切れたからといって、倒産が相次ぐとはみられないが、一応注意しておく必要はあるかと思う。

篠塚委員

一般保証への切り替えは、スムーズに手続きが進むのか。

雨宮企画室企画第1課長

それは直ぐできる。ただし、審査の手続きや今申し上げた保証料率などが若干違う。実は特別保証制度は余程倒産直前とかでなければ審査が通るように優遇してある。従って今までは特別保証制度で何とか保証できたが、一般保証には振り替えられない企業は出てこないとも限らない。

中原委員

CPの残高をもう一度教えてもらいたい。

雨宮企画室企画第1課長

CPは19.3兆円である。

中原委員

これまでのピークは。

雨宮企画室企画第1課長

ピークは99年12月の18.6兆円である。

中原委員

12月か。あと金利関連指標で長プラの一番低いところはいつか。

雨宮企画室企画第1課長

昨年5月の1.90%である。

山口副総裁

銀行株価の低下に関連した金融市場の中の動きは特に出していないか。

雨宮企画室企画第1課長

今のところ特には出していない。ただし少し気になる動きが二つあって、一つは市場局で行なっているローン・オフィサー・サーベイの中で信用のある中小企業に対する貸出態度は積極的で変わっていないが、信用度合いが悪いところに対しては、例えばスプレッドとか信用条件を若干厳しくするといった答えが出てきている。それと先程申し上げた中小企業の資金繰りDIが少し悪くなっていることが挙げられる。多分これは別の要因だと思っているが、今のところ気になる現象はその二つ位で、実際の貸出金額

や企業の資金繰りなどで目立った、あるいは倒産に目立った影響が出ているようには全くみられない。

中原委員

金融環境については外国の方でも随分色々と懸念されているようであるが、日銀自体に色々な問い合わせが来るとかそういうことはないのか。海外から銀行株の安さや株価下落に対する反応が何か来ているか。

雨宮企画室企画第1課長

私のところにはあまり来ない。

中原委員

松島理事どうか。

松島理事

日銀自身には来ていないが会議に出席するとその点についてどういうインプリケーションがあるのかと尋ねられ、関心の高さが窺われる。

速水議長

それではこれで少し早いですが、後が押し迫っているので5分間休憩する。

(午前10時22分中断、午前10時28分再開)

Ⅲ. 流動性供給方法の改善についての執行部における検討結果の報告(資料-7)

速水議長

それでは次の議題に入りたい。前回の会合において、委員の方々のご意見を踏まえ、私から執行部に対して流動性供給方法の面で改善を図る余地がないかどうか検討して、本日の会合で報告するよう指示しておいた。そ

ここで本件の検討結果について執行部から報告してもらいたいと思う。増淵理事と鮫島企画室参事役に願います。

鮫島企画室参事役

まず前回決定会合の指示を読み上げさせて頂く。「金融資本市場においては、最近の海外経済・市場の動向に加え、年度末を控えているという要因もあり、やや不安定な動きがみられている。そうした状況に鑑み、金融市場の円滑な機能の維持と安定性の確保に万全を期すため、市場への流動性供給方法の面で改善を図り得る余地がないかを検討し、次回決定会合までに報告すること。」である。現在の短期の流動性供給方法は、オーバーナイトレートの誘導目標を実現するため、専ら本行からオファーするオペにより、本店取引先である市場の主要プレーヤーに対して流動性を供給するのが基本的な枠組みとなっている。資料の別添に現在の流動性供給方法の表がある。2000年末の残高がそれぞれのオペ手段ごとに記されているが、短国買現先の25兆円とレポ・オペの18兆円程度が残高からみると中心的な手段となっている。これ以外に手形買入の本店買入4兆円、それからCPの買現先3兆円といったものも活用している。そのほかでは短国のアウトライト買入があるが、これは現状残高がゼロである。それから手形買入の全店買入については、現在準備を進めているところであり今のところ残高はない。それから貸出のうちの調節目的の貸付けは96年以降使わないこととしていて、2000年末も残高はゼロとなっている。それから実行のオプションについては、商手再割・入決を除いて主要なオペ手段はいずれも本行オプション、日本銀行が必要と認める場合にこちらからオファーをするオペ手段である。また、備考欄を見ると、今主要な手段として使われている短国の買現先が売り戻し条件付きのオペである。レポ・オペも文字どおりレポ形式であり、中心となっているオペ手段がいずれも現先・レポ形式であるため、市場に対して返済圧力がかかる形になっている。それで現在の流動性供給方法の評価としては、現在のところ金融政策決定会合で決定されたオーバーナイトレートの誘導目標を実現するうえで、特

に問題が生じている訳ではない。ただ、金融市場においてこのところやや不安定な動きが見られることなどを踏まえると、次の三つの観点から流動性供給方法の見直しを行ない、流動性に関する不安の発生・拡大を防ぐことを通じて、金融市場の円滑な機能の維持・安定性の確保を図ってはどうかと考えている。第一は市場における変化やショックに対し柔軟に対応する能力を強化したい。現在の金融調節の枠組みは、先程申し上げたように専ら本行が日本銀行側のオプションによるオペを使っているため、市場における個別金融機関の不測の資金ニーズに対して柔軟かつ機動的に流動性を供給する仕組みには必ずしもなっていない。また、マクロ的に十分な資金供給を行なっても、一部の金融機関が資金を大量に抱え込むようなことが起きると、他の金融機関に資金が行き渡らないことが起きて、これが金利形成にも影響を与えることがあり得ると思う。第二には、日銀信用へのアクセスを拡大してはどうかということである。現在は市場の主要プレーヤーを対象にオペによって流動性を供給していて、中小の金融機関からは基本的に日銀信用へのアクセスが認められない形になっている。中小金融機関はご承知のとおり基本的には市場への資金の出し手で、本行信用に依存する必要性は乏しい訳であるが、本行信用にアクセスできないために資金繰り面で必要以上に慎重になって、これが市場の流動性に影響を及ぼしている可能性もあると考えられる。第三は、短期資金の安定的な供給の面で改善の余地がないかということである。これも先程申し上げたように、現在は短国買現先あるいはレポ・オペといった市場に返済圧力のかかる形のオペが中心となっているが、これで良いかということである。こういった三つの観点から流動性供給方法を見直して、市場に流動性に関する安心感を与えることは期末等における金利の上昇圧力を緩和することを通じて多額の準備供給や両建てオペの対応を余儀なくされている金融調節面の負担を軽減することにも繋がり得ると期待される。そこで具体的な改善の方法として、当面、主に年度末に向けて、長めの短期資金を安定的に供給していく運用面での工夫の余地がないか、ということである。先程申し上げた三つの観点のうち三番目の点に対応した改善の余地はないかと

いうことである。今長めのオペ手段として使っているものとしてはレポ・オペなどがある訳である。先程申し上げたような観点からは市場に対して返済圧力が直接かからない特質を持っている短国アウトライトオペを活用してはどうかと思う。現在短国については実務面の問題などから現先オペの方で対応しており、残高は先程申し上げたとおりアウトライトオペはゼロとなっているが、これを活用してやや長めの短期資金を返済圧力がかからない形で供給することが市場の安定に貢献するのではないかと思う。それから改善の方向性の二番目に対応して中小金融機関に対する流動性供給の道を開けないかということである。現在のオペ手段は市場の主要プレイヤーを対象とするものがほとんどであるが、手形買入の全店買入は比較的長めの短期資金を支店の取引先である中小金融機関を含め幅広く安定的に供給していく手段として、昨年4月に導入を決定したものである。現在今年度の半ば頃を目途に実施すべく準備を進めているが、この具体化を急ぐ旨改めて公表することは、日本銀行が中小金融機関を含めて幅広く資金供給をする体制を整えることを示すことに繋がるのではないかと考えられる。それから改善の方向性の三番目は先程の最初の観点に対応して現在の専ら本行オプションのオペによる流動性供給の枠組みを補完するため改めて貸出の活用を図れないかということである。調節目的の貸付けについては96年以降使わないこととしている。96年以前の貸出運営を簡単に振り返ると、目的は金融市場における資金過不足を量的に調節するための最も機動的な手段という位置付けであった。この頃適用金利である公定歩合は、基本的には市場金利を下回っていてそういう状態の下で本行は3か月以内の期間で実行方法としては日本銀行側のオプションによって裁量的に実行・回収を行っていた訳である。こういった貸出を活用するのが改善の要素として考えられるが、従来型の貸出を今回活用することは、現在公定歩合が市場金利を上回る状態にあること、それから現状どの先に幾ら貸すのかという点について明快な基準を設けることがなかなか難しいことがあって、こういった形での貸出の活用は難しいと考えている。今回は市場における変化やショックに対し、柔軟に対応する能力を強化する

観点から考える訳で、そういう観点から考えると従来型ではなく予め定められた基準で取引先からの申込みを受けて本行が受動的に貸し応じる形のスタンディング・ファシリティとして制度設計をしてはどうかと思う。そうすると調節上取引先の不測の資金不足に対する機動的な対応が可能となって市場に対して流動性に関する安心感を与えられるのではないかと考えられる。そこで海外の例を簡単に説明する。まず米国FRBの主要な金融調節手段は日々行なっているレポ・オペである。それとは別に個別金融機関の一時的な資金不足に対応する短期貸出としてアジャストメント・クレジットというファシリティがある。実行方法は借入先の申込みを受けて実行するものであるが、連銀借入を行なう適切な理由があり、かつ他の資金調達の可能性が尽きた時に限って貸出を認める扱いとしていて、Fedが裁量的に行なうものである。金利は公定歩合である。米国では公定歩合が現在市場金利フェデラル・ファンド・レートよりも低い金利になっているが、金融機関はこうしたディスカウント・ウィンドウを使った場合に信用力に関するレピュテーションがどうなるかを気にしている面があって、実際のところは余り使われていない。それからECBの主な金融調節手段は、主要オペと呼ばれるレポ形式のオペだが、これとは別に利用先の一時的な流動性ニーズを充足するためのスタンディング・ファシリティとして限界貸付ファシリティを設けている。この実行方法には、二つあって、一つは利用先からのリクエストを受けて受動的に実行するものである。それから二つ目に業務終了時点で、当座預金に赤残があれば、これを埋める形で貸出を受動的に実行するものの二つである。いずれも担保の範囲内であれば貸付金額に制限はない形となっている。ただしECBは最終的には貸付けを行なわない権利を一応留保している。対象先は準備預金対象金融機関のうち健全先である。金利は主要オペの最低入札金利——この前後に市場金利がある——を上回る水準で政策理事会で決定された固定金利である。予め定められた市場金利を上回る固定金利で、オーバーナイトの貸出を受動的に実行するので、このファシリティの金利はオーバーナイト金利の上限を画する効果を持つ形となっている。こうしたファシリ

ティはECBがドイツのブンデスバンクのロンバート貸出から受け継いでいるものであるが、私共としてはここで貸出を活用するのであればECBのようなロンバート型の貸出として設計するのがよいのではないかと考えている。こうしたスタンディング・ファシリティとして貸出の活用をする場合、スキームのポイントとしては二つあって、一つは実行方法である。取引先からの申込みを受けて本行が受動的に貸付ける形である。それから二番目は貸付金利である。今ECBの例で申し上げたような予め定められた市場金利に比べ高めの金利になろうかと思う。この貸付金利は金融機関の資金繰り面の規律を維持し安易な依存を排除する意味で市場金利比高めに設定する訳であるが、他方で予期せざる資金不足に対するバッファとなって安心感を与える目的がある。その間で適正な水準を探ることになろうかと思う。なお、担保については当然適格担保になる。貸出を活用する場合、これまでの据置貸出のスキーム・システムを使うことになるが、この据置貸出の制度で入っていた担保は、据置担保差入額1兆円強であるが、与信・担保システムにおける共通担保としては、1月22日現在48兆円程の多額の担保が入っている。このうち見合いで与信の実行をしている額が、12兆円程であって相当余裕がある。従ってこの余りを制度貸出に一部移して担保として活用することは十分可能ではないかと思っている。こういった形でロンバート型の貸出を導入すると、これが一種の安全弁となって流動性に関する不安の拡大を防止して市場機能の円滑な発揮と発展に繋がるのが期待できるのではないかと考えている。私からの報告は以上である。

増淵理事

私から少しだけ整理をさせて頂きたいと思う。今鮫島参事役からご説明したとおりの改善の方向性について執行部として今時点で考えたらどうかと思っている点は三点である。一つは短国アウトライト買入を、今実際には残高がないが、それをもう少し積極的に活用して返済圧力のないやや長めの短期資金を供給してはどうかというものである。それから二つ目が既

に実施するとアナウンスしている手形オペ（全店買入）をできるだけ早期に導入することとしてはどうかということである。この短国アウトライト買入と手形オペ（全店買入）については既に制度がある、あるいは導入することが決定されているという意味で新しく制度を作る必要はない。それから三つ目が今色々申し上げたロンバート型の貸出を導入してはどうかということである。こちらは運用を停止しているこれまでの貸出とは違うものなので、新しく制度を作ることになる。そういう意味でもしこれをご検討頂くことになると、そういうことを委員会として決定することが必要になると思う。それから三つのうちでこの部分がいわば市場安定化の機能として恐らく一番効果を持ち得る仕組みではないかと執行部サイドとしては考えている。私からは以上である。

速水議長

それでは質問があればどうぞ。

はじめに説明してもらいたいのは、既に制度ができている短国のアウトライト・オペ、それから昨年決めた手形買入について、使われていない理由を説明してもらいたい。

鮫島企画室参事役

短国のアウトライト・オペについては、今現先形式のオペであれば日銀ネットで一貫処理が可能であり、非常に使い勝手がよいという技術的な問題がある。それから最近の事情としては、RTGSのスタートに備えて相当日本銀行に担保を入れなければいけない事情があり、日本銀行に売り切るよりは、現先形態の取引にしたい感じが強かった。このため、導入当初は一時期使った訳であるが、現在残高はゼロである。それから、手形買入の全店買入については、昨年4月に手形買入のスキームの見直しを一括決めて頂いている。一つはRTGS化時に対応して、従来の短資会社を通す方式ではなく、直接方式の手形買入を導入すること、それから全店買入で地方の中小金融機関を含め安定的な資金を供給していく、この二つであ

る。RTGSに備えてという趣旨から、直接方式の導入から対応しており、これを現に実施している。そして全店買入の方は、その後現在準備を進めている状況である。

武富委員

ECBの限界貸付について、二つ質問がある。最低入札金利を上回る水準を政策理事会で、何かルールをもって決めているのか、その都度現実的な判断で決めているのか、それから実際に最低入札金利よりどの位上で決まった例があるかである。また、通常のおペに対する限界的なファシリティである訳であるが、実際の利用頻度がどの位で、その利用頻度が金利の決定水準如何で多少動くのかどうかである。

鮫島企画室参事役

最初の質問については、恐らく市場の状況等に応じて考えていくという大枠で申し上げればその都度現実的な判断で決めているのだろうと思うが、ECB発足後の状況をみていると、最近では市場金利に比べ、限界貸付ファシリティの金利は大体1%程度上で決められ、この幅がこのところはずっと動いていないのが現状である。二点目の利用頻度については通常時も資金繰りに不測の事態が生じれば使っているケースもあるようである。やはり積み最終日や繁忙日、それから金利が上昇するような思惑が出てきて、実際に市場金利が上がってきた場合などは、ペナルティーとしての金利の意味合いが小さくなるので、使われるケースがあるとのことである。

中原委員

先程の質問で最低入札金利の変更頻度はどうなるのか。政策理事会が決めるのか。

増淵理事

最低入札金利自体は政策金利であるので、政策が変わる時に変更してい

る。

中原委員

マーケット金利に合わせて頻繁に変わっている訳ではないのか。

増淵理事

そういうことではない。

速水議長

米国連銀のアジャストメント・クレジットはほとんど使われていないのか。

鮫島企画室参事役

残高はあるが、非常に少ない。

速水議長

ブンデスバンクのロンバート貸付はもうない訳である。今のECBのマージナル・レンディング・ファシリティはどの程度使われているのか。

増淵理事

先程鮫島参事役が申し上げたとおり、積み最終日など特殊な日に使われ、普通の日には全然使われない訳ではないと思うが、そういう日の利用残高が多い訳ではない。

鮫島企画室参事役

ここ2年程の間で、一番使われたケースは、正確な数字ではないが、Y2Kの一番使われた時で11億ユーロである。それ以外の時で申し上げますと、使われても2億ユーロである。

増淵理事

積み最終日というような日に2、3億ユーロである。

中原委員

ECBの政策理事会は最低入札金利を変えることだけを決定することもあるのか、それとも一般金利を動かす時に一緒に動かすのか。最低入札金利単独で決めることもあるのか、それとも全体の政策変更の一部として決めるケースが多いのか。

増淵理事

ECBが政策を変えるということは最低入札金利を変えることである。

田谷委員

積み最終日のような時で2、3億ユーロとのことであるが、これはECBそのものではなく、例えばブンデスバンクやフランス中央銀行などの合計で2、3億ユーロか。そうすると円に直すと非常に小さい金額になる。

速水議長

11億ユーロというのはどういう時か。

増淵理事

それは2000年問題を控えた1999年末頃の残高である。金額がそれ程多くないことをどう評価するかであるが、使われる金額によって市場金利の安定化効果を測ることはならないと思われる。そういうファシリティがあることによって、いわば事前的に市場金利の安定化が図られる面もある。それ故事後的に使われる金額はそれ程大きくなると、そのようにむしろ読み取るべきなのではないかと思う。

速水議長

金額の面で限度があるのか。

鮫島企画室参事役

貸付金額には限度はない。

増淵理事

ただし、担保が必要である。

三木委員

F R Bのアジャストメント貸出は、地区連銀が公定歩合で最後の貸し手として貸出すものを指しているのか。

増淵理事

その一つである。

三木委員

その一つか。

増淵理事

ここでいうアジャストメント・クレジットのほかにも幾つか名前の異なる貸出があるので、それで一つと申し上げた。他の目的で使われる貸出があるという意味である。

三木委員

他の目的というかどうか。

鮫島企画室参事役

通常の季節的な資金需要に対応するものである。

三木委員

このファシリティとは別に同じような地区連銀の貸出があるのか。

鮫島企画室参事役

個別金融機関の問題に対応して貸出すものもある。

三木委員

特融に近いようなものだな。この地区連銀の貸出はこのファシリティに限るとどの位使われているのか。

鮫島企画室参事役

去年の多かった例で申し上げて、合計で5億ドル台である。

三木委員

5億ドル台か。

増淵理事

アジャストメント・クレジットだけではない。

鮫島企画室参事役

今申し上げたのは全部合わせたものであるので、アジャストメント・クレジットは億単位までいかない。

増淵理事

1億ドル未満ではないかと思われる。

速水議長

日本銀行の貸付けは今まで本行からどこの銀行に幾ら貸すかを決めて

貸していた。取引先からの申請により、担保さえあれば実行する、当座預金を持っているところは担保が積んであるから、その範囲内であればどこから言ってくるでも本行は受け身でいつでも貸すことになるのか。日銀としてそういうことをするのは初めてであろう。

増淵理事

調節目的としてもしこれを導入することになれば、初めてである。ただ、いわゆる制度金融、例えば輸入決済手形などは基本的には先方が申し込んできた時に、ある要件に合っていれば認めて実行するものであるもので、全くなかった訳ではない。ただしこれは制度目的であり、調節目的ではなかった。

速水議長

貿易手形とかそういうものか。

増淵理事

然り。勿論言うまでもないことであるが、制度金融は時代の要請がなくなってきたということによって次々と廃止してきている。

速水議長

一般目的で担保さえ入っていれば、その限度内で貸すというのは初めてだな。

増淵理事

これをお認め頂ければそういうことである。

植田委員

ECBのファシリティは、担保付きであるから、この担保を利用して民間のマーケットで調達することも可能な訳である。それでもこれが使われ

ということ、ある種担保付きのマーケットの不完全性があるのか。

鮫島企画室参事役

その時のマーケット全体の状況によるが、基本的には金利情勢が大きく影響を与える。従って、先程申し上げたように残高が大きく膨らむことがそう頻繁にある訳ではない。一種の繁忙日など金利がかなり跳ね上がりがちな時である。

植田委員

必ずしも不完全性ということではないのか。

増淵理事

恐らく市場全体としては、資金は行き渡るはずだとしても、特定の金融機関にとって一時的、あるいは急な資金ニーズがあった時に直ぐに出し手が見つかるかという問題はあると思う。自分に担保があれば、中央銀行に行けば、そこで資金が調達できる。

植田委員

担保があれば、であろう。だからその担保を出してきて調達することが直ちにはできないような構造になっていることもあるのではないか。

増淵理事

指摘のようなことは起こり得る。

鮫島企画室参事役

ユーロシステムという大きいシステムの中ではそういうことが起こり得る。

篠塚委員

もしも日本のY2Kの時にこういうファシリティがあったとすれば、かなり使われたのか。もしもあったのならば、どの位使われたのか。また、大体見合いとして12兆円位貸出があるとの話であったが、Y2Kの時はかなり使われたのではないか。

増淵理事

資金は出したが、それはまさにいわばオーバーナイト・コールレートを0.25%に保つために出した訳である。オーバーナイトレートは0.25%であるだろうという意味での期待感をマーケットの人達は皆持ったと思うが、しかし自分にとってはもう少し高いものにつくかもしれないと思う人がいたとして、こういうファシリティがあるのであれば、例えば年末日なら年末日にこれを使おうと考えるかもしれない。それは今でいえば0.25%に対して、どの位のものを払わないと調達が難しいのかと、こういうファシリティが仮に講じられていたとしてその金利が幾らになるかを睨みながら行動することになるので、どの位になったか直ちに考えることは非常に難しい。それぞれの金融機関がどう考えるかによると思う。

篠塚委員

Y2Kのような特殊な状況であったならば、かなり市場は高い金利でなければ取れないような状況になっているように想像できる。

増淵理事

ECBの場合もそうだが、貸出期間はオーバーナイトである。仮に相当前から例えば年末なら年末日を越えた資金を取ろうとするとそれはタームなので、例えばECBの場合で言えば限界貸付ファシリティを使ってタームの調達ができる訳ではない。従って年末日、オーバーナイトをどの位の金利で自分は調達することになるかを考える。当然中央銀行はECBにしても日本銀行にしても政策金利にオーバーナイトレートを誘導しよ

うとするので、それについての安心感があれば、自分も取れるだろうと思う。普通のというか、強いプレーヤーはそう思う訳である。

藤原副総裁

ECBのファシリティは色々な条件を具備していても「ただしECBは貸付けを行わない権利を留保する」とあるが、これはどういう時なのか、そしてこの類の制度を導入する場合、やはり中央銀行のこういう制度の運営の在り方として、日本銀行の場合もこういう場合は貸せないという権利を留保することになるのか。

鮫島企画室参事役

ECBの場合、こういうケースが多用されているとは思わない。実際のところ、私共が考えているのは、予め定められた条件を満たす形で申し入れがある場合、自動的に貸し出すが、資産の健全性維持の観点もまた重要なことであり、そういう観点から考えて、相手先の信用力に懸念がある場合は、この点の配慮を優先せざるを得ないケースはある。

増淵理事

ECBの場合も制度の目的に沿うような形で通常は対象先が利用する時に、それを制限することはないと思う。市場参加者に安心感を与え、それによって金利の安定化を図ることが目的なので、その時の中央銀行の裁量で認められたり認められなかったりするような認識を市場参加者に与えたのでは意味がないことになる。従って基本的に通常の対象先が制度の目的に合うようなニーズに基づいて申し込めば、ECBの場合も恐らくそれはほぼ受動的に認めるのだろうと思う。

田谷委員

ロールオーバーは認められているのか。

増淵理事

ECBの場合か。

田谷委員

そうである。

増淵理事

これは認められていないというか、いるというか、利用回数に制限はないということである。

速水議長

金利はFRBは公定歩合、ECBの方は固定金利と書いてあるが、固定金利は公定歩合ということか。

鮫島企画室参事役

これは名前の問題になるが、このファシリティのための金利を一定のところに固定で定めている訳であり…。

速水議長

それは割引手形よりも高い訳か。

鮫島企画室参事役

政策金利よりも高いところに設定しており、最近のケースでは政策金利が動く時には、それも変動する形になっている。

三木委員

上限にキャップをかぶせるようなものだな。

増淵理事

オーバーナイトの金利の上限を限界貸付ファシリティの金利が作る。市場金利はそれより下、国債金利でいえば1%位下のところを目標とする形になっている。アメリカのFRBの調節貸出の場合は、市場金利であるフェデラル・ファンド・レートの方が高くて、公定歩合はその下にある、そういう位置関係である。

三木委員

しかし、かつて公定歩合の方が高い時もあったであろう。

増淵理事

あった。

三木委員

その時もこのファシリティそのものは、制度として活かしているのか。

増淵理事

そうである。

速水議長

手形残高が48兆円と書いてあるが、この金額が一応担保総額か。

鮫島企画室参事役

48兆円は日中当座貸越などのために使われる共通担保として入っている金額である。実務的なことを申し上げますと、今回貸出を使う場合には一応担保は別に管理をすることにするが、この48兆円に対して通常12兆円とか15兆円位しか使われていないので、この新しいファシリティを使おうとする先はそちらの方へ担保を移して対応することも可能であろうと考えている。

速水議長

一応別にするのか。

中原委員

共通担保を外す訳か。

鮫島企画室参事役

そうである。実務上は共通担保から外す。

増淵理事

もしこういうものをする場合、予備的に検討したところでは共通担保ではできないとのことなので、据置担保差入額 1 兆円と同じように別に担保を使わざるを得ないと思う。ただ、この差入担保 48 兆円に対して、共通担保見合いの与信実行額は日中当座貸越を入れても十数兆円であり非常に余裕がある。恐らく R T G S が始まったばかりで、各金融機関が非常に用心をして沢山担保を入れてあるためだと思うが、段々慣れてきているので、日中当座貸越のピークがこの位、こんなに担保はいらぬという感じが段々出てきていると思う。従って、仮に共通担保と別に担保が必要となっても、相当程度この共通担保の 48 兆円の中から移せるのではないかと考えている。

中原委員

移すということは、個別担保であり、共通担保ではない訳か。

増淵理事

然り。

鮫島企画室参事役

勿論、ゆくゆくはこれを含めて共通担保として扱うことができるように考えていきたいとは思っている。ただ、当面の事務としては今申し上げたようなことになる。

中原委員

先程からよく分からないが、幾ら使われるかがやはり一番問題だと思う。その点についていえば、ECBで2、3億ユーロ位しか使われていない理由は何なのか。例えばその中で特に1%の格差を付けたことが、ネックになっているのか、なぜ2、3億ユーロしか使われていないのかについての調査はどうなっているのか。

鮫島企画室参事役

ご指摘のように、基本的には金利をどのように設定するかが最大の要因と思う。元々資金繰りの面で一種の規律を金融機関に求めてきたことがある訳であり、そういう意味では通常相当多額のもが使われ続けることをECBも想定していないと思う。従って、マーケットの条件を睨みながら設定していくことになるが、恐らく1%位の格差で設定されているということは、今のヨーロッパのマーケットからいえば、ECBはこれで有効であると判断しているのだと思う。

増淵理事

マーケットの状況とは、金利水準そのものである。今の政策金利の水準が4%位であるとして、その位の水準に見合う1%という格差があることによって、めったには使われない。しかし繁忙時に使われることによって市場金利の安定化あるいは市場そのものの安定化が図られているのであろうと思う。

速水議長

マージナル・レンディングというかそういう危機的あるいは予期しない
で必要になったケースが余りなかったということだな。

増淵理事

逆に言えば全然残高がない日が続いている訳ではないので、ある金額が
2週間に一回位使われることによって安定化が図られるということだと思
う。

三木委員

短国のアウトライトがなぜ使われなかったかは、要するにRTGSを控
えて余計に担保を入れざるを得ないとか、担保になる玉を確保する必要も
あって使われなかった訳か。そうすると、今担保となる玉に十分な余裕が
ある。RTGSが巧くいけば従って段々減っていくだろうから、担保の点
はまず心配なくなるので、短国のアウトライト・オペを少し期間を延ばし
て活用していくことには意味があるのではないかということか。今度は使
われるだろうということだな。それからもう一つ基本的な問題は流動性供
給方法をどうするかという中でできるだけ使われ易いようにしなければ
いけない訳であるから、手段の多様化を考えていくこと、それからもう一
つはタームの問題も考えてみようということである。それから三番目が相
手先の多様化も考えるという観点で考えてみるとこの三つの方法になる
という理解か。今の金融政策という前提の中でいくとこの三つを考えたら
どうかという理解か。

増淵理事

そうである。

三木委員

例えば短国のアウトライトも1年以内となっているが、それを中期国債

まで延ばして、3年とか5年も買ってみたらどうだとか、あるいは長国もということになるが、それはあくまでも金融政策運営のグレーゾーンに入っていくし、そこは線を引いて考えてみたということか。

増淵理事

全くご指摘のとおりである。

速水議長

それでは今の議論を踏まえて執行部に流動性供給方法の改善策の具体案としてロンバート型の貸出の導入、短期国債のアウトライト・オペの積極活用、全店買入方式の手形オペの具体化、この三つについて具体案を作ってもらい、午後見せてもらう。

増淵理事

はい、分かりました。

若林財務副大臣

少し教えて頂きたいが、中小金融機関を念頭に置いた全店型の比較的長めの短期資金供給という時の「比較的長めの短期資金」とはどの位の期間のものか。

鮫島企画室参事役

3か月程度を念頭に置いている。

速水議長

宜しければ次に移って、また午後具体案について検討する。

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

速水議長

先程の執行部説明を受けて、政策委員会として討議したい。最初に金融経済情勢に関して順番にご意見を頂き、それに基づいて自由にご討議頂きたいと思う。

それから執行部から先程指示した流動性供給方法の改善策についての具体案を提示してもらおう。その後流動性の供給方法の改善策および金融政策の運用に関してもう一度順番にご意見を頂き、ご検討を頂きたいと思う。そして、最後に政府からご出席の方々からもしご意見があれば承りたい。こういう順で進めさせて頂く。適当な時間に昼休みをとる。

まず、金融経済情勢についてご発言を頂くが、午後がかなり詰まっているのでなるべくお一人 10 分以内を厳守して頂きたいと思う。効率的な議事運営にご協力をお願いしたい。本日は武富委員からお願いする。

武富委員

構造調整圧力が続く下では景気回復が思うに任せない、これが現局面で皆さんが抱えている実感だと思う。ただ、こうした感触の広がりや、90年代半ばの景気回復過程でも一度経験した。当時の景気回復が中断した理由としてよく 95 年に急激な円高が進んだこと、これを円安誘導で幸い乗り切った後も 97 年に財政が緊縮方向に動いたこと、その後アジア危機が発生しさらに金融システム不安が追い討ちを掛けたこと、などが指摘される。確かにそういう側面があったことは事実であるし、説明としては分かりやすいと思う。ただ、これだと目に見えやすい外部ショックに主たる原因を求めている嫌いがあり、本当の物事の本質に迫れない部分が残るように思う。当時の景気回復が中断してしまった理由は、むしろ 90 年代を通じて日本経済の内側で同時並行的に進んでいた、私がこれから申し上げる三つのギアシフトが巧く噛み合わなかった点に求めるべきだと思う。現局面においても似たようなことが起きており、景気の先行きがにわかに不透

明になっていった理由として米国経済の急激な減速という外部ショックに過度の注目が集まっている。しかし今回不透明感が強まっているより本質的な要因は、90年代半ばと同様に日本経済の内部に三つのギアシフト圧力がまだ働き続けていることにある。これらのギアシフトの速度がなかなか揃わない、また方向性も集約し切れていないところに問題があるのだと思う。

それではこの三つのギアシフトはどういうものかといえば、中身は単純である。

一つは超長期の基盤的な転換である。私がつとに戦後経済の総決算と呼んでいるこのプロセスは確かに進んでいるが、如何せん遅々としている。また全体の整合性も取れていない。局部的に破壊だけが先行し、創造の方はまだ模索段階にとどまっている。再構築の姿がなかなか見えてこないために企業も家計も将来に対する不安を募らせている。多くの人がストック経済の傷痕がなかなか癒えない、二極分化が止まらない、将来の生活設計が立て切れないなどの実感を持っている訳である。そういう中で金融ビッグバンに始まり企業会計にまで及ぶ一連の制度変更が導入された。基盤的な転換が遅れている経済の実態とは必ずしも噛み合わない結果になっている。そのために例えば決算期が近付くと右往左往する状況が繰り返されてきており、現在も似たような状況にある訳である。

二つ目のギアシフトはデフレーションとグローバル化という中・長期のうねりである。この二つのうねりが一体となって否が応でも日本経済の構造調整を迫り続けてきたギアシフトが進んでいる。この部分のシフトは日本経済の対応能力をはるかに超えるスピードで進んでいる。当然様々な分野で基盤的な転換の遅れと衝突する。例えばいわゆる日本的な高コスト構造が容易には是正し切れない中で、製品価格の破壊が先行する、輸入品との競合が激化する現象が起きている。これへの対応努力がまた新たなデフレ圧力を生み出す。消費者にとって本来はプラスに働くはずのこの中・長期のギアシフトが基盤的な転換に消極的なセクターの存在に阻まれ、短期的には例えば雇用・賃金調整圧力などとなって表面化している。

三つ目は短期的な成長牽引役が外生需要から国内民間需要へシフトする流れである。本来この部分のギアシフトは基盤的な転換が先行して民間経済主体の自由な活動の場が広がっていれば、無理なく進捗し得るはずである。またデフレーション、グローバル化のうねりは確かにデフレ圧力を加えるにしても、他方では本来経済を効率化する力や需要者の利益を拡大する側面を持っている。従ってこの面を巧く経済の体内に取り込むことによって、短期のギアシフトも円滑に進められるはずである。ところが、現実には経済の短期循環的な上昇能力は、基盤的な転換の遅延や速くて深いデフレーションとグローバル化の進展等によって削がれてしまっている。これが90年代日本経済の実態であった。21世紀に入った今も、この基本的な図式は変わっていない。

目先の景気はこれら三つのギアシフトが交錯する中で、複雑な顔つきになっている。経済は究極的には循環を繰り返すものではあるが、現在の景気は従来型の景気循環パターンだけでは測り切れない微妙な綾を織り成していると思う。景気の風向きや水流については、まだ誰の目にも明らかな一方向へと収れんしている訳ではないが、景況感の先行き警戒の一方向へほぼ収れんしてきている。この辺の差は何かと考えるところである。確かに三つ目の短期的なギアシフトに足許やや警戒ランプが灯ったという意味で、景気実体そのものが一頃に比べて不確かなものになっているのは事実である。しかし、景況感の悪化度合いは景気実体をやや超えるようにも見受けられる。これは恐らく産業界が、私の言う一つ目と二つ目のギアシフトは、企業経営を従来経験しなかった形で圧迫する一種のパラダイム転換であると意識し始めているからだと推察している。本来は長期・構造的な性格を持つ企業経営を巡る厳しい枠組み変化に対して認識が深まり、これが極く目先の短期循環的な景気判断にも陰を落としているのかもしれない。このように目先の景気に対して、三つのギアシフトが不揃いであることが陰を落としていると理解をすると、政策手当についてもどのような方向感をもって臨むのが適当なのか、ある程度のヒントが得られるように思える。まずは基盤的な転換を促す政策を基本に据えることが重要であ

る。この点に関連して、今問題となっている固定資産の流動化を図るうえで、二つ位の施策は是非行なったらいいと思っている。一つは個人用、事業用資産の買い替えに対する税制特例の拡大あるいは延長である。もう一つは不動産投資信託法が好例であるが、家計や企業部門に眠っている土地や資本財といった不稼働資産の流通マーケット創設あるいは証券化対策のようなことである。こうした対策と同時に足許では心理面を立て直す政策が効果的のように思う。この心理面の波及プロセスとして、金融ストックの傷みが払拭し切れていないとの認識に始まって、万が一にも金融資本市場における混乱が生じると、これを媒体として実体経済にも悪影響が及ぶ点は、懸念すべき対象である。そういうことであれば、中央銀行としても自分の正面である金融市場を通じて、何らかの対策を採るべきだと考える。そういう意味で、流動性供給に関する先程の執行部からの報告は、こうした私の理解に沿っていると思っている。

もう少し時間を頂くと、金融政策に絡めて、最近の物価下落傾向に歯止めを掛け物価の安定を図るべきだという議論が盛んである。私の二つ目のギアシフトと関連が深いテーマである。これまでもこの決定会合で何回か指摘させて頂いたように、物価水準の切り下がり背景には少なくとも四つの要因がある。一つはグローバルな要素価格の均等化圧力が高まっていること、もう一つは供給者と需要者との間における価格決定を巡る力関係が逆転してしまっていることである。三番目はITを始めとする技術革新が物価に対して持っているインパクトが高まっていること、そして最後に全体を束ねる要因としての情報が持っている圧倒的なパワー、この四つである。これらのいずれを取っても、もはや後戻りのできない不可逆的な流れのように見える。供給者にとっては辛い現象であるが、当面この流れと巧く共存していくよりほかに選択肢は乏しいように思われる。仮にこの大きなうねりが、吸収されていくとすれば、理屈のうえでは三つの方法が考えられると思う。一つは経済が自律的に調整して、為替相場が円安化し、要素価格の開きがドルベースで縮小することである。この限りではマクロ政策の一環として、金融政策は当面緩和気味の運営に徹することが妥当か

もしれない。因みにインフレ目標の設定については、国内価格の引き上げが主たる狙いであり、この選択肢を取ると却って要素価格の内外格差を広げてしまい、さらなる輸入競争を惹起して問題をこじらせると思う。これに対して為替調整は、短期的には波打ち際で要素価格の均等化を緩和するので、一定の効果が期待され、より自然かつ現実的な調整だと思ふ。第二の方向は現状の為替水準でも国際競争力が発揮できる水準まで徹底的に合理化を進め、日本産業のコスト水準をさらに引き下げる努力を続けることである。理想的にはこれが最も望ましい対応であるが、現実論としては合理化を進めればいわゆる三つの過剰のさらなる削減などから生じてくるデフレ圧力が相当期間に亘って続く。これを緩和するためには別途個別、具体的な諸政策を打ち出すことが不可欠になる。第三の方法は大変時間が掛かるが、新興工業諸国の人件費が上昇してくる、彼らの通貨価値が強まってくることによって、ドルベースでみた要素価格の格差が縮小するまで何とか凌いでいくことだと思ふ。しかしこの場合は、結果として日本における生産性の低いセクターを凶らずも温存する政策を噛み合わせることに繋がるので、先程言った基盤的な転換を遅らせてしまうデメリットもある。以上のようにみても、グローバルな価格水準の切り下がりと、その背景にある第二のギアシフトに金融政策が対応する決め手は、現実的にはそう沢山はないかもしれない。それだけに現状は金融市場に対する流動性の供給に関して知恵を絞って万全を期し、それによって経済主体の前向きな期待形成に働き掛けていくことが極めて重要だと思ふ。以上である。

速水議長

次、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

私は極く簡単に申し上げる。経済の現状判断については、調査統計局長から説明があったように、緩やかな回復傾向が続いているがそのテンポが鈍化しているとの評価に同感である。ただ、それと同時に将来を考えた場

合、そういう景気回復が持続するか否かについて前回に比べてもダウンサイド・リスクが増大してきていると考えざるを得ないと思っている。昨日の7~9月GDP統計ではマイナス成長になったが、直近あるいは現状を考えてみると、先程の調統局長の説明にも一部あったが、例えば企業が計画している設備投資の数字が実現していくとすれば、この1~3月期は投資はかなり増加するかもしれない、あるいは公共事業が今後年央位までは増加傾向を辿る可能性が強いと考えられる。また、12月の賞与が公務員分も含めてマイナスになったことは期待外れではあるが、しかし労働市場の基本的な改善傾向が僅かながらでも出てきていることを考えると、雇用者所得なり消費なりについては、もう少し判断を固めるまでにデータが必要だと思うし、今のところ私自身はそれらについて底固いといった評価で良いと思っている。従って、GDPをイメージしてみると、生産指数が横這いに近付きつつある中においても全体の成長率がそれと同様にゼロ成長まで低下してしまうかどうかについては、やや疑問であると思っている。ただ、景気回復の基本的なメカニズムに着目した場合には、ダウンサイド・リスクがじりじりと増加していると考えざるを得ないと思うが、そのリスクは既に昨年10月末に政策委員会で考えたようなこと、あるいはその後のディスカッションの中で議論が深まっているようなこと等、特別新しいものが出ている訳ではないと思う。

三点だけ簡単に触れてみたいと思う。一つは海外環境の激変に伴う国内の実体経済セクターに対する影響である。ここでは世界的なIT投資について、特にアメリカを中心に鈍化傾向がみられ、それが国内の生産なり、ひいては設備投資なりに跳ね返ってくる可能性が少し強くなってきている印象を持つ。また、生産が伸び悩む傾向をはっきりさせてきたことにより、景気回復の根幹にある企業収益の増加傾向が維持されるのかどうかについて、来年度を展望した場合に、やはり懸念が増大していると思う。数量的な拡大が製造業において非常にスローになってきている訳で、またその下で物価の若干の軟化傾向が続いてきているから、増益を維持することはかなり難しくなっていると考えている。その中で為替の下落が、現時点

では有力な収益のサポート要因になっているであろうと推察される。そういう状況であるから、為替の下落傾向がファンダメンタルズに沿って進む場合には、これを冷静に受け入れていくことで良いのではないかと思う。この点先程武富委員が言われたことに私も同感である。リスク・ファクターの二つ目は、やはり株価を中心とする最近のわが国資本市場の動揺だと思ふ。株価一般、なかんずく銀行株価の下落が現時点でどのような影響を引き起こしているのかは、必ずしも明確ではないと思ふ。従ってここは、まだ頭の中で考えるロジカルなあり得る帰結をリスクとして捉えざるを得ないと思ふが、例えばこういう株価が続いた場合には、金融システムにおける不良資産の処理が先延びになっていく可能性があるだろうし、金融機関一般にリスクテイクには一層慎重にならざるを得ないのだろうと思ふ。またそういう傾向については、3月期に有価証券の時価評価を適用するか否かに関係なく、実態が悪いとみられるところについては、流動性のプレッシャーがかかりやすくなっているマーケット環境であるとも考える。それから最後は物価についてのある種の展望である。元々リアルな経済活動の動きと物価にそれが反映されるまでの間には若干のタイムラグがあるので、現時点で昨年秋口以降の海外環境の激変なり、生産活動のスローダウンなりが物価に明確な影響を及ぼし始めているのではないと思ふ。ただ、需給両サイドの力が当然物価に働いている中で、一頃は需要の弱さによる物価の下落圧力がかなり後退したと私自身考えたが、その後製造業の量的拡大の動きに急ブレーキがかかりつつある状況であるから、こういう状態が長引いていくと、今度は需要サイドからくる物価の下落圧力について、違った評価が必要になるかもしれないように思う。そういうようなことで、景気回復のメカニズムを支える根幹の部分について、リスクが出てきており、それが少し強まる方向にあるというのが現時点での私の考え方である。以上である。

速水議長

それでは次、藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

前回の決定会合以来のニュースを振り返ると、緩やかな回復という標準シナリオは、崩れてはいないと思うが、かなり気になる要因が増えているし、先行きのリスクの高まりを意識させるものが多かったように思う。まず、標準シナリオとの関係では、山口副総裁も指摘されたが、12月の特別給与がマイナスになったことは気掛かりな材料である。ただ、この点はこれまで公表された各種のアンケートの結果と整合的ではないし、統計の振れの可能性もあると思う。冬のボーナスの評価は12月分の確報を待ってから判断しても遅くないと思う。企業部門では生産の鈍化が気になる動きである。企業収益、設備投資などについては、現段階ではこれまでの判断を変える必要はないが、機械受注の鈍化や収益予想の下振れなど、幾つか注意すべき動きも出てきているように思う。以上、総括すると、現在の日本経済は私達の標準シナリオの下限ぎりぎりの線を何とか走っているような状態ではないかと思う。

その下限ぎりぎりの中で高まっているリスク要因は、特にアメリカ経済と株価などの資本市場の動向かと思う。まずアメリカ経済は急速な減速が明らかになっており、国際機関やエコノミストの成長率見通しも大きく下方修正されてきた。目下のところ下期にかけての回復を予想する向きが多いが、日本のバブル崩壊の経験からしても、調整がどの程度で終わるのか、なかなか見通しをつけがたいのが実情ではないかと思う。振り返ってみると、ある程度の調整は望ましいとか、独立投資意欲は強いといったような説明は、日本のバブル崩壊期にもしばしば聞かれたフレーズであった。アメリカは政策対応の余地が大きいと言われているが、当時の日本の事情も同じであったのではないかと思う。私としては、最近の経済指標の急激な悪化からみて、アメリカ経済の先行きについてはかなり慎重にみておいた方がよいのではないかとの判断に傾きつつある。株価の下落の影響については、どうもまだよく分からないが、私は次の一、二のポイントから点検するように努めている。

第一は株式含み益の減少から企業の信用力や金融機関のリスクテイク能力が低下していないかである。第二は消費者や企業のコンフィデンスが悪化していないかである。まず第一のルートについては、これまでのところ金融機関の貸出運営スタンスに大きな変化はみられないし、企業の資金調達が困難化していく兆しもみられてはいない。ただ、先程の説明にもあったように、中小企業金融公庫や商工中金のアンケートでは、中小企業の資金繰り判断が幾分悪化しているといった動きもあるので、これが一時的なものかどうか注意してみていきたいと思う。また、第二のコンフィデンスについては、消費者コンフィデンスは今回もずっと改善傾向にある。日本の場合、家計のマインドに対しては、株価よりも雇用や所得環境の影響の方が大きいと思う。こうしてみると、株価の下落はこれまでのところ实体经济活動に対して深刻な悪影響を及ぼしている訳ではないようにも思われる。問題はこれをきっかけに世上2月危機とか3月危機と言われるようなルーマーで個別企業や金融機関の問題がクローズアップされて、それがまた金融市場の機能やコンフィデンスに悪影響を及ぼす、イベントリスクといったようなものが問題なのかもしれない。いずれにしても、こうした世界経済の減速、株価の下落といったリスク要因が標準シナリオ下限ぎりぎりの経済の走りをさらに引っ張ることになるかどうか、非常に判断の難しい局面に入ってきていると思う。当面の注目点は企業がこうしたリスクを前提に来年度の事業計画をどう作っていくかではないかと思う。そういう意味で来月以降に公表される各種のアンケートなどを通じて、十分に吟味していきたいと思っている。金融政策や流動性供給ファシリティの問題については後刻述べる。以上である。

速水議長

それでは次、田谷委員お願いします。

田谷委員

景気回復のテンポが鈍化してきたと思う。企業収益見通しは今年度下期、

来年度もプラスとみられているが下方修正されてきているようである。これまで企業収益の改善傾向を反映して、雇用・所得面でも改善傾向がみられたが、いかにも改善スピードは緩やかなものにとどまっている。最近の軟調な株価は、年度末を控えての需給悪化懸念もあるが、業績悪化懸念によるところもあるように思われる。長期金利の低下も景気の先行きについての見方を反映していると思う。企業先行、家計遅行で緩やかに景気が回復していくシナリオをここで変更する必要はないと思うが、昨年10月に「経済・物価の将来展望とリスク評価」で公表したほどの回復力は期待できなくなったと思う。主たる理由はリスクの顕現化にある。米国景気の急速な低下とそれを受けたアジア諸国経済の鈍化が輸出の低迷に表われ始めたし、国内生産活動の伸びが鈍ってきている。企業設備投資は、先行指標の動きなどからして、暫くは増勢を続けると思うが、足許の株安などもあり、先行き鈍化の恐れが出てきたと思う。さらに言えば、所得面での改善が私の想定していたペースより鈍かった結果、個人消費がなかなか一進一退の域を脱せないこともある。

以下でこれらの点について若干敷衍した後、最後に物価について触れてみたいと思う。まず輸出では、アジア向け輸出の低下が顕現化してきた。これは昨年の年末に向けて東アジア諸国の輸出の伸びが低下してきたことから予想されていたことであるが、数字のうえでも確認されるようになってきた。対米輸出の鈍化も表われ始めたようである。問題は米国景気であるが、昨年末以来の急激な鈍化は各種統計で確認できるが、今後の行方は不透明である。調整が急激なものだけにV字型回復になるとの見方も有力になってきているようである。他方拡大局面が長期に亘ってただけに、消費、投資の調整は大幅なものになるとの見方もある。米国金融市場全体の動きからすれば、今のところ景気後退は避けられるとの見方が大勢だとは思いますが、より慎重にみていくべきだと思う。次に鉱工業生産の伸びが鈍ってきた。つい最近出た12月の実績と1、2月の見通しはそう悪い数字ではないが、1月は主として電気機械、2月は輸送機械と一般機械の上昇予想によるところが大きいようである。しかし、これらの分野の実現

率や予想修正率がこのところマイナスになってきているので、実際の数字は下振れる可能性が大きいと思う。実際には調査統計局のヒアリング結果に近いものになるのではないかと想定している。つまり生産活動は後退を始めた訳ではないが、足踏み状態になりそうである。また、第三次産業活動指数も昨年11月までしか分からないし、活発化してきている分野もあるが、10～11月を第3四半期対比でみるとマイナスになった。設備投資については、最初に申し上げたようにまだ基調としての増勢は続いていると思う。ただ、機械受注統計が予想比下振れてきているし、建築着工床面積も下がってきている。一昨日出た12月時点での法人企業動向調査報告で今年度の非製造業の設備投資計画が、9月調査に比べてかなり下方修正されたことは懸念材料である。また、同報告からも比較的大規模な企業の景況感が足許下がってきていることや、12月から1月にかけて行なわれた各種の調査で、中小企業の景況感、業況感が低下してきていることも、最近の株安と共に今後の設備投資計画の慎重化をもたらす恐れもあるのではないかと思う。

ところで、近い将来のことを考えると、一時的にせよ公共投資は増加するであろうし、何度も申し上げたように設備投資が減少することもないであろう。個人消費は一進一退を続け落ち込むこともないであろう。輸出も数量が落ち込んでその一部は円安で補填されると思う。問題はその先である。そもそも持続的な景気の拡大を期待するには、経済構造の変化による生産性の上昇がなければならないが、そうした構造変化が起こってきているからこそ、景気下押し圧力が強まっている側面があると思う。物価一つを取っても弱含み状況が続いているのは、供給サイドの要因が大きいと思う。規制緩和、輸入の増加などで競争が激化してきていることが最大の要因と思う。ただ、景気の踊り場の状況が長引き、先行きの回復ペースの鈍化が懸念されるに従って、需要サイドの重要性も増してきているように思う。政策対応を採る必要性が出てきたように思う。この点については後程触れたいと思う。以上である。

速水議長

次、植田委員お願いします。

植田委員

私は、既に三、四人の方々がお話になられたこととほぼ同じであるし、前回の自分が申し上げたことと余り変わっていないので、極く簡単に申し上げてみたいと思う。

今年度と来年度について、先に要約してしまえば、今年度の成長率見通しについては、例えば10月時点、あるいは12月時点から比べてもかなり下方修正を迫られる材料が出てきている。来年度については、はっきりしない訳であるが、そこそこの回復軌道に復する可能性とかなり悪くなる可能性の両方があり、悪くなる方向のリスクが増大していると思う。

そのうえで二、三点申し上げる。これも複数の方が指摘されたことであるが、GDP統計については昨日、予想されていたとおり昨年第3四半期の大幅な下方修正が出た訳であるが、これだけを取って余り悲観的になることもないかと思う。つまり年度後半特に恐らく現在の四半期を中心に設備投資等である程度伸びる姿が出てくるように思う。しかしそういうニュースが出てきたからといって、喜ぶ材料でもないように思う。生産、あるいは生産予測の動向、株価や企業コンフィデンスといった辺りを見てみると今年度についても、例えば短観の設備投資計画にあるような姿どおりに着地する可能性は非常に低くなってきていると私は思っている。従って非常にラフな言い方であるが、成長率で見れば良くて1%台半ば、悪いと前半のイメージかと思う。そういう意味で少し前の判断からかなり下方修正になると私は思っている。先をみる場合のポイントとなる米国経済については皆さんと同様、私としては特に年後半の米国経済動向について不確実性が高い点を強調しておくべきかと思う。その関連で来年度の設備投資が一つの注目点であるが、先月の支店長会議で多くの支店長から指摘があったように、新技術を胎化したような設備投資が今後次々に見込まれていく、あるいは日本企業の付加価値が高かったり、注文生産的な要素が高

いものを国内や世界に向けて生産しているので、世界の景気減速の影響をそれ程大きくは受けない面があるかと思う。他方設備投資のかなりの部分には景気と一緒に動く部分もあるかと思われるので、こちらの部分は世界経済の減速とともに減速していくことが避けられないかと思う。また、米国景気の不透明性そのものが広範囲なために、設備投資計画等の見通しに当面抑制圧力として働くような気がする。そういうことで、取り敢えず大企業、特に製造業については失速はなさそうだと思うが、全体として余り高い伸びは期待できないように思う。ただ、この辺については2月から4月にかけて明らかになっていく、様々な来年度の設備投資計画調査でチェックしていきたいと思う。

株価下落の金融面、あるいは実体面への影響については、既に指摘された方々のご意見とほぼ同じなので省略したいと思う。以上纏めて物価について全くマクロ的な感じで判定してみると、もしも仮に今年度の成長率が1%台半ばか若干それを下回るところで着地すると、潜在成長率を上回って成長したという絵は描き難い。ということは両者の差で動いている需給ギャップは今年度を通じて、良くて横這い、あるいは若干拡大した可能性があると言わざるを得ないと思う。そういう姿はインフレ率をどれでみるかによって変わるが、ややマイナスのレンジで少し下がったような現実の物価の動きとほぼ呼応しているように思う。だから賃金が少し横這いに戻したりしているところがずれているが、これは遅行指標ゆえの動きかと思う。ただ、今のところデフレ圧力は劇的に強まった状況ではないと思う。しかし来年度についても潜在成長率を下回る姿でいく感じになると、物価についてもかなりリスクが高まることになるので、注意をしないとイケないかと思う。以上である。

速水議長

篠塚委員お願いする。

篠塚委員

私は、日本の景気については、緩やかな景気回復が続いているものの、しかし海外からのネガティブな影響に対する抵抗力が弱まっていくとみている。全体的な景気の現状評価は先程村山調査統計局長が説明していたように、先月に一段判断を下げたので、私はその判断を下げた評価で現状は良いとみている。そのうえで留保すべき点は企業収益の今後がどうなるかであると思う。景気回復の第一の柱は企業収益の増加であるとして、私達は標準シナリオを描いていたけれども、来年度の企業の計画についてはまだはっきりしないし、3月の短観を確認したうえで判断していきたいと今の時点では思っている。多くの企業では現在来年度の事業計画を策定している真っ最中であると思う。元々設備投資計画は、年度の初めの3月短観では控えめな計画が示される傾向があるとのことであったので、そういうことも踏まえたうえで足許の景況感が弱まっていくだろうと思うし、またそんなことを考えてかなり慎重な計画が示される可能性もあるかと思っている。現在の景気回復が設備投資によって牽引されているとの理解が浸透しているだけに、来年度の設備投資計画で弱い数字が出ると、企業マインドにそれがフィードバックされて、さらに設備投資計画の意欲を一段と抑制する可能性もなきにしもあらずなので、この点について警戒しながら3月まで待とうと思っている。しかし私は全部暗い話ばかりではなくて少し明るい材料もあると思っている。一段の下振れリスクが強くなっているのは事実だが、二つ挙げておきたいと思う。一つは情報化投資で、アメリカでは96年以降、アメリカの通信法の改正によって急増したと言われている。これは60年振りの大改革改正だと言われていたが、ポイントは地域の電話会社と長距離の通信会社との間の業務の隔壁を撤廃したことである。当時アメリカではこういうことをすると、地域の電話会社の通信料が引き下げられるためにその経営が破綻するのではないかと懸念されていたが、実際に実施してみたら料金が引き下げられてインターネットの業者が急拡大した。そういうことから考えると、日本でも昨年の12月にIT推進戦略を企図とした規制緩和が示され、これに基づいて今国会に

IT関連法案が十数本提出されている。中身をみると96年2月のアメリカ通信法改正を強く意識していたことが明らかである。私はこれが巧くいけば、日本にとって新しいビジネスを提供するいい材料だとみている。もう一つの明るい材料は、国際競争力が高まっていることの表われとしての特許料収支の改善である。日本では依然として特許料収支が赤字であるが、95年頃から特許の受取料が急ピッチで増加してその赤字幅が縮小している。これは日本の製造業の国際競争率が高まりつつあることを示しているのではないかと思っている。

あとは金融資本市場について申し上げたい。日本の株価は、海外投資家の動きに一段と影響されるようになってきてしまったと思う。市場参加者の8割が注目しているのは海外投資家であって国内投資家ではないというのが現状である。そんな訳でTOPIXとNASDAQの相関関係が一段と高まっている。アメリカでは現在景気減速の下で在庫調整に続いて設備投資調整が避けられない情勢にあるのではないかと思っている。アメリカでも株価が下がって収益環境が悪化すれば当然投資の見直しに入るであろうと思われる。ネットバブルと言われた時のIT関連投資は、アメリカの全投資額の4割を占めていたとも言われていた。こうしたIT関連設備投資の本格的な調整局面を迎える事態まで考慮すると、現在のNASDAQの調整は、これをまだ十分織り込んでいないのではないかと危惧される。こう考えると、日本では3月を越えた先に、また一段と株価下落のリスクが出てくることも懸念される。その際、日本にこれを回避するような何か手立てがあるかということに関してはかなり厳しい認識を持っている。現在のグローバルな資本市場の下では日本の株式市場関係者のほとんどが先程海外投資家を注目していると申し上げた。逆にその海外投資家が注目しているのはというと、様々な情報を集めてみるとどうも日本の金融システムの問題に突き当たる。そしてその背後には日本の不良債権問題に対する抜本的な対策が打ち出されるかどうかにかかっているような感じがする。先日の第3回経済財政諮問会議の議事要旨などをみると、委員の方々は皆日本経済の重要課題が構造改革であるということで共通理解と

なったとの話も出ていた。ということは政府筋も市場参加者達も全てがそのような理解になっていると思われる。こうした中で構造改革のための対策が現在の景気の低迷を金融政策だけで解決できるというのはもはや無理難題だと思われる。問題は日本の金融機関と企業の低い収益力であり、その根底にある不良債権問題をどうするかになる。その解決なしに、どのような小手先の対策をしても1年間程度は同じように少し回復するかもしれないが、根本的な回復には至らないと思う。であるからこそ金融と産業を一体で捉えた抜本的な諸施策を是非とも考えなければならないと思われる。その際、緊急避難的な対策としてどうしても必要になるのは雇用対策だと思っている。先般外資系コンサルタント会社の「日本経済再生のシナリオ」というペーパーについて話を聞く機会があった。そこでは、不良債権を抱えた業種を含む日本の四業種を対象に、ミクロの例ではあったが、徹底的に規制緩和をしてその業種ごとの生産性を上げていくなれば、——10年をかけての長い期間のシナリオではあるが——最終的には日本の潜在成長率を4%に上昇させることもできるとの話であった。その時に絶対必要なセーフティネットとして緊急に発生する失業に対して失業給付を拡充することが必要だという話が出ていた。これは全く私も同感である。今日本では失業給付ではなく雇用保険制度といっているが、その雇用保険は去年実は抜本的に法律改正を行なったばかりである。今これからもし本当に本格的な構造改革に着手するのであれば、この抜本的な雇用保険制度の改正だけでは全く不十分であることを指摘しておきたいと思う。

以上纏めると、現状、実体経済は緩やかな回復というシナリオを今も維持している。しかし先行きについては海外経済の減速によるリスクが一段と高まっていると考えている。日本についての認識は不良債権処理の遅れからくる金融システム不安、あるいは金融機関等企業の低い収益力が原因であるところに定着しているのではないかとと思っている。以上である。

速水議長

それでは昼を過ぎましたので午後少しお残りになるかもしれないが、こ

ここで若林副大臣から何かメッセージがありましたらお願いします。それから小林統括官ももしあればどうぞ。

若林財務副大臣

各委員のご発言の途中で恐縮である。昼食後も残ってお話は聞かせて頂きたいと思っているが、何分時間が不確定なものであるから、ここで発言させて頂きたいと思う。宮澤財務大臣は予算委員会に出ており村上副大臣が陪席をしているので今日は私が出席することとなった。

わが国の経済は雇用情勢が依然として厳しい。個人消費も概ね横這いの状態が続いているほか、企業部門についても、輸出の減速を背景に生産の伸びが鈍化するなど、全体として景気の改善テンポがより緩やかになってきていると考えられる。また、米国経済の急速な減速、株式市場の動向など景気の先行きに対する懸念が指摘されている。こうした中、物価は、原油価格の高騰にもかかわらず、消費者物価指数（全国・総合）、GDPデフレータの前年比マイナスが続いている。こうした物価の下落が実質金利の上昇、実質債務負担の増大などを通じて経済に与える影響に今後留意していく必要があると考えている。

政府としては、景気を自律的回復軌道に確実に乗せるために、平成12年度補正予算の円滑かつ着実な執行と平成13年度予算の早期成立を図って参ることに全力を挙げているところである。

日本銀行におかれては、わが国経済を、民需中心の本格的な回復軌道に乗せていくよう、経済や市場の動向を注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を行って頂きたいと考えている。また先程方向が打ち出された流動性供給方法の改善を含めて今後の金融政策運営について、金融市場をはじめ内外から強い関心が集まっているが、特に、景気の先行きに対する懸念が指摘される中で、物価の下落が続いていることに十分ご配慮頂いて、時機を失せず適切な対応をとるようお願いしたいと考えている。各委員のご発言途中、また審議途中であり恐縮だが、以上申し上げた政府の経済財政運営の考え方についてご理解を賜るようお願いを申し上げます。

小林内閣府政策統括官

本日は麻生経済財政政策担当大臣に代わり私が出席することとなったので宜しくお願いする。昨日、昨年7～9月期の二次QEが発表された。これによると設備投資が昨年7～9月期の法人企業統計季報結果等を踏まえ、大幅に下方修正されたこと等から、実質GDP成長率が+0.2%から-0.6%へと下方修正された。わが国の景気の現状については企業収益や設備投資が増加しており、自律的回復に向けた緩やかな改善が続いているとの判断に変わりはないが、景気改善のテンポはより緩やかになっていると考えられる。また輸出の弱含みに伴う生産の増加テンポの鈍化に加え、アメリカ経済の減速、内外株価の不安定化など警戒すべき要素が強まっており、これらを注視していくことが必要と考えている。このような状況を踏まえ、政府としては引き続き景気回復に軸足を置いた経済運営が重要であると認識している。このため平成13年度の経済見通しと経済運営の基本的態度で示されているとおり、まずは経済を自律的回復軌道に確実に乗せるための方策をとるとともに、時代を先取りした経済構造改革の推進等を図ることとしている。こうした経済運営の下、民需を中心とした経済成長を続ける姿を定着させ、経済を自律的回復軌道に乗せるべく努力して参りたいと考えている。以上である。

速水議長

それではここで昼食に入りたいと思う。午後1時まででお願いします。なお先程の案等についてはマスコミが非常に関心を強めて追いかけていると思うので、今日の決定公表まで漏れないようにお願いします。

(午後12時18分中断、午後1時2分再開)

速水議長

それでは午後の会議を開始する。先程篠塚委員までお願いしたので次、中原委員をお願いします。

中原委員

1月の決定会合で私は大局観として二つ申し上げた。一つは平成の大不況は三回の不況があって二回は終わったが、これから三回目の不況が始まり、そこに既に片足を突っ込んでいるというのが私の第一の考えである。それから第二はアメリカの株式が底を打つのは恐らく2003年±1年の間であろうと思っている。世界経済についてはヨーロッパは強いところと弱いところが混ざり合っているが、主としてアメリカを中心に過去5年間の反動から縮小の方向に向かいつつあると思う。その中で国内経済は景気後退に移行する初期の段階、あるいは景気後退の入り口に入りつつあると考えており、これまで日銀が言ってきたいわゆる標準シナリオは既に崩れかけているというのが私の見方である。

以下、景気動向、原油、アメリカ経済、株価の順で申し上げるが、時間の関係で二つに減らすかもしれない。まず景気の動向では、先程山口副総裁が三つのリスク・ファクターを挙げたが、私は別の観点から申し上げる。景気循環は、キチンのサイクルから始まってジュグラーだとかグズネッツ、コンドラチェフとか四つ位の景気を動かしている波があって、目先の動きは単一の循環なので、そういった幾つかの波が合成された複雑な合成波としての目先の単一循環に焦点を当ててこれまでずっと分析した訳である。まず景気動向指数をみると12月は十分にデータが出ていないのではっきりしたことは申し上げられないが、DIについては一致指数が71.4%と50%を超えたが、先行指数、遅行指数が50.0%と弱まっている。いずれも改訂されるに従って、先行指数および一致指数が下方修正される可能性が高い。あと、CIについては先行・一致・遅行指数とも上昇を示しているが上昇幅が小さくなっている。以上のような分析から恐らく2000年度後半以降の景気は停滞から後退局面へ移行する初期の段階にあると思う。

そして 2001 年の景気下振れリスクは非常に大きいというのが私の結論である。先行指数だけの分析を申し上げると、一つは非居住用の実質建築着工工事費予定額およびC Iの一致・遅行比率、それからTOPIX、この三つが既にかなり大幅に低下してきている。それから学卒を除いた新規求人も頭打ちになりつつあることが第一のポイントである。第二のポイントは機械受注と経常利益の上昇ペースが鈍化する可能性が極めて高くなることである。それから三番目は恐らく現実の投資とある式を使って推計した適正実質投資の二つの乖離をみるとかなり高いところにある。そして特にここで問題になるのはC Iの一致・遅行比率である。これは一つには企業の利潤率の代理変数と考えられる訳で、一致・遅行比率が下がってきているので、景気後退の深さが大きくなりやすい部分もあると思う。もう一つには需給ギャップの代理変数とみることができると思う。前者の利潤率においては一致指数は売り上げ、遅行指数はコスト、それから需給ギャップを考える場合には遅行指数は設備投資、一致指数は資本および失業率、つまり労働を表わしていると思う。こういったものの動向を総合すると、景気後退の初期にあると思う。それからGDPについては、1月に私は-0.6~-0.7%の間だろうと言った訳であるが、昨日出た結果ではそのようなことになり、私は生産のピーク・アウトに近い、あるいはもう既にピーク・アウトしているのではないかと思う訳である。そういった意味で景気は2001年から2002年にかけてかなりひどい局面を迎えるのではないかと考えている。一致指数の中で11程指標があり、このうちの過半数が6か月以上前のピークを抜けられない場合には一応景気の天井と見なすことができると思うが、11の指標のうち原材料消費、大口電力使用量、製造業稼働率指数、百貨店販売額、全産業営業利益、中小企業売上高、六つの指標が既に8月あるいは2月にピークをつけた可能性がある。従ってこれからの景気の展開は要注意であると思う。それからこれを裏付けるものとして最近の景況感の悪化がある。これは申すまでもなく法人企業動向調査、ブリッジ短観の業況判断、商工会議所のLOBO調査、博報堂生活総合研究所の消費意欲指数、全てその動向を示している。

それから気になるのは山一以来ロンドン、ニューヨークのマーケットにおいてデフォルト・リスクの売買——デリバティブズの一つでクレジット・デフォルト・スワップと称し、簡単に言うとジャパン・プレミアムの5年、10年の取引——が行なわれていることである。これが97年の山一、三洋証券における信用不安の発生等を契機に3年程前から取引されるようになった。そのプレミアムが非常に上がってきていることが大変問題である。国債や広く日本の金融システム全体に対するリスク警戒感が目立っていると思う訳である。5年物の予測金利の売買等をみると、日本については98年10月の32bpをピークにして、去年の半ば位にかけては8.5～9bpで安定的に推移していたが、去年の8月ゼロ金利を解除した頃から上がり始めていて足許、1月は24bpまで上がってきている。同様に個別の金融機関をみると、日本興業銀行がボトムの25bpから足許80bp、富士銀行は同じく25bpから75bp、東京三菱でも21bpから55bpへと上がっており、クレジット・デフォルト・スワップをみる限り、欧米機関投資家の目は極めて厳しいことが分かる。

次に申し上げたいのは石油で、石油については前回の会合において、大勢または中勢の天井は打って、今後は25から30ドル/バーレル付近と申し上げた訳であるが、大体30近辺の動きになってきている訳である。ただし、最近の原油の需給を調べてみると、恐らく供給過剰になってくると思う。まず需要サイドだけ申し上げますと、第1四半期7,540万バーレル/日、第2四半期7,380万バーレル/日、第3四半期7,480万バーレル/日、第4四半期7,770万バーレル/日、それに対する供給が7,780万バーレル/日、7,500万バーレル/日、7,650万バーレル/日、7,670万バーレル/日である。第1四半期に240万バーレル、第2四半期120万バーレル、第3四半期130万バーレル、第4四半期-100万バーレル余ってくる計算になるので、恐らくこの第1四半期以外にOPECはさらに100万/バーレルの追加減産をする可能性がある。それから第2四半期には、加えて200万バーレル/日の減産を必要とすると思う。世界景気の鈍化が進んで25ドルを割ると石油価格の下落はそこからかなり大きくなると思う。そ

れから三番目にアメリカ経済について申し上げるが、アメリカ経済は予期せざる非常に早い減速をしている訳である。レイオフの発表数、求人広告、それからペイロール・エンプロイメントの3か月も落ちている。コンシューマー・センチメント、いずれを取っても非常に悪くなっている。ちょうど国内が終わったのでここで一回切らせて頂く。

速水議長

それでは次、三木委員お願いする。

三木委員

今日は景気の現況と先行きの中で今踊り場にあること、二つ目はこの踊り場から抜け出してさらに回復軌道に行くには、という問題、それから三番目は物価下落の三点について話をしたいと思っている。まず一つ目であるが、景気は緩やかな回復軌道の中で踊り場状態にあること、そして今のところ後戻りの気配はないが、様々なリスクが高まりつつある中で踊り場から抜け出すというより後戻りする懸念が出てくるかどうかを注視する状況になってきたことが今月のポイントだと思っている。今の景気は経済構造の変化に対応できたIT関連企業、あるいは勝ち組企業等が景気回復をリードする経済構造変化主導の景気回復と捉えられると思う。これまでは構造調整を抱える中で、民需の自律回復を目指して財政政策、金融政策でサポートし、輸出と公共投資に支えられながら緩やかな回復軌道を辿ってきた。しかしここに来て、マクロで見ると民需のレベルはプラスないし横這いが維持されているものの伸び率は鈍化しており、輸出減が相殺し始めたと思う。この結果、生産レベルは前年比でなおプラスと言えるが、前期比変化率ではほとんどゼロ成長に入ってきており、これは踊り場状態にほかならないと思っている。需要構造の変化に供給面で対応できない企業をなお残存させたまま、いわば構造調整が道半ばで先送りとなっている影響がマーケットで意識されだしたため景気回復が小休止状態になっていると思う。

量は出ているので、現場の景況感は平時には復しているが、価格弱含みのために企業収益回復に直結し難く企業マインドにマイナスの景況感を与えていると思う。そして抱えている様々なリスクからの先行き不安も大きいと思う。踊り場から抜け出すには「景気回復を進めて構造改革を行なう」という従来の発想を、今後は順番を入れ替えて、「構造改革を進めて景気回復を」とする必要があると思っている。構造改革は市場原理の下、民間の自助努力で進めるべきものだと思う。また同時に不良債権処理を進め、金融システム不安を断ち切ることも必要である。今求められるのは、企業マインド、家計マインドを覆っている先行き不安感を断ち切ることであり、そのためには財政赤字の問題、税制、年金・医療などの社会保障、それから不良債権処理といった経済政策運営の根幹についての道筋を示すスケッチを明示することである。こうした政府によるビジョンの提示があってこそ国民の先行き不安が払拭でき、経済がさらにテイクオフできる道筋がはっきりすると思う。そして政府の役割は、規制緩和を進めて市場ルールに委ねることであり、税制面でのサポート、雇用の流動化、新産業育成のための基盤作りといった環境整備に徹することと思う。財政政策としては構造改革でもたらされるデフレ圧力を防ぐために量ではなく質の財政出動に軸足を置くことである。そして金融政策は資金の量と低金利により流動性を担保していくことだろうと思う。

次が三番目の問題としての価格下落の問題である。景気が踊り場になる中で再び価格下落の問題が顕在化してきている。量は出ているが価格下落懸念がなお残る。そして下がった価格が戻らない状況になっていて、これがビジネスマインドを非常に弱気化させている。マクロでみると確かに物価は下落している。この物価下落の中身が構造的な要因によるのか、循環的な要因によってもたらされたのか、物価下落がもたらすマクロ経済の影響、つまり拡大再生産に資するのか、縮小再生産に繋がるのかがポイントになろうと思う。物価下落は企業収益との関連だけでなく実質金利の問題、それから債務者、債権者の所得移転の問題、こういった色々な次元からの分析が必要なことは言うまでもないが、行き着くところ判断基準は経済が

前向きに回っているか否かに集約できると思う。足許の物価下落は構造的要因に基づく物価下落のウェイトが大きいと理解している。その意味でここまでは物価下落の下でも実質経済成長はあり得る訳でもある。勿論循環的下落が起きてきた場合には、金融政策として弾力的に対応することは必要である。デフレ・スパイラルには当然歯止めが必要だと思う。構造的要因に基づく価格下落を考えると、先程から武富委員をはじめ皆さん言われているように、国際競争力コスト、価格に鞘寄せするために高コスト体質を改善し、国際競争力をつけることである。第二に新技術による生産性の向上、第三にITや製品の輸入による物流・流通段階の合理化による価格下落に集約されるであろう。これらはいずれも豊かな国民生活に繋がるメリットがある。一方循環的要因は、需給バランスの崩れからくる価格下落である。過剰設備、企業過多、あるいは需要の弱さからくる価格下落である。これまでは輸出という特需のおかげで設備の過剰感が解消する中、設備と企業の市場からの淘汰が先送りされてきたが、輸出が剥落してくると当然ここで過剰感が顕在化してくる。特に本来市場から退場せざるを得ない負け組企業はコスト無視の価格で勝負に出る訳で、結局二極分化のまま価格競争に巻き込まれて勝ち組企業の体力も冷えさせているのが今の実態であり、構造調整先送りの弊害といえる。また、景気は踊り場にあると申し上げたが、景気が踊り場にあることは需要の伸びが止まることであるから、当然のことながら在庫増に繋がる。そして需給バランスが崩れ易いために価格下落に繋がり易い。そして特にここで注意を要するのは、此許需給バランスの崩れによる価格下落懸念が現実化しつつあることである。一段と注意深くみていくことが必要な局面に来たのではないかと判断している。以上である。

速水議長

それでは金融経済情勢について追加的なご意見、ご議論がございましたらどうぞご自由にご発言下さい。

中原委員

アメリカ経済であるが、結論を先に申し上げると幾つかの指標で非常に変な数字がみられる。先程求人広告に触れたが、2000年になると90から75まで下がって1993年以来の最低の水準である。それからペイロール・エンプロイメントの3か月の変化率をとると過去七回の景気後退が始まる前にゼロ以下に落ちており、今回は去年の9月にゼロを割れている。今は多少戻っているが極めて不安定な状況である。それからもう一つ非常に心配なのはミシガン大学の消費者センチメントが、12月に100以下、今年1月93.6と96年以来2か月連続で100を割り込んだことである。もう一つ特記すべきは100以上を継続的に維持したのは11月までの4年8か月で、その前は1964年から66年の間の20か月強であったので、その2.6倍位の間100以上を維持した訳で、大変な好況であったものが割れてきたことである。因みに1964年から66年の間20か月続いたがその後、この指数は13年間低下トレンドを辿り、水面以下であった。それからアメリカのIT投資は明らかに屈折点を過ぎていると思う。IT投資は最近の統計でみると去年の第4四半期が+9.6%でその前の第3四半期が+16.8%、それからピークの第1四半期が+31.4%であり、昨年第4四半期は93年第4四半期以来の最低の伸び率である+9.6%を記録したことになる。第1四半期のピークから第3四半期+16.8%、第4四半期+9.6%と急落している。これがアメリカの企業収益、特にテクノロジー関係の企業収益に非常に大きな影響を与えられている。それからアメリカのエネルギー動向は前回も申したが、アメリカの経済成長に対する非常に深刻な制約になり得る。特にエネルギーで注視すべきは価格が暴騰していることであり、石油価格どころの騒ぎではなく天然ガスがこの1年で5倍、電力が大体10倍になっている。このように商品市場にクライシスが訪れ価格が暴騰するあるいはボラティリティが増大する場合には非常に大きなメジャー・プレーヤーが損失を被ることは過去の例でも明らかである。ベアリング・ブラザーズ、ドレクセル・バーナム・ランベールそれからLTCMと枚挙にいとまがない。これがどのようにこれから顕現化し、経済に波

及するか気を付けてみなければならない。もう一つは、カルフォルニア州で電力危機が起こっておりまだ解決の糸口はないが、ITが使う電力需要は非常に大きいことである。これはホワイトハウスの調査であるので多分当たっているだろうが、ITプロパーで全体の電力消費の8%、ITの関連事業、関連産業を入れると大体電力全体の12~13%、それに伴う例えばクーリングのための電力を入れると全体の20%にもなるので、電力からくる制約がIT産業を束縛することは十分に考えられる。そしてこのITの電力需要は10年経つとトータルで30%位になると言われている訳である。それからアメリカについてはこれから家計のバランスシート調整が長期に亘って始まることがアメリカ経済減速の一つの大きな要因である。アメリカの可処分所得は7.1兆ドルであるので1%貯蓄率が上がると700億ドル成長が落ちる。92年の12月にはピークで10.2%の貯蓄率があったが、その貯蓄率が以前の3%に戻るだけでも大変なことである。それから株価については1月24日から2月の初めにかけて変化日があるだろうと前回申したが、NASDAQが1月24日にピークを付けてそれをまだ抜いていない。いずれにしても私はこれからアメリカの株価、従って日本の株価ともに目を離せない状態がくると思っている。特にアメリカの場合には2月末から3月中旬に向けて次の要注意の局面になると思う。

(午後1時31分若林財務副大臣退室、田村財務省総括審議官入室)

速水議長

何かご意見、あるいは補足すべきことがあればどうぞ。

山口副総裁

追加的に自分の意見を言う訳ではないが、これから流動性供給措置や一般の金融政策についての議論をする予定であるし、その最後に月報の表現を皆で議論するので、経済情勢について今までに出た色々な意見の最大公約数的な見解を私なりに要約したい。現状まで、あるいは直近の将来ぐら

いのところまで含めて、景気の回復テンポはかなりスローになってきていることは皆さんご指摘になった。しかし例えば生産指数はまだ僅かながらプラスであるとか、GDP成長率みたいなものを考えた場合に、そこそこの数字が直近のところでは出る可能性もあり、そういうことも含めて緩やかな回復がすっかり途切れてしまった訳ではないといったことが現状認識と思った。しかし少し先を考えた場合に、ダウンサイド・リスクがかなり増えてきているとの指摘も程度の差こそあれ共通にあったと思う。そのリスクのソースとしては色々な指摘があったが、やはりアメリカ経済についての不透明感、特に下期回復、ソフトランドといわれながら本当にそうなるかどうか実ははっきりしなくなり、足許でのアメリカ経済の落ち方がどんどん深くなっているとの認識も共通であったと思う。そういうことを踏まえて日本経済の今後についてどういうイメージを描くかになると、この時点で緩やかな景気回復というパスが全く困難になってしまって、そういう見通しをすっかりギブアップしなければいけないとまでは、中原委員以外の方々はまだそこまでは言われていなかったと思う。しかしアメリカ経済の歩み方次第、あるいは国内の金融資本市場の変化の仕方等々如何によっては、三木委員の表現を借りれば一時的な踊り場にとどまらず、もう少し後退色を強める方向に動いていってしまうかもしれない、そういう意味でのリスクがかなり増えてきたと認識せざるを得ない。こんな感じかと思ったが、大体それで宜しいか。

速水議長

先程調統局長から生産が横這いとの説明があったが、数字を見る限り生産は上がっているし、在庫率は少し下がった後少し上がっている。設備投資も機械受注が増えている。これでどうして横這いと言うのか、改めて説明して欲しい。今三木委員もそのような意見であった。図表7、あるいは図表11を見ると今のようなことだがどうか。

村山調査統計局長

まず、生産の数字は資料4の図表21である。生産の10～12月前期比は+0.3%なので、確かにプラスはついているが、0.3%はほぼ横這いと判断している。それから1～3月については、先程も説明したように、予測指数による単純計算では+2.6%と確かに増える形になっているが、10～12月と同様かなり下方修正されて、ほぼ横這いの着地になるとみている。その背景の一つは私共の企業に対するヒアリングの結果、どうも電機あるいは自動車等を中心にかなり生産を抑える方向にあるので、そういったマイクロ情報を重視するとほぼ横這いになることである。それから、設備投資については、指摘のとおり資本財出荷、あるいは機械受注等が増え続けているので、私共トータルとしてみれば足許でもまだ増えていると考えている。ただ、2001年度の設備投資については、現状から判断すると、恐らく2000年度の伸び率を下回ると思われる。どの程度下回るかについては、今ちょうど企業が2001年度の設備投資計画を作成中であるので、確たることは申し上げられないが、足許の生産の状況あるいは企業収益の変化の方向等を考えれば、そう大きな増加率にならない可能性もある。

速水議長

それ程上昇している訳ではないが、これが急に横這いになってしまうのか。こういう数字を見ている限りでは分からない。

村山調査統計局長

生産についてはもう既に10～12月期で+0.3%とほぼ横這いになっている。そして1～3月期は何度も申し上げるが予測指数では+2.6%と高い数字になっているが、私共の企業のヒアリングを重視する限りほぼ横這いの結果になっている。

速水議長

0.7%、1.9%は改訂になったのか。

村山調査統計局長

いえ、0.7%、1.9%は現時点での企業の見通しである。ただ、例えば1月の0.7%にしても第一次の見積もりは1か月前は1.5%と言っていた。これが今0.7%にまで修正されている。あるいは12月の実績1.5%についても予測指数では2.0%であった。これが1.5%まで下振れしているといった傾向もある。加えてミクロの情報からすれば、1~3月期は2.6%ではなくほぼ横這いに着地するのではないかというのが現時点での私共の見通しである。

三木委員

速水議長、今の村山調査統計局長の説明に全く同意見である。各企業の生産現場における1~3月期の動きをみていると完全に横這いになっている。果てしなく前期比で上昇を続けることは考えられないので、どこかである程度マックスがきて前期比だけが止まってしまう。ただし前年に比べたレベルではプラスである。今の生産の状況は前年比ではプラスを維持してほとんど各社ともフル生産にきた。人を切った状態のところ所幸いなことに輸出が入って内需は少ししか伸びないがフル生産となった。そこで前期比は止まってしまうのは当然である。そのフル生産が止まったところへもってきて輸出が急に落ちてしまう訳である。そこで民需が少し上がってくれば、少なくとも前年比はプラスのまま横這いではいけるだろうと見込まれるが故に踊り場だと言っている。そこからどうやって抜け出すかが最大の問題である。今言ったような傾向は変わっていないので、緩やかな回復軌道には乗っているのは間違いないと思う。

速水議長

僕は生産がそんなに急に下がるとは思わない。例えば雇用人員は鉱工業で減っている。しかし鉱工業では減っているがサービス産業でもの凄く増えている。鉱工業生産だけで景気は判断できないと指摘しておきたい。

村山調査統計局長

確かに生産だけでは判断できない。ただし、これは製造業の話である。この1年間の企業収益の源泉は製造業の稼働率が上昇してそこから利益が出ている訳である。いわばリストラと輸出の増加に支えられて企業収益が回復傾向を辿ってきたので、生産が横這いになってくると、これはかなり厳しい状況になる。

速水議長

日本は製造業も他の先進国に比べてウェイトが高い。サービス産業は60%位であるが先進諸国は72%位である。この間雇用の業種別増加状況をみたが、ほとんどサービス産業で増えている。そういう動きが、GDPに反映される。これは構造改革がかなり進んでいるのではないかなという感じがした。

村山調査統計局長

確かにこの1年間を振り返ってみると、非常に僅かな率ではあるが、そういったサービス産業で徐々に増えてきている。それは今急に増えてきた訳ではなく、1年前から増えてきている。この1年間の景気回復の足取りは、そこがあったうえで製造業の方も生産が上がり収益が回復してきたということなので、少なくともここへきてサービス業の雇用人員が1年前に比べて急激に増えたということではない。

速水議長

いや、急激に増えている。

村山調査統計局長

1年前のテンポに比べて、今のテンポがもの凄く上がっているかという
とそうではない。従ってトータルとして製造業の生産が横這いに転じてく

ると、これまでの足取りに比べれば、景気に対してマイナスである。

速水議長

オールド・ビジネスは競争力がなくなっているのだから、横這いになっていくのは仕方がないと思う。

村山調査統計局長

今横這いになってきているのは主として電機である。これまで電気機械、電子部品が生産の回復をリードしてきた。これらは、既に10～12月期からアジア向け輸出を中心に落ちているので、この1～3月期についても生産調整の必要がある。それに対してまだ内需の方は堅調なので、その差し引きの結果、何とか横這いに保たれているのが現状ではないかと思っている。

速水議長

それから雇用の動きでは、求人の倍率がかなり上がっているとか、一人当たり給与がプラスになっているといったことがあるので、構造改革が進んでいるに違いないと思う。

村山調査統計局長

確かに所得面については、私共も底固い動きになってきていると判断している。先程もご説明したように一応数字の上からは12月のボーナスは前年比-1.5%という数字も出ているので、そこは一本調子ではない。

速水議長

だから色々良くみてもらいたいと言っている。

田谷委員

宜しいですか。今山口副総裁の纏めた纏め方に私は異論はないが、先程

藤原副総裁の言葉を思い出すと、標準シナリオの下限ぎりぎりとのことであった。一方、私はそれが下限からさらに下に下がったのではないか、植田委員が言われていたことに近いと思う。確かに緩やかな回復過程を辿っている。そして足許スローダウンしてきているし、景気失速のリスクが高まっている。だからポイントは私なりに考えると、リスクを注視する局面なのか、リスクがかなり顕現化してきたことを強調するのかの紙一重だと思う。全体としての景気の見方は、私の見方もそれ程副総裁と違わないが、下限から下に行くのか、あるいはまだ自分達の考えた標準シナリオの中にあるのかの判断が少し違う。

山口副総裁

そこは厳密に議論しようと思うと程度問題なので、非常に難しい。だから先程私は避けて通った。

田谷委員

だから纏められた限りにおいては私はそのとおりだと思う。

速水議長

構造改革で、鉄鋼でも二社になるかもしれない動きである。

三木委員

いやそれは分からない。

速水議長

皆盛んにそうした動きを始めている。

三木委員

今総合商社の鉄鋼部門だけを取り上げての再編などもある。これは避けて通れない。だから産業界の話を聞いても、今は構造改革に取り組みなけ

ればならないので、いたずらに財政に頼るとか、金融政策に頼る局面ではないという意見が非常に強い。その裏返しでは、需要の伸び、生産の伸びについて、我々が考えたような公需から民需へのシフトシナリオに対して非常に不安がある。もう一つは金融機関の不良債権問題によって海外投資家に株で叩かれていることが、心理面に及ぼす影響として非常に大きいような感じがする。我々は今は緩やかな回復軌道の踊り場にあっても、また上の方に行くことに焦点を絞って本来は対応しなければいけないが、残念ながら今はその前にもう一度バックしてしまう懸念、色々なリスクが出てきているので、非常に騒然としている。少しオーバーであるが、色々な意味で皆不安を持ってきているのかもしれない。

速水議長

構造改革の最中は、どうしてもそれなりに足を引っ張られる。

三木委員

避けて通れないことではあるが、「市場から整齊と退出」などと強いことも言えない。

篠塚委員

私も皆さんがどのように現状を把握して、先行きについてどのように考えるかを早く知りたいと思っていた。今日の話を伺うと、私は皆さんが共にかかなりダウンサイド・リスクを強く意識していると受取った。そのうえで先程三木委員が月報の基本的見解の先行きに関して一番最後に議論したいとしていたが、今山口副総裁が纏めてくれたような意見が大宗であるとする、月報の先行きに対する書き方は私も甘いと思うので、後で議論になると思う。

それと流動性供給方法の拡充に関する打出し方も、どういう書き方でこのファシリティを公表するのかによって変わってくるのではないかと思う。これまでのところ金融システム不安は一応ないが、常設のセーフガー

ドとなるようなファシリティを出そうということであった。これが、今日の議論で先行きに対するリスク顕現化に向けて対応することになると、打出す際の表現などが変わってくるのではないかと思った。後は後半の議論でお願いします。

2. 流動性供給方法改善策の具体案の執行部からの報告

速水議長

それではご意見がまだあるかと思うが、次に先程執行部に指示した流動性供給方法の改善策について、具体案ができていたらここで説明してもらおう。

増淵理事、鮫島参事役をお願いします。

[事務局より具体案配付]

鮫島企画室参事役

それでは先程お示しした具体策についてご説明する。その前に午前中に私からご説明した計数について一点お詫びして訂正する。ECBのマージナル・レンディング・ファシリティの残高について先程1999年末のY2K時にマージナル・レンディング・ファシリティの残高が、11億強ユーロと申し上げたが、桁が違っており114億ユーロ、換算すると1兆円少なく申し上げた。因みに2000年のピークの数字が35億ユーロで、使われても2、3億ユーロと申し上げたが、20、30億ユーロ位使われる時はある。普段は2、3億ユーロであるが、そういうオーダーになることもあった。

中原委員

2～3億ユーロというのは普段なのか。

鮫島企画室参事役

普段はその程度である。ただ結構使われている時を拾って申し上げるな

らば、そのオーダーは 20、30 億ユーロである。大変申し訳ありませんでした。

流動性供給方法の改善策の具体案である。ただ今追加資料を配付したが、まず 1. ロンバート型貸出の導入である。具体的には幅広い対象先に対して、市場金利より高めの基準貸付利率で取引先からの申込みを受けて、本行が受動的に貸し応じる形の貸出ファシリティを導入するものである。狙いは、取引先の不測の資金不足に備えた standing facility を用意することで、市場に流動性に関する安心感を与えることである。安全弁としての貸出機能を活用しようと考えている。また、本支店管下の中小金融機関にも貸出をすることで、本行信用へのアクセスを認めることとしたいと考えている。別紙にある骨子について具体的にご説明する。まず目的は、金融調節の一層の円滑化の観点から、日本銀行が予め明確に定めた条件に基づき、取引先からの借入申込みを受けて受動的に実行する貸付けを導入し、金融市場の円滑な機能の維持と安定性の確保を図ることである。貸付先は、信用力が十分な取引先としたいと考えているが、目的で述べたように、このファシリティは金融調節目的で導入するものであるので、他のオペレーションと同様、銀行等のほか、証券会社、短資業者、証券金融会社を含むこととしたいと考えている。それから貸付店は本店業務局および支店である。この結果、地方の中小金融機関も対象とすることになる。貸付金利は現状市場金利比高めとなっている基準貸付利率、すなわち公定歩合である。この場合、公定歩合は市場金利の上限を画する効果を持つこととなる。ただし、一定の日数を超える頻繁な利用先には高レートを適用することとし、安易なこのファシリティへの依存は排除する仕組みにしたいと考えている。貸付期間は、オーバーナイトとするが一定の日数まで基準貸付利率によるロール・オーバーを認め、市場の流動性に関する安心感を与える仕組みにしている。担保は本行適格担保であるが、先程実務的な点で説明したように共通担保とは別管理になる。実行方法は先程申し上げたとおり、本行が受動的に貸付けを実行する形である。最後に例外的取扱いとして、特に必要と認められる場合には、日本銀行として貸付けの拒絶などを行なう

権利は留保したいが、担保など予め定められた条件を満たす限り受動的に実行する仕組みであり、ここで想定しているのは取引先の信用力に懸念がある場合など、本行の与信管理の観点から考えられる例外的なケースとご理解頂きたい。以上がロンバート型貸出の骨子である。

以下は既に制度としては固まっているが、2. 短期国債アウトライト・オペの積極活用である。現在残高がゼロとなっている短期国債アウトライト・オペを積極的に活用して、比較的長めの短期資金供給を行なう。ご承知のとおり短期のオペ残高はかなり大きくなっているが、そうした中で市場に返済圧力がかからない形のアウトライト・オペで短期の資金供給を行なうことが狙いである。

3. 手形オペ（全店買入）導入の具体化である。既に導入は決定して頂いているが、本年7月までに実施に移すべくさらに準備を急ぐこととし、3月中にオペ対象先選定手続を開始する旨、対外的に表明したいと考えている。手形オペ（全店買入）について具体化の方針を改めて表明することで、地方の中小金融機関を含めて幅広く日本銀行が資金を供給する体制を整えていく姿勢を示すことが狙いである。以上である。

速水議長

何かご質問ございましたらどうぞ。なお各委員のご意見は後の政策に関する議論でご意見を伺う時に合わせて伺いたい。ご質問ありましたらどうぞ。

山口副総裁

ロンバート型貸出を導入、実施した場合に、貸付金利の設定の仕方とか貸付期間、どこまで長く認めるのかによって他の市場金利、特に短期のターム物金利に対する影響が出てこようかと思うが、影響の度合いはどの程度と考えれば良いのか。一定の日数の「一定」を決めないとなかなか試算もし難いのかもしれないが、何か試算があったら教えてもらいたい。

増淵理事

まさに今山口副総裁が言われたとおり、相当色々な前提を置かないと計算し難い。まずこの一定の日数については、私共の頭の中には通常の場合5営業日位のイメージはあるが、仮に今日導入を決定して頂くとしてさらに細目を次の決定会合までに固める、その中で考えて、細目を固め決定して頂くことを考えている。そう申し上げたうえで、仮にこういう貸出制度を導入した時にどういう効果があるかである。まず最初はお尋ねにない点であるが、オーバーナイトレートそのものについて期末日とか個別の金融機関にとって非常に調達レートが高くなり得るところを抑える効果があることを申し上げておきたいと思う。そのうえで個々の金融機関にとっては仮にオーバーナイトレートが今の0.25%が維持されるとしても、個々の金融機関にとってはオーバーナイト調達についての不確実性はある。それは先に行くほど不確実性は大きくなり、それがターム物レートにある程度反映しているはずである。先月後半辺りで現実にマーケットで成立した金利を基に公定歩合0.5%、オーバーナイトレートの誘導水準0.25%を前提として仮にこういう貸出制度を導入すると、3か月物、4か月物、5か月物、6か月物といったタームレートで5bp程度引き下げ効果があるという試算結果が得られている。詳しい試算の筋道が必要であれば口頭で申し上げるのは非常に煩雑であるので、後でまたお知らせする。

山口副総裁

否。結果だけでいい。

速水議長

他にありますか。

植田委員

今の貸出のタームを2週間、あるいは1か月より長くしてしまうと、公定歩合とオーバーナイトレートのレート次第によっては将来のオーバー

ナイトレート誘導水準に対する予想を左右する可能性もあるのではないか。今例えば6週間物の貸出を0.25%よりほんの僅か上で実行すると1か月後に例えば決定会合で0.25%を0.45%に上げるような政策変更をした場合、その効果を若干打ち消すようなことにならないか。

増淵理事

6週間のターム物を実行することは考え難いと思うが、ここで考えられているファシリティは、オーバーナイトでのロール・オーバーを認めることであるから、仮に政策変更があればその時点で貸付金利はすぐ変わることになる。ただし6週間もロール・オーバーを認めるようなことは少なくとも私共の頭にはない。

速水議長

幅広い対象先として証券なども入る訳か。

鮫島企画室参事役

然り。

増淵理事

現在貸付取引を認めている先は300先以上ある。そのうちいわゆる銀行のほかに、信用金庫とか信用金庫の上部機関である信金中金といった預金取扱金融機関が対象となっている。それ以外に短資会社が6社、証券金融会社が3社、証券会社が34社手形貸付の取引先となっている。ここでの考え方はそういうところにも基本的には貸出を認めるというものである。

山口副総裁

先程の5bpは今の市場金利と公定歩合を前提にしてと言われたのか。

増淵理事

然り。

山口副総裁

公定歩合を下げてもスプレッドを小さくするとその効果はどうなるのか。

増淵理事

仮にスプレッドを小さくすればそれによって引き下げ効果は広がる。そういう計算をして宜しいのかどうか分からないが、全く仮にという前提で試算したところ、公定歩合とオーバーナイト金利の差が半分になるとすると、先程申し上げたターム物の引き下げ効果も約倍になるとの試算結果である。

中原委員

貸付金利として公定歩合を使うことは外国などではどうしているのか。外国では何か別の幅を決めているのか。必ずしも公定歩合を使っている訳ではないのではないのか。

増淵理事

先程鮫島参事役が申したとおり、公定歩合という呼び方をするかどうかである。ECBの場合、日本銀行で言う誘導水準に当たるものが最低入札金利、それより大体1%上に限界貸出金利を設定する訳である。この限界貸出金利が日本銀行で言えば公定歩合に当たることになると思う。もっと正確に言えば第二公定歩合と言うべきかもしれない。元々 Bundesbank が行っていたロンバート型貸出の頃は最も低い金利が割引金利であり、それから市場金利があってロンバート金利があるという構造になっていた。今の ECB では一番下にある金利は預け金の金利で、むしろ余った金を預ける時の金利がいわば市場金利の下限を画する金利として設定されている。それで市場金利があって限界貸出金利があるという構造になって

いる。

中原委員

貸付金利は何も公定歩合にする必要はない訳か。

増淵理事

貸付金利を別途設定することは考え方としては可能である。私共の案は
いずれにしても貸出をするという考え方であるので、受動的といっても、
貸出金利として公定歩合を使うことは極く自然なことと考えている。かた
がたそうすれば公定歩合が市場のオーバーナイトレートの上限を画する
という新しい意義を帯びてくることもあると言えると思う。もしここで考
えたとおりに決定すればであるが。

中原委員

理屈から言えばそうする必要はない、決められてはいない。

増淵理事

そういう考え方はできる。

田谷委員

有担の場合のオーバーナイトと 1 週間物の金利差は通常どの位あるの
か。

増淵理事

有担のオーバーナイトと有担の 1 週間物か。

山下金融市場局長

今はほとんど変わらない。レポ・レートで言うと直近が 0.347% である。
レポ・レート 1 週間物は、12 月初めの RTGS が問題になる前が大体

0.30%位である。12月のピークの際は1.1%台まで上昇したが平常時は大体0.3%強位である。

田谷委員

その場合有担であるから1週間物では金融機関によってそんなに差は出てこない訳か。

山下金融市場局長

レポの場合にはそういうことである。

中原委員

公定歩合の性格について少し皆で議論しなくて良いのか。色々問題になっているし、新しい役割を与えたいという趣旨も分かるが、議論しないうちにすぐここで使ってしまっても良いのか。

速水議長

それはこれから金融政策についてご議論頂く時に皆さんからご意見を頂く。

2. の短期国債アウトライト・オペの積極的活用と 3. 手形オペ（全店買入）導入はどの程度リアライズされていくのか。

増淵理事

まずこの2. 短期国債のアウトライト・オペの積極活用では比較的長めの資金供給を行なうことを考えている訳であるが、もしこの場でこういうことで良からうとして頂ければ、来週連休明けの火曜日以降早急に試みたいと考えている。それから手形オペ導入の具体化は手続的な点、システム対応があるので、こちらはできるだけ早く実施できるように進め、少なくとも手続きは3月中に開始する。そして実際に実施するのはできるだけ急いで、今の時点では7月と思っているが、1日でも早く実施できるよ

う関係部署にお願いしたいと思っている。

中原委員

時間のスケジュールをもう一回言って欲しい。

増淵理事

短期国債のアウトライト買入についてはここでお認め頂ければ来週早々にもオファーを開始する。手形オペの全店買入については、オペ対象先選定手続については3月中に開始することを考えているし、そのうえで実際に実施する目途は今のところ7月である。

速水議長

1. のロンバート型貸出の導入も色々準備をしていったり、コンピュータの準備があったり色々あるだろうが、3月中には実行できるか。

増淵理事

年度末は目前の節目でもあるので、それ以前には実施できるようにしたいと思っている。

中原委員

ロンバート型貸出はこの次の決定会合で決めればできる訳か。

増淵理事

そのとおりである。

3. 流動性供給方法改善策および金融政策運営方針について

速水議長

他に質問ありませんか。

それでは次に金融政策運営に関する委員方の意見を聞かせて頂きたい

と思う。これまでの討議とただ今の執行部からの報告を踏まえて、流動性供給方法の改善策および当面の金融政策運営方針についてお一人 5 分程度を目途に纏めてご意見を伺いたいと思う。もう一度武富委員から願います。

武富委員

先程来説明をしてもらった流動性供給方法の改善策のうち最初のロンバート型貸出のスキームは、非常に面白い。金融調節の方式としては、どこにもないと言えどどこにもないスキームであるし、色々なことを深く詰めて考える種をこれ自体与えてくれると思っている。量と質の両面での意味合いがあって、量は通常のオペだけで十分でなければ補完的に補給できる。ただその金利については通常よりも少し高めだが、限界的なところ、補完的な場合でも、そのレートで取れるという意味では、市場の何らかのヒッチによって個別の金融機関のある日の調達レートが跳ね上がってしまうようなことも抑えられ、流動性の量をまんべんなく確保できる仕組みと思う。また、その時のコストについても、モラル・ハザードを防ぎつつ市場の必要以上の混乱は防ぐという着地ができる点で面白いし、活用できると思う。勿論金利の設定をどうするかにもよるが、アメリカやヨーロッパよりは、活用インセンティブが出てくるし、金融市場を落ち着かせる効果もあるだろうと思う。金融システム等の不安については、先程ほとんど全員の委員の方から出ていたテーマでもあり、世の中にもそういう見込みがあるから、そこから万が一にも生じるような色々な潜在的な量・質両面の金融市場における混乱を防いで堅確に運営できる。そういうことが金融市場以外の資金調達者にも資金が順番に回るあるいは回れるといったことを通じて、間接的に経済にもいい影響が出てくるだろうと思う。

先程中原委員が指摘していたように、公定歩合が新しい意味合いを帯びることについても面白いところである。このイメージがきちっと巧く世間に定着していくには少し時間は掛かるかもしれないが、十分説明を尽くせばそういう新しい意味合いを帯びて受け入れられていくだろうと思う。公

定歩合という特別ないいレートというイメージが日本にあるし、ロンバートと言ってしまうと少し罰則的なイメージがあると思うので、その辺を巧く説明していくことが必要なのではないかと思う。

等々のことから、私はこのスキームを採用することに賛成であるし、今の景気の実態にも馴染むと思う。三木委員が先程言われたように、今の景気の悪さと言っても相当程度構造変化の問題だし、それについて産業界でも政策頼み一辺倒だけで解決できないという認識はある程度浸透してきている訳で、そこにまではできない手当てを中央銀行から行なうよりも、自分のできるところでそこに繋がるような環境を作っていくことにも資する新しいスキームだと考える。以上から、これは是非導入した方がいいと思う。

速水議長

政策金利に関する意見は宜しいですか。

武富委員

誘導金利については現状維持である。この新しいスキーム自体が先程も言ったように市場の量・質両面の安定化機能を持っている。こういうところで資金が末端まで回るイメージがきちっとできる、実質的にもそういう仕掛けになるから、0.25%の現状の誘導金利で調節していくことでいいと思う。今の景気実態は多少悪くなっているが、こういうものを噛み合わせればそれに対する手当ても明確に意図していることは市場や産業界にも分かってもらえると思う。

速水議長

後でまた議論しましょう。一応意見を言って頂きたいと思うので、山口副総裁お願いする。

山口副総裁

先程午前中のような経済情勢についてのリスク評価を頭に置いた場合、ここで私も何らかの手を打った方がいいと思うが、どういう手を打てばいいのかは非常に悩ましいところで、元々金利に関する限り下げ余地は今でもほとんどない訳で、そうした中でどういう知恵を出せるかという話にならざるを得ない。私は結論的には今回は市場金利を現在の 0.25% に据え置くことでいいと思う。そのうえでロンバート型貸出につける金利である公定歩合を引き下げること考えたいと思う。ロンバート型貸出については、先程骨子の説明があったが、骨子は説明にあったようなことでいいのではないかと思う。先程の質疑応答にあったとおり、こういうものを導入すればそれ自体としてターム物金利を安定化させ、極く小幅ではあるがさらに引き下げる効果を持つことになるので、公定歩合を下げればそれを若干なりとも補強する効果があると思う。そういう意味でロンバート型貸出を導入することは、特に公定歩合の引き下げを合わせて実行する場合には、意識的にターム物金利に影響を与える措置をとることになると思うし、公定歩合がまだ持っているかもしれないアナウンス効果を含めて、流動性供給措置が持つ緩和効果を強化することになると考えている。公定歩合をどれ位下げるかは、皆さん方の下げることの是非なりについての意見を伺いながら自分でも考えたいと思うが、これまで金利を 0.25% と 4 分の 1% の倍数で動かしてきた経緯に鑑みると、0.25% 丸々下げるのは技術的に難しいこともあり、ざっとその半分である 8 分の 1% 下げればいいかなという位の頭でいる。

流動性供給措置は午前中に総裁も触れておられたが、受動的に日銀信用を供与するという意味でこれまでは手をつけなかった全く新しいファシリティになる。日銀の窓口を常時こういう形で開けておく訳であるから、個別的な流動性不安にも十分対応し得るファシリティではないかと思うし、また日銀自身が信用リスクをとることなく銀行信用の拡大をサポートするぎりぎりの措置の一つだと言うこともできる。これを日本銀行が実行した場合に、金融機関は原則として健全な金融機関であれば流動性の不安

がなくなる訳であるから、そういう下で銀行信用が増えないとすれば一体それはなぜ増えないのかについても重要な判断材料を与えてくれるかもしれない。ただ、これが結果としてどれ位使われることになるのかについては、幾つかの留意事項を頭に置いて考える必要があると思う。午前中増淵理事も触れていたと思うが、こういう措置を導入することによって、市場がそれだけで安定していく場合には、結果としてこういうファシリティを使わずに済む訳で、それは「事前に市場の安定化達成に成功した」という意味合いを持つと思う。また、欧米と比較する場合には、日本の金融システムの中で準備預金というバッファがどれ位多いのか少ないのか、あるいは他の資金供給ルートを通じてどれ位の資金を供給しているのか——日本は圧倒的に大きな金額を他の資金供給ルートで供給しているのが実態だと思うが——そういうことも国際比較を行なう場合には頭に置いておかないといけないと思う。従って、多く使われることに結果としてならないかもしれないが、それでもこの必要がない訳では全くないと思う。以上である。

速水議長

それでは藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

午前中の金融経済情勢判断で、下限ぎりぎりという言葉を使ったが、ぎりぎりでも標準シナリオの範囲内にある訳であり、緩和スタンスを継続しながら世界経済の減速がさらに進むのかどうか、内外資本の動きはどうなっていくか十分注視していくことになるかと思う。従って、本日の政策としては現状維持を支持したいと思う。

同時に経済の下振れリスクが高まり、先程触れたイベントリスクのようなものにも気をつけなければならない局面にある。こうした状況にあって、現在の緩和的な調節方針を維持しながら、いざという時に金融市場の安定をしっかりと保って、金融緩和の効果が十分に浸透するようにする趣旨で

流動性供給面でも一工夫凝らすことは、大変意味があることだと考える。勿論、私達の心配しているようなショックは起こらないかもしれないし、むしろ危惧に終わればそれに越したことはない。ただ、私達として万全の備えをここで構えておくことで、市場参加者に安心感を与えることができるし、金融市場、ひいては経済を安定させる効果にも繋がっていくと考える。そうした意味で、執行部が先程提出した三つの手段は適切なものだと思う。まず市場で何らかのショックが起こった場合でも、フレキシブルに資金供給ができる点で、ロンバート型貸出の導入は意味が大きいと思う。また、現在のオペに比べて広範な相手先に中央銀行信用へのアクセスを認める点で、流動性に対する安心感を広く行き渡らせる効果があると思う。まずロンバート型貸出の導入により、公定歩合の位置付けが変わることが重要なのではないだろうか。預金金利自由化の完了した94年以降、公定歩合の実質的な効果はなくなって、残ったアナウンスメント効果をどう考えるべきかという、やや寂しい状態が続いてきたが、ここで市場金利の上限を画す新しい機能が付与されることになる訳である。その意味では、公定歩合の金融政策運営上の役割は、これまでより高まってくるものと思う。第二にこの新しい制度の運営のポイントは、オーバーナイト金利の誘導水準と公定歩合との幅をどう設定するかにあると思う。先程来公定歩合の引き下げを図る意見が出ているが、確かに市場金利を安定させる効果ができるだけ高めようとすれば、低ければ低いほど良いことになるかと思う。ただその場合、オーバーナイト金利との幅がかなり少なくなるので、技術的というか市場実態的に即して大丈夫なのかというようなことをシミュレーションというか、調査しておくことが必要と思う。そういう意味でこういう幅なら問題ないといった水準が出されるのであれば、引き下げに私も賛成したいと思う。それからせっかくいい制度を導入する訳であるから、いい名前を付けて欲しいと思う。受動的とか限界的といった名前でもいいのかどうなのか、分かり易い名前を付けないと公定歩合という見出しばかり躍ることもあるかと思う。以上である。

速水議長

田谷委員をお願いします。

田谷委員

まず、流動性供給方法改善策についての執行部提案については、大変よく考えられたものと思う。ロンバート型貸出制度は有効なセーフティネットを用意するものと思う。短期国債のアウトライト・オペ再開は、取引相手方に返済圧力がかからない資金供給となり意味があると思うし、手形オペの全店買入れの早期導入は可能なら結構なことと思う。

次に、金融政策運営についてお話したいと思う。先程も申し上げたとおり、緩やかな回復が続くというシナリオ自体を放棄する訳ではないが、経済物価の将来展望とリスク評価で示したほどの回復力を期待することが難しくなってきたと思う。例えば、先程発表になった機械受注によると、この10～12月は前期比で+2.6%、1～3月期の見通しが-6.4%とかなり大幅な減少になっている。そうした分、物価に対する下押し圧力も強まる恐れがあると思う。そうしたことは主として当初から考えていたリスクの一部が顕現化してきたことと、企業収益から家計所得への改善の伝播がこれまでのところ私が想定していたよりも遅いことによるものである。金融政策は経済の実態に合わせて調整していくことが望ましいと思うので、オーバーナイト金利を15bp下げ、公定歩合については15ないし25bp下げを提案したいと思う。ただ、公定歩合をどれ程下げるかは、後程の議論の中で決めたいと思う。こうした措置は流動性供給方法の改善策と同時に発表することで、より大きなアナウンスメント効果が期待されよう。景気実態の変化に直面しても日銀が動かさず硬直していると受け取られることは避けるべきと思う。繰り返しになるが、この提案の眼目は日本銀行が経済の実態に合わせてスタンスを調整するというメッセージを出すことである。金利の水準が5%も6%もあれば0.25%でも0.5%でも下げたいところであるが、現在の金利水準が水準だけに、小幅にならざるを得ない。金融緩和効果を狙うとしたらゼロ金利に戻ればよいではないかとの考

えもあるが、現時点ではそこまでしなければならないとの認識の擦り合わせが、マーケット、より広く言えば日銀外部との間でできていないと思うし、短期国債のアウトライト・オペ再開と同時に発表することは、いわゆる量的緩和の思惑を強めかねないと思う。また、現在は97、98年のような危機的な状況ではないと思う。ということで、こうした金利の引き下げを提案させて頂く。以上である。

速水議長

植田委員お願いします。

植田委員

私は今最後に田谷委員が言われたように、現行のオーバーナイトレートが5%や6%であれば25bpや50bp下げてもよい状況ではないかと先月申し上げたと思うので、大まかには田谷委員が言われた方向感に賛成である。そのうえで若干補足してみたい。ロンバート型貸出の制度については、非常にいいものを考えてくれたと思う。従って、導入に賛成であるが、意味としては既に事務方から説明があったように、期末要因、あるいは済んでしまったがY2Kのような技術的な要因等で発生するオーバーナイトレート、少し短めのターム物の金利の上昇を直接抑制する効果かと思う。さらに近い将来についてもこうした効果は持続的に期待できる予想が発生して、ある種のリスク・プレミアムを低下させることによって、少し長めのターム物レートまで影響が及んでいくと思う。ただし、このターム物レートの低下は、先程も確認したが、近い将来の政策金利の誘導目標水準に対する期待が動くことで起こるのではない。また、リスク・プレミアムといっても、借り手である金融機関の信用リスク・プレミアムが下がる訳でもなく、技術的に流動性が巧く確保できるかどうかというような話かと思う。逆に言えば、97、98年のように非常に深刻な金融危機で、信用リスク・プレミアムが大幅に拡大するような時には、この制度だけでは不十分と思う。そのうえで金融政策および金融政策とこの制度との関係についての意

見は、実体経済に関する見方との関連で説明しないといけない。これについては、割と我々の中での見方は一致しているのだと思う。すなわち足許から近い将来の実体経済については、極々緩やかな回復が続いているけれども、やや下方修正を迫られた状況にある。そして、もう少し先をみた場合には、予期しないあるいは非常にダウンサイドのケースが顕現化してしまうリスクもあるし、それが増大しつつある。ただ、だからといってそれがメインシナリオとして極めて高い確率で実現するところまでの見方をされた訳ではないと思う。そのうえで政策対応を戦略的に考えてみると、先行きもっと見方が悪くなる可能性がそこそこあることを前提とし、他方足許既にかなり悪くなりつつあることも前提とすると、少なくとも二段階の対応を考えておく必要があると思う。従って、先行き一段と見通しが悪くなった時に、そこそこの政策活動ができる余地を残しつつ、足許——足許が何時かは難しい問題であるが——何か政策を発動する組み合わせでいくのが宜しいかと思う。そのうえで足許は、オーバーナイトレートだけで言えば、二段階にするにはオーバーナイトを若干引き下げ、さらにその後ゼロ金利政策にするような刻み方がある。しかし、前者だけを取ると効果は弱いと思うのが常識的かと思う。これは田谷委員が言われたように、今日のロンバート型貸出制度自体がオーバーナイトレートは下げなくともターム物金利の低下を通じて若干の金融緩和効果を持つことである。しかし、それ自体も小さいかもしれない。それと掛け算で効果を強めるため、両副総裁が言われたように公定歩合を引き下げる。さらにオーバーナイトレートも若干引き下げるの三つ位を組み合わせると、極々大まかに試算をすれば、ターム物レートで15~25bp位の引き下げ効果はあるのかなと、乱暴な計算はできる。そこまでいけば、ある程度リスペクタブルな下げ幅という感じもする。ということで、私は田谷委員が言われたような方向感に賛成である。以上である。

速水議長

それでは次は、篠塚委員にお願いします。

篠塚委員

まず、流動性供給方法については、この貸出スキームがもしも十分に浸透すれば、事実上この貸出金利で貸出を認めることになり、公定歩合は市場金利の上限になると思われる。その場合には従来の金融市場調節から一歩踏み出して、ターム物金利に対してもより積極的に影響を与えていくことになり、現在の金融市場調節方針の下でも十分に金融緩和の効果を高める手段であると思う。ポイントは皆さん議論されているように、この貸出金利と市場金利のスプレッド、それから当初の貸出金利を適用する期間の長さをどうするかで決まるかと思う。金融機関に安心感を与えなければ意味がない訳なので、条件を余り厳しくすることはできないという前提があるかと思う。しかし逆に金融機関に有利な措置、極論すれば経営に不安がある金融機関の資金繰りを救済する措置であると受け止められる可能性もある。従って、このファシリティを公表する時の公表文を慎重に検討しなくてはならないと思っている。実際どの位のスプレッドにするかについては、現在の公定歩合のままとするのと公定歩合を下げるという案が出ている。私は午前中申し上げたように先行きに対してはかなり厳し目にみているが全く新しいこういう方法を提供する場合には、一体その手法がどれだけの効果があるのか、どれだけ使ってもらえるのかに関する情報がほとんどない段階では、最初からかなり大きな効果を期待して全ての手段を全部出す必要はないと思っている。だから差し当たっては公定歩合のままでもいい。それからもう一段のリスクが出てくることが十分に考えられる訳で、例えばアメリカでもう一段の政策金利の引き下げがあった時に、日本も一緒に下げることで効果を上げるためとっておいた方がいいのではないかと考えている。そういう意味で、このロンバート型貸出についての金利が一番重要な論点かもしれないが、このファシリティを使う場合には現在の公定歩合のままを前提にしたスプレッドでいいのではないかと考えている。また、これが決定されたならば、その時の公表文の出し方について、先行き非常に金融システム不安もあり、一段の流動性供給に関して不

安があるかもしれないなどといった言い方をするのかどうかについて、皆さんでもう一回ご議論頂きたいと思う。

それから金融政策については、午前中申し上げたように現在もまだ緩やかな回復が続いていると思っているし、先行きの大きな改革に関しては私は金融緩和政策だけで解決することは無理だと思っているので、現時点では現状のままで良いと思っている。そのうえで、現在金融緩和観測が根強く様々なところでみられる。本行に対しても量的緩和を求める声が少なくない。ただ、その中には理解に窮するものが少なくない。例えば財政政策が限界なので量的緩和によって金融面から景気をサポートすべきといった意見もある。しかし財政政策を伴わずに日銀が国債の買入を増やすだけでは国債の売り手がキャッシュリッチになるだけで、それが消費や投資に回る可能性は現状では非常に低い訳である。資産の中身も変わらず、家計や企業の純資産が増加しなければ消費や投資を刺激しない。また、既に長期金利が十分に低いので、さらに低下したところでこの金利低下の中で实体经济へのプラス効果は非常に限定的であると考えている。そうした中でまた新しいファシリティも打ち出すことは、機関投資家の運用環境をさらに悪化させるマイナス面もあるのではないかと思う。いずれにしても金融政策としての手段は非常に限られる中で、例えばゼロ金利に戻すとか、何らかの大きな手段をとらなくてはならない事態が発生することは十分にある訳で、その時には金融政策だけではなく、午前中にも申し上げたように金融再生、産業再生のようなこともセットで大きなアピールを日銀として出さなければ意味がないと私は思っている。以上である。

速水議長

それでは次、中原委員お願いします。

中原委員

まず流動性供給の方法について前回の決定会合において二つの理由で反対した。一つは0.25%という金利を前提とするお話であったからであ

る。もう一つは流動性の供給を行なうのであれば、これまでディレクティブに記載していた「なお書き」のように、「なお金融市場の安定を維持するうえで必要と判断される場合には上記のコールレート誘導目標にかかわらず一層潤沢な資金供給を行う」とした方が良いと思ひ反対した。今回出された案は、先程の執行部の説明で確認できたと思うが、一つは恒久的な制度として設けるとのことであった。仮にディレクティブの金利水準が変更になっても維持して設置する。それから第二点は短期国債のアウトライト・オペ、手形オペについてはこれまでどおりではなくて積極的に使用するとのことであった。そういう二つのことが今日確認できたので私はまずロンバート貸出については、こういったパッシブな対応ができる恒久的なファシリティを設けることには賛成である。漸くわが国にも然るべきファシリティができたとの評価が可能であろうと思う。それから短期国債アウトライト・オペと手形オペの早期導入については、既に決定会合でも了承されているし、私はその際積極的に支持し評価したので調節手段の多様化に資するという意味で賛成である。ただし、ロンバート貸出の基準金利について、公定歩合を使った方がいいのかどうかには私は若干疑問を持っている。新たに設定する時、あるいはその後、政策変更する時は、決定会合でその都度ロンバート金利を変更することが良いと思う。もしロンバート金利を公定歩合と一致させ、これを引き下げれば色々な意味でターム物に対する影響等が出てきてしまう訳である。他にもこの公定歩合を使った日銀貸出がある訳だが、こういったものと性質が違うので、他の金利体系を考え直す必要があるのではないかと思う。いずれにしてもそういったことを前提として賛成である。ただし、前回の反対で申したように97年の山一、三洋証券のような問題が起きた時、マーケットでの流動性供給不安のような異常事態に際しては、当然のことであるが別途何らかの処置を取ると理解している。できれば、適宜執行部の方から次回の決定会合までにそうした流動性不安の発生時の緊急対策を考えて、案を示してもらえればありがたいと思う。そういう条件付きで賛成である。

それから公定歩合の引き下げはもう一回議論したいと思うが、いずれに

しても私は先程から申しているように景気、実体経済の悪化のスピードが非常に速く、日本銀行の標準シナリオはもうビハインド・ザ・カーブになっていると思う。特に設備投資の先行き失速については、先程発表をみた機械受注の1~3月の見通しが-6.4%であることに明らかである。その中で何よりも株価が大幅に下がっていること、財政が行き詰まってきたことから海外の日本を見る目が非常に厳しくなっているため、日本銀行としては一層の金融緩和策を打ち出すべきであると思う。以上である。

速水議長

最後に三木委員をお願いします。

三木委員

まず表現が気に入らないが、ロンバート型貸出については、今の金融政策に踏み込まないという前提の中で行なえる流動性供給の方法の一つとしてこの貸出が出てきていると思う。三つの提案のうちこの貸出以外の二つの方法については賛成である。ロンバート型貸出について一つ気をつけなければいけないのは、裁量行政にならないようにすることで、それが最大のポイントであった訳である。そこはあくまでも受動的であり、金額も担保がある限り無制限、しかし、モラル・ハザードのガードだけは設けるということで市場金利比高めの基準金利を設定するということが考えられている。もう一つは、完全に形骸化していた公定歩合の意味が出てきたことは、非常に大きいと思う。そういう意味で最後は表現を是非日本語で考えて頂きたいと要望して、賛成する。

次に、金融調節方針であるが、その前に企業金融と金融マーケットについてお話をしておきたい。今金融市場では資金需要がなかなか出てこないため、資金の借り手が少なく、余剰資金が債券市場に集中する構造が再び強まっており、長期金利が下がっている。企業サイドでは下振れ予測とはいえ、増益基調の中でキャッシュ・フローは潤沢であるし、過剰債務の返済が優先となっている。また、設備投資資金についても、内部資金調達

でほとんど賄えることから、借り入れ資金需要は非常に乏しい。金融機関側からみると、こうした資金需要の乏しさに加えて、不良債権処理を急ぐ観点からリスクテイクには限界があるために、貸出ボリュームが伸びず、しかもスプレッドの引き上げもかなり難航している状況である。一方、株価下落で保有株式の含み益が払底して含み損になりつつある金融機関にとっては、不良債権を処理する唯一の原資が業務純益になってきている。このため銀行の業務純益の拡大志向にドライブが掛かり始めているほか、3月決算を控えて業務純益を何とか確保しようと、どうしても債券の運用で利鞘を稼ぐしかない姿になっており、集まる資金の運用は全部債券投資に回さざるを得ない感じになっている。量的緩和が必要だという声が非常に強まっているが、この点だけからみると、仮に日銀が金融機関に国債買い切りオペによって資金供給を増やして量的緩和状態を作り出したところで、運用先がない以上、結局資金はまた債券市場に流れる公算が強いと思う。緩和によって、期待しているような貸出を通じて実物経済に回る姿は想定し難いと思う。その意味でも、この量的緩和の効果には疑問符がつくのではないかと思っている。一方、国債買い切りオペ増額が市場のインフレ心理を煽って、国債価格の暴落を招くと、金融機関は第二の不良債権を抱えることになりかねない。これは相当なショック、リスクであると思う。仮にもこうした事態になると、クレジットクランチを誘発し、結果は逆効果になってしまうことも想定しておく必要があると思う。国債買い切りオペの増額は先行きの選択肢の一つだとは思いますが、クリアすべき条件はなお多いと思う。

そういう中で、金融政策判断は、現在の誘導目標 0.25%前後にオーバーナイト金利を維持する方針でいきたい。現状維持である。やはり民需の自律回復の道筋はみえてきたが、経済がこの道筋に着実に乗ることが確たるものになるまで、また経済が構造改革の道筋を確たるものにするため、今は現行の超低金利による金融緩和策を続けることが必要である。二番目に公定歩合は、本日の流動性供給方法改善のための具体案として提示されたこの新しい貸出スキームの基準金利になる訳であるから、短期金融市場に

において非常に大きな意味を持つことになると思う。この貸出は実際は3月以降の貸出になるが、この際、今の金融緩和策の効果をより強く浸透させるためにも、公定歩合を0.15%下げて0.35%にすることを提案したい。金融マーケットの昔からの慣行でいくと、0.125%の倍数で金利を決めてきた形になっているが、ここまで下がってしまった公定歩合で、ポイントもつくベシス単位で表示されるような水準にするのは如何なものかと思うから、0.15%引き下げて、0.35%とするのが一番適当なところではないかと思っている。

それから三番目に先程の経済情勢の色々な議論の中で申し上げたし、出ていたところであるが、実体経済がこの踊り場から後戻りする懸念が出てくるかどうか最大の問題である。それから二つ目は金融システム不安がシステムミック・リスクに繋がるか。三つ目は需給バランスの崩れによる物価下落の懸念が顕在化してくるかである。こうしたことが表われた時はさらに弾力的な金融政策対応を行なうことが是非必要だと思っている。以上である。

速水議長

それではここで私の意見を述べたいと思う。景気の現状については、緩やかな回復を続けているが、そのテンポは輸出の減速により鈍化しているとの判断になるかと思う。すなわち、企業収益や設備投資の増加基調は維持されている。家計の所得環境は引き続き厳しい状況にあるが、労働需給が改善方向にあるなど、底固く推移していると思う。個人消費の面でも、耐久消費財の販売など、一部の指標には明るさがみられている。一方で、アメリカや一部東アジア諸国の景気のスローダウンが一段と明確になってきたと思う。こうした海外経済の動向を反映して、輸出が減速し、生産の増加テンポも鈍化してきている。金融資本市場の動きをみると、株価の低迷は、これまでのところ消費者のマインドや企業の資金調達環境に、目に見える形で影響を及ぼしている訳ではないが、先行きのリスク要因であることには変わりはないと思う。以上を踏まえると、景気は、経済・物価

の将来展望とリスク評価で標準シナリオとして示した、先行きの緩やかな回復という大枠を外れている訳ではないと思う。従って、コールレートの一段の引き下げといった措置を採るべき状況ではないように思う。その意味で政策金利は据え置くべきだと思う。

ただし、回復のテンポが鈍化している中で、米国など海外経済の減速、金融市場の動向に由来するダウンサイド・リスクが強まっていることも確かである。こうした情勢の下で、既に何人かの委員の方々から指摘があったように、日本銀行としては、現状の金融政策スタンスのもつ緩和効果を最大限に高めることを考えていくべきではないかと思う。そのうえで、本日、流動性供給方法の改善策として提示された具体案はいずれも妥当なものだと思う。すなわち、短期国債のアウトライト・オペの積極活用、手形オペ・全店買入方式、これらの早期具体化は、幅広く安定的な資金供給を行なっていくうえで有益であると思う。また、ロンバート型貸出については、期末の資金需給逼迫期や、何らかの予期しないショックが発生したような状況において、市場の流動性調達不安が拡大し、コールレートが跳ね上がるといった事態を防ぐ効果が期待できると思う。また、こうしたことを通じて、オーバーナイト金利だけでなく、短期市場金利全般の安定性の確保にも寄与すると考えられる。また、本制度の導入により、公定歩合には、オーバーナイト金利の変動の上限を画すことによって、金融市場金利の安定化に資するといった新たな機能が付与されることになると思う。こうした形で公定歩合の位置付けが明確になることも、意義のあることではないかと思う。このような公定歩合の新しい性格を踏まえると、私も市場参加者の流動性調達に関するディシプリンを歪めない範囲で、公定歩合の水準を引き下げて、新たな制度による短期市場金利の安定化効果を一層高めることが妥当であると思う。私としては、これらの一連の方策をセットで行なうことによって、市場における不測の資金ニーズに対する調節の柔軟性を高め、金融市場の円滑な機能の維持と安定性の確保に貢献するとともに、金融面から景気回復を支援する力を一段と強化することができると考えている。以上を踏まえて、本日は是非、流動性供給方法の改善策、お

よび公定歩合の引き下げについて、委員会のご賛同を頂ければと思っている。以上である。

それでは、金融政策運営や執行部から提示された流動性供給方法の改善策について、追加的な意見や議論があれば、ご自由に発言下さい。

中原委員

先程申し上げた基準貸付金利であるが、今回公定歩合にするのはいいと思うが、これは恒等式で結んでしまうのか、もう少しはっきりさせてもらいたい。イコールで結ぶのか、数学でいくと恒等式で結ぶのか結ばないのか。

増淵理事

今時点における執行部からの提案は貸付金利は、基準貸付利率すなわち公定歩合とすることである。従って、そこはイコールで結ばれると思う。

中原委員

あるいはこの決定会合においてそう決めたというだけのことか。

増淵理事

勿論決定会合で変え得るという意味では未来永劫ではない。一応制度としてこのように決めれば基準貸付利率は、この貸出の金利とイコールであることになる。

中原委員

いずれにしても変更することはあり得べしだな。

速水議長

今回は公定歩合を適用するのだな。

増淵理事

然り。

先程藤原副総裁から今の公定歩合とオーバーナイトレートのスプレッドを 25bp から縮めていった時に、調節上問題があるかどうかのシミュレーションがあるかといったお尋ねがあったと思う。これは勿論そういうことが現実に行なわれている訳ではないので、あくまでも過去を振り返ってどういうことが起こっていたかということから推論するしかない訳である。オーバーナイトレートの加重平均値自体が、誘導目標から大きく外れる事態はまれに起こるが、それは期末日であるとか年末日、あるいは昨年 2 月の閏日に近い特異な日だけである。しかし、通常の 0.25% に収まっている時でもそれより高い金利で取っている取り手が複数出ていることは勿論ある。それから、ロール・オーバーをどの位認めるかにもよるが、例えば 1 週間のターム物レートがオーバーナイトレートとどの位の格差を通常持っているかも影響してくると思う。その点から言うと、オーバーナイトレートと 1 週間物との加重平均値の格差は、25bp を超えるようなことはめったに起こらないが、10bp を超えるようなことはある程度起こる。営業日ベースでいえば 10 日に一回とか、あるいはもう少し頻繁かもしれないが、その位の頻度では起こっている。それらを全部勘案すると、恐らくこの格差を 10bp 未満まで縮めていくと、相当頻繁に使われる。実際には市場金利そのものが反応して、先程山口副総裁が言われたように事前的に市場金利そのものが変わってきてしまう可能性があるので、実際にどうなるかは分からないが、10bp 未満となると、相当大きく使われる可能性があって、逆に若干調節上負担が出てくる可能性は絶無ではない。しかし、逆に言えばその程度の格差があれば、それ程問題が起こらないのではないかと思う。

速水議長

脱線であるが、先程 2 時 30 分に日銀の公定歩合引き下げ報道が世に出たそうである。まだ決まっていなくてもかかわらずである。

中原委員

増淵理事、説明はよく分かったが、次の決定会合までによくシミュレーションをしてみて、後程私に教えてもらいたい。

増淵理事

はい。

田谷委員

一つだけ聞きたいが、今 10bp のことを言ったが、細かい話で申し訳ないが、15bp 位にすると、今 10bp で説明があったことと余り変わらないのか。

増淵理事

若干変わるとは思う。

田谷委員

例えば 8 分の 1% オーバーナイトコールよりも高いところであると、イメージとして…。

増淵理事

オーバーナイトだけで考えれば、そこはそもそも加重平均値が 0.25% を超えることはめったに起こらないのでそこは全然変わらない。1 週間物で考えて、私がみた過去 1、2 年の実績では 10bp と 15bp の間には段差をもって下がる程の差はない。

田谷委員

例えば 8 分の 1、あるいは 15bp でも結構であるが、そこら辺にした場合、例えば金融機関によってはかなり頻繁に借りにくるところが出る可能

性はどうか。

増淵理事

オーバーナイトについてもかなり高い金利で調達している金融機関はあるようであるが、これはややネームの劣るような特殊な金融機関のようである。そういうところは例えば担保の保有量のような点でも相当制約があるのではないかと思うので、そちらの方からの制約がかかってくるのではないかと思う。

速水議長

公定歩合の引き下げ幅を 15bp とするのか、あるいは 8 分の 1% とするかという点があるが、従来は刻みはどのようにしていたか。

三木委員

0.125% 刻みで動かしてきた訳であろう。しかし、0.125% などとマスコミに報道されてしまった以上、その通りに公定歩合を変更するのはとんでもない話である。

速水議長

何を 0.125% なのか。

三木委員

公定歩合の引き下げ幅である。普通のビジネスでも事前に報道機関にリークされることは時々あるが、その時には、いたずらにマスコミにおもねるようなことはしない。社長人事といえども当該人事異動案が洩れればその内容をぱっと変える。そんなものである。とんでもない。

坂井内閣府副大臣

何でこんなことがマスコミにリークされるのか僕はよく分からない。

山口副総裁

問題ですね、本当に。

速水議長

どちらがいいか。8分の1%と0.15%と。

三木委員

私はまずこれだけ金利が低い中でベースポイントで表わして小数点がつくことにどれだけの意味があるかというのが一つある。そういう意味で上か下かになれば、0.4%か0.35%になると思う。どちらにするかはこだわらないが、こんな形で報道されるようなことであつたら、これは何としてでも粉砕しておかなければいけない。これはまずい。だから0.125%というのはまずない。大事なところである。

中原委員

いずれにしても、三木委員もいいのを提案されたらいいではないか。

三木委員

だから私は0.35%を提案している訳である。

田谷委員

それは私の提案ではないが、ただ10bpだとかなり頻繁に使われるということもあるのではないか。

三木委員

あるかもしれない。要するに下限だろうと思う。これ以下はないという限界だろうとは思ふ。どういうシミュレーションがあるか私は分からない。

速水議長

0.35%か0.40%ということか。

三木委員

だと思う。

田谷委員

私はオーバーナイト金利を0.1%に15bp下げ、そして公定歩合は25bp下げるといふ提案にする。であるから、公定歩合0.25%、オーバーナイトを0.10%としたい。ただ、本当にそれで自信があるかというところから分らないが、今の議論を聞いていてこう提案することに決めた。

速水議長

それではここで5分休憩するか。

三木委員

まず流動性供給方法の改善策を決めてしまわないか。

増淵理事

今三木委員が言われていたように、ロンバート型貸出制度の導入に関する件を審議して頂き、金利は公定歩合というようにお認め頂くとすれば、その水準はまた別に議決して頂ければと思う。

武富委員

その方が議論がし易い。

三木委員

そうして頂けないか。

武富委員

金利は後程と思って話していない。これだけをまず決めたかった。そのうえで金融政策をどうするか審議する方がやり易い。

速水議長

そうしましょう。それではまず流動性供給方法の改善策のうち、ロンバート型貸出について採決したいと思う。まず先程執行部から提示された流動性供給方法の改善策について決定を行なう。先程執行部から提案された具体案の柱としては、ロンバート型貸出の導入、短期国債のアウトライト・オペの積極活用、全店買入方式の手形オペの具体化の三本があったが、このうちこの場で皆さんに決定を頂く必要があるのは、ロンバート型貸出の導入である。その議案を提出したいと思う。それでは、議案を執行部から読み上げて下さい。

[事務局より議案配付]

鮫島企画室参事役

「公定歩合により受動的に実行する貸出制度の導入に関する件。案件。基準貸付利率（公定歩合）により受動的に実行する貸出制度を、別添の骨子により導入することとし、平成13年3月実施に向けて具体的準備を進めること。以上。」。骨子は別添である。「ロンバート型貸出の骨子。目的、金融調節の一層の円滑化の観点から、日本銀行が予め明確に定めた条件に基づき、取引先からの借入申込みを受けて受動的に実行する貸付けを導入し、金融市場の円滑な機能の維持と安定性の確保を図ること。貸付先、信用力が十分な取引先（銀行等のほか、証券会社、短資業者、証券金融会社を含む）。貸付店、業務局または支店。貸付利率、基準貸付利率（公定歩合）。ただし、一定の日数を超える頻繁な利用先には高レートを適用。貸付期間、オーバーナイト。一定の日数まで基準貸付利率によるロール・オーバーを認める。担保、本行適格担保。実行方法、取引先からの申込みを受

けて、受動的に貸付けを実行する。例外的取扱い、特に必要と認められる場合には、日本銀行は貸付けの拒絶や貸付金額の制限などを行うことができる。」以上である。

速水議長

質問か、追加的な討議があればどうぞ。

中原委員

例外の使い方をよく気をつけて頂いて、もし何かあった場合には、事後でもいい、非常に大きな問題があれば事前でもいいが教えて頂きたい。

速水議長

それでは、議論が出尽くしたと思うので、採決に入りたいと思う。政府からご出席の方は、恐れ入るが席を外して頂きたい。

[政府からの出席者退室]

[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：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

田谷委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致の賛成であった。

速水議長

それでは政府からの出席者を呼んで下さい。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今政策委員会として、全員一致で公定歩合により受動的に実行する貸出制度の導入に関する件が決定された。本件については、他の流動性供給方法の改善策と合わせて、会合終了後、速やかに公表したいと思うが、対外公表文については、後程別途検討頂きたいと思う。なお、ただ今決定したロンバート型貸出の細目については、次回 2 月 28 日の決定会合で決めることとするが、それで宜しいでしょうか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、そのようにさせて頂く。ここで 5 分間休憩をさせて頂く。3 時 30 分から再開する。

(午後 3 時 23 分中断、午後 3 時 32 分再開)

速水議長

それでは金融市場調節方針および公定歩合に関する議案の提出および採決に入りたいと思う。ここで政府としても何かご意見などがございましたら

たらどうぞ。

4. 政府からの出席者の意見開陳

坂井内閣府副大臣

まず、新聞にも出ていたが、日銀総裁にもご出席頂いた経済財政諮問会議が2月2日に行なわれているので、簡単にご報告をする。そこでは景気認識や全体的な政策運営のあり方等について審議・検討を行なうとともに日本経済の潜在的発展可能性を開花させて国民が将来に安心感を持てるような経済社会の実現に向けた制度改革の在り方等について審議・検討し、わが国経済の着実な持続的な発展に向けた直接かつ効果的な経済財政政策の実施に資するために設けている。財政諮問会議においては、簡単に申し上げると最近の景気動向については改善のテンポが一層緩やかになってきており、アメリカ経済の減速によって輸出が鈍化し、生産の増加テンポが緩やかになっている点に留意が必要とのことで共通の認識があった。これは皆様方の認識と同じである。なお、内閣府設置法第24条第2項の規定に基づいて内閣府経済社会総合研究所の浜田宏一前エール大学教授に有識者としてご参加頂き、財政および金融政策についてご発言頂いた。浜田所長は先進国の中で日本だけが物価が下がっており、現在はデフレ政策の実験をやっているような状態であり金融政策以外に物価下落を止められる経済政策はないとの認識の下に、日本銀行は短期金利の操作だけに政策手段を限らず、他の政策手段も行なうことが日本経済の構造改革、弱気の均衡という形から強気の均衡という形に移行することが必要で、その移行に資するように考えてもらいたい旨の発言があった。これを受けて複数の議員から経済政策全体の中で、金融政策の果たし得る役割に鑑み幅広く金融政策のあり方も視野において、引き続き経済財政運営について議論すべき趣旨の意見が述べられたことをご紹介する。なお、会議の中では当然のことながら経済構造改革についても議論すべきとの議論が議員方からあったことを報告しておく。

政府としては引き続き平成12年度補正予算等の着実な実施を図ると共

に、13年度予算の早期成立に努めることとしている。そういうことで、今日は色々ご議論頂いてありがとうございました。

速水議長

田村財務省総括審議官。

田村財務省総括審議官

先程副大臣から私共の景気認識を含めて全体の考え方を正確に申し上げたと聞いているので、これに尽きるのではないかと思う。

5. 金融市場調節方針についての議案の取り纏め・採決

速水議長

それでは先程の委員による検討によると、当面の金融市場調節方針については現状維持とするとともに、新たに導入するロンバート型貸出制度の下で公定歩合の持つ短期市場金利の安定化効果を一層高め金融面から景気回復を支援する力を強化するために公定歩合を引き下げるべきとの意見が大勢を占めていたように思う。そこで本日は私の方から金融市場調節方針について現状維持とすると共に、公定歩合を現在の0.5%から0.35%へと引き下げる二つの議案を提出したいと思う。他に正式に議案を提出されたい方はいるか。

中原委員、田谷委員か。

[事務局より議案配付]

雨宮企画室企画第1課長

中原委員案、田谷委員案、市場調節の議長案、公定歩合の議長案の順番で速水議長、宜しいか。

速水議長

それで読み上げて下さい。

雨宮企画室企画第1課長

中原委員案、田谷委員案、議長の調節方針案、議長の基準割引率変更の案を読み上げる。

まず中原委員案である。「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すること。対外公表文は別途決定する。記。中期的な物価安定目標として2002年10～12月期平均のCPI（除く生鮮）の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、次回決定会合までの当座預金残高を平残ベースで7兆円程度にまで引上げ、その後も継続的に増額していくことにより、2001年7～9月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で15%程度に上昇するよう量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、それに対応して十分な資金供給を行う。以上。」。

続いて田谷委員案である。「金融市場調節方針の決定ならびに基準割引率および基準貸付利率の変更に関する件。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。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.10%前後で推移するよう促す。2. 日本銀行法第33条第1項第1号の手形の割引に係る基準となるべき割引率（以下「基準割引率」という。）および同項第2号の貸付けに係る基準となるべき貸付利率（以下「基準貸付利率」という。）を年0.25%引き下げ、下記のとおりとし、平成13年2月13日から実施すること。記。基準割引率および基準貸付利率年0.25%。3. 対外公表文は別途決定すること。以上。」。

続いて金融市場調節の議長案である。「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すること。記。金融市場調節方針を下記のとおりとすること。対外公表文は別途決定すること。以上。」。

りとし、別添のとおり公表すること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて 0.25%前後で推移するよう促す。以上。」。別添対外公表文である。「平成 13 年 2 月 9 日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致 or 賛成多数）。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて 0.25%前後で推移するよう促す。以上。」。最後である。「基準割引率および基準貸付利率の変更に関する件。案件。日本銀行法第 33 条第 1 項第 1 号の手形の割引に係る基準となるべき割引率（以下「基準割引率」という。）および同項第 2 号の貸付けに係る基準となるべき貸付利率（以下「基準貸付利率」という。）を年 0.15%引き下げ、下記のとおりとし、平成 13 年 2 月 13 日から実施すること。対外公表文は別途決定すること。記。基準割引利率および基準貸付利率年 0.35%。以上。」。

速水議長

中原委員、田谷委員いいですか。

中原委員

少し質問がある。議長案も一緒の議案に纏めるべきではないか。どうして分けたのか。田谷委員案は、一緒になっている。元々ワンセットで諮るべきものではないか。

雨宮企画室企画第 1 課長

ワンセットでも作れるしバラバラでも作れる。

中原委員

公定歩合は 0.1%がいいのか、0.35%がいいのかといったチョイスがあって良いのか。田谷委員の案のように分けていないと、そのチョイスが

なくなってしまう訳である。その点はどうなのか。

田谷委員

私の場合は、セットにすることに強いこだわりがあった訳である。

中原委員

それは勿論である。田谷委員案はセットになっている訳である。

雨宮企画室企画第1課長

こちらもセットであるが、賛成、反対がそれぞればらつく可能性もあるので、基本的には分けるべきと思う。田谷委員のご提案はこれを完全にセットで出したいとのご要望だった。

速水議長

それでは、中原委員と田谷委員は、議案の説明をして頂きたい。

中原委員

提案理由の第一は、足許の景気の動き、先行きについて非常に切迫感が出てきたことである。今後海外景気のスローダウンなどを背景に外需の減少等々わが国の景気が失速する可能性が高まってきて、これまで日銀が画いてきた標準シナリオは崩れつつある可能性がさらに高まっている。特に株価が昨年12月と今年の1月に昨年4月につけた安値を割り込んで新安値をつけたことは大変にシリアスである。株価下落を通じたマインド面の悪化が实体经济に波及し一段と实体经济が悪化する可能性が強まったと思う。こういった時期に日銀は一層の金融緩和によってわが国の潜在成長率と思われる1.5~2%まで景気を加速して一定期間それをキープすべきである。なお、金融緩和の最も実現性の高い手段としてマネタリーベース・ターゲティングによる量的緩和を提案する。第二に問題は物価であって、消費者物価、GDPデフレーター、卸売物価、CSP I、いずれも前年比

で下落している訳で、これはデフレ・スパイラルに陥りかねない切実な局面にあると私は思うので、さらなる金融緩和を行なうべきである。それから三番目に、やや長いレンジでみると物価の下落を背景に実質金利が一頃より高まり、例えば長期金利や貸出金利はGDPデフレーターで試算すると、実質金利は3%台と一頃に比べ高くなっている。そういった状況下であるから、日本銀行は、インフレーション・ターゲティングを導入して、デフレ克服に確固たる決意を示すべきである。以上三点である。

速水議長

では田谷委員お願いします。

田谷委員

非常に単純に申し上げる。現時点で緩やかな回復が続くとのシナリオ自体を放棄する訳ではないが、昨年10月に出した想定からの乖離が大きくなってきたように思う。これは主として一部のリスク顕現化と企業収益改善の家計への伝播が遅かったことによるものと思う。経済実態の変化に合わせて金融政策スタンスを調整していくことが望ましいと思う。以上である。

速水議長

もし、質問や追加的な意見があったらどうぞ。

それでは議論が出尽くしたようなので、採決に移る。中原委員案、田谷委員案、金融市場調節に関する議長案、公定歩合に関する議長案の順で一つずつ採決していく。ご異議ございませんか。

[全委員が賛意を表明]

ご異議がないようなので、採決する。政府からの出席者は一旦退席して下さい。

[政府からの出席者退室]

[中原委員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：中原委員

反対：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

田谷委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

中原委員案の採決結果をご報告する。賛成 1、反対 8 である。

速水議長

それでは田谷委員案。

[田谷委員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：中原委員

植田委員

田谷委員
反対：速水議長
藤原副総裁
山口副総裁
武富委員
三木委員
篠塚委員
棄権：なし
欠席：なし

横田政策委員会室長

田谷委員案の採決結果をご報告する。賛成 3、反対 6 である。

速水議長

それでは次に議長案をお願いする。

[金融市場調節方針の決定に関する議長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：速水議長
藤原副総裁
山口副総裁
武富委員
三木委員
篠塚委員
反対：中原委員
植田委員
田谷委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

金融市場調節方針の決定に関する件について議長提出の議案の採決結果をご報告する。賛成 6、反対 3、賛成多数である。

速水議長

それでは公定歩合についてお願いする。

[基準割引率および基準貸付利率の変更に関する議長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：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

中原委員

植田委員

田谷委員

反対：篠塚委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

基準割引率および基準貸付利率の変更に関する件、議長提出分議案の採決結果をご報告する。賛成 8、反対 1 である。賛成多数である。なお先程

の金融市場調節方針の決定に関する件、これも可決された議長議案であるが、反対は中原委員、田谷委員、植田委員の3名である。それから基準割引率および基準貸付利率の変更に関する件の反対は、篠塚委員である。

速水議長

それでは賛成多数で可決されたので、反対された中原委員、田谷委員、植田委員、政策金利の据え置きについて反対の理由を明らかにしたければどうぞ。

中原委員

それでは私から申し上げる。第一の理由は金融政策に対するいわゆる包囲網が狭まってきている中で、現状維持ではさらに追い込まれる危険性があり、独立性に齟齬を来す惧れがあること、いわんや景気の現状を考えると追加的な金融緩和を打ち出すことが必要になっている事態であるので、ここで思い切って量的緩和に踏み切るなど、できればレジームの転換が必要であり、現状維持には反対せざるを得ない。第二に日本銀行の景気感の実体経済悪化のスピードに追い付いていないのではないかと私は疑っている。後程基本的見解を検討すると思うが、実体経済は急速に悪化しており、基本的見解の執行部案はビハインド・ザ・カーブになったのではないかと思う。鉱工業生産がピークアウトし輸出がアメリカ経済の急速な悪化等を受けて減少に転じているほか、先程の機械受注にあったように設備投資の先行きが1~3月で失速する可能性が大変高まってきている。デフレ・スパイラルに入る瀬戸際の状況にあり現状維持では不十分である。三番目として株価が大幅に下落しており世界の注目を浴びている。先程も少し申し上げたようにボンド・リスクをみても日本の金融不安に対する懸念あるいは日本の国債発行残高に対する懸念等が高まってくる可能性がある。こういった面を考慮しつつ一層の金融緩和を行なう必要がある。さらにもう一つ申し上げたいのは、物価の下落が甚だしいことであり、先程も申したが消費者物価、GDPデフレーター、国内卸売物価、CSP Iなどが

全面的に下落している。特に消費者物価（除く生鮮）の前年比でみると、東京については12月-1.0%、1月-0.8%、全国についても12月-0.6%、1月-0.5%とマイナスの数字である。特にGDPのデフレーターが93SNA基準前年比で98年4~6月から本年7~9月まで実に10期連続でマイナスである。それに加えて国内卸売物価指数の前年比も10月-0.1%、11月-0.3%、12月-0.9%、1月-0.3%と4か月連続で前年比マイナスであるし、CSP I前年比も12月-0.3%である。WPIの中の消費財・国内品も-0.9%ということで、あらゆる物価指標でマイナスになっている。すなわち私の解釈ではこれからデフレ・スパイラルに陥りかねないぎりぎりのところにあり、標準シナリオはもう既に離脱してしまったのではないかと思うので、さらなる金融緩和を行なうべきであると思う。

速水議長

田谷委員、お願いします。

田谷委員

提案理由と同じである。

植田委員

先程の議論でも言っているので特に結構である。

速水議長

公定歩合についての反対理由をお願いします。

篠塚委員

この案はロンバート型貸出の導入に際しての貸付金利に関する議案であるが、私はこのロンバート型貸出の実際の使われ方等についてまだ分からない段階では現行の公定歩合で臨む方がいいと思う。そして先行きについてはリスク要因を強めているので、もしも何らかのことがあった時にさ

らに公定歩合を下げるような形で使う方がいいと思って反対した。以上である。

速水議長

それでは採決が終了したので政府代表を呼んで下さい。

ただ今政策委員会として当面の金融市場調節方針については現状維持とすること、また公定歩合については現在の 0.50%から 0.15%引き下げて 0.35%とすることがいずれも賛成多数で決定された。増淵理事と金融市場局長はここに定められた方針に則って調節に努めるようこれをもって指示する。宜しく願います。なお決定事項の公表は会合終了後、30分後に行なうのでそれまでの間は厳に出席者限りとして宜しく願います。

6. 流動性供給改善策についての公表文の取り纏め・採決

速水議長

次に政策委員会として決定した流動性の供給方法の改善策および公定歩合の引き下げ措置についての対外公表文の検討および決定を行ないたい。そこで本日決定した措置を纏めた対外公表文の原案を執行部が作成するので、この場で検討したいと思う。それでは公表文の原案作成に多少時間が要りますか。

増淵理事

はい、願います。

速水議長

では 16 時 10 分まで休憩する。

(午後 4 時 3 分中断、午後 4 時 11 分再開)

速水議長

それでは再開する。公表文について議案を読み上げて下さい。

白川企画室審議役

読み上げる。「流動性供給方法の改善策および公定歩合の引き下げについて。1. 日本銀行は、本日開催された政策委員会・金融政策決定会合において、金融市場に対する流動性供給方法の改善策を講ずるとともに、公定歩合を0.15%引き下げ、年0.35%とすることを決定した。(1) 流動性供給方法の改善策。①公定歩合により受動的に実行する貸出制度の導入。現在の金融市場調節の枠組みでは、金融市場への流動性供給は専ら日本銀行がオファーするオペを通じて行われているが、今回、これに加えて、日本銀行が予め明確に定めた条件に基づき、取引先からの借入申込みを受けて受動的に貸出を実行する制度（いわゆる「ロンバート型貸出」制度）を導入することとし、3月実施に向けて具体的準備を進める。②短期国債アウトライト・オペの積極活用。市場に返済圧力がかからない形で短期の流動性供給を行う観点から、短期国債アウトライト・オペを積極的に活用する。③手形オペ（全店買入）導入の具体化。比較的長めの短期資金を地方所在の金融機関を含めて幅広く安定的に供給していく体制を整備する観点から、既に導入方針を決定している手形オペ（全店買入）について、本年7月までに実施に移すべくさらに準備作業を急ぐこととし、3月中にオペ対象先選定手続を開始する。(2) 公定歩合の引き下げ。上記①の新たな貸出制度は短期市場金利の安定化効果を持つが、その効果を一層高めるために、公定歩合を0.15%引き下げ、年0.35%とし、2月13日より実施する。2. 今回の措置は、最近における内外経済情勢や金融資本市場の動向を踏まえ、金融市場調節の柔軟性を高めるとともに、幅広く安定的に資金供給を行い、金融面から景気回復を支援する力を強化する観点から、実施することとしたものである。また、日々の金融市場調節面でも、期末に向けて潤沢に流動性を供給していく方針である。3. 日本銀行としては、こうした施策を進めることにより、金融市場の円滑な機能の維持と安定性の

確保に万全を期し、引き続き、金融面から景気回復を支援していく方針である。以上。」。後の「ロンバート型貸出の骨子」は省略させて頂く。

速水議長

それでは何かご意見、あるいはお気付きの点があれば指摘して下さい。

中原委員

①は新設であるが、②、③はこれまでであったものであると、③は書いてあるけれど、②は書いていない。何か書いた方がいいのではないか。

白川企画室審議役

「活用する」とは既にあることが前提になった言葉で、そこに一言確認の言葉を入れたら良いという意味か。

中原委員

何でしなかったかとなる。であれば、③はなぜ「既に導入方針を決定している手形オペ」と入れているのか。

増淵理事

「既に導入方針を決定している」をむしろ取ったらどうかということか。

植田委員

②は何回か実施したことがある。

白川企画室審議役

実施したことがあるが、最近は使っていないという意味である。

田谷委員

「積極的に活用する」にその意味を込めた訳か。

山口副総裁

③は知らない人が多い。忘れてしまった人もいるかもしれない。

中原委員

要するに、①だけが新設だとはっきり分かるように書いた方が良い。
「導入」というのはどうもはっきりしない。

速水議長

「新設」が良い。

田谷委員

これを出して、新聞に文字が書かれる訳であるが、短期国債アウトライト・オペと書いて、普通の人には分からないのではないか。例えば「短期国債買い切りオペ（アウトライト・オペ）」とするか。

白川企画室審議役

一言敷衍すると、数年前にこれを導入した時に、アウトライト・オペという言葉は一応使っている。それから売り切りは実際活用しないのであろうが、理屈のうえでは買い切り、売り切り、一応両方あることはある。そのうえで分かり易さという別途の議論がある。

増淵理事

今回は買い切りを積極活用する、そういう意味で売り切りを積極活用することはない。従って、買い切りと入れるか。

山口副総裁

当面活用するのは買い切りだから。当面売り切りを活用する訳ではないであろう。

増淵理事

アウトライトは取ってしまって、買い切りだけにするか。

三木委員

その方がいいかもしれない。

増淵理事

短期国債買い切りオペの積極活用の方がスッキリするのではないか。

田谷委員

もう一つ(2)の公定歩合の引き下げの一行目に「安定化効果を持つが、」と断定的に書いてあるが、「持つと期待されるが、」などとした方が良いのではないか。

速水議長

それで良いのではないか。

三木委員

今の(2)の公定歩合の引き下げであるが、「安定化効果を持つと期待されるが、その効果を一層高めるために、公定歩合は」とすると、全くロンバート型貸出の効果を引き出すためにだけ公定歩合を下げることになる。それでいいのか。

増淵理事

非常に難しいところだと思う。

三木委員

ロンバート金利の効果を発揮させるためにのみ、公定歩合を下げると

なってしまう。公定歩合はFFと一緒に金融調節手段の一つとして、別な意味をやはり持たせている。だから例えば「にも」といったようにすれば、他の意味が出てくるのではないか。

増淵理事

論理的には、この新しいロンバート型貸出制度を導入することを決定頂いた後の公定歩合はこういう機能を担うことになると思うが、しかし、それだけでなくアナウンスメント効果もあるであろうことで、最初の決定1.に「流動性供給方法の改善策を講ずるとともに、公定歩合を引き下げることを決定した。」とあるのは、まさにそういうこともあるので、両方同じ意味合いを持たせて書いた訳である。論理的な意味合いは、(2)にあるようなことであるが、それはそれ以上のある種のシンボリックなアナウンスメントの意味もあるので、1.に書いた。私共の気持ちはそういうことである。

三木委員

要するに、このロンバート貸出と公定歩合は別のものとして決めなければいけない。

速水議長

LLRの金利も公定歩合プラス幾らという表現の仕方だね。

増淵理事

特融の条件は公定歩合+ α %の形である。そうであるが、先程来の議論の中でも公定歩合の新たな意味合いも踏まえ、かつ1月の決定会合における議長の指示を受けた面もあるので、順番として流動性供給方法の改善策を先に出して、それから公定歩合の引き下げと並列的に掲げたのが、この執行部からの提案である。勿論順序についてこの場で逆だとなれば、逆にしても良いと思う。

三木委員

何かこう、今回の流動性供給方法の改善と金融政策の一環である公定歩合の引き下げが繋がった形で、ただ単にそのために行なったという感じで出てしまうのではないかと思う。

増淵理事

そこは分からない。公定歩合という言葉が非常によく知られていることからすると、取り上げ方から言って、逆に公定歩合のみが過剰に取り上げられる可能性も考えなければいけないのかとも思う。記者会見では、両方がというか、流動性供給方法の改善策に意味があるということになると私は思う。

三木委員

これはひっくり返したらおかしいのか。

増淵理事

順番をか。

中原委員

大きな1. と2. しかないから大きな3. があってもいいのではないか。

増淵理事

公定歩合引き下げの意味合いは、まさに新しい貸出制度の効果を一層高め、緩和効果を強めるために提案され、可決されたと私共は認識したので、こういう書き振りにした訳である。

植田委員

順番はこのままが良いのではないか。

増淵理事

原案のままです。

植田委員

(1) がないと (2) だけしても、ゼロではないがほとんど意味がない。

速水議長

今公定歩合で貸しているのは、ほとんどない。

白川企画室審議役

残高はそれ自体少ない。現在公定歩合そのもので貸している金額は 6,761 億円である。これは大半が預金保険機構あるいは整理回収機構等に貸し出したものである。

速水議長

山一向けの貸出は公定歩合 + α であったか。

増淵理事

今現在はゼロである。これは残高がゼロではなく、金利を取っていない。

三木委員

私がひっくり返せというのは、この (2) の三行の文章をひっくり返したらどうかと言っている。

増淵理事

(2) の文章か。

三木委員

(2)の「公定歩合を下げる」としたうえで、これはこういう目的もあるという文章にした方がもう一つの意味が多少生きてくるのではないか。現実にはほとんど形骸化している公定歩合ではあるが、金融政策のメルクマールとしての重石ではあると思う。

増淵理事

多少繰り返してはあるが、「公定歩合の引き下げ」として「公定歩合を0.15%引き下げ、年0.35%とし、2月13日より実施する。」としてこの後に、「安定化効果を持つと期待されるが、その効果を一層高めると考えられる。」といったようなことを言うということか。

三木委員

そのようにしてはどうか。

中原委員

その方がいいと思う。

増淵理事

数十秒、少し文章を考えてみる。

速水議長

公定歩合を先に出すのか。

増淵理事

それでは、三木委員のご提案に沿った修正案を暫定的に読み上げてみる。

白川企画室審議役

「公定歩合を0.15%引き下げ、年0.35%とし、2月13日より実施する。」

上記①の新たな貸出制度は短期市場金利の安定化効果を持つと期待されるが、公定歩合の引き下げは、その効果を一層高めると考えられる。」。

三木委員

結構である。

増淵理事

もし他にないようであれば、他の点も含めて確認のため読み上げたいと思う。いかがか。

山口副総裁

願います。

田谷委員

それだと公定歩合が二度出てくる。だから例えばセカンドセンテンスのところを「こうした措置は」とした方が良いのではないか。

白川企画室審議役

「こうした」というと、複数の感じが強調される。公定歩合の引き下げがその効果を強める訳なので、そういう意味では「この」という場合の「この」がどれを指すのか、少し分かり難くなると思う。

中原委員

こういう場合の繰り返しは良いのではないか。

速水議長

今の案で。

白川企画室審議役

それでは修正点を読み上げる。まず大きな 1. (1) の①である。「公定歩合により受動的に実行する貸出制度の新設。」。それから文章は、「受動的に貸出を実行する制度（いわゆる「ロンバート型貸出」制度）を新設することとし、」で、後は同じである。それから「②短期国債買い切りオペの積極活用。」。それからその本文であるが、二行目「短期国債買い切りオペを積極的に活用する。」。それから「(2) 上記公定歩合を 0.15%引き下げ、年 0.35%とし、2月13日より実施する。上記①の新たな貸出制度は短期市場金利の安定化効果を持つと期待されるが、公定歩合の引き下げは、その効果を一層高めると考えられる。」。以上である。

三木委員

結構である。

田谷委員

もう一つ、一番下から二行目に「金融面から景気回復を支援する力を強化する観点から」とあるが、私はどういう修文をしたいか全く分からないが、何かしつこいというか、「支援する力を強化する」というのは気になる。藤原副総裁、何かないですか。

増淵理事

余りこなれていないかもしれないが、「これまでの金融面からの景気回復を支援する」という言い方はマンドートとしてきたので、それを強化するというように表現した。

田谷委員

他に何かいい言い方を私も考え付かないので結構である。

藤原副総裁

同じパラグラフの二行目の「金融市場調節の柔軟性」というのは、これはこのとおりに言われている表現なのか。「金融市場調節の柔軟性」。

増淵理事

「柔軟性」というフレキシビリティである。

藤原副総裁

一般にマーケットで言われているのか。「柔軟性」というのは、今回の措置を表現するよりむしろ多様性や効率性など色々あると思うが、「柔軟性」という言葉が最も適切とマーケットの関係者なら直ぐにそういう感じを抱くのか。

白川企画室審議役

マーケットの関係者自身は自ら調節を行なう立場ではないので、余りそういうことは意識しないかもしれないが、ただ今回調節を担う者として柔軟性と言われた場合にそれは意味の分かる言葉だと思う。

英語の仮訳では「フレキシビリティ」である。

速水議長

それではこれを打ち直して決裁の用意をしてもらいたい。

横田政策委員会室長

もう終わっている。

それでは採決して宜しいか。

速水議長

採決して下さい。

坂井内閣府副大臣

今またテロップに流れていたが、官房副長官が公定歩合のことを聞かれ、午前中出席していた財務副大臣からの報告では、2時までの間にそういう議論はなかったと報告を受けたと報じられていた。これは政策委員会のメンバーの人達、それから職員の人達にとっても、こういうことは政策委員会のメンツに関わることなので、以後注意してもらいたい。僕も日銀法を作った時の責任者の一人であるが、注意してもらわないと日銀にとってもよくないと思う。宜しく願います。

速水議長

本当に不可解である。

坂井内閣府副大臣

不可解である。我々は知らないことである。だから政治的に問題になると思う。以後気を付けてもらいたい。

[流動性供給方法の改善策および公定歩合の引き下げの公表に関する決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

田谷委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

採決結果をご報告する。賛成9、全員一致である。

速水議長

それではこれは会議終了後、30分後に公表する。

それでは最後の議案に入る。金融経済月報の検討について、吉田調査統計局企画役と雨宮企画室企画第1課長より説明をお願いする。

V. 金融経済月報の検討

吉田調査統計局企画役

まず実体部分の2月月報総論は「わが国の景気は、緩やかな回復を続けているが、そのテンポは輸出の減速により鈍化している。」と、先月と同じにしてある。その他も足許の判断については、住宅投資については午前中の説明にあったように、基調として強いと判断している訳ではないが、このところ数字が横這いになっているので、先月まで「徐々に減少している」としていたが、今回は「概ね横這いの動きとなっている」との表現に修正した。それから所得形成は、先月まで「賃金も僅かながら前年を上回るなど」となっていたが、12月の毎勤統計では一部地方公務員等の影響もあって、全体もマイナスになったこともあるので、その部分の表現を取って、あっさりとした表現に直したことが相違点である。

それから先行きは、大きな変更は余りないが、海外経済について、前月は、「海外経済の減速の影響や、内外資本市場の動きなど」に続くところを「下振れ方向のリスクを注視していく」としていたが、海外経済については出てくる数字をみているとまだ減速が続いている感じがあるので幾分このリスクを強めたい気持ちから「海外経済がさらに減速する可能性」と表現

を改めている。それから物価では、卸売物価について昨日数字が出た訳であるが、原案作成時には石油製品がむしろ1月については下落すると考えていたので、その表現をそのままカットしたいと思っている。それから最後に先行きの大まかな書き振りは変わらないが、通信料金の引き下げに関して、マイライン制度導入に伴って市外通話料金の引き下げ競争がこれから5月にかけて行なわれるので、消費者物価指数と企業サービス価格指数に変化がでてくるだろうと予想される。そこで、その関係の記述を追加している。以上である。

速水議長

それでは雨宮企画室企画第1課長お願いします。

雨宮企画室企画第1課長

細かい市況等の修正は後程纏めてご説明することとし、表現を変更した部分だけ先にご説明する。まずターム物金利の中でのジャパン・プレミアムについては、1月までは「ほぼ解消された状態が続いている。」といったように、継続の表現だったが、今月は「となっている」と変えている。これは背景説明でジャパン・プレミアムが発生してその後またなくなったことを説明しているので、「解消された状態となっている」との表現にした。それから民間銀行貸出の部分は、前月まで「民間銀行貸出は、前年比マイナス幅の拡大傾向には歯止めが掛かっているものの、基調的には弱めの動き」としていたが、「前年比マイナス幅の拡大傾向の歯止め」は、昨年の夏場からずっと使っており、歯止めが掛かるとは、その後若干持ち直すようなことを期待させる表現にもかかわらず、ほぼ同じようなマイナスが続いているので、淡々とした記述に変えた。結論部分の先月から採用した「株価の下落が、企業の資金調達環境にどのような影響を与えるか、注視していく必要がある。」は変えていない。市況関係で若干修文を要するのは、ターム物金利が1月下旬以降資料提出後も低下傾向なので、特に期間の制約を付けない表現にしたい。長期国債の流通利回りも最近の低下

傾向を踏まえて、「低下している」と簡単な表現にする。それからマネーサプライも先程ご説明申し上げたとおり、昨日出た1月の数字で若干伸びが高まっているので、一応事実をそこに記述する。以上である。

速水議長

何かご意見あるいは修正を要する点がございましたらご指摘下さい。

篠塚委員

実体経済の先行きは午前中山口副総裁が纏めたように、大宗の意見としては先行きのダウンサイド・リスクを強く意識していたと思われる。そうすると去年の秋の物価レポートで我々が見通しを出して以降の変化については、基本的見解で修正というか議論の中身が反映されるようにしなくてはならないのではないかと思う。従って、具体的に例えば輸出などについては「海外景気の減速を背景に一時的には減少を避けられないとみられる」の「一時的に」を私は落としてもいいのではないかと思っている。そのことについて皆さんはどのようにお考えか。

速水議長

先は長いから当面とかにするか、これは内外の情勢の変化によるから何とも言い難い。

山口副総裁

「一時的」で済むかどうかについて、どれ位の展望があるのか。

吉田調査統計局企画役

一応先行きに関してはこうではないかと思うものと、実はそうではないかもしれないというリスクについて分けて書くことにしている。勿論リスクが強まっているとの認識は私共も持っているが、一応こうなるかもしれないところは前月と同じにしている。なぜそうしているかという、今の

ところアメリカ経済を始めとする海外景気については、今年の前半は相当成長率がゼロに近くなるかもしれない。ただ下期には回復するという見方がなお多いので、一応それに乗っかると、輸出の減少も「一時的」というのが取り敢えず可能性が高い方のシナリオであろうと考えた。そうならないかもしれない部分が最後であるので、もしそういう表現を修正するのであれば、最後の部分をもう少し強い表現に改めるやり方もあろうかと思う。

田谷委員

ほとんど違和感はないが、一箇所私と見方を異にする点がある。それは今言われた先行きの最後のセンテンスである。先程も少し申し上げたが、私の認識は「海外経済が減速しつつあり、内外資本市場の不安定化など、景気に対する下振れリスクが顕現化している」と言った方が現実に近いと思う。要するに一言で言えばリスクを注視するのと、リスクが顕現化しているとの判断の差はそう大きなものではないと思うが、私はどちらかといえば後者を取りたい。であるからどう変えたらどうということではない。

山口副総裁

その点私はこう思う。田谷委員が言われているようなリスクの顕現化は確かにあると思うし、それは既に景気の現状判断を慎重化の方向に後退させてきている点に表現されてきていると思う。そういう意味で既に現状についての判断は何か月か前に考えていたよりも切り下がっている。その少し切り下がった出発点から先を考えてもなおさらに下振れのリスクがあり、それを注視していく必要があるという気持ちなのではないか。書いた人はどうか。

吉田調査統計局企画役

若干強めたい積もりはあったが、ただマグニチュードとか程度が足りないのかもしれないと思っている。例えば「ここ暫くは」という表現がリスクがあるにしても非常に一時的な感じを及ぼすのであれば、それを取って

「景気に対する下振れ方向のリスクが高まっている点には留意が必要である」とした方が皆さんのイメージに合うのであれば、変えた方がいいと思う。

三木委員

もう一回言って。

吉田調査統計局企画役

これは全くの私案であるが、「しかし、海外経済がさらに減速する可能性や、内外資本市場の動きなど、景気に対する下振れ方向のリスクが高まっている点には留意が必要である」。

山口副総裁

それ位の方がベターではないか。それから篠塚委員が冒頭に言われた輸出の表現に限って言えば、確かに「一時的には」との表現は、一時的にとどまる蓋然性が高いとの判断を滲ませることになる。今言えることは当面減少が避けられないといったところであるから、先程議長が使われた表現位の方がいいと思う。その先については判断を留保しておくということである。

速水議長

「ここ暫く」のところは今言ったように変わる訳か。

吉田調査統計局企画役

暫くお待ち下さい。

三木委員

私は今置かれている経済の実態からみて一番大事なものは総論部分の表現だと思う。この総論部分の表現は、現状と先行きを合わせてどうなのか

ということになるし、しかも今は既に2月であるから、1~3月のただ中である。にもかかわらずデータは全部12月以前のデータしかない中での総論であるから、「わが国の景気は、緩やかな回復を続けているが、そのテンポは輸出の減速により鈍化している。」で切らないで、この後に今停滞している、あるいは踊り場という趣旨の表現を入れる必要があるのではないかと思う。どういう表現がいいか。

速水議長

「緩やかな回復を続けているが、テンポは減速している」でいいのではないか。

三木委員

そうすると、全く果てしなく緩やかに回復している印象である。今はそうではなく、横這いになっている。それでさらに上昇へいくかどうかを今みている訳である。今は一時的かもしれないが、横這いになってきている。そういう感覚をやはり出しておかないと日銀は甘いなということになりはしないかと思う。今は経済界の人達や世間一般から言われているのは全く踊り場だ、踊り場だという言葉である。そういう中でこれだけみたら、一本調子で回復しているそのカーブが少し落ちただけという印象になってしまうので、これはまずいと思う。

速水議長

はっきりマイナスになっているのは輸出だけであろう。

吉田調査統計局企画役

輸出も恐らくマイナスになりそうだという感じである。輸入が増えているので、ネットの純輸出で見れば既にマイナスになっている。

三木委員

この表現は途中までいかして結構だから、何か表現を付け加えて、今指摘した意味を出しておいた方がいいと思う。

山口副総裁

先程若干の纏めのようなものを申し上げたが、回復の角度が段々鈍くなってきていることは皆の共通認識だと思うし、ただ、すっかり止まってしまった訳でもなく、問題はむしろ今後のリスクをどう評価するかであり、それが大きくなってきているというのも共通の認識であったと思う。であるから先行きの最後の数行にそういうリスク評価を正確に書き込めば、三木委員の言われている気持ちも入るのではないかと思う。踊り場という表現は私は反対である。それは踊り場は次のまた上り階段が待っていることをインプライするからである。果たしてそうかどうか、不安が少し高まってきている、我々のリスク認識も高まってきているのが現状ではないだろうか。

三木委員

踊り場という表現にはこだわらなくていい。踊り場は上り階段の踊り場もあれば下り階段の踊り場もある。それを言っただけでは駄目である。要するに一言言いたいのはマスコミや世間一般はまず何を見るかといえばやはり総論のトップタイトルであり、これが印象として非常に強いから、ここだけは日銀はシビアに現状を把握しているということを今回は出しておいた方がいいと思う。

藤原副総裁

前回の月報の表現と今回の表現が同じであることから、リスクが深まっている意味合いが抜けているとの印象をもし与えているとすれば、その前に二回慎重化させていることもあるが、例えば「鈍化している」を「さらに」とか「引き続き」とか「鈍化を続けている」としてはどうか。緩やか

な回復を続けているのであれば、「緩やかな回復を辿っているが」として「そのテンポは輸出の減速などにより鈍化し続けている」とか「引き続き鈍化している」、「さらに鈍化している」といったことで少し慎重さを深めているニュアンスは出せないか。

村山調査統計局長

これまで総論についてはあくまでも現状について評価をすることできており、先行きに対するリスクは余り表現を入れていない訳である。それがいいかどうかは別途の問題であるが、必要があれば書くべきだと思う。それから、先月そういう中で総論の表現を一段階落としたのは、そうはいつでも先行きにリスクが相当増しているからであり、三木委員が言われたように現在の景気と先行きは繋がっている訳である。そういうところで現状についての慎重な見方を少し表に出すようなことできている。本日の議論を伺って私が感じたのは、足許についての認識は、多少厳しさは増したかも分からないが、そう大きく変わっていない。むしろ先行きに対するリスクが相当増してきていると思う。そういう気持ちから先行きのところの結論を修文案のようにしてはどうかとした訳である。そこを強調したいのであれば、これまでの総論の書き方とは異なるが、現状評価をした後、先行きについての同じような表現をここに入れてしまうのも一つの方法だとは思う。相当マーケットに説明しないとこれは何でそんなことが出てきたのかということになると思うが、そこはご判断の問題だと思う。

三木委員

私が言っているのは、新聞などには要するにトップタイトルしか出てこないから、そこを考えて対応すべきだということである。

坂井内閣府副大臣

個別にみると所得の方は「賃金も僅かながら前年を上回る」とプラス的な印象があって、悪いのは住宅投資だけになっている。そうすると総論を

前回より悪く書くことは少なくとも個別からみておかしい。

三木委員

中身を少し変える。

坂井内閣府副大臣

だからまさに言われたように、先行きのことをどうこう言っただけのものではないのか。

田谷委員

前回かなり思い切って下げた印象があった。このため私は先程申し上げたようにほとんど違和感はない。ただ、先行きのリスクのところだけどうかということであった。ただ、外からみれば…。

三木委員

だから、今まで確かに総論では、現状を書いてきたのであろうが、外から見た場合には、そこだけ見る時は先行きも含めて書いてあると見るから、今までの整理からみれば違和感があるかもしれないが、このままで止めるのではなく、何らかの表現を付け加えた方がいいという意味である。

村山調査統計局長

付け加えることが必要であればやぶさかではないが、一つだけ注意頂きたいのは、そういう先行きについての評価をここで書くということは、今回だけ書いて、次回書かない訳にはいかないの、これから続けていくことを覚悟のうえでやって頂きたい。

三木委員

先行きといってもどうせ1~3月ではないか。今言っている現状は今2月だから四半期の真ん中である。そこまでをみた現状位のことを考えてお

かないといけない。

村山調査統計局長

現状評価については、政府の月例も同じであるが、その時に手に入れられた統計等を基に判断する。そうでないと結局何で判断しているのかよく分からないことになる。我々はそういう下で判断するに当たっては、結局新しい数字が1月なので、確かに判断するのは遅れる訳である。そういうところをリスク評価で表現しているのがこれまでのスタイルである。

速水議長

総論はもうこれでいいと思う。先程の先行きをもう一回。

吉田調査統計局企画役

先程の修正箇所をまだ読み上げていないので、宜しければここで読み上げる。

まず輸出の先行きについては「輸出は、海外景気の減速を背景に当面減少が避けられないとみられる。」と変えたいと思う。それから、「以上を全体としてみれば、」のパラグラフの最後の部分は、「しかし、海外経済がさらに減速する可能性や、内外資本市場の動きなど、景気に対する下振れ方向のリスクが高まっている点には留意が必要である。」にする。

速水議長

三木委員これで勘弁して下さい。

三木委員

私は納得できないが、そういうことであればこれはこれで、反対するだけだからいい。

坂井内閣府副大臣

表現はこれで構わないが、住宅は戸数が大体満たしているのので、今度の住宅減税5か年計画などでもリフォームなどに重点を置いている。今のところ指標はリフォームの用途とかを分類したものが余り出ていないが、その辺は気にかけていて下さい。

中原委員

この間に反対の点を簡単に申し上げておく。やはり緩やかな回復を続けている可能性は当面ある訳であるが、その場合回復しているという根拠をもう少し明確にする必要があると思う。やはり景気判断であるから色々見方があると思うが、デフレ懸念の払拭に似たような考えで、総合的な判断という名の下に抽象的あるいは感覚的な景気判断をする可能性もない訳ではないので、私は緩やかな回復を続けているということ自体の景気判断の根拠について、もう少し数量的に表現することを考えて頂ければと思っている。例えばアメリカの場合極めて単純でGDPが2期マイナスが続けばリセッションだということになる。私がしばしば言っているナショナル・ビューロー・オブ・エコノミック・リサーチの場合、一致系列の動きによってある程度判断することもできる訳である。GDPのコンポーネントだけについてこれがどうだ、あれがどうだと言ってもそれでは一体何で判断するのかといった場合に、これは政府の場合も多分そうだと思うが、判断の基準がかなりはっきりしない部分があると思う。それから各論について言えば、個人消費の一部に明るさが窺われるのは一部であり、もし記述するのであれば「一部指標に明るさが見込まれるものの」と前後を変えた方が良いと思う。それから在庫についても「全体としてはなお低水準にある」と書いてあるが、これはいらない。海外需要の減少が大きい素材や電子部品の一部ではやや過剰感が生じているし、何となれば今段々と生産在庫が積み上がってきている訳である。それから、所得形成についても景気がもしこれから勢いを失うと再び企業がリストラの手を強めてくるので、底固く推移しているとすることには私は疑問を感じる。それから先行きについては、先程か

ら色々議論が出ているので、こういうふうには直せばさらに良いと思うが、私は既に景気は標準シナリオから離脱していると考えているので、もう少し強い表現にすべきだと思う。それから物価についても「国内の需給バランスが徐々に改善されている」との表現には前から反対している。

速水議長

それではこれで決裁をする。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

篠塚委員

植田委員

田谷委員

反対：三木委員

中原委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

基本的見解の採決結果を報告する。賛成7、反対2である。反対は三木委員、中原委員である。

速水議長

それでは、先程からの政策委員会の決定事項については、会合終了後30

分後に公表したいと思う。それまでの間は厳に出席者限りということをお願いする。今回の決定については、本日記者会見を開いて私から詳しく説明させて頂く。対外公表文は、執行部で英語に翻訳して、和文と同時に公表することにする。

今の月報については、基本的見解に沿って、後段の説明部分については、必要があれば執行部で修文することにさせて頂きたいと思う。本件の対外公表は2月13日火曜日の午後2時に行なう。

それでは手短に見解についての反対意見をお願いする。

三木委員

私は先程から何回も言っているので結構である。

各論の方では、例えば「企業収益は改善を続けている」というのも、改善は改善であるが、明らかに今鈍化して、下振れているから、例えばそういうことも考えると、やはり総論が大事だと思う。

速水議長

中原委員は。

中原委員

先程申し上げたことを、そのまま反対理由として書いて頂ければ宜しい。もう一つ言うと、やはり日銀は景気判断の根拠についてももう少し明確な基準を作るように努力するべきである。できれば幾つか指標を選んでそういうものを利用するといったことをすれば市場との対話、それから景況感とのギャップ解消に繋がると思うので、デフレ懸念の払拭に似たような「緩やかに回復している」といった表現はなるべくやめた方がいい。そして、結論的に申し上げると、实体经济に対する見方が非常に楽観的であり、後手後手に回っているというのが私の反対の最大の理由である。その他については先程申し上げたので、それを個別に書いて頂ければありがたいと思う。以上である。

VI. 閉会

速水議長

以上で本日の議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は 2 月 28 日水曜日を予定している。

山口副総裁

議長、一言宜しいですか。

この決定会合のテーマとは関係ないが、先程坂井内閣府副大臣からも指摘頂いたが、我々が議論している真っ最中にそれがテロップに流れるといった、実に痛憤に耐えないことが起きたと思う。これは本当に指摘を待つまでもなく、我々のクレディビリティにかかわることだと思う。やはり言葉の端々にまで気を付けないと、政策的な議論というのは非常に世の中の関心を引くことだけに漏れ易い。やや言い過ぎの表現になるかもしれないが、余程我々自身が気を付けないと、我々自身が自分達の地盤を切り崩していくような結果になってしまうと思うので、是非ここでボードメンバー全員で機密の厳守ということを改めて申し合わせたいと思う。以上である。

三木委員

賛成である。

[出席者賛意を表明]

速水議長

それでは本日の会合はこれで終わる。

(午後 5 時 13 分閉会)

以上