

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2002年1月15日

1月16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）

三木利夫（審議委員）

中原伸之（審議委員）

植田和男（審議委員）

田谷禎三（審議委員）

須田美矢子（審議委員）

中原 眞（審議委員）

政府からの出席者：

財務省 藤井秀人 大臣官房総括審議官

(15日 14:00～15:51)

谷口隆義 財務副大臣 (16日 9:00～12:39)

内閣府 小林勇造 内閣府審議官

(15日 14:00～15:51、16日 9:00～12:39)

(執行部からの報告者)

理事

松島正之

理事

増渕 稔

理事

永田俊一

企画室審議役

白川方明

企画室参事役

和田哲郎 (16日 9:00～9:30)

企画室参事役

雨宮正佳

金融市場局長

山下 泉

調査統計局長

早川英男

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

中山泰男

企画室企画第2課長

梅森 徹 (16日 9:00～9:30)

金融市場局金融市場課長

大澤 真 (16日 9:00～9:30)

金融市場局調査役

栗原達司 (16日 9:00～9:30)

政策委員会室調査役

斧淵裕史

企画室調査役

長井滋人

企画室調査役

清水誠一

I. 開会

速水議長

それでは定刻になったので、ただ今から金融政策決定会合を開催する。

(午後 2 時開会)

はじめに会合の取り進め方について申し上げる。本日は、金融経済情勢に関する執行部からの報告と、関連する質疑応答のセッションとしたい。明日は 9 時に会議を再開する。明日はまず、前回会合で、A B C P を C P 現先オペの対象及び適格担保とするとともに、適格担保となる A B S の範囲を拡大するとの方針が決定されたことを受けて、執行部から、関連する基本要領の改正案についての報告が行なわれる。併せて、日本銀行が買入れる長期国債の銘柄選定に係る基本要領、および手形買入の対象先選定に関する基本要領の改正について、執行部から提案を行ないたい。その後、これらの提案に関する質疑応答、および採決を行なう予定である。次に、通常どおり金融経済情勢と金融政策の運営方針に関する委員の討議、もしあれば、政府からの出席者の発言、そして金融市場調節方針の採決と進めて参る。その後、金融経済月報の基本的見解の取り纏めを行ない、最後に前々回及び前回会合の議事要旨の承認を行なう予定である。

政府から出席の方々は、本日は財務省から藤井大臣官房総括審議官、内閣府からは小林審議官が出席されている。なお、明日は財務省からは谷口副大臣、内閣府からは本日に引き続き小林審議官が出席される予定と伺っている。

予めお断りしておくが、会合の中で出される意見、発言は全て記録することを前提とするという約束であるので、委員方および政府からの出席の方々におかれては、そのことを前提に発言頂くように宜しくお願いする。

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、金融経済情勢等に関する執行部報告に入りたい。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おう。増淵理事と山下金融市場局長に願います。

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、金融調節の実績であるが、前回会合での決定を受けて、12月末にかけて当座預金残高を15兆円まで段階的に増加させる調節を行ない、年末日となる12月28日には15兆7千億円と、Y2K時以来となる大量資金供給を実施した。その後、1月に入っても概ね15兆円弱の水準を維持する調節を行なっている。このように大量の資金供給を続けてきた結果、オーバーナイトレート加重平均値は、年末日を含めて0.001~0.002%の史上最低水準での推移となった。この間の超過準備の保有状況をみると、外銀の保有額は約3兆5千億円と11月積み期に比べて5千億円の増加に止まった一方、都銀等の国内銀行では2兆円の増加、短資が7千億円強の増加と、各業態でそれぞれに超過的保有額を大幅に増加させている。このため、当座預金残高から、残り所要額や外銀の超過準備残高等、マーケットに運用資金として出難い部分を除いた、いわゆる真水部分が急激に拡大し、足許では7兆円前後の水準となっている。こうした状況を背景に、マーケットの資金余剰感が著しく強まってきていることに伴い、短期市場金利が再びかなりの低下をみせている。私共の短期オペの平均落札レートも、こうした市場金利の動きにつれて大幅な低下をみせている。例えば、CP買現先オペの平均落札レートは、政策変更直前の7.7bpから直近では0.2bpまで低下したほか、手形買入の期内エンド物も同様に3.9bpから0.1bpまで低下するなどの変化をみせている。今回の政策パッケージの効果について、市場関係者は、大成火災の破綻やエンロンショックの影響な

どから、過度に萎縮していた市場に安心感を与えた点で大きな効果があったとの評価で一致している。このように所期の政策効果が発揮されたことのいわば反射効果として、オペへの応札パフォーマンスがここにきて目立って悪化してきている。先週金曜日 11 日には国債借入オペで、昨年 5 月以来となる札割れが発生、本日も同じレポ・オペで二回目の札割れとなっている。また、CP 買現先の応札パフォーマンスも、この間、2 兆 8 千億円から 4 兆円まで供給額を増やしており、供給額の増加に伴い落札決定レートが二回連続 0.1bp となるなど悪化を示していたが、本日オプアー分が遂に札割れとなっている。このほか手形買入・本店分の期内エンド物は、1 月 10 日には既に平均落札レートが 0.1bp、応札倍率も 1.1 倍と札割れ寸前まできている。今後、マーケット環境が現在のような資金余剰感の強い状況が続けることを前提とすると、金融調節面では、当面、相当困難な運営を強いられる公算が大きいものと思われる。私共としては、引き続きオペ手段の選定や期間設定等に工夫を凝らすなどによって、ディレクティブに定められた大量資金供給を継続していくよう、全力を尽くして参りたいと考えている。

次に、前回会合以降の金融・為替市場の動向であるが、クリスマスや年末年始の長い休暇を挟んだことや、この間、格別大きな材料がなかったこともあり、取引が全般として細る中で総じて落ち着いた推移を辿った。例えば株価を見ると、日経平均は 10,500 円を挟んだ比較的狭いレンジでの概ね保ち合い圏内での動きとなった。また、長期金利は、短期金利が前回会合での追加金融緩和を受けて低下をみたにもかかわらず、1 月の国債入札ラッシュを控えたヘッジ売りの動きなどから、やや強含む形になっているが、達観すれば引き続き 1.3%~1.4% のレンジでの小動きといえる。なお、短期金利のユーロ円 3 か月物が 12 月末からかなり上昇した形となっているが、これは 3 か月物が年度末越えとなったことに伴うもので、この季節要因を除いた基調としては低下傾向にあることに変わりはない。このように本行の政策決定の効果もあり、全体としては小康状態を回復した格好となったが、そうした中で、円の対ドル相場が 127 円台から 133 円前後

まで大幅に下落をみるなど、大幅に円安化が進行したこと、さらに社債流通利回りの対国債スプレッドも低格付け債のトリプルB格を中心に引き続き拡大傾向を辿ったこと、この二点に変化点として注目される。

以下では、この間の各市場の特徴的な動きについて手短かに報告する。まず株価であるが、前回会合時との比較でみると日経平均が0.3%の下落、TOPIXが0.3%の上昇とほぼ横這いとなった。この期間の特徴的な動きは、第一に、輸送機器や電気機器など輸出関連やハイテク関連産業の株価が比較的堅調に推移したことである。これは最近の円安の進行を受け、これら産業の輸出採算の好転が買い材料として意識されたことなどによるものである。第二の特徴点は、注目の銀行株が一旦大きく反発を示すなど、やや動きをみせたことである。12月下旬から年初にかけての反発は、12月21日の空売り規制の強化策公表に加えて、年末以降の政府要人による相次ぐ公的資金再注入発言を受けたショート筋の買い戻しの動きによるものである。もっとも、先週には、大手行によるダイエー等問題企業への支援策の検討が伝えられると、銀行の償却負担が一段と増えるといった見方から、再び売りの動きが優勢となるなど不安定な展開となっている。なお、業態別の動きをみると、12月下旬以降に反発をみせたのは、都銀、長銀、信託であり、地銀、地銀Ⅱはむしろ下落傾向に転じているのが目立っている。これは金融庁検査を踏まえた地銀、地銀Ⅱへの早期是正措置の発動が相次ぐ方向にあるほか、公的資金の投入は都銀などの大手行に限定されるといった一部報道が嫌気されたものと言われている。第三の特徴は、主体別株式売買動向でみられるように、委託売買の50%以上のシェアを占める海外投資家の動きが12月上旬以降大きく振れていることである。特に、12月10日～14日の週に4,800億円の大規模売り越しになっているが、これは12月4日の先物清算日に一部外証の日本株取引の撤退などから、大量の裁定買い取引の解消、つまり現物の売り、先物の買い戻しが行われたことなどによるものである。そのような海外勢による裁定取引解消の動きは、裁定買い残高の減少からも確認される。このようなイレギュラーな要因やクリスマス休暇前後の買い一服を除くと、引き続き海外投資家が、

公的年金、信託と並ぶ数少ない買越主体として相場動向に大きな影響を及ぼしている姿に変化はみられない。こうした海外投資家の投資姿勢に大きな影響を及ぼす一つの大きな要因が米国株の動向である。今週 15 日のインテルを皮切りにして、米国主要企業の昨年 10~12 月期の決算発表が本格化するが、当面はこれまで業績回復期待を先行して織り込んできた米国株価動向に、その結果がどのような影響を及ぼすのか——今週に入って N Y ダウ、N A S D A Q が再びそれぞれ 1 万ドル、2 千ポイントの大台割れとなり、それを受けて本日 T O P I X が昨年来安値を更新している——が注目されるところである。

次に長期金利の動向であるが、10 年新発国債流通利回りは前回会合時の 1.3% 台の前半から 1.4% 前後まで小幅の上昇となっている。前回会合以降のイールドカーブの変化を見ると、残存期間 2 年以内のところは本行の追加金融緩和策の実施を背景にして低下しているのに対して、3 年以上のところでは残存期間 8 年前後を中心にやや上昇をみている。その背景としては、円安の進行や銀行への公的資金再注入報道が影響しているといった指摘も聞かれているが、基本的には年初の薄商いの中で、1 月の入札ラッシュを控えたポジション調整の動きに押された面が大きいように思われる。実際、1.4% にレートがタッチすると、生保などの機関投資家からの押目買いが大量に入るため、現状の 1.3~1.4% 前後のレンジは崩れていないといった見方が大勢である。マーケットでは、本行の追加金融緩和措置の実施に加え、来年度の国債発行計画が市場予想の範囲内に止まったことが、基本的な買い安心感に繋がっているといった指摘が多く聞かれている。特に新規財源債の発行額が、首相公約どおり 30 兆円の範囲内に収められたこと、それから市中消化分が市場予想の範囲内の 105 兆円弱に止められたこと、などが好感されているようである。昨年末に実施されたアンケート調査の結果で、市場参加者が想定する長期金利水準の今年の下限值と上限値をみると、昨年のもっと回答頻度の高い予想値は、1.5~2.0% であったのに対し、今年は 1.2~1.6% とそれぞれ大きく下振れしている。これはこの 1 年間における景気・物価情勢の悪化や、本行の思い切った金

融緩和策の実施を映じたものであるが、来年度の国債発行計画決定に伴う国債需給悪化懸念の後退もある程度影響しているとみられる。実際、注目する債券価格変動要因をみると、直近の12月には債券需給要因がかなり減少し、為替動向が債券価格押し下げ要因として注目度を増している点が目を引いている。

以上のように、株価、長期金利動向は総じて落ち着いた推移を辿ったが、この間クレジット面での動きをみると、まず社債流通利回りの対国債スプレッドは、低格付け債を中心に引き続き拡大傾向を辿っている。これは流通や建設の一部大手企業の経営困難化を巡る報道が続く中で、業況不芳先の信用リスクに対する市場参加者の見方が一段と厳しくなっているほか、エンロンショックを背景としたMMFの解約増加に伴い、投信が保有社債の売却を続けていることによるものである。トリプルB格債については、昨年10月以降の急激なスプレッドの拡大により、既に98年1月頃に匹敵する水準まで上昇をみている。もっとも、ダブルA格、シングルA格のレベルを見ると、引き続き97年、98年当時に比べかなり低位にある。市場では、金余りの構図には基本的に変わりはないため、個別企業の信用力を見極めたうえで割安な銘柄を物色していきたいといった基本姿勢にある投資家が依然として多い状況に変化はない、といった見方が一般的である。その間、銀行セクター債の対国債スプレッドも全体として引き続き拡大傾向にあるが、12月28日の小泉首相、自民党三役による公的資金再投入を含めた金融危機対応を確認した旨の発言を受けて、取り敢えず上昇一服の格好となっている。また、クレジット・デフォルト・スワップ・レート（CDS）の動きをみると、例えば、みずほは12月下旬の200bpから足許では165bpへ35bp低下をしているなどの変化がみられている。これが一時的な改善の動きに止まるのかどうかは、わが国の不良資産問題に対する銀行と政府の今後の取り組みに対する市場の評価如何ということになるものと思われる。

最後に円相場動向であるが、この3週間で127円台から133円前後まで円安が急速に進んだ。1月9日につけた133円37銭は98年10月6日以

来の円安水準である。これはドルの強い要因で挙げているように、米国景気指標の予想比上振れが相次ぎ、日米の景気格差が改めて意識されたことに加え、この間のわが国通貨当局者による円相場動向に関する相次ぐ発言が、円安容認、トーンダウンと市場に受け止められたことがこのような円安に繋がったものと言える。もっとも、円／ドルのリスク・リバーサル動きをみると、このような急ピッチな円安の進行にもかかわらず、リスク・リバーサル幅は余り大きくドル・ブル方向に振れていない。またボラティリティの動きをみても、過去の局面に比べれば然程大きく拡大していない。これはアジア諸国や米国産業界からの円安誘導批判の声が強まる中で、日本の通貨当局者が円安容認姿勢を変化させるリスクが意識されていることや、米国の景気動向が今後マーケットの予想に比べ下振れるリスクも少なくないこと、さらには3月の年度末接近から日本の金融機関などによるリバトリの動きが広範化することが予想されていることなどから、一方的な円安を見込む相場観にはなっていないためとみられる。実際、アジア諸国通貨の対円相場は、ここにきてかなりアジア通貨高、円安方向に振れている。これら諸国の通貨当局から円安に対する牽制発言が出易い環境になっている。こうした状況下、最近わが国通貨当局者も円安のスピードに懸念を示すなど、その発言にやや変化がみられてきている。先週金曜日にはグリーンSPAN議長が当面の米国景気に慎重な見方を示したこともあり、最近の円安傾向にも取り敢えず一服感が出てきているように窺われる。私からは以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

三木委員

ちょっと聞き漏らしたが、CPの買現先については、今日やったオペが札割れになっているが、これの内容をもう一度聞きたい。

山下金融市場局長

4千億円のオファーに対する応札は3,710億円であった。レートは足切りレート0.001%、平均落札レートも0.001%である。

中原伸之委員

私もちょっと聞き漏らしたが、その前のCPの現先が幾らが幾らに下がったのか、もう一度言って欲しい。

山下金融市場局長

CPオペは、12月14日は平均落札レートが7.7bpである。これが、直近の先週金曜日は、0.2bpまで低下している。

中原伸之委員

その後は何と言ったか。

山下金融市場局長

ここで申し上げたのは、手形買入の期内エンド物が直前は3.9bpだったのが0.1bpになったことである。

中原伸之委員

それから先程の三木委員の質問は、何だったか。

山下金融市場局長

CP買現先を9日、11日と打ってきており、平均落札レートは0.003%、0.002%となっている。それから落札決定レートも0.001%とパフォーマンスが悪くなってきたが、本日は、4千億円のオファーに対して3,710億円の応募しかなかったということである。

中原伸之委員

それは今日の話か。

山下金融市場局長

今日の話である。遂に札割れしたということである。レポ・オペについては、金曜日と今日と2日続けて札割れになっている。

三木委員

今日は幾らか。

山下金融市場局長

今日は6千億円に対して2,901億円しか入らなかった。

中原伸之委員

そうすると札割れは三回ということか。

山下金融市場局長

金曜日から、札割れは三回である。

三木委員

CPのオペ残高は幾らか。

山下金融市場局長

今、4兆円である。今日は札割れしたので、4兆円を若干下回ることになる。

速水議長

札割れは皆年度内の物か。

山下金融市場局長

今のところ年度内の物である。年度末越えについてはまだ比較的好調である。年度内については資金余剰感が極めて強いので、手形ではなかなか難しいと思うし、レポについても多分これからもずっと札割れになると思う。しかし、レポについては短いものでないと業者が入ってこないで、ある程度札割れ覚悟でやらざるを得ない。

三木委員

レポ・オペは年度末越えはまだやっていないのか。

山下金融市場局長

レポ・オペは年度末越えはやっていない。手形買入だけである。

増淵理事

資料4ページのシャド一部分が年度末越えである。

三木委員

やはりレポ・オペは今なかなか入ってこないか。年度末越えはまだ早いのか。

山下金融市場局長

基本的にはやはり手形の方が効率が良いし、差し換えもできるので基本的に長い物が入ってくる。証券業者はレポに入ってくるが、証券業者が入ってくるのは在庫のファイナンスが基本であるので、短い物しか入ってこないで、やはり証券業者向けに短い物を打って、長いところは手形という形でやっている。

中原伸之委員

さっきイールドカーブの変化のところで、2年物と8年物がどうしたと

言ったのか、もう一度説明してほしい。

山下金融市場局長

2年以下のところは下がっているが、これはもう金融緩和の効果が出て短期金利が下がっているので、その影響で2年以下のところは若干下がっている。長いところについては、先程も話したように、マーケットでは、例えば、円安とかあるいは公的資金投入というのが債券需給に影響を与えてるのではないかとということが、最近の多少の金利強含みの背景だという見方もある。しかし、基本的には、今月は10年債の入札が二回あり、一回目は先週あったが、そうしたいわばポジション調整的な需給的な面が多少影響して、特に先物でヘッジするので、8年のところはちょっと上がっているということではないかと理解している。そのように説明した。

中原伸之委員

先程の為替の話では、一方的な円安は見込んでいない訳か。

山下金融市場局長

図表2-13の表を見て頂くと、一気に円安化が進んできたので普通だとこのリスク・リバーサルとかボラティリティが上がったりするはずだが、マーケットの方では、やはりアジア諸国とか米国産業界からの円安批判がかなり出てくる、あるいはこれからさらに強まる可能性があって、それに対して日本政府がどこまで今の姿勢を堅持できるか分からない、いつ変化するか分からない、という見方がある。それからやはりアメリカの景気動向については、日本のマーケットの人は比較的慎重にみているので、グリーンSPAN氏も先週発言しているが、やはり今の日米の格差みたいなものが一方的にずっと続くかどうか、取り敢えずアメリカの方がまた悪くなる可能性がある、という見方もある。それから年度末接近で日本の金融機関がレパトリを行ったり、また合併に伴って色々な現地法人の売却などがあり、ドルを売って円を買うという動きもこれから出てくるので、一方

的に円安が進むという見方はマーケットにはそう強くない。これらの見方が、このリスク・リバーサルとかボラティリティの比較的低いところに現われているのではないかということである。

須田委員

為替でこれまでの円安をリードしたのは誰だと考えておけば良いのか。

山下金融市場局長

基本的には、短期筋で、ヘッジファンドがかなり動いていると言われている。ただ、ヘッジファンドもかつてのように大きく一方向に仕掛けるのではなく、割と短期に利喰いながらやっていくという行動で、一見するとそんなにヘッジファンドが大きく動いていないような感じであるが、やはり短期筋中心で、その短期筋の中心はヘッジファンドだというふうに言われている。

速水議長

やはり心理的には、当局が円安容認と大きな声で言ったことである。あんなことを言っではいけない。

中原真委員

スワップ・スプレッドがまたネガティブとなり、そのスプレッドがちょっと広がってきている。この原因は、会計規則との関係で時価評価を免れているということである。以前の段階ではその説明である程度分かったが、12月中ネガティブでスプレッドが広がって、年末で縮んで、またここにきて広がってきているというのは、何を意味すると考えたら良いのか。

山下金融市場局長

12月後半からの縮んだところは、やはり外銀、外証とか外人の投資家

が年末というか決算もあって手仕舞った部分もかなりあった。そういうことで、いわゆるアセット・スワップのポジション調整の中で一時縮んできた。その後そういう動きが一巡して、かつ、年末まで会計士協会の決定がなかったものだから、取り敢えず直ぐ駄目ということはないのではないかという感じもあるのではないかと思う。またちょっとレシーブの動きが出てきているということだと思う。

中原眞委員

色々なコメントをみると、ネガティブ・スプレッドを国債格付けの引き下げ、日本の国債の信用リスクが高まっていることの一つの証拠とみる人がいる。国債のクレジット・デリバティブのスプレッドが上がっているということもあるが、これは日本の国債の格付け低下を物語ると考えていいのか。

山下金融市場局長

確かに10年、5年、2年をみると、長い方がむしろネガティブ幅が大きくなっている。そういう意味で、クレジットの反映という感じもないではないが、言われたようにクレジット・デリバティブもあるが、例えば世銀債の円建て債と国債との比較などのスプレッドをみるとここへきて、それほど広がっている訳ではない。であるから、ここへきてJGBのクレジットの変化がここに大きく現われているという感じは、ファクターとして全くないとは言えないかもしれないが、それでこういうふうに動いているということではないと思う。

三木委員

期越えの問題だが、年度末越えの期越えの金利形成について、今の状況だと何となく金利形成がし難いような状況にマーケットはなっているのではないか。そうすると銀行の方からみれば、本行のこれだけの流動性供給について、全然安心しきっているし、これについて変わることは恐らく

ないだろうからいつでも資金を取れる、だから逆に今何も期越えで手当てする必要はないという形になっている。片や企業からみると、金利形成が難しいということと同時に、やはり何となく年度末越えの姿がどうなるかというのがなかなか見通し難い中で、企業の方は企業金融の立場で若干不安を持っている。だからやはりインターバンク・マーケットにおいても早めにそういう期越えの金利形成というものをある程度やれるようなスタンスを取っておいた方が良いのではないか。マーケットの方も何かそんな感じがあるのではないかというので、それでさっきレポ・オペはまだやっていないのかということを確認した。

増淵理事

それは局長が説明したことの繰り返しになるが、年度末越えの資金供給自体は非常に積極的にやっている。それは主として手形でやっている訳である。レポ・オペでなぜやらないかという、年度末越えで打つと、銀行は手形オペの方が使い勝手が良いものだから、そちらで資金を取ろうということになり積極的にレポ・オペには札を入れてこないからである。一方で、証券会社は短期の在庫ファイナンスのためにレポ・オペを使うので、年度末越えという長いものだとやはり札を入れてこない。ということで、レポ・オペを年度末越えで打つと、それは応札が薄くなる危険性が非常に高い訳である。であるから、レポ・オペは短いところで打って、銀行は入れてこなくても証券会社がそこそこ入れてくることによって、ある程度の量は確保できる。年度末越えは手形オペで打つことによって、今度は銀行が応札してくるので、オペの種類によって期間設定を変えてできるだけ大量の資金供給ができるようにしている。決して年度末越えの資金供給に対して消極的になっている訳ではなくて、むしろ積極的にやっている。実際、手形オペはこれから先は年度末越えの期間設定でないと応札を確保できないと思うので、基本的に年度末越えが中心になると思う。

三木委員

生保などはどうなのか。

山下金融市場局長

生保はむしろ運用サイドであるから。年度末越えについては去年は1月16日からスタートしている。今年はまだ既に短国買入を含めたベースで16兆円も年度末越えの資金を供給している。短国買入以外の手形買入だけでももうすでに6兆円近く供給しており、そういう意味では、凄く早めに年度末越えを出して安心感を与えている面があると思う。やはりベースになるのは、例えば企業がCPを出すとか、色々なところでみても、ユーロ円がどうなるかとか、要するに国内のコール市場での年度末越えの金利がどう形成されるかというところがポイントになるので、そこについては手形買入で銀行に対して我々がどれだけ資金供給するかというのが非常に大きく効いてくる。実際、言われるとおりまだ模様眺めの気運が非常に強い訳であるが、日銀がこれだけ出して、しかも足許これだけ余剰感が出ているので、出し手の方もぼやぼやしていると出し遅れるという感じもあり、最近ユーロ円の3か月物も大体10bpでずっときたが、ここへきて少しずつじりじり下がり始めている。そういう感じで少しずつできてきているので、勿論何が起こるか分からないという意味での不安感はあるが、日銀がこれだけ大量に出して、かつ年度末越えもコミットしてこれだけ出しているので、やはりマーケットは段々安心感が強まってきているという感じが強いと思う。CPがここで割れるということは、我々がCPオペを活用すると宣言してやっているにもかかわらず、CPの発行がちっとも出てきていない。実際に適格担保としても持ち込まれてきていない。年度末越えもほとんど出ていないのは、買う人がいないということではなくて、やはり企業サイドがまだもうちょっと安くなるのではないかと、少し様子を見ている気配の方が強いと思う。

三木委員

それもあるしA1格未満はもう実質出せない。

山下金融市場局長

そうですね、そっちかもしれない。いずれにしても出せるところも出してはいないということである。そういう意味で確かに格付けの低いところと言われるとお引き続き問題が残っているが、しかしそれはなかなかオペでは対応できない。

三木委員

了解した。

速水議長

それでは次に移る。次に国際局から海外金融経済の動向について説明してもらおう。松島理事、平野国際局長願います。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

平野国際局長

前回以降の状況であるが、ご案内のようにアルゼンチン経済の大混乱ということはあるが、世界経済全体としては特に目新しいサプライズはなかったと思う。世界経済は引き続き減速している。そうした中で、米国における企業部門の生産・在庫調整の進展であるとか、あるいはアジアNIEs諸国のIT関連財輸出の持ち直しの兆しといったプラスファクターもみられるが、米国の投資、消費等、最終需要動向を含めて先行きはなお不透明であると思う。

最初に、米国の主要経済指標に沿って米国経済について報告する。米国経済は足許景気の後退局面が続いている。企業部門では生産は減少傾向を辿っており、設備稼働率の低下が続いている。一方で、在庫調整の進展等を背景に、生産、設備調整圧力は幾分和らぐ兆しもみられている。指標で

確認するとISM指数、これは旧NAPM指数と同じものであるが、12月のISM指数は11月に続いて製造業、非製造業ともに改善している。それから非国防資本財受注——これは設備投資の先行指標としてみている——は、9月に大幅な落ち込みをみたが、10月、11月は2か月連続で増加しており、9月以降の3か月を均してみればほぼ横這いということである。こうした中で、雇用情勢は引き続き悪化しているが、12月の雇用者数の減少幅は前月に比べれば小幅に止まった。一方で家計関連の指標では、やや目立つのは消費者コンフィデンスであり、11月は若干低下したが、12月は改善である。水準としてはなおテロ前の水準を下回っているが、足許下げ止まりつつあるという評価は可能かと思う。クリスマス商戦も大幅な値引きセールが功を奏したこともあり、前年比+2%程度とますますの仕上がりになったようである。昨年に決定された減税の効果もあり、差し当たり消費の底固さは維持されると思われるが、一方で、雇用環境の悪化、それから自動車販売の反動減といった悪材料もあり、先行きは引き続き注意を要する状態ということである。12月の自動車販売は、1,676万台ということで、前月に比べては大きく鈍化したが、なおそこそこのレベルを保っている。企業部門の調整について、図表1-5の製造業全体の在庫循環図をみると、在庫調整にほぼ目途がつきつつある状況が窺われる。企業コンフィデンスはギクシャクしているが下げ止まりという感じだろうと思う。そうした中で生産の減少傾向にも歯止めが掛かる兆候がみられ始めているという感じだろうと思う。今申し上げた経済指標の動きは、基本的には米国経済が今年の前半に底を打って、年央以降緩やかな回復に向かうという、いわば標準シナリオと一応整合的だと思う。ただ、以前から申し上げているとおり、雇用環境が悪化する中での消費の腰折れのリスクであるとか、収益環境の悪化から設備調整が長引くリスクであるとか、あるいは収益見通しの下方修正が続いている下での株価調整のリスク、といったダウンサイド・リスクにはなお注意を要する。金融市場局長から紹介があったように、株価は従来堅調な推移を辿ってきたが、足許では企業収益の先行きに対する見方の慎重化を受けて、やや軟調に推移しており、直近

では1月8日から昨日14日月曜日まで続落である。アナリストのEPS（一株当たり利益）成長率見通し、すなわち収益見通しも足許下方修正が続いている。バリュエーションを若干確認させて頂くと、S & P 500のPERは40倍を越えている。イールド・スプレッドも過去平均に比べて高いところにあり、株価の割高感は強まっているといえる。なお、11日金曜日の講演でグリーンSPAN議長は、「最終需要動向はなお不透明であり、短期的にはなお大きなリスクに直面している」ということを強調している。これを受けて月末のFOMCにおける利下げ観測が再び強まっている。グリーンSPAN議長の演説の中身をみると、別にそんなに悲観的なことばかり書いている訳ではなくて、いわば従来私共がイメージしているようなことを整理して言われたにすぎない訳である。私の印象としてはそんな感じであるが、それでマーケットに多少慎重な見方が強まるということは、もともと少し市場が先走り過ぎているということに対する見直し気運が市場の中にあったということではないかと考えている。

図表3-1のユーロに移る。ユーロエリア全体として輸出、設備投資が減速している中で生産の減少が続いている。全体として景気は減速している。とりわけドイツの景気の悪化が目立っている。直近の指標でやや注目されるのはPMIで、11月、12月と2か月連続で改善してきており、減産のテンポが緩やかになる兆しも窺われている。この間、物価上昇率は大きく低下して、12月は前年比2%になっている。

次に、図表5-1、アジアである。輸出をみると、勿論減少しているが、その減少テンポはこのところ鈍化しつつあるという評価ができる。これは半導体等の在庫調整進捗を背景とするIT関連財の減少幅縮小を反映したものである。図表5-4で、東アジア諸国のIT関連財輸出の動向をみると、特に韓国、台湾辺りではIT関連財輸出の前年比の減少幅が縮小してきている姿が確認される。

最後にアルゼンチン情勢について若干報告させて頂く。対米国債スプレッドをみると、アルゼンチン国債については取引は極めて少ないと思うが、高止まりしたままである。案内のように1月1日にドゥアルデ大統領

が就任した訳であるが、社会、経済の混乱状況が収まっていない。6日には通貨ペソの切り下げ、つまりカレンシーボード制の放棄と、1ドル1.4ペソの公定レートと自由レートの二重為替相場の適用を決定した。さらに、通貨切り下げに伴う家計・企業の債務負担の軽減策、あるいはインフレ抑制策などを含む広範な新経済政策の策定作業を進めている。公的対外債務の支払いについては停止状態が続いているほか、預金の引き出し制限も続いている。株式市場は引き続き閉まっているが、為替市場は11日に再開された。公認両替商における自由為替レートは1ドル1.6~1.7ペソで推移している。ただし、商店は大体1ドル2ペソ換算で価格表示をしているということである。ポピュリスト的な性格の強い政権ということが言われており、その経済運営を危惧する声が国際金融社会においては極めて強いということで、先は全くみえないという状態が続いている。そうした中で特に経済的に注目されるのは、6日に公表された政策がそのまま実行されると、銀行部門が壊滅的な打撃を被るということである。つまり一つは、10万ドル以下のドル建てローンのペソ化が行なわれると、銀行からみるとドルベースの資産が大幅に減価する一方で、負債のドル価値は変わらない訳であるから、そこで大幅なバリュエーションロスが発生する。それから、今後公的セクターのさらに踏み込んだリストラが予想される訳であるが、これによっても銀行の資産価値が大幅に目減るということがある。巨額の損失が発生するとみられているが、一定の前提を置いて当局でアルゼンチンの銀行部門の今後の損失額をざっと試算してみると、銀行部門は全体として債務超過に陥ってしまうという結果が得られており、勿論公的資本注入は不可避であるが、この問題が今後どのような推移を辿るのか、極めて注目を要すると思う。こうしたアルゼンチン問題は、図表6-2 スプレッドのグラフでも確認されるように、本年の初めまではほかのエマージング諸国にほとんど影響を与えてこなかったが、ペソ切り下げが公表された6日以降は、実はブラジルの通貨、株価、国債がトリプル安という状況になるなど、一部に影響が出始めている。またアルゼンチンに対するエクスポージャーが大きいスペインの銀行や企業、特に電信、電力、石油といっ

た企業であるが、そうした企業の株価は軟調に推移している。スペイン以外の銀行では、英系のHSBCとか米系のフリートポストン・ファイナシヤルといった銀行の株価は下落している。アルゼンチン情勢の混乱は容易に収まりそうもないということであり、今後とも注意を怠れないかと思う。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

中原伸之委員

アルゼンチンの円債はどうなるのか。

平野国際局長

まだ利払いはきていないが、基本的には公的対外債務の支払いは停止状態が続いている。

中原伸之委員

あれは3月だったか。

平野国際局長

3月か5月かだと思うが、後程報告させて頂く。このままいくと当然利払いが行なわれないという状況になる訳で、事実上デフォルト状態である。前から申し上げているとおり、サムライ債が大体1,900億円、ユーロ円債が1,400億円程ある。多くはリテールで販売されているということであり、中小金融機関も多少は持っているが、別途調査したところそう大規模に保有しているところはないということなので、アルゼンチンの直接的な影響はある程度限定されるのではないか。

中原伸之委員

個人がやられるのか。

平野国際局長

サムライ債についてはほとんど個人が保有しているので、個人がやられるということになる。であるからロスが広く分散しているというところに着目すれば、それ自体としては一応吸収可能かなと考える。

須田委員

アルゼンチンの通貨制度についてであるが、IMFはアルゼンチンに対して変動レートにしろと言ってきたにもかかわらず、こういう混乱を引き起こすような通貨制度にしたということは、何らかのメリットがあるというふうに彼らが考えたのだらうと思うが、それは何か。IMFからお金を貰わないと困るにもかかわらず、それに従わないでこういう制度にしているということのアルゼンチンにとってのメリットについてどのようなことが考えられるか。

平野国際局長

そのところは実はよく分からない訳だが、いきなりフロートということになると、ほかの政策は全然出ていない訳であるから、多分通貨ペソがフリーフォールという状況になって、それ自体として收拾がつかない事態になるであろうと思う。従って、政府としてある程度アンカーを示さざるを得ない。アンカーが1ドル1.4ペソという貿易取引に適用されるレートであるということである。ところが実勢はそれでは収まらないということなので、一応便宜的に二重相場を適用している。多分この自由レートの推移をみながら最終的にもう一回フィックスにするにせよ、変動するにせよ、状況をみながら考えるということしか手がなかったということであろう。元々IMFとの関係で言えば、前のデラルアーカバロ体制の下で、IMFの路線に沿った政策運営をやろうとしていた訳である。それが結局社会不

安の高まりということで破綻して、政権が交代したという経緯からすると、そもそもIMFの言うとおりにやっていたからこういう状態になったんだという感じが強い。そこに今の政権基盤がある訳であるから、今後どういう形でIMFとの折り合いをつけていくかというのはもともと非常に難しい。一旦はそこは切り離して、歩きながら考えていく中で落とし所を探るということではないか。IMFの方も、今ブエノスアイレスに調査団を送っているが、直ちにミッションが送れるような状況では到底ないということであり、今はもう少し様子を見ていくしかないということだろうと思う。いずれにしても、元々は、例えば政権の腐敗であるとか徴税基盤の脆弱さといったところにいわば原罪があるというふうに言われており、そういう世界へひよっとしたらまた逆戻りするのではないかという懸念がIMFを中心とする国際金融社会に非常に強い訳である。さはさりながら一応政権が立っている訳であるから、表向きその政権を誹謗する訳にはいかないので、一応アルゼンチンが自らの問題をきちっと整理するならば、IMFは協力を惜しまないというスタンスを出している訳である。ただまだ先の展望は全く開けないという状況ではなかろうかと思う。

松島理事

一言付け加えると、IMFも変動相場制でなければいけないというふうな最後通牒は突きつけていないと思う。色々ディスカッションはしているが、あくまでも為替レジームは当該国が決めることだということだろうと思う。しかし事実の問題としては、今までの政策ではもたないだろうということも周知の事実にはなっていたと思うが、公式にはIMFはこれしかない、この政策でいけということは為替政策について押し付けてはいないと思う。それからもう一つの事実は、今そういう形でデュアルというか二重相場制になっているが、今のような「原罪」というか色々な体制の下で、この二重相場制が本当に持続可能なのかどうかということについても、かなりの人が懐疑的に思っている。これは暫定的な制度でしかないのではないかとということもまた事実だと思う。

速水議長

先週末の に も来ていたが、今のところこれしか手がないということであった。ほかの が言っていたことは、今度の大統領もポピュリストであって、余り頼りにならない、ただ経済大臣だけは非常によくものを考え、知っていて、慎重な人だからこの人の行動はある程度期待できるというようなことを言っていて、先は読み難いということであった。

それでは次に移る。調査統計局から最近の国内経済情勢について説明してもらおう。永田理事、早川調査統計局長お願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

最初にまず図表 5 で輸出入の動きから説明したいと思う。10~11 月で見ると、実質輸出は前期比で 1.1% 増と若干の増加になっている。この増加については、一つは前にも説明したと思うが、日数要因で第 3 四半期がやや弱めに出る一方で、第 4 四半期が少し強めに出るといった要因があるし、それに加えて、自動車を引き続き増加している訳である。これには皆さん承知のとおり米国での自動車のキャンペーン販売の影響があるので、実勢として今ここで輸出が下げ止まったというところまでは考えていない。場合によっては 1~3 月にはその自動車輸出の反動減が出る可能性もあるので、この時点で下げ止まりと言うのは少し早いと思っている。ただ、では全然変化がないかというところではないと思っている。例えば財別にみると、情報関連がこれまでに比べてマイナス幅が縮んでいるのは、恐らく何がしか実勢だろうと思う。この点に関しては図表 6 を見て頂きたいが、これまでも何回かお話しているが、情報関連については世界的に在庫調整がかなり進捗している。恐らく在庫調整の終了はもうそう遠くないということはほぼ間違いないだろうと思う。例えば、図表 6 の中段にあるアメリカでの電気機器の在庫循環をみると、調整はかなり進んでいるようだし、

すぐその隣りにあるDRAMのスポット価格をみると、128Mは、一頃1ドルを割っていたが、直近は3ドル台の半ば位まで回復してきており、やはり在庫調整の進捗はかなりはっきりしてきていると思う。さらに申し上げますと、先程国際局長の説明にもあったが、その下の方にあるように、IT部門のウエイトの大きいアジア辺りの輸出についても下げ止まったかどうかは分からないが、日本よりも先に輸出が減少し始め、かつまた、マイナス幅がかなり縮んでいることは間違いない。情報関連のこういった動きを考えると、輸出については現時点で下げ止まりと言うのはまだ早い、恐らく減少テンポはこれまでに比べて緩やかになってきているのではないかと考えている。現時点での円安の影響については、いわゆるミクロでここが増えるという具体的な話がある訳ではない。ただ従来の経験則で申し上げますと、例えば素材であるとか、あるいは車のスポット輸出等について何かしらの影響が出てくるというのが通例だろうと考えている。一方輸入の方だが、実は輸入も10~11月の実質輸入が第3四半期対比で3.1%増と増加になっている。正直言って輸入の方が説明し難いが、前にもお話ししたと思うが、通関日数の要因というのは輸出サイドよりも輸入サイドに大きく影響するので、例えば第3四半期の前期比-4.7%というのは明らかに大きすぎであって、これとの対比の3.1%の増加なのでこれまた基本的にはこれを以って輸入が増加に転じたとは考えていない。内訳をみても若干テンポラリーと思われる要因が幾つかある。例えば食料品がたまたま増えているとか、消費財というのは去年に比べると伸び率は鈍化しているがまあまあ底固いというのが基調だが、その四半期のパターンはこれまでも伸びたり減ったりかなり不規則に動いており、それがたまたまこの四半期は増えている。そういったことが色々重なってしまった結果であって、これまたこれを以って輸入が下げ止まったとは考えていない。ただ、いつも申し上げているとおり、情報関連については、輸出と輸入というのが同時並行的に動く傾向があるので、恐らく輸出と同様、情報関連の輸入も日数要因でやや大袈裟には出ているが、やはり減少テンポは緩やかになってきているということは間違いないと思う。それから、ただ今お配りした追

加図表の設備投資関連指標を見ると、本日の午後2時に出たばかりの数字で詳しいことはよく分からないが、11月単月の機械受注については前月比で+15%位と、かなり大きく増えた。しかしながらこれは、10~11月で均してみると、これでもまだ7~9月期対比10%位の減少なので、基本的に減少基調は変わりがないと思っている。設備投資の業種別の動きをみると、2001年に入ってから一貫して製造業の受注が弱いことが特徴だと思っている。非製造業については、これまで比較的底固く推移してきたが、10~11月をみると少し非製造業も弱くなっている感じがする。他方、建築着工床面積をみると、7~9月期に増加した後、10~11月までは前期比で増加の感じになっている。製造業は減っているが、非製造業は少し戻している感じである。これは大型物件がたまたまその着工に当たったという側面があるので、実勢でそんなに強いと判断している訳ではないが、非製造業では、2000年の終わりから2001年の初めが非常に大きくへこんでいて、これは実は例の本店法改正の絡みで、駆け込み出店があった後の反動減ということで大きく振れていたもので、その振れていたところから比べると少し戻しているかもしれないと思っている。図表16、個人消費のところを見ると、先月説明した段階では非常に弱い数字が並んでいたが、今月は全ての指標について前月比で幾分プラスになっているところが多いように思う。ただそうは言っても、例えば自動車が典型だが、12月単月で見れば確かに増加しているが、10~12月期を括ってみるとやはり7~9月期に対してかなり弱いということである。あるいはまた、百貨店は確かに少し戻している感じもあるが、例えばチェーンストアについては11月単月は増えているが、10~11月ではかなり大きなマイナスになっている。旅行についても大きな減少になっていることを考えると、全体としてはやはり個人消費は弱くなってきているということではないかと思っている。一点だけ申し上げておかなければいけないのは、そうした中であって、家計調査の系列の消費水準指数が前期比でみて非常に大きな伸びになっているということである。この点に関しては、例えば勤労者世帯について言うと、後程申し上げるマクロの動向と違って、所得が増えていると

ということになっているし、この人達はたまたま車を買っているということもあるので、これが実勢だとは思わない。ただ、こういう数字が出てくると、再来月位に出てくるGDPには何がしか影響している可能性があるということだと思う。それからこの間、消費者コンフィデンスは相変わらず弱い数字が続いている。一番最近出た日経消費予測指数をみてもまだ下を向いている。ただ、個人消費の数字をみてみると、先月辺りはかなり弱い数字が並んでいたのだからこうしたコンフィデンスの影響もあって、実は所得以上に消費が弱い可能性があるのではないかと少し心配した訳だが、足許の数字をみると少し戻っているのだから、恐らく個人消費は所得並の弱さ、ないしは所得程には落ちていないかもしれないといった感じである。そういう意味では貯蓄率が上がることによって、アディショナルなマイナスが発生しているということではないと思っている。次に、鉱工業生産、図表 24 を見て頂きたい。鉱工業生産については、第 1 四半期から第 3 四半期まで前期比で 4%位ずつ減った後、現在の経済産業省の予測指数を見ると、第 4 四半期は前期比-2.4%となっている。現在もまだ実現率が若干下振れる傾向があるので、私共は-2.4%よりももう少し弱いところで着地する可能性があるのではないかと一応思っている。ただそうは言っても、これまでの 4%位の減少に比べると、恐らく 10~12 月は少し減少幅が縮むだろうと考えている。生産の業種別寄与度を見ると、電気機械のマイナスが少し縮んできた感じがある。勿論逆に車が少し落ちているということはあるが、電気機械のマイナスが少し縮んでいる。1~3 月まで見通した場合、今のところたまたま 1 月の数字だけ見ると少し増える感じだが、恐らく 1~3 月も生産は減少が続くであろうと思っている。ただ、現在私共でヒアリングしている感じで申し上げますと、やはり電機辺りの減少がかなり止まってきたために、恐らく 1~3 月の生産の減少幅は、10~12 月対比でもまたかなり縮むという方向ではないかと思っている。その背景として図表 25 を見て頂きたいと思うが、やはり生産抑制の結果として在庫調整が進んできているということである。鉱工業全体でも遂に 11 月のところで、第三象限のところに入ってきた。そういう意味では在庫調整が循

環的にみるとかなり進んできたということだし、電子部品については、もうあと少しだなあという感じがはっきりみてとれる。さらにその他生産財、素材を中心とするグループについても、全体としてみれば素材の在庫調整は遅れているとまだ言わざるを得ないと思うが、限界的な変化を申し上げると、やはり在庫が少し減り始めた、限界的には進み始めたということである。それ以外の最終財についても直近の数字をみるとやはりそれなりに抑制されているということなので、在庫循環的にはかなり調整が進んできた姿ということだと思う。他方、雇用関係については、逆に調整が深まっている方向である。失業率は既往最高を更新しているし、求人倍率も低下を続けている。図表 27 の求人倍率のところで求人と求職のところを見て頂くと、実は求人については余り大きな変化はない。製造業の求人が大きく減っている一方で、非製造業の求人は底固いということで、新規求人の水準という意味ではまだかなり高いところにあるのは事実だが、足許のところをみると、求職が急に増えてきているという形で、その結果として求人倍率の低下が起こっている。それと恐らく関係があると思われるのは、失業の中身をトレンドでみると、勿論自発的な離職者数がずっと増えているというのが、いわば失業率の底溜り要因であることは間違いないが、足許のところだけの変化をみると、非自発的離職者が急に増えている。次に、図表 26 の労働力調査の雇用者、就業者の動きを見て頂くと、足許少しマイナス幅が縮んでいるように見えるが、労働力調査はこれ位の振れはよくあることとと思っている。申し上げたいのは、むしろ毎月勤労統計の方だが、まず第一に、毎月勤労統計の常用労働者数というのは、少し労働力調査と乖離していたが、今回は労働力調査のマイナスが少し縮み、毎月勤労統計のマイナスが少し拡大した結果、少し近付いてきたという感じである。あと、賃金の方は-2%だが、少し変な感じになっていて、一方で所定内給与のマイナスがなくなってゼロになっている。一方で特別給与が-27%というとんでもない数字になっているが、これは若干の統計の癖があって、恐らく確報が出ると所定内給与はマイナスになる可能性が高い。他方で、特別給与は 11 月は大幅上方修正になるのが通例なので、結果としてみる

と、マイナス幅が若干縮む位ではないかと思っている。ただ、人数と賃金を掛けた数字については、これまでに比べて11月はかなり大きなマイナスになっていて、これは仮に少し縮んだとしても雇用者所得はやはり少しずつマイナス幅が拡大しているということは否定し難いのではないかと思っている。

それから物価だが、今回実は卸売物価が少し動きが変わりつつあるので、ここを中心に説明したいと思う。卸売物価の前提になるところの海外商品市況だが、少し流れが変わってきている。まず第一に、原油価格がこれまでかなり大幅に下落していたものが、足許はOPECの減産の決定等もあって、少しではあるが反発している。これはOPEC要因という感じだが、もう一つ注目しておきたいのは、非鉄の相場は2000年の秋をピークに1年以上に亘ってずっと下がってきたが、足許どうも下げ止まっている、ないしは若干反発しているという感じがある。承知のとおり非鉄の相場は、世界景気と非常に密接な関係があるので、これは株価と同じかもしれないが、それが現実になるかどうかはともかくとして、ひょっとすると世界同時減速に少し流れが変わりつつあるとマーケットが思っているかもしれないというような動きになっている。こうした中であって、これまで原油が下がり非鉄が下がりだったものが、それぞれが反発するところに、12月は円安が加わったために、輸入物価については、この秋は実は3か月前比で輸入物価が非常に大きく下落していて、この辺が後程申し上げるように国内卸売物価に影響していたのだが、12月は一気にこれがかなり上昇したために、12月でもはや3か月前比では上昇に転じてきている。例えば石油、石炭辺りはまだ12月も3か月前比でかなり下落しているが、原油相場そのものは下げ止まってきているので、今後入着してくるものについてはもう少し上がってきて円安の影響が出てくるので、恐らく3か月前比でみてこのままの相場であれば少しプラス方向が出てくるという感じになってくると思う。次に国内の商品市況だが、国内の商品市況も日経の42種の指数でみると、去年はほぼ一貫してずっと下がっていたが、12月には僅かではあるが上昇に転じている。勿論これには非鉄みたいな、いわば

海外相場プラス為替みたいなものがかなり影響していることは間違いのない訳だが、実はそれだけでは必ずしもなくて、例えば鋼材などが典型だが、これまでどちらかというところと下落してきたものが下げ止まりないし小反発している。先程も申し上げたようにこの辺の在庫調整は遅れていると思うが、やはり商品相場というのは限界変化の方に反応するために、遅れつつも少し進み始めたということに対して市場が反応している。あるいは半導体辺りにも先程申し上げたような世界的な影響が出てきているということである。その結果、図表 34 の国内卸売物価は実は 12 月単月で見ると前月比横這いであった。そういう意味では、3 か月前比でどんどんマイナス幅が拡大している動きが少し止まったという感じである。12 月だけとつていうと、実は若干の季節性がある。例えば、年末はケーキ需要で卵が上がるとかその手の話があるものだから、横這いというのが丸ごと実力だとは思わない。恐らく年初には若干の反動が出るということだとは思っている。ただそうは言っても、これまでのマイナス幅が拡大している基調が少し変化し始めたことも間違いないと思っている。例えば一番下のグラフを見て頂ければいいかと思うが、これまでではどちらかというところとマイナス幅が拡大してきて、それは主として原油価格のマイナスが効いていたということなのだが、足許の特徴の一つは、鉄鋼、建材のマイナス幅が縮んできています。これは先程申し上げたような商品市況と同じことである。その他素材というのはまだ大きく落ちているが、これは相当部分が化学である。化学の下落は需給もあるが、これまでの原油安の反映という分もあるので、原油の下げ止まりといった要素も入っているということで、素材の下がり方は少し縮んでいると考えて良いだろう。加えてこれまで、12 月までのところは、先程の石油とか非鉄はマイナス幅がむしろ拡大する方向で効いている訳だが、これは恐らく 1 月、2 月になればマイナスが縮んでくるということなので、12 月の横這いは出来過ぎにしても、これまでのマイナス幅がどんどん拡大するという流れは少し変化してきていると申し上げて良いと思う。

最後に物価関連の表に戻って C P I について一言だけ説明する。C P I

の11月は前年比でまた-0.8%に戻った。10月に-0.7%に縮んだものがまた-0.8%ということで、基本的にはこの辺でずっと動いている。ただ細かくみると、確かにマイナス幅拡大には石油製品のマイナス幅拡大の影響が出ているので、これはまあそういうことかなあと思うが、それ以外にどうも雑貨類だの何だの、1品目1品目の寄与度はほとんど計算できない位小さいが、細かい品目が幅広く下がっている感じがするので、卸売物価のマイナス幅が縮んでくるからといって、消費者物価も同じようになるとは限らないという印象を現時点では持っている。

計数の説明は以上で、全体を踏まえてどのように思っているかということだが、明日も説明するように月報の表現は余り変えていない。大きく何かが変わったということは余りないという評価である。ただ、非常に細かくみると、いわゆる景気の流れがほんの僅かではあるが少し変わりつつあるということもまた事実だろうと思う。少し遡るが、去年、今回の景気後退がどのようにして始まったかということ、米国景気の急減速あるいはITの急減速というところで始まった訳で、去年の前半は輸出が減少し生産が減少する。しかし、雇用への影響はマージナルなものに止まっていて消費は安定しているという姿であった。それが去年の後半になって夏場から段々と雇用に影響が出てきて、個人消費も年の終わり位には少し弱くなっていくという形で、全部揃ったところで「広範に悪化している」という言葉を使った訳である。しかし、極く足許のマージナルな動きを言うと、最初に悪くなったグループの輸出と生産について、まだ下げ止まったというには到底早い訳だが、どうも落ちる勢いは縮み始めたのではないかと考えられる。景気の伝統的な言葉を使うと、景気の一一致指標のところの落ち方が少し縮み始めていて、遅行指標、先程の雇用とかはまだ落ち続けているということである。景気循環の通常の規則性に則して言うと、景気後退というのが後半部分に入ってきたということであり、そういう意味ではまだまだ世間で言うところの景気は悪い。要するに失業率も増えるし、恐らく倒産も多いということだが、その一方で、在庫調整とかが進んで循環的な景気の底が形成されていくフェーズに入ってきているということではな

いかと思っている。そういう意味で上手くいけば、今年の年央か夏位には在庫調整、あるいは生産の減少という意味に限って言えば、底に達するというようなこともあり得るということではないかと思っている。ただ、その場合にも大きな留保条件が二つあって、留保条件の第一は海外要因のうち、米国である。これまで、海外要因としてITと米国をずっと言ってきたが、ITは先程説明したようにほぼ勝負がついたが、米国についてはマーケットには回復期待が根強い訳だが、指標をみる限り本当にそうかということになるとまだまだ自信がないと言わざるを得ない訳である。従って、仮にアメリカの景気、例えば個人消費とかが大きく落ち込むということになれば日本の輸出にも影響してくるので、その在庫調整が進んでいるとかいっても前提条件は壊れてしまう。第二は、国内の金融面だろうと思っている。先程申し上げたように個人消費も弱いといっても、これはあくまで所得の減少の結果であり、ある意味で設備投資も同じでいわゆる輸出、生産の減少のマイナスの乗数が回っているだけであって、今のところそこに何かアディショナルなショックが発生しているということではない。ただ、仮に例えば大型倒産とかを契機にして、家計が消費を切り詰める、貯蓄率が上がるということになる、あるいはまた企業金融が逼迫して貸し渋りとかの結果として、中小企業の投資が減少するということが起こると、そこからアディショナルなマイナスの乗数が回り始めるので、そういうことがなければ、先程言った条件が満たされるが、そういったことが満たされるかどうかはまだ疑問がある訳である。そういう意味では、実体経済に則して申し上げますと、当面は片目で、先程申し上げたような景気の底が形成されていくかどうかをみていく一方で、もう片方の目で、アメリカとか金融面のリスクが顕在化しないかどうかをみていくというフェーズに入ってきたということだろうと思っている。最後に物価について申し上げますと、ただ今申し上げたとおり卸売物価は恐らく今の流れで行くと、これまでと違って少しマイナス幅が縮んでくると思う訳だが、仮に景気が上手く今年の年央とか夏に生産面を中心に底に達したとしても、最終需要が弱いことを考えると、それで以って直ちにはっきりしたプラス成長が期

待できる訳ではない。そういう意味では需給ギャップの縮小が展望できる訳でもないので、やはり物価の弱さはずっと残るということだと思う。特に注意していくべきなのは、先程紹介したように賃金、雇用が弱いので、その辺が特に消費者物価についてどう出てくるか、実は消費者物価のサービスの値段というのは余り下がったことがないので、賃金が下がった時に本当にそれが下がるのかどうか、実はよく分からない訳であるが、その辺について注目していく必要があると思っている。私の説明は以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

須田委員

物価についてだが、卸売物価は下げ止まるのか。

早川調査統計局長

下げ止まるのではなくて下げ方が縮むだけである。

須田委員

その時に、今先進国含めて世界的に物価が下がり気味にある、あるいはゼロとかいう状況になっているが、こうした外的要因が与える影響というのをどうやってみれば良いのか。

早川調査統計局長

そこについては二つ位申し上げる必要があって、一つは、これは私共もまだ完全に解明し切れていないが、例えば原油価格の影響というものが、WPI、PPIなりCPIに与える影響が違う。例えば米国とか欧州とかは、やはり原油価格が上がる時もWPIもPPIもCPIも一杯上がるし、それから他方で原油価格が下がる時も物凄く下がるという傾向があるので、去年位まで原油価格が上がっている時に、各国では皆原油価格が上

がって大変だと言っているが、日本だけ何となく別にという感じがあった。逆に原油価格が下がる局面になってくると、日本の方は余り影響されないが、欧州とかアメリカでは随分下がるということが起こる。これは、例えばアメリカなどではガソリンを沢山使うとかいう問題も一つは勿論あるだろう。ただどうもプライシングも違う。これは本当は中原伸之委員に説明頂いた方が良いのかもしれないが、例えば日本の場合は普通はコストが上がった時には、フルスライドほど上がらない感じで、逆に落ちる時にはフルスライドほど下がらないようになっているのに、米国とかではむしろマージン率はほとんど一定ないしマージンそのものでみるとプロシクリカルな感じに結論的にはなってくるということもあって、少し影響が違ふということが一つあると思う。それからもう一点は、若干統計の問題もあるかもしれないが、例えばアメリカのCPIの財の値段がこのところすごく大きく落ちてきている。これは恐らく世間で報道されているとおりの値引きが行なわれて、その値引きがCPIに反映されたものだとして了解している。日本の場合、CPIは承知のとおり少なくとも一定期間の特売みたいなのは、CPIに反映させないということになっているために、多分アメリカみたいなことが起こっても日本ではそうならないので、若干統計面の影響もあるかもしれない。ただ、大きいのは油の話で、一昨年、例えばアメリカでもヨーロッパでも随分上がった。その反動が去年の後半に出ているが、日本では、実はそういう時にそれぞれ動き方が小さい。例えば、日本人の常識だと、原油価格が上がるとGDPデフレーターが下がる。これは要するにマージンのスクイズが起こるためと考える。逆に言うと原油価格が下がるとうとGDPデフレーターが上がるというのが、日本の業界の常識だが、この話を外国人に言うとおじない。外国では、実はマージンはほとんど一定なので、余り原油価格がデフレーターに影響しない。その辺が多分少し違ふのだと思う。

田谷委員

日本経済に関係ないが、確かに今説明のあった理由で、多分オーストラ

リアを除いたら先進国の卸売物価は、全部下がっている。ただその一方、消費者物価を見ると、例えば中国でもシンガポールでも台湾でも香港でも、また下がってきている。これはただ単にタイムラグをおいて今までの景気の悪化の影響が出てきている局面で、限界的に一番先端部分というのは改善を始めていると考えたら良いのか。

早川調査統計局長

全ての国の統計をよくみている訳ではないのでよくは分からないが、例えば中国などはやはり前期比感覚でみると、成長率が恐らく5%とかそういうところまで落ちているのだろう。それで潜在成長率がどの位あるかしれないが、7、8%あるのではないかと思う。そうすると5%で走っていくと、やはり恐らく失業者というのは、——上手く数えられているのかどうか分からないが——少し増えて物価は弱いような感じになるのではないかなあと思う。マージナルなところでみて頂くと、今申し上げたとおりである。それから日本については言うまでもなく円安が効いているので、何分にも、その分だけ海外と違うということは当然出てくる。繰り返しになるが、卸売物価は別に下げ止まる訳ではなく、要するにこれまでどちらかという毎月マイナス幅を拡大していくという流れだったものが、恐らくこれからは逆に少し縮む方向だろうと思っている。

三木委員

海外相場に対応する分は止まっているのだろう。明らかに止まってきている。

早川調査統計局長

先程申し上げたように、やはり市場というのは水準論ではなくて、限界変化に当然反応すると思うので、在庫調整が遅れてはいてもそれなりに進み始めると、少し変わっていくと思う。

速水議長

それでは次に移りたいと思う。最後になるが企画室から最近の金融環境について説明をしてもらおう。増淵理事、雨宮企画室参事役お願いします。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

雨宮企画室参事役

金融環境の現状評価について説明する。まず、クレジット関連指標だが、クレジット関係はほとんど基本的な動きは変わっていない。5業態計の貸出の数字を見ると、10月-1.9%の後、11月-2.0%、12月-2.1%と少しずつマイナス幅を拡大させている。一方で、直接金融の方も弱くなっているために民間部門の総資金調達も10月-1.2%の後、11月-1.5%、12月-1.6%とさらに弱くなっているという状況である。貸出の先行きだが、図表2の主要3業態の実績計画という数字を見ると、12月の実績見込みは-3.2%だったが、これの実績は-2.8%ということで若干上振れして着地した。この12月時点で出た今年3月の計画が-4.0%ということで、非常に弱い計画になっている。元々この貸出の計画というのは、どちらかというと強めに作って下振れるという傾向だったのが、昨年12月の計画の段階では、初めから非常に弱い数字が出るというふうに変ってきていて、3月も同様である。基本的にはやはり資金需要が益々弱くなっているということを反映しているような計画の作り方になっている。次に、CP、社債である。まずCPを見ると、12月の本行オペは3.6兆円で、全体は21.9兆円と11月とほぼ同じである。11月は21.7兆円なので、実は全体の額としてはこの12月の21.9兆円というのは既往ピークである。ただし、この数か月実は20兆円ちょっとのところまで伸びが止まっているので、前年比を見ると一時40%近くまで伸びたものがどんどん落ちてきていて、12月の21.9兆円に相当する前年比は18%と、——それでも非常に高い訳だが——伸びを落としてきている状況である。格付別の発行割合についてもやはり最近のクレジット・リスク意識の高まりを映じて、A2格が厳しくなっている訳だが、社債の方のトリプルBは一度も出ないという状況に比

べると、レートは高いが出ているという状況である。例えば9月までA2格の発行割合というのは、大体15~16%あったが、これが11月以降は12~13%に落ちている。落ちてはいるが出ている。ただし、金利は上がっているという話は後程申し上げる。これに対して社債は、やはり長い分だけリスクが意識されて、トリプルBの発行は実は数10億円とか数百億オーダーでは出ているが、ほとんど実質上はゼロに近い状況である。従って、これまで時々折に触れてトリプルBのウエイトを申し上げていたが、少し変えてシングルA以下——具体的にはシングルAプラストリプルBのウエイト——がどのように変化したかということをお願いすると、今年の4~6月が33.8%、7~9月が41.6%ということで、日本の社債発行のうち、シングルA以下が大体3、4割あったものが、この12月は10.9%ということで、やはり非常に厳しい数字になっている。ということで社債発行の残高前年比も少しずつ伸びを落としているという状況である。これらの結果、貸出と直接調達を全部合計した民間部門の資金調達は、どんどんマイナス幅を大きくする傾向が続いている。11月の数字は、前年比-1.5%、12月は-1.6%ということで、過去この総調達のマイナス幅が一番大きかったのは、2000年3月の-1.2%であったが、この2か月、10月以降はこれを上回るマイナスになっている。次にマネー関係だが、クレジット関連指標をみると、マネタリーベースが12月+16.9%と11月+15.5%に比べてさらに伸びを高め、10~12月期の四半期で見ると、+15.6%という高い伸びで着地した。マネーサプライのM2+CDをみると、11月+3.2%から12月+3.4%ということで0.2%ポイントさらに伸びを高めている。この12月のM2+CDの伸びについては、やはりエンロンショックでMMFが大量解約された分が普通預金等に流入したという要因が大きいと思っている。この結果、10~12月期の四半期の前年比は+3.2%で着地した。今月は1~3月の見通しを経済月報に掲載する月だが、私共は1~3月は+3.0%前後とみている。これは数字はほとんど変わらないが、見方を申し上げると、四半期で見ると、マネーサプライは4~6月期の+2.7%から、+3.1%、+3.2%と伸びを少しずつ高めてきているが、そろそろピー

クアウトかなという気持ちがこの1~3月の+3.0%というところである。具体的にこの10~12月期の+3.2%が+3.0%になる寄与度を申し上げると、先程申し上げたようなクレジットの弱さで-0.5%ポイント位みている。それに対してエンロンショックによるMMFからの流失分というのは、この四半期でみると11~12月の最後で起きているので、これが実は平残ベースでは1~3月期により効いてしまうという持ち上げ要因が+0.3%ポイント位みっていて、このクレジットの弱さの-0.5%ポイントとMMFの平残減少の+0.3%ポイントを合計して-0.2%ポイント下がって+3.0%というイメージである。今のマネタリーベースとマネーサプライのイメージを図表7のグラフで見ると、マネタリーベースの前年比伸び率は足許+16.9%の伸びで、Y2K時のマネタリーベースの伸びが既往ピークの+22.8%だが、この+22.8%に次ぐ伸びを記録した。マネーサプライのM2+CDの今後の伸びをイメージするために、図表9のM2+CDの要因分解を見ると、この数か月に起きていることは、海外要因、財政要因、あるいは民間資金調達要因といった、いわばファンダメンタルな要因がどちらかという、横這いかマイナス方向に寄与する中で、「その他要因」でどんどん伸びをプラスにしてきたということが容易にみてとれる。この「その他要因」というのは、いわば広義の資金シフトで、中身としては低利であるが故の資金流入もあるだろうし、郵貯シフトもあるだろうし、足許はエンロンショックに伴うMMFからのシフトがある。逆にこの後を展望すると、この郵貯シフトが一段落するとか、あるいは低利の効果はどの程度続くのかといったことを考えると、少なくともこのファンダメンタルな要因が弱い分をオフセットしてさらに伸びを高めるということは考え難いというのが、今のところの我々の考え方である。マネーサプライについては、当面今の状況ではこれ以上伸びを高めることは少し期待し難いかなと考え始めている。あと、金融面の動きで二点だけ申し上げると、まず企業の資金調達コストの長プラだが、今年に入って長プラ2.0%と2か月連続で引き上げられた。これは申し上げるまでもなく、興銀の金融債にプレミアムが相当乗ったという結果である。これは先月1.85%に引き

上げられた時も申し上げたが、長プラ貸出のウエイト自身はそう大きくないので、企業金融に非常に強い影響を及ぼすということではないが、こうした金融システム問題が企業の直面する資金調達コストに影響を与えるルートがこういう格好で表われるという意味では、やはり注目しておくべき動きかと思われる。ただ、この長プラ 2.0 というのは、要するに利金債のクーポン 1.1 に対して 0.9 乗せて 2.0 ということで、クーポン 1.1 に対する長プラな訳だが、今は利金債の流通利回りは 1.08 位なので今のところクーポンと余り変わっていないということである。あと、もう一つ企業の資金関連で申し上げておきたいのは、CP の発行レートで、12 月は総合計で 0.14% という数字があるが、実は下旬にかけて相当急激に下がっている。これは 19 日の政策決定の後ということだが、ただし、その下がり方が上位格付と下位格付で全く異なるので、このうち A1+ だけを取って中・下旬を比べると、中旬 0.12% だったのが下旬には 0.06% と急落している。これに対して A2 格だけ取ると、中旬 0.47% に対して下旬 0.46% と実はほとんど変わっていないということなので、結局、企業金融としては、非常に良いトップグループについてはさらに下がったが、下位グループについては変わらないという格好で逆に格差が拡大している可能性もあろうかと思われる。金利は以上である。

あとは、今日は倒産がまだ出ていないので、企業金融関連で毎月出ている中小公庫の D I だけ見ておくと、これも今までと同じ傾向が続いている。図表 16、資金繰りの D I を見て頂くと、月次で出ている 12 月のところまで、中小公庫、商工中金ともやはり若干でこぼこはあるが、特に中小公庫辺りではマイナス幅が拡大するという格好になっているし、金融機関の貸出態度をみても、中小公庫の D I は、7.3% ポイントという格好でプラス幅が次第に縮んできている。図表 18 でイメージを見て頂くと、月次で出ているのが中小公庫だけなのでそれを見て頂くと、これも何回もこの場で議論されているとおり、下がり方からみると 97~98 年の急激な下がり方、厳しくなり方と比べるとまだマイルドではあるが、足許若干特に「厳しい」と答える先の増え方が少し角度が急になり始めているような感じもして

やや気になるところであり、この辺は引き続きチェックしていく必要があるかと思う。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

中原伸之委員

先程の 11 ページの CP の発行レートについて下旬に相当下がったと言ったが、もう一度説明して欲しい。

雨宮企画室参事役

12 月の中旬と下旬を比べて A1+格と A2+格のレートを申し上げたが、A1+格が 0.12% から 0.06% へ急落。A2 格は、先程申し上げたとおりの A2 は 12% 位発行シェアがある、0.47% から 0.46% へということではほとんど変わっていない。

社債市場は、山下金融市場局長からも報告したとおり、今やこういう状況なので、発行スプレッドが取れなくなっているのに、流通スプレッドしかみえないが、流通スプレッドは 1 月に入ってむしろ拡大している。今まで金融がやや不安定になった時に、流動性リスクとクレジット・リスクというのは概念的には分けられるが、現実的には似たように一緒に起きる訳で、流動性である程度クレジット・リスクを潰すと、あるいは潰してしまったということがある訳だが、今回はそれが余り表われていないというのはある意味で特徴的といえれば特徴的かもしれない。そういう意味ではそこはもう、やるどころまでやってしまったということかもしれない。

中原伸之委員

それから先程、長プラは何と説明したのか。

雨宮企画室参事役

長プラは2か月連続で引き上げられたが、長期金利は例えば国債の流通利回りを長期金利のスタンダードだと考えれば、これはほとんどこの3か月変わっていない訳で、専ら興銀の利金債の流通利回りが上がったことによる引き上げであるということである。ただ、これも12月にかけて相当上がって、瞬間タッチではLIBORに比べて100bp上がったこともあるが、これが50bpに縮んで今も50位で推移しているので、このまま行けばさらにもう一段上げということにはならないと思う。

中原伸之委員

クーポンレートの話は。

雨宮企画室参事役

クーポンは1.1。今流通レートが昨日は1.08なので、ほぼクーポン並になっている。

三木委員

11ページの貸出約定平均金利だが、これは新規の方で9月と11月、これをみると、短期の方は急に跳ね上がった形になっている。要するに長短が逆転してしまっている。これは何か理由があるのか。

雨宮企画室参事役

理由があるのは、9月は期末月なので金融機関がある程度貸出を嵩上げしようとして、比較的低利の積み上げをするので、9月というのは比較的季節的に下がる。

三木委員

毎年そうか。

雨宮企画室参事役

次の12ページでグラフを見て頂くと、これは年によってそれぞれの3月、9月でどの程度熱心にやるかということによっても違うが、例えば9月の貸出約定平均金利の短期を見て頂くと、右から1センチ位のところで下に下がっているのがちょうど9月であるし、そのちょうど1年位前のところもやはり下に下がる、ということで大体3月と9月というのは、このように一瞬下がってまた次の月に戻るという傾向があるので、ここだけを取ってみれば、そういう季節要因だと思う。ただし、金融機関が基本的に利鞘を上げようというなかで、今金利交渉を非常に一生懸命やり出しているので、その辺が貸出約定平均金利に大体いつ頃になったら出るのか出ないのかということは、重要な着目点にこれからなっていくだろうと思う。今のところこれでそれを読むのは少し早いかなと思う。

速水議長

ほかにないか。

中原伸之委員

最後に「厳しい」の増え方が急になってきたといていたが…。

雨宮企画室参事役

そのようにもみえるが、もう少し数か月データが溜まってからと思う。

中原伸之委員

これは重要である。

速水議長

それでは以上で本日の議事を終了する。明日は午前9時に会合を再開したいと思うので宜しくお願いする。なお予めからお願いしている決定会合に対する信託を確保するために、皆様におかれましては本日の議事内容に

についても厳正な機密管理に努めて頂くようくれぐれもお願いする。ありがとうございました。

(午後 3 時 51 分中断、16 日午前 9 時再開)

速水議長

それでは時間になったので、ただ今から政策決定会合 2 日目に入りたいと思う。初めに、本日の議事の取り進め方について説明する。本日はまず、前回の会合で、A B C P を C P の現先オペの対象及び適格担保とすることとともに、適格担保となる A B S の範囲を拡大するという方針が決定されたことを受けて、執行部から、関連する基本要領の改正案についての報告がある。併せて、日本銀行が買い入れる長期国債の銘柄選定に係る基本要領、及び手形買入の対象先選定に関する基本要領の改正についても、執行部から提案をさせて頂く。その後、これらの提案に関する質疑応答と採決を行なう予定である。

次に、通常どおり、金融経済情勢と金融政策運営方針に関する討議、もしあれば、政府からの出席の方々の発言、そして金融市場調節方針の採決、と進めたいと思う。採決の後、今月分の金融経済月報の基本的見解の取り纏めを行ない、最後に、前回及び前々回の会合の議事要旨を承認して頂く予定である。

本日は、政府からの出席者は、財務省から谷口副大臣が、内閣府からは、昨日に引き続き小林審議官が出席されている。

予めお断りしておくが、会合の中で出される意見、発言は全て記録することを前提としている。そういう約束であるので、委員方及び政府からの出席の方々におかれては、そのことを前提に発言頂くよう宜しくお願いする。

Ⅲ. 「適格担保取扱基本要領」、「国債売買基本要領」および「手形買入における買入対象先選定基本要領」の一部改正等の決定

速水議長

それでは、金融市場調節に係る基本要領の一部改正等について執行部からの説明を受けたうえで、これらについて一括して討議及び決議を行ないたいと思う。まず「適格担保取扱基本要領」の一部改正であるが、前回の決定会合において、A B C PをC P現先オペの対象及び適格担保とするとともに、適格担保となるA B Sの範囲を拡大するという方針が決定されたことを受けて、オペ対象資産や適格担保の拡大を図るという観点から、関連する基本要領の改正を行なうものである。また、「国債売買基本要領」の一部改正等については、金融調節の一層の円滑化を図る観点から、日本銀行が買い入れることのできる国債の対象銘柄の選定ルールの見直しを行なうものである。さらに「手形買入における買入対象先選定基本要領」の一部改正は、全店買入手形オペのオファー頻度を増やすということなどを踏まえ、金融調節の一層の円滑化を図る観点から、手形オペの対象先の選定ルールの見直しを行なおうというものである。それでは増淵理事、山下金融市場局長及び企画室和田参事役に、説明をお願いします。

和田企画室参事役

それでは、「金融市場調節手段の拡充のためのオペ対象資産・適格担保の拡大について」の方から説明させて頂く。資料7であるが、昨年12月19日の政策委員会決定を受けて、オペ対象資産・適格担保の拡大を図るために、以下の措置を講じたいと考えている。三点あり、一点目は、資産担保コマーシャル・ペーパー——以下「A B C P」という——のC P現先オペ対象資産化並びに適格担保化、二点目に資産担保債券——以下「A B S」という——の裏付資産の範囲の拡大、現状はリース料債権、クレジット債権、貸付債権、社債の4種類に限定されているが、これに不動産、住宅ローン債権を追加するというものである。三点目は、パス・スルー債券等の分割償還が行なわれることがある債券、具体的には資産担保債券、財

投機関等債券などであるが、この適格担保化である。③の資産担保債券については、上記②の住宅ローンを裏付けとするABSとダブるものである。このため、「適格担保取扱基本要領」の一部改正を行なうというものである。

それでは、個別に説明する。まず、ABCPのCP現先オペ対象資産化と適格担保化である。適格基準であるが、基本的にはABSと同様の基準、すなわち裏付けとなる資産の信用度、仕組みの適正——真正売買性とか倒産隔離性である——、それから高格付けA-1格の取得等を要件としたいと考えている。ただし、ABCPの特性に鑑み以下の扱いとしたいと思う。まず、市場性である。ABSについては、公募債であることを市場性の要件としているが、ABCPは通常のCPと同様、そのほとんどが私募形式で発行されているので、従って、この通常のCPと同様、公募であることを求めず、また残存期間が1年以内であることを要件としたいと考えている。

二番目に取引先金融機関によるバックアップラインの取扱いである。現在発行されているABCPの大半は、銀行によるバックアップラインが付されている。この点、現行の「適格担保取扱基本要領」では、取引先が保証する債務は不適格、ただし、当該保証がなくても信用力が十分と認められるものを除くという扱いであり、この但し書きに則って取引先による保証とはみなされないもの、例えばバックアップラインが信用補完ではなくて、流動性補完に限定されているケースとか、あるいは当該バックアップラインがなくても裏付資産に十分な信用度があると認められるものなどに限って適格化したいというふうに考えている。

次に担保価格であるが、額面金額の95%。これは現行のCPと同じ扱いである。次に適格担保とされるABSの裏付資産として、不動産、住宅ローン債権を追加するという点であるが、まず適格基準である。ABSに関する現行の適格基準を適用したいと考えており、したがって格付についてはAAA格を取得していることを要件にしたいというふうに考えている。担保価格であるが、掛目は不動産を裏付けとするABSについては、

他のABSと同様の水準、残存期間に応じて時価の80~96%を適用したいと考えている。住宅ローン債権を裏付けとするABSについては後程申し上げる。

パス・スルー債券等の分割償還を行なう債券の適格担保化であるが、これについては、担保価格算定に当たって時価ではなく、残存元本いわば額面ベースを用いることによって、パス・スルー債券等の分割償還が行なわれることがある債券、具体的には、ただ今申し上げた住宅ローンを裏付けとするABS、財投機関等債券、具体的には貸付債権担保住宅金融公庫債券などを適格担保化したいと考えている。注のところであるが、貸付債権担保住宅金融公庫債券というのは、2001年3月に発行されたものだが、これは住宅金融公庫の持つ住宅ローン債権をプールして流動化したものである。本行の分類上は財投機関等債券となる。そこで、適格基準担保価格だが、担保価格は、「残存元本×掛目(=85%)」としたいと考えている。こちらの方は信頼できる時価がないということであるので、残存元本を使いたいと考えているが、残存元本を基準として担保価格を算定することなので価格変動リスクを限定するために発行後5年以内のものにしたいと考えている。適格基準については、担保の種類ごとに適格基準を適用したいと考えており、ABSについてはAAA格、財投機関等債券については複数格付機関からのA格以上の取得を要件としたいと考えている。

次に、適格化対象のボリュームであるが、ABCPについては、適格化可能なものは、発行枠ベースで1兆円程度。従って、発行額はその一部とみられる。不動産、住宅ローン債権を裏付け資産とするABSについては、発行残高ベースで3千億円程度。このうち適格化可能なものは1千6百億円程度とみられる。このほか、貸付債権担保住宅金融公庫債券の2千億円が適格となるので、合わせて3千6百億円程度が追加になるということである。なお、同公庫債は2002年度には6千億円の発行が予定されており、2005年度には残高が3兆円に達する計画である。

実施日であるが、こうした措置は、本年3月半ばまでに実施することとしたいと考えているが、具体的な担保受入れ等の開始日は執行部において

準備が整い次第、定めたいと考えている。A B C Pについては、2月中に開始したいと考えている。また、A B S等についてはシステム手当て等があるのでA B C Pより若干遅れることになるが、遅くとも3月半ばまでには担保受入れを開始したいと考えている。

以上を纏めると、二点ある。まず第一点は、A B C PのC P現先オペ対象資産化・適格担保化とその適格基準の選定。それから第二点は、パス・スルー債券等の適格担保化とその担保適格基準の選定。これについては、「適格担保取扱基本要領」の改正が必要になるので、本日その改正を決定頂きたいと思うが、A B Sの裏付け資産の拡大自体は基本要領の改正は不要である。

それでは付議に移りたいと思う。「『適格担保取扱基本要領』の一部改正に関する件。案件。平成13年12月19日の政策委員会・金融政策決定会合で決定した『金融市場調節手段の拡充に関する件』（平成13年12月19日付政委第167号）において示した方針に基づき、金融市場調節手段の拡充を図る観点から、『適格担保取扱基本要領』（平成12年10月13日付政委第138号別紙1.）を（別紙）のとおり一部改正すること。以上。」。「適格担保取扱基本要領」中一部改正（案）。以下、ポイントだけを申し上げる。7ページの真ん中辺りに担保の種類および担保価格というところがあるが、その項目で一番下に、特則として「パス・スルー債等、元本の分割償還が行われることがある債券」を追加して、担保価格は「残存元本額の85%」。それから8ページで、担保の種類ごとの適格基準、この一番下に「手形（コマーシャル・ペーパーを含む）」とあるが、その右横に「資産担保コマーシャル・ペーパー以外」というものがあるが、その続きとして9ページで、「資産担保コマーシャル・ペーパー」を追加して、その適格基準を「(1)特定資産の信用度等、(2)A B C Pの仕組み、(3)A B C Pの格付」、これは先程説明したようにA B Sに準じるものが書かれている。(4)の残存期間については、通常のC Pと同じように「残存期間が1年以内のものであること」ということである。それから10ページで、特則として「発行後5年以内のものであること」ということを明記したいと思う。

附則として「この一部改正は、平成14年3月15日までの総裁が別に定める日から実施する。」ということである。

続いて、資料8「国債買入オペにおける対象銘柄選定ルールの見直しについて」である。国債買入オペについては、「実質的な中央銀行による国債引受」との見方を排除するために、「国債売買基本要領」において、買入対象から「発行後1年以内のもの」を除いている。以下「1年ルール」ということで説明するが、この「1年ルール」は、昭和42年の国債買入開始時から導入しているが、最近、国債の発行市場・流通市場は格段に整備されてきている。また、この「1年ルール」の存在に加え、先物最割安銘柄を除外しているため、長期ゾーンの買入対象は事実上残存8～9年の銘柄のみであり、中短期ゾーンに比べて、著しく対象銘柄が少ないといったマイナスの影響が生じている。こうした環境変化などに対応するために、新たなルールとしては、「発行年限別の直近発行2銘柄を除くもの」ということにしたいと考えている。「発行年限別の直近発行2銘柄を除くもの」とすれば、①本行の国債買入オペが「実質的な中央銀行による国債の引受」とみなされる惧れはないと考えられる。また、②取引が活発でベンチマークを形成している発行直後の銘柄を、買入対象から除けば、ベンチマーク銘柄について市場での価格形成を歪める惧れはないと考えられる。ただし、上記のルールでは、13年度から発行が中止されている4年債、6年債については、最後に発行された2銘柄が恒久的に対象から外れることになるので、「1年以内」という文言を残したいと考えている。新ルールに移行した場合、買入対象銘柄の市中発行残高は、金額ベースだが現状比3割強の増加となる。

それでは、5ページ目、付議文の方に移る。「『国債売買基本要領』の一部改正等に関する件。案件。金融調節の一層の円滑化を図る観点から、国債売買における売買対象を、利付国債であって、発行後1年以内のものうち発行年限別の直近発行2銘柄を除くものに変更することとし、そのため下記の諸措置を講ずること。記。1.『国債売買基本要領』（平成11年3月25日付政委第43号別紙1.）を別紙1.のとおり一部改正すること。2.

『日本銀行業務方法書』（平成10年3月24日付政第29号別紙3）を別紙2. のとおり一部変更すること。以上。』。業務方法書の変更は、財務大臣、金融庁長官への届け出事項である。6ページ目「別紙1. 『国債売買基本要領』中一部改正（案）。4. を横線のとおり改める。4. 売買対象。利付国債（発行後1年以内のもののうち発行年限別の直近発行2銘柄を除く。）とする。（附則）この一部改正は、平成14年1月17日から実施する。」「別紙2. 『日本銀行業務方法書』中一部変更（案）」。内容は、別紙1. と同じであるので省略する。私からは以上である。

山下金融市場局長

では、続いて資料9を見て頂きたい。三番目に「『手形買入における買入対象先選定基本要領』の一部改正に関する件」を説明する。今回、ABCの適格担保化等によって適格担保が拡充されることや、手形オペ全店買入のオファー頻度を12月から引き上げたことを踏まえて、金融調節の一層の円滑化を図る観点から、「手形買入における買入対象先選定基本要領」の一部を改正させて頂きたいと考えている。諮りたい第一の改正点は、手形オペ（全店買入）の選定の頻度を、現行の「年1回」から「年間を通して実施」する、いわば随時方式に変更することである。これによって、手形オペ（全店買入）への参加意欲を持つ先をいつでも機動的にオペ対象先に取り込めるようになる。本件については、本日決定頂ければ、直ちに所要の準備を行ない、3月中旬を目途に新規オペ先と取引を開始する予定である。第二の改正点は、手形オペ（本店買入）の選定基準について、現行の「手形オペ（本店買入）の落札実績と適格担保の差入実績」に、「手形オペ（全店買入）の落札実績」を追加することである。手形オペにおける本店買入と全店買入のバランスをみると、昨年7月からオファーを開始した全店買入のウエイトが、急激に高まってきており、現在半々になっている。本店買入の選定に当たってこの落札実績もみることによって、対象先の落札能力を一層適切に推し量ることができるものとする。本件について決定頂ければ、次回選定が本店オペについては、今年の5月頃の予定

になっており、それに向けて所要の準備を進めることとしたいと思う。3ページ目に付議文、それから4ページ、5ページに改正点を示してあるが、今説明したことは大変技術的な改正であるので、読み上げは省略する。以上である。

速水議長

それでは、ただ今の説明を踏まえて、自由に討議して頂きたいと思う。

中原伸之委員

私は前回からの、あるいは、ずっと前からの続きで中央銀行は企業金融の分野に踏み込むべきではないと思う。最初の議案は賛成致しかねるが、国債の買入オペ、手形買入オペの両案については賛成である。特に国債については、国債の購入がやり易くなって機動的になると思うし、それから手形買入の選定基準については、資金調達をしたい金融機関を積極的に取り込むことと、それによって量的緩和に資する、という意味を持っていると思うので賛成である。

田谷委員

私は三つの案とも、この執行部案で適切だと思う。「1年ルール」のところで4年債、6年債のことを失念していたので、こういうふうに除外する直近2銘柄を発行後1年以内のものに限るとするのは適切だと思う。

三木委員

三本とも賛成である。

速水議長

ほかにあるか。ABC Pは2月半ばから、ABSは3月半ばからか。今の手形買入のオペ対象先の選定基準も3月半ばということか。

山下金融市場局長

然り。全店買入の方は3月半ばからとなる。本店買入については次の選定からとなる。

速水議長

次の選定からか。それでは採決を採って宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

三本同時に採るようにお願いします。

[『『適格担保取扱基本要領』の一部改正』の議案について
事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

三木審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

反対：中原伸之審議委員

棄権：なし

欠席：なし

「『国債売買基本要領』の一部改正等」の議案について
事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁
藤原副総裁
山口副総裁
三木審議委員
中原伸之審議委員
植田審議委員
田谷審議委員
須田審議委員
中原眞審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

[「『手形買入における買入対象先選定基本要領』の一部改正」
の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁
藤原副総裁
山口副総裁
三木審議委員
中原伸之審議委員
植田審議委員
田谷審議委員
須田審議委員

中原眞審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

採決結果を個別に報告する。「『適格担保取扱基本要領』の一部改正」に関する件については、賛成 8、反対 1。賛成多数である。反対は中原伸之委員である。

次に、「『国債売買基本要領』の一部改正等」に関する件についての採決結果は、賛成 9。全員一致である。

それから次に、「『手形買入における買入対象先選定基本要領』の一部改正」に関する件については、賛成 9。全員一致である。以上である。

速水議長

それでは、「国債買入に関する議案および手形買入に関する議案」は、全員一致で、また、「適格担保取扱基本要領」に関しては、8 対 1 という賛成多数であるが、それぞれ可決された。なお、中原伸之委員は適格担保に関する議案には反対ということなので、改めて反対理由を明確にしておきたいということであればどうぞお願いします。

中原伸之委員

3 点ある。一つは、先般 12 月 19 日の金融市場調節手段の拡充に関する件について反対したこと、これが第一点である。それから第二点は、中央銀行が軽々に企業金融の分野に踏み込むことは適当ではないと考えており、金融緩和は正統的な手段で行なうべきである。適格担保取扱基本要領の一部改正は、この趣旨に反すると思う。三番目は、効果を考えても ABS 等の市場規模は小さく、限定的な効果しか持たないと思うので、要領改正の意味合いは極めて限定的であると思う。以上の三つの理由から反対す

る。

速水議長

それでは、これらの決定事項については、本日の会合終了後、執行部から適宜の方法で对外公表したいと思う。

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

それでは次に、昨日の執行部からの報告を踏まえて、これから金融経済情勢と金融政策運営に関する検討に入りたいと思う。討議の形式はいつものとおり、最初に金融経済情勢に関して順番に意見を述べて頂き、次いで自由に討議して頂く。その後で金融政策運営に関して、もう一度順番に意見を述べて頂いてから討議して頂く。その後、政府から出席の方々から、もし意見があれば何うという順で進めていきたいと思う。それでは、委員方の意見を述べて頂くが、ポイントを絞って議論頂くために、金融経済情勢、金融政策運営方針、各ラウンドにおいてそれぞれ、お一人5分程度を目途に願います。それではまず、金融経済情勢について、本日は、藤原副総裁から願います。

藤原副総裁

トップバッターは1年に1~2度の機会しかないので、私も何か気の利いたことを昨日はコメントできるかと思ったのだが、前回の決定があったばかりで、景気認識は前回と変わりが無い。従って、ほぼ変わりが無いという執行部の昨日の説明に違和感はない。私なりにちょっと振り返ってみると、まず海外情勢だが、明るいとまでは言えないが幾分ポジティブな材料が出てきている。そのうち、情報関連分野では、アメリカをはじめ各国で過剰在庫の調整が着実に進んでいて、世界の半導体出荷の減少テンポは緩やかになりつつある。半導体メモリーの市況にも底入れの兆しがみられ

ている。また、注目していたアメリカのクリスマス商戦についても大幅な落ち込みは回避された模様である。このため、マーケットやエコノミストの間では、やや楽観的な見方が拡がりつつあるようである。ただ、まだ期待先行という面もあるし、今後自動車の値引き販売などの反動等も予想されるので、アメリカを含めて世界経済の先行きは依然として不確実性が高いとみておくべきだと思う。一方、国内だが、輸出、設備投資、公共投資がいずれも減少基調を続けている。個人消費も弱まってきていて景気は広範に悪化しているという認識に変わりない。とりわけ、雇用・所得環境は失業率が3か月連続で既往ピークを更新し、賃金も減少傾向にあるなど、厳しさが一段と増しているように窺われる。個人消費の先行きは相当注意が必要だと思う。唯一、海外同様に電子部品を中心に在庫調整が進捗している点がポジティブな材料ではある。しかし、国内需要がさらに悪化する可能性を踏まえると、仮に海外経済が回復傾向を辿ったとしても、日本経済の活動水準が下げ止まるまでには暫くの時間を要するものと思われる。このように日本経済は、昨年10月の展望レポートとの対比でみると、標準シナリオを大きく逸脱しているとは思われないが、しかし、引き続き下方リスクに注意していく局面にあると判断している。その下方リスクという点では、前回会合時に私は、金融面の二つのリスク、すなわち一つは金融システムを巡るリスク、もう一つは企業金融を巡るリスクを指摘した。そして、私達はこれらのリスクを意識しながら金融市場の安定確保を狙って、先月、追加緩和策を打ち出したところである。その後の金融市場の動きをみると、前回の緩和措置の効果は金融市場の面には徐々に現われてきていると思う。まず、短期金融市場では大きな混乱なく年末を迎えることができた。年度末に向けても資金調達に対する安心感が拡がってきている。また、12月上旬にやや強含み傾向だったターム物金利は再び低下をみている。さらにCP発行市場でも、高格付企業を中心に信用リスク・プレミアムの縮小がみられ、これら信用力の高い企業の資金調達環境は改善している。そういった効果がみられたと思う。しかしながら、これで金融面のリスクが減じているとは、なお言い難いと思う。まず、銀行部門に対する

市場の評価であるが、短期のジャパン・プレミアムは引き続き落ち着いているが、銀行社債、金融債のクレジット・スプレッドは拡大傾向にあり、厳しい情勢が続いているとみるべきだと思う。また、企業サイド、特に中小企業からみた銀行の貸出態度は厳しさを増しており、信用力の低い企業の資金調達環境は悪化していると言える。この意味で、流動性、すなわちリクイディティという我々の武器で、信用つまりクレジットの問題に対処しようとする限界も、分かっていることではあるが、改めて感じるところである。勿論、銀行が取引先企業の収益力や将来性によって選別することは、金融システム健全化にとって必要なことではある。しかし、例えば大型倒産など信用リスクを強く意識させるようなイベントが発生すると、そうした動きが行き過ぎて企業金融、ひいては実体経済活動に悪影響を与える惧れは否定できない。特にパイオフ解禁という極めてセンシティブな時期を迎えているだけに、今後の銀行行動や企業金融動向には細心の注意を払っていくべきだと思う。経済金融情勢については以上である。

速水議長

次、須田委員をお願いします。

須田委員

金融経済情勢に対する基本的な見方は前月とほぼ同じである。そこで、今日は、昨年10月の展望レポートで示された四つのリスク要因のうち、私が今、特に注目している二点に絞って若干敷衍したいと思う。第一のポイントは海外経済である。ITセクターの比率が高い東アジアの輸出生産は、昨年第4四半期で底を打った可能性が高い模様である。他方、米国の最終需要については、昨日の執行部の説明や今、藤原副総裁が述べられたようにマクロ経済のデータはミックストであって、その趨勢は依然として不透明であると思う。年明け後、金融市場では景気回復への期待がかなり強まっていた。テロ事件直後の一時的な経済活動の落ち込みからの回復と循環的な景気回復を明確に峻別することは難しいと思うが、金融市場の景

気回復期待は行き過ぎた面があるとみている。グリーンSPANも先日の講演で述べていたが、私もグローバル化の進展、あるいは規制緩和に伴う競争激化で米国企業の価格支配力が低下しているのではないかと考えている。昨日、早川調査統計局長から米国はコストを上乗せできるというような話もあったが、それが難しくなっているのではないかと思う。それとテロ事件がもたらしたコスト増とか労働分配率の上昇というようなことを考えると今後、企業収益がどうやって回復していくのだろうかということに関して懸念を覚える。

こうした中で、私はアルゼンチン情勢の帰趨と他の中南米諸国の経済に与える影響を心配している。これまでのところはアルゼンチン危機の影響というのは、一応、毎日の市況を見ているとブラジルとかメキシコで通貨が下がったとか、あるいは株が下がったというようなニュースは聞くが、それ程大きなことにはなっていないように思う。確かに、アルゼンチン危機がその他の国に大きな影響を与えていくというドラスティックな危機は起こらないかもしれない。しかし、アルゼンチンの経済の混乱が長期化して通貨が大きく下落すれば、他の中南米諸国に対して、今はコンテージョンということがよく問題にされるが、そういう形ではなくて、实体经济を通じてジワジワと悪影響が及ぶ可能性があると思っている。とりわけ、ブラジルはインフレーターゲットをやっていて、そのインフレーターゲットよりもインフレ率が高くなったりしているし、経常収支は赤字が大きいし、景気が悪化している、というような状況にあるブラジルに対する影響は懸念している。したがって、今後、影響がもしも出ていくというようなことがあると、それは世界経済にとっても大きな問題になるので、アルゼンチン危機は引き続き大きなリスク要因であると考えている。

次にもう一つ、企業金融について考える。まず、社債市場をみると、クレジット・スプレッドの二極傾向が一段と鮮明になっている。最近1か月間でもクレジット・スプレッドはダブルA格以上の優良銘柄では縮小しているが、シングルA格以下では拡大している。特に格付が低くなる程拡大幅が広がっている。また、中小公庫のアンケート調査などをみると、企業

からみた金融機関の貸出態度は徐々に厳しさを増している。現在は、超金融緩和政策の下で、97～98年当時にもみられた流動性とか資金繰りに対する懸念はかなり抑えられているが、信用リスクに対する懸念は一段と強まっていると思う。金融機関も企業も誰もが取引相手の信用リスクを非常に強く懸念し、またその不確実性が高まり、リスク・プレミアムが大きくなっている。その一つには、経済主体のリスクテイクが萎縮していることが挙げられる。改めて申し上げるまでもなく、リスクを積極的に取ろうとする姿勢こそがマクロ経済を発展させる必要不可欠な要件である。もう一つは金融機関の問題である。金融は借り手の信用リスクに関する専門的な情報を生産し、そうした情報を用いてポートフォリオを多様化すること、言い換えればリスクを管理するビジネスである。しかし、現在では銀行でも資本市場でも、情報生産の機能が著しく低下し、あるいは低下しているとみられている。このため、信用リスクそのものを忌み嫌う傾向が強まっている。こうした状況のもとでは、大手銀行などに公的資金を注入すれば経済主体のリスクテイク姿勢が積極化するという程事態は単純ではないと思う。公的資本が償却原資としては使えない資本である限り、その注入によって貸出が増加すると期待することは無理がある。さらに銀行は、収益率を引き上げ市場の信認を回復するためには、貸出を含めたバランスシートを厚くしなければならないという経営課題に直面している。結局のところ、信用リスクに対する過度な不透明感を緩和していくためには、企業収益が持続的に回復する道筋が明らかにならなければならない。そのためには過大債務を抱えている企業を中心として過剰な供給力が削減されることが不可欠である。そうしない限り、健全な、少なくともクロではない企業の資金繰りが制約されることにも繋がりがかねないと懸念している。こうした中で、最近特に気掛かりに思っていることは、銀行貸出も、社債市場も企業の信用リスクの評価において、株価の影響度合いが一段と強まっていることである。この背景には、企業の信用リスクに対する審査機能や事後的なモニタリング機能が弱まっている、あるいはそのように広く認識されているという問題点がある。私は従来から相場はオーバーシュートす

るため、市場の評価に依存し過ぎることは危険であると思っているが、残念ながら現在はその傾向が強まっているようである。こうした観点からも3月期末に向け、株価の動向とその実体経済に与える影響について一段と注意したいと考えている。以上である。

速水議長

次、田谷委員お願いします。

田谷委員

今年の内外経済の先行きに関して、幾分ははっきりしてきた部分があるが、依然としてはっきりしない部分が残っている。第一に、米国経済は緩やかな回復に向う可能性は依然として高いと思うが、四半期毎の推移は不透明で、ぎくしゃくしたものになるかもしれない。第二に、世界的に情報関連財の在庫調整が進展し、生産の底入れも視野に入ってきたようである。ただ、最終需要の動向については依然として不透明である。第三に、日本経済については、そろそろ輸出・生産の下げ止まりを云々できるようになりそうだが、雇用・所得環境の悪化が気掛かりである。これらの三点について若干敷衍したいと思う。

まず、米国経済についてだが、前回も触れたように金融緩和、財政支援、原油価格の下落、在庫調整の進展、雇用情勢悪化スピードの鈍化、株価の戻りなど、景気回復を支援する材料が揃っている。昨年末には、ISM指数や消費者コンフィデンス指数が改善している。クリスマスセールもそこそこの結果になったようである。一方、消費の回復は見込み難い、設備投資の調整も長引く、追加的な財政支援はないかもしれない、ITバブル崩壊の影響が続く、といった見方もある。企業収益が減少中で、所得・雇用環境が悪く、家計の債務負担も増加している。しかも、昨年末における自動車のインセンティブ・セールやクリスマスセール時の値引きセールの反動などが消費についての悲観論に結び付いているようである。また、一部の過剰資本ストックの調整には未だ時間が掛かりそうである。確かに、悲

観論が示すように安定的な景気拡大が続かないかもしれない要素もある。しかし、四半期毎のぎくしゃくはあるにしても回復シナリオを覆す程ではないように思う。先日のグリーンスパン議長の発言も、安定的な回復に向っていると結論づけるのは早計である、と言っているのであって、過度な楽観論を牽制したもののように思う。情報関連財の在庫調整はかなり進展し、生産、貿易面で底打ち感が出てきた。各国における在庫調整が進んでいることが統計的にも確認できる。世界の半導体出荷の減少テンポが緩やかになってきている。半導体スポット価格が回復してきた。NIEsの輸出が下げ止まりつつある。NASDAQ市場に連動してNIEs市場で株価の回復が顕著である。

こうした状況下で、わが国の輸出数量も米国、東アジア向けの特に電気機械で下げ止まり感が出てきつつある。電気機械分野では在庫調整が進み、生産の先行き、下げ止まりが見通せるようになってきた。生産全体の下げ止まりはまだ先になりそうだが、生産の予測修正率、実現率も改善してくるものと思われる。問題は消費、投資の先行きだが、消費については現在、総じて弱めになっていると思う。雇用・所得環境が厳しさを増し、倒産件数の増大や株価の低迷を映したマインドの悪化が気掛かりである。設備投資の先行指標については、建築着工床面積はそう悪くないものの、機械受注は基調として弱く、設備投資が非製造業を含め広範に悪化する可能性もありそうである。経済全体とすれば、やはり外需の回復待ちということになると思う。前回の政策変更の効果、最近の金融資本市場の動向については、政策運営に関するコメントをする時に触れたいと思う。以上である。

速水議長

次、植田委員お願いします。

植田委員

内外の実体経済情勢については、昨日の事務局の説明および今日既にお話された委員方の議論に付け加える点がほとんどないので省略する。田谷

委員は後程と言われたが、時間の関係で、12月の措置の影響について論じてみたいと思う。纏めると、12月の措置の影響は短期金融市場ではほぼ予想されたとおりであったのに対し、それ以外のところには基本的に余り影響がなかったということではないかと思う。まず、短期金融市場であるが、流動性を増やしたということと、オーバーナイトレートは前から低かった訳であるが、1年位までの短期金利全般が低下する動きが併存したということだと思う。去年の3月以降を振り返ってみると、当初、15兆円というような非常に高い水準まで日銀当預を増大するという事は、そう簡単にはできないのではないかという議論が我々の間では支配的であったかと思う。それにもかかわらず、現在そこら辺まで増やしているのはなぜかという疑問が湧く。これの答えは恐らく次のようなものであろう。つまり、様々な要因によって、ところどころで流動性に対する需要が増大し、それが短期金融市場に一時的に僅かな引き締め感をもたらし、短期金利も若干上昇することが発生したかと思う。そこでそれ以上の流動性供給を行なおう、ないしそれに準ずる政策決定が2~3回行なわれて、これが金利低下を通じて流動性の本当の供給に繋がっていったということの繰り返しであったかと思う。流動性需要の増大の理由、背景としては、去年の6月、7月辺りでは、それまでの短期金融市場での金利低下期待の行き過ぎみたいなものの修正の動きがあったこと、その後、秋から冬にかけては金融不安、短期金融市場の市場機能低下、あるいは年末越え、年度末越え資金需要の増大というようなことだったと思う。こういう中で流動性需要が増大してはちょっと金利が上昇し、その後、供給が一段と増大されるということが繰り返されてきた訳だが、根雪のように当座預金残高は増えてきている。しかし、ある程度以上の期間でみると、当座預金残高と金融緩和の程度とは余り対応していないように見えるという点については、前に申し上げた印象が変わっていない。ただし、今回は、ここ数日の札割れのような現象が非常に長期間続くとすると、短期金利全般がほぼゼロの中で一段のギリギリの流動性増大努力がどのような結果をもたらすのかについて、もう少しつぶさに観察できるのかもしれないという感じがあるの

で、もう少しこのままみたいと思う。短期金融市場以外をみると、若干影響があったかもしれないところは、株式市場で銀行株を中心とした買い戻しの動きが出た点と、政策変更の時点からは若干時間が経ってからの動きであったが、円安が進行した点かと思う。前者については、12月の措置が直接影響したというよりは、日本銀行が金融システム周りのリスクを念頭において色々行動しているというメッセージを送ることに成功したということかなと思う。さらに、公的資金注入を巡る思惑や空売り規制等が効いたという方が素直かもしれない。またこれは何人かの方によって指摘があったが、12月の措置はより一般的に、金融・資本市場でのいわゆる二極化現象を緩和するような効果は、持たなかったということだと思う。つまり、これも指摘があったが、流動性の拡大が信用スプレッドをも潰していくという通常みられるような動きが、今回は余り観察されていないということかと思う。単なる流動性の量の拡大の影響が限界に達しているということの表われかとも思う。ただ前回は申し上げたが、CP、社債市場と銀行貸出市場では二極化現象の程度に段差があるような気がしており、その意味については引き続き考えたいと思う。

為替については、詳しくはよくまだ分からないが、日本の金融機関等の外債投資は低調であるということからみて、金融機関等に渡った流動性の量が増えたことの結果として、円安が進行した訳ではないと思う。12月の措置が、海外の投資家等の期待に働き掛けたという面を完全に否定するのは難しいかと思うが、内外の景気動向格差に対する認識、あるいは本邦財務省の円安容認姿勢等がより強い影響を与えたとみておくべきだと思っている。

以上纏めると、12月の措置で量を大幅に拡大した訳であるが、その直接の効果あるいは期待を通じる影響に期待して措置を採ったということだったと思うが、残念ながら、概ね空振りに終わっているというのはやや言い過ぎかもしれないが、そういう感じもある。また、市場での流動性、日銀当預の量に対する注目度も残念ながら低下しつつあるように感じた。以上である。

速水議長

次、中原伸之委員お願いする。

中原伸之委員

総論から申し上げる。去年この席で、日本の景気は 2003 年±1 年で底に入るだろうということを申し上げたが、1 年経って景気の下降のスピード、拡がりが増強されている。そして先送りされた問題の総決算が 2~3 年のうちにくる、その走りが今出ていると思っている。過剰債務、過剰雇用、過剰設備、いずれも解消される方向に向っている。1 年前に比べるとトンネルの——これが非常に険しい坂道になると思うが、——先に仄かな光がみえてきたなという感じがしている。

一方、アメリカについては、標準シナリオの達成は困難であると思う。後程申し上げるが、株価がバブルの状態にあり、それから失業率が上昇する。何よりも中期循環の設備投資が下降局面にあると私は判断している。

日本であるが、景気動向指数を見ると、今回から採用系列が一部変更になったが、指数自体の流れについては変更がない。特に問題なのは C I の一致指数で、依然として急速なスピードで下落している。オイルショック後の第 7 循環と平成不況の第 1 回目のバブル崩壊後の第 11 循環の中間に位置していたが、現在の時点、11 月時点までをみると過去最高最悪の第 7 循環、オイルショック直後の下落に非常に似てきた。これは鉱工業生産指数を検証してもそのとおりである。そういった中で、2000 年 10 月を山とすると、リセッションに入ってから 1 年 3 か月が過ぎている訳である。まだ回復の兆しはみられていない。しかしながら、前回は申し上げたが、各種の面で調整が進んできていると考えている。景気動向指数からは、今後 8 か月から 10 か月は回復が難しいと考えている。そういった中で、先程からもお話があったが、生産のピークからの下落率というのがかなり大幅になってきており、-13~-14%位に予想されているし、出荷・在庫バランスも過去の最低に接近しているので、そういった意味での調整は非常に進

んできていると思っている。それから景気の底入れの時期をもう一つ別の角度からみると、最終需要財の在庫率があるが、これが景気の谷に対して大体10か月先行するということであるから、これからみると10か月として今年の7~9月位というのが一つの目途になるかもしれない。ただ、問題なのは、設備投資の中期循環であるが、いよいよこれが下降局面に向かい始めてきたということであり、それは三つの点から明らかである。一つは限界需給バランス、それから第二は投資採算、第三はよく使われる民間設備投資の名目GDPに対する比率であり、これが90年がピーク、それから97年上半期、下半期に膨らんだ後、昨年の上半期と、段々下がってきているが大体ピークであるので、これから下がってくると私は思う。もう一つ重要なことは、20年サイクルの建設投資である。設備投資は大体10年サイクルと思われるが、建設投資をみると20年サイクルであり、建築着工床面積が減ってきていると、それから公共投資の名目GDPに対する比率も下がってきており、6大都市の市街地価格指数の名目GDPに対する比率も低下している。それから工場の立地件数も減ってきている。この四つから判断しても、建設投資がいよいよ大底に向かいつつあると私は判断している。そういった大きな流れの中で、現在非常に問題になるのは、企業間信用の縮小であり、昨年の1~9月の資金循環表の民間非金融法人部門をみると、特に目に付くのは企業間信用、貿易信用が22.4兆円と激減していることである。これが信用の収縮に拍車をかけるというふうに思っている。

それからアメリカであるが、アメリカは2001年3月から10年振りに今はリセッションに入っているということであるが、第二次大戦以降の過去9回の景気後退の平均持続月数は11か月である。1854年から91年ともっと長い期間をとると、戦争を除いて19か月であるので、この辺がどうなるか。なお、日本の場合には1951年6月から2000年10月までで平均16か月の後退期間である。そういった中で、アメリカでも設備投資の頭打ちが非常にはっきりしてきたということであり、一つは建築契約床面積うち商工業、二つは名目設備投資の名目GDPに対する比率が、2000年にピー

クの 13.7%を打って、それからいよいよ下降局面に入っているので、肝心の設備投資が不振であり、これからもっと悪くなると思う。それから、注目すべきは輸入であり、GDPベースで申し上げると、2000年の第3四半期の季節調整済、前期比年率が+13.0%で、それを境としてずっとマイナスであり、第4四半期-0.5%、去年の第1四半期-5.0%、第2四半期が-8.4%、第3四半期-13.0%となっている。これは未曾有の低迷であり、かつてこんなことはなかった。雇用についても、本年にまた160万人位失業者が増えるだろうとみられるので、これも非常に問題になる。それからアメリカで価格の下落が非常に目立ってきており、例えば総合CPIの中の財の下落をみると、去年の11月が前年比で-0.7%である。これは1987年1月以来の下落幅であるし、マイナスになったということで申し上げると98年9月以来のマイナスである。PPIをみても原材料の価格は2001年6月から、中間財が2001年7月から前年を下回っており、デフレ傾向というのがはっきりしてきている。そういった中で、現在元気なのは、株が強いということと金利の低下による住宅ローンの借り換えがあり、これは2000年は2,250億ドル、2001年は1兆1千億ドルあったと推定されるので、これが住宅価格を支えてきていると思っている。そういった中で、石油がどうなっているか申し上げると、石油についてはWPIは底値を探っていて17ドル台であったが、OPECが非OPECとともに合計200万バレル/日の減産をするということで、一時21ドルまで跳ね上げたが、現在18ドルまで戻ってきている。その理由はおそらく三つある。一つは、200万バレル/日の生産削減が厳格に実施されていない。二つ目は、世界の景気がOPECが想定した以上に不振である。それから三つ目として暖冬の影響があると思っている。

日本の場合に、もう一つ落としたので重要な点を申し上げると、銀行の貸出が減ってきているということであり、これは非常に注目すべき事実だと思う。まず5業態で言うと、96年3月をピークに大体100兆円位減ってきて、約2割減ってきている。都銀だけをみると、98年1月のピーク247.5兆円から大体50兆円近く、これも約2割である。そういった意味

で計算すると、80年の時に銀行の全国貸出のGDPに対する比率が81.5%位であるので、それまで持っていくためにはあと5業態ベースで25兆円位減ればいい。そして先程5業態で100兆円位減ったと言ったが、そのうちの40兆円位は不良債権をオフバランス化したものであるもので、あと25兆円ということになれば、現在政府がやっている不良債権11.7兆円がオフバランスになると大体その辺にいくのではないかと、一つの目途ができるかなと思っている。以上である。

速水議長

次、三木委員お願いします。

三木委員

まず、当面の経済金融の課題というのは、デフレからの脱却と金融システム不安の解消、安定化、そして不良債権処理と構造改革を進めて景気回復へ、これは当面の次にくる訳であるが、これが課題であろうと思っている。实体经济を巡る動きの当面のポイントということで三点だけ考えたいと思う。

一つはやはり価格がいつ下げ止まるのかということ、それから二番目は生産がいつ下げ止まるのか、三番目は個人消費の動き、この三点になると思っている。まず価格がいつ下げ止まるかということであるが、WPIをみるとグローバルなメガコンペティションの中で企業は内外価格差を解消し、闘える価格に収斂させざるを得ない。そのために企業は国際競争力コストを目指して、生産性の向上、それから海外移転も含めてリストラへ取り組む動きが続いてきた訳である。企業によってはこのリストラのスピードに当然差が出てくる訳で、そういう中で、今回のこういう構造調整の局面を迎えて、価格がまず先に下落していき、そこへ景気の悪化から量も落ちるということで、企業収益は大きなダメージを受けている。その結果、二極分化で、業種、企業レベルで勝ち組、負け組の姿が鮮明になってきたというのが今の姿だと思う。さらに、こうした構造的要因のほかに、

需給バランスの崩れからくる価格下落が加わって、マクロでは勝ち組、負け組を問わず、企業部門全体がダメージを受けているというのが今の姿だろう。それがここに来てWPIに斑ではあるがほぼ下げ止まりのものも一部出てきたという点がある。この辺は次の問題であるが、物には必ずコストがあり、プライスが絶対コストという岩盤まで下がってくるとそこで止まる。限界相場対応の動きが出てくるということである。素材業種はそこまで下がってきたものが多く、斑ではあるがほぼ下げ止まりのものも出てきている。在庫調整の進展を背景に需給バランスが取れつつあるものは、限界コストまで下がってきた物をフルコストベースまで回復させようという意図的な値上げの動きも今は出てきている。例えば、建設用の鉄鋼と紙・パルプ材であり、こういう動きが今ちょっと出てきている。それからもう一つは、グローバルなメガコンペティションの中で、国際競争力コストからくる内外価格差というのは為替相場が前提になる訳である。内外価格差という面では、昨今の円安はリストラの遅れた負け組も含めてマクロでは内外価格差を均衡化させる力になっていると思う。今の相場では、中には行き過ぎて一部の財では日本の価格が世界一安い物も出始めたという状況である。従ってこの価格下落の動きはこれまでの全て黒という状態から、斑模様になってきたのではないかというのが今の感覚である。なお、ここで一つ為替の問題であるが、中長期的観点からは円安が企業のリストラや構造改革を先送りさせかねないマイナス面を併せ持っているが、これは既に指摘したとおり、円安はやはり内外価格差の均衡という意味で価格下落を止めるという面で見ると、短期的にはやはり経済にプラス効果を生んでいると思う。实体经济を支える企業の立場で見ると、やはり為替は安定化させるというのが大事なのであって、急激な変化を避けるためには介入しかないと思っている。そして変動相場制であるが故に、その下では、要するにファンダメンタルズを反映して市場原理で決まるとというのが一つの原則——マーケット論理ということ——であるので、産業界はそのためにもリストラで国際競争力コストというのを目指してやってきているということである。足許の円安は量的緩和策が一つの材料になっているが、

大事なことは市場原理に基づく相場形成であり、その結果として円安になる姿が望ましい。意図的ということではなくて、色々な政策の結果なりあるいはマーケットの実体経済へのファンダメンタルズを反映した動きなりによって、その結果として円安になっているという姿が望ましいということだと思う。特に為替は相手がある話で、相手国の政治経済にもかかわる問題である。円の変動は米国は勿論、中国、東南アジア経済への影響は輸入規制、保護貿易主義の台頭など政治問題に繋がりがねない。内需が出ない、輸出は落ちるといふ、今の非常に厳しい局面の中で、産業界が恐れているのは、このことである。こうした局面であるだけに、今は政策当局者は為替相場についていちいちコメントしないということが大事だと思っている。

それから次に、生産がいつ下げ止まるか。過去の不況期をみると、鉱工業生産指数がピーク比 10%程度落ちると下げ止まるというのが経験則である。今回は既に直近のピークである 2000 年の 10~12 月期に対して 13%強も落ちているが、なお下げ止まり感が出ない。設備投資あるいは建設絡みはまだ落ちるし、製造業もまだ落ちるといふことだが、製造業についてみると、一部に下げ幅が縮まり下げ止まり感が出てきたものもある。今後どの位で下げ止まるかということは、やはり米国経済の動き、IT 需要の動向、設備投資の動向、在庫調整の進展、これに大きく左右されるだろうと思っている。そういう意味で、まず米国経済は、住宅、個人消費、これはかろうじてもっているが、輸出の落ちが大きい。特に雇用が悪いという米国経済の状況、これを先行き一体どうみるのかということになると思う。それから IT 需要については、11 月の国内パソコン販売台数は依然として、量的にみれば前年比 19%の減、金額でも 18%減ということで、この 13 年の上期と余り変わらない姿で減り続けている。設備投資は下げ幅が縮まるが、やはりこれはまだ下がることとみざるを得ない。ただ、非製造業の店舗投資については大店法の反動減で 13 年度は下がったが、14 年は逆にその裏が出て、これは元に戻るだろうと思う。大事なものは企業収益減少がまだまだ続くという中で、企業の経営判断としては設備投資にはまだ踏み

切れないというのが実態である。それから在庫調整の問題だが、これは明らかに進んでいる。ただ、在庫調整を上回る出荷減で在庫率が高止まりしているというのが問題である。電機、特に半導体については、米国が最悪期を脱したということだが、これの影響というのは、まず台湾に出てくるということであって、日本にはその後からくるからまだまだ日本に波及してくるまでには時間が掛かる。それから素材の中でも鉄鋼が一番悪い訳だが、これは内需悪化のまま平成14年度上期一杯までは在庫調整の問題が残り、依然として駄目だと思う。一方、紙・パルプ、それから化学、この分野は13年度末でほぼ在庫調整は終わるのではないかとみられる。このように業種によってばらばらな形になっている。こういう中で、中国中心に海外生産シフトの動き、これはやはり引き続き大きな問題、問題というよりも懸念材料になると思う。電機は家電のみならずプリンターのようなIT本体、周辺機器まで中国シフトがどんどん始まっているし、自動車も一部メーカーでいよいよ中国生産が本格化する。こうしたアッセンブリーメーカーの進出と共に、中堅・中小企業の部品メーカーの進出も活発化している。その結果、これが国内生産にダメージを与えているというのが今の姿であるが、一方、この動きは中国製品の品質向上には寄与するという面があるので、中国は益々わが国企業にとっては強力な競争相手になっていくだろうという状況である。しかし、中国には世界最大の残された大きなマーケットがあるということも事実である。経済のグローバル化現象が進む中で、製造業はまさにシームレスの世界に入っていて、企業にとってはマーケット、コスト、両面で最適立地を求めて自由に動くというのは当然の流れである。従って、こういう中で日本は、やはり産業構造転換が避けられないということであるし、それは業種だけでなく、質の面も考えていかななくてはいけないということだと思っている。そして、大事なのはやはり雇用問題、これに力点を置かざるを得ないと思っている。三番目の個人消費の動向だが、サービスは前年比微減ないし横這い、財は前年比-2~-4%の間と、こういうのが全体の姿である。従って、個人消費はまだ辛うじて平時の範囲内をキープしているのではないかというのが私の見

方である。家計調査の10月分、11月分をみると、全世帯あるいは勤労者世帯とも、消費が平時の範囲内にあるということを示唆していると思う。身の丈に合わせた消費スタンスが継続されていると思う。全世帯の消費支出、あるいは勤労者世帯の可処分所得、消費支出、消費性向、こういうのをみてもほぼ前年比プラスということで10月、11月ときている。それから前月比で見ると、全世帯の消費支出だけは、11月は前月比-0.2%になったが、後はいずれも前月比プラスという姿になっている。こういった中で消費の特徴を見ると、耐久消費財の自動車とか家電、情報機器、これは明らかに減少している。例えば自動車で言うと、既に国内販売は3か月続けて前年割れであるし、2001年対2002年という形で自動車工業界がみているのは、前年比-0.7%とほぼ微減横這いという形で、非常に慎重にみている。家電、情報機器もこの11月のNEBA統計は依然として前年比7.9%減という姿になっている。しかし、一方、外食産業は明らかに増加している。それから通信の分野については伸びは鈍化しているが、依然としてプラスの状況である。旅行は米国テロの影響で海外は大幅に減っているが、国内はほぼ前年並み位である。それから小売の方を見ると、スーパーは低迷しているが、百貨店、量販店は比較的堅調である。それから鉄道輸送サービス、これも増えているということで、引き続き消費の特徴をみると斑模様が継続していると思う。このように個人消費は斑であるが、この分でいくと第3四半期、10~12月期のQEでは、個人消費はプラスになるのではないかと考えている。ただ、先行きボーナスが減る、あるいは残業が減るといった所得面の問題、それから非自発的失業者がここへきて急増しているという雇用の問題、こういう雇用・所得環境のさらなる悪化を踏まえると、消費がいずれ崩れていくリスクは大きいと思っている。重要なのは、この消費が辛うじて平時の範囲内を保って、下支えしているうちに何とかこの経済を立て直すことだろうと思う。国、企業が傷んでいる中で家計にはなお余裕がある。1,400兆円余りという十分な金融資産ストック、これを保有している。やはり景気回復への突破口の一つとして、この個人消費刺激のためにいかなる政策が残されているかということについ

て、為政者は知恵を絞るべきではないかと思う。予て申し上げているが、今は民間——つまり企業、銀行である——、それから財政、金融、この合わせ技で、このデフレ脱却、景気の回復へということはもっとも大事なことである。これを一言ずつという形で少し申し上げると、国全体としてはやはり不良債権処理、構造改革を早急に進めることである。民間のことを考えると、物作りはやはり経済成長の源泉であり、企業は生産性と技術力の向上ということに依然として大きく取り組まなければならないと思うし、第三次産業は高コスト体質の是正、生産性の遅れを取り戻すことによって、高コスト体質の是正を図るということだと思う。政府としては、今後経済政策の一環として租税を使うということ、つまり税制である、それと雇用対策の充実、この税と雇用の二つに絞られるのではないかと考えている。以上である。

速水議長

次、中原眞委員お願いします。

中原眞委員

景気回復とかデフレとか、引き続き大変大きな問題を抱えつつも、今、政府・日銀に課せられた当面の最大の問題というのはやはり、期末を展望して金融システムの混乱を防ぐということと、信用市場、株式市場の動揺をどうやって抑えていくかという二点だと思う。そこでは金融政策のみではなかなか解決し切れない、財政、政府、金融行政、金融政策、このまさに三木委員がおっしゃる合わせ技、まさにこれが必要ではないかと思う。

実体経済については、米国、わが国とも昨日の調査統計局からの説明に異論はない。また、これまでも何人かの委員から既に色々指摘があって改めて申し上げるのは避けるが、アメリカについては非常に断片的な好材料が出ているのは事実であり、それを材料に一部のエコノミスト等で今年1～3月期のGDP見込みをかなり大幅な上方修正をすところも出てきている。しかし、やはり将来を展望して不確実性の高いポイントが幾つかあ

ろうかと思う。三つ位述べると、これは前回は申し上げたが、一つは、やはり設備投資の回復というのが、これまでの大変過剰なストックとの調整という過程の中で、どういう道筋で見込まれるのかということ。二つ目は、雇用調整がどう進んでいくのかということ。三つ目は、消費者のデッド・オーバーハングの問題、これも頭の中から離れない問題だと私は考えている。今年の半ばからの回復というシナリオについては、その蓋然性は高まってきたとみてはいるが、その回復の仕方を考えるとやはり年後半に向けて再度落ち込みということも考えられなくもない。また、雇用の調整の進展ということを見ると、90年代の初頭にみられたようなジョブレス・リカバリーのように、極めて浮揚力に欠しい展開となるということではないかと思っている。

それからわが国の経済については、これも多少調整のテンポが緩んできたという意味において、幾つかの好材料と言えるものも散見されるようになってきてはいるが、やはりポイントは機械受注、個人消費等の最近のマクロデータを見ても、現在の景気後退はなお続いており、今後の回復にはまだ目途が立っていないということは間違いないところだと思う。それからもう一つ、若干観点が違うが、最近の非常に気になるポイントは、ここに来て地方経済が非常に悪くなっていることで、これは財政面の問題もあるが、大都市圏との二極化というのがさらに進んできている感じがする。ここに来て、ペイオフ、あるいは不良債権処理、公的資本注入というような問題について、地方金融機関を見捨てるのではないかと、置き去りにするのではないかとというような懸念を持つ向きも増えてきている。また、地方における不況型の中小企業倒産が増えてきていることもあり、今後地方経済の動きというのは一つのポイントであろうと考えている。最近、企業経営者の方から話を伺うと、循環的な問題は時間と共にある程度底を打ってくるとしても、企業内リストラ、ハード部門からソフト部門、あるいは低収益から高収益分野への人材の移動というようなリストラは、ここに来てさらにピッチが高まっている感じがする。こういう中で落ちこぼれる人も出てくる訳で、今後の雇用の受け皿作りというのは非常に大変で簡単では

ないという感じがしている。それから倒産の増加とこのようなりストラによる摩擦的失業というのは明らかに増えている訳で、加えて賃金の引き下げ、ワークシェアリングというような労働分配率を引き下げる動きがますますピッチを高めているという感じを持っている。従って、今後、循環的な面での底打ち感はいずれ出てくるとしても、いわゆる景況感という意味においては回復感が乏しい状況が続くということであろうかと思っている。

このような中で、金融市場、資本市場等も展望して、当面のリスクという点で二つ申し上げたい。第一には、やはり金融システムと市場の動向である。恐らくこの年度末から決算発表の行なわれる5月にかけてが一つの山場だろうと思っているが、今のところ金融システムの不安については、危機は絶対に起こさない、あるいは公的資金の注入も辞さずという政府のコミットメントにかろうじて封じ込められているという感じがする。信用リスクの顕現化、それが金融システム不安をもたらして、さらに信用リスクプレミアムを高める、あるいは株式市場の動揺をもたらすというスパイラルの悪化のリスクが、期末に向けてさらに高まるという感じがしている。銀行の一部では預金流出が続いていて、資金が取り難くなっており、かつ資金の足がどんどん期末に向かって短くなっているという状況があるようである。ゼロ金利政策の下で、短期金融市場の流動性の偏在という問題から特定の銀行が突然に流動性危機に直面するというイベント・リスク、これも否定できないのではないか。また株式市場の動揺、底割れが期末に向かってさらにこれ以上進行すると、健全な企業、銀行あるいは生保、こういうところも失速してしまうというリスクがあるように思う。それから第二の気になる点は長期金利である。資金需要が基本的にないというところで、長期国債はボックス圏ということが言われているが、どうもこのところボックス圏の中でも上限に張り付く流れになっているのではないかという気がする。格付けの引き下げを受けて、国債のクレジット・デリバティブのプレミアムがかなり高くなっているようで、不良債権処理、あるいはその公的資金注入、あるいは円安という流れの中で、期末にかけて長

期金利に上昇プレッシャーが掛かるリスクは否定できないのではないかと考えている。私の申し上げたいことは以上である。

速水議長

最後に山口副総裁をお願いします。

山口副総裁

極く簡単に申し上げる。経済全般の判断については、昨日の調査統計局の判断に異論は特にない。この時点での一つの注目点は、輸出や生産といった景気循環をリードする部分において、落ち込みのスピードが鈍り始めているということだと思われ、これを景気の流れの中でどのように位置付けるかという問題だと思われ。我々が先の展望レポートで考えたようなシナリオ——つまり来年度後半には景気が底を打ち、緩やかな回復に転ずる可能性があるというようなシナリオ——と整合的と言えれば整合的な動きだと思われ、ただこの先端的な動きはやはり米国経済の動きと連動している性格が強いと思われ、米国経済の先行きが不透明なのと同じようにまだまだ日本経済についても今後の状況は不透明だと思われ。まだ底入れの展望を云々できる状況ではないのではないのかと思われ。展望レポートで考えていた当時のシナリオに比べて現在までの動きが大きく乖離しているという訳ではないと思われ、それに対してまだダウンサイド・リスクの方が大きいと思っている。今後数か月間のリスクを考えた場合に、私も何人かの委員が指摘されたように、一つは米国経済、もう一つは不良資産問題、あるいは金融システムの問題とそれに対するマーケットの反応といったことが大きなリスク・ファクターとしてあると思われ。米国については特に付け加えることはないが、不良資産の問題について考えると、先般、大手行が今年度の不良資産の処理額を大幅に積み増すというようなことを発表した訳だが、これによって恐らく処理のスピードが何がしか加速していくのだろうと思われ。勿論引当金を大幅に積んだ後、金融機関が借入れ企業に対して実際にどういう行動をとるのかということに依存する部分がな

お大きい訳で、その部分はこの時点でまだ余りはっきりしているという訳ではないと思うが、一般的に考えると、企業に対する姿勢が厳しくなる方向だろうと思う。我々はこの場における過去の議論において、そのようなプロセスは所詮不可避なものであるし、それが市場によってポジティブに受け止められれば、それがくるべき景気回復の基盤の一つを用意するという議論をしたことがある。しかし最近の市場の反応、例えばマイカルの破綻後の市場の動き、あるいは今後不良資産の処理がスピードアップすることが金融機関に対してかなり厳しいチャレンジになるということ、これを市場がどちらかといえば嫌気しているというようなことを考慮すると、今後の不良資産の処理の仕方如何によってマーケットの反応というのを、必ずしも楽観できないという気もする訳である。この点は須田委員、中原眞委員が指摘になったのと私も同様の印象を持っている。資本注入なしにこの局面を切り抜けることができるかどうか、個人的には疑問には思うが、資本注入した場合には市場の圧力に対する防壁を取り敢えず作ることはできるが、それで株価が回復に向かうと、楽観できるかどうかは何とも言えないと思う。そういう訳で、不良資産問題とそれに対する市場の反応、評価ということについては、我々としてもできるだけ知恵を出していく必要はあると思うが、マクロの金融政策を考えるうえでも今後数か月間、最も注目を要する部分だと思う。経済全体に対する市場全般の反応については、先程植田委員からかなり詳細な分析が披露されたが、株価の弱さ、長期金利がボックス圏内で低位安定していること、円が下落してきていることは日本経済のファンダメンタルズと一応整合的な動きだと思っている。ただ、先程三木委員も少し言われたが、為替については少し発言が多すぎる。金融政策についても発言が多すぎると思うが、為替についても発言が多過ぎると思うし、これはアメリカなどでもかつてそういうことがあり、混乱の経験を経て財務長官が為替についてのスポークスマンになると一本化されたというような経緯を辿ったが、わが国でもそういうことを教訓にしてよく考えた方が良く思う。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意見や議論があれば、自由に発言して下さい。金融政策運営に直接関わる意見は、また後で伺いたいと思う。

田谷委員

今の為替についてちょっと申し上げたい。山口副総裁が今触れられたし、三木委員が触れられたし、過去において須田委員その他が触れられたが、私は必ずしも自分の意見はどうだということを余りはっきり言ったことがないと思う。簡単に申し上げたいと思う。一般論で言うと、通貨高というのは自国民の実質購買力を増やすし、自国企業の合理化努力を促すことによって、長期的に生産性を引き上げるために望ましいものである。この点から言えば、円安に頼る安易な方法というのは、企業の合理化努力を弱め、生産性の引き上げに逆行するということになる。従って自国の通貨を安くして栄えた国はないということかもしれない。しかし、現在日本経済はデフレ・スパイラルの瀬戸際に立っているにもかかわらず、政策発動余地が極端に限られている。財政政策はさておき金融政策のみを考えても、金利の下げ余地はほとんどないし、考え得るその他手段にしても緩和効果が確実なものはないし、仮にあったとしても多大な副作用を伴うものである。こうした状況下での通貨安には、それなりの短期的メリットを見出せるように思う。それは企業収益を改善させるし、輸入物価の上昇は物価低下圧力を幾分なりとも緩和する。ただ、円安の行き過ぎは、資本流入の減少から株価の急落をもたらしたり、資本流出の増加から長期金利の上昇をもたらしかねない。また、急激な円安はその後の急反転をもたらしかねない。そうした惧れが限定である限り、経済・金融情勢を反映して円安になることに現時点で異を唱えることはないと考えている。

速水議長

私からも円安の問題について若干述べたい。私が、先週 へ行った

際、約 30 か国程の 方が来ておられて、主として議論したのは 諸
国の 方であるが、その時に円安容認という言葉がかなり出た。か
らは、その前にも、一体どうするんだ、どうなるんだということを心配して
今年になってからであるが中央銀行からかなり偉い人がきたこともある。
そういうこともあったし、とにかく、からは でそれぞれ
日本に対するかなり激しい要請があった。それと同時に の中からも
どういうふうに考えているのかというような言い方や、近隣諸国がどうい
う影響を受けているのかというようなこと、それから、以外の近
隣諸国からの声も非常に強かった。私も彼らも皆自分の国の通貨を強く保
ちながら輸出を伸ばしていきたいということでは共通である訳で、それら
の国は日本が円を安くして競争力を持つ、あるいは円が安くなって対日輸
出が伸びないといったようなことが出てくることを、極めて深刻に受け止
めている訳である。今のこのデフレの中でそれを説明するのは非常に難し
いことではある。それから彼らが一般に考えているのは、特に先進国とし
ての日本はもうそこまできたのかということであり、円を売るということ
は、日本が弱い自分の国を売り始めたのかというような感じすら持っている
人達がかかなり多いように思われた。そういう時期に一層の円安化を容認
するというようなことは、それに拍車をかける、あるいはそれをそのとお
りだというふうになるだけではなくて、やはり彼らの国のことをどうして
くれるんだと、日本は世界経済のことを考えているのか、世界の貿易のこ
とを考えているのか、そういう声が非常に強く出ていることを、これはこ
こには聞こえない声であるからお伝えしておく。彼達は、日本は経常
収支が黒字でありながら、まだ円安を図ろうとしているのかということ
を言う。それに対してこちらはなかなか答えようがない訳であるから、そ
このところはよく気をつけていく必要があると思う。特に今のように金融不
安が起こりそうな時に円が安くなっていくというのは、マインドの面、心
理的な面でも日本はいよいよかという感じをもたらしているというこ
とを気を付けて頂きたいと思う。

ついでであるからちょっと今度の の特徴点だけ申し上げる。アル

ゼンチン問題が一番大きかった訳であるが、アルゼンチンは新政権ができて取り敢えず二重為替でやっていく、商業取引はドル、ユーロ、それからブラジル3通貨の3分の1ずつのバスケットでやって、その他は自由レートでフリーにやるという二重為替で暫く泳ぐということであるが、それしか方法がないということだと思う。ただ、やはりヨーロッパ筋は、スペインの銀行が非常に沢山の金を貸しており、貸出をしている銀行が心配をしているだけでなく、企業がかなりアルゼンチンに投資をしたり融資をしたりしているのでそれがどうなるのかということに、非常に強い不安を持っている。それだけでそれではどうするのかということは、アルゼンチンからも勿論きていた訳であるが、それ以上の話には進んでいない。

アメリカについても色々な意見があったし、からは何人か幹部が来ていた。彼らの発言を聞いてみると、多少のニュアンスの違いはあるが、やはり今年になって若干用心しつつ楽観的な状態に変わってきていた。ある人は、製造業の労働時間が変わりつつあるのではないか、あるいはIT産業の在庫が底をついてこれから変わっていくのではないか、あるいは企業や消費者のコンフィデンスが非常に安定しているからこれまでのような心配はまずないのではないか、というようなことを言う人もいた。また、ある人はそうではあるけれども、企業の投資が非常に低いということはまだ先がみえないということだと、それに反して金融市場の方が伝統的な回復パターンを示してきていると、予想できるということに明るさを感じている人もいた。いずれにしても、そんなに急に良くなるはずもないので、モアプロローグでモアモデレートといったような感じのことを言っておられる幹部の人達がおられた。その辺のところはどうも彼らの感じではないかということである。

ユーロについては、今のところ極めて順調にスタートしたということを皆が非常に喜び合っていたのが非常に印象的であった。それだけちょっと言わせて頂いた。

須田委員

為替の話をもう一度少し言わせて下さい。為替の問題は余り議論したくないが、その議論の中で一つ欠けているのが実質為替レートの視点である。名目為替レートが一定で物価が下がっていくというのは実質的には円安である。もし、為替レートは安定的にしておいて、物価だけ上昇するというのは実質為替レートは円高になる。だから、せめて物価は上がらなくては行けないというのを目標にしている限りは、それと同じ位の為替レートの減価が名目では起こらないと、実質為替レートが安定化しないという側面がある。名目だけで議論されてしまう嫌いがあることには注意が必要である。実体の経済に与える影響というのはやはりリアルなものである。為替レートが安定的が良いという議論をする時も、今の調整期間では若干のデフレを受け入れるのだという立場に立つなら別だが、私は円安になってくれたら良いとも思わないが、やはり我々が物価を上げなくては行けないという目標を持っている限りは、それに見合う為替の減価は起こらないと安定化しない。リアルで為替レートが円高になったら、実体経済に与える影響は少し怖いと思っている。

速水議長

非常にエマージングな国、人口が数百万とか数千万人とかいうような国々の為替と、日本のように世界第二位の経済大国でこれだけの経済力を持っている国の為替と、その動きを同列で考えることは私は無理だと思う。やはり大きな市場がある訳だし、市場というものに身を任せていて、余程何か起これば別だが、そうでない時に色々口を挟んだり揶揄をしたりということは、やはりなるべく避けた方が良く思う。

植田委員

須田委員が難しく言われたが、私が皆さんの意見を伺っていた感じでは、大まかに言って、「日本経済は、他国の経済と比べて弱い、やや弱いとすれば——あるいはそういう可能性もかなり高いのだと思うが——、程度

は別にしてある程度の円安が進行するというのは、自然な流れである」というのが半分以上の方の見方ではないだろうか。

速水議長

だからそれを余り大袈裟に発言しないで…。

植田委員

それは言えるかどうかまた色々な問題があるので…。

三木委員

私が申し上げたのは、ここは全く政策決定会合の場であるし、日本銀行の中で一つの金融政策を論じなければならない。こういう場で、しかも今度は政府の副大臣も出席されている訳だから、こういう場で議論する、話をするということ自体は全然問題ないと思う。ただ、これを政策当局者が外に対していちいちコメントするというのが、問題な局面であるということをお願いしている訳で、一切そういう議論をするなということではないから、そこは一つお間違いのないようお願いしたい。それからもう一つは今の須田委員のお話ではないが、企業の立場でこれだけグローバルに世界貿易の中でメガコンペティションを戦っていかなくてはならないといった時に一体どうなのかというと、一番大事なのはコストであり、コストによってプライスが決まる訳である。このプライスというのは、グローバルでやる時は必ず為替相場で変換しなければならない。だからそれで戦えるか戦えないかということについてファンダメンタルズからみて戦えないというのであったら、逆にファンダメンタルズを変えていく努力をしなければならない。しかし、相手の方もそういう問題があるということであれば、これは我々は戦えるということであるのでそういうリストラをする必要はない、それでいけるということになる。いずれの場合にも必ず為替相場が変換の前提に出てくる訳である。だから、日本経済を支える製造業は、この5年間の間でやってきたことは何だというのは、リストラに次

ぐリストラだが、そのリストラは100円で戦えるようにするのか、110円で戦えるようにするのか、この二つである。それで我々は残念ながら100円で戦えるようにしようとしてやってきたのだが、そこまでのコストにいかなかったということで、今、勝ち組と言えるトヨタですらやっと110円で戦えるレベルにまでなってきたという今の姿である。ところが負け組の方は、こういう構造調整の中で、ずっと遅れてしまったものだから、130円でやっと戦えるか戦えないかと、こういうポジションまでできてしまっている。それがリストラの遅れ、スピードの差であるということを申し上げたのであって、そういうのをマクロで我々はみていかななくてはいけないと思うが、やはり為替相場というのはいかなる一つの前提がある。だからリストラにも構造改革にも必ずそういう為替は幾らだからこうだという、一つの前提を考えていかななくてはいけない。だからこそ安定させろと言っている訳である。それで安定させる前提にはレベル観が必ずある訳であり、レベル観に問題があればリストラでやはり経済を強くしていかななくてはならないということになると思う。その点だけは一つ、企業は頭の体操をやっている訳ではないので、誤解のないように願います。

中原伸之委員

少し補足させて頂く。先程銀行の貸出のことを申し上げたが、意外に減ってきている。5業態で先程少し申し上げたが、もう一度申し上げると、96年3月がピークで537兆円、それが昨年11月には437兆円で100兆円減っている。都銀は2年遅れた98年1月がピークで247兆円、昨年11月が198兆円ということで、大体50兆円弱減った。GDPを今は500兆円とすると、8掛けの400兆円という数字は大体80年度に近い数字である。だから400兆円まであと1割位どうにか始末をすれば、かなりバランスのとれた方へ行くのではないかと考えている。

それから為替だが、幾つか申し上げたいと思うが、一つは現在のドルに対しての円安は、明らかに日米間のベースマネーの伸び率の差というのが非常に効いていると私は思う。昨年の5月以降、両国のベースマネーの伸

び率のスピードは日本の方が速くなって、その日米のマネタリーベースの伸び率の差を申し上げると、昨年5月の+0.7%から6月+2.9%、7月+2.6%、8月+2.4%と推移して、9月からジャンプして+3.5%、10月+5.6%、11月+7.7%、12月+8.2%だから、こういうことから申し上げれば円安傾向が出るのは当然であると思っている。そういった中で注意しなければいけないことは、為替の転嫁率というのが大体下がってきていて、円/ドルレートの変動率と契約通貨ベースでの輸出価格の変動率から計算すると、80年代は大体10%強程度で円高局面、円安局面ともに安定していたが、95年の4月から98年8月までの円安局面は、31.1%とかなり上がってしまった。それから99年12月から昨年の10月までの段階では、41.1%となっており、日本の輸出企業の競争力がなくなって、価格支配力が低下してきている。そういった中で、収益面での円安メリットを吐き出す割合が大きくなってきているということに気をつけなければいけないと思う。それから先程から色々出ているが、中国の人民元について申し上げると、これは1980年の初めが163円である。現在はそれの10分の1以下の15円程度なので、現在の為替相場の水準は高々10年にも満たない極めて短期間の経験だが、いずれにしても急速に輸出を拡大してきているし、小国とは言えないような貿易レベルになっているので、中国が変動相場制を採用しないというのは私は不自然であると考えざるを得ない訳である。

それからもう一つ根本的に重要なことは、先程、三木委員がおっしゃったが、実は日本の企業は競争力がなくなった。特に日米の製造業の労働コストを比べると非常に問題であって、1980年を100とすると、日本の生産性の指数は2000年が147.9、アメリカが196.3である。そして生産指数をそのままにして、雇用者数だけに皺寄せをすると、製造業はこれから25%雇用をカットしなければいけないということになる。これは現在1,321万人いるので、大体325万人カットする。そうすると、その後の製造業の人口が996万人になって、大体アメリカと同じシェアである。雇用人口に占めるシェアが大体同じである。この325万人をサービス産業に

もってくると、サービス産業のシェアが現在の 26.7%から 31.8%まで増えて、これも大体アメリカと同じなる。従って、労働生産性をアメリカ並みにするためには、強いところも弱いところも含めて大体 25%カットしなければならないということになる訳である。そしてその雇用をカットしたうえで、一単位当たりの労働コストを、ドル建てでそれをみると、2000年の日本は、243.2、これは1980年が100であるが、アメリカは実に119.8ということで、アメリカは日本の半分近くである。従ってこれから計算すると、先程申し上げたように雇用を 25%カットしたうえで残りを為替で調整すると、35%の円安、大体 165 円にしなければならない。それから雇用を全然カットしないで、為替だけでやろうとすると、50%を越える減価が必要で、219 円になるということなので、要するに日本の製造業の労働生産性というものが、非常に落ちているということは私は事実であると思う。それからこれを別の面で計算すると——購買力平価というのは色々な計算の仕方があるので何とも言えないが——、日本の W P I で計算すると去年の 11 月が大体 133 円、それから C P I で計算すると去年の 11 月は大体 168 円である。従って、先程申し上げた製造業が雇用をカットして、そのうえでアメリカ並みの単位当たりの労働コストをドル建にするためには、先程 165 円と申し上げたが、大体その辺の水準が一つ計算上は浮かんでくるので、生産性の比較の観点からやはり色々調べる必要がある。私は今の円というのは、このような意味から申し上げると過大評価されていると考えざるを得ない訳である。

それから次に申し上げたいことは、長期の国債だが、これは先程少し懸念が出たが、私も 1990 年代の 94 年位からずっとチャートを見てみると、去年の 6 月 29 日の 141 円 25 銭、これは先物であるが、1 か月限月は、11 月に 140 円 96 銭をつけて、これが直近の大天井である。一番重要なポイントというのは、135 円である。135 円をはっきりと割ってくると、国債の価格は非常に危ない状態になると思う。

それから株式については、日本については恐らく 3 月が安値かもしれないが、一旦年央に戻したうえで秋口から再び下降に向かうと思う。アメリ

カの場合も恐らくこの1月7日のダウ、1月9日のNASDAQが高値であって、一回落ちて上手くいけば3月に向けて再上昇するが、その後は下落の可能性が非常に強いと思う。

速水議長

ほかにあるか。それではここで少し10分程コーヒープレイクに入りたいと思う。11時10分から再開する。

(午前11時02分中断、午前11時10分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは時間になったので再開する。まだ意見が多少残っているかもしれないが、ここで当面の金融政策運営方針について今回もお一人5分程度を目途にして意見を伺いたいと思う。もう一度同じ順番で藤原副総裁から願います。

藤原副総裁

先程述べたように、日本経済は厳しい局面にある訳だが、そうした経済金融情勢を十分踏まえて、先月の政策決定会合で緩和措置を講じた訳で、本日のところは、現在の金融調節方針を維持することが適当であると思う。その下で、日銀当座預金残高を大幅に引き上げたことが、金融機関行動や金融市場にどのような影響をもたらすかをもう少し見極めていきたいと思う。より具体的には、次のようなポイントかと思う。一つは、金融機関の日銀当座預金需要や資金運用姿勢に変化が生じているかどうか、二つ目には、年度末に向けて、金融市場の安定性が確保されるのかどうか、三つ目は、金利や為替相場、株価がどのような反応を示し、これが实体经济にどういった影響を及ぼしていくか、といったようなことが今後の注目点だと思う。それから、10～15兆円程度というレンジの中で、実際にどの程

度の資金を供給するかということは、不安定な市場地合いを見極めながら金融市場局が日々苦勞している点だと思ふ。これまでのところは前回会合での議論を踏まえて、可能な限りでレンジの上の方を目指すという調節が行なわれているものと理解しているが、それで良いと思ふ。そのほか、万が一、金融面でのリスクが顕現化した場合の対応についても十分念頭に入れておくことが勿論重要である。仮に、市場の流動性不安が高まった場合には、機動的に潤沢な資金供給を行なうことが必要になるが、この点は、調節方針のいわゆるなお書きで十分対応が可能である。そのうえで、市場の大きな動揺が实体经济にどういふ影響を及ぼすかについては、まさに経済情勢判断の問題そのものに帰着する訳である。私達としては、常にそうした警戒的な問題意識を持って金融経済の動きをウォッチしていく必要があると思ふ。以上である。

速水議長

須田委員、願ひする。

須田委員

私は、金融システム不安に対する流動性の面からの安心感を与え続けるためにも、金融市場調節方針については現状維持が適当であると思つてゐる。ところで先週末以来、昨年5月以来の札割れが発生している。しかし、今のところディレクティブの範囲内で資金を供給できている訳だから、一つ一つオペの結果を過度に取り上げるべきではないと思ふ。また、昨年3月以来の枠組みの下では、札割れするまで供給しない限り、日本銀行は精一杯緩和してゐない、怠つてゐるのではないかとみなされるような非常に辛い立場に立たされてゐる。その意味では、札割れはギリギリまで供給している証であるということが出来るかもしれない。先行きを展望すると、予備的動機による当座預金需要が落ち着いてきた場合には、所要準備を大きく上回る当座預金をどのようにして供給するのか、さらに、そもそもそのことが实体经济活動にどのような効果を持つのか、という本質的な議論

に立ち返る必要があると思う。これは昨年3月以降の金融政策運営の評価と切り離せない非常に重いテーマだと思う。私としては、金融経済情勢や昨年12月に当座預金残高の引き上げを図ったことの影響について、今のところは先程の植田委員の評価に全面的に賛成であるが、もう少し時間を掛けながら、その効果を見極めながら、その答えを考えていきたいと思っている。

ところで、私は前回会合でも申し上げたとおり、金融緩和政策がなかなか企業金融まで回らない状況で、ABSやABCPのオペ対象資産・適格担保を拡大する方針を決定したことが特に意義深いと思っている。また企業経営者などに伺ったところでは、ABCPをCP現先オペの対象に加えることについて、早期の実施を期待するといった声が多数聞かれ、企業の関心は高いようである。こうした中で、執行部が今年度内の実施が可能になるように極めて迅速に対応したことを非常に高く評価したいと思う。これによってABS、ABCP市場が育っていくことを期待したいと思う。

最後に、今般決定した国債買入オペにおけるいわゆる「1年ルール」の緩和見直しについては、国債の発行流通市場の整備が進んだことに対応した措置であり、増額した長期国債買切オペを円滑に行なうことを狙ったものではないと理解している。ところでマスコミなどの一部では、オペの札割れについて過剰ともいえる強い関心を示している。たまたま最近札割れが相次いで発生した直後に「1年ルール」の見直しが打ち出されることになっただけに、札割れと「1年ルール」の見直しを強引に結び付け、長期国債買切オペをどんどんと増額するための布石ではないかと誤解する可能性があるように思う。そうした誤解が拡がると、本行の国債買切オペが実質的に中央銀行による国債引受と同じものであるとみなされる惧れが非常に大きくなる。杞憂とは思いますが、「1年ルール」の見直しについての対外説明に当たっては、くれぐれも妙な誤解を生まないように十二分に注意する必要があると思う。以上である。

速水議長

次、田谷委員お願いする。

田谷委員

経済情勢の評価については、前回から大きな変更は必要ないと思う。政策については、前回決めた枠内での運営に努力してもらえば良いのではないかと思う。ここで前回の政策効果についてお話ししようと思ったが、もう既に藤原副総裁が冒頭でお話されていたし、植田委員がかなり詳細に纏められて、株式市場への影響を含めてほとんど私も違和感がないので、それは省略する。

一点だけ申し上げたいのは、金融面でのイベント・リスクについてである。これについては最近の金融資本市場で緊張感が高まってきている。まず、世界的に9月末から急回復してきた株価は、足許スピード調整に入っているようだが、そうした中であって、日本株、特に銀行株が冴えない。過剰債務を負っていると目される企業の株価も下押し圧力の下にある。社債市場ではトリプルB格のクレジット・スプレッドはかなり上昇してきて、低格付のCP、社債は発行が難しくなっている。金融機関に対する市場の評価も厳しさを増してきた。銀行のクレジット・デフォルト・スワップ・レートも、昨年末には、98年の長銀の特別管理移行時や99年の公的資金注入時以上に上昇し、その後も高止まっている。預金が流出する金融機関も散見される。各金融機関とも最大限の努力を続けて不良債権処理やリストラを実施しつつあるが、マーケットの評価が上がらない。市場は、業績不振企業の淘汰を伴う抜本的な不良債権処理を促していると思う。要は、金融機関が十分な償却引当てを行なった後、自己資本の強化が十分にできないのであれば、破綻処理なり公的資金の再注入なりを行なうことが必要である。その際、長期金利が跳ね上がったり、クレジット・スプレッドが急拡大したりした場合に備えて、何ができるか何をすべきかを考える時期にきていると思う。以上である。

速水議長

次、植田委員をお願いします。

植田委員

経済情勢に関する判断を前提にすると現状維持で宜しいかと思う。取り敢えず 15 兆円に近い日銀当預の供給をしようとする努力を続けていく中で、現実の当預残高あるいはその他の経済諸変数がどういう動きをしているのかをもう少し観察して、今後の政策へのあり方を考えていきたいと思う。以上である。

速水議長

次、中原伸之委員をお願いします。

中原伸之委員

私は、実体経済が一段と悪化してきているという認識である。鉱工業生産指数の下落がまだ止まっていない。物価下落の継続、失業率の上昇、その他実体経済指標の全般的な悪化がみられる。特に株価の下落がなかなか深刻であり、銀行株は 84 年 1 月当時と同じ位の水準まで下がってきている。それからもしダウが 9,500 円を割るとしてどこまで下がるかということであるが、一つだけ参考になる数字は、戦後再開以来のダウの総平均が大体 8,500 円であるので、それを割り込むと戦後の経済の中で一番弱いところまでできてしまう。そのような非常に日本の株安の中にあって、アメリカの株式も、先程ちょっと申したが、1 月 7 日にダウ、1 月 9 日に NASDAQ が頭を打って現在下がってきている。この一番最近のバブルについて特徴的な点が幾つかあるので、これがやはり日本にとって非常に気になる点である。一つは、ブローカーの勧める株のパーセンテージが 55 年間で最高の 71%、これは 1987 年のトップとか 93 年末のトップを上回るような非常に高めのパーセンテージの株を現在の段階で推奨しているということである。それから二つ目に気になるのは S & P の PER であり、

これは弱気相場の底では大体 7、それから強気相場の天井では 20 台の前半から半ばであるが、現在のところは大体 50 位であるので、大変な過大評価になっている。それから三つ目としてニューヨーク株式相場全体の、市場全体のボリューム、出来高であるが、12 月の後半からボリュームが 7 連増しとなっていることである。これは、極めて稀な例であり、こうした動きは大きな相場の区切りの時に時々現われる訳であるが、せいぜい出来高 6 連増しというのが限度であり、87 年のクラッシュの直前とか 97 年の 10 月のミニクラッシュの時がそうであり、今回 7 日連続を付けたということで、これがアメリカの株式の前途というものを非常に暗くさせている。私は 9 月の底から今年の 1 月までの反騰というのは、歴史的にみると 29 年 11 月から 30 年 4 月の反騰によく似ているというふうに思っているので、非常に警戒している。そういったような中で、日本経済は、先程もちよつと申したが、これから急な荒いラフな坂道を落ちていくというふうな感じであり、先の方には若干明かりがみえてきたが、この 1~2 年は非常に厳しいということであるから、「wait and see」のパッシブなスタンスは採るべきではない。そしてこれまでと同じように三つの提案をしたい。一つは、15 兆円へ引き上げることである。現在の 10~15 兆円というのは 50% も幅がある、非常に広いレンジであり、曖昧で裁量の余地が多すぎるというふうに思う訳である。それからプライス・レベル・ターゲティングも是非実現しなければいけない。それから外債の購入もできるだけ早く開始した方が良く思っているが、詳しいことは提案理由で申し上げる。

速水議長

それでは次、三木委員お願いします。

三木委員

まず企業金融について一言だけ言えることは、大手行を中心にして信用リスクに見合った適正スプレッド確保の動きが非常に強い形で出てきているし、かつ、それが少しずつ浸透しつつあるということである。やはり

大手都市銀行にとっては、今や業務純益を上げることが最大の課題であり、銀行経営立て直しに向けてこれは当然の動きだろうと私は思う。企業側もこういった信用リスクに見合ったスプレッド適用というのは市場原理として受け止めるべきだろうと思うし、そういうことが少しずつ理解されてきているということだと思っている。ただ、これは大手企業については言えることであって、問題はやはりグレーゾーンの非常に大きい中小企業金融だと思う。売上げが減る、キャッシュ・フローが減る、そして運転資金が不足する、そこからすぐ資金繰りに困るという中小企業の企業金融の姿は、1~3月に非常に鮮明になってくるだろうと思っている。従って、これについてはやはり中小企業金融公庫とか商工中金、こういった政府系金融機関によるいわば政策金融がやはり大きな選択肢になるのではないかと思う。

次は金融・資本市場であるが、やはり株の怖さということだと思う。株式市場では悪いところ、つまり狙われているところというのが大体限定されてきたようにみえる。それは一つは12月中における東証1部銘柄の月間騰落率、これを単純平均でみると、TOPIX全体は1.7%下がったのに対して、50円未満のゾーンでは25%下がっている。50円~100円のゾーンでは18%下がっている。これに対して、100円以上のゾーンは4%程度の下げに止まっているということからも窺われるということだと思う。そうすると、今度は逆にこの過程の中では大手都市銀行は相当打たれた訳であるが、大手行が株で打たれて、それが金融システム不安に繋がるということだけは何としてでも避けなければならない局面になっているのではないかと思う。そのためにはやはりマーケットの信認を得ることであるから、不良債権処理の本格化——これはもう既に打ち出されているが、——とともに実質破綻、あるいは破綻懸念先、少なくともこの二つについては完全にオフバランス化することがどうしても必要だろうと私は思う。そしてもう一つはやはり自己資本の充実である。自助努力で足りないところは、公的資金注入もやむを得ないということでこの問題に取り組むということ、この二つに絞られるのではないかと思っている。

次にそういうものを踏まえたうえで、金融政策の考え方であるが、今必要なのは、日本銀行は一体何が求められているのかということである。前月会合で大きな措置をした後の今の日本銀行に何が求められるかということである。それは、二つあり、一つはやはり政策にメリハリをつけるということだろうと思っている。政策にメリハリをつけるということの中身は、特にこの1~3月という当面の姿を考えた時にはやはり金融システム不安を解消して安定化させること、これが第一である。これに日銀は汗をかけということだろうと思う。そしてデフレ脱却に向けての合わせ技の中で、金融システムの外に金が回るような金融調節手段ということによるさらなる量的緩和が必要かどうかというのは、次の問題だろう。これが政策にメリハリをつける優先順位ということではないかと今思っている。

それからもう一つは、金融政策にもやはりマクロとミクロがあるということで、マクロ政策という面では色々なことをやってきた訳であるが、やはり今必要なのはミクロの問題、これをむしろ注視して手を打つという点だと思う。従ってこの1~3月、日銀に求められているのは、金融システム不安を解消して安定化に持っていくということであって、そしてそれはミクロの政策対応でどれだけ積極的な手が打てるか、金融庁と連携して万全の体制を取るべき、これが今の日銀に求められている最大のことでないかと思う。

従って、金融市場調節手段は金融市場における流動性潤沢感を引き続き確保するという一方で、マクロ的には前回からの調節方針を継続することだと思うが、ミクロベースでは金融緩和感をさらに浸透させていくために、さらなる期末越えオペの早期実施など、調節手段の運用について肌理細かい動きを取ってもらいたいということに尽きると思う。以上である。

速水議長

次、中原眞委員お願いする。

中原眞委員

政策としては、現行政策継続ということだと思う。金融資本市場の最大の問題は、先程申し上げたし、今三木委員からもお話があったが、やはりこの信用リスクの顕現化、そしてこれが株式市場、資本市場の動揺をもたらし、金融システムの不安定化へと進む道筋が実現する蓋然性である。この蓋然性はかなり高いとみているが、その対応としては、まずは不良債権問題、金融危機対応の体制を——これは今色々検討されているとは聞いているが——具体的に示すことが必要である。市場にそのセーフティネットが現実的にワークしているという安心感を与えることが必要ではないかと思っている。また、いざシステムが不安定化する危険性が高まってくるといような状況においては、フォワード・ルッキングなスタンスで原因となる企業、金融機関をシステムから早急に退出させる、あるいはセーフティネットの枠組みの中にこれを包摂させていく、そしてそのシステムの安定性を極力図っていくということが必要だろうと思う。信用リスク・プレミアム、あるいは信用リスクの顕現化という点に関しては、金融政策としては12月に適格担保の拡大ということをやっている訳であるが、これが結果として、政策としてはリスク・プレミアムの二極化をもたらしてしまったということも先程植田委員の話のとおりであり、今後信用リスク・プレミアムに対して、中央銀行として何ができるのか、どこまでやるべきなのか、これは十分に考えておく必要があるだろうと思っている。加えて、金融システム不安定化ということを念頭に、3月期末までの対応としては、やはり三木委員の言われるミクロ的な対応ということだと思うが、細心の注意を持って市場の動き、あるいは個別の市場参加者の手口というようなものをモニターしていく、また資金繰りについては、個別の金融機関に対して一層肌理細かな把握ということをするしか方法はないと思う。加えて、こういうモニタリングの上に立って金融庁、財務省、あるいはさらに官邸等との緊密な連携を取っていくべきだろうと思う。

それから今後の政策を展望して二つコメントしておきたい。一つは、為替の問題であり、これは先程色々議論が出たが、私が申し上げたかったの

は、やはり当局者、あるいは実業界が具体的なレベルについて物を言い過ぎるのではないかという点だが、これはもう省略する。二つ目の問題は、やはり財政規律という点である。これは先月の決定会合でもちょっと述べたが、先程申し上げたとおり長期金利はややボックス圏の上方に張り付きかかっているということが気掛かりである。現在の厳しい情勢の中で、構造改革の痛みというようなものが具体的に出てくるのはまさにこれからである。今後の市場とか金融システムの動揺に対して、金融・財政が一体となって、敢えて言えば需要対策も含めて総力戦という状況になる覚悟が必要であろうかと思う。このような状況の中では、やはり財政規律の緩みというものをマーケットに見透かされるということは絶対に避けておく必要があるかと思う。大事なのは単に財政規模をとにかく頑固に守るということではなくて、むしろ政府がガバナビリティを持って、サステイナブルな財政の見通しを持っているという市場の信頼感だろうと思う。諮問会議で昨年末に経済財政中期展望というものが出ているが、市場の信認を得られる、説明力のあるという点から、さらに具体化するということが必要ではないかという気がする。想定し得る最悪のシナリオ、すなわち景気が上向かない中で、金融システムの不安から円安が進み、株式が下がり金利が急騰するというような状況が現実化した場合、金融政策の発動余地が少しでも残る、残すというためにも、この財政規律というのは非常に重要であろうかというふうに考えている。以上である。

速水議長

最後に山口副総裁お願いする。

山口副総裁

金融市場調節は、現在の当座預金残高を10～15兆円にするということ継続するということが良いと思う。レポ・オペを中心に札割れが生じ始めているが、やむを得ないことで、比較的長めのオペを打つとか色々工夫を凝らしながら、当面は極力高い当座預金残高を目指すということによって最大

限努力するのが適当だと思う。コール市場が機能不全に陥っている中で、年度末に接近していくという特殊な時期にあたるので、そういうふうな姿勢を引き続き堅持する必要があると思う。

以上であるが、何人かの委員が色々な表現で金融システムを巡る不安、あるいはそれが企業サイドに跳ね返っていく場合に起き得る問題、信用リスク・プレミアムが市場の中でさらに顕著になっていく場合のリスクといったことに触れられたと思う。一言だけであるが、基本的にマーケットが金融機関にせよ企業にせよ、プレーヤーの信用リスクの度合いをみながら、それに対して金利その他の点で篩にかけていくという機能は当然ある訳だし、また必要なことでもあると思う。問題はそういうことが、マーケットのことであるから非常に行き過ぎるということがある訳で、過度にそういうことが出てくる場合がある。特にそれが現在のわが国の状況下でシステミック・リスクの引き金になってしまうようなリスクがあるということではないかと思う。それに対して何ができるのかというのは、具体的な状況の中で考えていくほかないだろうと思うが、ここで議論している対象である、いわばマクロ的な金融政策の範疇の中では、我々は大量の流動性供給を続けながら、もう一方で個別の取引先金融機関に対しては、ロンバート・ファシリティというような自動的な信用供与のメカニズムも提供している訳で、そういう意味で私は、中央銀行として普通にできることは既にやっているように思う。勿論、何らかのいわゆるイベント・リスクなるものが顕在化してくることによって、流動性に対する需要が現在よりもさらに上振れしていくというようなことは考えられる訳で、そういう場合は15兆円という数字にこだわることなく流動性供給を行なうということが、おそらくその時点では可能になるだろうし、適当な選択にもなると思うが、主たる対応というのはそういうことではないかと思う。システミック・リスクあるいはその背後にある諸問題に対しては、やはり我々のマクロ的な金融政策ではない別の政策の発動が必要だと思うし、そこで我々ができることをやっていくということは当然のことではないかと思う。以上である。

速水議長

それでは一巡したので、ここで私の見解を述べたいと思う。前回の会合以降、様々な経済指標が出ているが、前月の景気判断の変更を迫るといったような材料はなかったように思う。先行きを展望すると、まず海外経済の面では、今後の回復を示唆するような材料もみられ始めているように思う。

まず、各国における情報通信財の在庫調整は徐々に進捗して、世界の半導体出荷の減少テンポも緩やかになってきている。半導体市況にも底入れの兆しがみられる。第二には、IT関連分野の調整進捗などを好感して、各国の金融市場でも株価や長期金利の上昇といった先行きの景気回復を織り込む動きが進んでいるように思う。第三は、こうした中で米国を始め、各国の最終需要が、マインド面から一段と下押しされる事態は回避されており、米国のクリスマス商戦も総じてまずまずで推移したと思われる。しかしながら、金融市況やマインドは振れやすい面がある。また、IT関連の動きにしても在庫調整は進展してきているが、最終需要の回復が現段階で確認されている訳ではない。米国クリスマス商戦の堅調についても、自動車を始めとする広範な値引き販売といった押し上げ要因もあるとみられるし、その反動についても今後注意が必要かと思う。これらの点を踏まえると、米国を始めとする海外経済が今後最終需要に支えられた着実な回復軌道を辿るのかどうか、引き続き注意深くみていく必要があると思う。

一方、国内経済に目を転じると、ただ今申し述べたIT関連のグローバルな調整進捗などを反映して、足許では輸出の減少度合いも徐々に和らいでいる可能性がある。この間、生産は減少を続けてはいるが、在庫調整は電子部品などを中心にして徐々に進捗してきており、先行きこの面からの生産の下押し圧力は弱まっていくと予想される。一方で、遅れて調整が始まった家計の雇用・所得や消費、これらについては予想通り調整が広がってきているように思う。こうした中で、経済は今後、輸出・生産面での下押し圧力の減少という上向きの要因と、家計部門で調整が広がって

くという下向きの要因とがせめぎ合う局面を迎えていくように思われる。そうした中で我々としては、何らかのショック等を契機にして経済がデフレ・スパイラルに陥るリスクにとりわけ注意を払う必要があると思う。この点、最近の金融情勢を踏まえると、当面、注目を要するリスクが、わが国の金融システムや企業金融の面にあることが懸念される。我々は、そうした金融面のリスクを十分に意識したからこそ、前月、日銀当座預金の量をさらに大きく増やすといった、一段の金融緩和措置を採った次第である。この措置の効果について現段階でレビューすれば、少なくとも、一頃上昇をみたターム物金利や高格付けCPの発行金利が再び低下するとか、期末越えの資金調達についての安心感が拡がるといった効果はみられていると思う。しかしながら、信用力の低い企業や中小企業については、直接金融・間接金融の両面で、資金調達環境が厳しくなる傾向が続いている。また、銀行発行債のクレジット・スプレッドの高止まりなどからみて、邦銀に対する市場の見方も引き続き厳しい状況にあると思う。こうした中で、4月にペイオフ解禁を控えていることなども踏まえると、金融システムや企業金融面でのリスク要因については、引き続き細心の注意を持っていく必要があるのではないかと思う。

以上を踏まえると、当面の金融政策運営については、12月に決定した金融調節方針を維持して大量の資金供給を続けていくことを通じて、市場の安定に努めることが重要であると思う。日本銀行としては、このような形で緩和的な金融環境の維持に最大限の努力を続けていく必要があろうと思う。私としては、そうした下で、政府および民間における構造改革への取り組み、新しい需要の創出、そういったものが着実に進められることを強く期待している次第である。私の意見は以上だが、追加的な議論があったらどうぞここでしばらく自由討議をして頂きたいと思う。

議論がないようなので、この辺りで政府から出席頂いている方々から意見があればお聞きしたいと思う。それでは、谷口副大臣、いかがでしょうか。

谷口財務副大臣

それでは意見を申し述べさせて頂く。政府は平成14年度予算において、歳出の効率化を進める一方、予算配分を重点分野に大胆にシフトする改革断行予算を編成した。また平成14年度予算に先立って、平成13年度第二次補正予算を提出することにより、両者一体として、柔軟かつ大胆に経済に対応しつつ構造改革を実現していくこととしている。

前回の金融政策決定会合——12月18日、19日だが——において、金融市場の安定的な機能を確保し、金融面から景気回復を支援する効果を確実なものとするため、金融緩和措置が講じられ当座預金残高が10～15兆円程度となる潤沢な資金供給を行なった結果、短期金融市場は混乱もなく年末を乗り越えた。今後とも経済・市場動向を十分注視し、特に年度末に向けての資金需要を見据え、さらなる数兆円規模の資金供給を視野に入れ、引き続き潤沢な資金供給を行なって頂きたいと考えている。

消費者物価指数を見ると、物価の下落が依然として継続している。日本銀行におかれては、わが国経済がデフレ・スパイラルに陥らないよう、引き続き政策論議を深めて頂き、経済により効果のある政策を今後とも幅広く検討して頂きたいと考えている。こうした観点からは、現在検討されている金融市場調節手段の拡充についても、これにより金融緩和の実効性が高められるものと期待している。

以上だが、加えて私の個人的な意見を若干述べさせて頂きたいと思う。ただ今、委員の方々の意見を伺ったところだが、デフレ・スパイラルを回避したいというような発言もあった訳だが、そもそもデフレということについて日本銀行におかれては、全般的かつ持続的な物価下落だと、こういうように言われて共通の認識を持っておられるようである。またIMF等の考え方も入れて、2年以上の物価下落というような考え方も持つておられるようだが、このデフレ・スパイラルといった場合に、共通の認識として委員の方々はどのようにお考えなのか。仮にデフレ・スパイラルに陥るといったようなことになると、フェーズが変わると考えているが、そのような状況の中で、その状況における政策を打っていかなくてはいけない。

こういう観点で、このデフレ・スパイラルというようなことについての定義というか、この考え方を共通の認識としてやっていく必要があるのではないかと考える次第である。

速水議長

ありがとうございました。次、小林審議官お願いします。

小林内閣府審議官

内閣府から一言発言したいと思う。まず景気の基調判断については、実質GDP成長率が二期連続のマイナスとなり、失業率がこれまでにない高さに上昇するなど厳しい状況にあると認識している。政府の対応については、先程財務副大臣から発言があったので省略するが、来年度の経済について政府としては、14年度の経済見通しにおいて、実質GDP成長率は0.0%程度の横這いと考えていて、消費者物価は-0.6%の下落と見込んでいる。政府としては、日本銀行と密接に連携を図りつつ、できるだけ速やかに景気の回復と物価の安定を図っていきたいと考えており、日本銀行におかれてもデフレ阻止に向けて引き続き適切かつ機動的な金融政策を行なって頂きたいと考えている。以上である。

速水議長

ありがとうございました。それでは、参考意見を伺わせて頂いた。ここで質問、議論があればどうぞ。

藤原副総裁

ただ今、谷口財務副大臣からデフレ・スパイラルについてのお話があったが、私共は物価を考える際に、物価の安定についての検討会というのを一頃半年位かけて勉強したが、その時に物価の安定とは何か、それは具体的に数字としてはどのようなイメージがあるのかということも色々考えたが、なかなか難しいものだという体験的な実感を持っている。実際に考

えてみても、例えば好況にせよ不況にせよ、あるいはインフレでもデフレでもいいのだが、安定的な物価とはどのようなものかは、具体的なイメージ、つまり数字で定義が与えられ得るものではないと痛感する。最近デフレについては、2年以上物価が下落する場合というIMFの定義に言及されることがよくある。しかし、これはあくまでも分析上の割り切りというか、考え方であって、各国の当局が、こうした定義を、IMF加盟国として認めているという訳でもない。実際、2年というと、では1年11か月であればデフレではないのかということを考えてみただけでも、こうした定義には余り意味がないということが分かるかと思う。結局、経済は複雑なので、簡単な定義で律すると、却って事態の正確な把握を損なうのではないかと危惧する次第である。デフレ・スパイラルというのは、最近、議論されてよく使われる言葉だが、インフレ・スパイラルという言葉がデフレ・スパイラル程慣用的になっているかというところではなく、私の個人的なイメージでは、インフレ・スパイラルというものがあるとするれば、ハイパー・インフレーションの竜巻のトルネードみたいな、グルグルと悪化していく物価の猖獗ということをイメージするし、一方、デフレ・スパイラルは、例えば、四国の鳴門の渦潮のように、電気洗濯機のグルグルッときりもみ状態で陥っていくというような、そういう絵画的なイメージでしか私の場合は思い浮かばない。従ってデフレについては、主に物価に着目して継続的な物価下落というふうに私達は共通のイメージというか、基準として考えていると思う。それからデフレ・スパイラルについては、経済との相乗作用ということ念頭に置いて、物価下落と経済悪化が相乗作用的に進行していくことだという定義で考えている積もりでいる。

谷口財務副大臣

やはり共通の認識を持つ必要があるのだろうと思う訳で、仮にデフレ・スパイラルということが仮に半年後、1年後にあの時点が入った時点だったのだなというような、例えば仮に検証されるようなことが後日あれば、その段階ではかなり手の打ちようも残っているというようなことなので、

藤原副総裁が言われるように数値を持って定義をするということではなくて、委員の先生方の中でもう少し詰めた形での共通の認識を持って頂く必要があるのではないかと私は考えている。

藤原副総裁

私ももっと勉強したいと思う。

須田委員

おっしゃることはよく分かるが、ただもともとのデフレそのものの定義が、色々な方のお話を伺っているとよく分からなくて、認識が必ずしも共有されていない。色々な意見を聞いていると、本当に消費者物価が1%下がるということだけを問題にしている訳でもない。やはり景気が問題視されていたり、あるいは資産価格、すなわち株価や地価を念頭においている論者も多い。そもそもデフレとはという定義で、昔は政府は物価の下落と景気の悪化という両方を以ってデフレと定義していたが、それを物価だけという格好に変えている。だからその辺から含めて皆さんの議論がそもそもデフレのところから多様なことをそれで議論されているので、その1歩先のスパイラルと言われてもなかなか難しいというのが実感である。

谷口財務副大臣

おっしゃることはよく分かる。

速水議長

中原眞委員どうぞ

中原眞委員

デフレの定義、それからデフレ・スパイラルの定義、これも大問題だが、もう一つ物価、あるいは安定物価というものの定義をどう考えるのか。そのアカデミアな議論は色々な議論が出てくるのだと思うし、少なくとも1

年間色々物価の議論をされたことは伺っている。しかし、現実の問題としては、諸外国においても一定の物価というものを数値的に念頭に置いて金融政策運営をやっているところは沢山ある訳である。それから日本銀行としてもこれは検討課題といているのだから、藤原副総裁のおっしゃるようにまさに実感としては、そこまでの決断がなかなかできない部分があるのだが、やはり何らかの数値的なものというのは当然考えるべきだと思うし、結論を出す時期をできるだけ早く持つべきではないかと考えている。それからデフレの定義については、既に公式に政府、日銀も合意のうえで、デフレの定義は継続的な物価下落ということと理解しているが、そうではないのか。これは私の理解が間違っているのかもしれないが、今須田委員がおっしゃったことについては、私は、デフレ・スパイラルはいざ知らず、デフレの定義については既に共通の認識であり、今はデフレであるという事実については間違いないのだと思っているが、意見があれば伺いたい。

藤原副総裁

それについては私は意見はない。

須田委員

意見の問題ではなくて皆さんが議論する時に、ではデフレという言葉で何を頭に描いているのかということ…。

中原真委員

だからイメージに使い過ぎるというのはあるかもしれないが、定義は決まっていると考えてよいのか。

須田委員

私は、物価で定義するということは、そうだと思う。

三木委員

デフレの定義は、政府の方で先般「持続的な物価の下落」ということで把握しようと思われているし、我々も一緒に検討した訳ではないが、我々もそうだと受け止めて、それを念頭に置いてやっているということは間違いない。産業界だってそうである。

中原眞委員

そういうことだと思う。だから、絶対値の如何にかかわらず、すなわち-1%ならデフレではなくて-2%がデフレとかそういうようなことではない。

三木委員

それから2年とか何とか、そういうことでもなくて、おっしゃるようにデフレ・スパイラルの問題だろうと思う。

谷口財務副大臣

そういう意味で重要な問題である。政府の手の打ちようがやはりそこでは求められる訳で、いわば平常時からの若干危機的な状況に入ったということになるのだろうと思う訳である。その辺りは、数値的に出すということについてはかなりの困難があると副総裁がおっしゃったことは理解できるが、ある程度の共通の認識を持ったうえで議論をして頂くことが重要なのではないかと思う。須田委員の方から若干デフレのことに言及されたお話があったが、その辺りも議論されたうえで、ある種の共通の認識を醸成して頂ければと考えている。

速水議長

今までの長い経験の中で言えることは、物価の方が先に上がって、景気が後からくっついて上がっていくということは、今までかつてなかったことだと思う。やはり景気が良くなっていった暫くして物価も上がっていく

というのがこれまでの姿だと思う。その点だけは良く分かって頂かないと、物価だけで景気景気と言われても、これはなかなか難しいので、その辺のところは諮問会議などでもよく議論をしているところである。

一応この辺で討議を終わりにして議案の取り纏めに移りたいと思う。先程の委員方による検討では、当面の金融市場調節方針について現状維持という意見が大勢を占めていたように思う。そこで私の方からその旨の議案を提出したいと思う。ほかに正式に議案を提出されたいという方は中原伸之委員か。それでは事務局は議案を読み上げて下さい。

[事務局より議案を配付]

雨宮企画室参事役

それでは読み上げる。中原伸之委員案が三本ある。一本目である。「金融市場調節方式の変更に関する件。案件。2001年3月19日決定の「金融市場調節方式の変更に関する件」(別添)の2.について、下記のとおり変更すること。対外公表文は別途決定する。記。2001年7~9月期平均の消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)のレベル(99.2)を基準として、2003年7~9月期平均の同指数について、その基準レベル(99.2)を維持しないしはそれ以上に引き上げることを目的として、1.の金融市場調節方式による金融市場調節を行うこと。以上。」。別添は、今年の3月19日の決定文で、そのうちの2番を入れ替えるという提案である。読み上げは省略させて頂く。

中原伸之委員案の二本目である。「金融市場調節方式の変更に関する件。案件。2001年3月19日決定の「金融市場調節方式の変更に関する件」(別添)について下記のとおり変更すること。対外公表文は別途決定する。記。4.を5.とし、4.として次の一文を加える。上記1.の金融市場調節方式のもとで、日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、実務体制等の準備が整い次第、外債(海外で発行された外貨建て債券)の買入れを開始すること。以上。」。別添が3月19日の決定文で

ある。このうち一番下の4番を5番にして、その代わりにただ今の条文が入るということである。読み上げは省略させて頂く。

中原伸之委員案の三本目である。「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。日本銀行当座預金残高が15兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。

続いて議長案を読み上げる。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。日本銀行当座預金残高が10～15兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。別添対外公表文である。「平成14年1月16日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した。(全員一致 or 賛成多数)。日本銀行当座預金残高が10～15兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。

速水議長

私の議案は多数の委員のお考えを集約して提示したものだが、これで宜しいか。それでは中原伸之委員から提案理由をお願いする。

中原伸之委員

それでは簡単に説明する。要するに現状に対する認識として私は非常に深刻に思っていて、前回の決定会合からもまた实体经济は一段と地盤沈下

している。株式は、今日もそうであるが、TOPIXがこれまでのバブル後の最安値を割り込んでいるという状況である。そういった中で、2001年度、2002年度と実質、名目とも2年間連続でマイナスになるという、これまで日本経済が経験したことのないような未曾有のデフレとなる可能性が高いと思っている。特に名目については、マイナス軌道に入ったのではないかと思われるような状態である。こういった中で物価は継続的に下がっている。企業収益、個人消費が落ち込みつつあるという中で、消費にも陰りが出てきている。先行きの物価下落がさらに加速するというデフレ・スパイラルの初期のステージであると私は判断している。従ってこのため、現状維持では不十分であると思う。まずそれを前提にして簡単に申し上げる。

プライス・レベル・ターゲティングについては、以上申し上げたようなデフレ的な状況を打開するためには、中央銀行がデフレ阻止の意図を明確に示す必要あると思う。そのためには物価について明確なターゲティングを行なう必要がある。それから第二として、日本銀行法で定められているとおり、日銀の目的は物価の安定であるので、それについては具体的な数字と、それから達成時期を国民に明示することは私共の義務を果たすうえで不可欠であると思う。第三として、いわゆるインフレーション・ターゲティングではなくて、プライス・レベル・ターゲティングを採用して、現在の物価水準をこれ以上低下するのを防ぐという日本銀行の不退転の強い決意を伝えるとともに、それによってインフレーション・ターゲティングに起こってくるベース・ドリフティングを排除したいということである。

それから外債の方だが、一番目は、デフレがかなり長期化する、そして今後さらに金融緩和を累次に亘って行なっていく可能性が高いということなので、量的緩和を実現する一つの有力な手段としての外債を購入できるように、供給手段の多様化を是非とも図っておく必要があると思う。それから二番目として現在の金融緩和の道具立てを考えると、国債の買切オペとか短国オペとか、国債購入への依存が非常に強まってくる。状況によっては債券市場へネガティブなインパクトを与えかねない訳なので、中

期的に債券市場への悪影響を防ぐためにも外債を購入する必要があると思う。それから三番目に、毎月定時定額で、例えば月2～3千億円程度の外債購入であれば、規模的にも購入方法としても、為替安定目的の介入とは、つまり日銀法の第40条第2項とは一線を画すると、法律的には全く問題ないというのが私の認識である。日銀は手段の独立性を有している訳だから、一刻も早く実行に移すべきであると思っている。

それから最後の15兆円の件だが、これの一番大きな理由は、先程も少し申し上げたが、10～15兆円ということで、5兆円という50%もの大きな裁量の余地がある訳で、これは早く是正すべきである。現日銀法下のボードの役割というのは、自らがピンポイントして出して曖昧さのないディレクティブをなるべく出すということが重要であると思う。それから二番目としては、デフレの進行等厳しい経済状況を考えると、下限の10兆円では足りない。15兆円を常時キープするということで緩和姿勢を一段と強める必要があると思う。それから三番目として、15兆円ということによって、年末を越えたところで2月にかけて一時的に10兆円の方へ近付くという連想を打ち消すことができる。日本銀行の金融緩和の姿勢をはっきりと打ち出すことによって、端境期の一時的な金融緩和後退の予想の払拭を図りたいと思う。以上である。

速水議長

質問、あるいは追加的な討議があればどうぞ。それでは議論が出尽したようなので、採決に移りたいと思う。中原伸之委員案、議長案について順に採決することとするが異議ないか。

[全委員が賛意を表明]

異議がないようなので採決することとする。政府からの出席の方々は一且別室に退席頂きたいと思う。

[政府からの出席者退室]

それでは議案を順番に採決する。最初に中原伸之委員の「金融市場調節方式の変更に関する件」、内容は消費者物価指数をターゲットとする議案である。これについて採決をする。事務局は正式な議案を持ち回って委員から決裁を得た後、その結果を報告して下さい。

[中原伸之委員案の一本目「金融市場調節方式の変更に関する件」
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：中原伸之審議委員

反対：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

三木審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

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 1、反対 8。反対多数である。

速水議長

ただ今の議案は否決された。次に中原伸之委員の「金融市場調節方式の変更に関する件」。内容は外債の買入れに関する議案である。これについ

て採決する。事務局は正式の議案を持ち回って委員から決裁を得た後、その結果を報告して下さい。

[中原伸之委員案の二本目「金融市場調節方式の変更に関する件」
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：中原伸之審議委員

反対：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

三木審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

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 1、反対 8。反対多数である。

速水議長

ただ今の議案は否決された。次に中原伸之委員の「金融市場調節方針の決定に関する件」について採決する。事務局は正式な議案を持ち回って委員から決裁を得た後、その結果を報告して下さい。

[中原伸之委員案の三本目「金融市場調節方針の決定に関する件」
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：中原伸之審議委員

反対：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

三木審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

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1、反対8。反対多数である。

速水議長

それでは、ただ今の議案は否決された。次に私の提出した議案について採決する。事務局は正式な議案を持ち回って委員から決裁を得た後、その結果を報告して下さい。

[議長案「金融市場調節方針の決定に関する件」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：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

三木審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

反対：中原伸之審議委員

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 8、反対 1。賛成多数である。反対は中原伸之委員である。

速水議長

それでは賛成多数で可決された。なお、中原伸之委員が反対ということであるので、改めて反対理由を明確にしておかれないということであればどうぞお願いします。

中原伸之委員

簡単に申し上げる。現状の 10～15 兆円という当座預金目標は一見非常に大きな残高のように見えるが、単に年末、年度末の資金需要をアコモデートしているだけであり、日銀の方から積極的に当座預金残高を増やしていこうという姿勢は余り感じられない。特に下限となっている 10 兆円は低すぎて問題だと思う。積極的な姿勢を示すためには、ピンポイントで 15 兆円あるいは 20 兆円というターゲットを示すべきだと思う。二番目の理由は何回も申しているが、執行部に裁量の余地を与え過ぎるような極めて大幅な 5 兆円という幅がついているというのは、新日銀法の精神に照ら

して不適切であると思う。それから三番目としては、現在の経済状態のより深刻化というものを十分に反映してない。現在はデフレ・スパイラルの初期のステージであるという可能性が強いということを確認すべきであると思う。そういった中で現状維持をすることは手遅れになる危険性が高いと思う。以上である。

速水議長

採決が終了したので政府からの出席者をお呼びするように。

[政府からの出席者入室]

ただ今、政策委員会として、当面の金融市場調節方針として、賛成多数で現状維持が決定された。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、これをもって指示とするのでお願いします。なお、決定事項の公表は会合終了後、直ちに行なうこととする。

V. 金融経済月報の検討

速水議長

それでは次の議題に入る。金融経済月報の検討、採決である。金融経済月報のうち、最初の4ページが本委員会での正式な決定事項になるので、本日のこれまでの議論を踏まえて検討をお願いしたいと思う。まず、調査統計局吉田企画役と企画室雨宮参事役よりポイントを説明してもらおう。

吉田調査統計局企画役

実体経済面でちょっと変えたい部分があるのは、実は月報の案をお配りした段階で卸売物価指数が未だ公表されていなかったということがあるので、その分の修正を加えさせて頂きたいということである。

それではまず、実体経済部分の冒頭表現であるが、今月については、先月と同じにしている。すなわち「わが国の景気は、輸出や設備投資の減少

に加えて個人消費も弱まるなど、広範に悪化している。」という表現である。今月は特に景気判断を動かすほどの材料はないということで据え置きでよいのではないかと考えている。これまで7か月続けて下方に修正してきた。据え置きとなれば8か月振りということになるが、そうは言っても広範に悪化しているということに変わりはない、ということであるので、余り中身の方で大きく動かすところはないが、そうは言っても少し経済を巡る環境に変化が出てきているので大きく分けると二点ほど内容的に変えている部分がある。その一つは、やはり在庫の動きであり、もう一つはやはり為替が円安方向に振れているということで、輸出、物価の環境が少し変わってきているという点を変えている。

順に説明すると、まず各論の在庫・鉱工業生産というところを見て頂くと、先月に比べると文章が長くなっているが、「在庫の動きをみると、電子部品をはじめ多くの業種で調整が進みつつある」という表現を入れている。在庫調整が軌道に乗り始めているということのニュアンスが出るようにしたということである。ただ、そうは言っても「素材を中心に在庫過剩感はなお強い」ということであり、そういう表現も勿論入っている。それから、先行きのところで、これまでは輸出環境のところであるが、プラス材料として一つだけ情報関連の在庫調整がもうじき終わるのではないかと、それに伴って輸出が増えるということではないにしろ、マイナス幅は縮小するということがプラス材料で、そうは言っても海外経済は減速している、というのがマイナス面というふうに書いていた訳だが、今月はプラス材料の方に「為替円安も輸出の下支えに寄与するとみられる」という表現を入れた。ここ2か月位で10円ほど円安になってきているので、そういうことを踏まえて「輸出の下支え」という表現を入れたということである。それから、細かいがその後「世界経済は引き続き減速」という表現が先月に比べるとちょっと簡単になっており、これは先月まで「同時多発テロ事件以降、世界経済は一段と減速」という表現だったが、大分時間も経過したということが一つと、「一段と減速」というところの「一段と」という形容詞はもう要らないということなので、今月は単純に「世界経済は

引き続き減速」という表現にしてある。それから物価の方だが、現状認識としての最初のパラグラフだが、一応確認のために読み上げると、まず輸入物価については、「国際商品市況の下げ止まりや為替円安を背景に、上昇に転じている」というふうに変えさせて頂きたいと思う。それから、国内卸売物価についても「電子部品等に下げ止まりの動きもみられるが、全体では機械類や化学製品等を中心に下落が続いている」というふうにしており、「電子部品等に下げ止まりの動き」というのを入れたいというふうに考えている。それからその後に消費者物価のところで「輸入製品やその競合品の価格低下などを背景に」というところが、先月まで「価格低下を主因に」というふうになっており、若干表現をマイルドにしてある。これの狙いは、昨日早川調査統計局長からも説明したように、消費者物価の下落の中身をみると必ずしも貿易財と関係のないものもぼちぼちと下がっているということがあるので、引き続き輸入競合品が下がっているのがメインであるというのは変わらないが、少し表現を修正したいと考えている。それから、その後の物価を巡る環境のところだが、これも最近の国際商品市況の動き等を踏まえて、次のように修正したいと思っている。すなわち「物価を巡る環境をみると、既往の原油価格下落の影響が当面続く一方、最近の円安は先行き物価の下支え要因として働くと考えられる」ということであり、これは原油価格の下落が一段落しているというようなことで先月までの表現を変えたということと、円安の物価面への影響を入れたということである。実体面のポイントは以上である。

雨宮企画室参事役

金融面であるが、今日は去年の12月の決定を踏まえて、今日も議論があったとおり、短期金融市場の一部でそれなりの効果が出ているという部分と、全体のクレジットが徐々にむしろ厳しくなっているという絵は余り変わらない。あるいはむしろ、悪い方向に進んでいるという両面の要因がある訳であり、この両方の面を少しずつ書き加えているということである。

まず、ポジティブな方であるが、一番上のパラグラフで「一段と潤沢な

資金供給」ということ、その次のパラグラフでターム物金利は、「総じてみれば低下している」ということ、それと資金仲介活動のパラグラフで「高格付け企業では、CPの発行金利が幾分低下する」といった辺りが一応ポジティブな部分になる。一方、全体としてクレジットの環境がなお厳しくなっているというのは、「貸出態度も徐々に厳しさを増している」と、これは前月までは「慎重化している」というやや常識的な表現であったが、最近のDIの動き等も踏まえて「徐々に」ということであるが「厳しさを増している」という表現に変えた。その下のパラグラフで、「民間の資金需要は引き続き減少傾向を辿っている」と、これは前月と内容は同じだが、前月までは相当減少傾向がどんどんひどくなっていたので、「強めている」という表現だったが、毎月毎月強まるのもちょっと厳しいので、「減少傾向を辿っている」という表現に変えたということである。それからさらにその下のパラグラフで、企業の資金調達コストだが、約定平均金利等をみると、総じて「きわめて低い」ということには変わりはない訳だが、一部の市場調達金利や長期プライムレートといった面では動きがあるので、それも入れたということである。以上プラスの側面、マイナスの側面全部を踏まえて、最後のところで、今回の「金融緩和措置を受けて」という表現を加えた後、しかし、「民間銀行や投資家の信用リスク・テイク姿勢はさらに慎重化しており」というパラグラフは前と同じ表現で残したということである。それからいつもお願いしている市況の変化については、先ほど若干議論のあった長期金利の部分、それから株価が資料提出の後若干弱含んでいるので、その表現を書き加えること、その二点の修正をお願いする。以上である。

速水議長

委員方から意見があればどうぞ。それでは採決に入って宜しいか。

[全員が賛意を表明]

事務局は最終的な「基本的見解」を持ち回って委員から決裁を得た後、その結果を報告して下さい。

[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：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

三木審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

反対：中原伸之審議委員

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 8、反対 1。賛成多数である。反対は中原伸之委員である。

中原伸之委員

これまでと大体同じような反対理由なので特に申し上げなかったが、簡単に言えば、後退の拡がりだけでなく速さについても触れるべきである。それから二番目は、倒産とか失業率など現局面を表わす非常に特色的な指標が出ているので、それについても言及した方がよい。それから三番目と

して、先行きのところはデフレ・スパイラル的な状況に入りつつあるということに記載すべきである。四番目は、地方経済に大きなインパクトがある公共投資の落ち込みについて記述が欲しい。五番目は、GDPの推移からみてデフレ・ギャップが一段と拡大しているから、先行きの物価は下落幅を拡大させる可能性が高いので、「緩やかな」という表現があるが、それを削除すべきである。先月と同じ理由である。

速水議長

それでは、賛成多数で決裁された。ただ今決裁された基本的見解に沿って後段の背景説明部分は、必要があれば執行部で修文させて頂きたいと思う。なお本件の対外公表については、明日17日の午後2時に行なうことにする。

VI. 議事要旨（11/29日、12/18～19日開催分）の承認

速水議長

最後の議題であるが、前々回11月29日及び前回12月18・19日の会合の議事要旨を承認して頂きたいと思う。お手許の議事要旨に異議がございませんでしょうか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としてこれを承認することとする。これらの議事要旨は21日月曜日の午後2時に公表する。

[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：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁
三木審議委員
中原伸之審議委員
植田審議委員
田谷審議委員
須田審議委員
中原眞審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

VII. 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7日及び8日に予定している。なお、如才もないことながら、決定会合における議論の内容は自身の発言も含めて厳に出席者限りとして、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取り扱いとなっている。決定会合への信認を確保するという観点からも、皆様におかれては引き続き厳正な機密管理に努めて頂くよう、是非お願い申し上げたい。本日はどうもありがとうございました。

(午後0時39分閉会)

以上