

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2002年2月7日
2月8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（7日 14:00～16:03）
	谷口隆義	財務副大臣（8日 9:00～12:20）
内閣府	小林勇造	内閣府審議官 （7日 14:00～16:03、8日 9:00～12:20）

（執行部からの報告者）

理事	松島正之
理事	増淵 稔
理事	永田俊一
企画室審議役	白川方明
企画室参事役	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
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室調査役	衛藤公洋
企画室調査役	長井滋人

I. 開会

速水議長

それでは時間になったので、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する。明日は 9 時に会議を再開し、金融経済情勢と金融政策の運営方針に関する委員方の討議、もしあれば政府から出席の方々の発言、そして金融市場調節方針の採択と進めて参る。その後に金融経済月報の基本的見解の取り纏めを行なう予定である。政府からの本日の出席は、財務省から藤井大臣官房総括審議官、内閣府から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、会合の中で出された意見、発言等は全て記録することを前提としているので、委員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宜しくお願いする。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。最初に金融市場局から前回会合以降の金融市場調節の実績と、最近の金融・為替市場の動向について説明してもらおう。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、前回会合以降の金融調節運営であるが、引き続き当座預金残高を 15 兆円前後に維持するオペレーションを実施してきた。その結果、オー

バーナイトレート加重平均値は一貫して0.001%で推移した。この間、当座預金残高の内訳を見ると、外銀の超過準備保有額はこのところ6兆円前後まで膨らんできている。もっとも、それにもかかわらず、当座預金残高から、残り所要額と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」は依然として5兆円前後の水準にある。こうした大量の余剰資金の滞留が長期化してきているため、マーケットの資金余剰感はここにきて一段と強烈になってきているのが実情である。このような短期金融市場の現状を象徴的に示していると思われるエピソードを二つ紹介する。一つは短期国債の過熱入札である。短国の入札結果の推移をみると、1月30日に実施されたFB156回の入札では、応募総額が史上最高となる113兆円、応札倍率が30.95倍となった。入札は5毛単位の価格入札で行なわれるので、レートが正の値となるためには99円99銭9厘5毛、これはレートに直すと0.0019%ないし0.002%となるが、平均落札レート、落札決定レートともこの最低水準まで低下している。応札の細かい内訳は公表されていないので、世の中では余り知られていないが、実はゼロ金利での応札が数千億円のオーダーであった。マーケットでの出合いレートは既に0.001%が中心となっており、一部では0.001%未満での出合いも目立ち始めている状況である。こうした中で行なわれた一昨日のTB6か月物の入札では、応募総額が299兆円、応札倍率が142倍、昨日のFB157回では、それぞれ758兆円、198倍と前例のない超過熱入札となった。二つ目のエピソードは、一部外銀によるマイナス金利でのコール資金放出の動きである。これは超過準備の大幅な積み上がりから、日銀へのクレジット・ラインが一杯になった一部外銀が、ライン超過分の資金を運用せざるを得なくなっており、ラインのある一部外銀に対してマイナス金利をも辞さず資金放出を行なおうとしたものである。ただ、短資のシステムがマイナス金利に対応できない作りとなっているため、取引自体は成立していないが、私共で必ずしも全てはモニターできていないDD取引とかユーロ円取引で、そうしたマイナス金利の取引が成立している可能性は排除できない。15兆円前後の大量資金供給のもとで、金融緩

和が極限まで進んできたことを示す出来事と言えると思う。同時に、短国の過熱入札はペイオフ解禁を控え、かつ、株安も進行する中で、金融機関のリスク回避姿勢が極端に強まっていることを示している。このように資金余剰感が著しく強まっているうえ、市場レートが本行オペの応札可能下限レート 0.001% を下回りかねない状況になってきていることから、本行の資金供給オペの競争力がかなり低下しており、「札割れ」が頻発している。各オペの平均落札レート、応札倍率を見ると、全てのオペで1倍を下回るようになってきている。既に昨日までで合計 32 回の「札割れ」が発生し、「札割れ」による未達額は約 7 兆 6 千億円に達している。こうした状況変化に対応し、私共ではこの未達分による当座預金残高の低下を回避すべく、応札が相対的に良好なオペ手段を中心に、オペ自体の回数を増やす、あるいはオペのターム設定を一段と多様化する、あるいは1先当たりの応札限度額をオファー額まで引き上げるなど、精一杯の工夫を凝らしながら資金供給を続け、これまでは何とか 15 兆円前後の当座預金残高を維持してきたのが実情である。当面は、マーケット地合いに大きな変化が生じない限り、引き続きこうした自転車操業的な調節運営を余儀なくされる可能性が高いものと思われる。

次に前回会合以降の金融・為替市場の動向であるが、三つのポイントが特徴的だと思う。第一は、小泉内閣の支持率急落を背景とした構造改革後退懸念の台頭や、株安が金融機関、事業法人の含み損の拡大に繋がるといったことが意識され、株価が大きく下落しバブル後の安値を更新したほか、長期金利は 1.5% 台前半まで上昇し、円相場も総じて円安方向で推移するなど、ミニトリプル安的な状況となったことである。第二の特徴点は、こうした株価等の動向にもかかわらず、社債流通利回りの対国債スプレッドの拡大がやや一服した形となったことである。これはエンロンショックに伴う MMF の大量流出を背景とした投信による保有社債の売却が一巡したことや、この間に公表されたダイエーなどの企業再建策が、いわばソフトな対応と受け止められ、株価にはむしろネガティブに作用したが、クレジットの面では取り敢えずの安心材料として働いた面があるように思

われる。第三には、米国株価が、エンロンの破綻を契機とした一部大手企業の不正会計疑惑の強まりなどから、ここにきて4日連続で下落するなどナーバスな展開となってきたことである。一部には、こうした疑惑が広範な大手企業に広がったり、エンロン疑惑が米国の政局混迷に繋がるような展開になった場合、株価が調整色を深め、せつかく底を打ちかけている米国経済の足を引っ張りかねない、といった見方もみられ始めている。内外ともに先行きに対する不透明感が一段と強まってきたように窺われる。

個々のマーケット動向であるが、まず株価は、市場関係者の言葉を借りると、この間もだらだらと下落し、日経平均、TOPIXとも今週に入りそれぞれバブル後の最安値を更新している。また、2月1日には日経平均が1957年8月以来44年振りにニューヨーク・ダウの絶対値を下回ったことが話題になった。前回会合以降の変化幅と米国大規模テロ以降の変化幅をみると、TOPIX、日経平均とも欧米あるいはアジア諸国の株価パフォーマンスに比べ大きく劣後していることが分かる。このように株価が、市場心理が一段と悪化する中でだらだらと下げてきた背景としては、主として三つの要因が指摘できるものと思う。その第一は、内閣支持率急落報道等を受けて、小泉政権の構造改革路線が後退するのではないかといった懸念から、内外投資家の見切り売りやファンド筋の仕掛的な売りが目立ってきていることである。第二には、ハイテク関連株がNASDAQの軟化や一部大手電機メーカー等の予想を上回る業績の悪化などを背景に、再び大きく値を下げてきていることである。第三には、ダイエーや一部ゼネコンの再建策公表が、株式マーケットでは問題先送りややネガティブに受け止められたことや、格付機関による銀行に対する一連の格下げの実施などから、銀行株が一段と下落したことである。銀行株は昨年5月の小泉政権誕生直後のピーク時から既に52%の下落となっている。こうした最近の株価動向における一つの特徴は、ダイエーの再建策がソフトランディングを目指す形で固まったことなどを受けて、低位株の下落ペースが鈍化していることである。二桁指数の動きを見ると、前回会合以降1.8%

と唯一のプラス項目となっているのが目立っている。こうした低位株の持ち直しから、これまで進んできた業績不振セクターにおける株価の二極分化の動きが全体として後退してきていることが分かる。例えば小売を見ると、マイカル破綻後、勝ち組と負け組の株価が大きく開き二極分化が強まっていた訳であるが、ダイエー再建策公表後には小売業界の負け組の株が買い戻され、二極分化傾向の動きが後退した形となっている。当面の株価動向を展望するに当たっての一つの大きな注目点は、言うまでもなく銀行株の動向である。銀行経営は不良債権の償却負担の増加に加え、TOPIXが昨年9月末比で既に10%の下落となっており、10年国債利回りも同じく9月末比で既に12bpの上昇ということであるから、一段と困難化する方向にある。そうした状況を映じて銀行株指数は83年6月以来の水準まで低下しているが、当面特に注目されるのは、みずほとUFJが50円額面ベースに換算すると、200円スレスレのところまできているということである。今日はみずほは240円位まで戻しているが一時的なことだと思う。一部の金融機関では株価が200円を割ると、内規でクレジット・ラインの見直しなどのリスク管理強化を定めている先も少なくない模様であり、資金繰り等の面で予期せぬ動きが出てくる可能性がある。一部生保の破綻ルーマーの拡がりとも絡み、先行きの金融システム面の動向には一段と注意を要する状況になってきたように窺われる。

次に長期金利の動向であるが、10年新発債利回りは前回会合以降もほぼ一貫して上昇して、昨日は昨年1月以来となる1.540%まで上昇している。これは円安の進行や財政支出増加に対する警戒感を背景に、海外投資家による売り圧力が先物を中心に強まったことや、3月決算期末の接近や株価の下落を受け、銀行等の投資家のリスクテイク姿勢が一段と慎重化し、一部では中期ゾーンを中心に利益確定売りの動きがみられたこと、などを映じたものである。イールドカーブの変化を見ると、先物価格と連動性の高い残存7年から8年のところが大幅に上昇しているのが目立っている。昨年初以降の金利上昇局面を見ると、今回の特徴の一つは、海外勢の売りが大型化していることで、これは円安の進行や日本国債の格下げ、格付け

再引き下げ思惑の強まりなどが影響しているものと思われる。もう一つは、これまでの三回の上昇局面における銘柄毎の上昇幅を見ると、今回は、過去2回と形が異なり、先物の受渡銘柄である最割安銘柄が大きく上昇している点が目立っている。これから見ても今回の金利上昇は先物主導による仕掛け的な売りによる面が強いことが見て取れるように思う。長期金利の先行きについては、政局不安定化に伴い財政再建、構造改革路線の後退がリスクとして意識され始めていることに加えて、国債格下げの可能性や金融システム面での懸念材料も少なくないことから、当面3月末にかけては長期金利は上昇圧力が掛かり易い局面が続くものとみられる。ただ、一方で、極端な運用難の下で国内投資家の押目買い需要には根強いものがあるため、政変等による財政再建路線の放棄など大きなイベントがない限りは、当面1.4~1.6%のレンジ内での推移が続くとみる向きが大勢である。

次に、社債流通利回りの対国債スプレッドを見ると、総じて拡大一服といった格好となっている。これは先程も申し上げたように、エンロンショックに伴うMMFの大量資金流出に対応した投信による保有社債売却の動きが一巡したことによる面が大きく、業績不振先の信用リスクに対する市場参加者の警戒感自体には格別の変化はみられていない。ただ、銀行セクター債のスプレッドについては、依然拡大基調にあるように窺われる。これは社債と同様に投信の売りが一巡していることに加え、公的資本注入に関する政府関係者の前向きな発言が相次いでいることなどが、取り敢えずはプラス材料となっているが、基本的には銀行株価の一段の下落にみられるように、マーケットの銀行経営の先に対する見方は極めて厳しく、スプレッドの拡大圧力は引き続き強いのが現状である。

最後に為替相場動向であるが、円の対ドル相場は、日米の景気格差の拡大や日米当局による円安容認を巡る思惑、さらには小泉内閣に対する支持率の低下を受けた構造改革の遅れに対する懸念などから、1月31日には98年10月以来となる135円台をつけた。しかしその後は、年度末を控えたわが国国内投資家による外貨建て資産処分を巡る思惑、いわゆるリパト

り思惑やわが国通貨当局者の発言、例えば1月30日の溝口国際局長の「速水総裁と同様に考えている」といった発言が、これ以上の円安を望まないとのシグナルとマーケットから受け止められたこと、さらには会計不正疑惑に伴う米国株価の急落などもあり、一旦131円台まで円安修正が進んだ後、足許は133円台を中心にもみ合う展開となっている。日米双方とも売り材料を抱えやや明確な方向感がなくなってきたのが現状である。実際にドル/円のリスク・リバーサルを見ていくと、ほぼニュートラルの水準まで低下してきているほか、ボラティリティもかなり落ち着いてきており、そういった形で方向感がなくなっているという感じだと思う。ただ、マーケットでは最近の株価、債券価格の下落を眺め、いわゆる日本売りによるトリプル安を懸念する向きが少なくないのが現状である。足許の為替市場は今週末のG7会合を前に小康状態といった形になっているが、今後の政局や金融システムの動向如何では本格的なトリプル安がいつ起こってもおかしくないといった不安感が徐々に強まりつつあるように窺われる。私からは以上である。

速水議長

それでは質問があればどうぞ。

中原伸之委員

先程の外銀のマイナスの放出というのを、もう少し詳しく説明して欲しい。

山下金融市場局長

先程申したように、既に6兆円台を超えて外銀の超過準備が増えてきている訳であるが、その中でも特に積極的にそういうオペレーションをやっているところは実はもう3兆円位になってきている。そういう銀行では、たとえ日本銀行であってもリスク管理をしているので、日本銀行に対してもクレジット・ラインがある。従って、そのクレジット・ラインを超える

ような状況になってきたので、超える部分についてはどこかで運用しなければいけないが、短国は先程申し上げたようにもう何百倍というような形で一杯になっているので、ほかにどこかで運用するとしても、邦銀にはラインがないので出せない。結局、外銀にしか出せないということである。外銀は金はいらないのでマイナス金利でないと取って貰えないということだと思う。

中原伸之委員

もう一つ、社債流通利回りの対JGBスプレッドの拡大が一服しているというので、三つ理由を言われたが最初の理由は何と言ったか。

山下金融市場局長

基本的には二つであり、要するにエンロンのショック以降11月末から11月、12月でMMFは10兆円流出した。そういう大量解約に対応して投信が資産の処分を行った訳であるが、その一環として保有社債についても随分売ってきた。それがスプレッドが12月に大きく拡大する一因になっていた訳であるが、1月、2月と段々量が減ってきて、その分の売り圧力は減ってきたということである。それからもう一つは、ダイエーについてはマーケット全般では評価は余り高くない訳であるが、ただ、いずれにしても3月にかけてどんどん倒産が続出するのではないかといった不安感は、取り敢えずダイエーがああいうふうなソフトな形であったために、ゼネコンを含めてどんどん倒産が続出するということではないという形になったので、取り敢えずどんどんクレジット・スプレッドが拡大するというについては、歯止めが掛かったということになったと思う。

中原伸之委員

今MMFの解約は何兆円か。

山下金融市場局長

11月、12月で10兆円である。1月が確か4千億円位だと思う。

植田委員

5年のところのスワップ・スプレッドが凄いマイナスであり、長期化しているが、裁定が入らないのか。

山下金融市場局長

多分今は、国債マーケットもかなり分断された形になっていると思う。5年のところは、まず、都銀を中心に利喰いというか中期債を売って利益を出しているところと、スワップでポジションを作って売るという両方の動きがあって、ああいうふうになっていると思う。10年のところは、先程の絵を見て頂いたが、非常にいびつな形になっている。去年以降の長期金利上昇局面を比較してみると、今は10年のところが割高になっている。10年が割高なのは、コンスタントに買ってくる簡保とか年金とかがいて、マーケットがやや分断された格好になっている。多分、修正が段々起こってくると思うが、10年のところの現物は凄く低くなっており、レート自体が買われて低くなっているということだと思う。

三木委員

長期金利のところで仕掛けられていると言ったが、もう一度ちょっと説明して欲しい。

山下金融市場局長

基本的には、まず外人が円安ということで、外銀とかリアル・マネーの投資家が現物を売ってくる。それからヘッジファンドとかそういう短期的な価格の動きで勝負している人が先物を売ってくる。それに国内の人達がヘッジ売りとか、あるいはそれに乗った人がいて、先物のところが大きく売られた。その先物が売られたことによって7年とか8年を中心にレートがぐっと上がった。

三木委員

それで引っ張られているのではないかという判断か。

山下金融市場局長

そうである。普通は、かつては押目買いが入って、ヘッジファンドが負けていたが、今はやはり期末が段々近づいてきたのと、やはり株がこれだけ下がって本当にリスクテイク能力がなくなってきているので、債券についても例えば 1.5%は越えないだろうから 1.5%になったら買いたいと思った人も手が出ないということである。

中原伸之委員

要するに 7、8 年が沢山売られた訳か。

山下金融市場局長

いわゆる先物の受渡銘柄というのは、7年から8年のものを中心に動いている。

速水議長

最近先物売りが多いのは今回の特色だという説明だが、その中で、空売りとか貸し株売りとかが目立ってきて規制が行なわれているが、これは新しい現象なのか、あるいは前からあったのがここへきて取り締まりを厳しくし始めたのか。

山下金融市場局長

それは前からあった。98年の時も空売り規制をやった。株が下がるといつも同じことになっている。株が下がるというのは、それなりの原因があって、そうするとヘッジファンドとかそういう投機をやる人達が当然そこを狙って売ってくるので、それを売る時に持っていない人は借りて売るといふ形になるから、それがどんどん加速してくるとこういう現在のよう

な、あるいは98年10月のような状況になる。そうすると、あの時も当局が空売り規制を強化したり摘発をしたということであるが、同じことが起こってくる。

速水議長

それは法的にやってはいけないというはっきりした規制があるのか。

山下金融市場局長

空売り規制というのがあり、そのルールに則ってやっていないということが今処分の対象になっている。例えば空売りした場合には、一つは東証に報告をすることとか、あるいは直前に付いた値段より下で売り叩いてはいけないとか、色々なそういうルールがある訳であるが、それを守っていなかったということである。

速水議長

それはニューヨークなんかと大体同じようなルールか。

山下金融市場局長

基本的にはそうである。

速水議長

ウォッチングが割合甘いということか。

山下金融市場局長

それはこの前も中原伸之委員がそういうことを指摘された。

中原真委員

国債の先物の売建てのポジションは、積み上がったままか。それとも回転しているのか。

山下金融市場局長

そこは一つのポイントになると思う。ただ、それ程大きくはなっていない。ただ、これからロールしていかなければいけないので、もう1か月であるからそういう問題が起こってくる可能性はあると思う。

中原眞委員

今度の限月の取引最終日はいつか。

山下金融市場局長

3月10日とかだが、10日は休みななのでその前後だと思う。

中原眞委員

その辺の数字は金融市場局として持っているのか。

山下金融市場局長

勿論持っている。

中原伸之委員

外人投資家が考えている日本の3月期末にかけてのリスクは、大きいものからどういう順で考えているのか。

山下金融市場局長

順番は分からないが、多分、今一番注目をしているのは、生保と一部大手銀行等のいわゆる金融システムのところがどうなるかということと、それからその前提としての構造改革路線がどうなるかということ、大きくはこの二つではないかと思う。

山口副総裁

最後の話で、市場の中にいわゆるトリプル安というのが起こってもおか

しくないという雰囲気があるという話だったと思うが、そこで言われているトリプル安というのは、例えば株価、長期金利、為替、それぞれどの程度のことが取り沙汰されて、どういうイメージが語られているのか。

山下金融市場局長

数字自体は色々なことをいう人がいるので、これがそのコンセンサスだということは多分ないと思う。例えば藤巻健史さんなどは、円が170円だとか200円だとかとてつもないことを言っており、株についても色々な数字があるので、コンセンサスというのは多分ないと思う。ただ、株について言えば、普通は取り敢えずは9千円から1万円をみていて、場合によつたら8千円台のある程度のところまでいくかもしれないというのが、今のところのコンセンサスだと思う。ただ、やはり皆の想定しているところが、例えば一部の大手金融機関が本当に破綻するのかとか、生保は幾つ破綻するのかとか、あるいはそれに対して政府が有効な手立てを採って海外の投資家からここは安心だと思わせるような行動と先行きに対するビジョンが示せるのかとか、そういうものに全部かかってくるので、その前提条件がどう動くか分からないということであるから、レベルがどうなるかは分からない。ただ、このままいくと株価も長期金利も円相場もとてつもなくマイナスの方向に転じるのではないかという恐怖感を皆持ちながら、日々オペレーションをやっている。

速水議長

それでは次に移りたいと思う。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。松島理事と平野国際局長お願いする。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

平野国際局長

まず、前回決定会合以降の世界経済の特徴であるが、米国、ユーロエリア、それからエマージング、アジアといった主要地域において、いわば景

気底入れの兆しがみられるということではないかと思う。企業コンフィデンスの改善と在庫調整の進展の絵を見て頂くと、ここでは二つ示しており、一つは、米国と韓国の製造業の絵であり、在庫調整がかなり進捗していると言える。もう一つは、ユーロエリア、米国、それから韓国の企業コンフィデンスのグラフであるが、同時的に企業コンフィデンスが改善しているという姿が見て取れる。ただ、最終需要動向には、依然不確実性が高いということだと思う。他方で、金融市場局長からも報告があったとおり、今年の初めにかけて景気回復期待を織り込んで上昇してきた米国の株価であるが、1月中旬以降は軟調な展開になっている。企業収益に不透明感が残っていることに加え、エンロン問題に端を発する企業会計に対する不信感の高まりといったようなことがその背景にある。

米国について順次報告する。まず、昨年 の第4四半期のGDPが出たので、その特徴点だけをかいつまんで申し上げる。景気全体については、調整長期化のリスクは後退して、足許では底入れの兆しが窺われる。第4四半期のGDPは、前期比年率+0.2%とほぼゼロ成長ということである。特徴であるが、個人消費の寄与が3.6%ポイントと非常に高く出ている。言うまでもなく販売促進策による自動車の販売増が寄与したものであり、自動車だけ取り出しても成長に対しては2%強の寄与があり、これが非常に大きく効いている。それから政府支出も大きく寄与しており、言うまでもなく国防支出の増加から政府支出が大幅に拡大したということである。一方で、設備投資、在庫は大幅なマイナスということである。主要経済指標については、特に年明け後の動きを中心にお話する。まず、企業部門であるが、鉱工業生産の12月の数字は、前月比-0.1%ということであり、在庫調整の進捗を背景として、このところ生産の減少幅が縮小傾向にある。それから受注面での製造業受注の12月の数字は、+1.2%で増加に転じている。IT関連財も含めて全般に生産、受注に底入れの兆しが窺われる。企業コンフィデンス、ISM指数を見ると、1月も49.9と前月に比べて改善してほぼ50のレベルを回復した。一方で、いわば遅行指標である雇用面は、引き続き雇用環境の悪化が続いている訳であるが、1月の雇用者

数の減少幅は前月と比べるとかなり縮小しており、雇用環境悪化のテンポがいわば和らぎつつあるということは言えるのではないかと思う。次に、グラフで家計の話を見せて頂く。東京三菱銀行が調査している週間のチェーンストア売上高であるが、これで見ると年明け後も引き続き底固く家計支出が推移しているとみられる。足許の数字を前年比で引き直すと、約3%位を確保している。それから、1月の自動車販売はまだ統計が出ていないが、一応1,600万台程度の仕上がりになったと言われており、取り敢えず1月の数字は、思った程その反動減が出なかったということのようである。消費者コンフィデンスは、12月に大幅改善した後、1月も将来指数を中心に連続して改善という格好になっており、家計支出は底固く推移しているということがこの面からもみて取れると思う。こうした状況の下、FRBは29日、30日に開催されたFOMCで政策金利の据え置きを決定した訳であるが、先行きのリスクに関しては、引き続き景気減速警戒型を維持するということであった。これを受けたFFの先物金利であるが、7月限の水準がちょうど2%位になっており、このFF先物から見る限り、7月限は25bpの利上げをフルに織り込むような形になっている。次に、株価であるが、株価の直近ボトムは今年の9月21日だった訳だが、今年の初めにかけてかなり急ピッチで上昇した後、1月中旬以降は調整色の強い展開である。これまでは景気回復期待を先取る形で上昇してきた訳であるが、企業収益の先行きはなお不透明であり、PERといったバリュエーションをみてもまだ相当高いところにあるということに加え、エンロン問題を契機とする企業の会計情報に関する不透明感の高まりが、株価下落の背景ということである。エンロン問題に関しては、米国を中心に相当な報道があるが、どういう影響が考え得るかというのを簡単に定性的にフローチャートで纏めてみたのが図表8である。考え得るとしたら、こんなルートで影響が考え得るかなということである。企業会計に対するいわば不信感が相当強くなっており、一部ではアカウンティング・クライシスという言葉もされるようである。色々書いてあるが、企業会計を見る目が厳しくなるということは当然であり、さらにはSEC等を通じた財務操作に対

する規制とか、あるいは監視が強化されるというようなことも予想されている。そうすると企業は、結局のところ債務の圧縮に走らざるを得ず、そのことが資本市場にかなりプレッシャーをかけるのではないかという見方もされている。いずれにしてもこの問題は、結構根深いようであり、今後ともそのインプリケーションを、フォローしていきたいと思う。米国については以上であるが、今申し上げたような状況のもとでの米国景気に関する注目点は、回復のタイミングというよりは回復のテンポ、あるいはその持続性といったようなところに移りつつあるように思う。この点に関しての見方はなお分かれているが、一つは、住宅とか自動車需要については、これまでもう既にかかなりの先食いが行なわれているということから、少なくとも今後こうしたセクターが景気のリード役になるということは想定し難いということがある。それから何と云っても企業の収益環境になお不透明感が非常に強いということで、設備投資の回復力に多くを期待できないということもあるし、株価不安も残るという要素もある。あるいは、ドル高、海外需要の弱さもあり輸出の伸び悩みも予想されるというようなこともあり、これまでのところ回復テンポはいずれにしても緩やかとみておくのが妥当ではないかと判断している。

次に、ユーロエリアである。ユーロエリアでは勿論景気の減速が続いている訳であるが、これも冒頭紹介したように製造業PMIの1月の数字を見ると、受注、生産を中心に前月比改善であり、足許では生産調整のテンポが緩やかになる兆しも窺われている。直近の指標で目立つのは、消費者物価の1月の数字が前年比2.5%と前月に比べてかなり跳ね上がっている。一番大きな原因が悪天候に伴う生鮮食料品の値上がりであり、基調としては引き続き落ち着いていると当方ではみている。ただ、この点と絡めて気懸かりなのは、ドイツの金属労組が6.5%という非常に高いベア要求をやっており、そのまま妥結するとは思えないが、仮に結構高いところでこれが妥結するとなると、そのコストプッシュ的な要素が強まる。このことが物価あるいは今後のECBの政策運営にどういふふうなインプリケーションを持つのが、一つの注目点だろうと思う。いずれにしても3月に

ならないと結果は出ないが、一つの着目点であろうと思う。

次に、東アジアである。NIEsの輸出と生産の動向について、季調済前期比のベースでみると、NIEs、韓国、台湾、シンガポール等を中心として、輸出、それから生産面に下げ止まりの兆しがみられる。これも金融市場局長から紹介があったが、こうした状況を背景に東アジア諸国の株価は堅調に推移をしてきている。株式市場への外資の流入も続いているという状況である。為替も総じて安定的に推移している。以上である。

速水議長

ただ今の説明について質問があればどうぞ。

田谷委員

11ページのNIEsの生産のところであるが、12月の段階では、NIEsで生産の前月比がプラスなのは韓国一国であって、ほかの国はまだマイナスだったように思ったが、私が違っていたか。

平野国際局長

然り。韓国一国である。

田谷委員

そうするとNIEsの全部がプラスになっているというのはどうしてこうなるのか。

平野国際局長

流れとしてみると、例えば台湾であるが、10月は9月のリバウンドがあって大きくプラスに出る訳である。11月、12月は若干マイナスであるが、第4四半期均してみると、勿論第3四半期のイレギュラーな数字があるので何とも言えないが、前期比で+1.5%というふうに流れとしては下げ止まりと言えるのではないかということである。必ずしも12月の単月

だけで話をしているのではなく、むしろ全体の流れを追う限りにおいては、下げ止まりということは言える。ただこの絵のようなプラスイメージではないだろうというふうには思っている。従って表現としては、輸出が下げ止まりつつあるし生産が下げ止まりつつあるという評価になると考えている。

中原伸之委員

アルゼンチンの話が出なかったが、何か悪い方向にいつているのではないかな。

平野国際局長

アルゼンチンは日々情勢が変わっている。一言で言うと、引き続き混乱状態が続いており、まだその事態収束の道がみえないということである。直近では、2月3日に政府がドル建て預金融資契約のペソ建てへの転換と二重相場制を廃止して変動相場制への移行——この時期は未定であるが——を発表した訳である。ただ、いつ変動相場制へ移行するのかというのはまだはっきりしていないし、2月3日は日曜日であったが、月曜日以降、今週一杯為替市場は閉鎖をされており、実際その変動相場制移行後のペソ相場がどの位になるかもなかなか見通しが立たないということである。直前為替市場が開いていた先週の金曜日の1日の自由ペソ市場における為替レートは、1ドル2ペソ前後ということであるが、アナリストの中には為替市場が再開されると1ドル3ペソ位になるのではないかなというような見方もある。また、現時点で今年のインフレ率のコンセンサス・フォーキャストを見てみると50%というようないわばハイパーインフレ必至というような見方が出てきており、どうも変動相場制へ移行するのはいいけれども、結局インフレと為替下落のスパイラルが発生して経済が一段と混乱するリスクが高いというふうな見方が今のところ一般的である。当然根っこにある財政赤字の問題であるとか、あるいは、債務のリストラの問題とかそういうことを併せてパッケージとして出さない限り、不安定要素は収ま

らない訳であるが、現在のところはまだ、そう確かなものが出てくる見通しは立っていないということである。IMFは今のところコメントしようもないという状況で、特にシグナルは出していない。材料不足でコメントできないというのが実態のようであり、今IMFのミッションはブエノスアイレスにいるが、帰ってきてその報告を受けて、来週までには非公式の理事会で今後の対策を協議するということのようなのである。従って、今のところ先がどうだということについて、変動相場制へ移行するということとははっきりしているようであるが、それ以外確たる材料は申し上げられることがない。

中原伸之委員

政治情勢が益々混乱しているのではないか。

平野国際局長

暴動も続いており、基本的な社会不安は収まっていないし、そういう意味では、混乱は収まっていないということだと思うが、さらに混乱がひどくなり、今の政権も倒されるというようなことがあるかということについては何とも言えない。非常にここにきてひどくなっているという話は聞いていないが、混乱状態がずっと続いているというようなことであろうと思う。

速水議長

フロートで1ドル2ペソというのは、余り荒れていないように思うが、これは何か限度があるのか。

平野国際局長

然り。まず預金の引き出しの制限で入手できるペソの量に「たが」がかかっているということがあるし、色々な形で当局が介入している、要するにペソを支えているという部分があるので、1ドル2ペソが今の実勢だと

いうふうに思っている人はいないだろうと思う。だから、本当に手を離れた時にどの位かというのは、ちょっと今のところ予想もつかない。2ペソよりも遥かに低いところではないかと市場では言われている。

速水議長

今週一杯クローズなのか。

平野国際局長

今週一杯はクローズである。来週以降開くと言っているが、ただ、他の経済政策の裏打ちがない中で為替市場を再開した場合、さらに混乱が加速するという要素もあるので、実際に開けるかどうかについてはちょっとまだ確たることは申し上げられないという状況である。

松島理事

一つそれに加えて言うと、預金の封鎖ということについては憲法違反というような話も出ており、いずれ封鎖を解除しなければならないと思う。それを今週の昨日だったかに、解除される予定になっていたと思うが——実際どうなっているか分からないが——、そういう話とか送金とか外貨への交換というような色々な規制を解除した場合に、どこまで為替が下がっていくのかということについては、予測がつかないという状況ではないかと思う。であるから、今は2ペソということで動いているが、それはかなり人為的に色々な仕掛けで維持されているということで、今出ているレートが必ずしも実勢とは言えない。本当にどこまでいくのか、またフリーフォールになった場合に後の経済運営がどういうふうになるのか、またそういうことを想定した場合に、本当に対処し得るような政策を打ち出す程の政権としてのオーソリティーが確立しているかということとそれもないということで、先程の国際局長からの説明にあったように、当面はIMFとしても、あるいは先進国としても国際金融社会としてももう少し様子をみるということにならざるを得ないのではないか。

須田委員

米国の財政政策の話であるが、今回の財政政策の効果をどう考えるか。第4四半期もかなりのウエイトだが、アメリカを考える時に財政の問題がどういうふうに景気に影響を与えるというふうに考えておけばいいのか。要するにそれがなくても大丈夫だよと言っているような話もある。しかし、オニールが大丈夫だよって言っている一方で、これが少しおかしくなったらとんでもないことだという発言が出てくるのをみていると、そこをどう位置付けておけばいいのかというのがちょっと分からない。

平野国際局長

財政支出すればその分正直に政府支出が出てくるから、GDPの押し上げ要因になるというのは当然である。しかし、マクロ政策としての財政の効果と経済そのものが持っている自律的な循環力というのを比べると、これまでのところは後者の方がやはり遥かに大きいということであって、マクロ調整策としての財政政策には、自ずと限界があるなというのが私の今持っている印象である。というのは、ちょっと前までは、追加的な刺激策というのが盛んに議論されており、下院では確か1千億ドルか何かの刺激策が一応合意されて上院に送られ、上院でもめていた訳である。ところがテロが一応取り敢えず一段落したのと、それから、景気の先も多少明るい動きがみえてきたというようなことでモメンタムが急激に低下し、結局追加的な財政刺激策については、棚上げというような状況になっている訳である。これが実際に発動されれば、600億ドルになるのか1千億ドルになるか分からないが、実際は発動されそうもないという状況になりつつある。それにもかかわらずマーケットは全くそれに反応しないし、実際、経済のピクチャーは余り変わらないというようなことがある訳であり、確かに財政支出はそれなりの効果があるけれども、それよりも重要なのは経済のアンダーラインな流れ、そちらの方が遥かに重要だという印象をまず受ける。それからもう一つの印象は、ブッシュの予算教書などを見ると、やはりジレンマがあるなという感じがする。こういう局面であるから、非常に

アップビートであり、経済は大丈夫だというシグナルが政府のあちこちから出てくる訳である。しかし、一方で、追加刺激策を通すためにはこのままではなかなか経済は立ち上がらないというようなトーンも出さなければいけない訳である。どうも股裂きにあっているような印象があり、結果としてその辺のシグナルが非常に混線している。そのことがある種ブッシュの言っていることの迫力を低下させ、結局刺激策が今棚上げ状態になっているということに繋がっているのではないか。それが二番目の印象である。それからもう一つはアメリカの財政のピクチャーというのは、ちょっとしたことでもの凄く大きく振れるなという印象もある。一頃までは米国国債市場がもう急速に縮小してくるのではないかと私共は非常に心配していたが、当面ちょっとそういうことは余り心配しなくていいのかなということで、数か月も経たないうちに非常にドラスチックにピクチャーが変わる。そこも振り返ってみるとサプライズと言えばサプライズである。そういうものとして受け止めなければいけないなと考える。

三木委員

韓国経済はどうか。テイクオフしたという感じになるのか。

平野国際局長

これは前にも申し上げたが、韓国経済は比較的健闘していた。比較的健闘していた要素は、台湾に比べればIT依存度が小さいということ、要するに、裾野が広いということと、財政支出を相当活発にやっておき公共投資辺りが相当伸びているということで、全体として経済の動きが合っており、公共投資を中心に内需も良く、輸出の落ち込みもそれ程ないということでそんなに落ち込まなかったし、ここへきても財政的な支出を相当活発にやっていることが経済を支えている。それに輸出が少し先が見えてきたということで、ムードは良くなっているということだと思うが、ただ、これで本格的に韓国内需、民間の設備投資であるとか消費がどんどん伸びていくかということ、まだそこまでの確たる展望はないということだと思う。

三木委員

企業と業種によるのだろうが、我々からみたら相当大規模な設備投資計画というのを少しずつ今出しているところがある。

平野国際局長

もう一つ韓国の場合は、一昨年のもれりから例の財閥の社債の償還懸念が結構世の中を暗くしていたが、これも政府の挺入れによって危機を回避し得た。例えば大宇とGMだとかハイニックスとマイクロンとかの売却交渉も、少しずつ軌道に乗り始めたということで、そこら辺りの企業リストに絡む動きにも好材料がみられることが、ある種心理的な支えになっている。これが株価の上昇の一つの材料になっているということもあると思う。

三木委員

ウォンは円と大体平行に安くなっていると考えておけば良いのか。

平野国際局長

円の方が円安である。ウォンの実効レートは足許で若干上がっている。

速水議長

宜しければそれでは次に移りたいと思う。調査統計局から最近の国内経済情勢について、永田理事と早川調査統計局長に願います。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

まず、図表2の公共投資について、第二次補正予算が通ったので、その関連について少し申し上げたいと思う。実は、ここ何年間か補正予算は定例化しているために、請負金額が年度末のところではいわゆる心電図みたいにピクッピクッと跳ね上がる傾向がある。恐らく今年についても幾らかは

こういった現象が出てこようかと思っている。しかしながら、これまでも主に地方の公共投資の減少によって、GDPベースの公共投資はずっと減少傾向を辿ってきた訳で、今年についても地方が減ることに加えて、そもそも当初予算がかなり大幅な減少であるので、基本的には補正予算で一時的に何らかの影響が出ることもあるとしても流れとしては公共投資は減少基調である。それから恐らく補正がいつもより遅めであるので、若干発注の時期や進捗の時期が少し遅めに展開する可能性が高いと思っている。次に、図表5の輸出入のところを説明したい。まず輸出だが、第4四半期の実質輸出は、結局前期比-1.7%と減少で着地した。しかしながら、第1四半期から第3四半期に比べて減少幅はかなりはつきりと縮んできていると理解して良いかと思う。財別でみると、まず情報関連は、第4四半期は依然として-5%と少し大きめの減少になっているが、やはり世界的にみた情報関連のマーケットの状況を踏まえると、これでも一応減少幅が縮小しつつあると考えて良いと思っている。中間財については、第4四半期は増加しているが、これはただ今お話があったようにアジアでも中国とか韓国辺りでは公共投資をかなりやることによって景気を支えてきている。これと足許の円安が重なる形で鉄鋼とか化学辺りのアジア向けの輸出が伸びているということで、こういった動きはもう少し続くのではないかとみている。さらに自動車関連だが、これまで自動車関連が増えてきて、第4四半期はアメリカの例のインセンティブ・セールがあるので恐らく高水準を維持するだろうが、我々は第1四半期にかけての反動減をかなり心配していた訳である。しかし、今の情報でいくとそれ程大きな反動減は心配しなくてもいいのではないかという感じになりつつある。図表7の自動車販売の月次の数字で、1月はあくまで暫定的な数字だが見てみると、確かに10月、11月の数字と比べると落ちていることは間違いないが、ではインセンティブ・セール前と比べてどうかというと、実はそれ程落ちている訳ではない。普通で考えると、インセンティブで増えた分どこかで大きくえぐれるという可能性があるのではないかと思っただが、実は意外に健闘しているということである。加えて、日本車は元々アメリカメーカー程大

きなインセンティブをかけていなかったもので、元々反動減が小さくて、現に1月はまだ統計が出ていないが恐らく前年比でもプラスをキープした模様である。今後も日本メーカーについてはむしろ円安の差益もあるものだから、その気になればインセンティブをつける余地もあるということを見ると、減少する可能性は十分あるが、大幅な減少ということによって全体の輸出の流れを変えるという程にはならないのではないかと考えている。それから、海外経済はただ今国際局長からお話があったとおりで、図表9は日本の輸出ウエイトでその海外の成長率を組み直したもののだが、世界計の2002年のところをみると、本当に久し振りに上方修正になっている。主な上方修正は、今回は東アジア、例えば韓国辺りということである。なおこのところ、アメリカの数字についてはまだブルーチップの1月号が使われている訳だが、恐らく2月号では多分何がしかの上方修正になってくるであろうという見方である。ということなので、IT関係の在庫調整の進捗、それから円安、海外経済の幾分の持ち直し気配といったことを考えて、特に米国向け自動車的大幅な反動減がなければ、輸出の方は段々下げ止まりに近付いてくるということではないかと思っている。他方、図表11の輸入の方だが、第4四半期は前期比+1%で着地したが、私共はこちらの増加は実勢とは必ずしも思っていない。前にも申し上げたとおり、通関日数の影響が輸入の方に沢山出るので、第3四半期の減り方が大き過ぎて、逆に第4四半期はやや強めに過ぎていると思っている。中身的にも若干イレギュラー要因があって、財別で申し上げますと、情報関連が第3四半期13%の減少のあと第4四半期3%の増加になっている。これは確かに世界的な情報関連の動きの変化があることは間違いないが、この極端な数字の裏にはやはりウィンドウズXPの発売前の輸入の手控えとその後の輸入の増加みたいなものがあるので、実勢として減少幅が縮小しているとは思いますが、この極端な動きはややイレギュラーだと思う。ほかにも例えば食料品辺りの増加について申し上げますと、これは狂牛病の影響もあって鳥と豚の輸入が増えたとか、セーフガードが切れたので中国からねぎが沢山入ってきたとか、そういうイレギュラーファクターが入って

いるので、恐らく実勢としてみると輸入はまだ減少基調なのではないかと思っています。もちろん減少の仕方は情報関連財が輸出入共に同じ方向に動くので小さくなってくると思うが、まだ輸入は下げ止まったというふうには考えていない。いずれにしても純輸出で考えた場合に、去年はかなり大幅な減少になった訳だが、米国の景気がある程度落ち着いてくるとということ、それからITのショックが一巡してくるとということになると、本来の純輸出のベースを決定する要因であるところの内外の成長率格差、それから為替レートといったことを考えれば、純輸出はこれからどちらかというところプラス方向になってくる可能性が高いだろうと思っている。それから設備投資関係については、まだ機械受注も出ていないので特に新しく説明する数字はない。基本的には減少基調であると考えて頂ければ良いかと思っているが、一点、図表17の企業収益について若干のコメントをしたいと思う。野村証券調べの企業収益の上場企業の数字をみると、2001年度については下方修正の程度が少し収まってきたという感じはあるが、いずれにしても製造業、非製造業共にかなり大幅な減益で、特に製造業の減益が大きいということは、皆さん承知のとおりである。むしろ今日申し上げたいと思ったのは、2002年度の話で、まだ数字はない訳だが、この野村証券の調べだと共に増益という姿になっている。そのもっともらしさということだが、まず製造業について申し上げますと、後程もお話するように生産はどこかで下げ止まってくる可能性が高いと思っている。そうなる中であって、価格面を考えてみると一つに円安がある。もう一つは原油価格は平均としてはかなり下がるので、それに伴う交易条件の好転がある。最後に人件費の抑制はかなりやっていると考えれば、この数字が実現するかどうかはともかくとして、製造業については2002年度の収益環境が良くなる可能性は十分にあると考えられる。他方で非製造業はどうかと考えると、これはあくまで野村証券が130社のサンプルでやっていて、この130社のサンプルでどうなるかははっきり言って分からない。ただし、一般的に非製造業を取り巻く環境がどうかと考えてみれば、ただ今製造業について申し上げたプラス要因の中で非製造業について当てはまるのは

実は人件費だけである。そうした中であって最終需要面から考えれば、公共投資は減る、それから恐らく雇用環境等から考えて個人消費は弱いだらうと考えると、製造業と同様にこちらも増益であるということについては、実は余りそのような根拠がないのではないかと思っている。次に、図表 19 の個人消費である。個人消費については引き続き弱い動きが続いていると思っている。一点だけ、例外というべきものは車の動きで、1月はウエイトが小さい月ではあるが11月、12月に続いてかなり増加しており、1月の数字の10~12月対比はかなりの増加である。所得環境が悪いにもかかわらずやはり新車を出すとそれなりに売れるということはどうもあるようである。しかしこれを除いてみると、例えば百貨店、スーパーとかをみると、百貨店は何とか10~12月横這い圏内をキープしているが、スーパーは大幅な減少が続いている。それからコンビニエンスストアも弱い。旅行についても12月は幾分持ち直しの兆しがみられたが、やはり10~12月で見れば当然のことではあるが大幅な減少になっている。10月、11月と異常に強かった家計調査の消費水準指数も12月はかなり落ちたものだから、10~12月を括ってみると、まだプラスではあるが、GDPに大きな影響をする程でもないかなという位の感じになってきている。なお、図表 23 を見ると、一連の消費者コンフィデンス指数は相変わらず弱い。むしろ去年の秋にかけて大幅に悪化した後足許も横這いか弱含み位の感じだが、後程申し上げるように所得環境はかなり弱いものだから、個人消費について申し上げるとあくまで所得の弱さの範囲内の弱さということで、特にコンフィデンスの悪化によって消費が大きく落ち込んでいるという程の数字ではないのではないかと思っている。さらに今度は、図表 27 の生産・在庫についてお話したいと思う。生産は第1四半期から第3四半期まで、前期比4%位で減少してきた後、10~12月は前期比2.3%の減少ということで、先程輸出もそうであったが減少幅が半分位まで縮んできている。中身を見ても、これまで大幅に減少していた電機のところの減少幅が小さくなっている。1~3月については、今のところの1、2月の経済産業省の予測指数を使って伸ばすと、前期比+2.6%とかなりはっきりした増加にな

るという計算である。ただ私共では正直言って、これがそのまま実現するとは考えていない。恐らく+2.6%みたいなはっきりしたプラスにはならないと思っているが、一方で、仮にマイナスになるにしても、恐らく10~12月に比べてさらにマイナスが縮小することはほぼ間違いないと言って良いかと思う。その一つの証拠としては、生産予測指数の修正状況を見てみると——生産予測指数の修正状況というのは、景気循環に非常に密接に関連していて、在庫調整局面では下方修正が起こるとというのが常である—、実はこの去年の1年間というのは、この予測指数の下方修正幅が普通の景気後退局面に比べても極めて大きかった訳である。その主役は電気機械であった訳であって、そういう意味では今回のいわゆるIT部門に対するショックが相当大きかった訳だが、少しずつ下方修正幅が縮んできた訳なので、先程の+2.6%については恐らく下振れるとは思いますが、下振れが大きくて10~12月よりもマイナス幅が大きくなってしまったということはまずあり得ないと考えていいと思う。図表28の在庫循環については、前から申し上げているとおりなので特に申し上げないが、全体としても調整がはっきりと進んでいるし、電子部品はもう後少しであり、それから素材のところもある程度目にみえた調整が進んできている。こういう訳で、生産面からみると少しずつ景気の悪化は和らぐ方向にあるように見えるが、他方で逆に悪い方では、図表30以下の雇用面はむしろ一段と悪いという感じである。失業率は毎月毎月ピークを更新しているし、求人倍率も低下を続けている。求人・求職の動きをみると二つ位のことを言える。まず、レベルでみると今でも求人は減りつつあるが、96、97年のピークよりまだ高い訳で、求人は高い。求職ももの凄く多い。両方高いところで競っているという意味では、根っこにおいては市場のミスマッチがまだ相当大きいということの意味している。足許の変化ということに着目するのであれば、求職の増加が目立っていて、これが求人倍率を押し下げている。この求職の動きといわゆる非自発的失業の動きというのはほぼ一致する動きであって、そういう意味ではこの求職の動きというのは非自発的失業の増加を表わしているものなので、やはり根っこにミスマッチがあることは

間違いないが、足許のところでは循環的な悪化がかなり顕著になってきているということである。人数の面でも自営家族の減少が続いている中であって、雇用者数が減少してきたために就業者数全体の減少幅がかなり大きいということである。そうした人数に加えて今度は賃金面で冬のボーナスをみると、11月、12月合わせて毎勤統計ベースの特別給与が前年比で5.8%の減少ということでかなり大幅な減少になっている。日経連調査とか日経新聞調査の動きとはかなり異なったものになっていて、製造業に比べて非製造業が弱い。それから30人以上に比べて30人以下のところでの弱さが目立っている。最近のトレンドではあるが、改めてそういった傾向がはっきり出てきている。その結果として、図表33の所得も足許一段と弱さが目立ってきている。もちろん所得の数字は、3か月毎に括っており、12月の数字は単月なので少し極端に出過ぎているのは間違いない。ただ、そうはいつでも所得の弱さ、特に実質賃金とか実質所得でみたところの弱さはかなりはっきりしてきているということではないかと思っている。最後に物価関係では、卸売物価がまだ出ていない。明朝発表ということで私も数字を知らないのですが、若干のいわゆる周りのデータをみておきたいと思う。そこで図表37の商品市況について、日経の42種という指数を見ると、緩やかではあるが12月、1月と2か月連続で上昇した。弱いのは石油、特に化学で、これはどちらかというとい既往の原油安に伴う化学の低下ということが起こっている訳だが、一方で、一つはこれは円安と海外市況だが非鉄が上がっている。それから在庫調整の進捗等を反映して鋼材も底固い。最後に半導体市況が上がっているといったことで全体としては少し上昇という感じである。WPIについては、商品市況が上がったからといってWPIまで前月比プラスになるとは思わない。特に1月は若干季節要因とかもあるのですがプラスになるとは思わないが、恐らく3か月前対比みたいな数字でみると12月から若干マイナス幅は縮小したが、恐らくマイナスが縮小するような動きになっているのではないかと想像している。他方でしかし、例えば図表42の消費者物価の方をみると、同じ動きかというとい必ずしもそうではなく、前年比でみたマイナス幅はこのところまた少し拡大

している。もちろん、前年比-1.0%から一旦-0.7%まで縮んで、また-0.9%ということなので、特に大きく拡大している訳でもないし、足許の理由は何だと問われれば、石油製品の既往原油安の影響というところが一番大きいので、大きく環境が変化したと思っている訳ではないが、必ずしもCPIがWPIと同じように動くというものでもない。CPIの方は今申し上げたように直ぐ反応が出てこない訳だが、図表39のWPIの方は、比較的景気循環というか在庫循環に対して素直な数字である。図表の太い線は、鉱工業生産の出荷の前年比と在庫の前年比を引いたものなので、いつもみている在庫循環の絵をいわば時系列に展開したものであるが、これと卸売物価の前期比をみるとかなり密接な相関があるということで、在庫循環が回ってきたということは卸売物価の前期比の下落のテンポは少し緩んでくる。勿論本当は円安とか海外市況も影響しているが、在庫調整の進捗というのは一つの大きな理由であるということはいえるだろうと思う。

ということで本文の概況だが、ただ今申し上げたことは概ね前回本席で説明したことの線上で経済は動いているということではないかと思っている。具体的には、前回、恐らく輸出、在庫、生産といった面では景気の悪化テンポは少し緩んで、段々景気の底が視野に入ってくるであろう。しかし、他方で例えば、雇用とか消費というのはむしろもっと弱くなる可能性が高い、と申し上げた訳だが、本日説明したことは大体そういった線上で動いているということである。もう少し正確に言うと、生産の予測指数辺りは私が思っていたよりも少し強めの数字が出ているということであり、他方で雇用などは、特にボーナスの減少幅は私が前回思ったよりも少し大きめということなので、思ったよりコントラストがもう少しはっきり出るような方向の動きが出てきたということであるし、物価についても卸売物価はまだ出ていないが、前回申し上げたようにWPIのマイナス幅は多分縮小してくるだろう。ただ、消費者物価がそうなるかどうかは必ずしも明らかではないが、大体そういった線ではないかと思っている。従って、今月特に新しく申し上げることは余りないが、先程少し企業収益を紹介したのは、新しいことを申し上げるよりも同じことを別の切り口から言えば

どういふことになるかといふことを申し上げたかった訳である。それはどういふことかといふと、恐らく今後いわゆる企業からみた時に、産業・企業間の二極化がより鮮明になってくる可能性が高いといふことだと思つてゐる。ある意味で去年は、二極化といふ観点から言えば、むしろ二極化は一旦薄まったと思ふ。要するに日本でもっとも競争力の強い企業は何かといへば、いわゆる輸出関連の製造業に揃つてゐる訳だが、去年はまさに米国景気の急減速およびそのITのショックといふ形で、日本経済にとって一番強い企業のグループに対して強烈な逆風が吹いた。彼等の生産が落ち、収益が落ちたといふのが去年の大きな特徴であつた。そういう意味では、トップグループが引込んだ訳だから、ある意味で低い方で皆揃つてしまつたといふ感じがあつた。先程申し上げたように現状はまだそんな話のはっきりある訳ではないが、仮に海外景気が落ち着いてきて、ITショックも落ち着いてきた、為替は逆に円安であるといふ環境を考えると、もちろん総合電機みたいに個別の問題を抱えている会社はあると思ふが、全体として考えれば、日本の製造業、輸出関連の製造業の収益環境といふのは恐らく良くなっていく方向だと思ふ訳である。ただ、その一方で、これまで日本経済の弱い部分と考えられたところ、すなわち構造問題を引きずつてゐる建設とか流通、そういったところを巡る経営環境といふのは先程申し上げたとおり、仮に世界景気がどうなるかとか、ITがどういふか、あるいは幾分為替が円安になるとか言つてもそういうことによつてこゝろの部分の経営環境が良くなる訳ではないので、方向としてみるといわゆる二極化の鮮明化といふことになるのではないかと思ふ。これはあくまで先程申し上げた、こゝろは良くなるがこゝろはまた悪くなるといふ話を裏返しただけの話だが、そういうことではないかといふことを申し上げて私の説明は以上である。

速水議長

ただ今の説明について質問があったらお願いします。

須田委員

現状評価の「広範に」という表現を取るということだが、「広範に」を取ると少し前進することになるのか。

早川調査統計局長

そこは月報の説明の時に吉田企画役が申し上げると思うが、この時点の現状判断としてこれを上方修正とは考えていない。と申すのは、一方において確かに在庫とか生産の面からみると、落ち方は緩みつつあるのかもしれないなという感じはするが、雇用面については月報の文章に書いてあるように、むしろ厳しさを増しているということであるので、ここは上方修正ではなく、全体としては据え置きであると考えている。「広範に」を取ったのは、あくまでこれまで輸出、設備投資に加え個人消費もということとで全体といったのだが、輸出の方が段々下げ幅が縮小してきて、「広範に」とは何なのという感じもあるので、この際、何々に加え、何々もということに加えて、広範も一緒に取ろうと考えている。ずるいかもしいないが、内閣府でも今まで「一段と」とか「さらに」というのを取られて「据え置き」とされているので、私もそうやって言い張ろうと思っている。現状で、直ちに上方修正というのは幾ら何でも違和感がある。ただし、やはり経済で起こっていることはできるだけ正確に表現したいと思っており、表現は変えるがその評価として据え置きであると言い張ろうと思っている。

中原伸之委員

評価としては何だって。

早川調査統計局長

据え置きである。

速水議長

非常にプリミティブな質問だが、今回は悪いのは雇用だけだと、確かに数字は5.6%というのは日本にとって初めての経験である。この水準というのは、僕はいつも不思議に思うのだが、アメリカも今5.6%である。それからヨーロッパはかなり減ったが8.5%であり、経済情勢も決して良くはない。日本は6%になるかもしれないと言って皆非常に大変だ、大変だと言っている。どうしてこういうふうになるのか。

早川調査統計局長

これはなかなか難しい議論で、前はこれは統計の違いだという説もあったが、例えば日本と米国については、統計をつき合わせていくと相当近いものであり、統計の違いでどうこうということではないと思う。むしろ色々な意味での制度的な構成の違いみたいなものを表わしていて、例えば欧州についてはやはり失業給付金も手厚いし、先程平野国際局長から労働組合の話があったが、世界的に労働組合の力は弱くなっていると思うが、日本とかアメリカに比べれば欧州は強いということもあるし、そういうことでどうしても労働市場の硬直性ということやはり欧州が一番強い。先程も紹介があったが、欧州は、はっきりいって失業率は非常に高い。ドイツについては景気がそんなにはっきり良くなってきている訳ではないにもかかわらず、かなりの賃上げ要求が出てくるような国なので、そうすると一種の構造的な失業率みたいなものがどうしても高くならざるを得ないということだと思う。それに対して、アングロサクソンは全体にそうだが、それに加えて日本も例えば欧州に比べると、やはり失業給付金の水準は決して高くはないし、失業給付期間も決して長い方ではない。日本は、アメリカよりは手厚いが、大陸欧州よりは多分失業者に対して厳しいような制度を持っている国だと思うので、そういう意味では、そういった制度の違いみたいなものが一つあって、それぞれの失業率の水準の差みたいなものが大きく表われているということだと思う。それから先程も少し申し上げたように、失業率5.6%ということの評価するに当たっては、やはり

二つの視点が必要であって、まず第一に5.6%の水準を考えるうえでは、例えば単なる職安統計一つを見ても、求人も高い、求職も高いという状態に今あって、そういう意味ではある種の労働市場のミスマッチを表わしている訳であって、1%、2%が5%、6%にもなったというのは、それは決して全てが足許の景気の問題だけではないということが一点ある。それと同時に先程も紹介したように、ここ半年に限って言えばやはり非自発的失業者がかなり急速に増えている訳だから、そういう意味では循環的な雇用の悪化というのもやはりかなりはっきりしているということである。その両方の点はやはりバランスよく押さえておく必要があると思う。それからあと、よく議論になるのは例えば最近で言えば、実は日本の場合もいわゆる若年層の失業率が相当高い訳だが、これについては色々な議論があってなかなか正確に申し上げるのは非常に難しい。ある種、いや彼等はお気楽に遊んでいて失業になっているのだという議論もあるが、最近学習院の玄田先生等がおっしゃっているように、それはそうではなくて、「やはり日本型の雇用調整の皺が彼等のところに寄っている」という議論もあって、これはなかなかどっちだと決め付けるのは難しいような議論のように思う。

速水議長

アメリカでは92~93年か、生産は伸びるが雇用はまだ良くならないということがあった。ああいうことが日本の場合も…。

早川調査統計局長

いわゆる、ジョブレス・リカバリーですね。

速水議長

然り。ジョブレス・リカバリーだ。日本でもこれからああいう傾向になるのか。

早川調査統計局長

まだ直ぐにリカバリーという言葉を使える段階ではないが、あくまで仮定の議論として、例えば今の感じで言うと、生産は前回も申し上げたとおり、年のどこかで下げ止まってくる可能性はあって、それは海外景気とかITのリカバリーの程度次第ではあるが、鉱工業生産みたいなところを中心に物を考えるのであれば、年内に何らかの緩やかな回復が製造業部門で起こってくる可能性はあると思う。ただ、その時にいわゆる雇用環境が良くなってくるだろうか考えると、それはそうではないと考えるべきだと思う。まず一点目に、日本の雇用の圧倒的な部分を抱えているのは製造業ではなくて非製造業であって、先程もお話したように仮に製造業の生産が上昇に転じても、非製造業の活動は恐らく低迷を続けると思うので、その点だけを考えてもそう簡単に雇用は増えない。二点目、では製造業はどうかということだが、仮に先程申し上げたように製造業で収益が増えたとしても、今直ぐ製造業が雇用を増やすような環境にあるかということ、それは到底そうではないと考えられる。雇用も設備投資も恐らくそう簡単にはやらないと思うが、仮に設備投資をするにしても、むしろ恐らく、景気がある程度回復する局面こそ投資をやるのに、今は国内でやるのか海外でやるのかという議論が出てくる局面である。場合によってはそれは海外にいつてしまうとすると、国内での雇用の創出ということに関しては、恐らく連結ベースで考えて、設備投資の回復よりもさらに遅くなる可能性が高いということなので、年内、むしろジョブレス・リカバリーと言えればいいなあという感じである。仮に来年位まで見通して、海外経済環境がますます良い状態がキープされて製造業がそれなりに伸びていったとしても、私はそれでもせいぜいジョブレス・リカバリーではないかという感じの印象を持っている。

中原真委員

企業経営者の話を伺うと、これから景気が多少回復しても雇用を増やそうなんていう先は、新しい業態とか、IT関連の急速に業況を拡大してい

る極く一部を除けばまずない。今後 10 年間は失業率は上がりっぱなしではないか。

三木委員

要するに今まで日本の場合、特に製造業は企業内失業を全部企業で抱え込んでいた。この間のバブルができるまでは全部そういう形できたから、絶対値としての失業率という数字自体が低い数字で出ていたのではないかと思う。それがバブル崩壊後は、構造改革、構造調整の真只中に入ったものだから、まず人件費からだーっと落として、企業内失業が少しずつ表へ出てきているので、失業率がずっと上がってきているという形になってきているのではないかと思う。今までの失業率でいうと、アメリカが 5.6%、日本も 5.6%、ヨーロッパ 8.5%という数字であり、そのベースの違いがあるのかもしれないが、日本では構造改革の中で表へ出ざるを得ないということになってきたということではないかと思う。そうすると、今の説明のように今後のことを考えた時に、仮に景気が上がってきても、それをもう一度企業が抱えなおすことには絶対ならない。そうするとそれをどこでやるのかということが第三次産業、非製造業の動き次第であるという調査統計局長の説明に納得する。

早川調査統計局長

良くてジョブレス・リカバリーだという感じである。勿論ロングランで考えると少し話が違うのかもしれない。例えば雇用にもデモグラフィック・ファクターというのが随分効いていて、大企業の雇用で考えると、いわゆる団塊の世代が今 50 代にいて、あと数年するといわゆる大企業セクターからほぼ定年を迎える訳である。そうすると、実はかなりごそっと減るということがあって、労働マーケットは色々な形で活性化されてくる。要するにそういう人達の再就職の問題と、それから逆にその結果として新規の雇用を採れるような状況になってくる。もう少し色々なことが起こってくる訳だが、目先数年間は実を言うとデモグラフィックなファクターか

ら考えても実は非常に企業としては雇用を抱えるのが苦しい状態だと思う。

速水議長

構造改革の進行に伴う、必然的な痛みだと思う。

早川調査統計局長

そういう意味では、もちろんある種、そういうデモグラフィック・ファクターなどを考えれば、色々なことの組み合わせ、もちろんセイフティー・ネットの議論もあるだろうし、それから年齢構成をどう変えていくかとか、そういったものと全部一緒にならないと、単にこれをやれば宜しいとか、ワークシェアリングで答えは簡単とか、そういう話ではないと思う。

中原伸之委員

あなたが前から言っている団塊の世代の早期引退待望論か。

早川調査統計局長

別に待望している訳ではないが、恐らくそういうことは、実際に大企業の年齢別のプロフィールを書いてみると、明らかにそういう傾向がある。

速水議長

日本の社会で初めての経験だから、雇用というのは非常に皆気にしている。その辺が構造改革にはこれができなかつたら構造改革もできないんだという逆の言い方ができる位の必然的なものだと思う。

早川調査統計局長

それは全くおっしゃるとおりで、構造改革という時にももちろん色々な議論があるが、一番大きな玉を挙げろと言われれば金融と雇用ではないかと

思う。

速水議長

その説明をこれからしていくのは難しいが、やらなければいけないことだと思う。政治の立場では非常に言い難いことだと思うが。

ほかになければ次に移る。それでは次に金融環境について増淵理事、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

それでは金融環境の説明をする。構造改革のメインポイントの雇用と金融の方になる訳だが、実は計数的に言うとクレジット関係とマネーの計数が明日の朝発表なので、若干推測も踏まえて報告したいと思う。今回の特徴は三点あって、小さな変化が二点と非常にリマークブルな変化が一点ということである。小さな変化を申し上げると、一つ目は、これはまだ結論を出すにはもう少し様子を見る必要があるかと思うが、少なくともCP・社債市場の環境の悪化というのは、取り敢えず今のところ止まったというのは強いかもしれないが、どんどん悪化が進むという事態ではなくなりつつあるということである。それに対して金融機関の貸出態度、あるいは貸出しそのものについては、引き続き徐々に厳しくなる方向が続いているというのが二つ目。あと三つ目、これは申し上げるまでもないがマネタリーベースの伸びが20%を超えた。昨年から10%を超えているので、慣れっこになっている面もあるが、やはり23%という数字がいかに大きいかということは後程説明する。その三点が中心である。まず、図表1のクレジット関連指標だが、今申し上げたとおり、1月の貸出の数字は明日発表なので、この12月の-2.1%がどうなるかはまだ分からないが、ヒントとして3月の計画をみると、主要3業態の貸出実績・計画——これは5業態ではなくて、3業態なのでベースが違うが——、足許12月実績が-2.8%、3月計画-4.0%ということである。最近この計画というのが割と近いとこ

ろで実績も落ちるので、今の足許のマイナスからさらにもう1%位はマイナスが深まって3月は着地するということを考えると、毎月0.数ポイントずつマイナスが深まるというようなコースの蓋然性が高いように思う。ヒアリング的にはCP・社債ができなかった分の貸出の跳ね返りというようなアネクドタルな話もあるが、これは量的には非常に小さいもので全く押し上げには至っていないと思われる。それに対して図表3のCP・社債市場の動きだが、——こちらの実はまだCPの数字が出ていないが——ヒアリング等の感触を踏まえると、この12月までに20兆円強、12月は具体的には22兆円だったが、22兆円程度の残高はどうもキープできているという感じである。企業等の感触を踏まえると、CPの発行環境は、一般的に12月、1月と悪化した後、1月の下旬からは少なくともどんどん悪化するという地合いではなくなっているようだ、というようなヒアリングの情報が得られていて、残高自体も大体22兆円位キープできるのではないかという感じである。ただし、前年比という意味では残高が一定でもどんどん落ちてくるということになる。それから社債だが、1月は発行額自体は2,690億円と非常に小さかったが、これもトリプルB格はずっと厳しかった。12月にかけてシングルA格もやや発行が厳しいという状況になっていたが、1月についてはシングルA格の発行も四社ばかり再開されたし、個人向けであるが久しぶりにトリプルB格が800億円位個人向けに起債されたので、これも環境が良くなっているというには程遠いが、少なくともどんどん悪化するという状況ではなくなっているようである。ただ、個人向け社債というのは、社債市場の環境が良くなったというよりは、ペイオフ解禁を控えて個人の資産分散の需要を狙った発行というような面もあるので、評価はなかなか難しい面があると思う。クレジットについては以上である。次に、マネー関係で図表6のマネタリーベースをみると、1月のマネタリーベースの伸びは+23.4%という数字を記録することになった。この+23.4%という数字だが、直近のピークが2000年1月Y2Kの時の+22.8%だったので、これを越える伸びとなった。これが過去のどの位の時期に相当するかというと、新聞でも幾つか報道されているが、

いわゆる狂乱物価時の74年8月の+23.9%以来28年振りの伸びということである。申し上げたいことは、当然ハイパワードマネーとM2+CDと物価の関係というのはラグもあるので、そう単純に比較してはいけませんが、この74年の8月頃のハイパワードマネーが23%伸びていた時期、マネーサプライの伸びは+17%、その時のCPIは前年比で+22%なので、いかにこのピクチャーが違うかということが分かるような数字かと思う。いずれにせよ+23%というのは非常に高い数字である。中をみると、日銀券の発行高が12月の+8%から1月の+10%にジャンプアップしているという点が特徴である。もちろんこの背景には色々な要因があろうかと思うが、低金利で、靴の底が減るコストが大きくなっているということが非常に効いているような気がする。1月についても、年末に世の中に出た銀行券は、出る額は大体見通しどおりだったが、戻りが非常に悪くて1月5日から外し出したという感じだったので、いわば世の中に滞留する金がどんどん増えていると思われる。マネーサプライは12月+3.4%の後まだ数字が出ていないが、エンロンをきっかけとするMMFシフトは一段落しているが、1月も数千億円レベルのオーダーでは続いているので、もう暫くはこの残高効果で若干伸び率は高まるという地合いが続くだろうと思うが、基調的な資金需要の弱さとの引っ張り合いでどんどん伸びが高まるということにはなからうかとは思ふ。図表7のベースマネーの下のグラフをみると、今年の半ばからどんどんベースマネーの伸びが高まっていて、寄与度としては現金の伸びを当座預金の伸びが上回り出しているという絵がみてとれる。当面の数字のイメージを作って頂くために、仮に銀行券がこの後10%で伸びるということを前提にして、当座預金が10~15兆円という範囲内で動いた場合、それぞれ上限、下限で10兆円、15兆円のオーダーでベースマネーの伸びがどうなるかという試算値を申し上げる。今年の8月には政策変更をしているので、前年比はそこでどうしても断層ができるので、7月までどういう推移を辿るかということを上げると、リザーブが10兆円で7月のハイパワードマネーの前年比が+15.9%、15兆円で+23.1%ということであるので、今決定されているレンジの中で動く限り、やはり

15%を上回る非常に高いベースマネーの伸びはキープされるということである。マネーはそういうことで明日出るので、M2+CD等の中身の説明は省略させて頂いて、金利関係で二点だけ報告する。図表 11 の企業の資金調達コストの中で長期プライムレートだが、3 か月連続で今月も上がった。今日の決定会合の資料は2月4日段階のもので2.0%というのしか書いていないが、2月7日決定、8日実施で2.2%と20bp上昇した。この間長プラはどの位上がったかという、9月は1.65%だったが、この後実は10月に上がってまた11月1.65%に下がっており、それを出発点と考えると、11月が1.65%なのでそこから55bp、0.55%長プラは上昇した訳である。この0.55%の内訳をリスクフリーのレートである5年物国債が上がった分のと、スプレッドがどの位寄与したかというのに分解すると、0.55のうち+0.19がリスクフリーレートで、ベースレートが上がっており、0.36がスプレッドが上がった分ということなので、専ら2/3はこのスプレッド要因ということになる。それからCPの発行レートで一つだけ見て頂きたいのが、本文の4ページの表で、格付けごとのCP発行金利の差が、A1+格の1M、3M、A2格の1M、3Mということで掲載している。括弧内がスプレッドなので、例えば1月はA1格のレートは下がっているが、むしろスプレッドについては若干拡大しているというような動きが見て取れる。ただ、先程も申し上げたとおり、こういう動きも1月の末位からどうも一服しているようだというヒアリング情報があるので、ここは引き続きよく見ていきたいと思う。それから図表 16 の金融機関の貸出態度関係、企業金融周りだが、ここは今までの傾向と変わらない。やはり少しずつじわじわと厳しくなっている。資金繰りDIを見ると、中小公庫は-25.2%ということで、引き続きマイナスが大きくなっている。金融機関の貸出態度も中小公庫の調査で「緩和」と答える割合が減っている傾向にある。この数か月間、この手の議論は、97~98年程急激ではないがじわじわきているという議論がされている訳だが、ではどの辺まできているのかということを図表 18 で見ると、これは実は短観、中小公庫、国民公庫ともほぼ同じで、足許ゆっくり下がってきた訳だが、その下がってきたポイ

ント左の方の 97 年頃の部分に目で伸ばして見て頂くと、97 年末から 98 年初め位のレベルに相当する。その意味では確かに下がり方はゆっくりで急激ではないが、レベルとしては 97~98 年のクレジットクランチ期のいわば 2/3 位のところにきているということであって、いわばレベル感としては実は相当厳しいということも一方で事実であろうかと思っている。こうした背景の一つとしては、金融機関の貸出態度というのはやはりある訳で、市場局の「ローン・サーベイ」では、貸出運営スタンスだけをみるとほとんど変わっていないで、むしろやや積極化するという方が多かったです。しかし、この内訳を見ると、やはり若干厳しくなるというのがみられており、例えば利鞘設定を格付別に見ると、過去 3 か月間の変化というところでは、やはり利鞘を拡大させるという方向の回答が増えており、特に下位格付先でそれが増えているという状況である。最後に倒産だが、まだ 1 月の数字は出ていない。12 月の数字は前回まだ報告していないので、今回初めて報告する数字であるが、図表 20 を見ると、12 月 1,532 件で、10 月、11 月と比べると若干水準は落としている。ただし、これまで申し上げてきたような企業金融周りの状況を踏まえると、多分、単月の振れということで、秋以降 100 件とか 200 件レベルが少しアップしたという状況がもう暫く続くと見ておいた方が宜しいかと思う。以上である。

速水議長

質問があればどなたからでもどうぞ。

須田委員

先程銀行券が 10% 増えているという話があったが、あれは銀行保有分が増えているのか、あるいは…。

雨宮企画室参事役

最終的には統計が出ないと銀行保有分まで全部内訳が分からないが、本文にも書いたが、実は今年の 11 月位から銀行保有分も増え出しているこ

とは最近の特徴である。それは何かと言われれば、やはり何らかの引き出しに備えて手許を厚くしているという説明になると思うが、恐らく足許の銀行保有分も増えているだろうと思っている。

須田委員

しかしそれよりも普通の国民が持っている部分の方が多いだろう。

三木委員

長プラがまた2.2%になったが、これは興銀のレートか。

雨宮企画室参事役

興銀である。だから世の中の議論でも長プラという名前はやめろとか、そういう議論は沢山ある。

三木委員

興銀以外の、例えば東京三菱何かはどうなのか。そんなに上がっていないのだろう。

雨宮企画室参事役

上がっていないものの方が圧倒的に多い。というのは、これはむしろ中原眞委員の方がお詳しいと思うが、長期貸出といっても、いわゆるかつて新長プラと言われた短期連動のものとか、短プラ連動のものとか、色々な種類があって、必ずしも長プラ連動型が圧倒的にシェアが高いという訳ではない。これも何回かこの席で報告したが、全体の貸出に占める長プラ関係、それは長プラそのものもあるし、長プラ連動的なもの、信託の貸付とかもあるが、そのウエイトというのは1割強位なのでウエイト的にはそう大したことはない。

三木委員

それと今は全く自由金利だから興銀はこういう形の長プラがメルクマールになってしまっているが、実際は東京三菱などはそんな形ではないのだから、もっと下の方で成立している訳でしょ。

中原眞委員

それは両方ある。巧くそれに乗かって利鞘を取ろうということもある。ただ、当然ながら優良先はスワップベースで、スワップレート+スプレッドで考えている先も多いだろう。一般的な名称で長期貸出をリファーするのは適当ではないだろうと思う。

三木委員

これは本当に不適當だと思う。どうしてこういう不適當な名称をマーケットの人達はいつまで経っても変えないのか。

雨宮企画室参事役

今中原眞委員がおっしゃったとおり、その方が得だという人がいて、そこに本当にそう思っている人は、必ずしも競争原理が発揮していない人達がそう思っている、という両方の要因があると思うが。

増淵理事

説明から落とした方がいいかもしれない。

三木委員

何となくこれは本当に不適當だと思う。

中原伸之委員

新聞にだって出るのだから。一つの目安にはなる。

先程のレベル感で、97年から横に引いてご覧なさいとか何とか言って

いたのをもう一度言って欲しい。

雨宮企画室参事役

18 ページの真ん中の例えば中小公庫の景況調査の「厳しい」というグラフを見て頂いて、その一番右の現時点が実は 100 から数えて 77 位のところにあると思うが、それが 97~98 年のいわゆるクレジットクランチ期のどの辺にあるかということを見ると、大体 97 年終わりから 98 年初め位に相当する。要するに現在のレベルを左に伸ばしてみても、97~98 年の急激に落ちているところのどの辺にぶつかるかというふうにみて頂くと、大体その辺に相当するということを示し上げた。

中原伸之委員

その後 2/3 とか何とか言ったのは何か。

雨宮企画室参事役

左に横に引いてみて頂いて、ぶつかるところが 97 年頃のどの辺かというのと、97~98 年の急激に下がっているところの真ん中より少し下の辺りであるということを使った。つまり何を言いたいかというと、今の金融情勢の評価としてやはり両方ある訳である。要するに、97~98 年みたいにひどくないという部分と、そうはいつでもジリジリきているという部分と両方をバランスよく評価する必要があるという意味で申し上げた。

中原伸之委員

要するに、落ち幅の 2/3 のところにきているということか。

雨宮企画室参事役

然り。

速水議長

またプリミティブな質問で悪いが、マネタリーベースの伸びが+23.4%となつて、これが狂乱物価 74 年 8 月の+23.9%と大体同じ位になったことは驚きだが、量的緩和がこれだけ実行されて、これがもたらしていることの効果というのは十分分かるが、これからこういうマネタリーベースが増えてきて考えられるリスクというのはどういうものがあるのか。金利機能が働かなくなるとか、色々なことは分かるが、雨宮企画室参事役にしても増淵理事個人としてどういうリスクを感じているか、聞かせて欲しいのだが。私も含めて皆さんも 74 年 8 月はまだ若かったと思うが、狂乱物価の時にもあつという間にどこに行ってもちり紙が買えなくなつてしまった。そういう恐い経験をした者として狂乱物価という言葉が出てくると非常に恐い感じがする。端的に聞かせて下さい。

増淵理事

先に私から一言だけ。これは先程雨宮参事役の説明にもまさにあつた点だが、この時点でのマネタリーベースの伸びは非常に高いが、しかし幸か不幸かというか、マネーサプライの伸びはそれに比べてというか、相当低い訳でその点が 73 年、74 年頃とは決定的に違う。従つて、そこから結論に飛躍することはできないが、当時のマネーサプライの伸び、あるいはそれと並行して起こつた消費者物価の伸びというものと今をパラレルに考えることはできないと思う。マネタリーベースがこれだけ伸びているのに、ではなぜマネーサプライが伸びないのかというところにまさに今の日本経済の問題はあるのだと私には思われる。

雨宮企画室参事役

非常に個人的にもう一つ考えているリスクだが、こういう政策をやっていると、やはり何と言うか、例えばそういう人達は良くなるまで金利をゼロに下げろと言って、金利がゼロになつてやることがないと量を増やせと言ってくる。それで例えば+15%を半年続けると効くという議論があつた

が、ある意味で+15%を半年は達成している訳で、効かないともっと増やせと、多分それで効かないともっと何かしろと言ってくる。それ自身は色々問題があって、多分いずれは総裁が心配されているようなリスクに行くという頭は常に置いておく必要があると思うが、むしろもう一つのリスクは、そういう議論は日本経済の真の問題を覆い隠すというリスクを私は非常に強く感じる。要するに、日本経済の問題を解決するためにどうすれば良いかという議論、本当の議論がハイパワードマネーを何%伸ばすかとか、そういう議論に覆い隠されて見えなくなるような問題があって、私は実はそれこそ大きなリスクではないかと個人的には思っている。真の問題を覆い隠すこういう議論が、ちょっと迂遠でそういう意味ではベースマネーが伸びることや量的緩和のリスクではないのかもしれないが、世論形成におけるリスクのように私は感じる。

中原伸之委員

何か明日の予行練習みたいだね。

速水議長

これは個人的に聞いているのであって…。

増淵理事

多分、今雨宮参事役が言ったことと私が言ったこととは、表現は違うがほぼ同じことであると私は理解している。

須田委員

狂乱物価の時との違いをみるために貸出の伸びを比較したいが。

雨宮企画室参事役

勿論そういう統計はあるが、ご承知のとおり今の貸出統計は、例の途中でユーロ円インパクトローンを入れるかどうかとかでものすごく狂って

しまっているのです、今の数字というのは過去十数年位しか取れない。ただ、はっきり言ってこの時の狂乱物価のクレジットの伸びはマネーサプライとほぼ同じ 20%、30%と伸びていることは間違いないであろう。逆にほかの証券による信用仲介がなかったので、ほぼマネーと同じ伸びをしていたと考えていいような気がする。

増淵理事

ただ、ある業態の貸出だけをとった時に、表面的な数字が正直であったかどうかという問題は当時は少しはあったかもしれない。

中原伸之委員

どういう意味か。

増淵理事

多少操作された数字が報告・公表されていた可能性があるという意味である。あるいは統計、当時の円建ての貸出の統計に入らないようなところで貸出があったとか、色々なことがあったと思う。

中原伸之委員

誰が操作したのか。

増淵理事

それは操作と言ったのは、余り言葉が適当ではないかもしれないが、未残の数字と平残の数字というようなものが今よりは少し歪んだ面はあったと思う。

中原伸之委員

操作したというのは誰の責任なのか。それは日銀か大蔵省かどちらの責任なのか。

増淵理事

数字自体は銀行の数字、民間金融機関の数字である。

中原伸之委員

銀行の責任になってしまうのか。

中原眞委員

いずれにしろM2+CDは27%も伸びている。

増淵理事

相当貸出が伸びていたことはいずれにしても間違いないと思う。

三木委員

為替はどうなっていたか。

雨宮企画室参事役

308円のスミソニアンが終わったのが73年の2月。

早川調査統計局長

74~75年は円安だった。その308円からさらに上がっているの、330円位かと思う。

速水議長

330円か、そんなものだろう。

外貨貸付が貸出に入っていない、ということはあった。それがば一っと膨らんだ。

ほかに質問がなければ、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願います。なお、予めからお願いしているところだが、決定会合に対する信認を確保するために、皆様にお

かれては本日の議事内容についても厳正な機密管理に努めて頂くよう、くれぐれもお願い申し上げます。どうも本日はありがとうございました。

(午後4時3分中断、8日午前9時再開)

速水議長

ただ今から金融政策決定会合を再開したいと思う。はじめに、本日の議事の取り進め方について申し上げます。本日は、まず金融経済情勢と金融政策運営に関する討議、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を行ないたいと思う。採決の後、2月分の金融経済月報の基本的見解の取り纏めを行なう予定である。本日は、政府からの出席者として財務省から谷口副大臣、内閣府から小林審議官が出席されている。予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録することを前提としているという約束なので、委員および政府からのご出席の方々におかれては、そのことを前提にご発言頂くよう宜しくお願いする。

Ⅲ. 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、昨日の執行部からの報告等を踏まえて、金融経済情勢と金融政策運営に関する検討を行ないたいと思う。討議の形式は通例に従って、最初に金融経済情勢に関して順番に意見を述べて頂いて、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頂いて討議して頂く。その後、政府から出席されている方々から、もし意見があれば何うという順で進めて参りたいと考えている。

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、そして金融政策運営方針の各ラウンドにおいてそれぞれ一人5分程度を目途にお願いしたいと思う。

中原伸之委員

議長、その前に今朝データが出ているので、少しそれについて解説してもらったらどうか。

速水議長

今、中原伸之委員から提案があったので、今朝発表されたデータについて説明をお願いします。

雨宮企画室参事役

WPIと貸出とマネーのデータが出ているので、数字だけ少し簡単に説明する。

早川調査統計局長

それではまず、WPIの数字について説明する。国内卸売物価は1月の数字が前月比で-0.2%の下落になった。この結果、3か月前比は-0.4%ということで、12月と同じである。-0.2%というのはちょっと大きく下がったように見えるが、これは1月の季節性もあり、食料品が下がっている結果であるので、基調としては大体昨日申し上げたことと同じだと理解している。流れとしては少しずつ3か月前比で見てマイナス幅が縮んでいく方向だと思っている。輸入物価等については前月比で上がってきている。今申し上げることは以上であるが、何かご質問があればお答えする。

雨宮企画室参事役

次に、本日公表した金融関係のデータを説明する。一つが貸出・資金吸収動向等、一つがマネーサプライである。まず貸出・資金吸収動向等の速報の方から申し上げますと、貸出動向は、5業態合計で12月-4.3%の後、1月-4.6%ということで、表面計数では0.3%ポイントマイナスが拡大するという格好になった。特殊要因調整後の数字を見ると、5業態計では、11月-2.0%、12月-2.1%の後、1月は-2.3%ということで、これも若

干マイナス幅拡大ということであった。それからCPの発行状況であるが、12月21兆9,200億円の後、1月は22兆円であった。昨日、多分何とか20兆円台はキープできるのではないかと申し上げたが、むしろ若干増えたというか横這いであったが、前年比については+13%に低下している。

もう一つ、マネーサプライ動向であるが、M2+CDの前年比は、1月+3.6%ということで、こちらは12月の+3.4%から0.2%ポイント若干伸びを高めた。ただし、広義流動性については、12月の+2.7%から1月の+2.7%ということで伸びは変わっていない。中身については、10分前に出た数字であるのでまだ分析できていないが、数字のご報告は以上である。

速水議長

質問はありませんか。それでは委員方から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、金融政策運営方針の各ラウンドにおいて、それぞれ一人5分程度を目途にしてお願ひしたいと思う。ではまず金融経済情勢について、本日は須田委員からお願いする。

須田委員

昨年10月に公表した「経済・物価の将来展望」では、標準シナリオとして、「来年度前半に海外経済が回復することを前提に、来年度下期にかけて輸出も回復に転じ、景気は下げ止まりに向かう」という景気展開を描いた。そしてこの標準シナリオに対する第一のリスク要因として、海外経済の調整がより広範で、かつ深く落ち込む可能性を指摘した。その後、海外経済および世界的な情報通信関連需要の動向をみると、未だに不透明な面は少なからず残っているが、徐々に持ち直していく展望を描けるようにはなってきたように思う。しかしながら、標準シナリオでは、日本経済には様々な構造調整圧力が残っていることから、景気全体としては回復力がかなり弱くなることも指摘した。現在、家計の雇用・所得環境が厳しさを増していることなども踏まえると、今後、情報関連セクターを中心に生産が

持ち直すとしても、景気回復の足取りはかなり弱々しいものになるという見方には変わりはない。なお、現在構造改革の断行がわが国経済の最重要課題であると位置付けられているが、その調整期間には、ある程度の物価下落が続くことを甘受し、むしろ経済政策運営の軸足はデフレ・スパイラルの回避に置くべきであると思う。こうした認識は昨年末にも申し上げたとおりである。私は、デフレは信用が急激に収縮する時にスパイラル的に悪化すると考えている。そして、日本のバブルの生成過程において、資産価格の上昇がファイナンシャル・アクセレーターとして機能したように、資産価格の下落はディセレーターとして働くと考えている。また資産価格の形成には期待が極めて重要な役割を演じており、その行き過ぎを避けることができるか否かが、信用収縮やデフレ・スパイラルの回避にとって必要不可欠な課題であると考えている。こうした観点からみると、現在の金融・資本市場の動きは非常に気掛かりである。これまでのところ景気は、標準シナリオの範囲内で辛うじて推移しているが、下振れリスクはむしろ増大していると心配している。貸出、CP・社債市場の二極化、期越えオペさえ札割れするような資金運用調達のタイムホライズンの異常な程の短期化、株安、長期金利上昇などの具体的な動きは、昨日執行部から詳しい説明があったとおりで、リスクテイク姿勢の萎縮とリスク許容度の縮小が互いに影響を及ぼしあい、信用の収縮をもたらすような兆しがみられる。資金の流れを鳥瞰するために、最近の資金循環統計で昨年9月末現在の家計の金融資産残高を見ると、現金は前年の同じ時期から3兆円、流動性預金は同じく16兆円、それぞれ増加している。他方、定期性預金は11兆円、株式は21兆円と大きく減少している。その後の銀行の主要勘定や銀行券の動きなどをみる限り、資金の出し手である家計は、安全性および流動性に対する選好を一段と強めていると思う。実際に、リスク・アセットのパフォーマンスを評価すれば、期待リターンは著しく低い一方、リスク・プレミアムは非常に高いため、リスク勘案後の期待収益率は極めて低くなっていると思われる。他方、資産の仲介役である金融機関自身も、自分の経営体力が落ちているため、リスクのバッファー機能を果たすこと

は期待し難い状況である。時価会計決算を間近に控えた今日ではなおさらである。従って、資金を調達する企業は、家計の慎重な投資姿勢、リスク回避姿勢をダイレクトに受け止めざるを得なくなる。こうした中で、特に株価の動向にはかなり注意が必要である。すなわち、株価の大幅な下落は、家計からみた投資のリスク・プレミアムを高めると同時に金融仲介機関のリスク許容度をさらに削る。また、今日では社債投資でも、また、銀行の貸出でも、与信先企業の信用リスクを示すファクターとして、株価の重要性が高まっているため、株価下落が起点となって企業の資金繰りの悪化、あるいは財務内容の一段の悪化へと繋がり、再び株価が下落するという悪循環に陥る可能性が高まる。このように考えると、当分の間、企業を取り巻く金融環境はかなり強いストレスの下に置かれ続ける可能性が高いと思う。こうした中で、今後の景気展開をみるうえでは、特に株価の動向およびその影響の深さと広がりについて、従来以上に注意が怠れない状況に直面していると考えている。以上である。

速水議長

次、田谷委員お願いします。

田谷委員

実体経済の動向については、内外とも基本的な構図は余り変わっていないと思う。ただ、日米欧諸国の株価が企業業績についての不透明感の高まりなどから軟調になっている。その上、日本の場合、特に、銀行株価の下げが焦点になっている。一方、東アジア諸国では総じて明るさが増してきているようである。まず、米国経済だが、在庫調整の進展から生産の底入れを示唆する指標が増えてきているが、最終需要の先行きについての不透明感は依然として強い状況が続いている。生産の底入れが近いことは、米国供給管理協会景気指数（旧NAPM指数）などの上昇からもはっきりしてきたように思う。一方、最終需要についての不透明感は払拭されていない。足許、個人消費は予想以上に堅調だが、需要が先食いされてきたところが

あるようである。確かに、各種消費者コンフィデンス指数は改善してきている。しかし、インセンティブ販売や値引き販売があったし、自分達が消費をしなければならないという義務感のようなものもあったようである。雇用調整のテンポはひとところに比べれば鈍化してきているが、調整局面そのものは続いている。設備投資の先行きについても、資本財受注の下げ止まり傾向などからくる強気の見方と、過剰設備や債務負担の重圧からくる弱気の見方が拮抗している。最近の企業倒産の事例などを見てもITバブル崩壊の影響がまだ出切っていないようである。最終需要の先行きについては、回復の方向だろうが、見方はやや慎重化しているように思う。この間の雰囲気は株価が示しているようである。企業会計に対する不信感の高まりもあるが、このところの軟調な株価は昨年末、景気回復を織り込み過ぎた反省を映しているもののように思う。それに比べて東アジア経済は全体として、明るさが増しているようである。大幅に落ち込んでいた輸出、生産が下げ止まる兆しが出てきており、今年の経済成長率を若干上方修正する動きもある。もっとも、まだ設備投資は減少しているし、韓国を除けば消費も鈍化傾向が続いている。株価は外資の流入もあって好調で、ASEAN諸国の株価がNIEs諸国の株価にキャッチ・アップしてきている。ただ、マーケットが近いからとは言え、台湾や韓国市場の上げピッチはいかにも速過ぎるように思う。

国内の実体経済については、景気後退を先導してきた輸出、生産に改善方向への動きがはっきりしてくる一方、個人消費や設備投資などでは、より厳しさが増している。個人消費に関連しては、雇用・所得が低下傾向にあるし、消費者コンフィデンスも低下気味である。設備投資に関連しては、企業収益が悪化してきているし、機械受注統計なども弱いようである。しかし、足許焦点となっているのは、実体面の厳しさというよりも株価の下落、特に銀行株の下落である。昨日は買い戻しで若干戻したようだが、日本経済の中心に位置する主要銀行に対する信認が揺らいでいる。銀行の株価下落や格下げは、保険、証券など他の金融機関ばかりでなく、多くの事業会社に及ぶため影響は甚大である。各金融機関は不良債権処理やリスト

ラに最大限の努力を続けているようだが、市場の評価は上がらない。市場は抜本的な不良債権処理が先送りされるとの見方を強めているようである。ペイオフ解禁の実施、時価会計の適用範囲拡大も迫っており、金融資本市場における緊張感がますます高まっている。緊張感をもって市場の動きをフォローしていきたいと思っている。以上である。

速水議長

次、植田委員お願いする。

植田委員

今の二人と同じような見方であるが、世界経済から始めると、2001年は調整の1年であった訳だが、アメリカが先にとりよりもかなり多くの国が2000年末から2001年にかけてほぼ同時にかなり厳しい調整を経験したという感じかと思う。その背景を振り返ってみると、1999年から2000年にかけて、一つはいわゆるITバブルがあった。二番目に石油価格が大幅に上昇した。三番目にかなりの国で金融引き締め政策が採られた、というようなことがあり、2001年の調整に繋がったという見方もできるかと思う。しかし、これらのマイナス要因は、ある意味では2001年に一応なくなったという言い方もできるかと思う。従って、2002年は回復だという見方にもある程度の根拠があるように思う。世界全体がある程度同時に持ち直していくと、短期的にある程度以上のペースでの回復もあり得るといふ話にも繋がると思うし、例えばアメリカ等の株式市場はそこまでを織り込んで、暫く前まで上がってきたという形かと思う。ただ、その程度、あるいは持続性が非常に不透明という辺りを気にし始めているというのが最近の状況かと思う。言うまでもないが、IT関連では、在庫調整は終わっても資本ストック調整はどうか、あるいは耐久消費財、住宅等のストック調整圧力は、特にアメリカではどうか。さらにここまでの調整が何らかの金融的な問題に繋がらないかどうか、というあたりが不安材料かと思う。従って、世界経済については、回復をメイン・シナリオとしてもそ

の程度、持続性について慎重にみておく必要があるということかと思う。

日本経済は既にいろいろ出ているが、先行して調整してきた部分、すなわち製造業の一部に下げ止まり感が出始めているが、一方で遅れて動いてきた部分、特に雇用・賃金、消費のところに弱さが目立ってきているということだと思う。物価面でもこれに対応した動きが出ていて、随分と下がってきたWPIの方が、取り敢えず下落率は下げ止まりか、縮小の可能性が出てきたのに対して、CPIの方は、消費・賃金の弱さの影響が懸念されるということだと思う。こういう中で、悪化が続いている方の部分に経済全体が引っ張られていくのか、在庫調整の進展や輸出を起点として全体も下げ止まりの方向に向かうのかは、暫くはっきりしない局面が続くように思う。田谷委員、須田委員が指摘されたように、その中で当面、急速に経済が悪化するリスクとしては、やはり金融システム面からの問題が表面化した場合ということであると思う。私も資産価格動向に一言だけ触れておくと、昨日来、説明があったように、株、債券、為替のミニ・トリプル安的な動きがこのところみられる訳である。何らかの形で作り出された円安期待がこれらの動きの原因であるという見方についても、あるいはそういう部分もあるかもしれないが、例えば債券安の一因が金融機関のリスクテイク能力の低下とみられること、あるいは現政権の支持率の低下が株安に拍車をかけたという側面もあることなど、いろいろ考えると、やはり日本の構造問題、特に不良債権問題に対する厳しい見方が背景にあり、それが資産価格下落との間である種の悪循環を起こしているというふうに考えるべきかと思う。以上である。

速水議長

次、中原伸之委員お願いします。

中原伸之委員

総論的に申し上げますと、12月の景気動向指数はCIの一致指数で若干持ち直しているが、大局的にみるとデフレ・スパイラルは第一段階の終了

が間近であり、少なくとも第一段階の中途以上を過ぎている。いよいよ賃金の下落、それからCPIの中のサービス価格の下落が始まる。循環的な上昇局面があっても構造的な圧力によって押しつぶされてしまうという危険が非常に強い。アメリカについては、同様に在庫循環の上昇局面が期待されるものの90年代の後遺症に悩まされている。エンロン等のバブルの後遺症が表面化してきている訳である。アメリカ以外の世界については、アメリカに左右されるという面が非常に強い。日本の株価については、いよいよ9千円の攻防になってきたが、最悪の場合は8千円を割るという危機感を私は抱いている。以上が総論である。

日本については、景気動向指数の12月をみるとCIの一致指数は、12月0.4%ポイントと僅かながら上昇しているが、大きな流れとしては、依然かなり急速なスピードで下落している。12月の時点においては、ちょうど第7循環の急速な下落のパスから外れ、第7循環のバブル崩壊後の第11循環のちょうど中間的な落ち方に位置しているというところに来ている。来月以降の計数を注意深く見守るところであると考えている。いずれにしてもこれまでのところは、はっきりとした回復のサインは勿論みられない訳である。そういった中で、デフレ・スパイラルが恐らく第一段階が半ば以上過ぎて、終了間近に近付きつつあるのではないかというふうに思う。需給要因の悪化から物価が下落して企業収益が悪化する。その結果、リストラ等の雇用の不安要因が出て、消費者心理が冷える、所得も減る、需要が再び低迷して物価が下落する。これが一つのデフレ・スパイラルだとすると、それが急速に進行しているというふうに思っている。特に、商業販売統計で小売業の12月の売上を見ると、名目で前年比-5.7%と9か月連続の前年比マイナスであるが、そういった中でCPI除く生鮮が-0.9%なので、実際の売上は4.8%減っている。つまり価格の低下が消費の増加に結びついていないということが出てきている。そういった中で、何年振りの最安値とかバブル崩壊後の最低だとか、戦後初ということが続々と出てきていて、例えば12月の完全失業率は53年の統計調査開始以来最悪である。それから去年の企業倒産件数および負債総額は戦後2番目

である。昨年の通関ベースの貿易統計の黒字は 3 年連続で減少、しかも 1983 年以來 18 年振りの低水準だとか、鉱工業生産指数、T O P I X がバブル崩壊後の最低水準だとか、今年は多分戦後初の 2 年連続マイナス成長になるとか、昨年の鉱工業生産指数 -7.9% 、 96.9 であるが、下げ幅は 75 年以來の最大と、枚挙にいとまが無い訳であるので、こういった中で、私は日本経済が非常に危機的な局面を迎えていると思っている。特に最近また注目されるのは、例のクレジット・デフォルト・スワップ・レートであるが、これは 12 月末までにかけて急上昇し、1 月になって一旦低下したが、ここにきて再び上昇してきている。そして、銀行株の大幅な下落が起こっているということで大変に心配している訳である。問題はアメリカだが、アメリカについては第 4 四半期の GDP が出て $+0.2\%$ で良いと言っているが、ノミナルを見ると決して良くない。ノミナル GDP では前期比を年率にすると -0.1% であり、これは 82 年第 1 四半期の -1.2% 以來の最低の水準であり、前年比は $+1.9\%$ であるが、これは 61 年の第 1 四半期以來の最低の水準である。問題は GDP のデフレーターであり、第 4 四半期は前期比を年率にすると -0.3% であり、これは 52 年第 1 四半期以來の下落である。同様に P P I も低下してきており、コアも低下しているという訳である。そしてさらに問題は、GDP を詳しく見ると、寄与度でいうと $+0.2\%$ の内の民需が -0.5 、海外が -0.8 、公需が $+1.5$ というところで、公需でもっているということである。特にこの中のステイト・アンド・ローカルだけを取ると、これの貢献が極めて大きく、寄与度は $+1.04$ であり、これは極めて異常な姿である。それから、ステイト・アンド・ローカルの支出は前年比でいうと $+5.1\%$ であり、これは 80 年代の後半以降最高である。このステイト・アンド・ローカルが恐らく今年に入って非常に減ってくるのではないかと思われるので、アメリカの景気は当面変わらない。そして極く簡単にその他のアメリカの心配要因を申すと、第一は消費者信用の未払いが急増しており、昨年の 11 月には前月比 $+199$ 億円、前年比 14.6% であり、これは 95 年 11 月以來の高さである。従って、消費者信用のグロスが急落すると大きな問題になってくる。それから第二は、モー

ゲージ・リファイナンスであり、これは実はファニーメイとかフレディーマックといったような住宅融資機関を中心とする政府債を昨年1月から10月の間、1,420億円という巨大な額を外人がネットで買った。それによってモーゲージのリファイナンスが上手くいっている訳であり、それがいよいよ終わってきている。それからもっと問題なのはエンロンであり、これは日本の財テクが壊れた後で問題が出るのと全く同様であり、原因は仕組み債のやり過ぎだとか、あるいは正式なバンキング・システムの外部での特にファイナンス・セクターのCPの爆発というようなことがある訳であるが、その他に大きな影響として企業の不正行為、それから粉飾決算と、こういうものが暴かれてくるということであり、その結果、リスク回避が高まるということである。それから個人消費だが、これもアフガニスタンにおける短期の圧勝によってもたらされた部分があるから、これが長続きするかどうかというのは非常に問題であるというふうに思っている。アメリカの景気はこれからは、ハウジングとオートがどれだけさらに増勢を保てるのか、それから資本投資がどうなるかであるが、いずれも私は何回も申しているが非常に問題があるということであり、90年代からのハング・オーバーである過剰設備、貯蓄不足、家計借入金増大、記録的な経常収支の赤字等々で、たとえ短期的にイベント・サイクルで上昇することがあっても、やがて潰れてしまうと思う。私のアメリカの見通しは依然として暗い訳である。グローバル・エコノミーもアメリカというシンボルを失うので、2002年は予想を裏切る低調さになると思っている。長くなるので、この辺りで一遍止めておく。

速水議長

次、三木委員お願いします。

三木委員

まず、先程植田委員のアメリカ経済の話だとか、国内の問題については、須田委員、それから田谷委員の分析、これを一つ念頭に置きながら、私の

方は実体経済に近いミクロの問題を付言させて頂くという形で、今日は話をしたいと思っている。まず、総論というか全体の中で、何が問題なのかということから言うと、当面の経済、金融の課題というのは、一つは、まずデフレからの脱却ということであり、二つ目は、特にこの2、3月の金融システム不安を乗り切って安定化へ向かうこと、この二つに尽きると思う。実体経済は、まだ出口がみつからず、デフレの真只中にある訳で、この2、3月の金融資本市場のシステム不安リスクに企業マインドは今完全に萎縮し切っている。負の連鎖に陥っていて、とても拡大再生産の道筋が描けないという状況になっている。これを少し付言すると、企業はこの金融の不良債権処理が「逃げ水」のように遅々として進まない中で、与信リスクに追われて企業間信用が極端に細っている。そしてここに至る銀行株を中心とするさらなる株安が期末決算に大きなダメージを与える。三番目は、銀行は株安により、時価会計の面からも経営体力を消耗させ、4月のペイオフ凍結解禁を控えて自己資本の毀損からも、これが金融システム不安に繋がるリスクが大きい。実体経済、それを支える金融については、今はこの2、3月の金融システム不安を乗り切ることに尽きるということである。前回会合ではデフレスパイラルの定義はどうするのか云々と、このような話が出たのだが、今はそんな悠長な頭の体操をしている場合ではない程、実体経済の悪化は深刻である。定義云々ではなくて、どうやってこの深刻なデフレから脱却するかという前向きな具体的な課題に絞って政策当局は議論すべきだと思っている。幸い家計には先行きリスクはともかくとして今はまだ余裕がある。痛んでいるのは企業と国である。やはりここは、民間——企業と銀行であるが——と財政と金融との合わせ技で取り組むべき状況だろうと思う。その中で金融政策で言えば、この2月、3月の日本銀行の政策のプライオリティは、マネタリーポリシーではなくてプルーデンスポリシーだということを再度申し上げたい。これを踏まえてデフレの問題だが、量と価格と両方の面からということであるが、まず量の下落が止まるのかということである。量、すなわち需給バランスの側面からデフレ現象を捉えると、ポイントはまず在庫調整の進展状況、そし

て需要があるということだと思うが、在庫循環の図で見ると、鉱工業生産合計で漸く第三象限にきたという段階で、マクロ全体でみると生産はまだ下げ止まりとは言えない段階だろうと思う。その中身について、少しずつ動きが出てきているということで申し上げますと、一部の財では、需要が下げ止まっている中で、減産で在庫圧縮が進んで生産の底打ち感が出ているというのもある。一方、減産を進めても需要がなお弱いというために、在庫水準がなかなか減らない、在庫調整が「逃げ水」現象になっている財もある。こういうふうに全体としては斑模様の状況である。素材の中で一番遅れていた鉄鋼は、ここにきて減産の足並みが揃って在庫調整が大きく進み出したことから、化学が最も遅れている状況である。鉱工業生産指数をみると、12月は前月比+2.1%ということで4か月振りの増加になり、1~3月期の予測指数も前期比+2.6%ということで——これは5期振りの増加という数字だが——、数字だけ見ていると何となく下げ止まり感が窺えるというところまできた。それから電機関係、部品業界等の中国シフト、これはほぼここで一巡した感じである。国内生産の空洞化の流れが一旦小休止する姿だろうと思う。これは要するに既に出るものはもう外へ出たということと、円安によって多少なりとも内外のコスト格差が縮小してきたということも一因である。某大手電機メーカーの会長に言わせると、130円までくると、中国で作った方がいいか、日本で作った方がいいか、これをいよいよ選択をするポジションにきた、という話も聞こえてくる。それから非居住用建築着工床面積はやっと止まる方向にきたと思う。業界筋では13年度の年率6,340万㎡という見込みに対して、14年度は6,325万㎡とほぼ横這いを見込んでいて、やっと下げ止まりそうな情勢にきた。住宅着工は13年117万戸の統計であるが、これに対して14年は13年末——13年12月が年率で114万戸——並の大体114万戸か115万戸で走るだろうと、業界はみている下げ止まり感が出てきた。もっとも、マンション建設だけは大きく息切れ感が強まってきた。製造業で見ると、業種別では造船が好調でそれ以外は不振、この姿は全く変わっていない。それからデフレ現象を価格の側面からみると、三つの過剰問題がなお残存してはい

るが、一部の財では経営統合、企業再編でメーカー数が絞り込まれる中で減産の足並みが揃い始めてきた。この結果、これまで限界コスト近傍まで下がっていた価格が下げ止まり、上がり始めているのがある。マクロで見るとレベルは依然として低いということだが、WPIに下げ止まり要素が少しずつ出てきたのではないか。円安の進展を背景にグローバルな競争に晒されている財の内外価格差も是正されてきて、これもWPI下げ止まりへの方向への一因かと思われる。一部の財では、円安効果で既に国際競争価格を下回って、世界一安い価格になっているものもあって、こういうのはまさに値上げの環境整備に繋がっている。在庫調整が進展し、需給バランスが取れてきたということも価格引き上げが可能になってきた一因だと思う。ただ、過剰設備は残存しているため、先行き値段が上がると再び減産の足並みが崩れて価格が再び崩れる可能性なしとはしない。その意味でまだ今は危うい在庫調整にあるということだと思う。この間、CPIをみると、円安による輸入価格上昇分を国内価格に転化する動きが一部にみられる。大手ハンバーガーメーカーが値上げを決めたし、衣類の安売り新興勢力、あるいは牛丼チェーンも近々値上げの方向で検討中である。もっとも、大方の財はなお引き続き値下がり傾向は避けられない。特に国際競争に晒されていない財、つまりサービスや規制に守られた電力、通信などは、高コスト体質是正の圧力が今後とも掛かり続けるだろうと思っている。それからもう一つの問題は、やはり賃金を巡る問題である。日本の賃金水準は国際的にみて極めて高い。最近の円安進行で割高感が多少是正される方向にはあるが、レベルはなお高い。日本の企業が再び国際競争力を付けるには、賃金水準を落とすということで企業の総人件費を下げていく必要がある。総人件費を落とすためには、賃金水準を下げる、もしくは雇用削減、この二つの選択になると思う。ワークシェアリングが今春闘の課題になっているが、企業経営にとっては、このワークシェアリングというのはそれによって引き起こされるであろう生産性の低下問題、これが一番悩ましい問題である。いずれにしても雇用・所得環境は益々厳しくならざるを得ない。雇用のセーフティネットは政治、そして民間の大きな問題だと思

う。次はマーケットを巡る問題だが、株価がバブル後の最安値を切り下げている結果、企業経営が萎縮し、経済活動がさらにシュリンクして景気回復の芽を摘んでいる。これは実体経済のビジネスマインドがかなり弱気化しているというほかに、オールド・ビジネスの大手企業では銀行株を大量に保有している先が多いために、経常利益の過半が吹き飛ばされる程の大きな収益ダメージを被る先も少なくない。また金融機関の経営体力のさらなる疲弊化に繋がっているということで、日本経済のシチュエーションが一段の悪化に繋がっている。株価下落のリード役は、IT関連から始まって、ゼネコン等の問題三業種、そして銀行株ということだが、銀行株については金融システムに対する市場参加者の不安感の表われだろうと思う。不良債権処理を急いで最終的な損失規模の早期の確定を求めるマーケットの警告と、銀行経営陣は受け止めるべきだと思う。株で打たれて預金流出、市場からのクレジットライン閉鎖によって資金繰りが詰まり破綻に至る、というのが銀行破綻の典型になるが、市場に引導を渡される事態を防ぐべく、銀行は、一つは不良債権の抜本処理——十分な引き当てとオフバランス化等——、二つ目はリストラ、三つ目は自己資本増強、それから四つ目は、資産の圧縮——これは貸出債権の証券化等である——、こういうことによって、早期かつ大胆に着地すべきだと思っている。市場にとっては、銀行がこうした一連の抜本策を打ったうえで、銀行がなお十分な経営体力を確保しながら信用仲介業務を円滑に遂行できることを確認して、初めて霧が晴れるごとく不安感が払拭できるということだと思う。銀行は自己資本の自力調達、これは原則ではあるが、どうしてもできない先には公的資本投入を早期に行なうべきだと思料する。市場は不良債権処理、そして自己資本の充実の証左が具体的に一つでも出てくるということを求めていると思う。同時に、銀行には、市場原理の中でもここまで先送りされてきた生き残れない債務者には、やはり幾つか具体的に整理するというところで、不良債権処理、構造改革の道筋を見える形にすること、これも求められていると思う。株安対応ということで考えると、全くこれは市場の問題であり、そういう面ではファンダメンタルズを反映するというところだ

うが、1,400兆円の個人金融資産、そしてこれだけジャブジャブに出ているマーケットの流動性資金、これを株に向けさせるということが今必要なのではないかと思う。そのためには政策減税を考えたかどうかと思う。かつてドイツで5年間の限定でやられたことがあるが、これも今必要ではないかと思っている。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

実体経済については、現時点で出てきている色々なマクロデータ等を総括すると、昨日の執行部からの説明の内容のとおりかと思っている。すなわち、わが国景気は引き続き悪化しているが、後退はいわば後半戦に差し掛かってきたと思うし、アメリカ経済は後半からの回復の可能性の現実度がより高いものとして展望されるようになってきたと思う。しかし、先行きについては、私はかなり懸念というか悲観的な見方をまだ持っている状況である。アメリカの景気、これももう各委員の意見の中で色々出てきているが、この第1四半期、第2四半期辺りは若干在庫調整が進んだ結果として、最終需要のサポートもみられるかと思うが、やはり構造的な問題としては、ユニット・レーバー・コストがまだ相当高止まりしているということとか、為替が実効レートで高いこと、また世界的な同時デフレ、大競争時代というところから、企業収益の回復というのは相当時間がかかり、圧迫された状況が強いということから雇用調整も長引くだろう。また、設備投資、個人消費の本格的な盛り上がりはなかなか出てこないのではないかと思う。むしろ年央からは再び停滞色が強まるというリスクがかなりあるのではないか、という見方をするエコノミストも大分いるようだが、私もそのように思っている。また加えて、最近のエンロンやKマート等の色々な噂が出ているが、アメリカの資本市場や会計制度に対する信認が失われつつあるということは、大きな影響を今後の政治経済に与えるのでは

ないかと懸念をしている。

それからわが国の経済については、循環的な面だけで言えば、年後半に底を打つという可能性は僅かながらも出てきたと思うが、回復はどうしても外需に頼るとというのが基本シナリオだと思うので、アメリカの経済のそういうリスクを勘案すると、今年後半からどちらかという底這いの動きに止まるというリスクが高いのではないかと考えている。それからやはり構造問題として、製造業を中心に、競争力を強化していくためのハードルは非常に高いという意識が経営者の間に強く出てきているようである。企業経営者の意見を聞いてみると、「設備投資は今後中国のほか海外でしか考えられない」とか、あるいは「生産増加が今後出てきても恐らく海外工場での稼働率引き上げに繋がるだけだろう」とか、あるいは「生産の回復があっても雇用は今後一切増やせない」、あるいは「賃金の引き下げ、これを含む雇用関係の徹底的な見直しは不可避である」と、このような発言が極めて多くみられる訳で、こういうような動きは今後循環的な景気動向とは関係なく、2~3年のタームで続くものではないかと考えている。それからもちろん、不良債権処理に伴う、特に中小企業を対象とした銀行側からの選別は、むしろ来年度から厳しく現実のものとして具体的に出てくる可能性がある。このようなデフレ・プレッシャーが続くとすれば、高失業の下で回復感はないという状況が続くのではないかと懸念している。それから三番目に、当面の最大の懸念、リスクというのは、何度も出ている不良債権処理、金融システム、それからくる株式市場などの動きだろうと思う。10月の「展望レポート」で四つのリスク要因を挙げたが、その中の三番目の不良債権処理の遅れに伴うリスクというものが、現実のものになってきたということが言えるのではないかと考える。現在のトリプル安は、少なくとも端緒となっているところにおいては、それぞれは独立した現象だったのではないかと感じているが、その意味で資本逃避を含んだコーディネートされた日本の総売りというものでは到底ないと思っている。円安については、このところのファンダメンタルズをこれまでのところでは正当に反映したものと思われるし、景気面へのプラスの影

響は決して否定されるべきではないと思う。ただ、現在の状況になってくるとやはり非常に微妙な状況であることは事実で、資本逃避を伴う加速的な円安が生じる懸念というのは十分注意をしておく必要があると思う。それから、長期金利はまだ天井感がでていないという感じである。基本的にはボックス圏が上方にシフトしただけと思っているが、期末接近、それから折りからの円安ということもあって海外勢からの売りが先導する。かたがた、国内投資家はデュレーション・リスクがとれない——期末接近でとれないということも一因だろうと思うが——いずれ期明けになるかもしれないが、値ごろ感からの買いが入ってくるのだろうと思っている。ただ、財政規律に対する市場の見方は非常にナーバスであるので、その点の注意が引き続き必要だと思う。繰り返しになるが、期末にむけての最大の問題は、銀行株を中心とした株安、それが金融不安とスパイラル的に増幅されているということだろうかと思う。株安は時々心理的な要因を通じてというようなことが言われるが、先程三木委員も言われたとおり、これは企業収益を直撃する訳である。昨日の新聞に、大和証券が何かの試算で、銀行の株を持っている企業3,800社の評価損が既に4兆円近くなっているという記事が出ていたが、これは法人季報統計の企業収益との比率でみると、20~30%になるであろうから、大変な影響だろうと思う。株安の基本的な背景というのは、私の感じではオーバーシュートはしているし、投機的なポジションの積み上がりは大きいと思う。構造改革の実像が見えない、それから政治情勢と改革後退の懸念、こういうのがやはり売りの大きな理由になっている。それから不良債権の早期処理の道筋が見えない、問題先送りの懸念が高まっている中で、金融行政のガバナビリティが問われている。さらに、金融危機対応についてのセーフティネットがどうやってワークするのだろうかということについて、市場が確信を持ってないというような現実が株安の背景にあらうかと思う。いわば、市場が催促していると、よく言われる言葉だがそういう状況だろうかと思う。金融政策、行政の連携プレーと、また問題の先延ばしをしないということ、目にみえる形のアクションが問われているのだろうと思っている。以上である。

速水議長

次、山口副総裁をお願いします。

山口副総裁

経済の判断については、冒頭須田委員が言われたような「展望とリスク評価」で描いたような向こう1年間程度の標準シナリオに沿うような動きが生じてきていると思う。それと同時に標準シナリオで想定したような経済の推移に対して、ダウンサイド・リスクがまだまだ大きい状態でもあると思う。そういうリスクの半分は依然としてアメリカ経済にあると思う。果たして、ブルーチップの見通しのように、今年末頃にいけば年率3%程度の経済成長に回復していくのかどうか、まだ何とも言えないという気がしている。残りのリスクの半分は、日本サイドに出てきていて、これは各委員が言われたようにやはり市場の動きが非常に注意を要する状況にあると思う。株価下落のもろもろの影響については既に皆さん指摘されているし、それに対して特に付け加えることはない。当面、年度末にかけてどのようなリスクを想定すべきかということを考えてみると、98年タイプのような非常にシャープな急性の流動性危機というのは、ここまでのところ押え込めている訳であるが、株価で言えば、昨日も少し話が出ていた200円ラインを切るような銀行の数がさらに増えていくと、流動性にどのような問題が出てくるのかということはお予断を許さないと思う。銀行の資金調達難、流動性困難ということに起因する連鎖反応は今のところ一応日銀による流動性供給によって封じ込めている面が強いと思うが、こういう対応だけで足りるのかどうか、なお予断を許さない状況と思う。それから、年度末に向けてもう一つ、企業金融にどのような変化が起きてくるのかということも注意を要するべきところで、金融機関において自己資本上のバッファが、今年度中における不良債権処理の結果ほぼ底をついている状態であるから、信用リスクに見合っただけでスプレッドを強引に引き上げていかざるを得ない事情は、金融機関サイドにおいてさらに強まっていくだろうと思う。先程、中原真委員が中小企業向けに厳しい融資姿勢を取って

いくということは、年度を越えてさらに強まっていくというふうに見通しを述べられたと思うが、私もそういうことではないかと思う。そういう姿勢は後退しないだろうと思うし、企業金融の二極化ということがそれによって一層進行せざるを得ないだろうと思う。こういう年度末あるいは年度を越えて想定しておくべき金融面におけるリスクというのは、その根本は自己資本力に対する不安、あるいは企業の過剰債務の処理の遅れ、というところに由来していることだと思うので、流動性供給のみによって対処することには自ずから限界があるということではないかと思う。以上である。

速水議長

最後に藤原副総裁をお願いします。

藤原副総裁

経済の現状判断については、昨日の執行部の説明に違和感はない。様々な論点について、これまで委員の方々から意見の開陳があって、ほぼ出尽くしているように思うので、私としては注目すべき点を三つに整理しておきたいと思う。第一は、アメリカ経済を中心に底打ち感が出てきたということは朗報ではあるが、今後の回復のペースと力強さはなお不確実と思う。昨年末の自動車販売セールスの反動を乗り越えて、本当に個人消費が持続的に拡大するのだろうか、今後ハイテク投資がどの程度回復するのか等々も含めてアメリカ経済を注意深く見守っていきたいと思う。第二は、国内の問題だが、当面は雇用・所得環境が引き続き悪化して、個人消費への下押し圧力が強まっていく可能性が高いと思う。仮に輸出と生産の下げ止まりが明確になっても、そうした前向きなモメンタムを国内需要の弱さが打ち消すことにならないか、そういった点をよくみていきたいと思う。第三は、当面最も気になるのが、いわゆるトリプル安的現象で、円安、株価下落、長期金利の上昇などの市場動向である。昨日も若干の議論があったが、どこからをいわゆる日本売りと見なすのか、なかなか定義も難しいと思う。

私はこれまでのところ、国内資産から海外資産への急激かつ一斉の逃避現象といった意味での日本売りが始まったとまではみていないが、最近の相場動向の背景に日本経済への将来の不安というか、構造改革の遅れといった懸念があるとすれば、問題はやはり深刻であると思う。その意味で最近の市場のセンチメントを変えるためには、対症療法でどうにかなるといったものではないと思う。やはり構造改革や金融システムの健全化の筋道を明らかにして、市場の信認を得るといった正攻法しかないと思う。いずれにしても期末に向けての金融市場動向については、十分に注意して、ただし同時に何月危機といったような見出し的なフレーズに惑わされないようにしながら、いわば警戒的にしかし冷静を保ってみたいと思う。みていきたいということばかりだが、以上が第一ラウンドの私の所見である。

速水議長

それでは金融経済情勢について追加的な意見、議論があったら自由に発言下さい。金融政策運営に直接かかわる意見はまた後で伺う。いかがでしょうか。

中原伸之委員

それでは、まずアメリカについて少し追加すると、現在クレジットバブルが続いていることを申し上げたが、今週もクレジットの残高のみならず、例えばノン・ファイナンシャル・コーポレート・デットというのが昨年の第3四半期の末にGDPの48%になって、戦後最高であり、ずっとじり高傾向を辿っている。これは50年代の前半の約倍位まできているということがある。それからもう一つクレジットバブルがある中で心配なのは、デフレによって価格が下がってきているのに労働コストが高止まりしている。例えば、PPIは前年比でみて+1%を割り込むところまで低下しているが、単位辺りの労働コストは依然として+4%ないし+5%の高い伸びが続いている、ということなので、労働コストが企業収益を圧迫してい

ると思っている。こういった中で、株安等を背景とした逆資産効果というものが、最近の経験では、株価等が下落してから1~2年といったある程度の時期が経過してから顕現化するということが分かってきたので、その点から申しあげてもこれまでの株価下落の影響については要注意であると思っている。それから、株価だが、これは大変重大な局面に差し掛かっていると思う。第一次大戦から昭和恐慌を見ると、実は1920年の1月にピークをつけて、それが1931年の10月に大底をつけた訳である。その間11年と10か月——142か月だが、——今回は2001年9月17日の9,504円が大引けの底値である。それは史上最高値から11年9か月とほとんど同じであるが、本年に至ってもまだそれが続いているということであり、第一次大戦後から昭和恐慌を上回る大型の下落相場になっている。波動分析、時間・価格分析等をする、恐らく2月の末から3月の初め、それからもう一つ警戒すべき時期は6月であり、これは戦後の長期サイクルの変化時期が集中しているが、この辺にかけて急落する恐れがある。先程申したように、現在は9千円を巡る攻防であるが、最悪の場合には8千円割れというのを覚悟しなければいけないと思っている。そういった中でアメリカであるが、アメリカの株価は戻りを終了した。これはあたかも日本のバブルで1990年10月1日から91年3月18日まで急激に戻したが、それと全く同じような関係にあり、アメリカにおいては今年の9月21日の安値から今年の1月7日の高値まで急激に戻した。私はこの1月7日の高値が本年一杯の高値になるという可能性はかなり強いと思っている。アメリカの場合も恐らく2月末から3月初めまで戻りがあったとしてもそこから急落する恐れがあると思っており、年末にかけては、4年、11年、20年サイクル等が一斉に下落することもあり、今年の9月21日の安値を下回ってくるというふうなことになる。いずれにしても、私は実体経済からみて懸念があるということを申ししたが、株価の動きをみてもやはりそのような実体経済の懸念を裏付けているような動向であるので、株価の動きには要注意だと思っている。

それから為替相場であるが、これは今年の11月12日の119円69銭か

ら円安に向かっており、これから円安が進行するとすると、恐らく今年の半ば位が一つの目安になるのではないかと考えている。それからやはり目先で動きが起これと思われるのは長期金利、——J G Bの先物の金利であるが、——これは昨年3月21日、6月28日、11月7日、いわゆる三尊天井、ヘッド・アンド・ショルダーというのをつけているようであるので、価格が前回申し上げた135円の半ばというものをもし割り込むと、131円位まで下がってくる。そして利回りのレンジとしては、1.1~1.5%位だったのが、恐らく1.5~2%位のレンジになるのではないかとと思うが、日本人の投資家の感覚は、J G Bがデフォルトを起こすということは全く考えていないというふうに観察される訳である。それから、国債の格下げもあったが、国債は暴落している訳ではないので、これまでのところそういうふうな状況になっている。

それからもう一つ石油について申し上げると、恐らく昨年11月15日の17ドル45/バーレル、それから今年1月17日の17ドル97/バーレルということで、一応短期の底は打っているというふうに思っている。これからは暖冬により世界の石油需要が正常な冬よりも50~70万バーレル/日減っていると思われるが、そしてこれがO P E Cその他の国による200万バーレル/日の減産の効果を削いでいると思うが、いずれにしても短期の底は入ったというふうに思っているので、石油についてはこれから下落というのは余り期待できないのではないかと考えている。

それから、後二点だけ申し上げると、一つは前回中国の元の話をしたが、ウォンについても90年4月が100ウォン当たり22.54円、今年1月が10.16円であるので、ウォンは半分に減価したということになっている。その間の実質ベースでみた輸出のGDPに対する比率は、90年の第4四半期の20.3%から、昨年の第1四半期が55.3%、昨年の第3四半期が48.9%というふうに倍増以上している訳である。中国の元については前回申したように、1980年に1元160円が最近では15~16円になっている訳であるが、同じような輸出のGDPに対する比率を取ると、80年代の年央は9%位——これは余り統計がないのではっきりした正確なことは申

し上げられないが——、直近では 23%位ということで、これもかなり上がってきている。

それからもう一つだけ追加すると、信用取引の空売りについて、今回金融庁が措置をとったが、これは空売りであることを明示する、あるいは確認する義務の再確認だけであり、私が前回申したような三つの措置はとられていないというのは大変残念であり、不十分である。特に信用取引をアップティックルール、つまり直近の価格より叩いて売ってはいけないというルールの除外事項として信用取引を依然として取扱っているというのは問題であると思っている。それからもう一つ言えば、日証金が貸借取引について申込みの制限をしたり、申込みの停止措置をとったりしている。これは細かいルールがあるが、オープンマーケットで自由な訳であるから、なるべくそういった細かいルールを適用する必要がないように、申込み制限、申込み停止措置等をとらなくても済むように配慮、改善すべきであると思う。以上である。

速水議長

ほかにご意見はありますか。

山口副総裁

政策の方と一緒に議論した方がいいのではないか。

速水議長

それではここでコーヒーブレイクにしたいと思う。20分から再開する。

(午前 10 時 12 分中断、午前 10 時 21 分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは当面の金融政策運営方針に入って、また後で時間があったら先

程の件についても討議頂くということにしたいと思う。1人5分程度を目途に意見を伺いたいと思う。もう一度須田委員から願います。

須田委員

金融政策運営については、現在の市場調節方針を維持することが適当であると考えている。言うまでもないことだが、このことは現在の枠組みで最大限努力しても札割れが続出する結果、現在のような高い水準で当座預金残高を維持できなくなっても、それが10兆円以上であれば良いということ意味する。以下では最近の金融調節を巡る論点を二つ取り上げ、簡単に申し上げたいと思う。

第一に札割れに関する受け止め方である。最近、札割れが続出している訳であるが、これこそが日銀がオペ対象先の当座預金需要に対して、文字どおり目一杯資金を供給していることの証である。言い換えると、日銀が資金を目一杯供給しようとすることは、自ら札割れを求めにしていることに他ならないと思う。むしろ今日では、市場参加者の間で、「手形売オペをもっと積極化して、手許にある余剰資金を吸収して欲しい」というニーズが強いのではないかと思う。現在、短資など準備預金の適用先以外の当座預金残高が増加しているが、こうした先に余剰資金が流れ込み滞留しているのではないか。短期金融市場の機能が大きく低下している今日、余剰資金が短期金融市場を通じて資金需要者に巧く流れていない可能性が高いと思う。仮にこの見方が正しいとすれば、市場全体でみると日銀は、需要に見合うよりも多くの資金を供給し続けていることになる。このような状況における札割れであるにもかかわらず、市場では、「資金供給オペの穴を防ぐ工夫を打ち出すのではないか」という見方もみられるようである。しかし、オペの期間延長、刻み幅の縮小など、これまで考え得る措置は色々と講じてきた訳であるから、これ以上の措置となると、マイナス金利の落札とか、当座預金に金利を付けることにならざるを得ない。言うまでもなくこうした措置については、そもそも当座預金残高の増加を通じてポートフォリオ・リバランスを促すという本来の目的と矛盾する。また、

金融機関に対する明らかな補助金の支給を意味するので、世間からも不公平との批判を招くことは必至である。執行部は大変だと思うが、現行の枠組みでこれまでどおりできる限りの工夫をしてもらおうしかないと思っている。

第二に、ただ今申し上げたこととも関連するが、長期国債買切オペに関することである。これまで当座預金残高の目標額を引き上げた時に、それに伴って長期国債買切オペを増額してきた。その結果、確かにベースマネーの大幅増加は達成されているが、他方では先程申し上げたとおり、現在の金融・資本市場の参加者は、リスク回避姿勢を強めている。またゼロ金利が拮がりつつある。こうした中では、ベースマネーが増加しても金融機関の信用創造活動は低調であって、マネーサプライも期待されるような増加は望めない。また、民間エコノミストなどの間では、今でも、「マネーが増大すれば名目GDPが増大する」という形で単純な貨幣数量説を唱える向きがある。しかし先般政府は景気動向指数を見直した際に、マネーサプライを景気先行指標から落とした。私は、マネーサプライと経済活動との間の長期的な関係は否定しないが、短・中期的に両者に安定的な関係が存在するとは言えないと思っているが、凶らずも今回の景気動向指数の改訂はそれを改めて認識させるものとなった。なお、マネーサプライは景気の山の先行指標としては有力であるが、谷の先行指標としてはそうではないという分析結果も最近目にしたが、金融緩和と引き締めは対照的ではないということを示す一例だと思う。このようにベースマネーの増大の効果が定かでない状況の下で、当座預金残高をさらに引き上げるとか、現在のディレクティブの上限である15兆円を達成するということを目的にして、長期国債買切オペを増額するとした場合、市場の受け止め方が非常に気掛かりである。すなわち市場は、金融政策について、長期金利の抑制を通じて財政ファイナンスを容易にすることを企図している、要するにマネタイゼーションである、と認識される可能性が一段と高まるのではないかと思う。この場合には長期金利は却って上昇する可能性が高いであろう。さらに重要なことは、万が一、オペ増額が長期金利の上昇を多少抑えることが

できたとしても、それで日本経済が本格的に立ち直るとは思えない。現に、これまで長期金利は十分に低い水準で推移してきたが、それがもう少し高い場合に比べて企業の設備投資を刺激したとも、消費性向を助長させたとも言い切れないと思う。私はこうした認識・見方が、国民、あるいは市場参加者に浸透しつつあるのではないかと思っている。そうすれば世の中でも「何のためのオペ増額」かという疑問はさらに強まり、ひいては金融政策運営に対する信認も揺らぐ恐れが出てくる。仮に長期国債買切オペを増額する場合には、買切オペ増額そのものに意義を認めるような抜本的な方針の転換が必要だと思っている。

最後に今後の対応について一言だけ述べておきたいと思う。私自身は先程申し上げたとおり、先行きの景気展開について、信用収縮の恐れが高まっていると懸念している。勿論、何らかのイベントをきっかけにして流動性に対する予備的な需要が増大すれば、それに対して積極的かつ機動的に応じるべきであることは当然のことであり、昨年秋以降、実際にそのように運営してきた。問題は、危機対応としてこうした対応を越えて、日本銀行として何ができるのか、ということである。ずっと考えているのだが、残念ながら現時点では、それが何なのかという点を申し上げるには至っていない。本日のところは、その答えは金融政策の範疇ではないかもしれない、すなわち、当座預金目標額の引き上げとか、当座目標達成のための長期国債買切オペの増額、といったこれまでの政策運営の延長線上にはないのではないか、という感じを強めつつある、と申し上げるに止めたいと思う。以上である。

速水議長

次、田谷委員お願いします。

田谷委員

実体経済についての基本シナリオに変更は必要ないと思う。金融資本市場における緊張感の高まりを考えれば、この点は須田委員とちょっと違う

と思うが、当座預金残高目標レンジの高いところを目指すこれまでのオペレーションを続けて強い緩和姿勢を維持することが適当と思う。長期国債以外のあらゆる手段で未達が起きているが、これまで何とか目標レンジの上限辺りを達成できてきた。しかし今後は、益々目標達成が困難になる局面が出てくると思う。特に年度末越え資金需要が高まらない中で、大幅な資金不足に直面した日などには、レンジの高いところ、例えばレンジの上半分のところを維持することすら困難になるかもしれない。そうした局面では、短期オペで落札足切りレートをゼロにしても良いのではないかと思う。この点は、ほかの委員の意見も伺いたいと思うし、場合によっては執行部の見方も聞いてみたいと思う。長期国債の買い切りを無原則に増やすことに比べれば、デメリットは小さいと思う。金融資本市場では、短国レートなどはさらに下がったが長期金利は上昇した。この点は先程中原眞委員もお話になっていたが、長期国債イールドの上昇は、円安、国債の再格下げ思惑、さらには財政支出拡大の思惑など、様々な要因が関連しているようである。こうした状況下で、先物の売り仕掛けがあったようである。銀行や機関投資家が年度末の接近や株価の下落によってリスクテイク姿勢を後退させていることもこうした売りを招く一因になったのではないかと思う。こうした投資家が如何にリスクをとりたがらないかは最近の短国入札における応札倍率などに現われているようである。投資家動向や市場動向をみながら、今後どう対処したら良いか考えていきたいと思う。以上である。

速水議長

植田委員お願いします。

植田委員

12月の政策変更の影響をもう少しみないといけないと思うが、これまでのところは前回申し上げたように、当預目標をこれ以上増やす意味がいよいよ乏しくなってきたと思う。しかも、田谷委員が言われたように、現

在の水準でも維持可能性がどれ位かという疑問符はつく訳である。ただ、一応これについては今回据え置きということで宜しいかと思う。またこれも出たが、債券安対策としての買いオペ増額というのは、一応理論的には考え得る話である。しかし、そういうふうに使うとすると、現行の枠組みでの買いオペの意味とは違う考え方になる訳である。私の感じでは、1.5%台はまだパニックを起こすような水準ではないというように思うし、中原伸之委員が言われたようにJGBが売られていることの一因として格下げの可能性、あるいは財政の中長期的な姿に関する不安等もあるということを見ると、こうしたアクションが失敗に終わるリスクも念頭に置いておかないといけないと思う。必ずそうなるとか、だからやらないという意味ではないが、リスクとしてということである。全体として、今後流動性に対する需要が何らかの金融不安の高まりをきっかけに突如高まるということであれば、流動性供給をさらに一段と増やすことをしないといけないと思う。しかし、本質的には、現在起こっている問題は流動性不足の問題ではなくて、企業あるいは金融機関のクレジット・リスク、あるいは潜在的な資本不足、あるいはそもそもバイアブルなビジネスモデルを持っているのかどうかというような辺りが根源であるということ、やはり認識せざるを得ないという情勢かと思う。全体として現状維持で宜しいと思う。

速水議長

中原伸之委員 願います。

中原伸之委員

私は先程から申し上げているように、日本経済がこの2、3月から、それから特に6月位にかけて、かなり厳しい局面に立たされているというふうに思っている。物価下落が継続し、しかもそれが拡大するとか、あるいは賃金が下がる、失業率が増大する、消費も不振になる、実体経済が引き続き悪化していく、というふうに認識しているし、デフレ・ギャップというものが一段と拡大しつつある、ということは間違いないというふうに

思っている。そういった中で特に、目先の3月末あるいは6月末位までの状況を考えると、現状維持という「ウェイト・アンド・シー」のパッシブなスタンスは採らないで、やはりもう少し踏み込んだ追加的な対応を行なうべきであると思っている。アメリカがそれ程期待できないだろうというのも、私の観測の一つの重大な柱になっている。そこで、従来の提案は15兆円であるが、これを3兆円上乗せして、18兆円の提案をしたいと思う。現在のディレクティブは10~15兆円であるが、これは余りにもレンジが広すぎる、曖昧で裁量の余地がある。何回も申し上げてきたが、必要があれば、こういう曖昧なものではなくて、やはりピンポイントの数字を出すべきであろうと思う。それから、その点に関して、国債を月8千億円から1兆円まで増額するということが適当であるということで、これは提案の文言には入らないが、サブスタンスとしてそういうことを提案したいと思っている。

それから、外債については、これまでと同様に提案する必要がある。これは、あくまでも日本銀行としてのオプションを拡げるという意味である。

また、もう一つの物価の安定については、これまで、プライス・レベル・ターゲティングを提案してきたが、国民の側から立って、どうも分かりにくいという声が多いようである。さらに、実際問題として政策を運営する際に、仮に物価の下落が続く場合には、このベース・ドリフトを取り戻すということは、かなり困難であるかもしれないので、私が当初提案した形のインフレーション・ターゲティングに戻して提案させて頂きたい。その際、約2年後であるが、2003年の10~12月に伸び率を前年同期比で、これまでは0.5~2%と申したが、これを1~3%というところでCPIの上方バイアスを踏まえたうえで、ゼロよりもやや上ということで提案させて頂きたいと思っている。以上である。

速水議長

次、三木委員お願いする。

三木委員

金融調節方針であるが、この2月、3月は先程申し上げたように、マネタリー・ポリシーではなくて、金融システム不安を解消して安定化させるためのミクロのプルーデンス政策だと思っている。こういう前提に立つということと、それからそのうえで短期の金融市場をみると、先程から各委員からお話があったように、最近の応札状況の異常さをみて分かるように、TB、FBに対する需要が凄まじいということで、ペイオフ解禁を控えて銀行預金に対する不安感が異常に高まっている裏返し現象でもあらうと思うが、本行の量の効果が十分出ている証左でもあるとも思われる。こうした事態を踏まえると、現行の金融調節方針を変更する状況にはないと思う。現行方針継続ということである。今、必要なのは、流動性の供給に万全を期す体制を続けるということであって、日本銀行としては、当預残高10~15兆円というこのジャブジャブの状態をキープしているということ、それからディレクティブになお書きを付けて、いざという場合は弾力的に対応できるという形になっていること、それからさらに補完貸付と、こういう三段構えで流動性対応に万全を期している。だから、大事なことは、金融システムの安定には、この流動性の供給に、そしてLLR機能の弾力的、機動的発動に万全の体制を採っている、こういうことを総裁声明として世間にアピールするというのが、今必要かなと思っている。残る問題の一つは、国債が暴落する懸念の時には需給下支えのための長期国債買切増額に踏み切る、という手もあると思う。ただ、財政のマネタイゼーションの思惑から、逆に国債を暴落させてしまうリスクも併せ持っているので、大事なことは市場のセンチメントを正確に汲み取りながら、何ができるかを考えていくということだろうと思う。それから二つ目は、米国債購入であるが、これも為替相場が大きく振れるような時の為替政策と重なる形でのタイミングになるのではないかと思う。それから三つ目は、金融システムの外に金が出て行かないということであって、金融政策には、外に出て行かせる政策が求められる。その場合は、中央銀行として、本来採るべきではない多かれ少なかれ不健全な政策かもしれない。それから、最後に、

政策当局には経済対策としての税制、これが各種分野で今求められているのではないかと、ということをつけ加えて終わりにしたいと思う。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

政策は、結論から言えば、現状維持ということかと思う。理由としては実体経済で議論したとおりであるが、12月の緩和効果をもう少し見守ることが妥当かと思う。札割れが続出して、長期国債買い切り増額も現在の枠組のもとでは理論的には考え得る訳だが、長期金利の微妙な動きをみて、安易、中途半端な増額は今は止めた方がいいと思う。札割れについてはさらに状況をみて考えていきたいと思う。株安については、金融政策発動を求める声は市場に大分ある訳だが、そもそも金融政策による効果は疑わしく、またその対処療法的なもので株価対策はとても無理であり、基本は不良債権処理についての市場の信認を得ること、これが最大の対策だと思うし、加えて税制、あるいは財政面からの施策というものも含めて総合的な対策なしには株価の回復は難しいと思う。12月の緩和の効果については、ターム物については一定の金利低下もあって、また信用リスク・プレミアムも落ち着いてきた、ということで効果ありと思うが、量的緩和のポイントであるポートフォリオ・リバランス効果は未だ顕現していないというのは事実である。ベースマネーの前年比大幅増加というのは今年の夏から顕著に始まったもので、効果という点では私はもう少し時間を掛けてみていく必要があると思う。勿論構造改革、あるいは規制緩和により、とにかく需要創出がデフレ対策としてまず大事だということは当然であって、不良債権処理、サプライサイドの改革で、信用乗数を上げていくということも知恵を絞る必要がある。だが、金融政策の現実問題として、3月の量的緩和のレジームのもとで、可能な限りベースマネーを増加させ

ていくこと——勿論これが需要創出に向けての必要十分条件とは思わないが、必要条件ではあろう——、これしか当面の選択肢はないのではないかと思う。勿論、現在の危機はこのような金融政策では対応できないのは事実であって、求められているのは三木委員が言われるとおり、プルーデンスの面がまずは大事だということはそのとおりだと思う。システム危機、イベント・リスクの発生を防ぐために、まずは市場のモニターを強化して、徹底的な流動性供給を続けざるを得ない。勿論、金融政策とは少し違うが、構造改革、不良債権処理を円滑に進めて、またその痛みを和らげるために、関係行政機関に対するファイナンス面からの日銀の協力というものについては、積極的に検討していく必要があると思う。当面のポイントとして次の三点を申し上げたいと思う。第一点は、問題銀行の資金繰りモニター強化、これは当然であるが、生保、その他の金融機関との劣後資本の持ち合いに伴う連鎖的な影響が出ないかどうか、この辺は十分注意を要するところかと思う。また第二点は、外貨資金繰りの問題である。ジャパン・プレミアムが出ていないということを経由に、97、98年当時よりも安定しているという見方もあるが、どうもマーケットの現実を聞いてみると、プレミアムが発生するような主要な米銀との資金・スワップ取引がほとんど行われていないというのが実情である。ニューヨーク、ロンドンも含めた国際金融市場では、既にかんがりの日本の銀行に対して資金関連のクレジットの実行は停止されているようであるし、スワップ取引も拒否されたり担保を要求されたりするケースが続出していると聞いている。また、かつてフィリピンで議論になっていたように、一部外銀では、東京マーケットの取引にかかるリスクを問題にするという話も出ているようである。期末にかけて為替と外貨資金マーケットの動向、邦銀のビヘイビアについて、十分注意していく必要があるかと思う。第三点は、金融危機対応に関して、強い政治のコミットメントが出ている訳だが、具体的なケースにどのようなメカニズムで対応するのか、特に風評による突発的なイベント・リスクが発生した場合、預保法102条がどのようにワークするのか、これらが明確でないことが問題だろうと思う。ペイオフの解禁前、あるいは解禁

後においても極端なケースとしては、債務超過や資本不足に陥っていない金融機関が突発的に流動性危機に見舞われるということもあり得ると思うので、このような色々なケースについての関係当局者間での突っ込んだ議論を行なって、そのコンティンジェンシープランはきちんと立てておく必要があるのではないかと思う。今後の政策オプションとして、長期国債買切増額というのは十分予想されるところであるが、単なる調節手段と位置付けるのか、もう少し別の観点からコンセプトを改めて構築するのか、また財政規律についての市場懸念を惹起させないような工夫はないのか、効果的なオペ手法など、検討を行なうべきだ。先般の施政方針演説で、日銀、政府一体となってデフレを克服するという決意が総理によって語られたが、日銀が単独で責任を取り得る金融政策の発動余地というのは、今や極めて限られているというのが現実だと思う。一方で、デフレ克服にまず重要なことは需要の創出、これを考え合わせると、まさに日銀、政府が文字どおり一体となった政策の総動員、金融・財政当局のスピーディな連携とリーダーシップが求められているものかと思う。以上である。

速水議長

次、山口副総裁をお願いします。

山口副総裁

金融政策は現状維持で良いと思う。振り返ってみると、ゼロ金利に到達した後で単純にマネタリーベースを増やしても、経済効果はほとんどないだろうという理論的に想定されていることが、実地にかなりの程度確かめられつつある状況ではないかと思う。単純に量の拡大を目指すことは無意味ではないかと思う。一方で、実際には札割れが頻発してほとんど常態化しているという状況にある訳だが、ここまでのところ10～15兆円というレンジの中で、できるだけ多めに残高をキープするようなオペレーションの努力をやってきている訳で、暫くそういう努力を続けるということの良いのではないかと思う。先程、田谷委員が入札の足切りの下限をゼロにし

ても良いのではないかと言われたが、これは実際に供給できる当預残高がもっと10兆円の方にじりじりと落ちて、場合によってはそれを割り込んでしまうというような時に、何かオペの面でのそういう工夫が必要なのか、それともレンジそのものを見直すか、という問題が出てくるように思うが、ゼロでも良いということにすれば恐らく全部ゼロで入札してくる。であるから、そこで一種の資金割り当てみたいなのをせざるを得ないのではないかなというふうに思う。であるから、もし、10兆円も供給できなくなった場合にどうするかということは頭の体操としてそれぞれ考えておく必要があると思うが、この時点での採用ということであれば、やや時機尚早ではないかというふうに、取り敢えずそういう感想を持つ。

国債オペの追加の是非ということが何人かの委員から提起されたが、流動性の追加策ということであれば、元々余り意味がないというふうに思うし、大体長期国債オペが資金供給対策として、あるいは札割れ対策として意味があるかと言えば、それは恐らく疑問で、短期の札割れが一層ひどくなるということでは終わるように思う。また、国債利回りの上昇に対する介入ということでこれを位置付ける考え方については、何人かの委員が既に言われたことに私も基本的に同感である。

最後に、何か突発的な今よりもさらに危機的な状況が出てきたらどうするかという問題は、年度末にかけて意識しておくべきだと思うが、金融政策における対応としては、恐らくそういう場合は流動性需要が増えてくる可能性があり、それに対しては当然即応して供給を増やしていくということが基本だと思う。後は状況次第でフレキシブルに考えるほかないというふうに思う。以上である。

速水議長

では最後に、藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

現在、日本銀行が採用している金融調節方式、レジームは流動性供給の

手当てとして、三重の網をかけているというふうに理解している。第一に、10～15兆円という極めて高い当座預金目標を持っているということである。第二は、そのうえでさらに設定したなお書きの条項を備えているということである。第三がロンバート貸付制度である。こうした措置が如何に強烈なものであるかは、市場金利が今やナノテクノロジーのような刻みで低下しているという状況、それから札割れの頻発現象、TB・FB入札の異常な過剰振り等々に端的に表われていると思う。こうした事実や如何に日本銀行がアグレッシブな資金供給を行なっているかということは、もっとも世の中に分かってもらって良いと思うし、私共も分かってもらうよう努力をしていく必要があると思う。そのうえで最近の札割れ現象について、私としても若干の感想を述べておきたいと思う。まず、札割れ頻発は市場に溢れんばかりのジャブジャブの資金を供給しているという描写をも越えて、日銀に戻ってきてしまう程本当に溢れ返っているなというヘッド・アップのような状態を示しているということである。私達はこの溢れた資金が日銀に戻るのではなくて、貸出や株式に回ることを期待している訳であるが、そこは民間の資金需要を引き出すとか、金融機関の信用仲介能力を向上させない限り、如何ともし難いという残念な現状である。そのうえで、さすがに14～15兆円近辺という当座預金残高の維持は難しくなってきたようである。ここは、年度末越えの資金繰り懸念が後退したことによるものと理解して、10～15兆円程度というレンジの中で幾分水準が下がることがあっても良いと思う。昨年末に幅を持ったレンジを設定したのは、こうした流動性需要の変動に対応できるようにしたからであり、そうした考え方の軸をブラすことは適當ではないと思う。そういった考え方の軸にブレを生じるようなことは適當ではないと思う。また、この段階で長期国債の買い切りを増額させることがあっても、当座預金目標残高の維持に効果があるかどうかは、議論があったとおりの疑問であるし、際限ない買い切り増額を市場に連想させては却ってマイナスであると思う。以上のような点を踏まえて、現在の調節方針を維持することを支持したいと思う。以上である。

速水議長

ありがとうございました。一応皆さんの意見を承った。ここで私の見解を述べさせて頂きたいと思う。まず、景気情勢についてだが、前月の基調判断を据え置いて、「引き続き悪化している」ということでよいと思う。ただ、前回会合でもある程度指摘した訳だが、循環的には前向きの変化の兆しが幾分窺われ始めているように思う。第一に、世界的な情報関連財の調整の進捗が一層明らかになってきたと思う。米国経済では底入れの様相が窺われている。第二に、国内においても、輸出の減少テンポが鈍化しているほか、在庫調整の進捗がみられて、生産の減少幅も縮小してきているように思う。このように今回の景気後退の起点となった部門では、調整が進捗しつつある一方で、家計部門では、雇用・所得環境の悪化が続くなどむしろ厳しさが増しているように思う。不良債権処理を始め、経済・産業面の構造改革や、財政再建に向けた取り組みが、暫くは景気や物価の下押し圧力として働く、こういった大きな方向感にも変わりはないと思う。こうした情勢を踏まえると、マクロ政策運営上は、何らかのショックを契機に、経済がデフレ・スパイラルに陥ることを回避していくことに力点を置くべきだと考える。こういう観点からは、とりわけ金融面に由来するダウンサイド・リスクに留意が必要だと思う。特に、今ここへきて銀行株が急速に下がっているというのは、今までの護送船団方式で潰れない銀行というふうに思われたものが、ここへきて不良貸出の累積という形で弱い部分が顕現化してきたということ、そしてまた外人の投資などが非常に活発になって、そういう人達がよく調べたうえで中期的にみて大きな動きをしているということ、これらがあって、今まで間接金融にあぐらをかいていた日本の金融構造の弱い面が一気に出てきたような感じがする。それに銀行と取引先の長年の慣習になっている株式の持ち合い制度というものだが、元々金融機関、銀行が株を持つのは安定しない資産だと思うし、ドイツ以外はそういうことをやっておらず、ドイツの場合もどんどんこの10年で減らしてきているが、日本の場合はそういった銀行と取引先との取引の条件として、こういうものが非常に強い条件としてセットされている。こ

ういうものが昨年 9 月からの銀行の保有株の時価評価への切り替えというものと重なって、含み益であったものが、ここへきて含み損という形で、直接業績にはっきり出てくるようになった。あるいは、金融再編には時間は掛かったが、この 1~3 月で一応目途がついて、12 のマネーセンターバンクが 5 つになっていくという過程において、日本にあるメインバンク制というものが色々な形で取引先に対する対応をこれまでと違った環境のもとで議論しなければならなくなった。これなども対応が大変ということから、非常に時間が掛かって、特に弱いところへの扱いというのがはっきり打ち出されなかったということもあったと思う。また、1 年遅らせたペイオフ解禁というのも、預金を無制限に保証するというのはほかに例のないことで、こういった制度を作って銀行は潰れない、そしてまた預金者は保証されている、といったようなことが浸透していた訳だが、ここへきてやはり世界第二の経済大国としてグローバル化が拡大していく中で、預金の全額保護のような制度をいつまでも持っていることが、信認に関わってくるということのはっきり言えると思う。これも護送船団方式の後遺症かもしれないが、この機会に正常化の第一歩を進める。定期預金 1 千万円というのは、そんなに厳しいものではなく、預金保険の取り方としては、ほかの国と比べて比較的甘いものだと思うが、こういうものをこの機会に入れようといったようなことも銀行が目される一つの要因になっていたと思う。こういう二つ位ある構造的な面の手が打たれて、ここで日本の銀行というものが内外でもう一度、裸の形でみられるといったような状況になっている。これこそ本当の構造の改革だと思うが、これを如何に巧く乗り越えるかということが、これからの課題だということは前回にも申し上げた積もりである。こういう観点からは、とりわけ金融面に由来するこういったダウンサイド・リスクに留意が必要だと思う。当面 3 月末を控えて、株価や長期金利、金融システムに対する市場の信認がどのような展開を辿っていくのか、そのもとで、企業金融や家計・企業のコンフィデンスを通じて景気にどのような影響が及ぶのか、といった点を注視していく必要がある。しかし、株価が下落して金融システムに対する懸念が根

強い中であっても、金融市場の安定は確保されると思う。市場参加者の資金調達に対する安心感は維持されているし、短期金利は6か月ないし1年といった長い物も含めて0%近辺で安定していると言える。これは、本行が12月に決めた措置のもとで、極めて潤沢な資金供給を続けていることの効果だと思う。

以上を踏まえると、当面の金融政策運営については、12月に決定した金融市場調節方針を維持して、大量の資金供給を続けながら、市場の安定を確保していくことが適当であると思う。このところ資金供給オペにおいて、ほぼ連日のように「札割れ」が発生しているが、これは先程も何人かが言われたように、日本銀行が如何に潤沢に資金を供給しているか、ということを端的に表わす現象だと思う。また、我々は、こうした事態をある程度予期して、10~15兆円というレンジでターゲットを設けた次第である。従って、オペレーション面で「札割れ」が生じる程の最大限の努力を講じたうえで、結果として、この範囲内で当座預金残高が変動することは問題ないと考えている。なお、前回会合以降、株価と債券価格が下落基調にあると思う。為替相場も一時1ドル135円台までいったが、押し並べてみれば円安気味に推移していると言えると思う。こうした状況を捉えて、いわゆる「トリプル安」を懸念する向きもみられる。現状、内外の投資家が一齐に円資産の売却に走るといような状況ではないと思う。しかし、仮にこうした状況が、マイルドな形であれ長引くとすれば、その根底に、不良債権問題への取り組みや構造改革の進捗、さらにはわが国経済の展望に対して、市場が厳しい目を向けている面があることは、否めないように思う。こうした状況を踏まえると、私が予てから申し述べているように、構造改革のプラス効果をできるだけ早く引き出すとともに、マクロ経済政策面では、経済がデフレ・スパイラルに陥らないよう最大限の対応を講じることが必要だと思う。このような認識は、政府と日銀とでしっかり共有されていると思っている。日本銀行としては、今後も引き続き粘り強い資金供給を続けて、金融市場の安定と緩和効果の浸透に努めて参ると共に、金融システムが不安定化する恐れがある場合には、政府と協力しつつ中央

銀行として断固たる対応を講じて参りたいと思っている。預金債務というのは、不特定多数の預金者から銀行が受け身で預かっている債務なので、引き出し請求に応じる必要性とか信用不安の伝播の性格とか、そういうものを考えると、信用システム不安への対応措置は制度として、十分準備を整えて構える必要があるかと思う。今まで余り銀行が潰れるとか、取り付け、信用不安が伝播するといったような経験がないだけに、98、99年のシステム不安を通じて、今や各種の対応措置のネットが準備されていることは心強いことだと思うし、これは問題が起こった時に直ちに稼働できるものであると思っている。担当の者とよく話し合いもし、また関係先との話も十分進めている積もりである。私の意見は以上であるが、追加的な議論がありましたらどうぞ暫く自由討議をして頂ければと思っている。

田谷委員

少し宜しいか。山口副総裁が時機尚早だと言われた点だが、これまで12月以降何らかの期待に働き掛けるという観点から、10~15兆円のなるべく高い所を目指すということで、随分苦勞があったと思うが、実際にもそれが実現してきた訳である。ここで、今のようなことを続けるために、先程須田委員が言われたようにマイナスの金利を付けるとか、あるいは当預に金利を付けるとか、そういうことは論外だと思うし、反対にこのフレームワークを続ける限りにおいて、10兆円を超えていったら去年の3月のフレームワークでいけば、長期国債の買い切りを増やすということにも繋がっていくと思う。その中で、何かできる余地はないのかということで、短国の落札足切りレートをゼロにすることを考えた。ただ、こういったことをすること自身に、確かに山口副総裁が言われたように、割り当ての問題になるから実際どうするのか、という問題があって、大変難しいと思う。ルールを作らなければできないし、反対に短国の入札フィーバーを加速させてしまうことも十分考えられると思う。また、そもそもの問題として、金利を生まない資産というものを日銀の資産として持つことにどういう意味があるのか——その点は私はそう大きな問題ではないと思うが

——、少なくとも、短国入札フィーバーを加速させてしまうとか、実際の日銀のオペレーション上、割り当てというものをどうするのだということは非常に難しい問題だろうと思う。ただ、現在の10～15兆円のフレームワークを維持する限りにおいて、10兆円を切ってくるような状態が想定されることも十分あり得る訳で、その時、去年の3月のフレームワークどおりに長期国債をどんどん増やすのだ、ということの前に何かないのかということから私は考えた。この問題について、執行部の方でもう少し検討して頂いて、例えば割り当て問題については、例えばこういうふうにしたら可能ではないか、あるいは私が今言わなかった、触れなかった色々な問題点というのもあると思うので、そういうことを含めて少し検討して頂けないかと思うのだが。

山口副総裁

私が先程申し上げたのは、今月もう一回決定会合があるので、次回会合位までは10～15兆円というレンジの中で、その中の程々のところでいけるのではないかという位の理解のもとに申し上げた積もりである。実際の当預残高はどれ位をキープできそうかということについて、難しければ難しいでよいが、もし何かあればコメントして欲しい。

山下金融市場局長

当面の当座預金の推移については、私共ではそれぞれのオペの入札状況等をみながら、例えば、今短国買いは1兆5千億円やっているが、1兆円位入れればいいとか、全店買入れもこれから回数を週2回に増やしていくが、1兆円オファーしても半分とか、色々そういうことを想定しながら計算をしている。そういうことで言うと、実は来週12日には、14兆3千億円位になり、14兆円の後半はキープできないが、その後もある程度14兆円台はキープできると思うが、10兆円ということ言えば3月4日までは目途はついている。3月4日以降については、先程申し上げたように、オペが想定より沢山入るかどうかという所に全てがかかっている。だから、必

ず 10 兆円は大丈夫だということは、断言できないが、私の感じから言うと、昨日も申し上げたが、外銀がもう 6 兆円以上の超過準備を抱えているし、それから先程中原委員からもお話があったが、実質的にはかなりジャパン・プレミアムが拡大しているのです、そういう外銀の保有が変わらないとすると、5 兆円とか 6 兆円を、外銀が抱えることを考えると、13 兆円とか 12 兆円とかまで、当預残高が下がってくると、例の真水部分というのが小さくなっていくので、少しマーケットの雰囲気が変わってくる可能性はあると思う。つまり、かつて 9 兆円位の時のように少し下がってくると、少し金利が上がるというような雰囲気が出てくる可能性がある。そういう意味で、今の 4 兆円の所要と外銀が沢山抱えるということと言うと、ベーシックには 10 兆円というのは全く達成できない状況ではないのではないかとということが一つある。それからもう一つは、ここ 2、3 日、やはり年度末越えの無担のところではほとんど取れていないので、年度末越えについて、一部主要都銀が取りに出ている。そうすると、当然金利は上がってきているので、そういう環境変化が出てきているので、多分 2 月の後半からターム物レートは上がる可能性があると思う。そういう雰囲気になってくると、恐らくもう少しオペの応札状況も良くなる可能性もあるので、そういうことを全てを勘案すると、3 月末までは、10~15 兆円のターゲットについては、私は個人的には何とか色々な工夫をしてやっていくことができるのではないかと考えている。

中原真委員

10~15 兆円の量については、前回か 12 月に、私は基本的には 15 兆円のピンポイントが望ましいと述べた訳だが、安定性を考えてまあやむを得ないかということで、10~15 兆円の間どこを目標にするのかということを中心にじっくり聞いた。大変に苦勞をされて、15 兆円を何とか維持されてきており、それで札割れが出ている。札割れの実態そのものが、先程須田委員が言われたような印象をマーケットに与え、安心感を与えているということも疑いのない事実だと思う。今後の考え方として、田谷委員

の言われるゼロ金利、これは私もちょっと今の段階でイエス・ノーの評価をするだけの勉強はしていないが、やはり 10~15 兆円ということで、10 兆円があるからまあいいやということではなくて、15 兆円をめがけてできるだけのことをやるという基本的なスタンスが必要ではないかと考えている。

山下金融市場局長

先程議論で割り当てという話があったが、あれは別に恣意的にやることはなくて、いわゆる按分というのは正にそれであって、例えば今 0.001% で皆入ってくるので、「札割れ」の時には、全部に割り当てている訳だが、0.001% で全部入れてきて、それより多い場合には、例えば 1.5 倍きた場合には、その 1.5 で割ってそれぞれに配分するという形になるので、恣意的な問題は全然ない。だから今、短国の入札が 178 倍とかになっているのは、一番最低単位で皆入ってくるということが分かっているので、その中で沢山取りたいので、一先当たりの応札上限、99 兆 9,999 億円という、その最高限で入れてくるためにむちゃくちゃなことになってくる。自動的にルールがあって、按分を狙ってやってくるということであり、割り当ての問題というのではない。

田谷委員

金額を相当大きく入れてくるということか。

山下金融市場局長

そういうことで、過熱入札になる。

田谷委員

持っている限りのか。

増淵理事

それは一先当たりの応札限度である。

田谷委員

応札限度というものを作ればよいのか。

増淵理事

今もあって、オファー額と同じということにしてある。だから、一回5千億円のオペをやるなら一先について、応札限度は5千億円となる。

山口副総裁

だから欲しいところは金利ゼロでもって限度一杯入れてくるということか。

増淵理事

それは今でも最下限のところ、あるいは売出手形で言えばそういうことを狙って沢山入れてくるところは一杯あるので、実際に按分が行なわれている訳で、その按分する価格なり金利がどこになるかというだけのことである。

中原伸之委員

今の99兆…とは何か。

山下金融市場局長

あれは余計なことを言った。今、短国入札でああいうめちゃくちゃな780兆円とかいうのが出てくるのは、財務省の入札には応札制限がないからだが、システム上の制限で一社が入れられるのは99兆9,999億円幾らが上限で、それ以上はいかないということである。

中原伸之委員

増淵理事が言ったのは何なのか。違う話か。

増淵理事

あれはオペの話である。

山下金融市場局長

私共のオペには応札限度がある。一社はオファー額までしか入れられない。

増淵理事

山下局長が言っているのは、短期国債そのものの話である。

山下金融市場局長

短期国債の入札が200倍とかいう話である。だから私共はああいう事にはならない。

三木委員

昨日の話もそれだな。

山下金融市場局長

然り。

田谷委員

そうであるとすれば、私はこの段階でもそういうオプションを考えた方がいいという意見だが、皆さんの賛成が得られないということであれば、そもそもこれはディレクティブに書くとか、そういう類の話ではないと思うので、私の意見はそうであるということである。

速水議長

そうですねっていうのは、どういうことか。

田谷委員

そうですねっていうのは、10～15兆円の真ん中位も維持できないようであれば、ゼロ金利というか短国オペでゼロ金利を認めてもいいのではないかという意見である。

須田委員

今決めているのは10～15兆円で、マーケットの外の人もひょっとしたら裏で何か特定の残高を決めているのではないかという見方もあるが、実際に今はそうではないのだから、もしその範囲の中でもできるだけ上になるべく保ちたいと考えるのであれば、やはり今のディレクティブではなくて、きちんと額を決めるということを提案して頂くべきだと思う。この10～15兆円ですよということは、それが目標だからそれに入っている限りは、今のそれが可能である限りはそれでいい、というのがそのまま読んだ時の考え方で、もしそういうふうの上にやりたいというのであれば、是非それを出していったほうがマーケットにとっても良いことだと思う。

田谷委員

ただ、この10～15兆円を決めた経緯というのは、やはり3月以降のことを考えたらどうしても難しくなるだろうということも分かっていた訳である。そして今までどういう実際のオペレーションをしてきたかというところ、15兆円に近いところでやってきた。

須田委員

だからできる限りの努力をするということは当然である。

田谷委員

だからそのできるだけ限りの努力の中に、私はこれも入れてもいいのではないかという意見である、と申し上げている。

速水議長

短期国債の入札倍率が170倍にもなっているということだが、昔だったら全部が日銀引き受けだったから、日銀がどういう金利をつけたか分からないが、やはり全部市場引き受けを原則にしたことが私は良かったと思っている。こういう中で自然に金利が付いてきている。どんなに安くなっても金利機能は働いている。なるべく金利機能を活かしていくという原則を守っていった方がいいと思う。それから借り手、発行する側からもこれがいいと思う。市場もそういうことで育っていくのだと思う。

中原真委員

田谷委員の意見を一応継続で検討することで宜しいのではないか。

田谷委員

はい。

中原真委員

今決めるのは難しい。

田谷委員

だから、私はそういう意見であるということだけで、残念ながら皆さんそうはお考えにならないということであれば致し方ない。

山下金融市場局長

短国についてゼロで買うかどうかというのは、今はシステム上の問題もないし、単に取引先に私共から通知してゼロでは買わないと言っているだ

けの話なので、多分何か規約を変えるとかそういう話ではないと思うが、色々検討すべきことがあったら検討してみたいと思う。

増淵理事

オペレーション上の工夫でどういうことがあり得るかというのは常時検討しているが、私共が言うべきポイントではないかもしれないが、田谷委員が言われた話は、そういうオペレーション上の工夫ということを超えたインプリケーションがあり得るのではないかというふうに私には思われる。そういう点も含めて、執行部としての考え方の整理みたいなものは引き続き考えたいと思うが、やはり金利なり価格なりがあるのと、ないというかゼロというのは、どんなに低いものであってもあることとゼロというところに若干ジャンプが私はあり得るように思う。これはボードメンバーでお考えになることではないかと思う。いずれにしても事務的な整理は事務方として行ないたいと思う。そういうことで宜しいか。

三木委員

増淵理事が言われるとおりでである。大きなジャンプがある。

中原伸之委員

やりたければ提案すれば良い。次回にでも提案されたら良い。

速水議長

ほかにあるか。それではこの辺りで政府から出席されている方々から意見があればお聞かせ頂きたいと思う。谷口副大臣、宜しくお願いする。

谷口財務副大臣

では申し上げます。昨秋以来の経済環境の急激な変化に対応し、構造改革を推進しつつ、デフレ・スパイラルに陥ることを回避するため編成された第二次補正予算が先般成立した。政府は、現在その速やかな執行に努めて

いるところである。今後は、構造改革の一環として、歳出の一層の効率化と予算配分の大胆なシフトを実現した平成14年度予算の早期成立に全力を尽くすとともに、先般、閣議決定した「構造改革と経済財政の中期展望」を踏まえ、聖域なき構造改革をさらに推進することとしている。

日本銀行は、当座預金残高が15兆円程度となる潤沢な資金供給を行なっているが、前回金融政策決定会合においては、金融市場調節手段の拡充が決定された。これらの措置により、金融調節がより一層円滑に行なわれることを期待している。今後とも、経済・市場動向や金融情勢について十分注視し、金融システム安定にも配慮する必要がある。こうした観点からも、特に年度末に向けての資金需要に的確に対応し、流動性確保に対して市場の不安が生じないよう最大限の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。「改革と展望」においても、デフレの阻止は、民間需要主導の持続的成長を実現するために、政府と日本銀行が緊密な連携のもとに取り組むべき最重要課題とされている。日本銀行におかれては、継続的な物価の下落を阻止すると共に、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、それが経済により効果のある政策に結びつくことを期待している。

こういう意見であるが、若干私自身の個人的な意見もお話させて頂きたいと考えている。今まで委員方のお話を聞いていて、まさにこの2月危機、3月危機というようなお話が出ており、マネタリーベースでみると大変な伸び方であるが、一方でマネーサプライが伸びていないという現状がある。金融機関がどうも機能不全に陥っているというような状況の中で、この金融機関から先のところがどのように安定的に資金調達できるのかというような問題があるのだろうと思う訳である。先程のお話の中で、「札割れ」がずっと続いているというような状況があるようであるが、一方で、年度末、特に年度を跨ったところのCP買現先等については、一部「札割れ」があるところであるが、これは直接その企業に金が行くということになる訳である。これは市場に安心感を与える。そこで、日本銀行が、「年度末

を越えるオペについては、前向きに対応していく」というように発言して頂ければ、私としては非常に有り難いと思っているところである。

もう一つは、生命保険会社についてであるが、従来、日本銀行においても生保に対する特融の検討をなされたということを仄聞している。ご存知のとおり今生保の業界は大変危機的な状況にある。そういう状況の中で、一部の生保であるが、仮に経営が弱体化し、資金調達を金融機関から求めるということになると、この金融機関に資金供給ができる訳であるが、一方で、一部の生命保険会社が保有している株式、または国債を売却するといったようなことで、仮に急激な解約の資金を調達するといったような場合には、この金融機関との間の即時的な対応がなかなか難しいというような事態も生じる恐れがある訳である。この信用秩序の維持という観点において、生保に対して日本銀行として果たしてどの程度のことができるのかということ、協議して頂ければ有り難いなというように考えている。

小林内閣府審議官

内閣府として一言意見を申し上げる。まず景気の認識であるが——来週の13日の月例経済報告に向けて現在検討中であるが——、基本的には日銀の執行部の見方、景気判断と概ね一致している。政府の対応であるが、先程谷口副大臣からお話があったように、13年度第一次および第二次補正予算が成立しており、現在14年度予算の審議中であるが、これが切れ目なく運用できるような形で対応していきたいと考えている。また先般、「構造改革と経済財政の中期展望」を閣議決定しているが、この中で、わが国が目指す経済社会の姿とこれを実現するための中期的な政策運営について将来展望をお示ししている。その中で、今後2年程度の集中調整期間は中期的に民間需要主導の成長を実現するための重要な準備期間と考えている。この期間において最も重要なことは、デフレを克服することであり、デフレ阻止に向けて強い決意で臨むこととしている。政府としては、来週の12日に開かれる経済財政諮問会議の議論等も踏まえながら、新たな対応の検討も含めて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参りたいと考えているので、日本銀行におかれても引き続きデフレ阻止に向けて、適切かつ機動的な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。今、谷口副大臣が言われたことは、個人的な意見ということであるので、ここでの討議は控えさせて頂いて宜しいか。ただ、年度末を越える取引にも「札割れ」が出てきているのであろうか。

山下金融市場局長

CPオペについては、私共としては今必死で資金供給できる手段を探してやっているのですが、CPオペも盛んにやっているが、「札割れ」になっている。年度末越えについては確かに打っていないが、CPオペというのは、私共では、金融機関が発行されたCPを持ち込んできて、私共の適格かどうかというスタンプを押してそれを対象に行なうもので、年度末を越えるCPの持ち込みがほとんどまだない。打っても全然入ってこないという状況であるので、むしろ近いところで集めるということである。私共はCPオペの活用というのは、98年の時にもやった訳であるが、あの時にはやはりクレジットクランチの状況のもとでCPが非常に沢山出て、CPオペ残は10兆円前後までいった。今度もそういう状況にする積もりではやっている訳であるが、実際には「札割れ」が続いており打てるのは限られている。今精一杯やっていて3.8兆円ということである。なぜそういうふうになっているかということ、CPはそれなりに出ているが——全体では今20兆円を越える残高になっているが——、要するにこれだけ資金がジャブジャブなものだから、優良な先の発行のCPはいわば奪い合いになっており、投信とかそういうところが沢山買うものであるから、わざわざ日銀に持ってこなくても捌けてしまうという状況にある。従って、そういう状況であるから、私共としてはCPも活用しながら資金供給を一所懸命やっているが、結果としてこういう形になっているということである。

谷口財務副大臣

ただ、私が危惧しているのは、その株式市場の動向等により、先程も委員の方々のお話にもあったように、株式市場が大きく下落するといったような場合に、今の状況と異なるような様相が出てくる可能性もあるということで、安心感を与えるという観点からそういうふうにやって頂ければということである。

速水議長

生保の問題についても、緊急かつ大事な問題だと思うが、今日の討議としては、これで宜しいですね。

では、議案の取り纏めに入っているか。先程の委員方による討議によれば、当面の金融市場調節方針について、現状維持との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。他に正式に議案を提出されるという方は、中原伸之委員か。それでは事務局は中原伸之委員の議案、それと私の議案を配って読み上げて下さい。

[政府からの出席者退室]

[事務局より議案配付]

雨宮企画室参事役

中原伸之委員案を2本、議長案を1本という順番で読み上げる。まず中原伸之委員案の1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。

1. 別添の2. を、次のとおりとすること。2003年10～12月期平均の消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年同期比を1.0～3.0%にす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。
2. 別添の4. を5. とし、別添の4. として新たに次の一文を加えること。

また、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。」である。別添が 2001 年 3 月 19 日の決定である。この 3. の後にただ今読み上げた外債のフレーズを入れるという提案である。全体の読み上げは省略させて頂く。

中原伸之委員案の 2 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 18 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」である。

次いで、議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。日本銀行当座預金残高が 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。」である。別添の対外公表文である。「平成 14 年 2 月 8 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。」である。

速水議長

それでは、中原伸之委員から議案の提案理由の説明をお願いします。

中原伸之委員

提案理由の説明をさせて頂く。最初はプライス・レベル・ターゲティングからインフレーション・ターゲティングに変えて、それからインフレーション・ターゲティングのレベルを従来私が主張していたレベルから0.5上げたということである。プライス・レベル・ターゲティングから変えた理由は、先程申したが、物価上昇率で目標を示した方が国民にとって分かり易いという意見が多かったこと、それから次に、政策を運営する際の実際的な問題として、仮にベース・ドリフトが起こった場合、それが続いた場合には、その分を取り戻すということがなかなか難しい作業であるということである。それから中央銀行のレベルでもインフレーション・ターゲティングという方が一般的であるということも考慮した。具体的には約2年後であるが、2003年の10～12月期の平均の消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年同期比の伸び率を1.0～3.0%とする。先程申したがCPIの上方バイアスを踏まえたうえで、それからこれまで長い期間CPIがマイナスであったので、そういうことも考慮して実体的にゼロよりやや上という意味での上昇率の目標である。これは、インフレーション・ターゲティングを実際に使用している多くの中央銀行の平均的な姿である。

それから外債の購入については、何回も申し上げているとおりであるが、やはりデフレがかなり長期化すると思われるので、そういった中で、今後さらに金融緩和を迫られる事態が起こるといった可能性が高い訳であるから、量的緩和を実現する一つ的手段として、供給手段の多様化ということをして是非とも早くやっておいた方が良くはないかというふうに思う訳である。これも何回も申し上げるが、毎月定時、定額で月2～3千億円程度の外債購入であれば、法的にもオペの方法としても、為替安定目的の日銀法40条2項にいうところの介入とは一線を画せて、法律的には問題ないと認識している。

最後に、18兆円を提案した理由であるが、やはりこの3月にかけて株を始めとするマーケット動向、それから実体経済というのは、一段と厳し

くなるのではないかということに非常に懸念しており、特に株については先程申したように目先9千円台の攻防になっている。先程からトリプル安、あるいはミニトリプル安という話があったが、これはやはり現在の色々な問題を、政府と日銀が一体になって乗り切っていくという姿勢がなかなか出てこない、ということも非常に大きな理由になっていると思うので、ここで日銀としても積極的な金融緩和に踏切るべきであると思う訳である。いずれにしても、18兆円でピンポイントということにより、それが期待インフレ率を上昇させる、あるいはさらなる円安に資する可能性もあると思っている。いずれにしても、年末を越えたところで、あるいは年度末を越えたところで10兆円に近づくと、また下がってしまうのではないかということも、市場は非常に恐れているので、そういった意味でも市場に対するメッセージをはっきりさせた方が良く思っている。以上が提案理由である。

速水議長

ありがとうございました。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であるが、これで宜しいか。その他に質問、追加的な意見や討議が必要であればどうぞ。

中原伸之委員

一つ落とした。18兆円にする場合には、勿論、現在の国債の買切オペを月8千億円から1兆円、月2千億円増額するということが必要である。

速水議長

それでは採決に移る。中原伸之委員案、議長案について順に採決して頂きたいと思う。異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

横田政策委員会室長

では、最初は中原伸之委員の議案 1 本目、「金融市場調節方式の変更に
関する件」について、決裁文書を回らせて頂く。

[中原伸之委員の 1 本目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：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、中原伸之委員の「金融市場調節方式の変更に
関する件」は否決された。次に、中原伸之委員提案の議案 2 本目、「金融市場調節方針の
決定に関する件」について、採決を行なう。

[中原伸之委員の2本目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：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、ただ今の件は否決された。次に私の提出した議案について採決したいと思う。事務局は正式な議案を持ち回って、委員から決裁を頂いた後、その結果を報告して下さい。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：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

ただ今の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、中原伸之委員から反対理由を示して下さい。

中原伸之委員

三つだけ申し上げる。一つは、10～15兆円というディレクティブというのは、幅が大き過ぎて50%ラップする訳であるので、これは市場にとっても解釈しにくいし、間違えたシグナルを起こしがちである。結果的には年末あるいは年度末といった資金需要をアコモデートするだけのディレクティブになる。そして、執行部に裁量の余地を与え過ぎている。なお書きが付いている訳であるから、ピンポイントした目標にすべきであると思う。それから、10～15兆円というのは、そういった意味で大きくみえるかもしれないし、あるいは小さくみえるかもしれない訳で、簡単に言えば積極的な姿勢が示されていないのではないかと考える。それから、現在の段階は、デフレ・スパイラルの初期の段階から一周しようというところであるので、やはり現状に対する危機感が足りないのではないかと思う。現

状は非常に深刻な状況であり、2001年度、2002年度と実質・名目とも2年連続でマイナスという、これまでになかった未曾有のデフレになるという可能性が強いという訳であり、そういった中で、物価が継続的に下落して、企業収益、個人所得が落ち込みつつあり、消費にも陰りが出ている。先行き物価下落がさらに加速するという流れになっている。このため、現状維持では不十分であるし、特に中央銀行のデフレ脱却の強い意志を示すために、今こそ、インフレーション・ターゲティングを導入すべき時期であると、こういうふうに思う。三つ反対の理由を挙げた。

速水議長

それでは、採決が終了したので政府からの出席者を呼んで下さい。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今、政策委員会として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。

IV. 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に入りたいと思う。金融経済月報のうち、最初の4ページが本委員会の正式な決定事項になっているので、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。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う。

吉田調査統計局企画役

それではまず、実体経済部分から説明する。

まず、2月の金融経済月報の総論であるが、昨日、早川調査統計局長から説明したとおりであり、文言は簡略に「引き続き悪化している」というふうに変えているが、基本的には現状判断を変えていないという積もりである。続いて各論についてであるが、大きく変えているのは、純輸出、それから在庫・鉱工業生産、雇用・所得環境というところである。最初の二つは先月よりもやや明るめの表現になっているということであり、具体的には純輸出は先月まで「減少基調を続けており」としていたが、今月は「輸出の減少テンポが緩やかになってきていることを反映して、減少幅は縮小傾向にある」と変えてある。それから、在庫・鉱工業生産のところだが、これも先月は、在庫については「素材を中心に在庫過剰感はなお強い状況」と書いており、生産についても「大幅な減少が続いている」となっていた訳であるが、今月は「このように最終需要は弱い中であっても、これまでの大幅な減産によって、在庫面では、電子部品をはじめ多くの業種で調整が進んでいる」という表現にし、その後「このため、鉱工業生産の減少幅は縮小してきている」というふうに変えてある。それから、雇用・所得環境のところだが、これは逆に先月よりもむしろ厳しさを強調する表現に変えてあり、まず先月はなかったのだが「雇用過剰感が強いもとで企業は人件費の削減姿勢を堅持しており」ということで、この点の一部委員からも指摘があったが、それを加えていて「失業の増加が続く中で、冬季賞与もはっきりと減少するなど、家計の雇用・所得環境はむしろ厳しさを増している」ということで、ここはコントラストを強調する表現になっている。それから、先行きの部分であるが——これは総論では、あくまで景気の足許ないし現状に対する評価を示しているということだが——、経済がほぼ標準的なシナリオどおりに進んできているとすると、そろそろ輸出ないし生産のところ、先行きの表現をやや上方に修正しておく必要があるということ、全体的に先月よりも表現は前に進んだ形になっている。具体的には、まず輸出環境のところから申し上げると、先月までは「情報関連

財の在庫調整は今春辺りにも概ね一巡」としていたが、今月は「在庫調整は一巡しつつあり」というのを書いて、さらに「これを受けて、東アジア諸国の輸出や生産には持ち直しの動きがみられる」という表現を加えている。それから輸出がどうなるかということについては、実は先月は、暗に輸出は下げ止まりに向かうというようなことを匂わせる表現になっているが、具体的に輸出がどうなるかとは書いていなかったが、今月ははっきりと「輸出は年央にかけて下げ止まりから回復に転じていくと予想される」という表現を加えた。ただ、そうは言っても、明確にV字型に回復していくという訳ではないので、それに続いて「しかし、当面、海外景気のリcoveryは鈍く、情報関連財の最終需要も低調なもとで、輸出のリcoveryテンポは緩やかなものにとどまる公算が大きい」という表現を入れている。それから、上方修正をまとめて申し上げると、次のパラグラフの一番下から2行目からのところだが、鋳工業生産の表現も先月までは「鋳工業生産の減少テンポは幾分緩まる」というような表現だったが、今月は「鋳工業生産は下げ止まりに向かう」としている。ただ、「経済全体の活動水準の低下に歯止めが掛かるまでには、かなりの時間を要する」という点は全く同じである。それから、さらに一つ下のパラグラフにいて、「わが国の景気は」というところだが、先月までは「今後悪化を続けることは避けられない」という表現だったが、今月は「今後も悪化を続けるが、輸出や在庫面からの下押し圧力が弱まるにつれて、そのテンポは徐々に和らいでいくと予想される」ということで、ここも少し表現を変えてある。ただ、そうは言ってもリスクも勿論書かなければいけない訳で、いろいろ委員方からも指摘があったように、リスクの表現もある。具体的には、「米国経済については、底入れを示唆する指標が増えているとはいえ、依然不確実な要素が多く、こうした点を含め海外景気の動向については引き続き注意が必要である」という表現にしてある。それから金融面についても、「以上を総合すると、」の最後のところであるが、先月と同じだが「内外の金融・資本市場の動きが実体経済に悪影響を及ぼすリスクには、引き続き留意が必要である」という表現も先月どおり残してある。それから、物価のところだが、

まず、物価の現状の判断について、今朝、卸売物価指数が発表になっている。その中身を見る限りにおいては、実は先月の表現でほぼ同じで良からうと思っている。ただ、一点、一行目のところの「輸入物価は、」のところなのだが、「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」という表現を先月は使っていたのだが、何回も転じるのは変なので、マイナー・チェンジだが「上昇している」という表現にこの場で変えさせて頂きたいと思う。それから、消費者物価については、これはもう書いてあるとおりで、先月までは「弱含んでいる」としていたが、実際に数字は下落幅が拡大しているので、そのとおり「既往の原油安の波及から、下落幅がやや拡大している」と事実を書いてある。それから、最後のところで、「物価に対する低下圧力」を物価を巡る環境のところで書いているが、先月まで「徐々に強まっていく」と書いていたが、これは上のところで悪化テンポが「徐々に和らいでいくと予想される」と書いたこととのバランスで、幾分弱めて、「物価に対する低下圧力が引き続き働く」という表現に変えさせて頂きたいと考えている。実体部分のポイントは以上である。

雨宮企画室参事役

金融パートであるが、市況の説明以外には小幅な修正である。中身的には、昨日説明した点が三点あって、非常に小さな変化が二点と、やや数字的には大きいものが一点の三つだけ直してある。ちょうど真ん中辺りの「資金仲介活動をみると、」のパラグラフの2行目だが、「貸出姿勢を慎重化させる傾向を強めている」と、これは前月までは「窺われる」という表現であったが、足許の指標、統計データ等を踏まえてここを「強めている」に変えさせて頂いた。もう一つは、これとはやや逆の動きであるが、その2行下で「低格付け企業の発行環境は総じて厳しい状況が続いている」と、これは前月まで「悪化傾向にある」ということであった。これは足許の金融環境をみると、引き続き楽観は全くできない訳ではあるが、当月の判断としては、どんどん悪化が進んでいるということよりも、こういう状況の

表現の方がふさわしいということで、こうさせて頂いた。それと、その三つ下のパラグラフで、これまでマネタリーベースの表現は、実は背景説明の方に書いてあったが、これだけドラスティックな動きになると、前に持ってきたということである。その三つである。それから一点だけ、いつもの市況関係の修正をお願いしたいのだが、上から三つ目のパラグラフで「長期国債流通利回りは、幾分上昇し、最近では概ね1.5%前後」とあるが、この「前後」を「台」に変えさせて頂きたい。以上である。

速水議長

委員方から意見があればどうぞ。

田谷委員

吉田調査統計局企画役に一つだけ質問である。先行きの部分の2行目に「東アジア諸国の輸出や生産には持ち直しの動きがみられる」とあるが、昨日の国際局、その他の資料では「輸出および生産面では下げ止まりの兆しもみられつつある」となっているが、こっちの方が何か明るいような気がして、どうかなという気がした。同じような意味であろうか。

吉田調査統計局企画役

事前には、国際局とも相談の上こうした文言にしたが、私共としてはそれほど違わないのではないかと思っているが、ただ、皆さんの意見としてそういう方がよければ、勿論変えることも考えられると思う。

田谷委員

三木委員が言われたが、生産は、韓国とか中国が少し伸びているが、ほかで伸びている国はないと思う。あと、輸出でも少なくとも前年比でプラスになっている国は中国以外に1国もない訳であるし、前月比で少し輸出がプラスになっているところがあるので、持ち直しの動きといえれば持ち直しの動きであるが、「下げ止まりの兆しがみられる」位にしておいた方が

良くないか。結局、来月か再来月「持ち直しの動き」になるのかもしれないが、まだちょっとヘッジしておいた方がいいかなという気がするのだけれど。

吉田調査統計局企画役

そうすると、委員の提案としては、「東アジア諸国の輸出や生産には下げ止まりの兆しがみられる」というふうに変更するというのでしょうか。

田谷委員

それでどうだろうか。これを読んだ時に、ちょっと明るいなという気がしたものだから。

速水議長

それで、宜しいか。

吉田調査統計局企画役

それでは、皆さんも異論なければ、そのように変えさせて頂きたいと思う。

では、「東アジア諸国の輸出や生産には下げ止まりの兆しがみられる」というふうに変更させて頂きたいと思う。

中原眞委員

こだわらないが、金融の方で「ジャパン・プレミアムは、ほぼ解消された状態」と、毎回そう書いてあるが、一部のマーケットプレーヤーから聞いている感じではもっと深刻で、実はそういうプレミアムがつくような取引をもうやっていない。だから資金調達は、円投とレポ、または相対で中東やアジアの中央銀行からかき集めているということだ。本当にマーケットでブローカーとカウンターパーティとぶつかると、主要の米銀からは、恐らく金は出てこない。表面的には何もプレミアムがついた状態では

ないよということかもしれないが、この状況では、恐らくまともにインターバンクでやれば、断られるか大幅なジャパン・プレミアムが、特に期越えなんかは必ずつくはずである。こういう書き方だと少し能天気と思われてしまうのではないか。どういう表現が良いか自信はないが。

雨宮企画室参事役

指摘の問題意識は我々もずっと持っていて、解説の時にもいわゆる東京三菱とバークレーズベースではないが、これはこういうことであるという説明は、金融市場局あるいは私も何回も申し上げている。ただ、一方で、こういうものであれこれをみると相当厳しいよと、突然書くのも難しいとすると、一つの案は落とすということがある。ただ、落としても世の中的には相当注目は浴びると思うが、それはそれで客観的な情勢の認識としてそれで良いということであればそれでいいかと思う。

中原眞委員

落とすか、あるいは「ジャパン・プレミアムは表面上解消された」とするか。

雨宮企画室参事役

却って意味深じゃないですか。

中原眞委員

実体的には日本の銀行に対する信用供与は相当制限を受けている。

雨宮企画室参事役

そうですね。恐らくクレジット・デフォルト・スワップ・レートとか、社債、債券のスプレッドの拡大と同じような現象がインプリシットには起きていると考えた方が素直だとは思いますが、ただ表現上というとまた何だ何だという感じになるので、落とすということで、宜しいだろうか。

中原伸之委員

どういうインプリケーションで落とすのか。もう大丈夫だということで落とすのか。

雨宮企画室参事役

多分そう思う人はいない。

中原眞委員

なぜ落としたかと聞かれたら。

雨宮企画室参事役

なぜ落としたかと聞かれたら、それは今単にいわゆる東京三菱、パークレーズベースのジャパン・プレミアムが実態を反映しなくなっている可能性がある。ただし、その他の色々な情報で引き続き分析中であるということだろうと思うが。少なくとも安心になったので落としたと思われる誤解をされる心配は皆無である。

中原伸之委員

分かりにくい説明だな。

田谷委員

私も書くのは、難しいと思う。

雨宮企画室参事役

然り。落とすということで宜しいか。

[多数の委員が賛意を表明]

速水議長

これはだから東京三菱とパークレーズ、この取引だけが典型的な…。

雨宮企画室参事役

結局、取引として残っているのが、オファーを出しているのがそこだけになっているので、実は指標性は大分前からなくなっている。

速水議長

変わっていない訳だな。では、落としたら良いか。

中原伸之委員

私は何しろ全体のトーンがやや楽観的になってきているので、これを落とすということになると、またそっちの方にとられるのではないかと思う。読む人が違ったら分からないが、表現がえらくマイルドになっているので、これで大丈夫かなと全体について思っている。特に株価の大幅な下落だとか、所得面、マインド面が非常に悪化してきているとか、新たな暗い要素がみられるし、「広範に」も取ってしまっているし、失業率も悪化してきている。アルゼンチン情勢もある訳だし。

中原眞委員

ここには、「資本市場の動きが悪影響を及ぼすリスクには」とあるが、リスクというコンティンジェンシーな感じではないと思っている。ここも表現が難しいということで毎回企画の方には何うのだが、なかなかこれは難しい。

三木委員

各論の方は金融の問題に触れているのか。

雨宮企画室参事役

金融システムの問題か。

三木委員

そうではなくて、これは総論でしょ。各論ではこの金融のところは抜けてしまったのか。

雨宮企画室参事役

ジャパン・プレミアムのところか。

三木委員

いや、月報の中に入っているこの各論のところである。

雨宮企画室参事役

背景説明の中には、ほぼ対応する説明が入っている。

三木委員

各論の段階では、今の表現は入っている訳だろう、そういう形で。

雨宮企画室参事役

入っている。一応リスク要因としては、確かにこのコンティンジェンシーなのかアンダーライニングのリスクなのか、両方あると思うが、10月の展望レポート等の中で取り敢えず注目するリスクとした、海外リスクと金融リスクという二点は一応表に出して着目点として取り上げるという格好で、委員会の判断としては誤解されることはないと思うが。

三木委員

各論の方にそういうのが入っていれば、これからは落としても良いのではないか。

雨宮企画室参事役

ただ、今中原眞委員が言われたのは、落とすということではなくて、むしろ今の金融から由来するリスクの表現というのは、単なる何か突然イベント・リスクが起きるとのことより、もう少し色々な複雑なルートがあって、そういうニュアンスが出ていないのではなかろうかということであろう。

中原眞委員

然り。先行きについての記述が具体的であるべきではないかとの印象を持った。しかし、一部顕現してきているリスクもあるけれどもという趣旨であればこういう表現かもしれない。

速水議長

実際に、ほとんどずっと同じ…。

中原眞委員

いつも同じ表現である。

速水議長

私が見ている限りでは、上がってなかった。大体ゼロできているのだろう。

雨宮企画室参事役

東京三菱とパークレーズの話で申し上げればそれはそういうことであるが。リスクの表現はどうか。

中原眞委員

強くはこだわらない。

雨宮企画室参事役

では、このままで宜しいか。

速水議長

残しておくのか。

雨宮企画室参事役

いいえ、ジャパン・プレミアムのところは落とす。

速水議長

それで良いと思う。

山口副総裁

対外公表文だから、余りアラームになってしまっても具合悪いという面もある。だから少し物足りないと言えばそうかなと思うが、これで言われたような意味も含めて読み込むということでしょうか。

三木委員

各論の方で、同じような表現があるのかと申し上げたが、このジャパン・プレミアムの問題というのは、全く東京三菱だけでしょ。後は取引がないからということだが、優先出資証券のところ何かを見たら、もの凄くばらけていて、典型的なジャパン・プレミアムである。それから長期金利は、昨日申し上げたように興銀だけがメルクマールみたいになっているからあんなことになっている。あれと一緒に何となくメルクマールの取り方にやはり問題がある。このケースの場合は非常に良いところだけ取り上げているからこうになってしまう。長プラの方は悪いところを取り上げているからああいうことになる。

速水議長

それではこれで採決する。事務局から最終的な基本的見解を回して下さい。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：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

中原伸之委員、反対理由を明確にしておかれたいのならどうぞ。

中原伸之委員

総体的に申し上げると、海外の当局者、それから市場関係者の日本を見る目は日増しにと言うか、日毎にと言った方が良いでしょう、厳しくなっている時に、今回のような基本的見解は、若干なりとはいえ、楽観的な要素、あるいは上方修正的な要素が含まれていると解釈されるので、私は非常に問題があると思っている。具体的には一つは先程申し上げたが、株価の大幅下落、それから所得面、マインド面の大幅な悪化、それに最近は政権の不安定化などという新しい要因が加わってきて、その中で悪化しているというところで、「広範に」というのを削ったということは納得がいかない。それから失業率とあるいは倒産もそうであるが、現在の局面を表わす非常に特徴的な指標が出ているので、これらについても言及すべきであると思う。それから海外において、特にアルゼンチンを中心として情勢が不安定であり、米国の先行きも不透明である中で、先行きの記述について僅かではあるが、トーンアップしているような印象を与えるのは時機尚早であると思う。それから次にGDPの推移から見て、デフレギャップも一段と拡大しているとみられる訳なので、先行き物価は下落幅を拡大させる可能性が高いと思う。従って、物価は緩やかな下落傾向を辿るという「緩やかな」を取るべきであると思う。以上である。

速水議長

それでは、ただ今決裁頂い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来週12日火曜日の午後2時に行なう。

以上で本日の議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は2月28日に予定している。なお、ご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、議事要旨およ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お願いする。本日はどうもありがとうございます。

ました。

(午後 0 時 20 分閉会)

以 上