

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2002年3月19日

3月20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 (19日 14:00～15:50)
	谷口隆義	財務副大臣 (20日 9:00～13:23)
内閣府	小林勇造	内閣府審議官 (19日 14:00～15:50、20日 9:00～10:42)
	竹中平蔵	経済財政政策担当大臣 (20日 10:55～12:20)

(執行部からの報告者)

理事	松島正之 (20日 10:55～13:23)
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	和田哲郎 (20日 9:00～9:11)
企画室参事役	雨宮正佳
金融市場局長	山本謙三
調査統計局長	早川英男
調査統計局企画役	門間一夫
国際局長	平野英治

(事務局)

政策委員会室長	橋本泰久
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
企画室企画第2課長	梅森 徹 (20日 9:00～9:11)
企画室調査役	山岡浩巳
企画室調査役	清水誠一

I. 開会

速水議長

それでは時間になったので、ただ今より金融政策決定会合を開催する。

(午後2時開会)

はじめに会合の取り進め方について申し上げる。本日は、金融経済情勢に関する執行部からの報告と、関連する質疑応答のセッションとしたい。明日は9時に会議を再開し、まず預金保険機構や交付税特別会計への貸付債権の適格担保化に関する討議、決定を行なう。前回会合で決めたことの実体化である。その後は通常どおり、金融経済情勢と金融政策の運営方針に関する委員の討議、もしあれば政府から出席の方々の発言、そして金融市場調節方針の採決と進めていきたい。その後、金融経済月報の基本的見解の取り纏めと、前々回会合の議事要旨の承認をして頂く。最後に先行き半年間の会合のスケジュールについて承諾して頂く予定である。政府からは、本日は、財務省から藤井大臣官房総括審議官、内閣府から小林審議官が出席されている。なお、明日は、財務省から谷口副大臣、内閣府からは竹中経済財政政策担当大臣および小林審議官が出席されると伺っている。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する約束なので、委員方および政府からの出席者におかれては、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、金融経済情勢等に関する執行部報告に入りたい。最初に、金融市場局から前回会合以降の金融市場調節の実績と、最近の金融・為替市場の動向を説明してもらおう。増淵理事と山本金融市場局長お願いする。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

山本金融市場局長

それではまず、金融調節の運営実績について報告する。前回の決定会合では、当座預金残高目標 10～15 兆円にかかわらず、流動性需要の増大に応じて一層潤沢な資金供給を行なうことが決定され、また国債買い切りオペの増額などが決定されたところである。後程述べるが、短期金融市場では、こうした本行による追加措置、さらには株高ということを背景にして、全般に安心感が広がった。こうした中で、金融調節は、オペの頻度をさらに上げることで対応してきた。ただ、マーケットが全体に落ち着いてきたので、資金を取り急ぐ動きはむしろ後退している。オペについては、応札倍率が 1 に満たないもの、つまり「札割れ」が増え、かつ応札倍率も低調、札割れの幅も大きくなった。ただ、オペの頻度を上げて実施した結果、日銀当座預金残高の実績値は、3 月の初め、1 日頃から先週の水曜日位までは、15 兆円程度の残高を維持してきた。なお、先週末以降は、さすがにマーケットの方も、期末に向けた最後の資金調達が季節的に本格化してきている。金融調節面ではこれまでのマーケットの落ち着きを維持する観点から、資金を極力市場に残す運営をしている結果、3 月 14、15 日それから昨日にかけては 16 兆円台と、一つレベルが切り上がった水準で当座預金残高は着地している。

金融・資本市場の動向について報告する。まず短期金利の動向であるが、無担保コールレートオーバーナイト物は、引き続き、0.001～0.002%と低水準である。短期国債の流通利回りも、3 か月ものから 1 年物まで引き続き 0.001%ということで、こちらも最低水準で推移している。一方、ユーロ円レートの 3 か月物は、前回の決定会合時の 2 月末にかけては、いわゆる年度末越え資金調達が銀行の間で本格化してきて、少し不安感が強まるということで、金利が 0.08% 辺りから 0.18% 位まで、スルスルと上がっていた。これが 2 月 28 日の日本銀行による追加措置、あるいはその後の株高というものもあって、資金の出し手、特に比較的長めのものを出してくる生損保、あるいは郵貯、簡保といったところが、3 月に

入ってから、年度末越えの資金の放出を積極化してきた。結果的にマーケットには安心感が拡がり、ユーロ円レートもそれまでの上昇圧力に歯止めが掛かり、その後は、3か月物もほぼ横這い、0.18、ないし0.19%といったところで、足許についてはやや緩み気配である。全体として短期の金融市場は、落ち着きを保ちながら、年度末を迎えつつあるという印象である。次に、債券、株式、為替市場の動向であるが、こちらの方は比較的大きな動きがあった。昨年末辺りから、いわゆる日本売りシナリオと呼ばれるようなシナリオに基づいて、特に海外筋が各マーケットで売りポジション、ショート・ポジションを作るという中で、債券安、株安、円安のミニトリプル安が2月の6日位まで続いた。しかし、3月に入ってから、特に株価の急反発をきっかけに、他のマーケットを含めて大きく反発し、結果的に株高、債券高、円高という展開となった。売買面からみると、一つにはそうした日本売りシナリオに基づいて作られた各マーケットでのショート・ポジションが巻き戻されたということである。もう一つは、特に海外の機関投資家、海外のファンド筋が、3月に入ってから、日本株の買い戻しを行なった。ただ、数字をみると、株価の現在の水準は、概ね昨年の夏、8月頃の水準まで戻しているが、債券の方は大体1.4%台半ば、あるいは円相場は、昨晚からまた少し円安方向になっていて、131円前後であり、債券や円相場については、本年1月の水準である。相対的な比較感から言うと、株価の反発の突出が目立つ印象である。株式市場の推移だが、株価の方は2月6日にボトムをつけた後反発しているが、反発のきっかけは、基本的には空売り規制の強化である。ただ、3月に入ってから、アメリカの株価自体も——それまでの間は会計疑惑でもたもたしていた印象があったが——、3月に入ってからしっかりと足取りを辿ってきており、そうした動きが続いている間に、マーケットの方でも日本経済に対する底入れ期待が台頭してきた。そうしたことも受けて、海外の機関投資家が、日本株の買い戻しを進めた結果、3月に入ってから株価の上昇が加速したという印象である。主体別株式売買動向をみると、海外の投資家は、2月の最終週から買い越しに転じている。そして3月の第一週は

7千7百億円とかなり大規模な買い越しとなっている。海外のファンドの方は、概ね昨年夏位からかなり日本株の組入れを外してきて、落とし切るところまで落とし切っていたと言われている。先程申し上げたように、米国の株価の反発などもあって、一方で日本経済のアップサイドのリスク、底入れ期待も意識せざるを得なくなったということで、この3月に入ってから急遽ポートフォリオのアロケーションを見直して買い戻しを進めたものとみられている。次に、為替相場の方は、株価の急反発を受けて、日本売りシナリオ自体に見直しが入ったことで、それまで作られていた円のショートポジション解消の動きが出てきた。さらに、海外ファンド筋の日本株の買い戻しに伴う円買いというものも入ってきた。その結果、それまで132~133円のところで動いていたものが、3月7日には一時ザラ場では126円をつけるところまで急伸している。ただ、120円台に入ってくると、一方で当局の牽制発言などに対するマーケットの警戒感から利食い売りが出ている。また、日本経済の底入れ期待とは申し上げたが、アメリカの経済との比較感で言えば、まだアメリカの経済の方がさらに強いというか、日本経済に対してそこまで確信を持っていないという、いわゆる日米景況感格差ということがある。従って、全体としてみると、長期的にはやはり円安方向とみる向きが多く、そういう意味では円高方向への反発力というか、上伸力には限界があるという印象である。昨晚の海外マーケットではさらにそうしたポジションの調整が入って、現在は131円前後の動きとなっている。次に債券市場、長期金利の動きである。債券のマーケットも株の反発に伴って反発し、長期金利は、3月入り後、1.5%台から1.4%台へ低下している。株が強くなったので、銀行がリスクテイク能力を回復し、債券投資をやりやすくなるのではないかというのがマーケットの期待であった。事実、この間、銀行もある程度債券の買いを入れていたようである。そうしたことから、債券価格が反発、金利が低下しているという動きである。ただ、こちらについても、一方で景気の底入れ期待ということもあって、債券をどんどん買い上がるという展開にはなり難く、10年債でみて、大体1.4%台の膠着状態に入りつつあるというのが現在のマー

ケットの展開である。最後に、信用リスクに対するマーケットの見方、クレジット・スプレッドの関係であるが、信用リスクに対するマーケットの見方は引き続き厳しい。株高にもかかわらず厳しいという状態である。社債の流通利回りの対国債スプレッドをみると、トリプルBでの対国債のスプレッドは引き続き1%程度の乖離、ダブルBになると3%程度の乖離があり、引き続きクレジットに対する評価は非常に厳しいものがある。銀行セクターに対する評価もほぼ変わらない。極く僅かながら乖離が縮んでいる印象もあるが、全体としてみると、2月まで開いたものがほぼ横這いできている。マーケットの方は、企業および銀行の信用リスクに対しては引き続き神経質ということである。

以上総括すると、まず第一に、空売り規制の強化をきっかけに株価が反発し、さらに米国の株価の反発もあって日本経済に底入れ期待が出てきたことで、海外筋からの日本株の買い戻しが入って、各市場でそれまでのミニトリプル安の修正が進んできたという局面が3月の局面である。ただ、二番目に、海外勢の日本株の買い戻しといっても、それまでのウエイトの落とし過ぎというか、落としてきたものの修正といった程度に止まっているように思われる。それ以上に積極的に今週も買ってきている訳ではなさそうである。また、クレジット・スプレッドにみられるように、マーケットの信用リスクに対する見方は非常に厳しい。そうしたことを踏まえると、景気の回復というものについては、マーケットは半信半疑といったところかと思う。従って、4月以降、景気の実態、底入れ時期や景気のリバウンド力、あるいはその背景となっている金融システム問題など、ファンダメンタルズな動きを見極めたいというのが今のマーケットの雰囲気ということである。私からの報告は以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

植田委員

銀行株も含めて株価は上がっているのに、債券市場では銀行セクターを含めて信用リスクに対する懸念は後退していないというのは、合理的にはどうやったら説明できるのか。

山本金融市場局長

合理的にどう説明ができるのか非常に難しい。テクニカルな話から言うと、銀行株価の下落には、相当空売りが入っていたと言われている。その後、銀行株の中でも都銀、信託は、ボトムに比べると4、5割戻しており、このところはかなり急激にショート・ポジションの巻戻しが入っているだろうと言われている。ただ、もうちょっとロングスパンにみて、社債のマーケット、銀行債のマーケットではクレジット・スプレッドが開いたままである一方、銀行株価は反発しており、両者を整合的にぴったり説明することはなかなか難しい。ややタイムラグを持ちながら、どちらかに摺り寄せられていくという過程がまだ続いているのではないかと思う。

田谷委員

社債流通利回りのところだが、ダブルB格社債の利回りの対国債スプレッドが相当上がっているのだが、これはどの位指標性があるものなのか。

山本金融市場局長

ある程度までは信頼して良いと思う。ただ、ダブルBの中には、極端にスプレッドが大きい企業がある。例えば個別銘柄でいくと18%とか、15%とかいったものがあり、これらを含めての平均3%である。そうした銘柄が、全体の平均値をかなり押し上げているのが実態であり、ちょっと個別のもので振られている印象がある。普通のもの平均値で言えばもう少し下目と考えて良いと思う。

植田委員

オペだが、ほとんど全てでかなりの札割れになっている。しかし 15 兆円前後、あるいはそれ以上の資金供給は維持できている訳である。それから極く単純に考えると、オペの頻度とかオファーの額を減らせば応札倍率が上がって、やっぱり 15 兆円前後は維持できるとなるのか、それともできなくなってしまうのか、という点は如何か。

山本金融市場局長

我々は実際にマーケットがどう反応してくるかをみながらオペを打っている。応札倍率が実際に足りていないのでさらにどんどん打って、何とか千億、二千億でも入ってくれば良いというのが実態である。頻度を減らしたらその分だけ応札倍率が上がるとは、我々の現場の目からみるとなかなか単純には考え難いという印象である。

植田委員

何が違うのか。ある種の肌理細かさみたいなものか。

山本金融市場局長

足許、15 兆円というのが維持できているのは、やはり年度末が近付きそれなりにマーケットに資金需要というか、予備的動機に基づく資金需要があり、これに当てていくと供給が何とかできているという状態だろうとは思う。

植田委員

でも頻度を減らすと当たらなくなってしまうのか。

山本金融市場局長

そのところはやってみないと分からない部分がある。

増淵理事

調節の現場としては、回数を減らすよりは手数を多く出して、少しでも稼いでおくという気持ちにむしろ駆られていて、では落としてみたらどうなるだろうかというのは、ある種実験的な話になるので、それは少しリスクがあるという気持ちである。

須田委員

同じような話だが、オペ頻度を増やしたということだが、それはまだまだ増やすことは可能なのか。それとももう限度一杯という感じなのか。

山本金融市場局長

実務的には相当大変なことだが、勿論、手数を増やせばクリアされる。しかし、確かに応札倍率はどんどんと下がる傾向があり、それだけの量をやればさらに限界的に増やせるかと言うとかなり疑問がある。

増淵理事

先程、植田委員が質問された銀行株と銀行債等の問題だが、どのように理解するかというのは局長が申し上げたとおり非常に難しい訳だが、私のやや個人的な見方としては、恐らく銀行セクター債の対国債スプレッドとか、クレジット・デフォルト・スワップレートの方に、ある種銀行に対する見方はより正直に表われているのではないのかなと思う。銀行株は確かに戻ってはいるが、その絶対水準を絶対的に評価するというのは、非常に難しい訳だが、私はまだまだレベル的には相当低いところに株価自体があると、銀行に対する厳しい見方は総じて変わっていないのではないかと、そういうふうに統一的に理解すべきではないかと思う。

山口副総裁

局長が報告の最後で言っていたマーケットがファンダメンタルズなニュースを待っているという部分だが、ファンダメンタルズなニュースで

いいものが出てこなければ、今の市場はもう一回かなり下方に修正する可能性が高いという意味合いを持つのか。

山本金融市場局長

見通しなので難しいところだが、急落するかどうかはともかくとして、やはり今回の株価の上昇にはやや期待先行の部分が入っていると思う。勿論きっかけは空売り規制の強化であったが、そうした効果は一巡していくものだろうと思う。海外投資家からの買い戻しも一巡してきているし、そういうものに合わせて買ってきた動きも止まってくれば、あるいは、ある程度景気底入れ期待というものを比較的意識したマーケットになってきているので、そうしたものを裏付けるような指標が出てこない場合には、少し弱含んでいく可能性はあると思う。

中原真委員

内外証券投資においては、空売りの買い戻しは対外証券投資の買い越しで入ってくるのか。

山本金融市場局長

入ってくる。

中原真委員

実際、その前の段階でどういう金が動いているのかということは、必ずしも分かるものではない。実需の金が本当にどこまで動いたかというのは、やはりちょっとまだ確信を持ってないと思う。

山本金融市場局長

海外ファンド筋がある程度アンダーウエイトにし過ぎた分を少し戻したということは、どうもかなり堅い事実である。ただ、それ以上に積極的に買っていきこうという雰囲気ではない。

植田委員

2月末までのデータに基づいたレポートでは、空売りの——どこまでの定義かちょっと忘れてしまったが——ポジションはまだ増えているということが書いてあったように思うが、足許ではどうか。

山本金融市場局長

空売りがどういうデータであったか、ちょっと直ぐには出てこないが、信用売り残自体はほとんど横這いではないかと思う。

中原眞委員

長期金利の方は、期を越えれば多少のラリーがあるのではないかと思っていた。予想よりも早めにきたのは、株の上昇に伴うリスクテイク能力とよく説明されるが、本当にそうなのか。

山本金融市場局長

主体的には確かに銀行がここへきて買ってきているので、まずはリスクテイク能力かと…。

中原眞委員

上がったとは言え、まだ含み損を抱えている銀行がほとんどだから、ここで改めてリスクテイク能力が増えたとは到底思えない。また、株の保有のバリュウ・アット・リスクと国債保有のバリュウ・アット・リスクとはきちんと分けて、それぞれ枠を決めている訳だから、株の方が上がってきたから国債の方というのはちょっとよく分からない。

山本金融市場局長

ただ、確かに銀行は、2月まではずっと売ってきていた。1月に利益を出して、2月はややまだ売り越しだったが、3月になってから銀行が買っ

てきているのは事実だと思う。銀行自身もポートフォリオの中で債券が落ち過ぎているという印象を持っていて、そのキャッシュでこれ位の水準で買いにきているというのが実態ではないかと思う。

速水議長

3月決算の時価評価という場合に、期末の1日でやる企業と月中平均でやる企業とに分かれているが、今は、月中平均の方が多いのか。

中原真委員

銀行は月中平均の方が多い。

速水議長

銀行は月中平均か。

増淵理事

銀行についてはかなり月中平均が多い。

速水議長

企業はまだそこまでっていないのか。

三木委員

企業はもう圧倒的に期末である。

速水議長

期末一日か。

中原伸之委員

企業はほとんど期末の一点である。

三木委員

だから皆、一喜一憂しながらじっとみている。今の話のように、若干上昇してきたので、非常に安堵感が流れている。株の取引高については、何か特徴的なことがあったか。

山本金融市場局長

ボリュームの方は非常に増えた。10億株を越える日々が続いている。

三木委員

主体別にみると海外投資家か。

山本金融市場局長

3月の第一週は海外投資家である。

三木委員

海外投資家だけなんだよね。

山本金融市場局長

ただ海外投資家の方も、恐らく足許ではほとんど、とんとんになってきていると思うので、大きな動きは止まってきていると思う。

速水議長

それではこの辺で次に移る。国際局から海外金融経済の動向について説明してもらおう。平野国際局長お願いします。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

平野国際局長

まず、製造業部門のコンフィデンス・長期金利・株価をみると、前回決定会合以降の特徴は、米国を中心とする景気の底打ち感の拡がり、それが

ら企業コンフィデンスの明確な改善、先行きに関する楽観的な期待の拡がりを反映した世界的な長期金利・株価の上昇、この三点であると思う。ダウンサイド・リスクは大きく後退したとみてよいのではないかと思う。図表1、製造業部門のコンフィデンスをみると、米国、ユーロ、それから韓国、特に韓国についてコンフィデンスの改善がみられるが、いずれにしても平行に上がってきている。長期金利、米国とドイツの長期金利が平行に上昇している。それから株価についても上がってきている。韓国の株価の上昇が非常に激しいが、これについては後程触れたいと思う。図表の2、米国の主要経済指標をみると、まず、全体感として米国では、景気は既に底を打って回復しつつあるのではないかとみられる。第4四半期のGDPは、ご案内のように上方修正されて、前期比年率1.4%となった。個人消費を中心に上方修正されたが、第4四半期の個人消費は年率6%という極めて高い伸びを示した。年明け後の指標をみると、家計支出関連、つまり個人消費、住宅投資など家計部門の需要は引き続き底固く推移している。それから13. 14. 15. に生産周りの指標があるが、企業部門では在庫調整がほぼ完了したといえる。2月のISM、旧NAPM指数は大きく改善している。生産は1月マイナスだったのが、上方に修正されて前月比プラスと、これは6か月振りのプラスとなった。2月も事前の予想では0.2位の予想だったのだが、0.4ということで、予想を上回る増加となった。2か月連続で生産は増加という形になっている。一方、設備だが、10. の非国防資本財受注、先行指標をみると、設備投資はまだ減少基調にあると思われるが、先行指標の受注統計の数字は、流れとしては改善しつつある。それからもう一つ際立っているのは、雇用の関係の数字で、17. の雇用者数をみると、2月の雇用者数は7か月振りに増加に転じており、2月の失業率も1月に引き続いて低下と、雇用環境も改善しつつある。それからミシガン大学のコンフィデンス指数をみると、2月はちょっと落ちたが、3月はまた急に大きく上昇する姿になっている。ブルーチップによるアメリカの成長率見通しの変化についてみると、直近3月時点の2002年の見通しは2%だが、2月が1.5%であったので大幅に上方に修正されている。

これには実は昨年第4四半期のGDPが上方修正されたことによる、いわゆるベース・エフェクトも大きく効いている訳だが、去年の11月、今年の2月、3月に比べると、成長パス自体も今年の第1四半期、第2四半期を中心に上方に修正されている。成長のパターンだが、前半は在庫中心のリカバリー、後半になって消費、設備投資の寄与が増してくるというパターンを想定しているが、後半の最終需要動向についてはなお不透明な部分もあるということかと思う。金利観については、景気の先行きに対してかなり楽観的な期待が広がってきたということから、市場参加者の金利観も高めに振れている。FFの先物金利をみると、日を追って上方にシフトしており、5月限でほぼFF金利の25bpの利上げを織り込んだ格好である。本日FOMCがあるが、金利は据え置くが先行きのリスクバイアスは中立に戻すという見方が圧倒的多数という格好になっている。全体として米国経済の焦点は、景気回復のスピードと持続性ということになるかと思う。この点、いわゆる通常の回復期に想定される消費のペントアップ需要に多くを期待できないとすれば、焦点は結局のところ企業収益と設備投資動向であろうと思っている。リスク・ファクターとしては、資本市場の強気の期待の反転等に伴うファイナンシャル・コンディションの悪化ということを一応念頭に置いておく必要があるかと思う。今回の調整局面では、家計や企業、特に家計の債務調整、つまりそのバランスシート調整はほとんど進んでいない。金利の上昇あるいは資産価格の下落が家計や企業の支出行動に及ぼす影響については引き続き注意を要すると思う。次に、株価のバリュエーションと住宅価格について若干お話しする。株価収益率（PER）の実績利益ベースと1年先の予想利益ベースをみると、実績利益ベースも上がっており、特にS&Pベースは大きく跳ね上がっていて、30倍近い訳だが、1年後の予想利益ベースのPERは足許若干低下をしているが、これは先行きの収益予想が強気化している姿ということになる。それから住宅価格の前年比の推移を10数年間とってみた。決定会合でも時々話題になっているが、改めてみると住宅価格もこのところ長期に亘り大幅な上昇を続けており、直近では前年比7%、8%というレベル

で住宅価格は上がっている。これには当然金利の低下と住宅価格そのものに対する強気の期待が作用している可能性がある。言い換えれば、期待の変化あるいは金利の上昇に対する危うさを抱えた状態とみることもできる。しかしながら、生産性上昇というか、言い換えれば、米国経済の潜在的な強さに対する確信が、大きく揺らいでいないとするならば、たとえこの辺で調整があってもそのインパクトというのは、それほど大きなものではないのではないかという見方も可能かもしれない。

続いてユーロエリアである。ユーロエリアは後程申し上げる東アジアとかアメリカに比べると、ちょっとサイクルが遅れている感じだが、多少明るめの数字も出てきていると思う。足許は輸出の低迷、設備投資の鈍化から景気の減速が続いているということで良いのではないか。前回中原伸之委員が指摘された昨年第4四半期の実質GDPは、結局前期比年率で-0.7%というところに収まった。足許の指標だが、ドイツの海外受注数量の改善が続くといったことがあって、実質下げ止まりの兆しもみられている。それから在庫調整の進捗を背景に製造業のPMIをみると、これが改善を続けている。生産面の調整圧力も緩和しつつあるということではないかと思う。

次に東アジアである。米国におけるIT関連財の生産・在庫調整の大幅な進捗を背景に輸出・生産が下げ止まりつつある。こうした評価は変わっていない。こうした動きを反映して足許では、内需面でも、個人消費や設備投資の減速に歯止めが掛かりつつあり、総じて景気底入れの動きがみられているというのが総括判断である。実質GDPをみると、韓国を除いて第4四半期の実質GDPが揃った訳だが、香港を除くと前期比ベースではかなり高めのプラスということで数字が揃っている。数字が出ていない韓国でも、生産等の動きからみて相当高めのプラスを維持したのではないかとみられる。それから輸出であるが、輸出底入れといっているが、2月の数字はずっとマイナスが並んでいて、これは多少トリッキーな要素があって、例えば、旧正月の要因が大きく寄与している。本年は2月が旧正月だが、去年は1月が旧正月で、その入れ繰りがある。ちなみに中国、韓国を1月、

2月通算すると、前期比ベースでプラスとなる。基調としては改善ということで、持ち直しということでよいのではないかと思う。こうした状況の下で、NIES、ASEAN諸国の2002年成長率見通しは、このところ総じて上方修正ということである。韓国、台湾、シンガポールの景気は、明るさがみえつつあるが、実質GDPの成長率をみると、韓国の立ち上がりが非常に早いという姿が目につく。韓国政府は既に景気の底入れ宣言をしており、この背景について若干紹介したい。勿論、輸出の持ち直しとか半導体のアップスイングといった要素、これらは韓国、台湾、シンガポールそれぞれに共通する要素だが、それに加えて韓国の場合、積極的な景気・雇用対策の実施、政府の大胆な梃子入れにより、金融不安、あるいは2000年の末にかけて高まった財閥系企業の資金繰り不安、こうしたものが解消したということ。三番目にこれらを背景にしたコンフィデンスの改善といったようなことが寄与しているとみられる。こうした中で、冒頭紹介したように、株価の急騰とか住宅価格も相当急上昇していて、一部にバブル的な要素もみられるということが言われている。私の方からは以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

三木委員

資料の9ページでは、韓国、台湾、シンガポールは、IT絡みが強いということだが、これは設備投資は足を引っ張っているという姿なのか。

平野国際局長

設備投資は、第4四半期までマイナスが減少という格好で、明確にまだプラスにまでは至っていないが、多少明るさがみえる。要するに下方圧力が縮小してきている。韓国の方のマイナス幅が第3四半期までしか出ていないがかなり小さい。だから、台湾、シンガポールと比べると、韓国にお

いて設備投資が経済の足を引っ張る度合いが小さいというふうにもみられる訳である。これは逆に言えば、2000年は財閥系企業、大宇（デーウ）とか現代（ヒュンダイ）といった企業の資金繰り不安がコンフィデンスを下押ししていた。この時期韓国の設備投資は余り強くない、台湾、シンガポールに比べて弱い訳である。逆に言えば、その反動要素があるので、ここへきて韓国の設備投資が相対的にまだましな形になっているとも言える。全体としてまだ設備投資は、回復しているというところまではいっていない。ただ、良い方向へ動いてきている。

須田委員

米国の経常収支の動きだが、米国の景気が良くなってきているとしたら、ここが悪化してくるかなとみている。しかし、少なくとも去年の後半に関してはそういう動きは余りない。これからというふうに捉えるべきなのか。それとも少し様子が違うのか。

平野国際局長

去年の経常収支は、4千億ドルとか2百億ドルとかいう赤字であるが、今年の経常赤字がどうなるのかについては、結局今年の経済動向如何ということである。勿論米国には、ダウンサイドのリスクもあるが、企業収益が予想対比で相当早く盛り返し、設備投資に仮に割に早く火が付いてくる、その間消費も固いということになると、今年再び経常赤字が拡大するという事態も考えられる。例えば4%をかなり上回って、5%近くいくということも考えられないではない。これはそれだけみると、無限に拡大できる訳ではないから、大きな不均衡、アンバランスを抱えているということになるが、結局のところ、米国経済の強さに対する期待がどうなるのかということと、経常赤字との微妙な均衡がどうなるのかということだろうと思う。だからもし、アップサイドがあるとすれば、経済が相当強くて資本市場にも海外から相当金が流れ込んできて、株価も急伸をしているという状態だろうと思う。しかしそれは、ある程度時が経って結果をみてみなければ

ば、本当に安定した均衡状態かどうかは分からない。私は潜在的には相当危うい均衡状態だと思っている。ただ、先程市場局長の報告にもあったように、米国以外の国を見渡しても日本はこういう状態であるし、なかなか米国を凌ぐような回復力を示すところというのは余りない訳である。そういう意味では、相対的にその米国は買われるという状態というのは、割合長く続くような気もする。

須田委員

聞きたかったのは、かなり供給に近いところで生産している時と、それからかなり供給力に余力がある時では、景気が改善した時にどれだけ外から輸入するか、すなわち景気回復の波及効果が外にどれだけ出るかという点が異なる。今の状態だとそれ程アメリカに依存している。外国からみた時にどれだけ外需としてアメリカに輸出できるかという点は、過去の景気の良い時と違って大きくは期待できないということはないかという、こちら側の方なのだが。

平野国際局長

その意味では、輸入に波及度が高いのは設備投資である。結局のところ設備投資がどのようなピッチで回復するかということによって、海外からみた米国の国際収支のインプリケーションは変わってくるという感じである。特にアジアとか日本の輸出に対しては、アメリカの設備投資の動向の影響が大きいように思う。設備投資の先行きは一応、せいぜい緩やかな回復とみているので、そういう意味では米国経済そのものが回復したとしても、日本やアジアが、90年代後半のような恩恵を貿易ルートを通じて受けることにはならないのではないか。そもそも、全体の回復ピッチそのものが過去の回復局面に比べれば緩やかだということもある。

中原眞委員

韓国では、急速に、景気が回復すると、資産バブルみたいなものが出て

くるのか。今のところ、少なくとも2月まではインフレ率そのものは非常に落ち着いているが、金融政策は現在どのようなスタンスにあるのか。

平野国際局長

韓国の中では政策運営について活発な議論があり、住宅とか株価をみると、これはバブル的な状況にあるので、マクロ政策運営を少し引き締め気味に転じるべきではないかという議論が出ている。一方で、どこかで聞いたような議論だが、足許のインフレ率は安定しているし、まだ回復と言っでもしっかりとした強いものになっていないから、暫くはこういう状態で金融緩和を続けるべきではないかという議論もある。まだその辺のせめぎあいといったところではないかと思う。

中原伸之委員

資料の7ページに輸出比率が出ているが、これを実質ベースでみると韓国の輸出比率というのは50%越えていると思う。だから韓国の場合には非常に輸出主導型になっている。

平野国際局長

この数字は名目であるが。

中原伸之委員

名目で70年代の初めが5%位だから、もの凄い輸出ドライブがかかっている。中国は名目では23%になっているが、実質ではどの位になっているのか。

平野国際局長

これは後程調べて報告する。

中原伸之委員

余りデータはないだろうが、実質の比率の度合いについて、ここ 20～30 年間のが分かったら教えて欲しい。

速水議長

宜しければ次へ移る。調査統計局から最近の国内経済情勢について説明してもらおう。永田理事、早川調査統計局長願います。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

早川調査統計局長

最近の数字をみても、ここ 1～2 か月報告している線と余り大きく変わっていない。というのは、一方において、輸出とか生産をはじめとして底がみえてきているような部門と、あるいはまた内需、とりわけ雇用のようにむしろ経済全体の体温がまだ非常に低いということを表わしている指標が併存しているという図式は余り変わっていないということである。今日は変化している方を先に説明して、余り変わっていない方を後に纏めて説明するという流れでやっていきたいと思う。まず、図表 4 の 1 月の貿易統計については、前回の会合で説明したとおりであるが、改めて確認すると、実質輸出の動きは去年 1 年間かなり大きく減少してきた後、足許のところはほぼ横這いに近付いている。中身については既に前回紹介しており、これを踏まえて今回輸出は下げ止まりつつあるというふうに判断している訳であるが、その背景について若干補足したいと思う。図表 6 の情報関連のマーケットの動向であるが、まず第一にアメリカの電機の在庫循環があるが、これは後程説明するように日本でもそうだが、IT 関連における在庫循環は、在庫調整がほぼ一巡したと申し上げて良いと思う。それは DRAM の指標にも表われており、去年の秋に 1 ドル割れだったものが、最近では 4 ドル前後のところまで推移しているということで、かなりはっきりした回復がみられている。実は 1 月の数字だけみると、日本の情報関連の輸出はまた減少であった。しかしながら、過去にも日本よりも若干早く動

く傾向のあるN I E s の情報関連輸出は、昨年第4四半期からもうプラスに転じているということと、わが方の輸入も既に増加に転じているということを考えて、輸出入の連動性の高さ等を踏まえて、日本の輸出だけがいつまでも減少を続けるということは考え難いと思うので、全体としては情報関連も含めて下げ止まりつつあるのではないかと考えている。次に、これまで一つ大きな不安要因と申し上げてきた自動車だが、実は1月だけみると、かなり大きな減少であった。しかしながら、我々が懸念していたアメリカにおけるインセンティブ・セールスの後の反動というものについてみれば、皆が心配していたような反動は実はみられていない。とりわけ日本車に限ってみれば、まだ現在も販売状況は比較的良いということなので、1~3月期について乗用車輸出の減少が、輸出の足を大きく引っ張る可能性は乏しい。最後に中間財の輸出が1月かなり大きく増えた。この1月の数字は幾ら何でも大き過ぎるかもしれないが、鉄鋼とか化学等に関しては、中国、韓国等アジア向けの輸出が増えている。これは現地需要がそれなりに出ているということと、何がしかの円安の寄与ということなので、数字の大きさはともあれ、こういった動きはまだ続きそうな感じを持っている。以上財別に説明したが、最終的に言えば、国際局長から説明があったとおり、まさに海外景気について、とりわけアジアとアメリカだと思うが、1か月前と比べて底入れなり回復なりの動きがかなりはっきりしてきたということで、こういった材料を踏まえて輸出は大体下げ止まりつつあるのではないかと考えている。次に、図表25の鉱工業生産である。この点については、毎回説明しているとおりで、去年の第1四半期から第3四半期まで、大幅な生産の減少が続いた後、第4四半期のところで電機を中心に生産の減少幅がかなり縮んで、今のところ経済産業省の第1四半期の予測指数は、1.7%の増加ということである。生産予測指数は、一頃と比べると少しましにはなってきたが、下方修正が行なわれる癖があるので、この1.7%を以って1~3月期から明確に生産が増加するということまで申し上げる自信はない。ただ、いずれにしてもプラスに落ちるかマイナスに落ちるか分からないが、ほぼ横這い圏内の数字になることは間違いな

いと思っているので、そういう意味で生産もかなり減少幅が縮小してきて、下げ止まりに近付いているということだと思う。この点は在庫面からも確認できることで、在庫については以前から調整が進んでいるとは申し上げた訳だが、図表 26 の在庫循環の絵をみると、鉱工業全体でもかなりはつきりとぐるっと回り始めた感じが出ていると思う。電子部品はほぼ 45 度線に乗った。それからどちらかというと相対的に調整が遅れていると申し上げていた素材のところもかなり一気に回ってきて、数字が第三象限のところまで入ってきたので、国内の在庫調整については、まだ終了とか一巡というにはちょっと早いかなと思うが、流れとしてみればかなり進んだと評価できると思う。最後に変化が出ているグループで申し上げると、物価面でも卸売物価については状況が変わってきている。図表 36 の卸売物価をみると、前年比はずっと -1.4 位から -1.3 と、ほんの僅かな縮小であるが、3 か月前比をみると、11 月 -0.6 だったものが 12 月 -0.4、1 月 -0.4、2 月 -0.1 ということで 2 月には 3 か月前比でかなり下落幅が縮小してきた。2 月の -0.1 はちょっとでき過ぎのような気もするが、その要因をみると、幾つかの要因が働いている。一つはまず、機械類の下落が——機械類というのは、常にコンスタントに、景気が良い時でも悪い時でも常にコンスタントに価格が下がるものなのだが——、最近ちょっと下がり方が小さくなっている。これは実は半導体、液晶等に象徴される電子部品関係のところでも珍しく若干値上げが起こっていることが影響している。それからもう既に以前から起こっていることだが、素材、特に鉄鋼・建材関係がずっとマイナスだったのがマイナスがなくなってプラスになっている。これは、いわゆる国内における在庫調整の進捗ということを反映して、あるいは一部輸出の増加を反映して相場が下げ止まりから上昇に転じた。最後に 2 月について非常に大きいのは、石油・非鉄のグループがプラスに転じたことである。背景は、一つには海外商品市況、原油相場、それから非鉄の相場といったものが、去年の 11 月位をボトムに上がってきていることと、これまでの円安が加わる形でマイナスだったのがプラスに出てきたという幾つかの要因で、言ってみれば海外景気の回復と国内における在庫調

整の進捗と、何がしかの円安の効果という三つが重なって国内卸売物価に関してみれば、かなり下落幅が縮小してきたということである。そういう意味では、輸出・生産・卸売物価という製造業を中心とする部分において、何がしか景気の底がみえてきたという印象がある訳である。しかしながら、それは全ての分野ではなくて、これから少し弱いグループについて申し上げる。まず最初に、図表 13 の設備投資である。設備投資に関しては皆さん承知のとおり、去年の第 4 四半期の法人季報でかなり減少して、特に GDP 統計ではすごく大きな前期比 -12% という、とんでもない減少になった。勿論これは承知のとおり、第 2 四半期、第 3 四半期がプラスに出ていたために、第 4 四半期単独で見るととんでもない数字になってしまったという感じだが、三つ均してみると大体法人季報と似たような動きかなということ、1 四半期の動きを単独でみて頂くよりも均してみて頂ければと思っている。少し気になるのが図表 16 の設備投資の先行指標である。建築着工については、このところ少し下げ止まりっぽい動きになっているが、機械受注が去年の第 4 四半期にかなり落ちた後、第 1 四半期も、1 月単月だが、1 月の数字がかなり減少した。仮に去年の第 4 四半期の法人季報とこの 1 月の機械受注を繋げて、設備投資の落ちる勢いがかなり加速していると考え、輸出が少し位下げ止まってきても、景気の底はかなり遠くになってしまう訳である。もっとも、この点については、ちょうど昨日出てきた政策投資銀行の設備投資調査をみると、全産業では 2001 年度が -6.6 の後、2002 年度 -2.7 という数字であった。ここから言えることは、二点位あって、まず第一に、確かに設備投資は数%程度で落ちていることは間違いないと思うが、先程の第 4 四半期の法人季報と 1 月の機械受注を繋いで、猛烈な勢いで設備投資が落ちているということとはどうも様子が違いそうである。承知のとおり、政策投資銀行の調査というのは、大企業については最もカバレッジの高い設備投資調査なので、これをみる限りそういった激しい設備投資の減少が起こっている訳ではないということが、これで確認できると思う。ただし、もう一つは、これを製造業、非製造業別で見ると、製造業が 2001 年度 -7 の後、来年度 -8.2 ということで、製造

業の設備投資が弱いという感じである。修正率をみても、実は電機をはじめとして、非鉄、窯業といったいわゆるIT周りのところで、去年の夏に比べて2001年度だけでなく2002年度のところもかなり投資計画が下方修正されていて、その結果としてこの辺が足を引っ張るという姿になっている。他方、非製造業は2002年度0ということで、意外に強いと思われるかもしれないが、これは政策投資銀行特有の都市再開発案件絡みのものが、この統計には入っているため皆さん承知のとおり東京都内ではクレーンがいっぱい立っているが、ああいうものが入っているので、ほかよりも少し強い数字になっている。ということは、どういうことかと考えると、確かに輸出・生産のところは下げ止まりの兆しはある訳だが、製造業の設備投資に直ちに結びつく状況にはまだなっていないということである。逆に言うと、今後の注目点としては、これまで下方修正が繰り返されてきたIT関連について、どの辺で下げ止まるのか、あるいはまた海外景気次第では、これが上方修正される可能性があるのかということがポイントになってくると思うが、いずれにしてもこの時点で、こういう数字だということは、設備投資がどこかで下げ止まってくることがあるとしても、それはかなり先の方の話であって、来年度前半という話ではなさそうだなということが確認できるのではないかと思う。他方、先程の図表13の企業収益には、去年の第4四半期が下げ止まりっぽい動きになっている。勿論これは季節調整の問題があるので、これでもって下げ止まりというつもりはない。ただ、いずれにしても企業収益ががーっと落ち込んできた勢いが、少し大人しくなってきたとみて良いのではないかと思っている。さらに図表12の野村証券とか大和総研からの企業の収益見通しをみると、2001年度の凄く大幅な減益の後、来年度は大変大きな増益という数字になっている。率直に言っても社数300社位でやっているもので、例えば製造業で6割減益の後、倍増とかいう、こういうのは恐らくマクロの数字としてこんな数字になるとは考え難いと思う。ただ、前にも申し上げたとおり、製造業は諸般の状況からみて、2002年度、ある程度増益という線は、やっぱりそれなりにもっともらしいということだと思う。他方で非

製造業は、これは100社強でやっているのだから、こういう大企業に限って言えば、この数字もあながち間違っていないのかもしれないが、マクロ環境から考えると、非製造業の収益がはっきり良くなるという環境には、今のところまだないと私共は思っている。次に個人消費である。図表17の個人消費では、数字を一個、一個コメントする気はないが、1~3月のところ——これは主に1月の数字だが——の前期比をみると、確かに家電とか弱い数字もみられるが、どちらかというところ、プラスの数字の方が若干多いということである。後程申し上げるとおり、家計の所得環境というのは相当悪いということを考えてみると、所得環境対比でみると、今のところ個人消費はそれなりに健闘していると言えなくもないという感じはしている。ただ、ヒアリングをしてみると、必ずしも消費関連の業界自身、強気になっているというよりは、やはり心配している方がどちらかというところが多い。現に百貨店なども1月はまあまあだったが、2月の東京百貨店は結構悪かったという数字も出ているので、私共としては、まあ差し当たりの数字は取り敢えず健闘はしているが、ベースになる所得を考えると個人消費はまだ弱目の動きを続ける可能性の方が高いと考えている。ただ、前から申し上げているとおり、少なくとも2月位までは株価も下がり、色々不安材料が多かった訳だが、そうした中であっても、家計がいわゆる財布の紐を締める形で、所得以上に消費が落ちるといようなことは、少なくとも起こってはいなかったということはほぼ確認できていると思っている。それから図表27の雇用である。雇用については皆さん承知のとおり、失業率が1月は久しぶりに5.3%へと下がった訳であるが、率直に言って雇用全体はむしろまだ厳しいというか、厳しさを増している位に評価している。というのも、労働力調査のところで失業率は下がったが、しかし、雇用者数は前年比、前期比ともマイナス、ないしはマイナス幅拡大という感じだし、就業者数でも同じ動きである。なぜ失業率が下がったかというところ、要するに労働力人口が減った、いわゆる労働力率の低下で、これは恐らく職を探すのを諦めるような人が若干増えた結果として、失業率が下がったということである。従って、これは余り評価できるような失業率の低下ではなく、現

に非自発的失業者数はまだ増えているので、ちょっと失業率が一服したからと言って、雇用情勢に改善の兆しがある訳ではない。求人統計等についても特に新しく申し上げることはない。加えて賃金であるが、12月のボーナスがかなり大きなマイナスであったことは紹介したとおりであり、1月の特別給与はウエイトが小さいのでどうこう言うことはないが、いずれにしても人数掛けるところの賃金である雇用者所得でみると、去年の第3四半期の-1.4、第4四半期の-2.8の後、1~3月は1月単月であるが、-2.9ということなので、所得はむしろ減少幅を幾分拡大しているのではないかということである。極く最近も大手の製造業でベアの交渉があったが、取り敢えずベアはゼロベアということで、それに加えて一部の大手電機を中心に一定期間賃金カットといった動きが拡がっているので、そういうことを考えると全体に雇用・所得環境はむしろ厳しさを増している方向ではないかと思っている。最後に物価についても、図表39の消費者物価をみると、別に特に新しい変化はない。卸売物価はマイナス幅を縮小しているが、消費者物価については、前年比-0.8とか-0.9というところで推移している。因みにここで申し上げておくべきことは、先程申し上げたように、卸売物価のマイナス幅が縮んでいるといったこと、為替の要因その他を考えると、現在既に2%を越える下落が続いている消費者物価のうちの財の部分については、さらにマイナス幅が拡大する可能性は実は余り高くないのではないかと思っている。問題は、今のところゼロ近傍で走っているサービスのグループがどうなるかである。このところに先程申し上げたような賃金の下落みたいなものが、どう影響してくるか、影響するか否かも含めて、この辺が一つの大きなポイントになってこようと思っている。

以上、計数をざっとみてきた訳だが、今申し上げたように特段大きな変化がある訳ではないが、今回全体としての判断について、「わが国の景気は、輸出や在庫面からの下押し圧力は弱まりつつあるが、全体として悪化を続けている」という意味で、輸出や在庫面からの下押し圧力は弱まるということを明示して、ほんの若干だが上方修正をお願いしようかと思っている。理由は先程申し上げたように、輸出、生産について今月決定的な変

化が起こった訳ではないが、むしろ環境面である海外経済について、この1か月間、かなり強い数字が出てきているために輸出なり生産なりが下げ止まる蓋然性という点では、かなり増してきたという評価をして良いのではないかと思っている。ただ、先程申し上げたように、失業率の話も含めて内需面の動きについては、まだ相当全体として温度の低い状態にあるため、全体としてはなお悪化を続けているという判断は残しておこうかと考えている。若干蛇足かもしれないが、一言申し上げておくと、今回については、景気というのを、どういうものをいわば軸足にして物を言っていくかということをよく考えなければいけない局面だと思っている。と言うのも、従来から日本の景気というのは、景気基準日付という内閣府が決めるものがあって、これは承知のように相当程度、製造業の動きに規定されるものである。従って、景気基準日付という議論をしていくのであれば、もう既にエコノミストの間では、景気の谷はいつかという議論が行なわれていて、私共はその前から、年央までには景気の底がという話をしている訳だが、最近の数字をみると、ひょっとすると第1四半期、場合によっては例えば1月にもう既に谷はあったのだ、ということになる可能性もないとは言えないと思う。ただ、他方で例えば、先程申し上げたようにGDP的な物の考え方をするのであれば、設備投資が下げ止まるにしても、まだ暫く先である。個人消費は1四半期、1四半期の動きはともかくとして、所得環境からみると、まだ暫く弱いだらうと、公共投資も減少だらうと、そうすると、輸出だけではなかなか直ぐにプラスにならないという意味では、いわゆる製造業的な動きに基準を置いた議論と、いわばGDP的に考えたところの景気の動きというのは、ちょっと距離が開いてしまう可能性が高く、どの辺に焦点を当てて物を言っていくのかというのは、少し皆さんで議論頂く必要があるかなと思っている。差し当たり、私個人は、例えば企業収益がいつ位にはっきりとした増加というのが確認できるのかとか、あるいはそれがどういう時点で設備の下げ止まりみたいな動きに繋がっていくのかということの一つの軸に物を考えていくのかな、と一応思っているが、今申し上げたように、どの指標をみるかによってかなり景気の

イメージが変わってくる。株式市場などは、たまたま製造業のウエイトが5割以上あるので、先程の話にもあったように、既に若干景気回復の話が始めている訳だが、GDPでみると、製造業は4分の1だし、まあそんなことを考えて頂く必要があるかなと思っている。最後の部分は蛇足かもしれないが、私個人の考えである。

速水議長

質問があればどうぞ。

田谷委員

これは先程平野国際局長に聞けば良かったのかもしれないが、図表6にNIEsの情報関連財の輸出が出ているが、どこかで台湾とか韓国の輸出というのは、OECD諸国に大体1四半期先行するという説明を受けた覚えがあるが、このチャートをみていると必ずしもそうはみえないのだが、それは例えば90年代についてそういうことが観察されるようになったということだろうか。

早川調査統計局長

まず、第一に日本の輸出も情報関連財が大体1四半期遅れになる。大体、NIEsに比べて、1四半期遅れ位の感じになっていて、全部の財をひくくめて1四半期というのはなかなか観察し難いと思うが、例えば情報関連財みたいなところに限って言うと、どうも若干NIEsの方が先行しそうな感じがあるように思う。これはなかなかなぜかというのは難しいが、例えば、一番分かり易いのは、台湾みたいにEMSみたいなものが入っていると、どうしても限界部分を引き受けてくるということがあるので、落ちる時も上がる時も非常に早めの動きが、そういうところに現われてくるというのはあるのかもしれない。それから最近の傾向で言うと、例えば電子部品だけとっても、NIEsが扱っているのは、やはりパソコン関連が多い。例えば日本とかアメリカとかになると、もう少しネットワーク投資

周りとか、そういうのが多いという感じがある。そうすると、過去は分からないが、少なくとも今回の循環を考えると、先に落ちたグループがパソコングループで、後を追っかけるように携帯が落ちてネットワークが落ちていったという感じがあり、逆に反転する時も、パソコン、携帯の方が先行して投資周りの方は少し遅れているという感じなので、そういうこともあるかなと今思っている。

田谷委員

世界的にみると、今韓国の株が非常に好調だと説明があったが、去年の末、あるいは去年のボトムから比べたら、回復というのが、例えば中国を除いた東アジアが非常に顕著だし、メキシコ、ペルー辺りも顕著だし、あるいはロシア、チェコ、ハンガリー、ポーランドといったところが非常に顕著である。だから、同じような、90年代に入って初めての回復局面でも相当そういう構造変化が起こって、かなりそういうところから生産が回復して行って、輸出に跳ねてきている。その後、時間的にはそんなにはっきりした前後関係があるかどうか分からないが、それから先進国が潤ってくるというような、どうもそういう感じがするのだが、それでNIEsに本当にそういう先行性があるかどうかということに非常に興味を持っている。

早川調査統計局長

直ちにお答えできないが、私も何となく印象としてはそういうストーリーはあり得るかなと思っている。例えば典型的に言うと、日本とかドイツとかがやっぱり遅いのかなという印象が少しある。先進国グループの中でのかつてにおけるいわゆる製造業の集積地が、日本でありドイツという国だった訳だが、それが今日本で言えばアジア諸国、ドイツで言えば東欧諸国のようなところに生産拠点が段々移って行くということが——移って行くこと自体は構造的にゆっくり進んで行く訳だが——、そういうことが景気循環の山谷という時に、そういう形で現われてくる可能性はあるの

ではないかなと思う。前にもいわゆる海外生産シフトの動きみたいなものは、景気が落ち込んでいく過程ではなくて、回復する過程で実は回復がなかなか出てこないという形で現われてくる可能性があるのではないだろうか、と申し上げた記憶があるが、ひょっとするとそういうことがあるのかもしれない。

田谷委員

それで私が心配しているのは、そういうのが一巡して、しかし、アメリカをはじめとした先進国の最終需要が余り回復しなかったということになると、結局本格的回復が実現しないで終わってしまうということにならないかなという心配をちょっとしたので、そういう前後関係の議論があるのかなのかということにちょっと興味があった。

早川調査統計局長

幅広く議論されているかどうかは分からないが、今申し上げたような文脈での議論はあるのかなと思うし、それから言われるとおり、我が方の輸出がどれ位本当に増えるかというところは、まだ下げ止まり位の話は良いと思うが、どれ位本格的に増えるかということについては、色々な要素を考える必要があると思う。例えば先程須田委員の指摘があった訳だが、やはり今のところ例えば、ITの回復といっても、やっぱりパソコン中心の回復という感じで、その恩恵はどちらかと言うと、台湾だとか韓国に日本以上に現われてくるという感じで、日本の方はいわゆるネットワーク投資の方とか、あるいはそもそも半導体に関する製造装置の投資とか、そういうところが売れてくるとこっちは動き出す訳だが、今のところまだパソコンのためのDRAMという段階だと、日本も別にプラスがない訳ではないが、韓国、台湾程にはなかなか影響が及んでこない訳である。例えば、先程平野国際局長からもアメリカの最終需要について、特に設備投資の回復についてどれ位本当だろうかという議論があった訳だが、設備投資が回復してくれば我が方に対する影響も相当大きくなっていく訳だが、そうでな

い限りは、そもそも個人消費で頑張っている限りは、先程の経常収支の話にもあったが、これはサービスのウエイトが大きい訳だから、国際収支への影響は小さい訳である。投資が出てくるかどうかというのはかなり違うので、そういったことも含めてまだ色々みていくべきファクターはあるかと思う。

須田委員

サービスの価格と賃金との関係について、賃金が上がればサービス価格が上がるというのは分かり易いが、その逆に賃金が下がったらサービスの価格が下がるかもしれない。そこはどう考えておけばよいのか。

早川調査統計局長

率直に言ってそこは悩んでいる。と申し上げるのも、そもそも細かくみていけば若干サービスの値段が下がったこともある訳だが、特に個人向けのサービス価格が幅広く下落した局面というのは、過去には余りない訳である。逆に言うと名目賃金が大きく下がったというのもない訳である。そうすると、いわば、一種の下押し調整みたいなものがあるかないかというのを、過去のデータを調べることによって、物を言うというのは容易でない訳であって、今一生懸命作業をしているが、どうしても断定し難い部分があるので、実はCPIがどうなるのかというのは正直なところなかなか分かり難いと言わざるを得ない。中には、大工の手間賃のようにCPIに入っているが、これは賃金そのものだろうというのがあるので、こういうのは下がるだろうとかいうのはあるが。

中原伸之委員

先程設備投資のところで、第2四半期、第3四半期がプラスで、第4四半期が大幅マイナスの後何と言ったか。

早川調査統計局長

GDPベースの設備投資は、第2四半期、第3四半期がプラスで、第4四半期がどーんと前期比-12%位になったが、その1四半期、1四半期の数字を真に受けて考えるよりは、三つ位均して考えて頂いた方が設備投資の実勢として分かり易いかなと申し上げた。

中原伸之委員

均したらどうなると言ったのか。

早川調査統計局長

先程の図表13のGDPベースの数字と、法人統計の数字をみると、法人統計は第2四半期がちょっとのマイナスで第3四半期、第4四半期もマイナスだが、GDPは第2四半期、第3四半期とプラスの後、第4四半期-12と、第4四半期だけみると法人季報の倍位減少している訳だが、これは均してみると法人統計とGDP統計はそんなに違わない。勿論、その裏側には、金融機関だとか個人企業だとか、ややこしい話があるが、一応ここは、設備投資は2001年度上期堅調であって、その後大幅に落ちたというよりは、やはり設備投資は減少基調にあると考えて頂いた方がよいと思う。

中原伸之委員

要するに均すと設備投資は減少基調であるということか。

早川調査統計局長

然り。以前から減少基調にあると申し上げているが、GDP統計でみると、たまたま第2四半期、第3四半期プラスで、第4四半期もの凄い落ち方になっているという、ちょっと数字が荒れているということである。

中原伸之委員

荒れているのを均したいと言っているだけか。

早川調査統計局長

然り。

永田理事

余りにも悲観的な見方が今多いので、数字に表われているのはもう少し均してみた方がよいのではないか、ということを示し上げた。

早川調査統計局長

第4四半期の数字と1月の機械受注だけ繋げて話をするのとんでもないことになってしまうので、それは先程申し上げたように、政策投資銀行のアンケートはそんな数字にはなっていない。

中原伸之委員

私の見方は全く逆だ。ぱた一んときていると思うから。

速水議長

ほかになれば次に移る。企画室から最近の金融環境について説明してもらおう。増淵理事、雨宮企画室参事役をお願いします。

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現状評価について、資料5の参考計表に基づいて説明申し上げる。今日は特に強調したいようなことは余りないので、データに基づいて特徴点を説明する。まず、図表1クレジット関連であるが、5業態累計の貸出残高は1月-2.4%の後2月-2.2%というように若干マイナス幅が縮まった。私は基本的には期末にかけてマイナス幅は徐々に拡大

する方向であろうと申し上げてきた訳であるが、2月について言うと、ヒアリング調査等ではCP、社債からの振り替わりが若干きたというような動きがあったようであるが、基調的な資金需要の弱さということは変わっていないので、2月は単月の数字の綾だろうとみている。貸出関係では、政府系の3行庫——開銀、中小公庫、国民公庫——で、寄与度ベースで-0.2%という数字が1月、2月まで並んでいる。これから民間銀行の融資姿勢がどうなるかということが一つの問題になる訳であるが、その厳しさを計るための一つの尺度として、民間銀行の融資からあぶれた資金需要が、昔だと外銀とか政府系にどれ位回るかという、いわば滲み出しがどの程度あるかというのが一つの尺度になろうかと思う。これは後程申し上げるが、97~98年というのは政府系金融機関に相当あぶれ出た訳であるが、今のところ、政府系金融機関3行庫の貸出残高が寄与度で-0.2%というのは分かり難いが、残高の前年比ということで申し上げますと、大体-3.5%位であるから、大体5業態合計と同じ位のマイナスが続いているという意味で余り変わらない。要するに、そういう意味の滲み出しは余り出ていない。ただ、実際には窓口相談というのは相当増えているというアネクドタルな材料はあるが、実際の貸出としては-3.5%位が続いているという状態である。この数字については後程また触れることにする。

図表3のCP、社債であるが、CP発行残高は先月1月に22.1兆円という既往ピークを記録した後、2月はさすがに若干レベルを落として21.8兆円となった。引き続きA2以下のウェイトが低下しているという動きは続いている。20兆円台で引き続き残高は高い訳であるが、伸び率としてはどんどん落ちてきており、2月は11.4%となっている。それから社債の発行環境も実は余り変わっていない。一時みたいにどんどん悪くなる方向かと言うと、少なくとも上位格付けについてはどんどん悪くなる方向が若干止まっているかなという程度であるが、2月については一部上位格付けの大手企業——松下、NTTドコモ辺り——は社債を発行したということで、伸び率が少し高まっている。ただ、全体として社債市場の環境がここに来てさらに悪化しているということはないが、良くなっていることもな

いということである。以上を合計して、図表5の民間部門の資金調達、資本市場調達と借入れを全部合計したグラフをみると、昨年の半ばからどんどんマイナスを深めており、足許-1.7%と既往最大のマイナス幅になっているというのがクレジットの状況である。これに対して、マネーは引き続きどんどん伸びているというのが図表6である。図表6のマネタリーベースをみると、2月は27.5%の非常に高い前年比で着地した。中身をみると、日銀券が12.4%、当座預金は255%であるから3.5倍である。銀行券の伸びがどんどん高まっており、3月の昨日現在の途中ラップは、14.4%にまで高まっている。背景としては三つ位あると思うが、低金利に伴う機会費用効果、それとペイオフ解禁を控えたマネーホルダーの現金志向の高まり、三番目はこれは前回も報告した金融機関自身の保有現金の増加、というような幾つかの要因が寄与しているかと思われる。このままいくと3月については、3月の昨日現在の途中ラップのマネタリーベースの伸びは29.3%であり、この後月末、期末にかけて当座預金がどの程度積み上がっていくかということ次第ではあるが、恐らく30%を越えることは間違いないだろうとみている。因みにこれまでの当座預金の月の前半の平均残高は15兆円だが、後半がこの後、仮に駆け上がって平均20兆円とすると、大体月中平残が17兆円位になるが、それで今の銀行券の伸びを前提に計算すると33%位ということになる。それからマネーサプライも12月3.4%、1月3.5%、2月3.7%ということで徐々に伸びを高めている。これはもう新聞でも盛んに報道されているが、やはりペイオフ解禁を前にして2月の準通貨、定期預金の伸びが-6.4%という格好で、定期預金の伸びがマイナスを深める一方で、預金通貨は22.1%ということで、流動性預金へのシフトがずっと進行している。ただ、これ自身はM2+CDの中身の入れ繰りであり、全体として3.4、3.5、3.7と高くなっている。現象面としての背景としては、各種金融商品の内訳の公社債投信は、実は2月になってもまだ-23.9%とマイナス基調が続いており、昨年末以来のエンロンショックを契機とするMMFを中心とする投信の解約資金が流入しているという要因が大きいとみている。

それから今日は一つ申し上げなければいけないのは、マネーサプライ統計の広義流動性である。2月の数字が1.7、1月は1.8とあるが、実はこれが大幅にリバイスされた数字であり、リバイスする前の旧ベースの数字は1月の1.8が2.7であった。12月の2.1という数字がリバイス前も2.7であり、要するに半年遡って0.5から0.9位下方修正になった。これは元々広義流動性というのは、非常に種類雑多な金融資産のマネーホルダーの保有を推計しなければいけないということで、相当推計値が入っている訳である。今回については、非常にテクニカルであるので説明を省略させて頂くが、推計の途上でマネーホルダーのFB保有をやや過大に推計していたということで修正されたものである。ただ、この修正の結果、むしろ今金融の量的指標で何が起きているかということがむしろある意味で分かり易くなったといえる面もある。図表8の広義流動性とM2+CDの前年比のグラフをみると、広義流動性は数字がリバイスされた結果、凸凹はあるが2年以上に亘って伸び率をどんどん落としてきている。広義流動性というのが何を意味しているのかというのは、これはまた議論のあるところであるが、言ってみれば経済全体としての貯蓄投資活動、貯蓄と投資が結び付けられる結果、金融資産が生み出されるという活動の伸びというのは、むしろどんどん落ちてきている。その中でより流動性の高いM2+CDの伸びがどんどんシフトで高まっているというようなこの1年半ほどマネーサプライ全体の世界で起きていることは、ある意味でよりくっきりしたなという感じがする。今の点をもう少し説明すると、図表9のM2+CD増減の内訳、要因分解をみると、この1年間、海外要因と財政要因というのはほとんど変わらない。一方で、民間資金調達要因というのはどんどんマイナス幅を拡大しているということなので、決してマネーサプライの伸びの背景に一種の信用創造の活発化がある訳ではなくて、専らその他要因がどんどんプラスを強めているということである。多分去年の夏場頃まではこの、その他要因というのは郵貯シフト、去年の秋以降はエンロンショックに伴う公社債投信からの流入といったことが主因かと思うが、専らこういう要因でマネーサプライが増えている。これのインプリケーショ

ンについては、そもそもマネーの意味合いをマネーパラダイムのみにみるのかクレジットパラダイムのみにみるのかで非常に議論のあるところだろうと思うが、現象的にはこういうことである。

それから図表 11 の企業金融周りの金利が少し上がっている動きについて、簡単に二点だけコメントする。企業の資金調達コストの長期プライムレートは4か月連続でまた上がり2.3%になった。長プラの直近のボトムというのは去年の7月の1.55%であったので、その1.55%から比べると0.75%、75bp上昇した。この75bpの内訳を申し上げますと、対応する5年のリスクフリーの国債のレートの上昇幅というのはほとんどなく0.12%、12bpであり、残り61bpはこのスプレッドの拡大によるものということになる。それからもう一つ、長プラ以外に若干上がっているかもしれないと思われるのは図表 13 のスプレッド貸出のスプレッドであり、短期の方で都・長銀、信託ベースをみると、この半年位少しずつ上がっているという感じが出てきている。これはローン・サーベイ等でも表われている金融機関が利鞘重視の姿勢になっていることと、今までほとんど目的は高く掲げていたがなかなか達成できていなかったのが、この2四半期位若干達成できているかもしれない、というような調査と一応符合した動きだろうと思う。ただ、このようなスプレッドの若干の拡大と長プラの上昇にもかかわらず、図表 12 の貸出約定平均金利をみると、ほとんど変わっていない。9月とか期末要因で多少凸凹はするが平均金利の新規実行をみるとほとんど変わっていない訳である。多分このバックグラウンドとしてあるのは、金融機関がそういう高利の貸出のウェイトを少し減らしているということで、実際に利率別の貸出のシェア等をチェックしてみると、高利の貸出のシェアが若干落ちて低利の貸出のシェアが高まっている。従って、これも貸し渋りとか貸し剥がしということの一因になっているかもしれないが、そういうシェアの変動ということが若干あるように思われる。以上が金利関係のコメントである。

それから図表 16 の企業金融関係のD Iをみると、これも中小企業関係のD Iは少しずつ悪くなっているということで、余り大きな変化はないが、

金融機関の貸出態度の中小企業金融公庫の数字をみると、2.3%ポイントとほぼゼロに段々近付くところまできている。図表 18 の中小公庫・中小企業景況調査をみると、大体足許のレベルというのは 97 年と 98 年の境位のところにある訳である。冒頭申し上げた滲み出しという関係で申し上げますと、この 97、98 年というのは、政府系金融機関の貸出が相当の勢いで伸びていた時期であり、民間銀行の貸出がプラスからマイナスに転化した時期であるが、その間政府系の金融機関の貸出は 97 年の初めが -2% 位だったのが、98 年は +4% 位まで 2 年間で駆け上がった時期であり、いわば非常に滲み出しが多かった時期であった。この D I のレベルとしては、97、98 年位に近付きつつあるが、滲み出しは全然違うという意味では、恐らく供給曲線もシフトしているけれども、需要もそれと同等かそれ以上にシフトして落ちている、ということが背景にあるのだらうと思われる。

最後に図表 20 の倒産の数字をみると、倒産件数は 2 月も 1,674 件ということでレベル的には高くないようにみえるが、1 月、2 月というのは元々倒産が余り増えない月であり、季調後の数字では、2 月は 1,833 件とむしろ 12 月、1 月、2 月と徐々に増えているという感じで、この辺が実態かなと思われる。2 月の一つの特徴は、上場企業の倒産が 4 件あったということである。上場企業の倒産というのは、これは価値判断抜きで言っているが、元々そう多いものではなく、90 年代以降の平均が年間 6 件であり、ピークというのは実は 2001 年、去年であるが、年間 14 件ということであるので、月間 4 件というのは相当大きな数字かなと思う。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

須田委員

公的金融機関の貸出であるが、やはり今民間と同じように収益を上げなければいけないというか、そういう部分の補完ではなくて収益を求めて行動が同じになっているということか。

雨宮企画室参事役

金融機関の貸出態度を計るうえで滲み出しが一つの尺度になると申し上げたが、少し尺度が鈍ってきている可能性がある。それがもっとも極端に出ているのは、例えば外銀で、外銀はもう滲み出てももう貸さない。専ら預保等に貸していて、その意味で 97、98 年は実は外銀にも少し滲み出たが、今は供給サイドの理由でこちらにも出ないというのが端的に表われているし、政府系の方でも勿論それに類する動きがあるだろうと思う。

中原伸之委員

今の話は政府系の金融機関も査定の水準を上げているということか。

雨宮企画室参事役

査定の水準を具体的に…。

中原伸之委員

需要が減っていると言っていたが…。

雨宮企画室参事役

需要が減っていると申し上げたのは、本来こういうこれまでの経験則からみた中小企業の D I の悪くなり方から判断すると、クレジットクランチとどうかどうかはともかくとして、金融面でクランチ的な現象が前面に出てきても不思議はない位の D I のレベルになっている訳である。ところが、勿論きついきついという声は聞かれるが、そういう現象は必ずしも 97、98 年程ひどくはない。その理由として、資金需要の方が大幅に落ち込んでいるという理由があるのではないかということである。

中原伸之委員

政府の査定の基準はどうなのか。

雨宮企画室参事役

私の方では、査定の基準についていちいち基準がこう改定されているということは存じないが、ヒアリング調査で言うとやはり貸出の内容に関する審査意識というのは昔より強まっているというふうに聞いている。

中原伸之委員

それからさっきの広義流動性が2年間の間に減ってきて、それが何と言ったか。

雨宮企画室参事役

広義流動性というのが何を意味しているのかというのは、非常に解釈が難しく、一番単純なのはマネーの色々な例えばM1があつてM2があつてM3があつて広義流動性があつて、単にマネー指標として流動性の高い順に並べて、その中で一番流動性の低いブロックですよ、というのが一番シンプルな定義である。ただ、一方で、それだけ広く金融資産に網を掛けると、金融資産というのは経済全体のうち貯蓄と投資を結び付けた産物として出てくる訳であるから、要するに貯蓄・投資活動が活発だと増えるという関係にある。広義流動性はその良い指標かどうかは分からないが、この2年間で起きていることはそういう貯蓄と投資を結び付ける活動が必ずしも活発化しないと、その結果金融資産の伸びも伸びないという中で、M2+CD、流動性の高いものにどんどんどんどんシフトしているということの意味しているのかもしれないということである。例えば、普通の経済学の教科書に書いてあるような金融緩和によって金融機関が信用創造活動を行ない始めた、貸出を増やしたと、その結果マネーが増えると何が起きるかということ、広義流動性からM2+CDまで全部増える。要するに貸出が増えることによってM2+CDが増えると、その分広義流動性も増えるはずである。同じように増えるはずであるが、この間起きていることは全然逆であるということである。

中原伸之委員

それからもう一つ、例の貸出金利の話で内容が変わったと言ったのは何か。

雨宮企画室参事役

今は金利が高い貸出先というのはクレジットリスクが高い先ということになると思うが、そういう先に対する貸出のウェイトが若干落ちて、金利の低い先に対する貸出のウェイトが若干上がっている。

中原伸之委員

そういうエビデンスがある訳か。

雨宮企画室参事役

然り。

三木委員

8 ページで流動性の高いものにシフトしていると言っていたが、ということはやはりそれだけ信用リスクというかマーケットに対する不安が出ているということか。

雨宮企画室参事役

色々な要因があるが、一つは低金利ということもあると思うし、指摘のようなリスクの問題と両方だと思う。

三木委員

社債の発行状況というのは、発行高自体は前年比少しプラスという形で理解すればいいのか。

雨宮企画室参事役

そうである。今月は若干発行があった。

三木委員

発行条件はどうか。

雨宮企画室参事役

先月申し上げたが一瞬日産が出たが、その後もうトリプルBは出ていないので、先程流通スプレッドの議論があったが、流通市場以上に発行段階でのスプレッドというのはもう見えなくなってしまうている。もうほとんどダブルA以上しか出ていない。先程申し上げた2月に出たところもそういうところばかりである。

三木委員

片や財投機関債なんかは今もの凄く出し難いという状況になっているが、これはどう考えれば良いのか。

増淵理事

財投機関債が出し難いというのは、これはあるいは財務省に確認する方が良いかもしれないが、多分であるが、財投機関それ自体について道路公団とかそういうところについて色々な議論がある訳であるから、そういうところの先行きについてのある種の不透明感が影響しているというのが市場の声である。

三木委員

投資家から嫌われているということか。しかし、ある程度スプレッドを積み出せば出せることは出せると。

増淵理事

そこは当然ながら財投機関の方ではそこまで出すのかという考え方はあろうかと思う。

速水議長

ほかにはないか。それでは本日の議事はこれで終了する。明日は午前9時に会合を再開する。予てからお願いしているように、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きたいと思う。本日はありがとうございました。

(午後3時50分中断、20日午前9時再開)

速水議長

それでは、ただ今から、金融政策決定会合を再開する。はじめに、本日の議事の取り進め方について申し上げる。本日はまず、預金保険機構および交付税特会に対する貸付債権の適格担保化について、討議、決定を行なう。次に、通常どおり、金融経済情勢と金融政策運営方針に関する討議、もしあれば、政府からの出席者の発言、そして金融市場調節方針の採決と進めて参る。その後、3月分の金融経済月報の基本的見解の取り纏めを行ない、さらに前々回の会合の議事要旨の承認を頂く。また、今回は四半期最後の会合であるので、一番最後に先行き半年間の会合のスケジュールを承認して頂きたいと思う。本日は政府からの出席は、財務省から谷口副大臣、内閣府からは小林審議官が出席されている。なお、国会情勢次第ではあるが、途中で竹中経済財政政策担当大臣が入れ替わりで出席されるかどうかちょっとまだ確定はしていないが、できれば出席されたいという意向だと伺っている。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するという約束であるので、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して頂くよう宜しくお願いする。

Ⅲ. 「『適格担保取扱基本要領』の一部改正」に関する執行部からの報告および決定（資料-7）

速水議長

それでは、前回の会合で実務的検討を早急に進めることとしていた「適格担保取扱基本要領の一部改正」という形で、預金保険機構および交付税特別会計に対する貸付債権の適格担保化について、執行部から説明を受けて、討議、決議を頂きたいと思う。増淵理事および企画室の和田参事役に説明をお願いします。

和田企画室参事役

それでは資料7、預金保険機構および交付税特会に対する貸付債権の適格担保化についてである。2月28日の金融政策決定会合でお示し頂いた方針は、預保向けおよび交付税特会向け貸付債権の適格担保化について、譲渡制限の撤廃を含めて関係先との調整を行ないつつ、実務的検討を早急に進める、というものであった。そこで関係先との調整を踏まえた検討結果を以下説明する。まず適格性であるが、第一に信用度であるが、いずれも国の信用力を裏付けとしており問題はない。第二に市場性である。預保は166先、交付税特会の方は98先を対象に競争入札により民間からの資金調達を行なっている。また財務省、預金保険機構とも、譲渡制限の撤廃に同意したため、市場性は十分確保されるとみることができる。従って両貸付債権は、信用度、市場性を具備していることから、「適格担保取扱基本要領」を改正し、両貸付債権を適格担保にして頂きたいと考えている。両貸付債権の発行残高は約30兆円であり、これらの適格担保化は金融市場の安定確保に繋がると考えられる。担保価額であるが、時価取得が不可能であるために残存元本を基準にしたいと考えている。掛目の方は当面であるが、民間企業向け証貸債権と同じ80%にさせて頂きたいと考えている。次に担保の受入れ開始であるが、3月26日からというふうに考えている。預保向け貸付債権は、3月26日の借入れ分、これは既に14日に入

札が終わっている。交付税特会向け貸付債権の3月20日分、こちらの方は12日に入札が済んでいるが、これらの分からそれぞれ譲渡制限が撤廃されており、実務対応などを勘案して、この26日スタートにしたいと考えている。因みに、数値的なことを申し上げるが、14日入札の預保向け債権の金額は5,958億円、12日入札の交付税特会向け債権の金額は7,500億円であり、合計1兆3,458億円である。この分が適格化になるということである。なお、それ以前の既発行分については、譲渡制限が課されたままであるので不適格の扱いとなる。

付議文に移りたいと思う。「『適格担保取扱基本要領』の一部改正に関する件。案件。平成14年2月28日の政策委員会・金融政策決定会合で決定のうえ公表した「本日の措置について」（平成14年2月28日付政委第34号別添）3.（4）に示した方針に基づき、預金保険機構および交付税及び譲与税配付金特別会計に対する貸付債権を適格担保とするため、『適格担保取扱基本要領』（平成12年10月13日付政委第138号別紙1.）を（別紙）のとおり一部改正すること。」。次のページである。「別紙。『適格担保取扱基本要領』中一部改正（案）。」技術的な点は省略するので、次の6ページをみて頂きたい。「担保の種類および担保価格」である。12.に交付税に対する証書貸付債権、13.に預金保険機構に対する政府保証付証書貸付債権を追加して、それぞれ担保価格は残存元本額の80%である。次に「担保の種類ごとの適格基準」である。交付税、預金保険に対する証書貸付債権、その適格基準は、当初貸付期間が5年以内のもの、これは民間企業向けの証書貸付債権と同じ扱いである。一番下、「附則。この一部改正は、平成14年3月26日から実施する。」である。説明は以上である。

速水議長

それではただ今の説明を踏まえて、討議を頂きたいと思う。

中原伸之委員

これは譲渡制限というのが段々と解かれていくのか。一遍に現在ある残

高が全部解かれるのか。

和田企画室参事役

全部ではなく、新規の発行分からである。

中原伸之委員

30兆円あるといっても、それは現在の残高であって真にアベイラブルではない訳か。

和田企画室参事役

然り。

中原伸之委員

さっき5,958億円、7,500億円というのは、これは何か。これは要するに残高ベースで言っているのか。8掛けした後の話か。

和田企画室参事役

直近の額面ベースである。

速水議長

ほかに意見がないようであれば、採決に入りたいと思う。事務局は「適格担保取扱基本要領」の一部改正に関する件について、議案を持ち回って委員から決裁を得た後、その結果を報告願う。

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

議決結果

賛成：速水総裁

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

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致で決裁頂いた。

速水議長

本件は全員一致で可決された。本件については、本日の会合終了後、執行部から適宜の方法で対外公表させて頂く。

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

それでは次に金融経済情勢に関する委員の討議に入りたいと思う。昨日の執行部からの報告などを踏まえて、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い、最初に金融経済情勢に関して順番に意見を頂き、次いで自由に討議を頂く。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戴し、討議を頂くことにする。その後、政府から出席されている方々から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頂くが、ポイントを

絞って議論を頂くために、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分程度を目途にお願いしたいと思う。ではまず、金融経済情勢について、本日は植田委員から願います。

植田委員

最初に欧米経済であるが、アメリカは昨日事務局から報告があったとおり、足許のデータがこれまで良かったものに加え、資本財受注、特にコンピュータや電子機器等にも良いものが出始めており、先行きの設備投資についても若干プラスの材料が出てきているということで、年後半についてまだ不確実性は明らかに残る訳であるが、一段と景気楽観論が強まっている状況かと思う。ユーロランドは輸出、生産が下げ止まりつつあるということと、一部のコンフィデンス指数に改善の兆しがみられる訳であるが、それ以外は余りはっきりしないというように私にはみえる。ただ、それでも景気の谷は越えたという認識が広まりつつあるように思った。日本はそれからさらに半歩遅れ位かなという感じがする。特にアメリカについて振り返ってみると、今回の景気後退局面入り後、余り過去にみられないようなペースで在庫、設備、雇用の調整が進められたというふうに思っている。それにもかかわらず、消費と住宅投資が強さを保ち続け、浅く短い不況で終わろうとしているということかと思う。後者の点については色々な理由があった訳であるが、Fedがアグレッシブな金融緩和をしたことの影響が出たということに加え、米国で聞いたところによれば、中長期的な生産性上昇に対する楽観的な見方がここでも重要な役割を果たしたというような意見があった。この意味では、2000年頃までの景気上昇局面だけでなく、下降局面においても生産性の動きがキーになった面があるかもしれないということかと思う。今年後半にかけても同じ点が重要ということが言えるかもしれない。

日本国内については、これも昨日の報告にあったように、労働市場、特に雇用者所得の弱さが目立つ。ボーナス、所定外だけでなく、所定内給与、また労調だけでなく毎勤でも雇用者数の減少が目立ってきている。

それに対して相対的にであるが、消費がそれ程落ち込んでいないという点が目立つ訳であるが、この理由は取り敢えず余りはっきりしない。GDP、機械受注統計上は急落した形となっているが、設備投資の今後と合わせて要注意かと思う。金融資本市場であるが、これも昨日議論になったが、株価上昇を起点に国債、円のミニ・トリプル高がみられた。他方、債券市場を中心に日本企業、あるいは銀行のクレジットリスクに対する警戒心は後退していない。全体を巧く説明するのは余り易しくない訳である。トリプル高の方は空売り規制強化に対する技術的な反応という理解も一応可能かと思う。しかし、それだけでここまでの株高の大きさと持続が説明できるかという疑問は残るが、簡単な説明も余りないということで、一応市場が様々な材料を必ずしも十分にこなしきっていない可能性があると思う。円もここ数日はかなり円安方向に戻ってきている。全体として製造業周りに明るい動きが出てきたことは確かであるが、経済全体の先行きは極めて不透明な状態が続いているとみざるを得ない。また、不良債権問題については空売り規制と日本銀行の期末対策等で取り敢えず蓋をした格好になっているが、抜本的な手が打たれないとすると、近い将来、金融危機的な状況が再燃するか、あるいは循環的な回復局面に経済が移行したとしても、それは弱く短命なものに終わる可能性もあるということだと思う。以上である。

速水議長

それでは次に中原伸之委員をお願いします。

中原伸之委員

大勢感であるが、4月の景気動向指数をみると、短期的には既に動きがみえているが、そのような動きと中長期的に底が入るのかという動きの区別はまだできていない。それと中長期でみると、今年1月に既に申したように、日本経済は2003年±1年で底が入るというふうに思っているが、私はオーババンキングの解消、ベースマネーの急激な伸び、長期に亘る、

つまり昭和恐慌時を上回る株価調整などの点から考えて、そろそろ長いトンネルの先に光がみえてきたと思っている。一方、アメリカにおいては、確かに足許の数字は好調であるが、支えているのはコンサンプションとハウジングであり、後程申し上げるように色々不確実な要素を含んでいる。ユーロランドについては、今年は極く弱い成長を遂げるのではないかとと思っている。こうした中で、原油がじり高になってきており、26ドルというクリティカルな水準まで近付いてきている。私は、年の後半にかけてじり高になり、30ドルに付きかける局面があり得ると読んでいる。

それでは順番に申し上げる。景気動向指数であるが、1月をみると確かに底打ちの兆候はあるが、在庫投資を中心とした循環的な動向と本格的な回復との区別を付けるという段階には至っていない。結論的には今の段階では景気が底を打ちつつあると見極めることはなかなか難しいと思う。4月の景気動向指数の特徴は、C Iの一致指数がこの2か月間下げ止まっているということ、それから横に流れてきているので、第12循環の後退期のパターンと同じような軌跡を辿っている。C Iの先行指数、一致指数の変化率は、4か月前からサイクルとしては反転していると判断できる。特に先行C Iの変化率の反転は顕著であるが、両者の変化率はまだマイナスである。三番目として長期先行指数の変化率には明るい兆候がみられている。具体的には金融重視型の変化率がほぼゼロ、 -0.17% 、それから金融重視型の長期先行指数の変化率はプラスになった。但し、2か月連続でプラスになるということがC Iでの予測法の谷の第一信号であるが、その信号はまだ出ていない。そういった中で、プラスのサインは在庫調整が本年前半で終了するという予想である。それから循環的にみて海外景気が回復局面に入りつつあると予想できるので、外需が回復してくる可能性がある。一方、ネガティブな方は、雇用・所得面がさらに悪化している、設備投資が明確な下落トレンドを示している等々である。さらに賃金、夏のボーナスの下落が消費の減少、物価の下落というデフレ・スパイラルに繋がると、新たな段階に入る可能性が強いと思っている。そういった中で、在庫循環をとってみると、従来の景気循環のメカニズムがうまく働くかどうかとい

うことで、少し様子をみる必要がある。詳しく分析すると、X-12-ARIMAのプログラムを使って、短期変動とトレンドを取り除いた循環成分の動きをみると、前月比についてはゼロ近傍にあって転換点が近いということを示している。この数字をみると12月の時点で景気の谷のシグナルが出て不思議ではない。敷衍するとITバブルでの落ち込みが深かったので、逆に落ち込んだ後の上昇も早い。特にアジアでの急伸に引っ張られる面が強かったと言えらると思う。そういった中で、工作機械の受注は全体の前年比が-42%であるが、アジア向けだけみれば+7.1と特に韓国向けが大きく伸びているが、一方、アジアに生産の集積が進んできているという訳で、アジアだけで需要への対応が済んでしまって、日本の生産がそう大きく増えないという可能性もあるので、十分注意する必要があると思う。いずれにしても今次局面は、輸出面での落ち込みが止まり在庫調整も進捗したが、輸出主導から内需主導への移行が必ずしも上手くいくかどうかのポイントであり、特に売り上げ、価格面が引き続き下落し生産も再び減少ないしは停滞するという逃げ水現象が起こるのではないかと私は予想している。消費については、先程申したように、雇用・所得環境については本年度の前半までについては、もう勝負はついている。夏のボーナスはマイナス二桁減になると思う。問題は設備投資であるが、これは以前から申しているように中期的には設備投資比率がさらに調整されていると、今は下向きの局面に入っていると考えているが、一つだけ明るいニュースがみえるのは、1月の機械受注——民需除く船舶、電力であるが——、これをみるとITユーザーの方——ITメーカーを除くものを全部ITユーザーと定義する——、これについては特に金融サービスが2001年からずっと一貫して増えていて、2002年1月も増大してきている。業界再編に伴うシステム投資、リース資産などが増えている訳である。製造業については引き続き抑制であり、みるべきものはないが、今後の国内の設備投資は製造業についてはストック調整からくる構造的なダウン・トレンドが続く、そして非製造が全体を左右すると思うが全体としては2002年も厳しく調整されると思っている。それから、ここで一つ気になるのは倒産であり、

執行部が使っている商工リサーチではなく、帝国データバンクをとると、かなり違ったような絵が出てきて、件数は1月が1,620件、前年比+19.3%、2月が1,712件、同+18.2%、これはいずれも季節調整前であるが2か月連続の二桁の伸びである。それから1月、2月ともその月としては戦後最高である。さらに気になるのは、信用保証協会の特別保証を利用した企業の倒産がこの1月は515件、前年比+81.3%、2月が569件、同+99.6%ということになり、本年になってから突如として異常な倍増ペースに入っているということは要注意であるというふうに思っている。

それからアメリカ経済については、プラスの面とマイナスの面がある。足許の指標は確かに良い訳であるが、問題なのは第一はプロフィット・マージンが依然として低水準にあるということである。第二は、キャピタル・インベストメントであるが、このサイクルが下向きのペースに入りつつあると思っているが、依然として新しいサイクルが始まるという兆候はない。現在のアメリカを支えているのはコンサンプションとハウジングだが、コンサンプションについて申すと、個人の可処分所得の中の個人支出の比率というのが急増している。過去のデータをみると、三回急騰した場面があって、2000年の3月、2000年の9月、これはいずれも株価のピークと連動しているが、次に昨年2001年の10月である。これは9月に急落したあと急反発してゼロ・ファイナンス・オファーだとか愛国的なスペンディングというのがあるが、実はこの時の上げ幅が9月の96%から10月の99.8%ということで、上げ幅は3.8%で史上最高、それから99.8%も史上最高である。これは相当無理をしているということであり、87年の急騰もあったが、その時の例からみると87年の場合にはクラッシュした後で5年間、92年までこの比率が減少していたので、コンサンプションについては極めて要注意である。それからハウジングについては、これも前から申しているが、問題は現在、ハウジングの価格が上がっているということが、消費需要を支えているということであり、ハウジング価格のうち消費者が負債として負っているパーセントは実に45%を越えている。これはホームローンの提供が容易になされている、それからホーム

ローンの継続的なリファイナンスがなされているということであるが、それを支えているファニーメイとフレディーマックについては以前も申したが、現在、負債残高が年率 25% で伸びていて、特にファニーメイに至ってはデット・エクイティ・レシオは 60 対 1 であり、平均の商業銀行の倍であるし、アカウンティング・スキャンダルの拡大も噂されているところである。以上で第 1 ラウンドを終わらせて頂く。後程また申し上げる。

速水議長

次、三木委員お願いします。

三木委員

まず、総括感であるが景気は下げ止まったと言えるのかという点から入るが、まず量の面をみると、ミクロでは底打ちとなった財もあるし、一方まだ落ちる財もあるという斑模様の状況であることに変わりはない。ただ、落ちが止まる財が少しずつ増えてきていると思っている。マクロで捉えると、この 1~3 月期は 10~12 月期に比べて落ち方が着実に鈍くなってきており、何となく底打ち感が出始めつつあると評価できる局面ではないかと思う。素材産業を例にとると、この 10~12 月期に引き続き、1 月、2 月、3 月とこの下落幅は減少しつつも、一貫してやはり下落傾向は続いてきたが、この 3 月でほぼ下げ止まっている。ただ、反転がみえないということが問題である。今のままでは、14 年度は 3 月のレベルでほぼ底這いで走らざるを得ない状況ということで、前年度比でみるのはやはりマイナスの姿という、これが現場感覚である。次に価格の面をみると、量の動きと同様、下落がなお続く財がみられる中で下落の止まる財が少しずつ出てきている。あくまでも対前月比での下げ止まりということであるから、前年比ベースではなおマイナスの姿であることは変わりはない。また、米国景気の持ち直しからの国際商品市況の値上がり、それから限界コストまで下がった価格の値戻し、在庫調整の進展等から値上げの財も増えてきている。

マクロでは、やはり高コスト体質の是正等なお下がる要素は残しており、まだ価格に底打ち感が出始めつつあるとは言えない姿だと思う。それから価格の動きが企業収益にとって最大の問題であり、平成 14 年度の経営計画はここに収斂される姿になっている。实体经济の第一線は何となくこの「潮の変わり目」にきているのではないかと感じ始めている、これが足許の現場感覚である。この潮の変わり目というムードが経済界の現場に出始めているのは、やはり政府がデフレ対策の策定に本腰を入れてきていること、それから本行が健全な金融政策としては限界とも言える量的緩和で潤沢な流動性供給を継続していること、それから三番目にここにきての株価の戻りが企業マインドに好影響を与えていることも大きいと思う。3 月期末に向けての金融システム不安の懸念は、ほぼ乗り切れるとの手応えが出てきているほか、この株高で企業の時価会計による当期損益への多大なダメージも相当回避できる見通しが強まってきたということで、新年度の各社の経営計画にもやっと前向きの動きが出始めている。これを今度は少し具体的に総需要の各項目について言うと、まず設備投資は、法人季報でも 4 四半期連続下落ということで、特にこの 10~12 月期の落ちは大きかったが、その後も減少基調を継続しており、先行指標も悪い内容であり、少なくとも 14 年度上期中は悪いと言わざるを得ないと思う。1 月の機械受注の前月比は -15.6% ということで、比較可能な 1987 年以降では最大の下落幅になっている。1~3 月は前期比で -0.4% とほぼ横這う見込みであるが、前年同期比では -12.1% と、なお前年割れで、これをみると先行き半年程度は設備投資に明るさは出ないと思う。建築着工床面積の非住宅をみても 10~12 月の前年比は -1.4%、1 月は -4.2% と依然として悪いということだが、中身を見ると、商業、サービスは非常に好調である。それに対して鉱工業では、10~12 月は -30.9%、1 月は -45.4% と大幅悪化が続いていて、物造りの設備投資の不振がそのまま投影される姿になっている。やはり過剰設備、過剰債務が残っているため、この整理の不服感が出ないと設備投資にはなかなか繋がらないということだろうと思う。次に個人消費は斑模様の二極分化を継続しているが、全体としては引き続き平時

の範囲内であると思う。1月の家計調査では、消費性向は一時的に7割を割っているが、消費水準が特に落ち込んでいるという状況ではない。一進一退の範囲を続けている消費水準指数をみても、1月は全世帯、勤労者世帯とも前年比、前月比いずれもプラスということで引き続き横這い圏内と思う。個人消費全体の動きを、財・サービスの動きから捉えると、財は前年比マイナスを依然として継続という姿であるが、サービスの方は通信、あるいは外食、旅行、映画、テーマパーク、パチンコなどが牽引してプラスに転じていて明るさがみられるということで、消費全体としてこの1月は辛うじてプラスになったと思うが、引き続き弱含みであることは変わらないと思う。

次は供給サイドで生産であるが、鉱工業生産をみると、1月の前月比が-1.5%、1~3月の見込みは前期比が+1.7%となっている。依然下振れ懸念を大きく抱えており、前年比ではいずれも二桁マイナスということであるが、下げ止まり感が出始めつつあるとみていいのではないかと思う。在庫調整については、化学工業のみが遅れているが、いずれの業種も在庫循環図では、第三象限に入ってきていて、在庫調整が相当進んできているという評価が可能だと思う。それから物価であるが、物価は下げ止まり横這いの動きが出ており、一部の財には底打ち感もある。主たる背景としては、第一にやはり在庫調整進展により需給アンバランスが是正されつつあること。第二に、企業再編が進む中、量の下げ止まりから反転へという姿が直ぐには期待できない中では、価格回復を優先する経営が高まりつつあることである。第三に、円安による内外価格差解消が寄与していること。この三つが指摘可能だと思うが、特に14年度の企業経営は、この第二の要因、つまり価格回復を優先するという、これを背景にして限界コストまで低下した価格を値戻しするという価格戦略を強く打ち出していくことが見込まれる。従って、徐々に価格の底打ち感が出始める財が増えてくると思う。ただ、高コスト体質の是正を求められている中、CPIはまだまだ下げ止まりにはならないと思う。それから企業マインドであるが、企業マインドは株価の急回復を背景にこれまでの厳しい冷え込み状態からやっと

一服状態になって、底打ち感が出ている。株式の時価評価による特別損失計上額は株価回復により、予定よりかなり圧縮されてきているということが大きな要因の一つであるが、また、銀行の株式含み損も相当消えている模様であり、これも企業側からみた安心材料の一つだと思う。次に雇用・所得環境だが、雇用者数は製造業の不振を背景に減少幅がやや拡大し、賃金も低下基調を持続ということで、この結果雇用者所得は緩やかな悪化傾向である。それから春闘をみると、主要産業でベアゼロが目立つし、一部電機メーカーでは異例の賃下げ提案も出ているということで、労働需給悪化傾向を強める中で、国際的にみて割高な賃金修正が求められるのは当然の姿だろうと思う。失いつつある国際競争力を回復するための労働コストの是正は止むを得ない姿だと思う。ただ問題は、家計マインドへの影響であり、名目所得の伸び悩み、あるいは目減りが起こっても価格下落が同時進行しているが故に、実質の所得はほぼキープされる姿にはなっていないが、短期的には家計マインドが萎縮して消費抑制に繋がりがねないということで、当面は雇用・所得環境の悪化リスクをより注意していく局面であろうと思う。以上である。

速水議長

次、中原真委員お願いします。

中原真委員

昨日、各局から説明があった景気の状態判断について違和感はない。国際経済の面をみると、ユーロランドの回復ペースの多少の遅れ、アジア経済内における二極化、日本も含めて米国頼みという様相に纏められよう。米国については、年央にかけて一時停滞局面もあるというような、ダブル・ディップ型の回復を私自身は考えていたが、このところの回復のペースは総じて予想以上という感じを持っている。景気動向指数の一致指数からみると、もう谷は通過ということなのかと思う。今後のポイントは生産回復、在庫投資の積み上げ、在庫投資による景気のテイク・オフ、これが設備投

資の回復にスムーズにバトンタッチしていけるかどうかということだと思ふ。雇用調整も完了したとは断定し難い。個人消費についてはややユーフォリアというような感じがある。色々な各種経済主体のコンフィデンスとか、最近の減税、財政面からの対応が具体化したというようなところから、再度のテロとかイラク攻撃のようなイベント・リスクの顕現がもしなければ、消費の底固さは本物かもしれない。しかし、家計のなお高い負債レベルの下でサステイナブルかどうかリスクは残る。

わが国経済については、在庫調整の進展、輸出の回復から、鉱工業生産は早ければ4~6月の後半かあるいは7~9月の前半位に底入れということではないかと思っているが、問題は企業収益回復の見通しではないか。固定費、変動費の圧縮は進んでいるようだが、売上の減少からまだ損益分岐点は上昇している。2002年度を通じると、企業収益は伸びるということの予想が出ているが、当面の所得環境はさらに悪化が続くのではないかと思ふ。設備投資の回復時期も未だ展望できない。今後、消費に大きく期待できないし、結局外需頼みということであろう。物価面では、商品市況の上昇から卸売物価が反転ということもあるかもしれないが、企業の市場価格の支配力が失われているという中で、素材価格の上昇が企業収益を圧迫する懸念もあるのではないかと思ふ。また昨日、調査統計局の説明にもあったが、CPIの下落傾向が続くことが予想され、安定していたサービス価格までもが下げに転ずることになると、デフレ感がさらに強まるのではないかと心配をしている。金融資本市場では、前回会合以降、株価の大幅回復と長期金利低下、円上昇とトリプル高という状況になった。この一つの要因として、デフレ対策と金融緩和が市場に安心感を与えたことを挙げられると思ふ。ただ、市場的な感覚で言うと、期末までに解消されるべき積み上がっていたショート・ポジションが何らかの巻き戻しのきっかけを待っていた、いわば自律反転との感触も否めない。在庫調整の進展、あるいは輸出の底打ち感などに支えられて、当面この小康状態が続く可能性はあると思ふ。しかし、一方、不良債権の処理、過剰債務の解消、資本効率の向上など、サプライサイドの改革にはなお時間を要する訳であり、さ

らなる痛みも出るということから楽観は許されない。当面、ペイオフ解禁、特別検査結果の公表、決算発表の時期を控えて一次的なショックが発生するリスクはなお注意を要しよう。こうした状況下、日銀としては、引き続き徹底的な流動性供給に工夫を凝らす、市場に安心感を与えるべきであると思う。以上である。

速水議長

次、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

約半年前に来年度の経済の姿を描いて対外的に公表した訳だが、その時に海外経済、特に米国経済の回復を前提として、日本経済も平成14年度の後半位には底入れないし、若干の回復方向への歩みということを想定したと思う。その時の委員方の大勢見通しというのは、実質成長率にすると来年度は -1.1% ～ $+0.1\%$ 、こういう範囲の中にあつた訳だが、その標準シナリオに沿った動きになってきていると思う。米国経済の回復がこのところ少し早まってきている。これは時期、スピード共に早まってきている感じがある訳だが、半年位前の数字を振り返ってみると、当時は現時点でのブルーチップの見通し、今年の米国経済の成長率 2% というのに比べると、もう少し高い 2% 台の後半位の数字が見込まれていたもので、そういう意味では、まだ当時みていた標準シナリオに比べて上振れが始まったということでもないと思う。当時の標準シナリオから大きくは外れていないような動きに米国もあり、日本もあると思う。

日本経済については、全体としては悪化傾向が継続していると思うが、その中で、景気全体に対して一歩早めに先行的に動くような部分、これは輸出であり在庫調整であるが、そういう部分に底入れの動きが出てきているということだと思う。それが生産の下げ止まりに繋がりがつつあるというのが現時点での状況ではないかと思う。従って、今後の注目点としては、輸出、それからそれに誘発される部分、主としてそこに代表されるような

景気をリードする部分が今後どれ位強さを増していくのか、あるいは拡がりをもっていくのか、ということだと思う。それに対して内需については、現在格別強い方向への改善に向けての動きというのがなかなか認められない状況だと思う。内生的な成長のモメンタムがまだ弱い状況なので、今後回復の動きに繋がっていくとしてもやはり外需次第ということにならざるを得ないと思う。その中で、製造業の収益について回復がかなりの確度で見込まれる状況になってきているということは、ポジティブな動きだと思う。生産が相当大幅に落ち込んだ後、下げ止まりつつあるということから価格全般に弱い訳だが、輸出に繋がる部分については円安に助けられた収益回復の動きというのものもあるし、コストの低下が恐らくかなりのスピードで進んでいるということとを合わせると、製造業の収益がかなり大幅にリバウンドする可能性というのはかなりの確度で言えるのではないかと思う。そのことが、今後株価にどのように反映されていくのか、あるいはセンチメント一般にどのように反映されていくのかということが、一つの注目点ではないかと思っている。

リスクとして二つ申し上げたいと思う。第一点は既に指摘も出ているが、金融システムの状況で、年度末に掛けて危機的な状況になっていくということはひとまず回避できたと思うが、市場全般に、あるいは銀行の融資姿勢について信用リスク回避的な動きが、かなり顕著に認められるということは変わっていないと思う。もし期明けに資本市場に反動が出てくれば、こういうような動きがなおさら強まらざるを得ないと思うので、やはり回復に向けての動きにとっては、この点が引き続き一番大きなリスクではないかと思う。もう一点は、物価の動きだが、今年度を通じて需給ギャップはじわじわと拡大する方向を歩んできたのではないかと思うが、物価の下落、特に消費者物価の下落が特に加速しているというような状況にはなっていない訳で、これは賃金を通ずるある種のタイムラグがまだ顕現化していないということなのかもしれないので、そこは警戒的にみておく必要があるだろうと思う。ただ、名目賃金の低下が現在生じつつある訳だが、これはわが国の労働市場の構造を前提にした場合に、企業収益の回復を可能

にする一つのメカニズムでもあるので、一方では、香西氏達が言われているように、コスト的にGDPデフレーターを押し下げようという意味合いを持つ一方で、収益の回復を促して投資削減に対するバッファーになり得るといふ面も持っており、その両面をバランスよくみていく必要があるだろうと思っている。以上である。

速水議長

次、藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

金融経済情勢に関する先月からの変化点という意味では、幾つか前向きな動きが注目されると思う。第一に、アメリカ経済は情報関連財の在庫調整の一巡というのがあって、個人消費関連指数も底固く推移するといった底打ち感を徐々に強めているように思う。FRBが昨日のFOMCでFFレートの誘導水準を据え置いたうえで、先行きのリスクバランスを中立型に改めたのもこうした状況が背景にあるものと理解している。第二に、こうした海外経済の改善を映して、わが国の輸出は下げ止まりつつあるということである。また、在庫調整は電子部品のほか、素材についてもさらに進捗している。このように国内の実体経済面では、輸出、在庫面からの下押し圧力が弱まっている。第三の注目点は、金融市場では前回会合で決めた措置の効果もあって、短期マーケットを中心に全般に落ち着きを取り戻していると思う。期末に向けて流動性不安はかなり払拭されているし、株価や国債相場も回復傾向にある。しかし一方で、情勢は好転していない、あるいはむしろ悪化している面もある。まず実体経済面では、企業収益が低迷する下で、設備投資の減少基調に変化の兆しは表われないし、雇用・所得環境はむしろ厳しさを増している。雇用・所得環境の点については、冬季賞与が大幅な減少になったということに加え、春闘でも経営側から厳しい回答が相次ぐなど、特に賃金動向が気になる。賃金の減少は消費者心理に悪影響を与えるし、サービス価格の下落にも波及することが考えられ

るので、今後十分注視する必要があると思う。もう一点は、足許の株価の戻りにもかかわらず、金融システムに対する懸念は依然として解消されていないということである。実際、銀行セクターの発行する債券に関するスプレッドは高止まりしており、金融システムに対する市場の評価はなお厳しいままで推移している。こうした金融システムの状況が、企業金融を介して実体経済にネガティブなインパクトを及ぼすことがないかどうか、引き続き警戒していくべきだと思う。以上要するに、経済活動の一部に明るい兆しが出てきてはいるが、家計部門の情勢や金融面についてはなおダウンサイド・リスクに十分注意を要するということだと思う。情勢判断は以上である。

速水議長

次、須田委員お願いする。

須田委員

過去1か月間を簡単に振り返ると、実体経済面では、米国・アジア経済の持ち直しがはっきりし始めているうえ、在庫調整が一段と進捗していることから、国内の輸出・生産を取り巻く環境が改善している。また、金融面でも、株価は反発し、短期金融市場では落ち着きが保たれている。さらにこれらについてももう少し述べるとともに、景気判断について意見を述べたいと思う。

さて、日本銀行は2000年10月以降、三度のリスク評価を行なった。いずれも第一のリスク要因として考えたことは、米国を始めとする海外経済やIT関連分野の動向であった。昨年10月時点でも、IT関連の調整が一段と長期化したり、米国テロ事件が直接・間接に、企業および家計の心理面や生産、支出活動に一過性に止まらないような悪影響を及ぼすことになれば、海外経済の調整がより広範で深いものになるリスクがあるとみていた。今日でもイラクの問題とか、あるいはセーフガード発動にみられるような米国保護主義台頭など新たな懸念材料もなくはないが、米国の景気

循環という面では、ここにきて、マーケットが注目する指標が発表されるごとに明るいものになりつつあって、景気底入れを示唆する動きが拡がっている。欧州でも、景気回復期待が高まっている。またアジアでも、米国テロ事件直後の重苦しい雰囲気は影を潜めつつある。ITセクターでは在庫の復元に止まらず、関連需要も緩やかながら持ち直しつつあることから、半導体を始め、IT関連価格の上昇が続いている。こうした動きはITセクターに限ったものではない。例えば、国際商品市況は総じて上昇傾向を辿っている。国内でも鋼材や非鉄などが持ち直している。

次に、金融面に目を転じると、特筆すべき変化は、皆さんが言われるように、株価の急反発である。私は株式市場の専門家ではなく、なぜ株価が急反発したのか、という相場の解説はとても手には負えない。しかし、より重要なことは、株価の動きの背後にあるファンダメンタルズをどのように評価するか、その中で最近の株価の動きをどのように位置付けるか、という論点である。大雑把に言えば、それは二つの見方に分けられる。まず、不良債権問題が片付かない限り、わが国の景気は立ち直らないとか、不良債権問題を処理し、株価下落に歯止めをかけるためには公的資本注入が不可欠である、という見方がある。2月初めにバブル後の最安値を更新した頃によく聞かれた意見である。こうした観点からみると、現在、少なくとも年度内には公的資本が注入される可能性が後退しているようにみえるし、今のところ不良債権問題にポジティブな変化はみられないため、株価の反発は、空売り規制強化など的人為的な施策によるものであり、一時的な現象であると位置付けられるということになる。実際に、株式市場では、こうした見方が多いようである。これに対して先程申し上げたように、米国・アジア経済の回復期待が高まり、わが国の生産の底入れも展望できるような状況になってきた、と捉える見方がある。この場合には、きっかけはともかくとして、現在の株価の反発はファンダメンタルズの変化を素直に反映している、と受け止める。そもそも、2000年後半以降の急激な景気減速、および、2000年春以降の株価下落は、IT関連セクターの調整に主導されていた面が大きいので、こうしたITセクターの調整が終われ

ば、実体経済も株価もこれまでの弱い動きが反転する可能性はある、と考える。この場合には、株価は、そのスピードは定かではないが、上昇していくことが想定される。どちらかと言えば私は後者に近い感じを持っている。株価は経済主体に様々な影響を与えるが、現状ではリスク許容度を与える影響が大きいと考えている。株価がどこまで落ちるか分からないという状況では、リスクをとろうという姿勢は限りなく小さくなってしまおうと考えられるからである。つい最近公表された 2001 年の資金循環をみると、昨年全体の民間非金融法人の資金過不足は、21.8 兆円の資金余剰であって、家計の資金余剰 17.9 兆円を超えた。本来資金不足主体であるはずの企業が最大の資金余剰者であるということは、異常な状態であるが、そこまで投資を落としている背景には株式・出資金の資産評価損が 23.9 兆円、うち株式だけで 14.6 兆円もあることが影響を与えていると思われる。2 月の株価は年末からさらに大きく落ち込んだ訳であるから、その時点ではもっと評価損が増えていたことになる。株価が今後も現在以上に下がることはないということになれば、民間非金融部門ももう少しリスクがとれるようになるのではないか。金融機関も含めてリスクがとれるようになれば、今高止まりしているクレジット・リスクも縮小していき、低格付けの企業への資金流入ももう少し期待できるのではないか。もっとも、株価が反転したからと言って、不良債権問題を始めとした構造調整問題がなくなる訳ではない。すなわち、今後、製造業では輸出の回復に伴い業績が回復する一方、非製造業部門では様々な構造調整圧力の影響から低迷が続くといった部門間のコントラストが大きくなる可能性がある。現在、上場企業の財務内容をみると、債務比率が極端に高い企業は非製造部門に集中している。今後、景気がなだらかに持ち直すことがあっても、そのプラス効果が非製造業部門には及び難く、その背中合わせとして、金融機関に対する負荷が目立って軽くなることも期待し難いように思う。こうした中で、日本銀行でも循環的な動きと構造問題をどのように整理して対外的に説明していくか——特に、月報の基本的見解の書き振りをどうするか——という点は、やや悩ましいところである。私自身、今のところ日本の

景気は標準シナリオに沿って回復していくと考えているが、今月の案をみた直後は、その書き振りはやや慎重すぎるのではないかと感じた。しかし、日本銀行の景気判断には、市場関係者に対して先行きの金融政策運営のヒントを与えるという重要な役割がある。民間エコノミストのように当てることを目的にしている訳ではない。また、株価に関心を持っている市場関係者の景気判断や景気基準日付の決定が、主として製造業の景気判断を基に行なわれているため、非製造業も含んだ日本銀行の景気判断との間にギャップがあってもおかしくないという説明が昨日早川局長からあったが、これらのことも考慮に入れると、判断を上方修正する場合には、世間から慎重すぎると呆れられる位慎重であっても構わないのではと今は考えている。以上である。

速水議長

最後になったが、田谷委員お願いする。

田谷委員

先月末からの変化としては、海外経済が循環的には回復の方向に向かいつつある可能性が高まってきたことと、それを反映して株価が堅調になったり、欧米では長期金利が上昇したことである。ただ、各国とも最終需要の先行きが不透明で、景気回復ペースについては依然として慎重な見方が多いようである。以下では、ほとんどの全ての点が触れられているが、アメリカと国内の経済金融情勢について若干レビューしてみたいと思う。

まず、米国経済についてであるが、景気の回復が既に進んできていることを裏付ける指標が増えてきた。それにしても第4四半期成長率の大幅上方改訂は予想外であった。また、昨年末に向けての急速な在庫調整を受けて、生産が年初から増加していたことが明らかになった。既に在庫の減少幅も低下してきていると思われ、1~3月期の成長率はかなり高いものになるのではないかと推測する。長期金利の上昇、あるいは年央以降の限月のユーロドル先物金利のステイプ化などが景気先行きについての強気

化を反映していると思う。しかし、民間最終需要、特に設備投資の先行きについては、まだ慎重な見方が強く、回復ペースは緩やかになると考えられている。

国内景気については、若干ポジティブな動きも出てきた。全体として言えば、「景気は依然として厳しいが一部に明るさもみられる」、というよりも、「景気は一部に明るさもみられるが依然として厳しい」といった表現が適当のように思う。調統局の表現で良いのではないかと思う。輸出、生産は下げ止まりから回復を探る展開に入っていくものと思われるが、企業収益の改善、それを通しての雇用・所得情勢の好転には相当時間が掛かるため、国内最終需要の回復は暫く展望できないと思う。そうした中であって、株価、債券相場、それに一時的に円相場が上昇した。株式市場での空売り規制強化が契機となったようであるが、それに先立って強い先安感から各市場で売りポジションを膨らませ過ぎていた、あるいは買いポジションを絞り過ぎていたことも事実であろう。こうしたマーケットの動きは、株価の上昇が中心となったと思われるが、その背景としては循環的な景気回復期待、来年度初めにかけての公的年金による買い、また一部の過剰債務企業の整理の動きに対する評価などもあったと思われる。今後、銀行の不良債権問題、あるいは企業の過剰債務問題のさらなる進展がなければ、株価の再下落もあり得るであろう。株価の上昇にも助けられて、これもほとんどの方が触れられたが、年度末に向けての金融市場は比較的落ち着いているようである。ユーロ円レートの上昇も一服しているし、大手銀行の年度末越え資金調達も進捗してきたようである。円転コストのマイナス幅も小幅に止まっているし、ドル資金調達の困難化は観察されていない。もっとも、社債流通利回りの対国債スプレッドは低格付け債で高止まりしており、投資家の信用リスクに対する慎重姿勢は続いている。また、低格付けの社債・CPの発行は厳しい状況が続いているし、金融機関の中小企業に対する融資姿勢も厳しいものとなっている。ただ、全体としては市場は落ち着いているように思う。以上である。

速水議長

それでは金融経済情勢について追加的な意見、議論があれば自由に、またなるべく手短かに委員方から発言頂きたいと思う。金融政策運営に直接関わる意見はまた後で伺う。

中原伸之委員

最初に先程申したことの中でちょっと補足しておく、一つは1月の機械受注であるが、私が言いたかったのは、ITメーカーとITユーザーを分けた場合に、ITユーザー、特に金融サービス業の需要は一貫して堅調で、2002年の1月も増加しているが、ITメーカーの方は海外からのIT需要は盛り上がっているが、輸出増加に対応した設備増強の動きはみられないということである。それからもう一つアメリカについて申し上げたいことは、最近の動きであるが、エンロン等の動きに絡んでJPモルガン・チェースが大企業向けのエクスポージャーに上限を付すという手法を検討中であり、それも僅か20億ドルだということであるので、あれだけ管理の厳しい米銀にしてまだこのエクスポージャーの管理というのが不十分だったという反省があるようである。

それから次に、日本の株式について申し上げますと、2001年の9月の安値、それから2002年の2月の安値、9月21日の9,382円と2月6日の9,420円であるが、いわゆる二点底を付けて、その結果、2000年4月14日の高値20,833円からの2年弱に亘る大型の下げ相場に一応の底が入ったというふうに私は理解している。幾つかの理由があるが、第一は、週間足で1週間で1,000円幅以上上げたという大陽転は、この2年弱の大型下げ相場で初めてであるということである。それから第二としては、昨年11月の高値が11,186円で、それを下回るボックス相場が続いていたがそれを上回ってきたということ。第三は、ちょっとテクニカルになるが、中足について新値五本足というのが11,445円で陽転して、これも強い印である。それから第四として、出来高の多い価格帯である11,000円の大きな壁を抜いたということで、これも大きな出来事である。そして、これをみる限

り 11,000 円を挟む攻防になるというふうに考えられており、一応目先は 2 年弱に亘る大型下げ相場の底値圏から脱したというふうに窺える訳である。ただ、ここからの上値というのはそう大きくはないと、せいぜい 12,000 円から 12,500 円位だと思うが、11,000 円台での値固めがきちんとしてできるかどうかというのが目先の勝負である。

それからアメリカの株式については、これは私が前から申しているが大変心配なことがあって、S & P 500 と NASDAQ が 1 月の高値をまだ抜け切れていないということであり、1 月の高値を抜け切れているのはダウだけである。そしてどうも色々みる限り、弱気相場のラリーにみえてしょうがない。そして特に今年の暮れにかけて 4 年サイクル、10 年サイクル、20 年サイクルというものがいずれもボトムに向かってくるので、私の予測では 9 月 21 日の底からの上げは大体半年位で終わり、4 月から 6 月にかけて第一波の下落がくる。そして年末に向かって下がってくるという警戒の念を払拭できないのがアメリカの株式である。従っていつも申しているように、アメリカの株式の動きからみる限りはアメリカの経済の動向というのは決して楽観できないというふうに私は判断している訳である。

それから次に国債であるが、日本の国債について言うと、月足で長いトレンドをとると、90 年 9 月 27 日が底であり、長期の 10 年物先物は 87 円 08 銭というので底をつけて、それから 11 年間上昇してこのトレンドラインがあるが、この下値を支えてきたトレンドラインが去年の 6 月 28 日 141 円 25 銭という天井を付けた後、実は去年の暮れまでは強かったが、年明け以降ははっきりこれを割り込んできた。従ってここで言えることは、11 年間に亘った JGB 先物の長期トレンドが壊れたということであり、134 円、あるいは 131 円前後まで下落する可能性が強くなってきた。つまり、長期金利の上昇の可能性を意味する訳である。これは利回りで言うと、恐らくある時期で 1.1~1.45% という利回りのレンジから 1.5~2% へと移行するという可能性が強くなってきた、と考えている。

それから三番目に原油価格であるが、これは先程申したように去年の 11 月 15 日に 17 ドル 45 セント、今年 1 月 17 日に 17 ドル 97 セントという

ことでWT Iが二点底をつけて、2か月間底固めをして上がってきて、実は昨日大幅に上昇して、9月27日に25ドル90セントと、それから跳んで下に窓を開けているが、その窓を埋めるような勢いを示してきたので、これを抜けてくると恐らく年の後半に掛けてじり高になり、年末に30ドル前後を窺うという動きになるということであり、中東情勢の展開、それからイラクへの制裁等々も含めて要警戒の動きに入ってきたということである。以上である。

速水議長

ほかにどなたかどうぞ。

植田委員

感想のようなものであるが、何人かの方の話を伺っていて、今、景気後退から場合によっては回復局面もあり得るかというところにきている訳である。それについてのコメントの中に、98年の後退、そしてその後の99年、2000年の回復局面で我々が何回も考えて結局もう一つよく分からなかったという問題が幾つかある訳であるが、その時に考えたのと同じような問題が指摘されていたなという気がする。一つは、山口副総裁が、足許GDPギャップは拡大し、それに対して賃金は下がっているようだが、CPIはどうなるかという問題を提起された。これはやはりGDPギャップが98年から99年初めにかけて拡大する中で、賃金は割と素直に下がった訳であるが、消費者物価指数についてはそういう動きが確認できず、しかもなぜかということもよく分からなかったという動きに対応しており、本年4月にサービスの価格が大幅に改定されると思うが、その時のデータの動き等もみつつ、やはり重要な問題としてもう一度考え直さないといけないなと思った。それからやはり山口副総裁が、製造業を中心に予想されるような利潤の回復が起こっていった場合に、それはどういう波及効果を持つのかという点が重要であるということを言われた。それから、関連するポイントとして、須田委員が株価の上昇が様々なプラスの影響を経済に

及ぼすのかどうかというようなことを言われたかと思う。この点も、可能性として経済に良いことが起こるといふことの部分を先取りした話ではあるが、99年から2000年にかけては、利潤、株価の大幅な上昇が発生した訳である。これが例えば、総需要にかなり大きなプラスの効果を持つのではないかというふうに予想された訳であるが、金融システムについて安心感を与えるというところはあったかと思うが、総需要へのプラスの効果はなぜか思ったほどは大きくなかったということではないかと思う。この理由も当時もう一つ解明できなかったように思うので、今後利潤、株価等の一層の上昇が起こっていった場合に、どういうことに繋がっていくのかという点も引き続き大きな問題かと思う。以上である。

速水議長

ほかにないか。

山口副総裁

今植田委員の言われた点のうち後者のことであるが、私はさっき製造業に限定してではあるが収益の回復というのが恐らく来年度にはかなりの幅で出てくるのではないかということをお願いした。証券会社、あるいは証券系研究所でもそのような予測を出している訳だが、さっき田谷委員がちょっと指摘されたように、仮に収益の回復が実現したとしても、それが雇用者所得に回っていくかどうかというのは、99年、2000年の経験を踏まえると極めて見通し難いと言わざるを得ないと思うし、跳ねていくにしてもかなり時間が掛かる話だろうと思う。それに加えて、収益の回復は、通常は設備投資回復の基盤を準備するはずであるが、この投資が果たして国内で行なわれるのか海外にいつてしまうのかということが、この次の回復局面では非常に重要なポイントになるのではないかと思う。日本の中で立地して設備投資を行なうためには、それなりの競争条件というのがないといけない訳で、それには重要なファクターが色々入り込んでくると思うが、果たして収益が回復した暁にわが国で企業が設備投資を増やしていく

ような構造的な基盤が巧く整うのかどうかというのにかかっているように思うし、ここについても必ずしも樂觀できないという感じがしている。

それからさっき須田委員がちょっと言われた、今後の循環的な回復の力というのが、仮に巧く出てくるとしてであるが、それと構造的な問題——これはむしろ景気回復の足を引っ張るような動きだと思う——をどう整理していくのが大事なポイントだと言われたと思うが、指摘されたとおりだと思う。99年から2000年を振り返ると、平均して2%弱位の実質経済成長というのが実現した訳であるが、当時も当然構造問題というのは色々あった訳で、場合によっては今よりももっとあったのかもしれないが、循環的な力が勝っていくと経済成長というのが案外表に出てくるということを経験した訳である。それを踏まえると、ここから先も海外経済環境というのが巧く展開してくれる場合には、構造問題を抱えたままでも緩やかな景気回復を実現できないと言い切ることはできないと思う。そういうことは十分あり得るというふうに思うが、サステイナブルかどうかとか、あるいはスピードに加速がついていくのかどうかということを見ると、やはり構造問題——そのように引っ括ってしまうと余りに話が曖昧になり過ぎて政策的な論点は浮かび上がってこないが——、サプライサイドの弱さというのが、そういうところにはかなりはっきりと顔を出していく可能性があるというふうに取り敢えずは思っている。

田谷委員

私も今山口副総裁が言われ、植田委員が二番目に触れられた点は、非常に気になっており、99年から2000年の状態を思い起こしてみると、やはり本格的に二桁もかなり高い率で製造業を中心に収益が上がって、そして設備投資もIT関連を中心に相当な勢いで伸び始めた。私は二つ、ちょっと過大評価したということをして今になって反省しているが、一つは、もう少しそういう状況が賃金に跳ねると思ったのに意外と跳ねなかったということである。もう一つは、設備投資の拡がりが増え出すと思ったのに出てこなかったということだが、依然としてどうしてなのかというこ

とは、今に至ってもはっきりしなくて、山口副総裁が言われた構造問題と一言で片付けてしまえばそうであるが、依然としてすっきりしていないというのは全くそのとおりである。今回について、先程ちょっと中原伸之委員も触れられたが、これだけ足許アメリカ経済に対しての楽観論というのが、確かに強まっているとは思いますが、株価は余り反応していない。例えば中原伸之委員が言われたように、NASDAQはまだ1月の高値を抜けていないどころか去年末の水準を下回っている。あるいは、景気に対して大体敏感に反応するはずのニューヨーク・ダウにしても、ほとんど今年になって伸びていないという事実もある。であるから、私もその辺が非常に気になるし、一言で言うと、私もまだゲスの段階であるが、IT分野についてやはり何か先行きに対する確信が出てきていないというところだと思う。だとすると、99年、2000年にかけての展開以上にやはり先行きは慎重にみる方がいいのかなというふうに思う。以上である。

植田委員

今、田谷委員が前半に言われた利潤と賃金の関係であるが、やはり一つ私が思うのは、何年か前に議論したけれども、労働分配率が時系列でみると非常に高いところにきており、当時、利潤を増やすということの一つの重要な手段が賃金の伸びを抑えるということであったと思うし、逆に利潤が伸びても賃金は余り伸びないということだったと思う。さらには賃金が下がっても財価格は余り下がらないということでない、利潤は伸びないというような構造になっていた面があると思う。法人企業統計等をみると、また当時のピーク位のところまで労働分配率が上がっているので、似たようなことが起こる可能性もあるかなというふうに懸念はしている。

三木委員

今の田谷委員の話で、2000年の時の経済の回復過程というのは、最初はややはり公共投資から始まって100兆円もつぎ込んできた訳である。あの時はその次が輸出主導型というのが実体経済の回復であると考えていた。

輸出主導というのは分かっていたが、だからこそこれを固めるためには内需主導にこれをスイッチしていくというのが、政府も含めての我々の経済政策だったと思う。それで当然そういう動きで輸出主導だということで、4月、5月位からずっと上がってきて、6、7、8月とそういう動きになってきて、そして秋になってそれが内需主導の方にスイッチできればと思っている時に、アメリカの経済変調が10月から11月に出てきてあつという間にやられたという形である。だから、あの時、それだけ日本経済はやはり、東南アジアも含めて受ける影響と両方でアメリカの経済の中に完全に組み込まれてしまっているということを如実に知ったと思う。それからあの時は当然のことながら、企業収益の回復から内需主導へのスイッチによる景気の回復へと、それが企業収益の回復から個人消費の方に繋がり得るというスキームを考えた訳である。ただ、これについてはあれだけの三つの過剰を抱えていた訳だから、あの時から簡単に企業収益が上がっても個人所得なんかには繋がらないと、そして個人所得に繋がって初めて個人消費の方に出てくる訳であるから、これはもう相当時間が掛かると思っていた。あの時は始めからそういうことだということで、これはもう時間が掛かると思っていた訳であるが、その原点には何があるのかというと、やはり三つの過剰を抱えているからこれを解決しない限りはということがあり、その状況は今でも変わらないと思う。だから言わんとしているのは、今回はやはり下げ止まるということがまず第一であるが、その下げ止まりから反転がなければいけない訳である。その反転が依然として、さっきからの我々の標準シナリオもそうだったが、やはり残念ながらアメリカの景気回復、輸出主導によってという形になっている。ここがやはり非常に弱いと思う。日本経済はどうしても輸出主導による景気の回復を期待せざるを得ないという点、これが非常に弱いと思う。

山口副総裁

先程来、名目賃金がだらっと下がっていく時に、サービス価格にどういうふうにそれが反映されていくだろうかという問題意識が一つ議論され

ている訳であるが、財の価格というのをみみると世界的に下落しており、ご存知のとおりアメリカでも生産者物価指数は1年前に比べてかなり下落している訳である。さっきの企業収益の話にちょっと戻るが、生産数量が下げ止まり、場合によっては若干プラスになっていくということが、収益回復の当初の段階では非常に大きなインパクトを持つと思うが、一旦落ち込んだところから回復をしてしまった後、さらに企業収益が順調に拡大を遂げていくかどうかということになると、恐らく今世界的に下がっている財の価格というのがどういう動きを示すかということが重要な要素になってくるのではないかと思う。それを考えると、アメリカの景気回復が先へ行くに連れてかなり加速していくということがないとなかなか楽観できないのではないかという感じを一つ持っている。これは今後の動きの中で検証していけばいい話であるが、特にアメリカの第1四半期が今言われている数字だと年率5~7%位のかかなり高い成長を一時的に実現した後、第2四半期以降どういようなスピードに落ち着いていくのかということを見極めて判断していくべき部分だろうと思う。

それから、これは単に話を皆様方に紹介するだけであるが、先週
があった時に、それと並行して民間の金融機関の幹部との会合
というのがあった。私はちょっと時間の関係で出席できなかったが、後で
からその話を聞いたところでは、公的当局の人達が米国その他につ
いてかなり楽観的な見通しを持ち始めているというか、むしろそういうよ
うな見通しを強めつつあるのに対して、民間、米銀などを含めて、特に民
間金融機関の代表の人達は、むしろ非常に慎重な見方を披露していて、官
民のコントラストが非常にシャープに出てきたということだったよう
である。民間の見方が慎重なのは当然収益の回復について自信を持ってない
ということがあったようである。以上である。

中原真委員

さっき山口副総裁が言われた設備投資と企業収益の関係であるが、当
方で調べてみたところ、企業収益の回復といっても、前年比は非常に高いが、

ROAというような絶対値から言うと国際的には非常に低い。現状の水準で事足りりとする企業経営者は恐らく少ないのではないか。つまり、ROAの向上というような点に経営の価値判断が移っているので、企業収益回復だけで設備投資が出てくるとはなかなか思えないというのが一つ。それから賃金についても、労働分配率をみると、アメリカは相当長い間ほぼ平らであるが、日本は、97、98年辺りでちょっと下がっているが、かなり高い水準にある。最近の賃金のベアの交渉、あるいは定昇の交渉をみても、賃金コストの切り下げについて経営者側の腰は相当据わっているという感じがする。設備投資の方もそもそも余り出ないだろうということと、出ても海外というのは、中小企業も含めて異口同音に経営者が言っていることである。足許の景気回復は外需頼みであるが、今まで国内から輸出していたものを海外工場から輸出するという企業もあり、従来よりも外需の恩恵を享受し難くなっている可能性がある。結局、国内経済の本格的な回復は、新しい産業、新しい企業、あるいはそういう雇用の受け皿というものを創っていく、換言すると、新しい需要を創出していく必要があり、その方策を経済政策の中で考えていくしかないのだろう。

中原伸之委員

今の話で二、三点申し上げると、一つは99年から2000年の動きであるが、やはりあの時も一番早く知らせたのは株価である。私が思い出すのは、2000年の9月、10月の決定会合の時に、アメリカの株価の動きが非常に悪いのでこれは下を向いてくると、アメリカ経済が下向くということを申し上げた訳であり、実際そのとおりになった訳である。今回もやはりどうも株価からみたアメリカ経済の景色というのは良くないので、私はかなりの確率で年末までにはいずれ去年の9月の安値というものを割ると要警戒であるというふうに思う。そういった意味でいくと、アメリカの第1四半期については、前回か前々回の決定会合で非常に特殊なプラスのファクターが多いということを申し上げたが、それ以降第1四半期が良かったとしても第2四半期以降が問題であるというふうに思う。それから三番目に

申し上げたいことは、70年代と80年代のアメリカというのは、非常に出来の悪い経済で「失われた10年」どころの騒ぎではなくて、「失われた20年」のような感があった訳である。結局何が起こったか実際によくみると、一つはドル安、それからもう一つはやはり実質賃金がかなり切り下がったということが統計をみると分かる訳であり、そういった意味からいくと日本の賃金というのは国際的にみて割高で突出している。一番の問題点は、生産性の上昇に従った賃金の引き上げが行なわれていないことで、生産性の悪いところも他の産業と一緒に上がってきた。その大きな理由というのは、やはり規制があったということで守られてきた訳であるが、これからは生産性の上昇率の低いところ、労働生産性の低いところは賃金が上がらない、あるいは勿論賃下げもでてくるということになるので、そういった意味から先程もちょっと申したが雇用・所得面からの厳しさはますます強くなると思う。以上である。

三木委員

今の賃金の問題であるが、世界的にみて労働コストが高いというのは間違いでないし、それが生産性に見合っていないというのも間違いでない。一部製造業は相当生産性に見合ったところまできているのもあるが、そうではない非製造業も含めて、依然として生産性からみたら全然追いつかない位賃金が高い。これが残ったままであることは間違いのない事実であるので、だからこそ今言われているのは、その変化率ではなくてレベル感が問題である。だから恐らく、これから各産業は皆ベースアップはゼロということになると思う。その次に出てくるのは定期昇給ゼロである。これはもういよいよ来春闘からはそうなると思う。本行などは元々もう定期昇給ゼロであるが、これが段々出てくるというのが次の姿である。そしてその次はやはり収益還元方式である。収益が上がればそれに見合った還元のルールを作って、これを給与に反映させましょうということだが、これはあくまでも特別給与、ボーナスである。ほとんどの業種がそういう方向にこれからいくと思う。ということは逆に言うと、収益が下がる時はだ一っと下がる

ところからスタートすれば、収益が戻っていけばその分だけ増えるという形になる訳である。だからそういう意味では率から言えば所得も増えると、率としてはプラスになっていくというのは出てくるかもしれない。そういう意味で賃金がレベル感としてはやはり高いということはどこかでクリアしておかなければならないということは一つあって、それをクリアする過程の中で、やはり収益に見合う所得への還元というか、この方向の動きというのは当然出てくると思う。

須田委員

2000年との比較はなかなかできないが、ただ一つ皆さんが言われていないのは為替レートの問題である。やはり結構経済が悪い時というのは為替レートが切り下がることが経済を立て直すインパクトを持つことが多い。ヨーロッパ、イギリスをみても、あるいはかつてのアメリカをみてもそういうところは結構あって、それをみるとやはりアメリカはこのところ非常に為替レートは通貨価値が上昇している。さっきちょっとリスクで挙げたセーフガードの問題にしても、なぜ今景気が良くなっていると言った時にどうしてこういう問題が起こるんだろうかという部分も、私はよく判断できないので、これは何かどこかにリスクがあるのかなと思いつつ挙げておいた訳である。日本も実質為替レートが一時的にかなり円安になるということが起これば、もう少し日本にとっては回復の一つのスターターとしてはかなり有効になり得るのではないかなと思っている。

速水議長

日本の賃金が高いというのはこれはもうここ20~30年というか、特にここ10年が顕著で、生産性が伸びていかないで競争力が段々なくなってきた、気がついてみたら近隣諸国の方がずっと有効な生産ができるといったようなことになって、倒産が増える、雇用に影響、そこで構造改革をしなければいけないんだということを皆分かってき始めたんじゃないかと思う。そういう中で、海外に出て行って、海外の生産がかなり増えてきて

いると思うが、それでもまだEC諸国よりは低くて、日本は海外生産は僅か15%位のものであるから、今後も出て行くのは当たり前だと思うが、出て行った後に本当に日本で生産性、競争力のある新しい製造業ができていくのか、またサービス業が新しい需要にミートするものができていくのかということが今起こりつつある状況ではないかと思う。細かい話を色々聞いていると、製造業、あるいは新しいサービス産業が動き始めているというのは分かるが、出て行くのは出て行って良いと思うし、それから海外から入ってくる方がどういうふうになっているのか、これからどういうふうになっていくのかなということは、ちょっと今のところは分からない。金融業なんかは随分入ってきているが、その他のものがどういうふうに入ってくるのか、今の賃金の突飛高のようなことがなくなっていけば日本の研究力とか技術力とかそういうものが使われていくようになりつつあるのかどうか、その辺のところはまだよく分からない。しかし数字をみると、やはりかつてのASEANへでも空いたところへ新しい産業がどんどん興っていったという経験を思い出してみると、やはりそろそろ新しいものができ始めているのではないかという感じはする。設備投資というのは大体そういう感じが一般に普及してきているのではないかと思う。雇用面にはかなりまだマイナスが響くように思うが、それはそれで新しい雇用対策というのができていく訳であろうから、やはり今の政権が言っている構造改革というのを一步一步早く進めていって、規制撤廃・改革とか、あるいは官から民への移行とか、外から入ってくるものをどんどん入れるとかして、どんどん競争をやらせるというようなことができて初めて安定した製造業、産業の復興が興っていくのではないか。そういうふうになっていけば良いがという、その辺のやはり企業や国民の安心感、コンフィデンスというものが、あるいはやる気というのが出てくるかどうかというところが今の問題ではないかなと思う。

ここで10分程休憩して、次の政策討議に入りたいと思う。10時55分からで良いか。10分間休憩する。

(午前 10 時 42 分中断、午前 10 時 55 分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは時間になったので再開したいと思う。それでは当面の金融政策運営方針について、皆様の意見を伺いたいと思う。今回も一人 5 分程度を目途にして願います。先程の順のとおり植田委員から願います。

植田委員

前回の我々の措置であるが、3 月末の流動性不安を和らげるという点で一定の効果を発揮したものと評価できるかと思う。そのうえで、例えばこれ以上の流動性供給を実施するという点を考えてみると、その技術的な可能性については色々問題がある訳であり、4 月入り後、あるいは 4 月に入っても、ペイオフ解禁に伴いその不安感からの流動性需要が一時的には残存するというようなこともあるとすれば、もう少し先までの状況をみないと何とも言えないと思う。この点を含めて、現行の枠組みでの一段の金融緩和の余地はかなり限定的なものとなってきたと判断する。

その他の点について一つだけ申し上げれば、我々の流動性供給の効果を現在制限している問題の一つである不良債権問題について、今のところ政府サイドから抜本的な対策が打たれていない。この中で日本銀行だけ頑張ってみても、ペダルと車輪の間が繋がっていない自転車でペダルを一生懸命踏んでいるような空しい感じが残らざるを得ない訳である。いずれにせよ先程来議論にあったように、景況感について強弱入り交じった材料が出ているところでもあり、取り敢えず今回は政策は現状維持で宜しいかと思う。以上である。

速水議長

次、中原伸之委員願います。

中原伸之委員

最初に金融政策を論ずるに当たっての長期的な枠組みを一つ、二つ申し上げておきたいと思う。私はあと2年位は非常に厳しい局面が続くけれども、前途に明かりがみえてきたというのが私の見方である。三つ理由があるが、その一つは、1980年から2000年までの20年間の期間をとってみて主な変数がどのような推移を辿ってきたかということ、この間に実質GDPは大体55%、それから名目GDPが73%伸びているが、例えば株価は84年に1万円に付きかけたが、そこへ戻ってきたと、つまり株価は100から400に上がって大体100まで戻ってきた。それから土地の値段は市街地に限ると、六大都市も、それから全国の市街地もほとんど100に戻ったということで、ストック面の調整はほとんど終わったのではないかと思う。こういった中で法人の所得というのは、100から11まで下がった。また法人の自己資本比率というのは大体80年から85年を100にすると、これも70位まで下がってきている。唯一勝ったのが家計であり、100に対して金融資産が286まで増えた。であるから20年間で一人勝ちしたのが家計であって、政府と企業のセクターは負け組である。ただし、ここで強調したいことは、20年間の成長の成果というのは金融資産ということで残っており、これは非常に重要なことである。そういった中で一体オーバーレンディングがどうなっているかということを見るのが非常に重要であり、これが実は不良債権処理と非常に密接に絡んでいる訳であるが、都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地銀、地銀Ⅱの5業態をとると、必ずしも同じような統計はないが、1980年度をとるとその銀行貸出の名目GDPに対する比率が82.5%、そしてその5業態の貸出が今どうなっているかということ、96年の3月にピークを打って537兆円、それから今年の2月が437兆円と100兆円落ちてきている。あと40兆円落ちれば大体GDPの8割であるから、一応のバランスがとれるということで、あと40兆円落ちればオーバーレンディングがほぼ解消するという状態までやっと漕ぎついてきた。これは非常に進展であると思う。そしてこの40兆円は最近の貸出の減り方が大体年率5%近くであるので、2年間あればこの

40兆円が減るのではないかというふうに思っている。そうした中で不良債権の処理であるが、これも遅れていると言っているが結構進んでおり、例えば1992年度から2000年度までの間のトータルで71.8兆円処理した。この中で半分弱の31.2兆円が直接償却である。従ってもしこの貸出が40兆円減るということになると、現在、私の個人的試算では、不良債権というのはせいぜいあって大体50兆円だというふうに思っているので、そういった不良債権の処理も含めてあと2年間でかなり進展するのではないかと思う。従って、不良債権については新規に出てくるという面もあるが、オーバーバンキング、オーバーレンディングについては、恐らくあと2年位で、あるいは40兆円位貸出が下がったところで解消する。従ってこれは貸し渋りとかいうことでなく、当然このオーバーレンディングの解消の過程で起こっている現象だと思っている。それが前途に曙光がみえてきた一つのポイントである。

もう一つのポイントは、そういった中でベースマネーの伸び率が去年の9月頃から15%に近付き、9月、10月が約14~15%内外であるが、そのあと15%を上回って急速に伸びてきた。新聞が書いているように去年の3月から量的な緩和が始まった訳ではなくて、あれはゼロ金利に戻っただけであり、本当に量的な緩和が始まったのは去年の9月からで6か月続いている。これが1年とか2年、できれば5業態のレンディングが、オーバーバンキングがなくなる、あと40兆円減るまで、あるいは現在ダウン局面にある設備投資が底を打つ時まで、こういう高いベースマネーの伸び率をすればかなり違ってくるのではないかと思っている。

それから三番目は、株価の動向であるが、昭和恐慌の1920年の時はこれも詳しいデータがないので色々データの取り方によって違うが、1920年がバブルのピークであり、それから1931年まで11年11か月下がった。今回は89年の12月の大納会から数えてももう12年以上下がっているので、先程ちょっと申したが、去年の11月と今年の2月が底であるが、そういったところで大体下がってきたかなという感じがする。そういった三つの点で、つまり株価の底値日、いわゆる「底値鍛練」というのはかなり

できてきているということで、この三つの点で大きな底、つまり平成の大不況、3回目のリセッションであるが、その底が予て申しているように2003年±1年で大底が入るという可能性が近くなったのではないかと考えている訳である。こういうことを前提にして金融政策を考えるべきではなかろうかと思う。

そういった中でもう一言だけちょっと申すと、空売りの規制であるが、これは私に言わせると前からこの場で言っているが、規制でも何でもなくて空売りの正常化に過ぎない訳である。アメリカは大恐慌に見舞われた時に、33年、34年に銀行法と証券取引法を作って、いわゆる空売りについてはアップティックルールを適用した訳であるが、日本についてはその適用が非常に遅れており、現在は明示の義務と確認の義務、それから一部についてはアップティックルールを適用しているが、信用取引についてはまだ例外になっているということは大変遺憾であり、早くアメリカ並みの空売りの正常化をすべきだというふうに思っている。それから何回も申すが、日証金の行なっている貸借の銘柄選定が非常に不適切であり、その結果今日みられるような逆日歩銘柄が200を超えると、全く史上空前の空売りブームであり、これも日証金のあり方、貸借制度のあり方について再考を要するのではないかというふうに思っている訳である。

それからもう少しだけ申し上げたいことは、恐らくそういったようなオーバーバンキングの解消の過程で、また40兆円減る訳であるから銀行の淘汰、再編というのは必ず起こる。その裏側にある企業の淘汰、再編が起こる訳であるが、そういった面について、もしこれから財政、あるいは公共投資ということを考えるのであれば、二つだけ申し上げてみたいと思う。一つは政府の支出、特に公共事業をやる場合にはサプライサイド面を考慮すべきである。つまり発注先というか公共投資の支出先であるが、この実施主体についてどれだけ労働生産性が改善できるのかと、資本の生産性が改善できるのかと、あるいはROAが改善できるのかということを経営条件にして発注を出すべきである。一番簡単なのは発注価格をこれまでの10%引き、15%引き、20%引きということによって極力合理化を促すということ

が必要であり、先程から話に出ているように、100兆円公共投資をやってなぜ効かなかったかという、100兆円やったお陰でサプライサイドがそれだけ拡大してしまったと、労働の生産性が改善されるどころか下がってきたと、資本の生産性も下がってきたということである。従って、これから公共投資あるいは政府支出を大規模にやる場合、あるいは補正予算をやる場合には是非発注価格等の低下等を通じて、労働の生産性、資本の生産性の向上を促すと、あるいはサプライサイド側の再編成、再統合を促すということが是非必要だと思っている。それから第二に申し上げたいことは税金であるが、色々計算すると、この場でずっと以前に申し上げたが、現在の日本の過剰貯蓄というのは大体GDPの10%ある。つまり貯蓄が28%で投資が18%、これは2000年頃の数字であるが、そして3%が輸出で7%が政府の赤字で、それも二つに分かれて社会保障の黒字が3%、それから財政赤字が10%ある。一番肝心なことは現在300兆円ある消費を、例えば5年間位で10%引き上げるということを考えるべきである。その点については単なる減税では駄目で、これは技術的に難しいと思うが、まず第一に現在の300兆円よりも越えて消費したというエビデンスを必ず取るということ。それから第二としてそれを使ったというエビデンス、その二つが必要であり、その二つを巧く技術的に考えて確認して、そのうえでそういったアディショナルな消費については、例えば5%程度のタックスクレジットを付けてやるということが必要だと思う。これまで言われているような減税については使ったかどうかというのは全く分からないということであるし、あるいはその減税というのは300兆円の現在ある消費の中で使われているかもしれない。商品券構想も全く同じである。従ってそれが300兆円を越えて消費しているということを確認したうえで、しかもそれを使ったというエビデンスを持ってきて、そのうえでタックスクレジットをやるということである。例えば一番虫の良い話をすると、30兆円、つまり10%現在より消費が増えたとして、それについて5%のタックスクレジットを付けてやると僅か1.5兆円であるから、1.5兆円で30兆円増えれば大変御の字だろうと思う。

以上が前置きであるが、私は量的緩和の効果がますます上がってきているというふうに思っており、先程も申したが、株式市場が中期的な下落トレンドに一応の終止符を打って底が入っており、今や1万円ではなくて1万1千円というのが攻防のラインになってきたということはその一つの効果であり、また為替が円安に振れてきているというのももう一つの効果である。それからいずれにしてもオーバーレンディングが解消する過程であるので、それを和らげるようなベースマネーの伸び率というのが必要である。私はオーバーレンディングの解消というのは必然的に起こると思っているので、そういったことが必要だと思う。目先をみると物価の下落であるとか、失業率の上昇、その他良い経済指標を打ち消すような悪い経済指標もあるし、实体经济は全体として引き続き悪化しているというふうに思うので、そういった中でデフレギャップが一段と拡大すると、それから需要の弱さに起因する物価下落圧力がさらに増大しつつあるというふうに思う。従って、私としては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るべきではなく、デフレを食い止めるということで、踏み込んだ追加的な対応を行なうべきであると思う。従って私は、前回の金融政策決定会合と同様に当座預金残高を20兆円へ引き上げるという提案をしたいと思う。年度末の資金需要に応じるだけではなくて、一段と踏み込んだアクティブかつプリエンティブな金融政策を行なうべきであると思っている。それから同時に前回申したインフレーション・ターゲティングの提案を行ない、それから外債の購入を開始するという提案を行ない、同時にそういった中で買い切りオペの金額を現在の月1兆円から1.5兆円に引き上げるということも要望したいと思う。以上である。

速水議長

次、三木委員お願いします。

三木委員

前段の方で総括感を申し上げたが、そこからちょっとこの次の問題に入

りたいと思うので、ダブるかもしれないが一言だけの総括感を言うと、まず、量の面では何となく底打ち感がみえつつある。しかし、反転はみえない。それから価格の面では底打ち感が始まっているとはまだ言えない。こういうことを踏まえて、実体経済の第一線は「潮の変わり目」を感じつつあるというのが今の状況である。従って、今、政策としては最も大事な時であり、こういう実体経済の第一線のこの感じを決して壊さないように、むしろこれを育て上げていくこと、そういう政策が今、非常に大事になってくる局面だなというのがまず第一である。従って、ここで求められている政策ということで言うと、やはりデフレ脱却から景気の回復へ着実に繋げていくための、何回も申したが、やはり合わせ技だと思う。そしてそのポイントは、総需要を如何に安定的に拡大できるか、これに尽きると思う。そのためには、企業は需要喚起のためのユーザーニーズに合った商品開発と技術開発だということに尽きるし、銀行は、これは皆さん言われたが体力を回復させて、企業、家計の需要を盛り上げ支えるための正常な金融仲介機能を発揮し得る環境を整えること、これは取りも直さず不良債権の抜本処理であり、自己資本の増強だろうと思う。それから、政府は、企業、家計が安心して消費、設備投資を行ない得る環境整備、それは、医療・年金等の先行き不安の除去であるし、また、市場原理、競争原理を導入する規制緩和であるし、そして民需への波及効果の大きい質の財政出動、これは都市再生、あるいは住宅等になると思う。特に、租税を経済政策に使うこと、これが今、非常に大きなウェイトとして残る政策だろうと思う。そして、金融政策は、健全な金融政策としては、ほぼ限界まできている量的緩和であるが、この量的緩和を物価変化率がゼロになるまで継続する。これに加えて、総需要拡大の前提となる金融システムの安定に最大限の努力を払うということだろう。そのためには、プルーデンス政策に注力してシステムック・リスク防止のためのLLR機能を適切に発揮することだろうと思っている。こういう中で、金融調節方針であるが、3月期末の金融システム不安はほぼクリアされて、期末は乗り越えられる状況になってきたと思う。これは一つは銀行の不良債権処理は、まだ時間はかかるが最終処

理に向けて動き始めているということが一つと、二つ目は、これに伴って金融機関の最終処理損失が確定する目途が少しずつみえてきた。それから三つ目は、株式の空売り規制で、株式の無秩序な投機的売り圧力が是正されたことから株式市場から不安感が徐々に薄らいで、株高に繋がっていること。これが金融システムにも大きなプラス効果を与えていると思う。ただ、問題は金融システムの内と外の両面でなお、金はあるけれども金が回っていない状態が続いていることだろうと思う。金融システムの内側をみると、市場では潤沢な流動性は確保されているとは言っても、資金貸借がホットに取引されている訳ではない。また、一部の金融機関では信用リスクが警戒されて、必要な資金を取り難くなっている先もある。今後、金融機関の資金繰りをより注意深くモニターすることが求められる場面ではないかと思う。特に、金融システムに対する世間の万全の信頼を回復することができないままにペイオフ解禁を迎えるということになるので、なおさら4~6月は要注意だろうと思う。金融機関としては、些細な憶測記事、噂、風評で預金シフトが大量かつ瞬時に起こり得るリスクにより注意を払う局面であるが、本行としても健全な個別金融機関の資金繰りが窮することのないよう、適切な対応を適時に打っていける臨戦モードへのシフトは引き続き必要だろうと思う。一方、金融システムの中で金が空回りして、金融システムの外に金が流れていない。今は金はあるけれども、金が回らない状況だということである。対企業の世界で金融仲介を行なうのは銀行である以上、一時的にはやはり、銀行の対応が求められる場面であるが、金融政策としても、金融システムの外に如何に金を回していくか、合わせ技の中でもなお、その工夫が引き続き求められると思う。当面の金融調節方針だが、短期金融市場では3月期末日が徐々に接近する中でも潤沢な流動性供給を背景に、圧倒的多数の金融機関は順調に資金繰りが組んでいるということで、市場の流動性不安は高まっていないし、落ち着いている状態にある。こういうことから、現在の調節方針を継続ということで行きたいと思う。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

今回は、現行の調節方針継続ということで宜しいと思う。今後を展望した場合、早急に議論しなければならないと思っているのは、4月に入ってから、現在の当座預金目標が達成困難となった場合どうするかということである。量的緩和の効果の検証はさらに時間をかける必要があると思うが、まず、今の選択としてはこの当座預金目標を地道に達成していくということしかないと思っている。これまで結果としては、15兆円のピンポイントに近い運用となっていたと思う。今後、札割れ等で達成が難しくなった場合にズルズルとその目標を後退させるのではなくて、最大限の工夫をし、なお達成できない場合には、10兆円から15兆円という幅を持たせた目標とは言いながら、なぜそうなるかということの説明責任が日銀としてはあるだろうと思う。今のところ、ペイオフ解禁が完全に定着するまでは不測の予備的な貨幣需要が生じる可能性もあるし、上限の15兆円を維持する方法を考えるべきである。具体的には、長国の買い切りについて財政規律の懸念を回避しながらどこまで増やせるのか、また、地方債、社債などの適格範囲の拡大の可能性、オペ手法等についても緩和のための工夫はないのか今後の検討が必要である。最後に、直接は金融政策に関係ない部分であるが、二点ばかり付け加えたい。デフレ圧力は未だ緩むという傾向が出ていない。第二次デフレ対策が組まれる可能性もあるが、引き続き金融政策に過度の期待をする論調が続くだろう。デフレ対策というのは、あくまで需給ギャップをどう埋めるかという対策であり、金融政策は直接需要を創り出すことはできない。必要条件であっても十分条件ではない。今後必要なことは、金融政策の効き易い環境を作ることである。それが不良債権処理であり、産業再生、過剰債務の処理、あるいは起業、業を起こすことへの支援であり、投資や消費に対する税制を使ったインセンティブの付与ということだろうと思う。政府・日銀一体というスタンス、これは

重要なことであるが、金融・財政の機能を混同することは本来求められているポリシー・コーディネーションとは違うということは、はっきりさせたいと思っている。それから二番目はインフレ目標のことである。最近、国会等でも改めてこの問題についての日銀の見解を質す質問が多いようで、総裁も苦勞されている訳だが、手段が伴わない中で達成時期を明示した目標設定というのは困難であるということは自明だが、私は何回かこの会合でも申し上げさせて頂いたが、デフレ対策としてではなく、政策のフレームワークとして具体的な数字を日銀として、または政府との共有で持つことは意味のあることと思っている。これについては、既に検討課題ということになっているが、何らかの結論を出す必要があるのではないかと、いうことを改めて申し上げる。以上である。

速水議長

次、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

一言だけで、今回は現状維持でいいと思う。元々、政策選択の余地というのは、極めて限られているというか、ほとんど現行のフレームワークの中では残っていないという状況であるし、先程来議論してきたように、経済の一部に幸い底入れの兆候がみえてきている。マーケットも期末にかけて我々が心配したような緊迫度というのは後退しているというようなことがあるし、これらのことを踏まえて、現状維持でいいのではないかと思う。4月に入って、流動性需要が仮に相当落ち着いてきたらどうするかという問題がある訳だが、期末にかけて恐らく相当需要が増え、その後それが落ち着いていくということで、ここ暫くの間はかなり振れの大きい市場になってくるのではないかと思う。それに対応して、できるだけ市場の安定を維持するような調節を心掛けていくということだと思し、その中で流動性需要の見通しをできるだけつけ、次のステップを探っていくということではないかと思っている。以上である。

速水議長

次、藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

前回の会合では、年度末に向けての金融市場の安定化を狙った措置を講じたところである。従って今、年度末まで10日を残した時点にある訳だが、ここ暫くはその年度末に向けた一層潤沢な資金供給を主軸として、金融緩和効果を途切れなく浸透させるという点に、傾注していくことが適当だと思う。従って、金融市場調節方針としては、現状維持を支持したい。なお、日銀当座預金残高の先行き見込みについてだが、3月末にかけてかなりの高水準まで増加するという説明も受けているが、4月以降については、流動性需要の行方が不透明であり、見通しを付け難い状況にある。流動性需要は、増加する場合もそれから減少する場合も両方あり得るので、現段階では、その情勢をよく見極めていくとしか言い様がないと思う。さらに、今後の景気情勢や流動性需要の動向如何では、国債買い切りオペの位置付けなど、現在の政策運営の枠組みをどう見直すべきかという議論にまで及ぶ可能性もないではないとは思いますが、その点はまだ先の話だと考える。最後に、もう少し広い視野でみた経済政策全体についてほんの一言だが触れておくと、先程来、在庫調整の進捗など明るい兆しが指摘されているが、過去10年間にわたる日本経済の経験から得られる教訓は、中長期的な構造問題を解決しない限り、こうした景気循環面での改善の動きが持続的な経済成長には繋がらないということである。多少株価が反発したからと言って、ここで不良債権処理や構造改革に向けた努力の手綱を緩めてはいけないと思う。以上である。

速水議長

次、須田委員お願いします。

須田委員

当面の金融政策運営については、現状どおりで良いと考えている。当面、最大の課題は、年度末の流動性需要への対応である。この点について、短期金融市場では、地銀、第二地銀などの出し手がペイオフ解禁を控えていることもあって、無担保で期をまたぐ運用をできるだけ回避しよう、あるいは、流動性をできるだけ手許に置こう、という形で慎重な姿勢を強めている。このため、期末越えのターム物は、例年に比べて、出合いが少なくなっている。もっとも、日本銀行が年度末に向けて当座預金残高目標にかかわらず、流動性需要の増大に応じるという方針を示していることから、金融機関の期越え調達は概ね目途がきつつある模様である。また、預保および交付税特会に対する貸付債権の適格担保化についても、譲渡制限の撤廃を含めて関係先との調整を執行部が非常に迅速に行なった結果、年度内に実施できることになった。新規分しか適格担保化されないことに不満もあるようだが、年度末を控えて適格担保が拡大できたことは安心材料の一つになると思う。

こうした中で、最近、やや気懸かりに思うのは、ベースマネーの伸び率に関することである。ベースマネーの前年比は今年初めの時点で+19%程度だったが、足許では+33%と大きく伸びを高めている。為替市場の参加者などの間には、「日米のベースマネーの伸び率の格差と円/ドル相場の間には相関関係がある」という見方が根強くみられる。私には、この考え方は理解し難いのだが、市場は美人投票という面があることも確かである。多くの人が、「日本のベースマネーの伸び率が非常に高まれば、やがて円安が進むだろう」と予想すれば、例えそれが経済学的に合理性がないとしても、実際に円安が進む可能性は高まる。これは為替市場に限らない。資本市場の参加者もベースマネーの伸び率を注目するようになっていくと聞く。そしてその伸び率が高まっているため、「日本銀行はかなり積極的に量的緩和に取り組んでいる」と、前向きに評価しているようである。また、日本銀行もベースマネーの伸び率を前面に出して、「一生懸命に金融緩和に努めている」と強調している面がある。しかし、こうした認識が浸

透するほど、あるいは日本銀行が率先してこうした認識を植え付けるほど、先行きにおいてベースマネーの伸び率が低下し始めた時の説明は難しくなる。すなわち、ベースマネーの伸び率の縮小をもって「日本銀行は緩和姿勢を後退させている」と、様変わりな批判を浴びせられる恐れがあると思う。たとえ前年比15%程度の高い伸びでも方向として伸び率鈍化が強調される恐れがある、と気掛かりに思っている。ただ今申し上げた懸念を突き詰めれば、現在のように量に軸足を置いた金融政策では、何をもって緩和の程度を示すのかという論点に帰するように思う。今は当座預金残高が操作目標になっているから、その増大が金融緩和を意味すると言えれば一番簡単である。しかし、この1年、当座預金需要が投機的動機と予備的動機によって大きく増減しているのだから、当座預金残高と金融緩和の度合いとを一对一で対応させることはできない。当座預金残高の上昇をみて、漸く金融緩和に積極的になったと言われたり、やればできるではないか、なぜもっと早くやらなかったのかと言われるほど、緩和姿勢はずっと一貫しており、数字は流動性選好と予備的需要が増えたことによる結果であると言っても一般的な理解を得ることは困難である。当座預金残高が目標になっているのだから、そのような批判も無理からぬところがある。量的な金融緩和指標として取り上げられているものとしては、当座預金残高以外にベースマネー、マネーサプライの残高やその伸び率などが上げられるが、昨年3月に現在の金融調節方針に変更した後、暫くの間は、どの指標をみても緩和方向に変化していたので、どの指標が緩和指標としてふさわしいのか、また、残高か変化率かといった問題は大きく注目されなかった。しかし、今後を見通すと、4月以降、不安心理の低下や景気回復期待が生じてくると、当座預金に対する予備的需要や投機的需要が減少するので、当座預金残高は減少すると思われる。それ自体は、日本経済の回復の過程で必然的に生じることなので、日本経済にとって望ましい兆候とも言えるのだが、日本経済について力強い回復がみられず、また物価も下落している時に10兆から15兆という当座預金目標範囲内であったとしても下限に近づくとつれて、ましてや10兆が維持できなくなると、引き締めへ転換し

たと勘違いされるに違いない。その時貨幣乗数は上昇していると考えられるので、マネーサプライはどのような動きになっているか分からないが、ベースマネーの伸び率は低下することになる。たとえ日銀としては常にできる限り最大限の量的緩和政策を採り続けるとしても、結果的な量との関係は非常に悩ましいものとなり、日銀の金融政策の真意がますます伝わりにくくなりかねない。次回の決定会合まではこのような問題は生じそうもないし、また流動性選好や予備的需要がペイオフ解禁後どうなるのか、4月に入ってみないと分からないので、まだ時間的余裕はあるのかもしれないが、今後も量的緩和政策を採り続けるのなら、金融緩和のシグナルを一体何を持って示すのか、日本銀行の考え方をしっかりとさせておく必要があるのではないか、と感じている次第である。以上である。

速水議長

それでは、最後に田谷委員お願いします。

田谷委員

政策運営としては、前回までに決めたスタンスを維持することで良いと思う。期末対応は前回までで十分採ってきているが、必要に応じてオペを通して、あるいはロンバート貸出を使って資金供給をするということだと思う。つまり、当面目標レンジにかかわらず必要に応じて十分な資金供給をするということである。当座預金残高については、4月入り後も暫く少なくとも次回会合辺りまではかなり高めの水準を維持できるのではないかと想定している。今回の期末は、4月からのペイオフ解禁とも絡んで特別な意味を持っていると思う。今後とも預金の流出入動向や金融市場動向には特別な注意が必要と思う。それと今須田委員が色々ファンダメンタルなポイントを指摘されたが、今の時点でなかなか全部議論することは難しいが、少なくとも先程山口副総裁が言われたように4月に入ってからの色々な状況をみながら、次の展開を探るといふふうに考えている。以上である。

速水議長

これで一応皆様の政策対応の意見も伺った。ここで私の見解、情勢判断と政策運営双方を兼ねて披露させて頂く。

まず、景気情勢だが、設備投資や個人消費といった国内最終需要は低迷が続いている。家計の雇用・所得環境も厳しさを増している。一方で、海外経済の回復に向けた動きは、一段とはっきりしてきていると言える。これを受けてわが国の輸出も下げ止まりつつあるようである。国内の在庫調整も一段と進んでおり、生産の減少テンポはかなり緩やかになってきていると思う。これらを踏まえて、景気の現状認識については「悪化が続いている」という基本判断は維持するとともに、「輸出や在庫面からの下押し圧力が弱まりつつある」という点では、前月に比べ幾分上方修正することによりよいと思っている。この間、物価は依然マイナス基調が続いているが、在庫調整の進展や海外商品市況の回復など、プラス面の動きも出始めている。しかし、サービス価格に大きな影響を与える賃金の下落傾向はまだ続くと思われるし、引き続き注視していく必要があると思う。

次に前回会合で決定した措置の効果については、一頃上昇をみていたターム物金利は前回会合以降上昇傾向に歯止めが掛かっていると思うし、オペの「札割れ」はまだ続いているが、これも流動性に関する市場の不安感の後退を反映しているという面が大きいのではないかと思う。このように前回会合で決定した措置は、金融市場の安定確保という点で、これまでのところ所期の効果を上げていていると思う。また株価や長期金利の動向などからみても、金融資本市場は全般に落ち着きを取り戻しつつあるように思う。こうした経済金融情勢を踏まえると、金融政策運営については、前回会合で決定した調節方針を維持して、潤沢な流動性を供給していくことが適当であると考えます。今後、市場環境がどう変化するか見通し難い面もあるが、現在の調節方針は、期末前後に起こり得る流動性需要の変化に弾力的に対応し得るものと判断している。

次に先行きの経済を取り巻くリスクについて、今日は大分議論があった。

海外景気に端を発するダウンサイド・リスクは、一頃に比べれば徐々に後退しつつあるように思う。その一方で、この数か月、当面注意すべきリスクが主として国内の金融システム面にあることが一段とはっきりしてきているように思う。我々はこうした状況に対して、金融政策面で最大限の対応を図ってきた。短期金利の超低位の安定、3割近いマネタリーベースの伸びなどはその結果だと思ふ。このために、流動性という面からリスクが顕現化することは、何とか避けられていると思ふ。しかし、それで本質的な問題が解決された訳ではない。短期的な市場動向に一喜一憂しないで、抜本的な経済の構造改革や金融システムの強化・安定、特に海外市場に不信感を与えている金融機関の不良貸出の早期適切な整理、正常化、これを実行していくことが、金融機関が本来持つべき信用仲介機能を復活していく道ではなかろうかと思っている。

既に経済財政諮問会議では、税制の見直しや、経済の活性化等について検討を行なっている。今後、これらの論点についての検討を含めて、民間需要を引き出せるような環境を早急に整備していくことが、日本経済がデフレから脱却していくうえで、極めて重要と考えている。以上が私の見解である。追加的な議論があればどうぞ。

中原伸之委員

色々議論が出ていたが、一つは金融仲介機能の復活、あるいは回復ということだが、やはり私は先程申し上げたようにオーバーレンディングが解消するまでは基本的には無理だと思ふ。だからあと40兆円位減って、銀行の収益が不稼働資産、あるいは不良資産を処理したうえで、一応銀行としてバランスが取れるまでは、恐らくなかなか難しいのではないかと思ふ。しかし、そのオーバーレンディングの解消の過程で、やはり不良債権の処理が進むのではないかと思っている。ある意味で言えば、お金が金融市場の外に出ないというのは、今みたいなオーバーレンディングの解消の過程にあることを考えれば、私は頷けることではないかと思っている。それから、デフレについてだが、これは需給の現象か、マネタリーの現象か

ということであるが、今回もアメリカに行って色々な人と議論してきたが、やはりアメリカの少なくとも専門家の大部分はマネタリーの現象だと、なぜ日本はもっと早くベースマネーを思い切って出して、サプライズを与えるようなことをしないのか、という声があった訳である。その点はやはり日本と外国がみる目がかかなり違っていると思わざるを得ない。それからもう一つ、金融政策の指標として何を使うのかという話だが、日銀ができることというのは、基本的にはベースマネーを増やすか減らすかだけであるから、現在みたいなぎりぎりの状態になってきた場合には、やはりベースマネーの増減率というのが、非常に大きな指標に成らざるを得ない。それ以外に中央銀行ができることというのは、基本的にはない訳だから。4月以降の金融政策が非常に難しくなるのではないかと思う。以上である。

山口副総裁

一つ二つコメントがあるが、一つは中原眞委員が言われたインフレ・ターゲティングの問題で、政策のフレームとして政府と共通の目標を共有することには、それなりに意味があるのではないかという趣旨のことを言われたと思う。しかし問題はやはり、中原眞委員も言われたことだが、仮にそういう目標を共有したとして、どうやってそれを実現するのか、その手立てがなかなかないということだと思う。政府ともし本当の意味で目標を共有するのであれば、政府がこの目標を実現するために何をしてくれるのかということが、具体的な内容として入っている必要があるだろうと思う。現在、政府は様々な理由で、一方では中期的に財政再建路線を選択しつつあると思う。それ自体は短期的には少なくとも有効需要を増やす助けにはならないと思う。そのこと自体は、国民的な選択でもあるから、私はちょっと判断は留保するが、一方でそういう政策選択をする以上は、他方で政策の目標としてインフレの数値目標を掲げるというのは、いかにも矛盾しているように思う。

序でに言えば、中原伸之委員がデフレはマネタリーな現象というふうに捉えられ、アメリカなどでもそのような議論が多いということを紹介され

た。確かにアメリカなどではそういう議論が多いと思うが、日本で何が起きているかということについて、極めて無理解な状況の中で、そういうような主張が行なわれているというのが私の印象である。日本の実情、特にマネタリーベースの高い伸びにも関わらず、広義マネーが一向に増えない、銀行信用が減少を続けているというような状況を眺め、中央銀行サークルの中では、私は日本において金融政策を律するフレームとして、この局面でインフレ・ターゲティングをやるというのは、いかにも無理が多いというふうにもむしろ理解は進んできていると思うし、日本の中での議論はそういう意味では、半周か1周遅れになってきているように思う。

それから須田委員が言われた金融のその緩和度合いを一体何で説明していくのか、マネタリーベースを使い過ぎると諸刃の剣ではないかというのは、確かに非常に悩ましい問題で、考えてみるとなぜこのような当座預金供給が可能になってきたのかというところから話をスタートせざるを得ないと思う。私の理解では、資金取引の単位を100分の1%から1000分の1%に切り下げたということが、思いのほか流動性需要を結果として呼び起こすような意味合いを持ち、それに対応して我々が資金供給を増やすことができた、これが一つあったと思う。それにしても、こういうような当座預金の残高なりマネタリーベースなりがこのような伸びになってきているということには、このほかに金融不安、金融システム不安、それを背景とした外銀の資金裁定の動き、また、コール市場の機能というのが半ば壊れてしまった、市場がいわば非常に分断的になってしまったという、幾つかのことが重なって、こういうような流動性需要を生んでいるというのが状況だと思う。結局、我々がやってきていることは、その流動性需要を全て満たす、あるいは札割れがむしろ常態化しているということを考えて、単なるアコモデーション以上のことをやろうとしているということではないかと思うが、結果として、事実上のゼロ金利政策徹底ということは今やっているのだと思う。そういう意味では、本質的な意味ではやはり、緩和の度合いというのは、金利のところには最終的には、跳ねていくというふうに理解すべきだろうと思うが、そのことと昨年3月以降のフ

レームワークの説明とでは、微妙にずれる部分があって、そのことを十分意識しながら対外的説明を考えていくというほかないように思う。余り具体的に何かを言ったことにならないのだが、先程申したように4月に入ってから流動性需要の動きなり、マネタリーベースの動きなりをフォローする中で少し具体的に考えていきたいと思う。

速水議長

ではここで竹中大臣がお帰りにならなければならないようなので、竹中大臣から一言お願いします。

竹中経済財政政策担当大臣

国会の関係でばたばたしていて申し訳ない。

まず何よりも2月末にデフレ対応策を、政府としての現状の考え方を取り纏めた訳であるが、問題意識を共有して頂いて、その直後の金融政策決定会合で非常に果敢な対応を採って下さったことは、恐らく政府だけでなく国民自身が大変日銀に感謝しているし、敬意を表しているところではないかと思う。さはさりながら、植田委員が正に指摘になったように、不良債権問題がある限り、金融政策には非常に大きな限界があるということは皆さん十分承知しているし、不良債権問題に関して抜本的な対応策がこの間のデフレ対応策で採られた訳ではない、打たれていないという指摘も実はそのとおりだと思う。我々としてはこれは政府の中の一つの当局である金融庁が取り扱っている問題なので、当局に依存するところが必然的に大きい訳であるが、基本的には特別検査の結果を受けて、この問題の終息感が持てるような積極的な対応をすると、この点については何度も総理とも話合っているし、総理も今度こそきちっと方を付けたいという決意を持っているので、そこは政府としてのやはり大きな責任を果たさなければいけないと私自身は考えている。

少し迂遠な話を一点だけさせて頂きたいが、総裁の話にもあったように、やはり構造改革を政府が責任を持って進めて需要を作り出して、不良債権

処理を進めて、そのうえで金融政策が初めて有効に機能する土壌ができるという指摘は、私はそのとおりであろうかと思う。是非一点申し上げておきたいが、小泉改革は、レーガン、サッチャーに比べて非常に遅いという指摘を受ける訳だが、私は次のように認識している。レーガン、サッチャー共に 1980 年代の前後に登場する訳だが、サッチャーが就任して B T とか B A の民営化をやって、それでビッグバンをやり、それで非常に大きな改革を行なったが、実はサッチャーが登場して B A、B T の改革を行なうまでに 6 年掛かっている。ビッグバンまでに 8 年掛かっている訳である。その意味では制度改革というのは、どこの国でもやはり時間が掛かる訳で、160 の特殊法人のうちの 60 を既に廃止・民営化を決めたということ自体は、少なくともそういった意味での制度改革は私は決してそんなに遅くないと思っている。むしろかなり早くやっているという面もあると思う。レーガンにおいても、レーガンの規制改革の象徴的な出来事であった航空運賃の自由化というのは、あれはレーガンが登場してから 3 年目に行なっている。それから A T & T の分割というのは 4 年目に行なっている。ただ、遅れているものが私はやはり二つあると思う。一つは税制である。レーガンもサッチャーもこれは本当に見事に一致しているが、登場の初年度に税制改革を行なっており、それで 6 年目に 2 回目の改革を行なっている。これは見事に 1 年目と 6 年目である。ところが税制改革は我々は行なえなかった。アメリカ合衆国大統領の場合は登場するまでに 4 年間の準備期間があって、正に改革というのは税制であるから、多数の新任官吏と共に政権に就いて直ぐそれをやる。ところが日本の場合、総理大臣というのは思いも掛けずになる場合が多い訳で、そういう意味では今漸く税制改革に取り組んでいるというのは遅れだと思う。もう一つ遅れたのは、何と云っても不良債権の問題、負の処理が遅れたということは間違いないことだと思っている。この点に関しては先程申し上げたように、特別検査の結果を待って、これはかなり思い切ったことにもっていかないで改革自体が評価されないと思う。その点で実は、政府と日銀の関係については、これは様々な意見があろうかと思う。私は前から申し上げているし、この幹部の皆さ

ん方と私的にお話させて頂いた時も、やはり政府の日銀に対する様々な物言いについては、現状のままでいいとはやはり私自身も思っていない。これは政策決定会合の場で話すべき問題かどうかという問題はあるが、非常に具体的に政策の手段について政府の有力者が何か具体的に言って、それがマスコミにリークされて、何か非常に大きな方針がマスコミから日銀に示されたような形になるというのは、独立した中央銀行のあり方としてはやはりこれは変えていかなければいけないというのは当然のことだと思う。その意味でも、私は先程中原眞委員と山口副総裁の間で議論があったが、やはり目標を共有してそのうえでお互いの独立性を認めるという新しいアコードというのは、これはやはり長期的な方向としては、是非議論をして頂きたいと思う訳である。個別の問題に立ち入ると色々議論があろうかと思うが、私自身はそういった政府と日銀の新しい関係というかアコードというか、その正に紳士協定のようなものが模索されなければいけないと思っている。

今日の議論の中で一つやはり、足許の景気、経済をどうみるかという点については重要なポイントだと思う。承知のように3月の月例経済報告では、政府はそれまでは「悪化を続けている」という見方であったものを、「景気は依然厳しい状況にあるが、一部に下げ止まりの兆しがみられる」ということで、僅かな上方修正を行なった。これは主として生産と輸出の下げ止まり、在庫の進展、簡単に言うとこの三つの指標が大きな判断になっているところである。しかし、同時にこれはあったとしても、今みられるのは循環的な問題であって、その構造的な問題を解決しない限り、その中での動きは所詮循環的な動きである、ということも十分認識しているので、一服しないで正にこういう時期にこそ構造改革を進めなければいけないということなのだと思う。その意味で、先程申し上げた税の議論というのは大変重要だと思っている。来週の金曜日には、その税の改革の方向に関して一つの叩き台、論点の整理のようなものを議論したいと思っている。経済の活性化のための規制緩和に関しては、ご承知のように大体総論で反対する人はほとんどいないが、各論になると必ず強烈な反対が出てきて

政治的にいつもできないという宿命を負っている訳だが、これに関してはいわゆる「特区」、「特別区」、「規制特区」の概念を用意して、それを突破口にして、その規制緩和を一体的なものにしたいという一つの戦略を今議論をしている。これは経済産業省もそういう意味では前向きだし、総理自身もそれに対しては前向きだと私は認識しているが、多分大きな問題は、法制局等々で、「特区」というのはいわば、一国二制度を認めるということになるので、そういった問題をできるだけ前向きに解決していく、そういう方向を是非志向したいと思っている。ただし、税の問題を考えるに当たっても、先程から何回も出てくる需要を生み出すような減税等々の話、税制の改革の話もあったと思うが、しかし、一方でこれ以上国債の発行額を本当に増やすのかというマクロマネージメント上の非常にきつい制約があると認識しているので、活性化のための税制は重要だと思うが、その財源をどのような形で生み出すかということに関しては、これは責任を持った議論をしなければいけないと思っている。いずれにしても、今政策は一種のジレンマの中にあると思う。あちらを立てればこちらが立たない、ないしはこれをやれば必ず巧くいくという法則性は見当たらないので、不良債権問題については、これは政府が大きな責任を負っていると思うし、この問題が解決すれば、これまでの金融緩和の効果も様々な形で出てくると思っているが、日本銀行におかれても引き続き今のような状況の中で思い切った金融政策の検討、実施を願いたいと思っている。一応、政府の今の取り組みの状況と金融政策に対する期待ということで話をさせて頂いた。

速水議長

それでは谷口財務副大臣お願いする。

谷口財務副大臣

わが国経済は、緩やかなデフレが継続しており、これが経済に様々な悪影響を与えている。もとよりデフレの克服には、政府、日銀一体となった総合的かつ継続的な取り組みが必要であると考えており、政府としては、構

造改革を通じた成長の実現に向け、引き続き全力を上げて取り組んでいく。

日本銀行は、前回金融政策決定会合において、当面年度末に向けて金融市場の安定確保に万全を期すため、当座預金残高目標 10 兆円～15 兆円程度ということだが、これにかかわらず流動性需要の増大に応じ一層潤沢な資金供給を行なうこと等を決定された。また、預金保険機構向け、および地方交付税特別会計向け貸付債権の適格担保化について早急に検討することを決定された。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、年度末における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に、万全の対応をお願いするとともに、今回の適格担保の拡大が早期に実施に移されることを期待している。

さらに、物価下落に反転の兆しがみられない中においては、従来の短期国債を中心とするオペの実体経済に与える影響は限定的であることから、金融政策に当たり、さらなる工夫を講じること等により、継続的な物価の下落を阻止し、物価を安定させていくとともに、わが国経済がデフレ・スパイラルに陥らないよう、幅広く検討頂き思い切った対応が採られるようお願いしたいと考えている。

それに付け加えて個人的な見解だが、正に今竹中大臣が言われたように大変重要な局面にきていて、政府、竹中大臣のところも税の問題をやっている。また財務省においても政府税調で今1月から税で一体何を成し得るのかと、色々やっているが、塩川大臣の方も、この歳入・歳出のバランスという観点と経済活性化という観点、それからもう一つは平等、不平等という観点で税の審議を行なう必要があると言われてしている。前回の決定会合で、委員の皆さん方から発言があり、先程竹中大臣も言及されたが、政府高官の話は、財務省に帰って皆さん方のこの意見はお伝えした。私も若干その辺りは、私自身が新日銀法の審議に加わって、独立性の観点から行なうべきであるという観点できたこともあり、そういう立場で考えている。前回に長期国債の買い切りオペを8千億円から1兆円というようにして頂いた訳だが、一方でこの去年の量的緩和の折に、この長期国債の買い切り

オペについての上限のことに言及されて、銀行券発行残高を上限とするというようなこととなっている。ただ、この政策決定会合でも、委員の中の意見として、例えば仮に長期国債の買い切りオペを増額するといった場合には、効果の観点からももう一度議論をする必要があるのではないかというような意見もあったように認識しているが、実効性ある金融政策を行なうといった観点から、このような上限規定がこれを阻害するということにならないのか、という疑問も感じているが、このような点に関して是非議論を頂ければありがたいと考えている。以上である。

速水議長

議案の取り纏めに入る時間になったので、なるべく簡潔にお願いします。

中原伸之委員

さっき意見があった中で、デフレは貨幣的現象かどうかということについて、日本の実情を知らないという意見が出たが、私はそれは全くおかしい議論だと思う。経済というのは、やはり数字に出てくる訳であるし、皆が一所懸命みている訳であるから、これは日本の実情を知らないというのはよく出る議論であるが、私はこれは非常におかしい議論であり、日本だけを神秘化するか日本だけを特殊化するというようにも聞こえる。それからもう一つ言えば、そんなことを言うのであれば日本にきている外国系の証券会社とか銀行というのは儲からないはずであるが、ちゃんと儲けている。日本の実情を知らないはずがない訳であり、私はよく出てくる日本の実情を無視した議論だとか、日本の実情を知らないというのは、私の個人的な考えとしては極めておかしい議論であると思っている。大袈裟な例えをすれば、私は大東亜戦争当時のことを知っているが、当時は、例えばアメリカは日本のことを分かっている、イギリスは日本のことが分かっているという議論が随分あったが、今はグローバル化の時代であり、日本の実情を研究している人というのは世界中に沢山いる訳であるから、私は日本の実情を無視した議論であるというのは如何なものかとい

うふうにいつも思っている。

それからインフレ・ターゲティングについても、私は実は前回の出張である連銀の有力理事と話したが、その人は、デフレの時こそ採用すべきだ、という意見を言っている訳であり、それが多数の意見かどうかは存じないが、そういった意見があったということを申し上げたいと思う。

それからもう一つの点であるが、日銀に対して具体的に要求するのはおかしいという話が確か前回も出た訳であるが、やはり日銀は独立したということである。独立したというのは何かというと、これは権力機関になったと、真の意味での権力機関だという訳であり、ある意味で言えば、四権分立に近いといっても良い位のことである。だからそれに対して色々な批判だとか要求が出るのは、私は当然であると思う訳で、それに対しては日銀としてきちんとした対応をすれば良いのであって、そういう意見が出るのは不都合であるとは私は一概には言えないと思っている。これは私の意見である。

植田委員

今の点で、一つだけ事実として述べる。私もアメリカに先週行って講演してきたが、余り反対は出なかったが、日本のデータを素直にみると次のようなことがある。マーシャルのKという概念があるが——ベースマネーを名目GDPで割った比率である——、それは1970年から93、94年まで割と安定している。トレンドはあるがその周りをかなり安定して動いている。ということは、因果関係は別としてベースマネーを増やすとインフレか名目の経済成長に繋がっていたということである。どっちが先かというのは難しい。ただ、1995年以降、そのトレンドからもの凄く大幅に上にずれている。つまり名目GDPの伸び以上にベースマネーが圧倒的に出ているという事態が続いている。最近になって、そのずれはもの凄く拡大している。マネタリストであれば、もの凄いインフレの心配があると考えないといけないという結論を出すような図である。しかし、現実には95年以降もう7年経つが、インフレ率は上がるどころか低下の傾向にある訳

である。そういう意味で、勿論ラグをどれ位見積もるかとか、一段の過剰流動性を積み上げればインフレになるかもしれないという議論は十分あり得る訳であるが、取り敢えずここまでのところは、マネタリストの言うような現象は日本では起こっていない。ただ、95年まではマネタリストの言うようになっていた訳である。ということで、足許の日本経済をみるのに——ここ5~6年というような意味であるが——マネーを出せばインフレになるというマネタリスト的な見方は取り敢えず直接は当たらないということとは言えると思う。さらにその期間は、ちょうど97年位からであるが、銀行貸出の伸びが戦後ほとんど初めてマイナスになってきたという期間とも一致しており、金融仲介の問題と今の問題は密接に関係あるということも、これも傍証であると言えるような時期かと思う。勿論、将来もっと時間が経てばこの過剰流動性なるものがインフレに繋がるということにならないとも限らない訳であり、絶対駄目という訳ではないが、取り敢えず足許まではそういうことがあるということである。

竹中経済財政政策担当大臣

重要な問題を提起して下さっていると思うので、これは本当に議論というよりはお願いであるが、ご承知のとおり、実はアジアの近隣諸国はかなりデフレ傾向が出てきている訳である。特に台湾などはひどい状況にあると思う。白書などで我々が物の値段はなぜ下がるのかと分析した時に、やはり三つ要因があるはずだと考えた。一つは供給側の要因で、グローバリゼーション、ユニクロ現象。もう一つはPCが技術進歩で安くなること、これは止められないし止めるべきでもないのかなと思う。もう一つは需要の需給ギャップというのがあるかもしれない。これは中原伸之委員が言われたが、私達の計測では需給ギャップは言われているほど大きくない、かつ第二次補正予算でGDP1%分位の需給ギャップを埋める措置をしているから、それがそんなに深刻なのかと言うと、過去と比べてそんなに高い訳ではない。あとは金融仲介機能の低下というのがあるだろうと考えた。また、周りの国をみても、やはりどうも直感的には中国と経済がイン

デレートされている地域においてこういう状況がみられる。そうするとやはり生産要素のデフレーションという色彩が一つはあって、これはなかなか対処し難い問題があるだろう。重要な点は、やはり物価動向の大きな責任を負っている日本銀行としては、こういう状況の中で最早デフレは甘受しろというふうにお考えになるのか、それともデフレはやはり悪であるからそこでも何とか少々金融面でも無理をしても解決しなければいけない問題と考えるのか、そういう議論も是非して頂きたいと思う。先程から、これ以上の金融緩和に対してどのような効果が得られるかエビデンスがないという趣旨の発言があったが、それは当たり前なんだと思う。そのうえで、しかし現実には物価は下がっている訳であるから、これをじゃあどのようにしたら止められるのかと、財政拡大したら物価が止まるというふうに思うのであれば、それはそういうふうに主張して頂ければ、我々は我々で是非考えたい。一体どのようにしたら本当にこれを止められるのかと、我々は中期展望の中でそのことを議論せざるを得ない立場にあったので、それはやはり不良債権処理とやはり日銀にもさらにもお願いしなければいけないのではないかというような暫定的な結論になっている訳であるが、そういう近隣諸国の様相、デフレの状況も踏まえて、これは甘受すべき問題なのか、解決しなければいけないのか、その場合はどういう政策が考えられるのか、そういう総合的な議論を是非して頂きたいと思う。

須田委員

一言だけ申し上げる。やはりそこも為替レートが凄く効いている訳である。その為替レートの問題というのはそもそもやはり財務省の問題であるから、その問題を日銀に為替レートをどうこうというふうな話まで出てくるのは、私はやはり問題だと思う。今はグローバルにデフレーションになっている時に、しかも非製造業については世界一高い物価水準にあってそれを調整しなければいけない状況にある。そうした中で、本当にインフレにしていこうと、デフレは甘受しないということであれば、為替の調整はどうしても必要だと思っている。だから、為替の問題は、本当

に色々調整が必要だと思うが、アジアがどうかということに関して色々議論があるが、日本が本当に必要で、そしてそうすれば世界にとっても望ましいんだということが言えるのであるならば、もっときちっと外交でやって欲しい。

竹中経済財政政策担当大臣

しかし、外交で為替レートは変わらないから…。

須田委員

外交ではなくても例えばプラザ合意でもいいが、そういうような日本が円安になるということが世界にとっては良いことだということが言えるのであれば別だが、私はそれができないのであれば、この調整期間にはデフレはやはりある程度甘受しなければいけないというふうに思っている。それは世界一高い物価を調整するためである。

速水議長

私共が今まで言ってきたのは、やはりデフレは是非とも早く抜け出したいし、経済成長なくして物価は上がらない。だから、経済成長するために今小泉内閣が一所懸命構造改革をやっておられる。そういう繋がりで構造改革で成長が起こることでデフレはなくなっていくということだと、私共はこれまでの体験、経験からそういう結論である。

藤原副総裁

中原伸之委員が言われた後段のくだりについてであるが、確かに日本銀行は新法により独立性———というか自主性という言葉で謳われているが———が確立されたことは事実であるが、それが権力であるかどうかはまた別問題だと思う。一方で、言論の自由がある訳であるから、その独立性があるといわれる中央銀行の政策について、どなたが何を言ってもそれはもう本当に自由であるし、私共は謙虚にそれにいつも耳を傾けている訳であ

る。先程谷口副大臣が言われたのは、自身も日銀法の改正に当たって審議に参加されての感想を述べられた。確かに自由だが、政府と日本銀行との関係において法律では色々謳われているが、では、政策について特定の日にある政策決定会合の非常に期近なレンジで、何日間も何回も午前、午後を渡ってスペシフィックな数字を出した具体的な政策をして欲しいということ、然るべき立場にある方がおっしゃるのは如何なものかというのが、今ここで先般来問題になっていることである。このボードには、政府のそれこそ財務大臣、それから経済財政政策担当大臣ないしはその代理の人が出るということで議論に参加して頂くということになっている訳であるから、そのところを考えると、インディペンデントなボードというものをどういうふうに尊重するかということは自ずから常識として皆さんお分かりになるのではないかと思う。

山口副総裁

竹中大臣がさっき出された問題であるが、デフレについてどう考えるかというのは総裁が言われたとおりだと思うが、ここでの議論の経緯の中で、さらに一つだけ申し上げる。物価が下落する原因として、供給サイド、需要サイド両方の要因があり、特に昨年初め以降というのは、やはり需要の弱さによって物価の下落が大きくなる可能性、あるいはそのリスクがあり、それに対して金融政策が本当に有効な場合は、総需要を増加させるという点で効果があるのだから、需要の弱さに着目して金融政策として最大限できることをやろうということまで来たというふうに私は理解している。ただ、これ以上、通常の金融政策でできることというのはほとんど限られていると言うか、あるいはほとんどないというところまで来てしまったというのが私共の理解であるので、もし大臣の方で金融政策としてさらにデフレ阻止のためにできることがあるというふうにお考えなのであれば、それはどういう措置でどういうプロセスを経て、本当に物価の下落に対して有効なのかということ、教示頂ければ、それはそれで私共として真剣に議論させて頂く用意は常に持っている積もりである。

谷口財務副大臣

今山口副総裁が言われたことであるが、私が一番初めに出席させて頂いた時に申し上げたが、デフレ・スパイラルというような共通の認識を持つ必要があるのではないかと思う。これは要するに危機管理の体制になる訳で、政府としてもそれを回避するために色々施策を打っている。であるから、あらゆる手を講じなければいけないというような、これは政府、日銀一体となってやらなければいけないことなんだろうと思う。そんなこともあって、例えば、私は今財務省において、外債の購入については従来財務省は非常に頑ななところがあったが、これは政策として別にそれを制限する必要はないと、そういうように申している。その政策が選択肢の中にないと、制限をする、制約するといったことがないようにやっていかなければいけないのではないかと思う。例えば、委員の皆さんが言われていたように、いずれにしても金融システムの不安というのはまだ解決されていない訳で、むしろこれからどういう状況になるのかといったようなこともあるので、そういうことにおいてどう対応すべきかというようなことをやはり考えなければいけないのではないかと思う。

速水議長

物価の問題は、諮問会議でも十分議論がされてきているし、これからも続いていくであろうからこの辺にして、大臣どうもありがとうございました。

(午後 12 時 20 分竹中経済財政政策担当大臣退室)

中原伸之委員

さっきの藤原副総裁の話だが、確かにそういう面もあるけれどもボードというのは独立しているのだから、言われてやる積もりがなかったら断れば良い。2000年の夏と一緒にあるから。

藤原副総裁

言われるとおりであります。

中原伸之委員

独立している訳であるから、嫌だったら断れば良いし、それだけの話だ
と思う。それから植田委員が言ったことは同感であるが、しかし、私がさっ
き言ったようにやはりオーバーレンディングが大幅に解消する過程に
あつては、そういったような意味での関係がなかなか成り立ち難くなる
ということも事実だと思う。

田谷委員

確かに今、両者がお話になつたとおりなのだが、ただ、藤原副総裁が言
われたような状況になると、私共、それを受け入れるにしろ受け入れない
にしろ、かなり難しい局面になると思う。例えば、言われたとおりであれば
言われたとおりでやると言われるし、やらなければ政府との一体感がない
といったことになるので、やはりそこはちょっと問題であつたと思う。

谷口財務副大臣

ちょっと言及させて頂くと、国会にきて頂いている委員の方、総裁、副
総裁辺りはよくご存知なのだが、——私はそういう立場をとつてはいない
が——国会の中の議論がそういう議論が多いというのも、また事実であ
る。だから、その辺りのことで私達はそういうことだと党においても駄目
だと言っている訳であるけれども、我々とするとやはり日銀と政府が一体
となつた政策を打って頂けるということが非常に好ましい訳で、これが仮
に対立し、なかなか一体となり得ないといったことになる、やはり国会
の中でその議論も現にあるという現状も理解頂きたいと思う。

速水議長

この辺りで議案の取り纏めに入らせて頂く。先程の委員方の見解を伺って、当面の金融市場調節方針について現状維持という意見が大勢を占めていたように思うので、私の方からその旨の議案を提出したいと思う。ほかに議案をお出しになるのは、中原伸之委員か。それでは事務局から中原伸之委員の議案と私の議案を配って読み上げて下さい。

[事務局より議案配付]

雨宮企画室参事役

中原伸之委員案が二本。一本目が「金融市場調節方式の変更に関する件」、二本目が「金融市場調節方針の決定に関する件」、議長案が「金融市場調節方針の決定に関する件」の一本である。

では、中原伸之委員の議案を読み上げる。一本目である。「金融市場調節方式の変更に関する件。案件。2001年3月19日決定の「金融市場調節方式の変更に関する件」（別添）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。別添は昨年3月19日の決定であるので、読み上げは略させて頂く。

中原伸之委員案の二本目である。「金融市場調節方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20兆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、当面、年度末に向けて金融市場の安定確保に万全を期すため、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) 対外公表文である。「平成14年3月20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、当面、年度末に向けて金融市場の安定確保に万全を期すため、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

私の議案は多数の委員の考えを集約して提示したものだが、これで宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、中原伸之委員の方から提案の説明をお願いします。

中原伸之委員

簡単に申し上げる。これまでの提案と同じである。まず、第一の提案だが、インフレーション・ターゲティングをなぜ言うかということだが、これは物価安定目標、何回も繰り返すが、日銀法に定められている物価の安定ということであるので、やはり国民にとって分かるように具体的な数字を示す、しかも時期を示すということが極めて重要である。現在のようにゼロ%になるまでということでは時期を示さないということは、物価の上昇

率においても、また時期においても不適切であると思う。それから、第二の理由は先程もちょっと話しに出ているし、これは私がずっと前から話しているが、政府との関係から申して、政府との関係を調整する最も有力な手段の一つである。そういった意味でこれを設けるということが極めて重要であると考えている。それから第三の理由は、世界の中央銀行においても広く行なわれているし、それから先程もちょっと申ししたが、デフレの局面においてこれがより適切だという意見もあるし、いずれにしてもデフレを脱却する時期を明示することが重要であると考えている。それから、外債であるが、これも何回も申しているが、日銀にとってベースマネーを増やすための手段の多様化を図るということは極めて重要である。そういった中で、毎月2千～3千億円程度の定時定額の購入を行なうということは、規模的にも法律的にもいわゆる介入とは一線を画することができると思われ、またこのことは、直接、間接に内閣法制局の意見も承っているけれども、問題はないようである。従って外債を買うということが根雪としてのベースマネーの供給にとって重要であるということである。それから、今回は日銀保有の長期国債残高について、銀行券発行残高を上限とするという旨の但し書きを撤廃することは提案しないが、執行部に対して毎月の買い切り額を現行の1兆円から1兆5千億円に増額するように要望する。当面、上限を撤廃しなくても問題ないと思われるが、もし将来必要があれば、この上限は撤廃すべきであると思っている。なお、このようにインフレーション・ターゲティングと外債購入を一緒に提案させて頂いたということは、やはり個別にするよりもこのような提案を纏めた方がよいというふうに考えた訳である。この方がより有効であり、より総合的なデフレ対策になるという意味からパッケージにさせて頂いた。次にディレクティブについては、10兆～15兆円を20兆円に引き上げるということを前回同様、提案する。これから、先程もちょっと申し上げたが、オーバー・レンディングの解消という局面でやはり短期的には明るい動きもあるが、この1～2年、非常に難しい局面になってくると思っているので、金融面から強力に経済をバックアップする必要がある。特に期末も控えて

20兆円程度まで当座預金残高を引き上げる必要がある。そしてこれは先の話であるが、できれば後1年とか2年、最低でも15%を上回るような年率の当座預金残高の伸びを続けることが必要であると思っている。以上である。

速水議長

それでは、採決に移る前に何か質問なり追加的なコメントがあればお願いします。

山口副総裁

一つ質問であるが、この中原伸之委員提案に関係するので何うのだが、谷口財務副大臣が先程、外債について言及されたと思うのだが、私の理解が適切かどうか分からないが、これまで財務省代表の方が言ってこられたことと少しニュアンスの違うことを言われたように聞こえたのだが。

谷口財務副大臣

それは要するに、いわばグレーゾーンというかはっきりしていないような状況がある。今まさに中原伸之委員が言われたような状況の中で、為替介入権というか、そういった権利を巡って財務省の方では今まで頑なであった。しかし、基本的にこれをどうしても採らなければいけない政策であれば、そういう状況になれば、一つの方法としても考えられるというようなことで、これを全て否定するというようなことはないようにした方がいいよと、こういうふうに財務省の内部では言っている。であるから、これをその採るとか採らないとかいうような問題ではない。

山口副総裁

財務省の方針でもある訳か。

谷口財務副大臣

いや、一応私の方が方針的にはこれはまだ大臣にあげている訳ではないので、とにかく置いておきなさいというような感じである。

中原伸之委員

私は日銀法 40 条の 2 項の外国為替と外国債券というのは完全に別ものだと思っているし、日銀が外債を買うということは問題がないというふうに法律関係者、内閣法制局から聞いて理解しているということを申し上げたのである。

山口副総裁

中原伸之委員案について、一つだけお尋ねしたいが、先程来の話であるとオーバー・レンディングの解消、別の言葉で言えば、銀行信用の縮小ということだと思う。そういうことを頭に置きながら、また長期金利についても少しゾーンが上昇していくというようなことを言っておられたと思う。しかし、そういう金融市場がかなりタイトになる状態を頭に置きながら、こういうふうに時期を限って、こういうような物価が上がる状況を実現していけるというふうにお考えになる、そのメカニズムなり量的な関係というのはどういうことなのか。

中原伸之委員

長期金利がゾーンを変えるかもしれないというのは、景気回復の期待が強まれば変えることもあり得るということを使った訳である。先程申したように、私は凄く落ちると思っており、この 2 年間では非常に難しい時期であるから、正直、景気回復の期待が高まるかどうかは分からない。それから、時期をどうするかということは、やはりインフレーション・ターゲティングにおいては時期を特定しないで出すということはある得ないと思うので、先程申したようにオーバー・レンディングが大体解消するような時期を狙ってやったらいいのではないかという意味で申し上げている

訳である。

速水議長

それでは、宜しければ採決に入りたいと思う。中原伸之委員案、議長案について順に採決することにするが異議はないか。

[政府からの出席者退室]

[全員が賛意を表明]

それでは、異議がないようなので採決する。

橋本政策委員会室長

中原伸之委員の提案「金融市場調節方式の変更に関する件」から採決を頂く。

[中原伸之委員の一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

橋本政策委員会室長

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

次の案を採決する。

橋本政策委員会室長

それでは、「金融市場調節方針の決定に関する件」こちらを決裁頂きたい。

[中原伸之委員の二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

橋本政策委員会室長

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、中原伸之委員提出の二つの議案は否決された。次に私の提出した議案について採決して下さい。

[議長案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

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

中原真審議委員

反対：中原伸之審議委員

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 8、反対 1。賛成多数である。なお、反対は中原伸之委員である。

速水議長

それでは賛成多数で可決された。中原伸之委員、反対理由を明確にする場合には簡潔に願います。

中原伸之委員

第一の理由は、若干明るい短期的な循環的な動きがあるが、基本的に所得あるいは雇用の面から経済悪化が続いているので、現状維持ではなくより積極的な政策を採るべきであるということである。それから第二はやはり、目標額の打ち出し方が10兆円～15兆円という極めて大きな幅であり、そのどこにくるかということについては必ずしもボードのコンセンサスがない。やはりピンポイントで打ち出すべきである。50%という非常に大きな幅で執行部に権限を持たせるべきではなく、明確化が必要である。第三は、なお書きが非常に不明確であり、なお書きは要するに一層の潤沢な資金供給を行なうということであるが、これはなお書きによって実態的には金融緩和を一層進めるという意味だと思うが、4月以降にこのなお書きを取った場合には、当然金融の引き締めを行なうということになる訳であり、金融の緩和なら緩和、引き締めなら引き締めということをはっきりと言うべきであると思う。

速水議長

採決が終了したので、政府からの出席者をお呼び下さい。

[政府からの出席者入室]

ただ今、政策委員会として当面の金融市場調節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、これを以って指示するので、宜しく願います。なお、決定事項の公表は会合終了後直ちに行なうこととする。

V. 金融経済月報の検討

速水議長

次に、議題のⅧに入るが、金融経済月報の検討と採決をお願いします。金

融経済月報の最初の4ページが本委員会での正式な決定事項になるので、皆さんのこれまでの議論を踏まえて、検討願う。まず、調査統計局の門間企画役と企画室の雨宮参事役からポイントを説明するように。

門間調査統計局企画役

それではまず、実体経済部分である。総論であるが、「わが国の景気を見ると、輸出や在庫面からの下押し圧力は弱まりつつあるが、全体としてなお悪化を続けている。」という表現にしてある。前月と比べると、前月は「引き続き悪化している。」ということで、「悪化」という表現を残しているが、今月は足許の輸出や在庫面からの変化を織り込んで幾分上方修正である。なお、「悪化」という言葉を使うのは、今月で4か月連続である。それから、上方修正になるのは1年8か月振りである。

次に、各論だが、純輸出と在庫・鉱工業生産、この二つのところが変更になっている。まず、純輸出は、「輸出環境の改善を背景に、下げ止まりつつある。」で、前回は「減少幅は縮小傾向にある。」だったので、「減少」という表現をとって「下げ止まりつつある。」に今回は改めた。それから、次の設備投資以下の4項目、内需の方については、余り本日の議論でも基本的な判断に変更はないということなので、表現は前回と同じか若干の字句の修正に止めている。それから在庫・鉱工業生産であるが、前月は、最終需要は弱い中であっても在庫の調整が進んでいることを理由にして、鉱工業生産の「減少幅は縮小してきている。」としていたが、今月はそれに加えて、「生産への影響が大きい輸出については、このところ下げ止まりつつある。」という文言を入れている。それから在庫面についても「調整が一段と進んでいる」という表現を用いて、「鉱工業生産の減少テンポはかなり緩やかになっている。」というふうに、いわば下げ止まりを視野に入れた表現に上方修正している。それから、その次の雇用・所得環境については、大きな変更はない。表現上の問題で、失業率が一番最近の1月の数字が若干低下していることもあって、「失業の増加傾向が続く」という言葉を入れたり、あるいは、冬季賞与は12月が典型であるので、今月は

それを含めた賃金全体について、「賃金の低下テンポも幾分速まる」という表現に改めるといった変更はしているが、「家計の雇用・所得環境はむしろ厳しさを増している。」という結論部分を変えていない。

それから、先行きであるが、まず、「世界同時的な情報関連財の在庫調整」であるが、前月は「一巡しつつあり」としていたが、今月は「ほぼ一巡」として判断を一步進めている。それから、東アジア諸国についても、前月は「輸出や生産には下げ止まりの兆し」ということで、輸出・生産に限定していたが、今月は「景気には底入れの動きがみられる」として、景気全体について判断を進めている。その次の米国経済のところは、今月一番大きく変わったところであり、前月は、米国経済の動きがまだ世界全体の景気の不確実要因になっているといったようなニュアンスを強く出す書き振りになっていたが、今月の表現は「依然不確実な要素が残されているとはいえ、家計支出が堅調に推移し、在庫調整もほぼ一巡するなど、景気回復の可能性が高まっている。」として、景気回復、すなわち前向きな方向でかなり判断を大きく修正している。その次の為替相場については、ここは実体的な判断は変わっていないが、この1か月間の為替相場の変動を反映して、若干表現を変えている。「こうしたもとの、輸出は年央にかけて回復に転じていくと予想される」というのが今月の表現であり、前月は「下げ止まりから回復」と書いていたが、足許既に下げ止まりつつあるという判断から、今回は「回復」と書いている。それから、その後の「当面、海外景気回復は鈍く、」以下「輸出の回復テンポは緩やかなものにとどまる公算が大きい。」については、前月と判断を変えていない。それから、「一方」以下国内需要のパラグラフだが、この5行は、判断自体に変更はないので今回は表現にもほとんど変更がない。「以上を総合すると、」という最後の3行のところだが、上の海外環境のところを上方修正した分、全体として気持ち上方修正である。すなわち、前月は「わが国の景気は今後も悪化を続ける」というふうに「悪化を続ける」ということをまず言って、その後で「そのテンポは徐々に和らいでいく」との表現にしていたが、今月は「景気全体の悪化テンポも次第に和らいでいく」との表

現にしている。その「悪化テンポ」という言葉が入っているので、「悪化を続ける」ということは論理的には包含されているが、文章としては前月よりかなり悪さを薄めた表現になっている。従ってここは、若干上方修正という位置付けである。

最後に物価である。まず物価の輸入面だが、輸入物価は、前月は「国際商品市況の下げ止まり」と書いていたが、今月はその部分を「国際商品市況の上昇」としてこの間の商品市況の動きを反映させて幾分上方修正した。国内卸売物価については、前月は「下落が続いている」との表現だったが、今月は国内卸売物価の3か月前比がかなりマイナスが縮んでいるとか、あるいは前年比でみても若干マイナスが縮んでいるといった事実を反映して、「下落幅が幾分縮小している」との表現に上方修正している。それから消費者物価については、前月は「下落幅がやや拡大している」という表現だったが、今月は消費者物価そのものは、下落幅が一段と拡大するといったような事実はないし、さりとて縮小傾向に転じるという部分もないので、フラットに「引き続き下落している」との表現にしている。それから物価の先行き関連で、物価を取り巻く環境だが、前月はまず最初に、「最近の円安は先行き物価の下支え要因として働く」ということで、円安を入れていたが、今回はその円安に加えて「国際商品市況の上昇」も当面物価を支える要因として入れている。ただしその後の「もともと」以下になるが、「国内需要の弱さが当面続くとみられるため、需給バランスの面からは、物価に対する低下圧力が掛かり続けていく」というところは、文言は若干変わっている部分もあるが基本的な判断は変わっていない。それからその後の「機械類における」以下のところも同様である。それから最後に「加えて」というところで新しく加わった文章がある。ここは、先程来議論もあったような足許の賃金の低下傾向、そういったものが先行きの物価に与える影響と、その可能性に言及するという形でこのような文章を入れている。これらを総じてみると、全体としては、輸入物価面の影響が若干上方修正、しかし賃金の低下が若干気になるという判断で、「これらを総じてみれば」以下の3行は前月と判断は変わっていない。以上である。

雨宮企画室参事役

金融パートだが、数字の変更等を除くと三点だけコメントさせて頂く。まずターム物金利のパラグラフだが、前月 2 月の月報では、「ターム物金利は、総じてみれば低下している。」だけだった。前月の一回目の決定会合は比較的早く、2 月 7 日、8 日に開催されて、その後からターム物金利が上がり出したという問題が目に見える格好で出てきたので、その後の動きも全部今月の月報に書き込んだので、ターム物金利に関する記述がやや長めになっている。それから企業金融周りだが、「信用力の低い企業、とりわけ中小企業では資金調達環境が」というところで、前月までは「厳しくなる方向にある。」と記述していたが、様々な調査の結果を踏まえて、「徐々に厳しさを増している。」という記述に変えた。それから「以上のように」から始まるところで、最近のわが国の金融環境の総括である。ここで「マネー指標の伸び」ということを入れているが、これは先程委員会でも議論があったところで、この「マネー指標の伸び」というのをどう位置付けるかというのは、なかなか難しいところだが、執行部が原案を用意した気持ちとしては、読み方としてはやはり両方ある。それ自身の評価についてはまだ結論が出ていない中で、一応全体として金融市場の状況、金利水準の評価と合わせて全体としてみれば、という中に入れたうえで、極めて緩和的な状況が続いているというふうに、one of them として入れておいたという気持ちである。以上がコメントである。一点だけまた市況関係の修正をお願いします。為替相場のところだが、ここは資料を提出した段階までの市場動向を踏まえて、「上昇している。」としていたが、その後の動きを踏まえて、「上昇している。」という 6 文字を削除して、「一旦大幅に上昇した後、最近では再び軟化している。」としたい。やや急な動きが続いていて、レートだけ申し上げると、2 月の後半 134 円 50 銭までいったものが、急激に円高が進んで 3 月 8 日には 127 円 80 銭まで円高が進行した後、本日また 132 円位まで戻っているということで、こういう表現に変えたいと考えている。以上である。

速水議長

何か意見があるか。

田谷委員

時間が時間なのだが、少し多いがコメントしたい。まず何を言いたいかということを上申上げる。経済のところでは五か所ある。第一点、雇用・所得関係のところだが、「賃金の低下テンポも幾分速まる」といっている訳だが、ほかのところは全て賃金の下落幅が拡大すると言っており、低下テンポがこれから速まるかもしれないが、そこまでいう数字がまだないのではないかという印象を持っており、これが第一点。だから、例えば「賃金の低下幅も拡大するなど」としたらどうかというのが第一点。第二点が先行きの一行目から二行目にかけてだが、前回の文章だと「在庫調整は一巡しつつあり、これを受けて、東アジア諸国の輸出や生産」と繋がっていく訳だが、今回は「在庫調整はほぼ一巡しており」と次の文章である「東アジア諸国の景気には底入れの動き」という間には、かなりギャップがあるのではないか。説明のとおり状況なので、例えば「在庫調整はほぼ一巡してきている。」と止めて、「こうした動きを受けて」あるいは「こうした動きもあって」とかにして、そして「東アジア諸国の…」と繋げたらどうか。これが第二点。第三点が、アメリカのところだが、ここでは「景気回復の可能性が高まっている」と言っているが、第4四半期の成長率がかなり高かった訳だし、その景気回復というよりも、例えば「景気が回復しつつある可能性が高まっている」としたらどうかというのが私の意見である。第四点は、物価のところでは、消費者物価は前月は二つの要因から、「下落幅がやや拡大している」で良かったが、今回はこれを読むと、この二つの要因のために「引き続き下落している」と読めてしまうので、この二つの要因だけではない訳だから、例えば「昨年後半の原油安の影響も残っており」とすれば、そこが回避できるのではないか。最後に第五点は、昨日須田委員が言われたが、「加えて、賃金の低下幅の拡大も、労働集約度の

高い非製造業を中心に」というのは、ちょっと難しすぎるのではないかと思う。だから例えば、「賃金の低下幅の拡大も」ここまではよいが、その後、「その影響を受けやすいサービス価格の低下要因として働く可能性がある」としたらどうかと思う。だから、「労働」というところから「価格」というところまで、そういうふうを考える。少し多くのところを申し上げたが、私の意見は以上である。

門間調査統計局企画役

取り敢えずお答えできるところを答えさせて頂くと、一点目の雇用・所得環境のところだが、「低下幅も拡大する」という表現に揃えるということでは私は良いと思うが、良いか。

田谷委員

はい。

門間調査統計局企画役

ほかにもし意見があれば何うが、特にここは賃金の低下テンポが速まるという相当強いメッセージを込めた訳ではないので、表現を揃えるという意味において、「賃金の低下幅も拡大する」ということで宜しいかと思う。それから二点目の東アジア諸国のところだが、ここは若干判断の問題も入ると思うが、前月は情報関連財のところはかなり集約して議論をしている訳である。ただ今月は、東アジアは、勿論情報関連財の影響が大きいのだが、それだけではなくて、公共投資絡みの需要だとか、最終需要絡みのものも出てきていそうであるというような情報を、あるいは中間財の輸出が伸びていることもあって、もう少し東アジア全体の景気そのものが底入れになってきているのではないかと判断して、こういう表現にしている。

田谷委員

私が申し上げているのは、その判断はそのとおりだと思う。「一巡して

おり」と「東アジア諸国云々」というところはかなりギャップがあるのではないかということである。例えば輸出から生産に向かう動き、あるいは内需が意外としっかりしてきたと、消費もそうだし投資もそうである。だからこの判断はそうなのだが、「輸出環境の面では」と言って、この文章にかなり色々な物が入っていて、ロジックのギャップがあるのではないかと思った。

門間調査統計局企画役

そうすると、在庫調整、つまり情報関連財の在庫調整という軸一本で比較的シンプルにロジックをとおすのか、あるいは二つ目の要因として東アジア全体の景気回復ということを別に入れていくのかという、二つのうちどちらを採るのかという判断があると思うが、そこをまず決めないといけないような気がする。私共が書いた気持ちは先程申し上げたように、情報関連財だけではなくて、もう少し東アジア全般に景気回復が拡まっているのかなという感じではあるが、もしそこを明確にしようとする、「在庫調整はほぼ一巡しているほか、東アジア諸国にも」という並列の表現になるという案もあり得るが、それ程並列ではないという感じもする。

田谷委員

だから私は、「一巡している。」としてしまって「こうした動きも受けて」とすればいいのではないかなと思う。

門間調査統計局企画役

それでは今の文案を活かして頂いて、「在庫調整はほぼ一巡している。こうした動きも受けて」と繋げさせて頂く。これはまたもし意見があれば伺いたいと思う。それから…。

中原伸之委員

何と変えるのか。「一巡している…」

門間調査統計局企画役

「世界同時的な情報関連財の在庫調整はほぼ一巡している。こうした動きも受けて」

中原伸之委員

「動きも」か。

門間調査統計局企画役

はい。「こうした動きも受けて、東アジア諸国の景気には底入れの動きがみられる。」。動き動きになるが。次はアメリカである。「アメリカの景気回復の可能性が高まっている」というところを、「景気が回復しつつある可能性が高まっている」というふうに変更するという提案だが。「米国経済についても」のところである。

植田委員

どう違うのか。

門間調査統計局企画役

景気回復の可能性というと、まだ全然していないが、これからするだろうという気持ちが高まるというのは、恐らくこの文案から受け取られる印象で、足許既に景気回復が始まっているのではないかと考えると、むしろここは「景気は回復しつつある可能性が高まっている」という雰囲気があると思うが。

須田委員

凄く…。

田谷委員

おかしい文章か。ではどちらでもいい。

速水議長

これはもう原文のままでもいい。

門間調査統計局企画役

はい。それから物価のところだが、「昨年後半の原油安の影響も残っており」、ここは私はその提案で宜しいと思うが、ほかに意見あるか。

山口副総裁

いや、結構である。

門間調査統計局企画役

それから、「加えて、賃金の低下幅の拡大も、その影響を受けやすいサービス価格を中心に」というのは如何か。つまり、やはりほかの物価にも影響があり得るので、「その影響を受けやすいサービス価格を中心に、価格低下要因として働く可能性がある。」。それで宜しいか。

速水議長

ほかにあるか。

須田委員

先程の「マネー指標の伸び」のところだが、今回入れる場合に、これが今度下がった時にどういう書き振りにするのかというのが気になる。

雨宮企画室参事役

先程の議論では、まず上がるか下がるのか、下がるとすればどういう要因で下がったのかを見極めてから議論しましょうということになったの

だろうと思う。ただ、これは委員会の判断だが、今までも例えば期末とかY2Kの時には、金利ターゲットだから今とはスキームが違ったのだが、例えば期末とか金融システム不安が非常に強い時期に、一時的な流動性対応でその結果としてベースマネーが高くなり、その後、そういう事情が落ち着けば、表面上の数字は落ちるが、しかし基調的な緩和の力が続いている、という説明は、何度もしたことがあるかと思う。ただ、そういう説明で良いのかどうか、もう少しファンダメンタルズな議論まで溯ってくると難しいところがあるとは思うが。

須田委員

だからもし、例えば次とかその次の時に、この伸びが落ちてしまうことがあるのかということなのだが。

雨宮企画室参事役

これは非常に難しい議論になると思うが、敢えて、非常にテクニカルな下がった時の言い方を列挙せよと言われれば、「なお高めの伸びが続いている」とか、色々な表現の仕方があると思うが。

須田委員

その前にこれまでこれを入れる前にも、入れたり取ったりしていることはあるのか。

雨宮企画室参事役

ある。より正確に申し上げると…。

須田委員

であれば良い。

雨宮企画室参事役

これは重要な質問なので、一応認識を揃えておいた方がよいと思うので申し上げますと、去年の多分夏場か春頃から実際にマネーやベースマネーの伸びが高まり出した時に、こういう表現は入れさせて頂いた。ただ、実は正直に申し上げて、今須田委員が指摘されたのと同じ悩みだったが、そろそろ資金シフト等の要因が止まってしまって、落ち出す可能性が非常に強いという判断をして一旦去年に落とした経緯がある。従って、そういう判断で入れたり落としたりしていいのかという別の問題があるが、それも踏まえながら入れるか、あるいは入れる場合にはどういう表現にするかというのは、また相談していきたいと思っている。非常に悩ましくて、ここは敢えて入れなくてもいいのではないか、という判断もあり得るかとは思う。

中原伸之委員

それから雨宮企画室参事役のところ、「空売り規制の強化」と書いてあるので、私はいつも申し上げているが、これは単に正常化の第一歩だけで規制の強化だと思っていないのだが、これは要するにマーケットと同じような見方をとっている…。

雨宮企画室参事役

空売り規制の強化というのは、マーケットと同じかどうかではなくて、むしろ政府の発表された対策の中の文言をそのまま使っている。それを以って正常化かどうかというのは、これは委員方の判断だが、ここにある文言は政府の発表文をそのまま使ったということである。

中原伸之委員

分かった。

速水議長

ほかにあるか。

田谷委員

もう一つだけ。この株価のところだが、昨日の金融市場局長の説明だと、株が上がり始めたのはこういった規制強化であったと。その後、アメリカの株価の上昇に後押しされた。最後の三点目は、国内の景気先行きについての強気化があったということだったと思う。だから、「空売り規制の強化や米国株価の上昇」をきっかけに反転に転じたのか、そこがちょっと、こういうふうに言い切る自信が私はないのだが。例えば、昨日金融市場局長が言っていた第二、第三点を一緒に入れるとすれば、例えば、「米国株価の上昇」の代わりに「内外景気の循環面からの回復期待の強まり」とか。

雨宮企画室参事役

それはしかし、ここの文言は「きっかけ」という言葉にウエイトを置いていて、マーケットがどういう材料視をしたかという、材料としては、この空売り規制とか米国株価の上昇だと思う。ただ、その背後に実はファンダメンタルな変化があるのかどうかというのは、まだよく分からない。ただ、気持ちとして、多少内外機関投資家の買い戻しとかいうこと背景には、そういう気持ちを持っている動きもあるかもしれないという気持ちは込めているが。今言われたような要因を整理すると、やはりひょっとして循環的な良い面に対する着目というのは、きっかけというよりはもう少しファンダメンタルな話なのかなという気がする。

中原伸之委員

外人買いが増えたんですよ。だからこれは個人の買い戻しもある。その場合、機関投資家…。

田谷委員

原文で結構である。

山口副総裁

先程の「マネー指標の伸び」は、マネタリーベースのことか、専ら。

雨宮企画室参事役

これらは専らマネタリーベースを念頭に置いている。

山口副総裁

金融市場の状況というのは、そうすると何を指しているのか。

雨宮企画室参事役

金融市場の状況というのは、金利が期末では一旦若干上昇したが、その後上昇幅が止まっている。全体としても安定しているということである。

山口副総裁

金利水準というのは、それではないのか。

雨宮企画室参事役

金融市場の状況というのは、金融市場における不安感とか、混乱があるかどうかということ、いわゆる需給地合いみたいなものをイメージして書いている。それが全部多分金利に集約されると考えると、逆にこういうものを評価すると、金利一本で評価すればいいということにも恐らくなってしまうように思うが。

山口副総裁

マネタリーベースというのは、マネーの世界の中の10分の1位であるから、余りそれを強調するのはどうか。

田谷委員

「金融市場の状況を全体としてみれば」としておけば。

雨宮企画室参事役

中身は全部書かない。

田谷委員

まだ議論のあるところを。

雨宮企画室参事役

そうするか。

山口副総裁

金融市場の状況の中でマネタリーベースを読むということは可能だと思
う。流動性の状況は。

田谷委員

流動性の供給状況も読むことが可能だと思う。

中原伸之委員

これは前月と同じなのだろう。前月と違うのか。

田谷委員

違う。

雨宮企画室参事役

この「マネー指標の伸び」というのは新たに挿入したのだが、確かに新
たに挿入したことによって、それぞれをどう評価するのかというのがやや
難しくなってしまう。

中原伸之委員

マネタリーベースの前年比というのは、前にあるように一段と伸びを高めている。

雨宮企画室参事役

これは数字の記述なので、「以上のように」のところで一種の評価を加えているところでどう書くかということなので。私は、その「金融市場の状況を総じてみれば」というのは、総括的で良いような気がするが、宜しいか。

速水議長

それで宜しいか。

雨宮企画室参事役

宜しいか。「金融市場の状況を総じてみれば」。

山口副総裁

前回と同じで良いではないか。

田谷委員

同じですな。「金融市場の状況や金利水準を総じてみれば」。

雨宮企画室参事役

それは市場地合いと金利とを一応雰囲気と金利水準を両方みている。では、この「マネー指標の伸び」は落とすと。

中原伸之委員

これは今回の一番特徴的なことではないのか。

雨宮企画室参事役

特徴的であることは間違いないが、その特徴的であることをどう評価するかで色々議論のあるところで、そうすると、今山口副総裁から前月どおりという提案を頂いたのだが、結局金利を入れるのか、量的指標を入れるのかということについて、色々な議論があることを踏まえると、むしろ最初の提案のように「金融市場の状況」という中に、それぞれ量の話と金利の話と両方読み込むということでは如何か。

中原伸之委員

何て書くの。

雨宮企画室参事役

「金融市場の状況を総じてみれば、極めて緩和的な状況が続いている。」。これは説明が求められれば、量の話と金利水準の話と、それぞれ入っていると。宜しいか。

速水議長

良い。

中原伸之委員

省略語だな。

速水議長

ほかにはないか。直したところだけ一回読んで欲しい。

門間調査統計局企画役

まず実体経済の方だが、最初に雇用・所得環境のところ、「失業の増加傾向が続く中で、賃金の低下幅も拡大するなど、家計の雇用・所得環境は」と続く。それから次の先行きのところだが、「世界同時的な情報関連財の

在庫調整はほぼ一巡している。こうした動きも受けて東アジア諸国」と続く。それから、「物価面をみると」というところだが、「昨年後半の原油安の影響も残っており、引き続き下落している。」となっている。それから一番最後のところだが、「加えて、賃金の低下幅の拡大も、その影響を受けやすいサービス価格を中心に、価格低下要因として働く可能性がある。」とした。

それから次の金融面の方だが、既に先程雨宮企画室参事役から申し上げたところで、「円の対米ドル相場は、本邦株価の反発などを受けて、一旦大幅に上昇した後、最近では再び軟化している。」。それから一番最後のところだが、「最近のわが国の金融環境をみると、金融市場の状況を総じてみれば、きわめて緩和的な状況が続いている。」とさせて頂いた。

田谷委員

一つ、その動き、動きと続く。藤原委員会から怒られそうなのだが。

門間調査統計局企画役

「これらを受けて」でも良いが。あるいは…。

田谷委員

一番最初の「動き」を何かに変えて頂くとか。

門間調査統計局企画役

分かりました。「世界同時的な情報関連財の在庫調整もほぼ一巡している。これらを受けて」にしようか。「これらを受けて」。

田谷委員

「これを受けて」とか、「こうした展開」。

門間調査統計局企画役

「この点」にしようか。「この点も受けて」。

田谷委員

分かった。

中原伸之委員

「点」は、文章上おかしいのではないか。

田谷委員

藤原委員会委員長、如何か。

藤原副総裁

どなたかが言われたように「これを受けて」では、どうか。

門間調査統計局企画役

そうですね。ではシンプルに。「世界同時的な情報関連財の在庫調整がほぼ一巡している。これを受けて」。「これを」ですか。「これも」ですか。

田谷委員

「これも受けて」

門間調査統計局企画役

「これも」っていうのは何かおかしい。

中原伸之委員

おかしい。

藤原副総裁

「も」が非常に微妙な助詞なんですね。

雨宮企画室参事役

こういう時に想定問答的なテクニックでいくと、「中で」というやつを使うのだが。

藤原副総裁

ああ、なるほど。

雨宮企画室参事役

「こうした中で」。またか、といつも怒られる表現だが。というのは、先程の修文でいくと、むしろこれはロジックが単純過ぎて宜しくないということになってしまうので。

田谷委員

「こうした中で」か。

門間調査統計局企画役

「こうした中で」で宜しいか。

田谷委員

それで良い。

門間調査統計局企画役

では、「こうした中で」。

中原伸之委員

もう一回読んで欲しい。色々修文をやっているとおかしくなってしまう

から。

速水議長

先程読んだので、これで良いか。では採決する。

[全委員が賛意を表明]

[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

橋本政策委員会室長

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

反対の理由をお願いする。

中原伸之委員

簡単に申し上げる。現在の段階では、総論を多少なりともトーンアップするのは時期尚早だと存ずる。特に個人消費の低迷、それから設備投資の一段の減少というものが見込まれる現在では、なおさらのことであると思う。二番目として、失業とか倒産とか、現局面を表わす非常に特徴的な指標について言及がないことである。それからいつも申し上げるが、物価が緩やかな下落傾向を辿るものと考えられるということであるが、私は必ずしもそう思っていないので反対である。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には必要があれば執行部で修文させて頂きたいと思う。本件の対外公表については、今週 22 日金曜日の午後 2 時に行なう。

VI. 議事要旨 (2/7~8 日開催分) の承認

速水議長

その次、前々回 2 月 7 日、8 日の会合の議事要旨を承認頂きたいと思う。手許の議事要旨に異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としてこれを承認することとする。この議事要旨は 3 月 26 日火曜日の午後 2 時に公表する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

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

反対：なし
棄権：なし
欠席：なし

橋本政策委員会室長

全員一致で決裁終わった。

VII. 平成14年4月～9月の金融政策決定会合予定日等の承認
速水議長

それでは最後の件に入る。本年4月から9月までの半年間についての決定会合開催予定日の承認を頂きたいと思う。この半年分について既にお配りしてある日程で宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としてこれを承認することとする。採決して欲しい。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

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

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

決裁が終わった。

VIII. 閉会

速水議長

以上で本日の議事はすべて終了した。次回の金融政策決定会合は4月10日水曜日および11日木曜日に予定している。なお如才もないことながら、決定会合での議論の内容は、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ルールに従って開示する扱いとなっている。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きたいと思う。本日はどうもありがとうございました。

(午後1時23分閉会)

以上