

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2003年1月21日

1月22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）  
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）  
春 英彦（審議委員）  
福間年勝（審議委員）

政府からの出席者：

財務省	津田廣喜	大臣官房総括審議官 (21日 14:00～15:46)
	谷口隆義	財務副大臣 (22日 8:59～12:25)
内閣府	小林勇造	内閣府審議官 (21日 14:00～15:46、22日 8:59～12:25)

(執行部からの報告者)

理事	平野英治
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画室審議役	山口廣秀
企画室企画第1課長	櫛田誠希
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	堀井昭成

(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
企画室調査役	衛藤公洋
企画室調査役	山岡浩巳

## I. 開会

速水議長

それでは、ただ今から、金融政策決定会合を開催する。

(午後 2 時開会)

はじめに、会合の取り進め方について申し上げる。本日は、金融経済情勢に関する執行部からの報告と関連する質疑応答のセッションとする。明日は 9 時に会議を再開して、まず金融経済情勢と金融政策の運営方針に関する委員の討議、もしあれば政府からの出席の方々の発言、金融市場調節方針の採択と進めて参る。その後、金融経済月報の基本的見解の取り纏めを行ない、最後に前回会合の議事要旨の承認を行なう予定である。政府からの出席の方々は本日は、財務省から津田大臣官房総括審議官、内閣府からは小林内閣府審議官がみえている。なお、明日は財務省から谷口財務副大臣、内閣府からは本日に引き続き小林内閣府審議官が出席の予定と聞いている。予め断っておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録することを前提としているという約束であるので、委員方および政府からの出席の方々におかれては、そのことを前提に発言頂くよう宜しくお願いする。

## 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と思う。まず、金融市場局から前回会合時以降の金融市場調節、最近の金融・為替市場の動向について説明してもらおう。白川理事と山本金融市場局長にお願いする。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告 (資料-1、2)

山本金融市場局長

それでは、いつものように本日手許に配付した資料の 1、2 (追加) 分

に沿って報告をする。まず、図表 1-1 に金融調節の実績の推移がある。左端に日銀当座預金残高実績値が掲げているが、前回 12 月の決定会合以降、ディレクティブに従ってターゲットの上限である 20 兆円程度をコンスタントに維持する運営を行ってきた。右から 2 列目に無担 O/N レートの加重平均値が示してある。当座預金 20 兆円程度の下で足許、資金余剰感は極めて強く、コールレートはこのように 0.001% ないし 0.002% ということで、引き続き最低水準が続いている状況である。図表 1-2、最近のオペ結果の推移である。シャドウをしたのが応札倍率が 1 に満たず、いわゆる札割れとなったオペレーションである。コマースナル・ペーパーの買現先オペは全て札割れということで、札割れが恒常化している。コマースナル・ペーパーは昨日、1 月 20 日 2M と書いたオファー分から 3 月期末越えのオペレーションとなっている。この結果、上の段に書いてある資金供給オペ、すなわち手形買入（全店）、手形買入（本店）以下、いずれも全て 3 月の期末越えのオペレーションに移ってきている。短期の供給手段による期末越えのオペレーションの残高、短国の買入も含めて言うと、先週 1 月 15 日時点で期末越えのオペ残高が 25 兆円に達している。前年のこの時期が 16 兆円だったので、前年を 10 兆円近く上回るペースで期末越えのオペの資金供給を行ってきている。言うまでもなく、過去最も早いペースでの期末越えの資金供給の積み上げ方になっているということである。図表 1-3、本行受入担保残高の推移、日本銀行が共通担保に受入れている担保残高の推移が示してある。担保の受入れ残高総計は、12 月末で 70 兆円ということで、前月末に比べてもさらに 3 兆円増加している。その内訳をみると、証貸が 15 兆円から 20 兆円の増加。中でも交付税特会借入れ証書、預金保険機構借入れ証書の価額が増加した格好になっている。この証貸 5 兆円の増加のうち、約 3 兆円程度は前回決定頂いた証貸債権の担保掛け目の細分化に基づく、掛け目の引き上げの効果によるものである。因みに共通担保総計 70 兆円に対して手形オペなどで実際に利用している金額は、手形買入使用額等の合計 28.8 兆円と当座貸越残高日中ピーク 2 兆 2 千億円、計約 31 兆円である。従って、共通担保の差し入れ額との関

係で言うと、なお 40 兆円程度マクロ的に言えば担保が余っている状況である。なお、一番下の段に参考までに、前回決定頂いた取引先保証債務付きの A B C P の審査状況を掲げてある。審査を開始して約 1 週間が経過したが、既に 3 件、発行枠にして 2 兆 3 千億円の新たな A B C P のプログラムを適格と認定した。発行枠であるので、実際の発行の額は少しずれる。発行額は恐らく、これについては 5 割～6 割ではないかと予想されている。従来取引先保証債務を認めていないもとの適格 A B C P は、1 兆 1 千億であったので、順調に適格申請が持ち込まれてきていると判断している。

図表 1-4、日銀当座預金の保有状況である。主要行の金繰りとの関連だが、日銀当座預金の保有状況が上の段に掲げてある。特段、最近は大きな変化はない。昨日 1 月 20 日時点では、都長銀が 8 兆 2,800 億円当座預金を持っている。昨年 10 月以降、ターゲットを 5 兆円引上げた訳だが、うち 3 兆円程度が結局都銀の積み増しに回っているということである。都銀主要行は下の表にあるように、一昨年の 3 月末だが、基本的に貸出と預金を比べると、貸出超過の姿であった。しかし、最近は全体として預金超過に転じてきている。昨年の定期性預金ペイオフ解禁時における流動性預金の流入が預金を押し上げ、一方で貸出が減少を続けている関係から、預金超過となっている。都銀の主要行の金繰りという観点からみると、このように預貸金の関係が預金超過に転化してきていること、あるいは当座預金が積み上がっていること、あるいは適格担保に余裕があること、あるいは私共の 3 月末越えのオペが過去にないペースで入っていることから考えると、非常に余裕のある資金繰り状態になっているということである。勿論、昨年 10 月、11 月には都銀の株価が急落して市場からの資金を取り急ぐといったケースもあったので、銀行サイドも全く楽観視している訳ではないが、取り敢えずこうした余裕のある資金繰り状況の中で都銀は落ち着いた調達スタンスを維持している。図表 2-2、年末・年度末の短期金利の動向であるが、取り敢えずの焦点となる年度末越えの金利の動きである。一番上の段がユーロ円レート、真ん中の段が金先レートの 3 月限物、三番目に C D の発行レートがある。ただ今申したように、都銀自身は非常

に落ち着いた市場資金調達の姿勢をとっているため、いずれも低水準横這いが年明け後も続いている。昨年と比較しても低めの水準である。唯一、一番下の段のオペのレートだが——こちらの方も、0.011%ないしは0.010%というところなので、低水準横這いだが——、昨年との比較でいくとこの辺りがほぼ前年並みということになる。昨年はさらに1月末から札割れ局面に入っていたので、少し事情が違っているが、取り敢えず足許の銀行サイドのスタンスをみると、オペだけは早めに——期末越えのオペが打たれている分だけ、無理のない範囲で確実に——資金を確保しておく一方、市場調達の方は焦ることなく対応していこうというのが、主要行の現在のスタンスかと窺われる。図表 2-3、金融・為替市場の動向以下は資本市場、為替市場の動向だが、一言で特徴を申すと、債券については、債券が強い方向、債券高の方向へ、株は低水準横這いという状態が秋から続いている。為替は、12月半ば辺りからドル安トレンドになってきている。図表 2-4、長期金利の推移等、債券市場の動きである。10年新発債の利回りは12月の半ば以来、急テンポで利回りが低下してきて、現状0.82%、本日朝方も0.81%ということで非常に強い展開となっている。このほかさらに超長期20年債、30年債の利回りも大幅に低下しており、その表にあるように5年の新発債、こちらの中期債がほぼ利回り横這いであるのに対して、長期債、超長期債の利回りが急速に低下してきたのが一つの特徴である。長期債の上昇には幾つかの背景がマーケットでは指摘されている。一つは、景気の先行きの不透明感が強いということ、あるいは、二番目に資金余剰感が引き続き強い展開である。資金運用難という言い方をしている。三番目に最近のドル安円高基調、四番目にマーケットの方では来年度の国債発行計画が12月20日に公表されたが、これが市場の当初予想ほどには新規財源債が膨らまなかったという評価がある。それから最後に、日銀の国債買いオペ増額に対する思惑も、マーケットの一部にあるようである。下に出来高とボラティリティがあるが、この間、出来高は余り大きく膨らむことなく、ボラティリティもほとんど横這いで上がることもないということで、利回りが低下してきた割には余り過熱感なくここま

できたというのが、これまでの印象かと思う。図表 2-5、イールドカーブの変化等。12 月の決定会合以降、イールドカーブがどれだけ変化してきたかであるが、先程述べたように、長期債および超長期債の利回りの低下が著しい。先程申したように 10 年債は 0.8% ちょっとのところであり、98 年 10 月の過去最低の利回り 0.77% に近づいている。20 年債も絶対水準は現在 1.28% ということで、こちらの方も 98 年 10 月の最低水準である 1.145% に段々と接近しつつある。一番下の図はゾーン間のスプレッドで 10 年と 5 年の差、あるいは 20 年債と 10 年債の利回りの格差という形でスプレッドを示してある。先程申したようにイールドカーブ全体としてはフラットニングの方向に向かっているので、当然スプレッドは大きく縮小してきている。ここまでスプレッドが縮小してきていると、マーケットにはそれなりに突っ込み警戒感も出てきてはいるが、全体としてはなお市場地合いは強い状態がまだ続いているように窺われる。図表 2-7、株式相場の推移 (1) がある。株価の動きだが、ほぼ横這いという状態である。アメリカの株価が反発した後、結構上下に動いている一方、国内の株価は低調横這いという状態がそのまま続いていて 8,000 円台半ばが維持されている。ただ、若干雰囲気が変わってきたのが、銀行株価の動きである。まだ余り目立った形ではないが、1 月に入った直後は一時、多少仕掛け的な売りがあって、下向きに動きはじめたが、昨週以来、都銀の株価は大分持ち直し方向にある。都銀の相次ぐ増資計画の公表が、マーケットで好感された印象である。一部行は 10 万円を割る動きが 1 月の最初にもみられたが、今は 12 万円、あるいは 14 万円というところまで戻ってきている。勿論、回復したと言っても、まだ 9 月末の水準から比べると、トータルとして 4 割位低いところにあるので、その点については変わらない。しかし、株式市場のサイドからみると、——これまで銀行株価で足を引っ張られてきたという感じなので——少し重石が緩んできたといった雰囲気にあるかと思う。ただ、マーケット全体はドル安円高への懸念もあって、依然上伸力そのものは乏しい展開が続いている。最後に、図表 2-9、主要為替相場の推移である。為替相場の方は、このところ、いわゆる地政学的リス

クが強く意識された相場展開になっている。経済指標については、それぞれ経済指標が出る度に動いて、アメリカの経済指標についても不透明とといったようなことがよく言われる訳だが、日米欧をとってみると、それぞれに先行き不透明な経済指標ということで、そうした中であってドルが12月以来、基調的に弱い方向に向かっているのは、やはり地政学的リスクが意識された展開ではないかとみている。上の段の折れ線グラフでみると117円、118円といったところが今のドル/円相場である。ただ、こうした中でユーロ/円はむしろ、円弱含み、ユーロ高の状況である。ユーロとの関係で少し整理してみると、円については、やはり地政学的リスクとして北朝鮮問題を抱えているということがある。それから金利の絶対水準は日本の方が非常に低いということ。それから介入警戒感が円相場についてはあることで、対ユーロ、あるいはこのほか対スイス・フランや対オーストラリア・ドルといった周辺通貨に対しても相対的に円は安くなっている。因みに、ユーロ/円の水準は昨日125円ミドル辺りだったが、今日は既に126円ミドル位まできており、99年半ば、99年6月以来のユーロ高水準である。ユーロ/ドルの方も1.06ミドルという水準は99年10月以来のユーロ高、ドル安水準であった。ユーロ/ドルの関係でいくと大分ドルは下げているということである。為替市場の最近の関心は専らイラクとの戦争があるのか、その可能性とそのタイミングといったものに集中しつつあるように窺われる。私からの報告は以上である。

速水議長

ただ今の説明について質問があればどうぞ。

福間委員

今、長期金利の指標が——指標は10年でよいのだが——ディーリングにおいてはその中心が20年とか30年に移ってきている。

#### 山本金融市場局長

然り。さすがに中心が20年、30年ということはないのだが、最近が発行体の財政当局もベンチマークを作りたいということで、一つは5年物それから10年物の二つに大きな取引量がある。ただ、この利回りをみると、5年物の利回りは、既に低水準でなかなかこれ以上買い進めないという雰囲気非常に強く、銀行筋も徐々に10年物を買いはじめている。同じ10年債でも結構長い残存の物を買いはじめた。次第に10年債の利回りが低下してきたので、それに引きずられる形で、生保とか年金といった機関投資家が、これは買い遅れるかもしれないという雰囲気の中で20年債、30年債を慌てて急激に買い増したというのが、この12月から1月の流れではないかと思っている。

#### 中原委員

大手の銀行は余り買っていないと聞いているが。

#### 山本金融市場局長

大手の銀行は、中期債から長期債への入替えをかなりやったのではないかとされている。トータルとして量を買増したという話は余り多くないのではないかとされているが、中期を外して長期に乗り換えるということはかなりやったのではないかとされている。

#### 福間委員

申し上げたかったのは、表が余り複雑になるからそれを入れるのもどうかと思うが、マーケットの関心は20年、30年に移っているのに、このイーランドカーブばかりみていると、ちょっと市場から離れてしまうということである。工夫の余地があればどこかで入れてもらうということか。

#### 植田委員

20年、30年にいってしまうと、ヘッジをする先物市場がないといった



問題がある。

山本金融市場局長

であるから、やはりディーラーとか銀行が買っているというより、最終投資家である生保、年金が20年、30年債をこのタイミングで少し慌てて買っているという印象がある。

須田委員

ポートフォリオのシフトが起こる過程で、国債の買入れオペをした時の期間というのがそれで影響を受けているということはあるのか。

山本金融市場局長

買入れオペの期間については、若干みられる傾向として相場が強い時は比較的短めの物が入ってくる、それから相場が弱くなると少し残存期間が長めになるという傾向が相対的にみてとれる。

春委員

これは円転コストが何かそのプラスになったとかいう話を聞いたが、これは、外銀の当座預金はその後どのような動きになるのか。

山本金融市場局長

円転コストで我々が観察しているものは、11月、12月にかけてかなりマイナス幅が大きく拡大して、外銀がそのまま当預に積み上げたという傾向がみられた。12月に都銀の外貨調達が一巡してからは、表面上大体、通常のマイナス幅3か月物で5bpとかそれ位の幅に収敛してきている。一方、円転コストと当預の関係で言えば、ちょっと当預が多めに外銀に持たれているかなという感じがする。一応、外銀から外貨調達をしたもののエンドがこの辺りにきて、一回ロール・オーバーで厚めの円投コストを払いながら、外銀からドルを調達して、見合いの円が外銀に入って、少し積み

上げられているという感じでみているところである。絶対水準としてはそう飛び抜けてマイナス幅が大きくなったり、極端に小さく、あるいはプラスになったりという感じではない。

#### 速水議長

昨年の今頃は2月末、3月末は危惧の念が強く、市場も荒れていたと思うが、今年は比較的落ち着いているように思う。短期金融市場では何が一番違うのか。

#### 山本金融市場局長

短期金融市場の動きについては、図表 2-2、年末・年度末の短期金利の動向をもう一度みて欲しい。昨年はやはり短期金融市場では二つの大きなテーマというか、不透明要因というのがあったように思う。一つは、定期性預金のペイオフ解禁で、その資金が果たしてどう流れるのかが必ずしも読み切れなかったことである。実は、今から振り返ってみると、都銀の大手行も、もしかしたら自分のところからも預金が抜けるかもしれないというふうに思っていたふしがある。それからもう一つは、一部の中堅行を巡る信用不安というか、不安感があの頃はまだあった。そういう意味では資金の出し手は、なかなか市場への期末越えの資金の放出をしない、そういうこともあって一番上のユーロ円レートの 3Mのところに典型的にみられるのだが、1月当初から年度末越えのレートは上がっていたのだが、なかなか資金の出し手は出してこない、一方で、都銀の方はもしかしたら自分からも資金が抜けるかもしれないと思うことで、取り敢えず無担保の資金だけは先に確保しようという動きをはじめた。このため、2月は冒頭からレートがスルスルと上がってしまうという現象がみられた。企業金融の方は、それ自体として逼迫した感じはなかったと思うが、やはりこうした短期金融市場の市場の地合いというか、マーケットでの噂というか、そういう市場の雰囲気それをなりに反映していたのではないか。結果的には3月後半からスルスルと下がったのは勿論、日本銀行が万全の資金供給体

制を組むと公表したこともあるし、短期金融市場の方では、都銀の大手行は焦って取り過ぎたというのが実態だったと思う。結果的には大手行にはどんと流動性預金が入ってきたということで、いつの間にやら資金調達の穴が埋まっていったということで、最後はストンとレートが落ちて波乱なく終わったのが昨年だったと思う。今年は、現時点で言えばまず、都銀の資金調達の幅は例年になく小さいものになっている。これは、去年の流動性預金が大手行にそのまま滞留していると思うし、貸出が金額的には減少し続けているということがある。そういったことが短期金融市場全体としては、非常に落ち着いたビヘイビアを生んでいるというふうに思う。

#### 須田委員

これだけ落ち着いている中で、札割れが今後起こる可能性はどのようにみていけばよいのか。

#### 山本金融市場局長

なかなか難しいところだが、取り敢えず足許は0.010%というオペレートになっている。先程申したように、まずは日銀オペで確実に確保しておこうという雰囲気です。都銀がきている。レートを取り上げることなく、しかし確実に取ってきているという印象があるので、少なくとも暫くの間は札割れにはならないと思う。ただ、このまま非常に落ち着いた雰囲気でいくと、都銀も自分の穴を予定どおり埋めてしまい、2月の後半位から怪しくなる場面もあり得るかなと実は思っている。しかし、そこら辺はやってみないと分からない。

#### 福間委員

昨日のCPオペだが、あれは期日としてはかなり長いのではないか。

#### 山本金融市場局長

昨日は4月4日までだが。

福間委員

企業はほとんど出していないだろう。

山本金融市場局長

昨日は、私共の手許の集計でいくと、全額適格玉が入ってくるとすると——全額入ることはまずない訳だが——6千億円位になるという感じをもっていた。期内物をこれまで既に打ちつけて全部札割れになってきたので、取り敢えず期越えを打ってみよう、ただ、期日を4月4日よりもずっと長いところに設けると益々適格玉の残高がなくなるので、取り敢えず期明けの直ぐのところへ落としてみようと。

福間委員

予行演習ということか。

白川理事

CPオペについては札割れがあっても、安定的にやっていくということ、それ自体が安心感を生むというふうに思う。これはある程度割切らざるを得ないというふうに思っている。

福間委員

分かった。

速水議長

それでは次にいく。国際局から海外金融経済の状況について説明してもらおう。平野理事と堀井国際局長お願いする。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

それでは、海外経済の現状評価に関して、前回会合から判明した経済指

標を補足する。本日配付した手許の参考計表、資料3（追加分）という計表をみて欲しい。まず、アメリカ経済について図表1、米国の主要経済指標である。いつものとおりシャドウのかかっているのが前回決定会合以降、ほぼ1か月の間に判明した計数である。ざっと結論を申すと、景気の強弱を表わす指標がミックストではあるが、全体として、これまでの景気判断と整合的な動きになっている。つまり、その最終需要については、金利感応的な住宅投資、耐久財消費が依然、比較的堅調であり、景気の緩やかな回復を支えている一方で、生産、雇用周りの循環的拡大モメンタムが鈍ってきているという感じがある。まず、小売売上高をみると、12月は1.2%増加した。これは実は、全て自動車販売によるものであり、その他の品目は横這いとなった。クリスマスセールについては後で纏めて申すことにして、自動車販売をその直ぐ下の台数ベースでみると、12月は年率1,859万台と8月の1,902万台以来の高い仕上がりとなった。GMを中心として自動車メーカーがインセンティブを幅広く付けて、拡販に努めたことが功を奏したという形になっている。消費者コンフィデンスは12月、雇用の悪化を反映して幾分低下した。表には載せていないが、ミシガン大学の調査では12月、逆に上昇した後、1月は僅かながら低下した。それからその下、住宅着工だが引き続き高水準を保っている。低金利を背景にモーゲージのアプリケーションも歴史的な高水準で推移している。この間、機械関係の設備投資の先行指標である非国防資本財受注だが、これもここ数か月一進一退の動きとなっている。なお、貿易収支だが、11月は401億ドルと過去最大の赤字となった。ただ、これには、例の西海岸の港湾ストが収拾して、これに伴って輸入がドッと入ってきたということと、それからテロ対策のために港湾での検査を12月から強化すると事前に発表されたために、駆け込み輸入がこの月に出てきたということが響いていて、赤字は実勢以上に大きく出ていると考えている。さて、生産・雇用のデータだが、ここ数か月景気拡大モメンタムが鈍っている様子が窺われると報告してきたが、今月も同じである。例えば、鋳工業生産だが、12月は前月比-0.2%となって、第4四半期、10月~12月を括ってみても前期比

-0.6%と1年振りに減少となった。失業率の水準も11月に引き続いて6%になったし、その直ぐ下の雇用者数についても、民間部門は12月-11万5千人と2か月連続でかなりの幅での減少となった。ただし、12月の減少には実は、この季節通常なら増えるはずの小売業の雇用が昨年暮れは、原計数では僅かな増加に止まったために、季節調整した後の季節調整済計数では大幅減少として表われると、こういったことも影響している。この部分は1月には反動が出ると予想される。従って、当月の計数は実勢以上に弱く出ている点は、割り引いて考えるべきだと思っているが、ただ、雇用全体の拡大モメンタムが弱まっていることは最初に申したとおりである。図表2、米国のクリスマス商戦を纏めてみると、上に週間ラップもあるが、11月の滑り出しは比較的好調だったが、その後盛り上がり欠けて、終盤、そしてクリスマスの後になってやっと取り返して、結局通期では緩やかな伸び、あるいは可もなく不可もなくといったところで着地した模様である。その下の表のところにチェーンストア、ショッピングモール、それから個別企業の売上げについてそれぞれ出しているが、チェーンストア統計では11月、12月を合計すると前年比0.5%、ショッピングモールでも前年並み、個別企業ではディスカウントストアは前年比プラスではあるが、予想に比べ下振れ、デパートではこの例ではマイナス領域で下振れということになっている。図表3、米国株価・金利である。金融市場に関し、株価、長期金利とも、10月の後半以降ボックス圏内での動きを続けている。株価をS&Pで申すと大体900ポイント程度で推移しているし、10年物国債、真ん中のコラムだが、ここの国債も4%絡みで安定している。前回決定会合があった12月半ば以降について、幾分細かくみると、12月末にかけて地政学的リスクの高まりや、それから景気の不透明感の強まりといったものを背景に、一旦、株価、長期金利とも軟化した。1月に入って比較的強めの景気指標が公表されたとか、それからブッシュ大統領の新金融経済対策を材料に、共に一時大幅に上昇した。ただ、その後アメリカは先週末だが、弱めの経済指標が発表され、それから企業収益の改善もそろそろ頭打ちといった様相も強まっている。それから、地政学的リスクの認

識が強まっている、こういったことから再び軟化している。ブッシュ大統領の減税案については、既に報告しているが配当の二重課税撤廃以外の主な内容については、既に以前から金融市場で予想されたものだし、また配当課税の撤廃に関しては、議会でこのまま成立するかどうか不透明である。さらには、今次経済対策のメリットが高所得者に厚く出るといったことから、経済の効果について、経済の供給サイドへの効果はともかくも、需要面からは大きな押し上げ効果にはならないのではないかといった見方が市場で強く出ており、そうしたことから株価、長期金利とも結局一時的に反応したに止まったということかと思う。一番下のグラフで短期金利の予想についてみてみると、当面、変化なし、フラットなイーロードカーブになっている。ここ数か月の変化、この3本のグラフを比べると、金利変化なしと予想される先行きの期間が先にどんどん延びていっている点かと思う。なお、社債とか企業の資金調達環境について申すと、11月、12月を均してみても社債の発行は幾分回復したし、また、社債金利の国債に対するスプレッドも投資不適格債を中心に低下している。クレジットクランチへの懸念は後退していると申してよいと思う。次に図表4、ユーロエリアの主要経済指標である。先月までの判断、内需の停滞といったことに変化はない。クリスマス商戦についても低調裡に終わった模様である。さらにこれまで景気を持ち上げてきた輸出についても、9月、10月と2か月連続で減少している。ただし、これにはアメリカ向け輸出に関して一時的に振れてしまった可能性もある。この間、鉱工業生産は秋口にかけて一旦足踏み状態になったが、11月は前月比1.0%と大きく増加した。しかし、この増加には先程アメリカの税関の件で申したが、アメリカ向けの輸出の特殊要因で振れている、それからイタリアの自動車販売に関して、税制絡みの一時的な要因があって、そうした特殊要因ないしは一時要因がかなり強く影響しているものと考えている。現にその下、10行目の製造業PMIをみると9月以降、直近の12月まで4か月連続で生産の増減の分かれ目である50%を下回っている。こうした実体経済を踏まえたうえで、図表5、欧州株価・金利で金融市場の動向をみると、上段の株価は、アメリカが先程横這い圏

内で動いていると申したのに対して、ヨーロッパの方は、弱めの推移となっている。また、中段の長期金利についても、11月はじめ以降、低下傾向を辿っており、年明け後もその延長線で推移している。さらに一番下の短期金利に関しても Euribor の3か月先物だが、このイールドカーブ、シフトの状況、それから6月～9月への一番太い実線の動きをみて分かる通り、年央にかけて利下げ観測が市場で織り込まれている。次に図表6-1、6-2、東アジア諸国・地域の主要経済指標を掲載している。先月までの判断を変える材料はない。結論だけ申すと、中国は内・外需とも好調、韓国、ASEAN諸国は内需を中心に堅調、台湾、香港、シンガポールといった輸出依存型経済では、生産頭打ちという姿に変化はない。最後に計表にはないが、エマージング経済について若干付言すると、まずブラジルについては、新政権が順調に滑り出している。また、アルゼンチンでは懸案のIMFとの交渉に関して、取り敢えず8月までに支払の期限のくるIMF融資の実質的な返済繰り延べが近くIMFの理事会で決まる見通しとなっている。こうしたところからそれぞれの国の金融市場は小康状態となっている。欧米金融市場でもエマージング債に向かった資金流入が11月頃から増加し、その後も続いている。ただ、個別国で問題が深刻化している先もある。具体的にはベネズエラだが、12月2日のゼネスト開始以降、通貨ボリバルは安値更新を続けている。米国国債とのスプレッドもゼネスト前は大体、950bp位だったのだが、今は1,400bpとブラジルと並んでいる。あと、トルコでも地政学的なリスクが嫌気され、通貨、株、債券のトリプル安となっている。以上、海外経済は一部のエマージング国を除いて先月報告の延長線で動いていると申し上げて報告を終わる。

速水議長

ただ今の説明について、質問があればどうぞ。

春委員

1月7日の新政策というのは、これは余り評価されずに終わるだろうと



いう感じなのか。

堀井国際局長

まだそれは分からないが、そもそも二重課税自体がどうなるものやら、これはその中でもスキームの複雑さというものをその理由に反対している人もいるので、先についてはまだどうなるかよく分からないということだと思う。

春委員

今のところは余り評価されていないということか。

堀井国際局長

然り。プラスにもマイナスにも、大きくは。プラスと言うか、そこそこのプラスはあるが、マイナスということまで言っている人はいないと思うが、CBOが直後に2003年の実質GDPの押し上げ効果が+0.4、それから2004年になると+1.1という数字を出したが、その実効性についてはそこまでいくかどうかという声は結構聞かれるところである。

須田委員

グローバルな資本移動の中で、特に米国の赤字が円滑にファイナンスされるかという観点からどのように考えているか。

堀井国際局長

基本的には、一番多いのはアジアから一旦ヨーロッパを経由する、しないにせよ、債券投資の形で入っているというのが主流かと思う。

須田委員

今後もそのような流れか。

堀井国際局長

今後は分からない。

平野理事

これはいつもよく国際会議の中で議論になるテーマである。多分、今年の米国の経常赤字はGDPの5%位になる。一方経常赤字のファイナンスの内容をみると、2000年位まではエクイティ中心に入ってきた訳だが、最近では債券中心で、かつ、またいわゆる公的ルートを通ずる部分も、相当に大きい。そういう状態がどこまで続くのか、これをどうみるのかというのが、大きな関心の一つになっている。アメリカ当局を含めて、持続性に問題があるという意識は共有されている。さりとて、このこと、つまりアメリカの経常赤字によって言えばアメリカ以外の国が支えられている部分もある訳である。不均衡の調整が起こるとすれば、現在アメリカが担っている負担をどこが担うのかという具合に議論が展開する。どこかで調整は起こるのだろうが、しかし現段階で大幅な調整が起こることは、それはそれで大きな問題だし、政策的にも対応の余地がないというところで議論が止まるという状況だ。たださすがに5%という赤字がずっと続く訳ではないという意識は、こここのところずっと強まっている。そういう意味では、ご指摘のあったように、資本フローの流れの変化、それが為替に対して持つインプリケーションが益々重要なある種のリスク・ファクターの一つとして意識されはじめています。

須田委員

アジアでは、自国通貨が高くなったら介入して、結局ファイナンスすることになるという可能性が高いのか。

平野理事

これまでのところ結果として、そういうピヘイビアをとってきたのだと思う。一番典型的な例は中国である。

速水議長

それでは次にいきたいと思う。調査統計局から国内経済情勢について説明してもらおう。山本理事と早川調査統計局長お願いします。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それでは手許にある資料 4 の参考計表、および本日配った追加計表を使って説明する。まず最初にいつものように輸出入のところから入っていく。最初は図表 5。ご承知のとおり 11 月の貿易統計では、輸出が思いのほか高い伸びになって、この結果四半期でみていくと、第 1 四半期、第 2 四半期、輸出は非常に高い伸びをした後、第 3 四半期はほぼ横這いだったのだが、この時点でみると 10、11 月の第 3 四半期対比は 2.5%、若干の増加になっている。ただ、先程も説明があったように、アメリカのストライキ等の影響で若干計数が読みにくくなっていて、私共では基調としてみると輸出は横這い圏内の動きになっていると考えている。まず単月の動きについては申し上げるまでもないが、上の地域別でみて、米国向けが 10 月大きく減った後、11 月大きく反動増になっている。下の方でみると、自動車関連が同じように 10 月減った後、11 月が増えている。この辺については、米国の西海岸におけるストライキ、およびその反動ということである。実は、本来ストライキとその反動であれば、10 月、11 月を均してみればちゃらという話だが、どうもそのストライキの動き自体は少し予め分かっていたこともあって、ひょっとすると第 3 四半期との関係でも若干影響が出ているかもしれないと思っている。現に数字をみると、アメリカとか車辺りが第 3 四半期少しマイナスの後、第 4 四半期少しプラスになっているので、主に 10 月 11 月だとは思いますが、若干四半期をまたいでの影響もあるかなと一つは思っている。もう一つは、これも先程説明があったが、実はストライキだけではなく、12 月から米国は輸入通関の検査の強化をやっている。これを察知した日本の企業の方では、やや早めに輸出を出したということもあって、これが地域別でみると 11 月のアメリカ向け輸出

が反動以上に伸びているということ。あるいは下の方で言うと、消費財、これは主に对米の場合は家電製品だと考えて欲しいが、この辺が第3四半期が減ってもいないのに、第4四半期どんと増えているという数字がある。ということで、若干そういうストライキおよび検査の影響で数字が振れていて、私共の感じでは、着地の10~12月は今よりも少し低めになるのではないか、基調としては年前半の高い伸びと比べると、伸び率がかなり鈍化していて、横這いに近い感じになっていると考えている。因みにヒアリング情報でも大体、日本の輸出メーカーの感触というのは、概ね横這い圏内、この1~3月位まで横這い圏内という感じである。次の図表6、その背景としての情報関連需要についてはグラフにあるとおり、第2四半期に非常に高い伸びになった後、第3四半期、第4四半期と減速してきて、今は横這い微増位の感じになっている。ただ、このままどんどんマイナスになっていってしまうのかというと、いや必ずしもそうではなくて、例えば下の方のNIEsの輸出の動きをみても、減速して横這い圏内にはきているが、マイナスに突っ込んでいく感じではない。最終需要をみても、何と言うか、ゆっくり回復していると言うか、横這い圏内と言うか、そのような感じで、ある意味ではどんどん悪くなるという見方はなくなって、何とか回復するだろうとみている。だが、さりとて、例えばアメリカの情報関連の設備投資も回復が弱いということもあって、この春位までということであると、情報関連の輸出が目立って増えるというところまでは期待しにくいという見方が一般的ではないかなと思う。それからアメリカのクリスマス商戦、これは前月辺りは当面の注目点だと申し上げたが、その結果は、先程国際局長から話があったように可もなく不可もなくというか、なかなか判断の難しい結果になってしまったということである。日本企業に聞いてみると、日本企業はアメリカのクリスマス商戦について、特に11月位だが、かなり厳しい見方をしていたので、どちらかという心配した程ひどくならなくて良かったという感じの方が、少し多いかなと思っている。さはさりながら、この位のことでは一段の減産をする必要はないが、さりとて直ぐに輸出が増える期待もなかなかないということで、先程来申し上

げている横這いという感触を持っている。図表 10 の輸入サイドだが、これもやはりストライキの影響でかなり数字が荒れている。10 月については米国からの輸入および食料品の輸入がその影響で大きく減った訳だが、11 月はその反動が出ている。四半期別でみると、これは 10、11 月で大体ゼロで、第 2 四半期、第 3 四半期、若干輸入は増えた訳だが、現状で考えると国内需要は概ね横這い圏内である。それから生産も大体横這い圏内ということなので、輸入はベースラインとして大体横這い圏内とみておいてよいのではないかと思っている。ということで、輸出については大きく落ち込む懸念はないが、なかなか直ぐに増える感じでもないという、従来言っていた環境がまだ続いているということである。次に内需の方に入っていくが、まあ余り変化がない。まず設備投資について図表 12 の資本財総供給等をみると、若干の振れはあるが、大まかにみると下げ止まっているが直ぐに増えてくる感じではない。図表 13 の先行指標をみても同じことである。機械受注では、第 2 四半期で増えた後、第 3 四半期、第 4 四半期、足許までの数字は微減という感じである。下の方の建築着工床面積は、大型案件もあって 10~12 月少し増えているようにも見えるが、これも若干の振れを均してみると横這いということなので、前回の短観の結果等々と合わせて考えると、やはり設備投資については、下げ止まっているが直ぐに増える環境にはないということである。なお、図表 15 企業収益の方はどうかというと、これについては例えば上の方の大企業の数字については、証券会社の数字があるが、製造業についてみると分かる通り、2003 年の見通しは少し下振れてきている。これはある意味で輸出の増加が、増勢が鈍化してきているので、2003 年度まで考えると少し下振れである。ただし、2002 年度に関してみると大体予想通り、これはある意味では去年の春に作った予想通りのレベルでずっと走っている。短観も同じである。下の方の中小企業をみても、決して捗々しいものではないが、収益は恐らく少しは改善しているのではないかと思う。統計はないが、確かに生産でみると上期大きく増えた後、下期は今のところ横這い圏内の動きであるが、ご承知のとおりリストラは着実に寄与しているので、生産が減

ればともかく、横這い圏内であれば、増益については恐らく、増益の勢いは鈍化しているのだろうけれども、増益の基調自体は維持されているということではないかと考えている。今度は個人消費について図表 16 をみて欲しい。個人消費は、まだ数字が出揃っていないが、12 月単月は少し弱めだったのではないかと考えている。例えば数字が出揃っている車のところを見ると、12 月の車は、実は前月比で見るとかなりのマイナスであった。ただ、逆にいうと 10 月、11 月まで随分伸びていたために、10~12 月で括ってみると、中身的に小型車がよく、軽自動車が悪いので、軽を除くとプラス、軽を含むとマイナス、いつも我々がやっている付加価値で平均してみると大体横這いという姿になっている。百貨店等についてまだ都内の数字しかないが、このとおり 12 月の数字は少し悪かったという感じである。恐らく全国百貨店とかスーパーについても、ここまでではないにせよ、少しマイナスではないかと考えている。ということで、若干 12 月の数字は弱めという感じだが、これまでどちらかという、申し上げてきているように、ややでき過ぎの感もあったので、若干のマイナスは驚くに値しないと思っている。7 月も確かボーナス月にかなり弱い数字が出て心配したが、それ程大きな基調の変化ではなかった。必ずしもボーナスが出た月に、その月自体に消費が減るという程、単純な関係ではないと思っているが、単純に言えば一番消費所得の減っている月でもあるということに加え、実は供給サイドが例えば百貨店が中元、歳暮を前の月から売りはじめているという傾向があるために、例えば 6 月とか 11 月が少し強めに出て 7 月、12 月が少し弱めに出るということも影響しているように思う。いずれにしても、前から申し上げているとおり、所得対比で見ると個人消費はこれまで比較的頑張ってきているので、今後これがさらに弱い方向に行くのではないかとという方向で注意しながらみていくということになるかと思っている。因みに図表 21 の消費者コンフィデンスだが、消費者コンフィデンスについては全体にまちまちである。上の方に並んでいる 3 か月毎コンフィデンスの統計は、どちらかと言うと直近部分、ちょっと上を向いている数字の方が多いが、一番下に出ている毎月の東京だけの調査の方

は逆に下を向いているということで、消費者コンフィデンスについては、一進一退ということではないかと思っている。それから図表 24、生産である。生産については配付していないが、確報で統計が少し変わっているので、それを織り込みながら説明していきたいと思う。まず、11月の生産だが、これは-2.2%というところが確報で-1.6%になった。この結果、10~12月のところ、これは12月が予測指数どおりとすると、-1.2%ではなく、-0.8%ということである。ご承知のように生産は第2四半期、第3四半期とそこそこ増えてきた後、足許のところは若干のマイナスということではある。ここも輸出と逆の方向だが、私共は基調としては横這い圏内というふうに考えている。という理由は、まず第一に、そもそも-0.8%であるということであり、もともと第4四半期については横這い、微減というふうにみてきたので、その範囲から特に外れている訳ではないと思っている。加えて若干、新幹線だの船だのの特殊要因がやや影響をしているということもあるようである。それからもう一つのポイントは、ここは逆に言うと非常に異例のことが起こっているという感じだが、実は生産自体はマイナスだが出荷は11月-1.4%が-0.8%になっているので、10~11月の7~9月対比でみると+0.6%であり、出荷について言うと減っている訳ではなくて、まだ微増である。従来、在庫循環の慣性みたいなことを何回も申してきて、そうであれば本来、こういう局面というのは出荷が若干減った位でも、生産はむしろ増勢が維持されるという局面であるはずなのに、むしろ、今起こっていることは、出荷が僅かながらも増えている中で、在庫をさらに圧縮する形で生産がマイナスになっているということである。この点はむしろ、グラフでみると分かり易いので、図表 27 で在庫循環をみると、本来はこういう局面であると、在庫循環がグッと回って右上の方へ上がって行って、段々第一象限へ向かって走っていく訳だが、このように一番左上の絵は上に向かうというよりは、右横にずれてくるという感じになっている訳である。さらにもっと極端なケースをみるために、右下の(6)その他の生産財、これは主に素材だが、これをみると何とどちらかと言うと依然として右下へ向かっており、どこへいくのだろうという感じの動き

になっている訳である。勿論、素材については若干市況を上げるために減産して在庫を減らすという、やや意図的な動きも拡がっている訳だが、全体としてみると企業の生産態度は極めて慎重であるために、こういうことが起こっている。実は、設備投資についても全く同じである。収益が増えているにもかかわらず、設備投資をしないという訳だが、ここでも言わば出荷は僅かながらでも増えているにもかかわらず、在庫投資をしないと言うか、在庫を減らしている。こういう動きというのは、これも設備投資と全く同じ理屈だが、一方において景気の前向きの歯車が回っていない、そこで途切れてしまうということである。一方で逆に、こういう局面なので、在庫調整圧力とかストック調整圧力によって仮に、最終需要が減速しても景気がガタッと落ちてくるということにもならないというようなことを意味しているということである。あと、今度は労働市場にいきたいと思う。労働市場も基本的には変化はない。図表 29 で労働需給をみると失業率についてはご承知のとおり、一旦 5.5%をつけた後、また 5.3%という動きだが、基本的には高水準横這いということであるし、下の方にあるように総失業者の中にあつて非自発的離職者が高いということなので、状況としては厳しい状況が続いているということである。他方、有効求人倍率については、極めて緩やかな上昇がまだ続いているということである。中段にあるように、所定外労働時間とか新規求人も一応増えている。ただ、細かく言うと、所定外労働時間について、足許、前年比ではなく小さな字で書いてある前期比の感覚でみるとちょっと伸びが止まっている感じになっている。この辺はある意味で生産が横這いになってきたので、その影響が少し出ているということである。図表 30 の雇用者数についても基本的には変化がない。上段右側の数字をみると、いつも申しているとおりパートとかを含んでいる労働力調査ベースの雇用者数については、若干振れはあるが、均してみると去年の前半と比べると、マイナス幅は縮んできている。しかしながら、正規労働者を主体とする毎勤ベースの雇用者数については、マイナス幅の拡大がなかなか止まらないという状況で変化はない。図表 31 の所得についても基本的には減少が続いている。中段でみる



と、前年比の賃金の減少幅は何か縮んでいるように見えるが、これは、たまたま、まだ12月が入っていない、ボーナスが入っていないためであって、恐らく12月のボーナスが入ればここもそこそこ大きなマイナスになるだろうということは、これまで申しているとおりであります。一番最後の物価だが、物価については、先週の金曜日に新しい企業物価指数が出ているので、これを説明するので追加資料をみて欲しい。追加図表の図表32、物価関連指数でグレーが沢山塗ってあるのが、企業物価指数だが、一つずつ中身を説明していく。まず、図表33は国際商品市況と輸出入物価である。商品市況について一言申し上げる。輸入物価に関係する商品市況については、足許の特徴点は申すまでもなく、原油価格の上昇である。中段のところをみると、原油価格は実は、結構大きく振れていて、昨年11月に実は一旦、そこそこ下がった。その後、12月から上がってきて、足許まだ上がっている。ご承知のように基本的には、勿論イラク情勢もあるが、先程話にあったベネズエラのストライキが相当効いていて、OPECが増産で応じているにもかかわらず、市況が高いということであり、足許はブレントではこれは1月の平均値だが30~31ドル位、WTIだと32~33ドルということで、かなり上がっているということである。では、輸入物価はどうかと言うと図表34、輸入物価は中段でみると、3か月前比で12月は1.3%の上昇ということで、実はむしろ上昇幅が少し縮んでいる。これは、先程ちょっと申したように、11月に実は原油価格が下がっていたために12月は安かったものがちょうど入着している局面である。その結果、下のグラフだと押し上げていたグレーのところは12月は縮んできているということである。先行きは非常に微妙なところになっており、自然に考えると原油価格はもう一度1月、2月と上がってくる。他方でしかし、今日は少し戻っているが、1月に入って為替相場は対ドルで円高であり、この綱引きの加減で輸入物価は上にいくか、下にいくかちょっと自信がないが、大まかに言うと差し違えて、上にも下にも大した大きな動きにはならないだろうというふうに思っている。勿論、為替がどこかで横這いになってくると、その後は原油の影響で少し上がると、このような環境であろう

とっている。今度は、図表 35、国内商品市況である。国内の企業物価をみる前に、若干国内商品市況をみて欲しい。このように上の太い線が日経の 42 種という数字だが、これはずっと昨年ほぼ一貫して上がっている。夏位に一回下がっているが、その後またじわじわと上がってきているような感じの動きである。足許はこのとおりに中段にあるように、鉄鋼辺りは、今年の秋からグッと上がってきて、さらに足許もまだ上がっているという感じである。紙なども上がっているが、これは先程申したように、一つは基本的にアジアにおいてこういった素材の需要が旺盛であって、需給がタイトであるということと、もう一つは、先程在庫についてもみたように産業間での企業統合が進んでおり、減産がかなりしっかり行なわれて、在庫が圧縮されているということが両方重なる形で市況の上昇が起こっているということである。1 月に入った後は、実は中段にあるように非鉄がちょっと円高の影響もあって少し下げているので、全体としてはこれまで程ではないが、商品市況はどちらかと言うと上げ方向という感じである。そうした中であって、図表 36 の国内企業物価であるが、中段の 3 か月前比でみると、12 月は  $-0.2\%$ 、これは 8 月が消えているが、 $-0.5\%$  だったので  $-0.5\%$ 、 $-0.4\%$ 、 $-0.3\%$ 、 $-0.2\%$ 、 $-0.2\%$  ということによって下落幅が縮小しているということである。前にも説明したとおり、ここで指数が変わっているために下落幅が拡大している。例えば、11 月のところは、旧指数、国内卸売物価では  $+0.2\%$  であったので、 $+0.2\%$  と  $-0.2\%$  の差は指数の変更によるものである。ここが一番みやすいのは、下の段のグラフの 99 年と 2000 年のところに断裂が入っており、この断裂のところをみると、何が起きているかは一目瞭然であり、グレーのところのマイナス幅がこここのところでポコッと増えているということである。これは機械類であり、主に電機機械である。以前説明したかと思うが、そもそも電気機械とかのウェイトが上がっているということ、それから二番目にその指数レベルが 95 年の指数だと、例えば半導体とかパソコンなど物によっては指数レベルが 30 とか 10 とかになって、要するに影響しにくくなっているものが、ここでは 100 にリセットされたために影響が大きくなっているということがあ

る。さらに一部、例えば汎用コンピュータの内のサーバーなどだが、新規にヘドニック法を適用したものがあるということで、こういった物の下落幅が拡大して、趨勢として弱くなっているということである。ただ、足許の数字はこのとおりマイナス幅が縮小しているのは、この機械類の下落は、実は比較的根強く大きいという中であって、先程説明したような、縦線の鉄鋼・建材関係、斜め線の素材辺りがプラスに出ているためにマイナス幅を縮小している。先行きについても申したとおり恐らく市況関係のプラス寄与はそこそこ維持していこうと思う。それから石油関係も恐らくもうちょっと、どちらかと言うと上がる方向になってこようかと思っているが、機械類のマイナスが何分大きいということなので、どうだろうか、3か月前比でみてまだ目先-0.2%か-0.1%かこの辺は正確なところは分からないが、その辺の弱含み圏内の推移になるのではないかと思っている。ただ、繰り返しになるが指数、数字の違いは先程申した機械類の動きの違いということである。最後に消費者物価については、改めてみるほどのこともないが、図表 39、消費者物価で、基本的に変化はない。もうずっと前年比-0.8%か-0.9%であり、10月が-0.9%の後、11月が-0.8%である。前から説明しているように、最近の変化として言うと、中段の財のところの下落幅が少し縮んでいるなという感じである。全国の場合は東京ほど被服がはっきりと縮小しないので、東京ほど極端ではないが、緩やかに縮小という感じである。そうした中であって、公共料金の下落等もあり、前年比のマイナス幅は0.8%が続いているということである。以上のとおりであり、基本的には実体経済の指標には、余り大きな変化はないと思っている。内需関係は先程申したとおりほとんど変化がない。敢えて言えば、輸出が実は思ったより少し強めの数字が出て、生産が少し弱めの数字が出たということだが、それぞれに特殊要因なり、背景なりがあって、企業ヒアリング等と合わせて考えると、いずれも横這い圏内ではないかと判断している訳である。従って、全体の判断も余り変化しないということである。ここで一言付け加えておくと、ご承知のとおり最近、景気動向指数が今日もまた改訂値が出ていたが 50 割れということで、景気

息切れのような議論が出ている訳である。これについて、今私が申せることは、ちょうど去年の春申したことの逆であって、去年の春、あれが上がって行って回復という時に、私共はどちらかというところ、これはゆっくり判断していきたいと申し上げた。というのは、ああいった動向指数のようなものは過去の日本の景気循環を前提に作られているために、ある意味で生産が増えれば比較的速やかに設備投資がついてくるという前提でつくられているのだが、今回は恐らく設備投資は直ぐには立ち上がらないだろうということであった。実際はどうだったかというふうに見てみると、確かにGDPの数字みたいなものは私共が昔予想したよりも少し上を走った訳だが、これは実は何のことはない、個人消費が思ったより頑張ったからであり、景気循環ということ考えると、設備投資は下げ止まりまでは行ったが、上向いていないということであるので、景気全体としてはっきりと上向いた訳ではないというふうには考えている。今も逆に言うと、確かに生産が横這うと、たまには動向指数が50割れという数字がつく訳だが、最終需要が大きく減少すれば別だが、生産横這い圏内であれば、基本的には企業収益は増益が維持できる訳である。もともとキャッシュ・フローの範囲内で行なっている設備投資がここで大きく削減されると考える根拠も乏しいと思うし、在庫についても先程申したようなことである。従って、前回、去年の春にここは余り動向指数に付き合わないで、ゆっくりと行くとしたのと反対の理由によって、ここはずっと慎重めできたので判断を変える必要がないと、取り敢えず私共では考えているということである。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

植田委員

在庫水準が凄く低いにもかかわらず、さらに圧縮が続いているということ、基本的には将来見通しの不確実性ということで良いのか、それとも例

えばデフレからくる実質金利の高止まりとかそういうことも影響しているのか。

#### 早川調査統計局長

まず、基本的には先行きに対する不透明感だと思っている。在庫コストが恐らく金利でどうこうというのであれば、むしろどちらかと言えば、在庫コストを本当に言うのであれば、商品毎に物価の下落率は全然違う訳であり、例えば電気機械などはもの凄く在庫コストが大きい訳である。彼等は逆に言うと、技術的な陳腐化がもの凄く早い訳で、実質金利が云々というよりは、むしろそういう理由で常に在庫はミニマイズしたいというふうに考えているのだと思っているので、余り関係ないと思う。むしろ、やはり一番効いているのは、先行き不透明感が大きい。これは大きく挙げると二つあると思う。全業種に亘って効いているのは先行き不透明感であって、例えば先程もちょっと申したようにアメリカの景気回復についても、いわゆるアメリカ国内のエコノミストがみたよりも、日本の企業の人達が慎重にみていたので、そういったもとの在庫が積み上がらないようにしたいという気持ちが非常に強かったということだと思う。であるから、クリスマス商戦の評価などもアメリカのエコノミストなどは、悪かったと言う人が多いが、日本の企業の人達は、やあまあこれ位で良かったと言う位の感じを持っているので、そういう意味では非常に慎重だということはその表われだと思う。それから、もう一つが先程ちょっと申したようにやや違う、いわゆる素材のところで起こっている現象というのは、必ずしも先行き不透明感だけではなくて、ある種、業界での再編が相当進んだところで、どちらかと言うと減産をして在庫を減らして、市況を上げたいというような感じ、この辺が幾つかの業種でかなりはっきり出ている。その辺は先程の何か右下へ向かって動いているのがあるが、あの辺は単なる不透明感よりはその辺が若干影響しているということではないかと思っている。

#### 植田委員

関連した点として、キャッシュ・フロー対比で設備投資と在庫投資は低い訳だから、余った分がどこに行っているのかということだが、常識的には債務の返済だろうと思うが、データの的に確認できるのか。

#### 早川調査統計局長

やはり、常識的に一番大きいのは債務の返済である。それに加えて何がしかのそれこそ、例えば自社株買いだとかそういうふうな形で使われている金もあるし、それからちょっと厄介なのは、例えば海外設備投資などはやや別の形で設備投資という形ではない項目で出てくるので、そういうキャッシュ・アウトも若干ある。

#### 田谷委員

生産が横這いという判断だが、11月の当初予想の数字というのは、前回の決定会合では確か前月比で $-0.1\%$ だったものが、最終的に $-1.6\%$ になっていた。しかも、12月の予測数字が下方修正された。こういう状態のもとでも横這いと判断するのは、一つには、船舶とかある特殊要因があるということと、マイクロ・ヒアリングがあるということと、出荷が伸びているということと、在庫が下がっているということであろうが、でもそのどこにどれ位の重きを置いてその判断が出るのか、ここが結構ポイントかなと思うが。

#### 早川調査統計局長

基本的には、勿論数字の読み方もあるのだが、やはり私共は、この生産に関する限りは、かなりマイクロ調査にウェイトを置いてみている。例えば、どちらかと言うと、逆に言うと数字の着地としては第3四半期などは、思ったよりもずっと上で着地してしまった訳だが、その頃から第4四半期については、彼等はどちらかと言えば横這い、微減位の数字を前から言っていた訳なので、 $-0.8\%$ 位であればこれまで、現に企業サイドが何か大き

くその生産計画が狂ったという感じは持っていない。本当に例えば予想外の出荷減みたいなきょうが起こるのであれば、通常、例えば1~3月の生産計画というのは下振れで出てくる訳だが、いつも話しているように1~3月の生産計画は思っていたとおりの感じの動きである。確かに新幹線など何だのというのが影響しているので、あの辺まで実は普段はヒアリングしていないので、数字面は少しマイナスが出たが、全体の基調としては大きく変わっていないと基本的に考えている。それに加えて先程申したように、これが例えば、生産のマイナスというのと輸出が予想外に強かった、輸出が予想外に弱いもとでの生産が思ったより弱いとか、あるいは生産の弱さ自体は大したことなくても、出荷が落ちて在庫が増えているような感じで例えば生産の減少であるとする、これ位の-0.8%の減少であっても生産は弱いと判断する訳だが、繰り返しになるが、ヒアリングの感じ、それから輸出との組み合わせ、あるいは出荷、在庫との組み合わせ、そういう組み合わせで色々とみていくと、もともと生産というのは大体2%以上動く動いたという感じがするのだが、ゼロコンマというのは色々な局面で上がったたり下がったりする数字なので、それを大きく取り上げることはないと思っている。

田谷委員

通常ヒアリングでカバーする作業というのは大体どれ位か。

早川調査統計局長

正直言って、業種によって何割というのはなかなか難しい。と言うのは業種をきちっとカバーしていないものだから。各業種の大きなところを大体押さえているという感じなので、弱いのはやはり、非耐久消費財とかは弱いのは間違いない。雑品目の消費財などは全然押さえていないし、あと、特別な一般機械、今申したように新幹線がどうだと、これは輸送機械だが大物の産業機械とかは押さえられていないので、そういうのがポコッと動くと予想外の数字がベコッと出てしまうという感じはあるが、皆さんがよ

く新聞で業界動向みたいに出てくるようなところは大体押さえられていると考えて欲しい。

敢えて言うと、今、現局面で最も正確に把握されていないのは、個人消費である。であるから、もし仮に、例えば先程 12 月単月の数字が少し弱いと申した。それが 1 月になっても 2 月になっても、やはりもっと個人消費が弱くなってくる、従ってこれまで個人消費が所得対比で強いと言ってきた判断が壊れるということになると、恐らく生産についても、そちらからマイナスの効果が出てきたというふうにみるべきだと思うが、最終需要サイドをみた場合、輸出は少なくとも 11 月は思ったより弱い数字ではなかった。設備投資について何かこれはヒアリングも合わせて一段と圧縮方向に動いているという印象は余りない。とすると、漏れているところは個人消費だけなので、もし個人消費がガタツときているという兆候があれば、この生産についてもそういう判断をした方が良いと思うが、今のところそこまでの材料はないと思っている。

#### 速水議長

それでは次に行きたい。金融環境について企画室から白川理事と山口審議役をお願いします。

#### 4. 金融環境に関する報告（資料-5）

##### 山口企画室審議役

それでは例によって参考計表その 2 をみて欲しい。図表 1、クレジット関連のデータは、まず銀行貸出の動きだが、12 月は結局 -2.3% ということである。11 月が前年比 -2.3% だったので、横這いということだが、この四半期 10~12 月、均してみると、遡ってみても、大体 2.5% 前後の横這いでの推移ということで、これまでの動きから大きく変わることはないと思っている。ただ一言付け加えておくと、先月の会合で 11 月にマイナス幅が少し縮まったことについて、一部大手行の間で中小企業向け貸出に係る業務改善命令を受けて貸出の姿勢を前傾化しているという動きも



非常に限界的だがみられるようである、とこのようなことを申し上げた訳だが、その動きがさらに拡がっているという感じではないが、マージナルな動きとしては多少続いている感じはない訳ではない、こんなふうにみている。それから下の方の表、民間部門総資金調達だが、12月は-2.7%ということで、10月、11月、12月と、各月でみてもほとんど横這いということだが、四半期単位でみると、前年比マイナス幅がじわじわと拡大するというような、これまでのトレンドが持続しているという状況である。銀行貸出については達観して横這いであると申し上げたが、このじわじわとマイナス幅が拡大しているのは、これまでも申し上げてきたとおり、資本市場調達について趨勢としては伸びが鈍化してきている、こんな状況にある。この表上で直接市場調達、CP、社債というところをみると、四半期ベースでみれば、非常に小さな動きではあるが、0.4%、0.1%、0.0%というような寄与度の推移になっている。ただ、12月単月については、実は寄与度のCPのところをみると、一応+0.1%となっていて、何やら少し増加の方向での寄与がみられるということだが、対前年比でみると、CPは12月は+3.7%ということになっている。10月が-0.8%ということで水面下だった訳だが、それが11月+1.3%、12月+3.7%ということで、やや伸びが加速しているような感じだが、これについてはご承知のとおり、一昨年はエンロンの破綻ということがあって、CPの発行環境はかなり悪化していたということなので、自然体でCPの発行が行なわれても昨年の場合、この12月の場合にはその反動が出て伸び率が高まるというような要素がある、これが一番大きいかと思っているが、このCPについても非常に限界的な動きだが、やはり不良債権処理加速に伴う諸々の影響ということ懸念して、企業サイドで資金の前倒し調達を図るというような動きも若干ながら12月についてはみられたようで、これが相俟ってCPの対前年比が拡大するという状況になったということである。なお、CPのこうした動きについては年明け以降、これが続いているというような感じではないようである。次のページのマネタリーベース、マネーサプライだが、これについては、マネタリーベース、それからM2+CD、広義流動

性、いずれについても伸び率が鈍化しているという状況である。まず上段の表で、マネタリーベースをみると、12月は+19.5%ということである。11月21.8%ということからすると、伸び率がダウンしているということだが、これは下をみると、銀行券の発行高の伸びが10%ということで、伸びが鈍化していることに加えて、当座預金の方も83.2%で、これも伸び率が鈍化しているということである。当預については、一昨年当預のターゲットを6兆円超から10~15兆円程度というところまで引き上げたので、その分のいわば、これまた反動が出ている、裏が出ているといったようなことで、この結果12月のマネタリーベースの伸び率が鈍るということになっている。四半期ベースでも、これは4~6月以降一貫してその伸びを低めるというような推移に取り敢えずなっているということである。このままの調子で行くと、今月というか1月については、一昨年の12月の政策変更というか、ターゲット引き上げの影響が今年の1月からフルに効いてくるということになるので、裏が出る度合いが強くなるので、1月についてはマネタリーベースの伸び率は多分1割台の前半位まで鈍化してくるだろうとみている。以上が上段のマネタリーベースだが、中段のマネーサプライは、12月をみると、11月の3.2%の伸びから12月は2.2%ということで、やや大きめに伸び率が鈍化しているということである。これまた前年というか、一昨年要因というのが働いていて、これまたエンロンの影響を受けている訳だが、エンロンの破綻というようなことがあって、投資信託から主としてはM1へ大規模な資金シフトが一昨年生じたということであった訳だが、その分の反動がこの12月については出たというのが、最も大きな要因とみている。ただ、一部大手行のCDについて、株価低迷というようなことを眺めて、一部ではあるが、機関投資家、年金基金等がCDを繋ぐというよりも短期国債等を選好するような形でCDの伸びが落ちるというような要因も加わっているようである。計数的にはこのM2+CDの内訳のCDのところをみると、ずっとマイナスが続いてきた訳だが、11月-23.0%の後、12月は-34.0%という形で、マイナス幅を拡大している。この辺りに今申し上げたような機関投資家の動き、あ

るいはそのバックグラウンドにある株価低迷といったような影響が表われているようで、その辺りは気になるところではあるが、12月については、これが大きな要因となってマネーサプライが伸び率を低めたということではなくて、先程申し上げたような一昨年 of 裏が出るという方が、相対的により大きなインパクトを持ったとみている。これまた四半期でどうだったかというのをみれば4~6月、7~9月、10~12月とほぼ一貫して伸び率低下傾向を持続しているという姿である。この1~3月についても見通しを立てる時期ということだが、昨年、何度も申し上げていることだが、資金シフトがかなりみられた時期である。従って、その裏が出る形で1~3月については、M2+CDの伸び率は鈍化するだろうとみている。私共の大勢見通しとしては大体1.8%、2%弱位の伸びになるのかなと考えている。対外公表としては+2%前後の伸びと考えている。以上がM2+CDだが、広義流動性については、11月1.2%まで伸び率がダウンした訳だが、12月についても1.2%で横這いと、こういう姿である。前回の決定会合でも申し上げたが、広義流動性については多少諸々の推計によるところが多いので、月々の動きを一つ一つみてなかなかトレンドを語り切れないというところがあるが、一応12月についても、取り敢えず11月と同じような伸びに止まったということである。次のページをみて欲しいが、広義流動性の伸び率は1.2%ということで11月対比横這いの伸びということになったと申し上げたが、それを少し寄与度ベースで中身をみてみようということである。右の欄の四つ目、三つ目辺りに昨年の11月、12月の広義流動性の伸びとその寄与度ベースの内訳を掲げている。D-Cのところをみれば、広義流動性は、前年比で-0.1%となっているが、主としては中程の投資信託が、マイナス寄与を縮小し、その一方でM2+CDのプラス寄与が縮小するという感じで、計数的には投資信託の方へM2+CDの方から流れたという感じでみられなくもないということである。ただ、安全資産全体の動きがどうかということだが、参考1のところをみると、安全性が高い資産というところに載せているが、12月は6.6%ということで、11月に比べると寄与度は多少低下しているが、その下にあるウエイトの

方をみると、ほぼ横這いないし若干上昇という感じなので、全体として、安全資産を選好するというような流れ自体に変化はないといった感じで見ているところである。なお、マネーサプライが2.2%まで伸び率を低めている。要因は先程申し上げたようなことだが、一応これまでも申し上げてきたことだが、マネーサプライと実体経済活動との関係はどうかということだが、もう既にご承知のとおり、上にM2+CDの対前年比を97年以降ずっとグラフ上にプロットしている。それから中程に鉱工業生産をプロットしているが、このとおり変化率、変化の幅だけみても、マネーサプライと鉱工業生産の幅というのは、マネーサプライが相対的に小さな変動幅のもとで鉱工業生産、あるいはもっと全体を見渡して経済活動全般についての変化幅というのはかなり大きいというようなことで、そういった意味で長い目でみてのマネーサプライと経済活動との関係については、安定した関係がなかなか見出しがたいと、こんな状況にあるということである。これについては常々話してきているとおりである。従って、2.2%に伸び率が下がったと、これは特殊な要因とは言え、仮にそれをそのまま受け取ったとしても、それが直ちに実体経済活動との関係で何ら、強い示唆をしていると考えることは、それ自体難しいだろうなということである。それからマネーサプライの水準に対する評価という点では、一番下に名目GDP対比のM2+CD、いわゆるマーシャルのKの推移をグラフ化している。ここでみれば、トレンド線を点線で示しているが、この数年に亘って、一応このトレンドとの対比で見れば、上振れている状況で、経済活動対比、マネーが過少であるといった状況にはなっていないということであるし、それは2.2%まで伸び率が下がったからといってそうした事態に変化はないといったところである。以上がマネー関連の指標についての説明ということである。それから企業金融関連はどのような感じだったかということだが、特段大きな変化はないが、資金繰りDIだが、中小公庫と商中の数字が出ている。12月だけとると、中小公庫は-20.1%、商中は-8.1%ということで、資金繰りについてはベクトルの向きが逆向きということである。10月、11月、12月、月毎に追ってみても、一高一低を繰り返していると、

こんな状況である。四半期でそれを均してみると、方向感としてはやはり資金繰りとしては改善の方向という感じが続いているが、やや年末にかけてそうした改善度合いというのは小幅化してきているのかなという状況である。それから企業からみた金融機関の貸出態度はどうかということで、この中程の表をみて欲しい。中小公庫だが、12月は3.9%ということで緩和方向に振れている。11月が随分厳しめの方向に振れたのでどうなるのかなという感じをもともと持ちながらみていた訳だが、実際には改善したということである。ただ、これについては四半期で均すと、このとおり7~9月5.8%のあと、3.0%ということなので、中小公庫段階では、やはり慎重化の方向に金融機関の貸出態度をみている企業が多いということである。銀行の融資先に対する選別姿勢が継続しているという状況だとみている。それから最後に企業倒産関連、12月については1,400件強である。前年比-7%ということなので特に多いということではないが、このところ大体季調済で言うと、1,500件位のところで推移してきているという状況である。以上がグラフ、計表に即しての説明だが、全体感としては、金融環境の基本的な状況というのは特に大きな変化はないと思っている。ただ、計数的にみると、途中でやや詳しく説明したが、マネー関連、特にマネーサプライについてやや前年の裏が出るということが主因とは言え、伸び率が小さくなっているといった動きが目立ったところかなというところである。その他については、特段大きな動きはないとみているが、やや目を凝らしてみれば、先程申し上げたように、貸出関連でいくと、業務改善命令を受けた一部行が多少貸出姿勢を前傾化しているというような感じのビヘイビアがみられる。それからCPについては、年明け後まで継続しているとは思っていないが、多少資金調達を前倒しにするというような動きも出ているといったところもある訳で、こういった辺りについては、これから気を付けていく必要があるかと思っている。それからマネーサプライについて説明した際に、一部大手行のCDがなかなか繋がれにくくなっているというようなことも限界的な動きということで申し上げたが、この辺りについても今後とも動きを注視していかなければならないと、こんな

感じで見ているところである。以上である。

速水議長

質問あればどうぞ。

福間委員

CDの問題というのは、要するに例の株価の動向をみている機関投資家のことを言っているのか。

山口企画室審議役

然り。

須田委員

広義流動性のM2+CDから投資信託にシフトしたという話であるが、これは具体的にどういうものなのか。

山口企画室審議役

シフトと言っても、この図表3をみると、要するに水面下の世界でのマイナス幅が縮まったということなので、現実にはそうしたシフトが大きく起こっているというような状況ではないだろうと思っている。そういった点で、先程申し上げたように、安全性の高い資産の状況というのはどうかと、選好度合いはどうかと、説明した訳だが、先程申し上げたとおり、そのウェイトが下がるということではなくて、むしろそれは多少とも上がるというような動きを示しているので、今まで私共が説明してきたような、安全資産に対する選好といったこと言えば、その動きに変化はないとみている。

速水議長

ほかになければ、以上で議事を終了する。明日は午前9時に会合を再開したいと思う。なお、予てからお願いをしているが、決定会合に対する信

認を確保するために、本日の議事内容においても厳正な機密管理に努めて頂くようお願いする。本日はどうもありがとうございました。

(午後 3 時 46 分中断、22 日午前 8 時 59 分再開)

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、金融経済情勢と金融政策運営方針に関する討議を行ない、もしあれば政府からの出席の方々の発言を頂く。その後、金融市場調節方針の採決と進めて参る。その後、金融経済月報の基本的見解の取り纏めを行ない、最後に前回決定会合の議事要旨の承認を行なう予定である。

本日、政府からの出席者として財務省からは谷口副大臣、内閣府からは小林審議官が出席頂いている。予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等全て記録することを前提としている。委員および政府からの出席の方々におかれてはそのことを前提に発言頂くよう宜しくお願いする。

### Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

#### 1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

それでは、昨日の執行部からの報告を踏まえて金融経済情勢と金融政策運営に関する検討に入りたいと思う。討議の形式はいつものように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行なう。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て討議を行なう。その後、政府から出席されておられる方々からもし意見があれば承るという順で進めて参りたいと思う。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。各委員の発言が一通り終わった後に自由

討議の時間を相応に設けるので、各ラウンドでの発言時間はできるだけ守って頂くようお願いする。では、金融経済情勢について本日は田谷委員からお願いしたいと思う。

#### 田谷委員

前回の会合以降、わが国を取り巻く金融経済環境は幾分厳しくなる方向にあるし、中東を中心とした地政学的リスクが払拭されず不透明感の強い状態が続いている。そうしたもとの、輸出の伸びが鈍化しはじめ、景気回復への動きは足踏み状態となっており、回復への動きが再開するタイミングは見定め難くなっている。

まず米国経済に関連しては、必ずしも成長率予想が広範に下方修正されてきている訳ではないが、足許弱めの経済指標が相次いでいる。昨年第4四半期の生産は減少となったし、非農業雇用者数は11月、12月と減少し、雇用環境悪化の兆しともとれる。クリスマス商戦はどちらかと言えば不振だったようであるし、各種消費者コンフィデンス指数も昨年末、今月と低下している。今後についても金利低下効果が今後減退するのではないかと懸念されはじめているし、新たに打ち出された減税策の行方とその効果もはっきりしない。企業設備投資は機械投資を中心として下げ止まりつつあるものの、回復の展望は開けてきていない。こうしたもとのドルが低下傾向を続けている。この関連では、米国経済が日欧など他の先進諸国経済に対して相対的に高い成長率を維持するであろうことについてのコンセンサスはあるものの、最近米国の双子の赤字が話題にのぼることが増えてきた印象がある。米国経済の鈍化とドル安が続くようであれば日本経済にとって厄介な状況となる。欧州経済は昨日の国際局の説明にあったように、内需は弱いうえに輸出の低迷で、景気が再び減速する懸念が強まっている。最近の株価の推移などをみても特にドイツ経済が厳しいようである。東アジアの輸出・生産の伸びも全体として鈍化傾向にある。民間の経済予測などをみると、前回会合以降、欧州経済、東アジア経済ともに今年の成長率見通しが若干下方修正されている。日本にとっての輸出環境は厳しくなって



きている。また、それ以上に問題なのは、輸出回復のタイミングが後ずれしてきていることである。昨年秋口には年が明ければと想定していたものが、昨年末には春頃になればと想定し直した。現在は、それよりどうも遅れそうである。しかし、それすら根拠のはっきりした想定ではない。特に中東を中心とした地政学的リスクが顕現化し、その後そうした悪材料が出尽くすまで輸出回復のタイミングは後ずれするかもしれない。輸出は昨日の説明では、足許、実態的には横這い程度で推移しているとのことだった。輸出環境が厳しい方向に動いていることもあって、輸出の先行きはより慎重にみるべきではないかと思う。生産についても実態的に横這い程度で推移しているとのことだが、今月の景気判断では、この生産の動き、特に昨年11月の生産の減少だとか12月の予測数字の下方修正をどう読むかがポイントになると思う。ただ、1～3月の予測数字を含めたマイクロヒアリングの結果を重視すれば、横這い程度の基調は変わっていないということで取り敢えずは良いのではないかと思う。今後の輸出動向と共に、今後の生産の動きによっては景気判断の下方修正もあり得ると思う。個人消費については、全体としては弱めの動きながら所得対比での底固さを維持している様である。雇用・所得情勢の好転が暫く見込めないもとで、底固さがどの程度維持されるのかを注視したいと思う。最後に、今年に入り銀行の不良債権処理の加速に伴って、銀行の資本増強の動きだとか借り手企業の再編の動きが活発化してきている。こうした動きのインパクトがどう出てくるかにも注目している。以上である。

速水議長

次に植田委員お願いする。

植田委員

今の田谷委員の見方とかなりオーバー・ラップするが、まず全体としては、日本の経済情勢が下げ止まったままとみるのか、先行きややダウンサイドのモメンタムを含んでいるとみるのかというのが一つのポイントか

と思う。ここまでに発表されたデータに含まれている情報をみる限り、昨日の調査統計局長の説明のとおり、はっきりとしたダウンサイドの動きが出ている訳では必ずしもない、ということで宜しいかと思う。ただ、先をみた場合に色々な不安が残るということかと思う。その不安を需要項目でみれば、やはり消費のところと純輸出のところということになるかなと思う。消費については、田谷委員も言われたように、足許を今年の第3四半期位までのデータに比べるとやや弱めの感じになっている。これは一応予想された動きだということかと思うが、雇用者所得が弱い中で近い将来に一段の下方屈折がないかどうか注目してみる局面かと思う。今年の企業収益を反映して、今年の夏のボーナスの頃には雇用者所得の下落はやや緩やかになりそうな期待もあるので、そこまで消費がどれ位持ち堪えるかというのが一つの焦点だと思う。その先は設備投資ということになるが、これは当面は余り期待できないと思う。むしろ不良債権処理の影響ということが昨年来気に掛かっていた訳だが、はっきりしないが、いわゆるハードランディング的な方向は、取り敢えず極く短期には避け得るという方向に動いているようにもみえ、どちらかと言えばソフトランディング的な感じで暫く走っている。中長期的にこれが良い方向かどうかは必ずしもはっきりしない訳だが、今年度末にかけてのクレジットクランチ的なリスクはやや減少したということかなと思うが、これも例えば株価次第でどうなるかわからないということだと思う。海外経済については、昨日の説明あるいは田谷委員が言われたとおりかと思うし、さらにそれに加えて一段のドル安懸念というものがリスクとして非常に大きいということかと思う。これは言うまでもないが、一昨年位までのアメリカでの高い期待収益率に支えられた設備投資主導の中での経常収支赤字という形から、消費あるいは財政が裏にある経常赤字へ移りつつあるということが一つの大きな背景かと思う。そういうことなので、今後再びアメリカの企業セクターが立ち直るとすると、ひょっとしたらドル安方向へのリスクもやや減るかもしれないし、仮にドル安になってもマクロの強さとオフセットして大したことはないということかもしれないが、逆の目が出ると恐い可能性がある

ということだと思ふ。あと、金融資本市場周りでは、日本の長期金利動向をどうみるべきかということがあると思ふが、これは後程、政策との関連で触れたいと思ふ。以上のように、リスク・ファクターが顕現化しなければ、当面日本経済は何か上向きの力が出てくるまでゼロ成長近辺を這うというのが標準シナリオかなと思ふ。その場合の物価について最後に触れておくと、特にCPIをとった場合には、ここまで国内の需給ギャップ的な要素が余り大きな影響を及ぼしてこなかったということだと思ふ。この理由は依然としてはっきりしない訳だが、こういうことが続くとなると、ゼロ近辺の成長であれば今後もそこからは大した影響がCPIに出てこないとみるのが、一応常識的かなと思ふ。むしろ、石油化学品の市況、医療制度改革あるいは間接税引き上げ、企業の低価格戦略の行方等がCPIに大きな影響を与えるということかと思ふ。それらを含めて、近い将来、若干CPIの下落率がやや縮小する方向が少し見込まれるということかと思ふ。以上である。

#### 速水議長

次、春委員お願いする。

#### 春委員

昨日の執行部からの説明に特に異論はないが、各項目について簡単に申し上げたいと思ふ。外需については11月の実質輸出が大きく伸びた訳だが、これには一時的な要因が強いので評価は難しいということだと思ふが、総体として横這いという見方で宜しいのではないかと思ふ。生産については、11月の鉱工業生産の確報値がやや大きく減少した。10～11月に出荷が僅かに増加をしているのに生産がマイナスになっているということだったが、出荷が伸びなかった電機等でも、在庫が減少しているというようなことからみると、生産スタンスが非常に慎重のように思ふ。先行きさらに出荷が増加すれば、生産の増加に繋がり易い状況という見方もできるかと思ふが要注意だと思ふ。いずれにしても昨年の年初から日本の景気

を引っ張ってきた輸出・生産とも、増勢一服という状況だと思う。因みに毎度で恐縮だが、産業用の大口販売電力は11月も前年比+3.1%ということで5か月連続前年比プラスとなり、業種的にも繊維を除く全ての業種でプラスになっている。12月については、東京だけだが前年比+3.2%となっており、全体もほぼ同様の状況とみられている。ただ、設備の状況を示す契約電力は、これも東京だけのデータだが、昨年2月以降前年比マイナスが続いており、12月まで1%強のマイナスが続いており、設備のストックの減少基調は変わっていないように思う。設備投資については、11月の資本財出荷あるいは建築着工床面積は横這いの動きであるし、先行指標の機械受注も力が弱いという状況である。設備投資については、企業収益が改善する中で下げ止まりが明らかであるが、企業の投資スタンスは依然として慎重だと思う。なお、稼働率指数をみると一昨年11月の87をボトムに昨年の7~9月から10月、未だ11月は出ていないが、95前後の水準まで上昇している。過去の例では、稼働率指数が98を上回ると設備投資が活発化するというレポートがある訳だが、この数字にかなり近付いてはいるが、未だ回復への見通しは不明の状況かと思う。個人消費関係の指標は引き続き様々だが、12月はやや弱めの指標が多かったように思う。雇用関連11月は、常用労働者数の減少とか賃金の低下が続くなど厳しい状況に変わりはなく、冬の賞与の情勢も一層厳しさを加えているかと思う。所得の割に消費が堅調という構図が続いているのは有り難いことだが、消費者のマインドの面でも消費者態度指数とか、景気ウォッチャー調査でも注意を要する材料が出ているように思う。物価面では全国の消費者物価は緩やかな下落傾向を続けている。今月から発表された12月の企業物価指数は、電気機器の下落等から前月比で低下しており、企業物価指数はこれまでの卸売物価指数と比べてマイナス幅が拡大しているが、昨年後半からの推移をみると前年比のマイナス幅は縮小しているように思う。昨年の夏以降、内外の商品市況で、いわば原材料の市況が上昇しているにもかかわらず、製品価格は下落しているという状況だが、今後どのような影響を持つか注意したいと思う。

リスク要因としては引き続きドル安の局面を迎えている米国と日本の株価かと思う。米国のクリスマス商戦は底割れはしなかったが、期待程ではない。総じてみれば緩やかな伸びということだったようである。1月7日にブッシュ政権から出された景気対策は法案通過の可能性の疑問とか、長期金利の上昇に繋がる恐れとか双子の赤字復活を思い出させるといったようなことから、これまで、さらにこれに地政学的なリスクというものがある、これまでのところ株価、為替などでの積極的な評価には繋がっていないように思う。ただ、11月の利下げ効果もあってと思うが、自動車販売を中心に消費は堅調であるし、住宅投資も底固い状況が続いている。地政学的なリスクに見極めがつく時期がいつなのかというのは不明だが、その段階で新経済対策への評価が高まっていくというようなシナリオに期待したいと思う。日本の株価は昨日は若干上昇したが、8,000円台半ばで低調な動きを続けている。総じて銀行株価が足を引っ張っているが、このところの積極的なリスストラ策や資本増強策が評価されて若干見直されている状況だと思うが、金融庁による特別検査を前に当面、銀行株価の動向が大きなリスク要因かと思う。需給面では持ち合い解消、あるいは自社株取得と両面の要素があるが、企業収益の改善やバリュエーション面での割安さ、大幅に見直された証券税制さらには14年度の補正予算、15年度予算こういった要素に対する個人を中心とした投資家の評価がいつどのような形で出てくるのかを見守る必要があるのではないかと思う。

以上だが、経済情勢に関する結論としては、私は前月の判断を継続して、全体としてほぼ下げ止まっているが回復へ向けての不透明感が強い状態が続いているということで宜しいかと思う。以上である。

速水議長

次、福間委員お願いします。

福間委員

皆さんが言われたとおりだが、昨日の執行部の説明どおり、先月から国

内については大きな変化はみられない。ただ、輸出は水準的には高いところを推移しているのも、昨年との状態とは全く様変わりだということである。企業収益は改善し、設備投資は下げ止まっているという説明もそのとおりである。ただ、一部業種では、特にデジタルカメラとか液晶とか有色液晶のようなものについては、能力増大投資がこのところ発表されるようになってきた。雇用所得環境については厳しさが続いており、個人消費が弱めの動きを続けているという姿も変わっていない。在庫については昨日、調査統計局長から非常に丁寧に説明があったが、やはりあのような第4局面での横に少しずれるというようなところ、これは決して弱気にみる必要はなく、シュリンク・トゥ・グロウで非常に慎重に企業運営をやっているとみるべきだ。これはここ10年来の非常に苦い経験から、在庫補填というものを非常に慎重に行なうということで、これは伸びるためのシュリンクという捉え方で私はずっとみている。そういうことができるのも、サプライ・チェーン・マネジメントとITを使った在庫管理が非常に機能的に行なわれるようになってきたためだと思っている。一方、海外経済だが、米国経済の成長鈍化がやや気になるということである。これも昨日の執行部説明にあったように、鉱工業生産をみると11月は再び悪化して2002年の通年が前年比-0.6%と2年連続のマイナスとなっており、景気回復持続力のモメンタムがやや減衰している姿になっているのが懸念される。消費動向は皆さんが言われたようにいずれも弱いということである。雇用環境が悪化しており、これが消費の弱さに響いているものと思う。企業は業績の改善を図るため大幅な人員削減のリストラを行なう訳だが、これが失業増大、失業不安に繋がり家計が消費を抑える。その結果、企業業績は回復しているのだが、設備投資を抑えているというような形。それに加えて、ブッシュ大統領が連日発言する”time is running out”も企業の経営者にとっては余り良いサウンドではない訳で、アンサーテンティを高めているという格好になっているのだと思う。米国経済の弱さの背景には、こうした悪循環的な動きも一部あるのではないかと思っている。株式市場あるいは為替市場もそういうところはあるが、こういう先行きが読めない、

地政学的リスクが読み切れないというところが市場を不安定化させているのだと思う。ただ、ブッシュ大統領が打ち出した6,740億ドルの極めて思い切った景気対策は、今まで申したように個人消費が弱いということを織り込んだうえで、個人消費の梃子入れと株価対策を狙ったもの。これは、皆さん言われるように、法案通過までの時間がかかるということで即効性はないが、FRBの金融緩和策と相俟って何とかもう一度モメンタムを取り戻すということを期待したいと思う。欧州については、非常にアメリカに似ている点は消費が極めて弱いということである。フランスのカルフル、あるいはグッチ、ドイツのメトロ、英国のセインズベリーの売上げや、クリスマスセール、年初セールとも極めて悪かったと伝えられている。この間、アジア経済は引き続き良好である。アジアでは中国、タイ等の国々で内需に支えられた自律回復の動きが引き続き強まっており、域内貿易を通じた依存関係に厚みを加えつつ経済の底固さが続いている。日経ビジネスが特集した中国の磁力というのとはともかくとして、各社はこのところ中国を増員している。ということで、今の商品市況は、中国要因を除いては語れないという位、物を引き付けているというような状況である。先行きのリスクについては皆さん言われるように、ドル安リスクと地政学リスクである。昨日の為替市場、あるいは株式市場もカタールのドーハで米国民間人がテロ攻撃を受けたとか、あるいはイラクとクウェートの国境が怪しいとか、こんなことで株が落ちたりドルが落ちたりしているような状態であり、これは円が買われているというよりはドルが売られているということで、ユーロも99年以来の高値の水準に達しているということである。次に短期金融市場だが、短期金融市場は不安心理は残っているが信用リスクがさらに悪化するというムードは一旦後退し、小康状態になっている。一つは市場に早め早めに安心感を与えるという本行のプリエンプティブな政策対応が奏効したのではないかと密かに思っている。市場等との対話が巧くいっているということではないのかと思う。すなわち市場の流動性不安が高まる前段階の10月30日の時点で量的緩和の拡大措置を打ったこと、これに呼応して資金供給オペを着実に増やしてきたこと。昨日の執行部の

説明によると3月末越え資金供給オペは前年より早い10月にスタートし、1月中旬時点では3月末越えオペ残高は前年同期の約2倍に達しているという説明があった。もう一つの背景は、先程から皆さん言われているように、大手行サイドの自助努力である。最近、株価下落に見舞われた大手行が相次いで自己資本増強策を打ち出している。こうした自力による生き残りを賭けるという経営努力が、株価反発も手伝い、市場の不安感の除去に一部繋がっているのではないかと思う。昨年秋、本行が公表した「不良債権問題の基本的な考え方」の中では財務内容に対する透明性とその後の方針について、市場の信認を得ることができれば、市場で自ら資本調達をすることができるということで自力調達を促したが、やっという動きが出はじめたということは非常にエンカレッジであるし、何とかこれが成功してもらいたい。見守りたいと思う。企業金融だが、先程の短期金融市場の動きが非常に安定して小康状態を保っているということから、先週辺りから、昨日、これも執行部の方から言われたが、CPが通常条件で出るようになったほか、社債発行市場がスプレッド正常化に伴い、先週から今週にかけて活発に発行されるようになっている。それに加えて、新聞報道によれば経済産業省が中小企業金融について保険制度を導入するという事——私は未だ詳細を知らないが——、こういうことが色々手を打たれつつあり、これが、企業金融に明るさをややもたらしているのではないかなと思う。以上である。

速水議長

次、中原委員お願いします。

中原委員

景気の現状だが、引き続き足踏み状態、景気踊り場ということで、ただ先月の会合時に比べるとやや下方へのモメンタムを感じさせる指標が出はじめています。それから先行きの不透明さにかかわるいわば時間軸、将来への時間軸はこれは延びている感じがしているし、企業経営者の防御的な



計算は強まっているように思う。11月の鉱工業生産の減少について、特殊要因もあるというふうに聞いているが、輸送機械は横這いに結果としてなっているようだし、電気機械あるいは化学、鉄鋼の落ち込みは、やはり輸出の減少と、ある意味では、特に化学、鉄鋼についてはアジア向けの輸出減少と軌を一にしているというような辺りからみていくと、足許で実態的にやはり、生産に減速傾向が出はじめたとみるべきではないかと思う。一方で、先行きの不透明さの増大と輸出が頭打ちになるという中で、在庫の減少が続いている訳だが、昨日も色々議論があったが、資本財の在庫循環グラフなどをみても企業経営者の慎重な防御的姿勢が強まっているとみて良いと思う。企業が最終製品に対する価格の支配力を失っている中で、素材価格の上昇傾向が続いている、企業収益のスクイズに対する懸念も出ていると、これも経営者の防御的な心理を強めるものとしているのではないかと思う。設備投資についても、機械受注、資本財出荷でみると極めて抑制的なスタンスに変化はない。これらの動きは、必ずしも先行きに対する悲観論が強いということよりは、一部の業種、特に高炉とか非鉄、紙・パルプ等で供給量の削減、再編成が進みつつあるというようなこと、あるいはリストラの効果も経営者が手応えを感じはじめているということ、それからわが国のデフレはグローバルな構造的な影響から生じている部分が大いという認識がかなり強まってきていることから、むしろ今後は、緩やかなデフレを前提として環境変化に即応し、損益分岐点を機動的に引き下げる経営戦略への動きを示すものではないかと思う。デフレと巧く付き合っていこうという感覚が経営者の間に出ているのではないかと思う。消費については、内閣府消費者態度指数、あるいは景気ウォッチャー指数等をみると、やはりコンフィデンスは明らかに後退している。これも男女世代別でかなりばらつきもあるようだが、今後の消費を考えていくうえでは、所得格差はここ数年明らかに広がっているということだし、また、デモグラフィックな構造変化が起きていること等を考慮した消費性向の変化、こういったものを併せてみていく必要があるのではないかと思う。雇用・所得環境については、製造業からの新規求人数は引き続き増加して

いるが、一方で非自発的離職者数、完全失業者数は高水準が続いており、労働力のミスマッチ、この問題はさらに拡がっているのではないかと思う。冬のボーナスは前年比大幅マイナス、来年度新卒者の就職率の悪さ、さらに来年度の社会保障関係の家計負担の増大、あるいは年金財政再計算の影響、こういうものを考えると消費マインドのさらなる慎重化の懸念は大きいと思う。海外経済については、一部のエマージング諸国の混乱はやや落ち着きを取り戻してきたが、欧米先進国での停滞感はここへきて強まっている。ここのところの株価の動きもこれを反映したものとなっていると思う。米国については、企業部門の回復は脆弱で、その調整圧力は徐々に川下へ拡がっている動きはまだ続いている、第4四半期の業績発表はこれから出る訳だが、併せて発表される2003年の企業業績や投資計画には、慎重な見方がハイテクを中心に広がりそうな感触があるのも要警戒だと思う。米国株式市場のダウンサイド・リスクはまだ残っているというふうに感じる。米国経済の先行きについては、引き続き消費の動向が鍵を握ると思うが、家計の純資産の減少、債務比率が高まる中で、今後、地政学的なリスク、それからそれに伴う原油価格の上昇というネガティブな要因と、一方で昨年後半からの住宅ローンの借り換えによって蓄積されたいわば消費購買力、これと減税、財政面からの景気対策あるいは、労働生産性の上昇というようなプラス面の要因、これらの綱引きがどのように景気に影響を与えていくかが問題だと思う。欧州経済については、ドイツを中心として減速傾向が明確になってきているが、一方で原油価格の上昇、賃金交渉を通じてのインフレ懸念の芽も出ている訳であり、加えてEUの安定成長協定からくる財政赤字の扱い方など経済、景気運営の舵取りは極めて難しい状況だと思う。ECBの政策が後手に回るリスクも否定できないと思っている。市場については、奇妙なバランスが今とれており、やや凍りついた環境というふうに感じているが、時間の関係もあって市場関係のコメントは政策と一緒に行いたいと思う。

速水議長

次、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

日本経済は全体として成長率で言えばゼロ近辺の動き、レベルで言えば概ね下げ止まりというような状態で、若干危うい均衡という感じがするが、少し方向感がみえない状況だと思う。中原委員が言われたように、足踏みと言っても良い状態だと思う。内需の自律回復というのは依然として期しがたい状況だと思うが、かと言って消費、設備投資が急に弱くなりそうな兆しも今のところ出ている訳でもないと思う。引き続き外需頼みという状況で、輸出環境は特にヨーロッパ経済を中心として、全体として幾分悪化しているように思われるが、その悪化がかなりモメンタムを得つつあるという訳でもない、それは結局のところアメリカがアンバランスな成長ではありながら、一応成長を続けているということによるところが大きいように思う。アメリカ経済について、各委員が色々な発言をされたと思うが、私も消費から設備投資へのバトンタッチが巧くいくのかどうか、はらはらしながらみている者の一人だが、投資の回復が遅れる中で、アメリカの消費者が日本とは違った意味でレジリエントと言うか、粘り強く消費を続けているという状態が続いているように思う。年度末にかけて金融市場あるいは、金融システムの方から実体経済にかなり強いプレッシャーが及んでいくリスクというのを心配していた訳だが、今のところそういうような動きが急速に顕在化するような可能性は薄らいできているように思う。株価など決して経済に対してプラスの影響を及ぼすような動きにはなっていない訳だが、最も私が注意していた年度末にかけて企業金融が急速にタイト化しているというような動きは、今のところ出てきていないように思う。これはやはり、株価の低さにもかかわらず、金融機関の流動性ポジションが今のところ非常に安定しているということによる面が大きいように思う。金融システムについては、先程福間委員も言われたように、大手銀行の自力による資本調達を試みられる中で、企業サイドにおける色々な形で

のリストラクチャリング、整理淘汰を含むリストラクチャリングについては今までの延長線上、あるいはそれが若干加速するという位の動きになっているかなと思う。株価が大幅に下落するというようなことが避けられるならば、年度末にかけて金融市場全体として比較的安定的な動きが展望できるような状況ではないかと思うが、勿論まだそう言い切るには時期尚早であろうと思うし、やや長い目でみた場合に、こういう金融システム周りの動きというのが、全体として解決をスピードアップすることになるのかどうかということについても慎重にみていく必要があるだろうと思う。マーケットの動きということで言えば、最後にもう一つだけ、やはりジオ・ポリティカルな不確実性が市場に相当重たくのしかかっているように思うし、日本経済にとっては、それがドルの下落という形でプレッシャーをかけてきている状況だと思う。このように戦争がいつあるかも分からないという状態の中で原油価格がさらに上昇し、ドルがさらに下落するというようなことになると、やはりこれは日本の民需の動き、アメリカ経済の動きに加えてもう一つリスク・ファクターとして数えなければいけない要素になると思う。もし、イラク攻撃ということが起きた場合に、どのようなことが起きるのかということについて、かなり広くクォートされているウィリアム・ノートハウスというエコノミストの分析をみると、やはり初戦のところで巧くいかなかった場合に、アメリカ経済がリセッションに落ち込んでいく可能性がかなり強いというような指摘をしており、あるいは、市場はそういうことも半ば織り込みながら動きつつあるのかもしれないという気がする。という訳で、為替を含む内外市場というものを慎重にみながら今後の動きを評価していく必要があると思うが、今のところは日本経済全体についての評価は前月までと同様の評価で良いのではないかと思う。

速水議長

次、藤原副総裁お願いします。

## 藤原副総裁

総合的には、前月の判断を据え置くということで良いと思う。それぞれの需要項目については余り大きな変化はみられていないし、これまでに既に多くの委員の方々が述べられたので、一々私の意見を述べることは割愛するが、現在、世界各国の経済はかなり類似した動きを辿っているのではないかとみてとれる。シンクロナイズしているパターンをとっているように思う。つまり、経済全体としては横這い、ないしは若干のプラス成長という構図は変わっていない中で、先行きの不透明感から企業の投資意欲がなかなか高まってこず、結果として景気回復の展望もなかなかはっきりしないといった動きをそれぞれ辿っているのではないかと思う。そうした不透明感の一つの大きな背景には、いわゆる国際政治・軍事リスクがあると思う。これはいろいろなリスクの中でもとりわけ予測が難しいだけに、その帰趨によっては、日本経済だけではなく、世界経済全体が上、下いずれの方向にも大きく動く要因となり得るものだと思う。このリスクについて、これまでも同様の意見が披露されたが、注意深くみていく必要があると思う。取り敢えず以上である。

## 速水議長

最後に須田委員お願いします。

## 須田委員

実体経済の現状ならびに先行きの評価については、基本的に、執行部の見解に異存はない。消費、輸出の先行きなど、主な論点は既に指摘されているが、これまでに発表されたデータに基調判断を変える材料は特に見当たらず、また、先行き不透明感の強い状況に変わりはない。

先行きのリスクとしては、海外経済の動向、特に米国経済を巡る不確実性に注意が必要である。家計支出が持ち堪えているうちに企業投資が回復に転じるというシナリオに対する不確実性は高まっているようにみられる。米国では、グリーンSPAN議長をはじめ、労働生産性の高さを米国経

済の強みとして強調することが多いように思う。確かに、昨年第3四半期までの非農業部門の労働生産性の前年比伸び率は高く、第3四半期には+5.6%という高さであった。しかし、実質雇用者所得の伸びは、生産性の上昇に比してかなり低く、税引き前企業収益の伸びも同様である。生産性の伸びとこれらとのギャップの背景には、企業の価格支配力の低下によるマージンの悪化や、バブル後遺症とも言える特別損失の存在などが考えられる。こうした中で、需要がその高い供給能力に見合うだけ増加し、生産性の上昇が持続することができるかどうかの一つの論点であるが、それを前提に米国経済の先行きを議論する妥当性は低くなってきているように思う。このような想定が崩れた場合の株価等への影響も懸念材料である。さらに、もう皆さんも言われたが、いわゆる地政学的なリスクについても、原油高・長期金利上昇・ドル安に繋がるリスクに止まらず、中東地域、あるいはイスラム世界との間の緊張の高まりが中長期的に米国の経済主体のコンフィデンスに悪影響を及ぼす可能性も否定し切れない面がある。

次に、国内面のリスクについて、最大の下振れリスクは、不良債権処理の加速に伴う企業金融面を通じた影響である。銀行の貸出態度については、基本的に、借り手企業の財務内容のほか、貸し手である銀行の自己資本制約と流動性制約が大きな影響を及ぼす。このうち、自己資本面では、税効果会計の大幅修正の見送りなどにより、銀行の自己資本比率が急速に低下するようなハードランディングは差し当たり回避されている。また、流動性の面でも、日銀の豊富な資金供給の結果、金融市場における資金余剰感は極めて強く、また、大手銀行の預貸バランスは、流動性預金の大量流入と貸出減少により、預金超過となっている。このため、大手銀行の資金繰りが逼迫する可能性は高くはなく、今のところ、企業金融は総じて落ち着いている。とは言え、年度末に向けて、特別検査実施が銀行経営に与える影響や、銀行の増資計画の実現可能性、株式持合い解消の動向など注意が必要である。

次に、金融・為替市場のリスクについて、特に気掛かりなのは、大手銀行の株価の帰趨である。現在の株価は、少し持ち直しがみられるとは言え、

昨年 9 月末と比べて、東京三菱を除き、5~6 割も低い状況である。このまま推移すると、大手銀行の株式を保有している生保や大手企業などの今年度決算に与える悪影響が懸念される。一般に、「2 月危機」、「3 月危機」という場合、これから先の株価下落を起点とする悪循環を想定していることが多いように思うが、今年度下期中の株価の下落、すなわち既に下落した株価の水準が続くことが、企業や家計のコンフィデンスの悪化などを通じて、支出行動に影響を及ぼす可能性があることには十分な注意が必要であると思う。現在、企業の資金需要は、期待成長率の低下、先行き不透明感の強まり、財務の効率化などを背景に、低調に推移している。実際に、企業の貯蓄投資差額を法人季報でみると、年率 25 兆円程度の貯蓄超過である。低調な資金需要故に今のところ企業金融が逼迫する事態が回避されているという面もあるが、株価等資産価格の動き次第では、経済主体がこうした防衛的な姿勢を続け、なかなか成長期待が高まらないという悪循環に陥るのではないかと懸念している。以上である。

#### 速水議長

それでは、金融経済情勢について追加的な意見や質問、議論があれば自由に発言願う。金融政策運営に直接かかわる意見はまたあとで伺いたいと思う。どなたからでも。

福間委員、先程言われた、ここへきて確かに大銀行の自己資本強化というのが非常に目立って、皆が我も我もとやりはじめているように思うが、これはどうして今までやらなかったのかという気がまずしており、先程須田委員も言われたように、これをやればやはり、配当は落ちるだろうし企業の収益が悪化するといったようなこともあるし、これを一体銀行が何に使おうとしているのか私共もよく分からないのだが、確かに自己資本を増やすことは良いことだと思うし、今までなぜこれに気が付かなかったのか、また、どうしてここへきてこうしたことができるようになってきたのか、その辺がちょっと理解しにくいところがあるので、もし意見があれば。

## 福間委員

皆さん恐らく色々な意見があると思うが、竹中プランがやはり良い方向にプレッシャーをかけたと思う。あれが本当にあのおり行なわれれば、3月末は大変だということ。その後ちょっと手直しが入ったものの、ああいう形になるのではないかということが、これまでのようにデフレだから不良債権が増えるのだ、などとのんびりしたことを言えなくし、とにかくサバイバルのための資本対策をやらないと、というムードを作ったのではないか。それはシティ・コープのジョン・リードがやったやり方である。マーケットに合う条件でとにかく資本対策を講ずるという面では、もう少し前にやっておられれば良かったのではないかなと思う。それは経営の判断の問題だから、銀行の経営者としては、今は踏み切られたという気持ちがあるのだと思う。そういう面では大変評価され、これが何とか巧くしてもらいたいと思う。しかし、その一方では市場がそれほど良くない。かつて、ジョン・リードが資本対策を行った時も米国のウォールストリートはまさにマネーセンターバンク危機のど真ん中であつたから、株価は非常に悪かつた。だからプライベート・プレイスメントのような格好でサウジの王子様とか、あるいはアジアの華僑の親玉にはめ込んだということである。今回も恐らく銀行によっては、フレンドリー・カンパニー、あるいは生保にお願いするところがあるのだろうが、できるだけそちらはタッチせずに、むしろマーケットが要求するコンディションで経営をやる方がかえって立ち直りが早いのではないか。厳しいものがくると思うが公的資金の前にこういう動きが出てきたというのは、私は非常に良かったと思う。あとはもう何としてでも成功してもらいたいというのが、今の率直な気持ちである。

## 速水議長

やはりこれは、不良貸出問題が根底にあるのか。



## 福間委員

然り。昨日もみずほのケースで色々と発表されているように、あれは確か税効果会計を8千億円落としたり、引き当てを上げたり、株価の評価損を落としたり、あるいは例のみずほ信託を作るに当たって、旧安田信託の時の残りがあるから、それを処理するというようなことで、今回、自己資本強化に動いたのではないか。昨日、今日発生した問題ではなくて、もともとある問題を処理しないと今後出てくる、あるいは今、発生している不良債権の対応もできないということではないか。そういう面では私は大きなステップだと思うが、問題はこの後のビジネスモデルをどうするか、儲けをどうするかというところがポイントだと思う。と言うのは、今銀行にとって顧客基盤を弱くしている、すなわち、貸し出しを減らす、あるいはできるだけ貸し出しはしないという対応を1行を除いて大体の先が行なっているが、それによって中小企業などが客離れしている。客というのは銀行にとっても非常に必要なことで、そういうことが一つ。それからコーポレート・バンクがそういう格好で顧客基盤を失うと、色々なインベストメント・バンク機能を発揮するとか何とか言っても、それなりにシナジーが出てこない。それからもう一つはコンシューマー・バンキング。昨日、シティ・グループが決算を発表しているが、1兆何千億円儲けたという、これなどもうほとんどコンシューマー・バンキングである。3割、4割の増益率がある。やり方には色々あるのだと思うが、立派なものだと思う。彼らは、インベストメント・バンキング部門でビッグ・ディールのM&Aディールが減り儲からないから、コンシューマーでそれをカバーするほど儲けて、全体では収益がアップになったということである。どういうビジネスモデルに持っていかれるかということが今後の一番のポイントではないかと思う。けれど今回の自己資本強化は大きなステップだと思っている。

## 速水議長

この9月は大手も全国銀行も2兆しか減らなかった訳である。これは私

達は非常にがっかりした。5～6兆は減るだろうと前から大臣方が言っ  
てこられたのが、大銀行も27兆と言っていたのが25兆に減っただけなの  
である。これではどれだけまた外の人達を「なんだ」とがっかりさせるか、  
あるいは日本の銀行に対して批判を強めたかという感じがする。そういう  
意味ではこれはかなり減っていくということは、かなり良いだろうと思  
うが、減らす方向へ使えるものなのかどうか、その辺がよくわからない。や  
はりそういう方向に使うとみて良いのだろうか。

福間委員

私はそう思うが。

植田委員

不良債権処理に使われてしまうのであれば、普通は新たなエクイティを  
出さない。

福間委員

エクイティは出さないが。

植田委員

今回の場合などは、かなり高い利回りを約束しているために上がってき  
ているのだろうと思うが。

福間委員

勿論そうである。

植田委員

銀行がそれに応じた、何か新しいビジネスモデルを作って収益を上げて  
いくということがないと苦しくなる訳であろう。そこのところが非常に不  
透明である。

#### 福間委員

そのところがコンシューマー・バンキングである。ジョン・リードの回答がある。いずれにしてもエクイティ勘定をバッファーとして入れるということは、少なくともそれでもってシュリンクがさらに起こるといったことはない。今までは不良債権を償却すると、あるいは株が下がるとどんどんエクイティ勘定が落ちていた。エクイティ勘定が落ちるとリスク・フリーのアセットを持たなくてはと皆国債に行ってしまう、皆国債保有機構になってしまった。貸し金を落としてこっちに行ってしまう。それはB I S規制の分子が小さくなるから分母を移さなくてはならない、それにより少しミティゲイトされるのだろうという動きである。

#### 植田委員

期間収益のところか。

#### 福間委員

然り。期間収益のところのビジネスモデルを変えないとならない。

#### 中原委員

エクイティをただ増やしただけでは不良債権処理は、まあ両建てということはあるかもしれないが減資しない限り償却原資が出てこない。なぜ今までやらなかったかという質問はなかなか厳しい質問だと思うが、ひとつはやはりコストの問題である。4.5%というのは大変なコストで、しかももう少し色々条件がついているようだ。恐らくみずほの場合は、もっとコストを払わざるを得ない。勿論コストさえ払えば調達できる状況になったという事情がある。竹中プランが出る前は、どんなにコストを払っても調達できなかったと思う。やはり竹中プランが出て、不良債権処理についての大きな方向性がみえてきたということと、エクспリシットには発言がないようだが減資はやらないということ、つまり株主に対する責任追及、毀損というのは基本的になかろうという感じが強まってきたというよう

なことも理由としてはあると思う。銀行としてもここまで株価が売り込まれていながら、将来的なダイリューションの問題も経営としては考えなくてはいけない。なぜ今までやらないんだ、というのがあるかと思うが、今まではむしろできなかったというのが強いと私は思うが。劣後債なら10%位払えばできたかもしれないが。エクイティを出すというのは、恐らく去年の2~3月のような状況ではとてもできるような状況ではない、ということだ。

速水議長

90年代初めに欧米の銀行は随分NPLの出入りをやったと聞いているが、こういう方法もあったのか。

福間委員

主としてそれを使ったのである。だから先程植田委員が言われたように、コストがかかるからビジネス・モデルを変えなくてはしようがない。それで一気にシティ・コープはコンシューマー・バンキングに力を入れた。それまではインベストメント・バンクを目指していた訳だ。

速水議長

だから、それはやはり一歩前進だろう。

福間委員

なんとか前進して欲しいと思うが。余りケチをつけずに評価をしなくては。コストは高いがそれに合うように経営を変えるということが必要だ。チェンジしないと。今までの連続では、なかなかこの問題は解決できないと思う。

速水議長

先程、山口副総裁が言われたイラクについてのウィリアム何とかという

エコノミストが、巧くいかなかったらどうなるかという論文を書かれたというのは、結論だけでも教えてもらえないか。

#### 山口副総裁

これは、欧米で比較的クォートされることが多いと言われている論文で、エール大学のウィリアム・ノートハウスという人の論文なのだが、「対イラク戦争の経済的帰結」という割合短いペーパーで、もし興味があれば後で回す。マクロ経済全体に対する非常に短い部分があって、先程申し上げたのはその部分なのだが、いわゆるアメリカにとってのベストシナリオというのは極めて短期的に終わること、そういうケースであれば、マクロ経済的なインパクトは比較的小さいだろうと言っている。逆に最初から色々なつまづきが出て予想外のことが起きてきた場合には、コストが極めて大きくなるだろうというようなことを言っている。例えば9月11日のテロ後に起きたアメリカ経済の大きな落ち込み、或いは90年代初めの湾岸戦争の後、リセッションに陥っている訳だが、そのようなことが当然考えられるというようなことを言っている。

#### 春委員

早期に解決することによるコンフィデンスの改善、プラスの効果のようなことは言われてないか。

#### 山口副総裁

戦争そのものが比較的短期で終わっても、その後イラク国内の統治機構をどうするのかとか、或いは先程須田委員が言われていたか、イスラム世界の敵対関係がどのように展開していくのか、或いはテロリストからの反撃がどうなるのかとか、そういう諸々のことがずっと続いていくので、そう簡単にプラスの面が表に出てくるというのはないのではないだろうかと思う。これは、どういうシナリオを想定するかで、結論は相当変わってくるから、色々なことが起こり得て、余程巧くいかない限りマイナスの方

が大きく出るのではないか。

須田委員

ここで戦争をやらないというシナリオは絶対あり得ないのか。そうすればプラスの影響が及ぶと思うが。

速水議長

ほかにはないようなら、ここでコーヒブレイクに入りたい。再開は 10 時 20 分である。

(午前 10 時 10 分中断、午後 10 時 20 分再開)

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは時間がきたので、金融政策運営方針に関する委員方の意見を聞かせて頂く。一人 5 分程度を目途にもう一度田谷委員から願います。

田谷委員

経済情勢については先行きに懸念があるが、前回会合から見方を変更するまでには至っていないと思う。また、株価が低位で推移しているが、短期金融市場に動揺の兆しはみられない。政策運営については現状を維持することで良いと思う。株価は低位で推移しているが、日本株だけが低迷している訳ではない。問題は銀行株だが、一頃に比べれば若干値を戻しているが、かなり不安定な状況にあることは間違いない。そうしたもとでも、短期金融市場には動揺はみられていない。金融機関の年度末越え資金の手当ても順調なようだ。ただ、そうした中で、金融機関の日銀依存が高まり、ちょっとしたことで市場が不安定化する可能性が取り沙汰されている。この点、執行部としても十分認識していることと思う。現在のところ、日銀当預目標を引き上げる必要はないが、必要とあらばなお書きの発動で対応

できるだろう。当預目標を引き上げないのであれば、オペ手段の拡充も必要ないだろう。また、前回の決定で証貸債権の担保掛け目を変更したことなどから、全体としては担保も十分入っているようだ。当面、この面での対応も必要ないと思う。また、長期債買入れ拡大についても、今のところ必要ないだろうし、もし行なった場合には逆に大幅に上昇してきた長期債市場の地合いを壊すリスクさえあるように思う。金融機関の不良債権処理と自己資本調達動きが加速してきたが、市場にどう評価されるかについてのモニタリングを続けることが必要である。また、金融機関による資産圧縮の動きが信用収縮に結び付かないかどうかについても、依然として注意が必要である。大手行の特別検査がはじまっており、その過程でいかなる動きが起こってくるかについても注視している。ここで若干インフレ目標策について触れたいと思う。

インフレ目標を掲げて短期的にデフレ脱却を目指す場合、日銀としてとり得る手段は、短期金利がゼロに達したあとはほとんど例外なく財政的対応の色彩が強いものばかりである。その効果は不確実だし、副作用も大きいと考えられる。だからと言って、いかなる状況下でも全て否定する訳でもない。まず、需給ギャップを埋めるために、財政支出の拡大なり、減税を適切なやり方で行ない、それを金融面から支援することは考えられると思う。一方、ETFを買ったらどうかということについては、現在資金供給のオペ手段に困っている訳でもないし、PKOのためであるとすれば強く躊躇せざるを得ない。財務省の管轄ではあるが、円安誘導もデフレ脱却の一手段であると思う。しかし、そうしたことを仮に考えるにしても、国内で必要と考えられる施策を実施した後の話だと思う。これらの点については、後程必要とあらば更に議論してみたいと思う。以上である。

速水議長

次、植田委員お願いする。

## 植田委員

先程のような経済情勢認識とこれまでの金融政策の効果もあって落ち着いている短期金融市場の状況をみると、今回は金融政策を据え置くということで良いかと思う。そのうえで、12月の半ば以降急速に低下してきた長期金利について、その背景・意味、或いは今後の金融政策との関係という辺りを少し議論していきたいと思う。

このところの長期金利の低下については、昨年後半の金融政策の結果かと言うと、じわじわと効いてきたということが何らかのメカニズムであるかもしれないが、タイミングがずれていることもあり、そうではないように思う。むしろ、昨日も若干説明があったように、例えば国債発行計画についての安心等に加えて、世界的なデフレ論議の高まり——特に日本はそうなのだが——に反応しているということがあるかと思う。こうした反応が、いわゆる時間軸効果——BOJプットとか最近と呼ばれているそうだが——、そういうもとで高められたということかと思う。こういう長期金利の低下だが、ここ1ヵ月で35bp位、1年でいうと50~70bp位も下がっていて、これは米国ならかなりの景気刺激効果を持ったのだと思うが、米国のように住宅投資、消費が金利感応的でもないという中で、景気下支え効果が残念ながら弱いというふうになっている。長期金利低下についてもう少し考えるために、インプライト・フォワード・レートを見てみると、資料の中に図があったが、今と同じ位長期金利が低下した98年秋と比べると、98年秋のインプライト・フォワード・レートは3年から9年位までほとんど1%位でフラットである。これに対して現在は、5年位まではそれ以下、5年以降はそれ以上、10年近くは1.5%から2%位になっている。7、8年以降の2%のレートを見ると、例えば1%の潜在成長率プラス1%のインフレ率という計算ともマッチしている。また、5年以下は前回よりも低いということを見ると、時間軸効果にも反応しているし、長期的にもやや冷静であるという見方ができるかもしれない。ただ、20年、30年のところまで簡単に計算してみると、やはり同じような2%前後のインプライト・フォワード・レートだと思うので、20年先まで1%以上のイ



ンフレ・リスクをほとんど読み込んでいないという債券市場は、普通に考えるとやや加熱気味かなと思う。こうした中で、あるいはそれに表われているように、最近のインフレ・ターゲティング論議にも債券市場は反応していないということだと思う。すなわち、単純にターゲットを宣言する、あるいは少々国債買いオペを増額するということでは、今のところインフレ期待が高まるということはないのではないかと思う。勿論これも場合によりけりであって、例えば2000年8月には極く一瞬であったが、債券市場のみインフレ期待が若干高まったようにもみえた。あるいは、2002年9月には、株の買取りのアナウンスが国債オペ減額とセットだと誤って受け取られて、インフレ期待かどうか分からないが、むしろ需給ということかと思うが、債券市場が一時的に反応したということもあったかと思う。そのうえで、この先さらに債券を買っていったらどうなるかということや、ずっと考えてきた訳だが、もう一度議論すると、運用対象がマネーと債券しかないという状況だと、債券を買っていくと、いずれいわゆるケインズの流動性の罠に到達するというのが一つの可能性かと思う。そうすると、そこでは人々は債券は恐いから進んで貨幣を保有することになり、貨幣の供給はある意味で無意味になってしまうということだと思う。それに対して少しずつ長期金利が低下していったら、貨幣需要を少しずつ増加していくということであれば、極くわずかの緩和効果が継続するということだと思うが、その積分は非常に小さいということだと思う。これについても極めてラフな試算をいつか申し上げたかと思う。後は、長期金利をどちらかというところをペッグするように買いオペを使って、その金利を場合によっては政策的に徐々に引き下げるといった政策も考えられる。しかし既に引き下げ余地が小さいとか、金利の低下に総需要が反応する程度も、先程申し上げたように小さいという問題が、そのほかの色々な問題に加えてあるというふうに思う。一方、マネー、債券だけでなく、株や外債等へのリバランスの余地があればどうかということだと思う。あるのだとすれば、早めにそこに追い込んだ方が勿論良い訳である。しかし、債券の方のボラティリティが低い中で、低金利が続く、あるいは金利が低下するということであ

ると、恐らくスプレッドは薄くても安心して長期債を買ってしまうということになりそうな気がする。それでは若干のボラティリティがあった方がプラスかという、恐らく現在の景況感のもとでは債券の利回りが上昇するということがあっても一時的というふうに私は思う。若干上昇した後、また債券に向かうというのが常識的な見方かな、と思う。ということで恐らく国債買いオペとは別の理由でインフレ期待、あるいはほかの資産の魅力が高まるということでない、他の資産へのリバランス効果が起きるといったことではないように思う。ただし、これも30年国債位まで0.1%というような金利まで完全に下げてしまうということをしたらどうなるか、というのは私もまだ分からない。以上である。

速水議長

次、春委員をお願いします。

春委員

金融市場をみると全体として極めて緩和的な状況が維持されているものと思う。短期のマーケットも日銀の15ないし20兆円のレンジの上限を目差す運営によって、年末は平穏に推移し、年度末にかけても都銀大手行の3月期末越えの資金調達は見通しがつきつつあるということのようで、特段の波乱なく乗り切れるであろうとの見方が大勢のようである。それでも年度末にかけて銀行株価やドル安などが懸念されるほか、なんらかの要因により金利上昇の懸念もあるので注意が必要かと思う。このような状況であるので、当面は20兆円の上限を目指すことも含めて現在のディレクティブを継続することで良いかと思うが、為替や株式市場の急変、年度末を睨んだ短期金融市場における需給の地合いを十分留意し、なお書きの弾力的な適用を図っていくことが必要かと思う。また、今後何らかの要因から国債の購入額の増額を検討する場合に備えて、現在の国債保有額の上限の見直しについて、その是非あるいはその場合の方法等について、更に検討しておくことが必要ではないかと思う。また、最近特に日銀に対する要

請が強まっているインフレ・ターゲットだが、ここへきて若干風向きが変わった気配もあるが、論者によって実現の手段について非常に大きな幅があるように思え、一概に評価することは難しいように思うが、私の受け止めている最も極端な議論は、国債や外債に加えて株や土地などのリスク資産を証券化した金融商品を物価が上昇するまで無制限に購入すべし、との主張ではないかと思う。この主張を採用することは、効果としていずれ物価が上昇する可能性があるとしても、その前に日銀の資産劣化や財政規律への懸念等から金利が上昇する可能性が高く、結果として、多くの副作用の問題は別にして、景気の面だけをとってもマイナスになる可能性が大きいのではないかと考えている。皆さんの意見も伺いたいと思う。以上である。

速水議長

次、福間委員をお願いします。

福間委員

年度末を展望すると、大手行に対する特別検査の動向、3月末に向けての期末要因など、資金繰りを不安定化させる材料は残っている。しかし、当面は現在の調節方針のもと、不安定時にはなお書きを活用するというところで、引き続き金融市場の小康状態を維持することができると思っている。従って、今回のところは前回の調節方針を据え置くことで良いと思う。ただ、小康状態とは言え、大手行では過去の苦い経験をもとに、期末に向けて保守的な流動性確保に走ることも考えられる。執行部では市場のモニタリングを肌理細かく行ないつつ、引き続きオペのロット、頻度、期間に配慮しながら流動性を潤沢に供給してもらいたいと思う。皆さん、インフレとか国債とか言われたので、ちょっと述べると、私は余り主張は変えない方なので、ちょうど前回ここで申し上げたことを今一度申し上げたい。ロンドンのエコノミストが同じようなことを言っていて、これ以上金利がフラットになると、銀行を閉めて帰らなければいけないと。私は、金利は自

然体で下がることは大いに歓迎だが、相場が過熱して下げることは却って銀行システムを弱めると思う。特に今は、政府が国債を発行しても金利が下がる訳だから。しかし、コストは下がってもロール・オーバーというのが必ず将来出る訳で、このロール・オーバーのコストというのが、大変大きな問題である。企業金融をやる立場でも、金利が下がるのは非常に歓迎だが、だからと言って借入金を増やしたのでは将来の不安を買っているようなものである。だから債務削減をやる。それが今の企業貸しの縮小に繋がっている。キャッシュ・フローが債務削減に当てられていくという動きに典型的に表われていると思う。これはプルーデンスの面からみても、銀行にプレッシャーをかけるつもりはないが、不良債権が解消されたら恐らく景気は少し上昇する訳だから、その時に不良債権が国債に変わったということにならないように、リスク・マネジメントをどう各行がやっているのかということも、みてもらう必要があるのではないかと思う。これは何も思い付きで言っている訳ではなくて、アメリカの90年代前半だが、スイート・スプレッドと言われた銀行の不良債権を解消するために、短期金利と長期金利のスプレッドを銀行が非常に安定的にとれるような形にした。恐らくタシットな状態でそういうことがあったのだと思う。その結果が猛烈に国債保有残高が増えた訳である。バンカーズトラストなどは資産の6割位までいったと思う。その時にFRBが言い出したのがリスク・マネジメントである。それで発展したのがデリバティブ。その後、デリバティブが余りにも大きくなったことから、95年からデリバティブの開示が要求されはじめたということである。今わが国でも、銀行の大きな収益の種だからといって国債の買い入れにプレッシャーをかけろと言っているのではなく、むしろ国債がかなりの残高になっているのだから、リスク・マネジメントがどうなっているかという視点が大切であると思う。不良債権の管理も必要だが、国債のリスク・マネジメントについても、アメリカの国債保有もかなりあるし、先程から皆さん言われるように、地政学的リスクやTwin Deficitの絡みでやや相場の動きも変わることが考えられるということで、プルーデンス面からも必要ではないかなと思う。

もう一つは、何も日銀のバランスシートをきれいにするためとか、自分の畑をきれいにするためではなくて、日本銀行というのは、国民のものでもあるし、非常に大事なファンクションを持っている訳だから、今の買取りのペースでいくと10年後のバランスシートがどうなっているのかといった時系列の視点を入れて考えることが重要であると思う。もう今や既に行き過ぎているのかもしれない。いや、バランスシートがである。だからやめろと言っている訳ではなくて、企業経営をやる場合はそういう動態的バランスシートを必ず作る訳である。将来どうなるかと。そこではリスクをどこまでコントロールするかということがある訳だが、中央銀行において、そうした対応の全部が必要とは言わないが、そういう目安を持ったうえでやらないと、何となくプレッシャーによって国債を買い続けるといった対応を続けると、最後に日本銀行の財務改善が必要となった場合には、国民の金でやっていかないと、どうしようもない訳である。財政と金融というのは、ミッションは違うが、国という同じような一つのアカウントなので、その部分をみれば自ずからそれぞれのミッションで、それぞれのファンクションを果たすということが必要だと思う。ただ、私は、いつも言っているように、財政規律もいるし金融規律もいるし、市場メカニズムを使ってそれを両輪で走る。ただ、お互いにギリギリ詰めて議論すると、特に今のような異常時だから、そこに出てくる政策というのも恐らく総合的な政策しかない。そこまで私は今日は言う積もりはなかったのだが、話が皆さんそちらの方にいくので、やはり需要を作る、それにどれだけ金融面からサポートするかということが、BOJ、財政に与えられたミッションではないかなと。だけどそれらが規律のない状態では、これは国債が大暴落すると思うし、金融に規律がなければまた国債が大暴落する。これはお互いというか、国のために良くないので、少し用意していなかったのだが、前回言ったこととほぼ同じことを申し上げて終わる。

速水議長

次、中原委員お願いする。

## 中原委員

景気は足踏み状態ながらここへきて生産を中心に川上部門で下方へのモメンタムが感じられること、それから消費マインド、企業マインドとも、慎重になっていること、あるいは地政学的リスク、世界経済の回復に関する不透明感の強まり等の要因はあるが、景気全体を眺めた場合、ダウンサイドへの明確な動きはまだ確認されていないというのが事実である。短期金融市場は落ち着いていて、また大手行の増資の具体化、あるいはゼネコンや流通などの業界再編成の動きが具体化している。金融庁の特別検査がこれから実施されることから、結果を待とうという市場の姿勢がみられるし、株式市場、金融システムも小康状態と言うことで、結論としては、期末にかけての市場と実体経済の動きに注意しながら、今回は現状維持で宜しいかと思う。但し、現在芽生えている景気の下方向モメンタムが今後強まるとすれば、追加緩和を考える必要があることは当然である。その際の選択のオプションとしては、従来からの量的緩和のレジームに囚われることなく、前広に議論が行なわれるべきだと思う。インフレターゲットについても前から申し上げているが、効果、それから副作用、このいずれも手段と合わせて議論しないと意味がないと思うが、今のところ賛成論者も反対論者も入り口だけで議論しているような感じがしてならない。我々の公式的なスタンスというのは2000年10月の政策委員会の決定に基づいていると思うが、やはり物価の上昇率の問題についても改めて政策委員会としてどう捉えていくのか、考えていく必要があると思う。金融資本市場は多くの不確定要因やリスク要因の中で、何か奇妙な安定感が漂っているというのが現状だと思う。日銀の潤沢な流動性供給から期末に向けての流動性に対する不安感は抑えられている。ただこれは、日銀の流動性供給に関する姿勢に対する信頼がもたらしめているものであって、市場本来の持つプライス・メカニズムが十分に働いているという、マーケットへの信頼ではないということに注意しておく必要がある。期末にかけて、引き続き市場の流動性の状況は十分モニターしていく必要がある。株式市場についても今後

の不良債権処理や持ち合い解消など、不確定要因はなお残っているが、当面の考えられるプラス材料、マイナス材料はほぼ織り込まれてしまったとみている。企業業績の腰折れというようなことがない限りは、なかなか上にも下にも動きにくい状況にあるように思う。その中で気掛かりな点としては二つ挙げたいと思う。一つは、国債長期金利の動向とそれからドル／円相場である。国債金利については、デフレの時間軸がここへきてさらに伸びているということ、それから金融政策の選択肢として、もう残っているのは長期国債の買い切りだろうとみられている。あるいは超長期国債の需給関係、実態的な需給関係等からイールドカーブがフルフラット化しているということであるが、裏には国債の会計処理のポートフォリオとして積み上げやすいという会計処理上の問題とか、マクロ的に言えば、ISバランスから言っても結局国債に回るしかないというようなこと、このようなことを考えると、今のところ異常なバブル状態と断ずるのは早いと思う。ただ、特に中小金融機関での買い越しが進んでいるようなので、万一の金利上昇の場合の影響についてのモニタリングはやはり強化していくべきであろうと思う。長期国債の金利についての先程の植田委員の理論的な分析、大変興味深く聞いた訳だが、いずれにしても、今後の買切増額の選択は避けられない事態がいずれくるという感じがしていて、さらなる分析が必要と思う。現実のマーケットは、究極の姿における状況が現実には出てくるということではなくて、マーケットが進行するにつれて、プロセスのフィードバック、それとそれに対する新しい投資家なり参加者の反応、こういうものが積み重なって進む訳で、究極の姿だけでイグジットポリシー、あるいはその効果、副作用等を論ずるのはややちょっと問題があるのではないかなと思う。なかなか難しい問題であるが、避けて通れない分析だろうと思っている。次にドル／円相場だが、昨年秋口まで世界的な景気後退とリスク回避志向の中で、結局色々言われたが、資金は米国債に向かった訳だが、ここへきて金価格の上昇、あるいはユーロの上昇などドル離れの現象がみられる訳である。これはリスク回避志向が弱まって、safe havenとしての米国国債から離れて消去法的な選択ではあるが、新しいリスクテ

イクに資金が向かっているとみるのか、あるいは単なる一時的な、地政学的なリスクを意識したものなのか、各国がリフレ政策を採っていく中で、国際資金フローの変化、結果として生じるかもしれない円高に繋がるリスクは十分注意していく必要があると思っている。以上である。

速水議長

山口副総裁お願いします。

山口副総裁

結論的には現状維持ということである。それから年度末に近付いていくので、内外において色々なショックが起きないとも限らないという場合に、マーケットがどのような変化を示すのかということ、慎重にモニターしながら対応していく必要があるだろうと思う。

最近、私を含めて日本銀行の色々なレベルで国際的な会議に出ていると、必ずといって良い位デフレになった場合に、どのような金融政策上の対応があり得るかというようなことが議論になる。グリーンズパン議長をはじめ、そのような発言をこのところ繰り返して、改めてそういう場合に、提起されているメニューというのをみると、幾つかある訳だが、一つは長期金利を大幅に引き下げるということで、このやり方として、日銀的に時間軸効果を利用するやり方と、非常にアグレッシブに長期国債を中央銀行が買い入れていくというようなやり方、あるいは長期金利に、先程植田委員が言及された上限を画するようなペッグだな、というようなやり方もある。幾つかやり方があり得る訳だが、長期金利を大幅に引き下げるということが、第一のメニューとして挙げられる。二つ目に、担保範囲を拡大しながら民間銀行に対して極めて低金利、あるいはゼロ金利で信用を供与するというようなこと。ここまで二つのメニューについては、既に日本銀行はかなり以前から実行済みであるというふうに言って良いと思う。今、私が列挙しているのは、たまたまFRBのバーナンキ理事が11月に行なったスピーチの中で言っているメニューを引用している訳だが、



さらに続けると、第三番目、第四番目というのがまだ日本銀行が行なっていないメニューになる。三つ目が、中央銀行による外貨債の購入、これは実質的に為替市場への介入になっていく措置になる。最後、四つ目が財当局との協力を通じて拡張的な財政政策を中央銀行が金融的にサポートしていくということで、これはマネタイゼーションの試みと言って良いと思うが、この三番目と四番目のオプションは、日本銀行単独ではできない措置ということで、政府による暗黙のサポート、あるいは公のサポートなりあるいは政府自身による措置が伴わないと実行できないという措置になる。さすがに、バーナンキという方も、株でも不動産でも何でも良いから買うということは、明示的に挙げていない。こういうメニューをこうずっとレビューしてくると、日本銀行も決して現在の経済・物価の状況に満足している訳ではないし、少しでもより良い経済状況にこれを誘導していくために、あらゆる知恵を振り絞っていく必要はあると思うが、先程冒頭田谷委員が言われたように、単独でなし得るメニューとして、あと何があるのかというようなことについては非常に悩ましい状況だなと改めて思う。以上である。

速水議長

それでは次、藤原副総裁お願いする。

藤原副総裁

経済金融動向に大きな変化がないので、現在の金融政策運営方針を維持して、期末を控えた市場の安定に努めていくことが適当だと思う。以上なのだが、私も連日話題沸騰のインフレ・ターゲティングについて、ちょっとこれまで言い残していたことを中心に、幾つか申し上げたいと思う。この間の経済閣僚会議だったか、インフレターゲットを採用している国の例というのが列挙してあったが、インフレ・ターゲティングを採用している先進国は、達観すれば0から3%程度の間目標を置いて、これを平均的かつ中長期的に実現することを目指しているようにみとれる。しかしこ

うした政策運営は、インフレ・ターゲティングの採用、不採用にかかわらず、実はどこの国の中央銀行でも同じようなことを実態的にやっているのではないか。日本銀行については、これまでのコミットメントは、実績値にコミットしていることに伴うタイムラグの問題を考えると、実際にはゼロよりも少し高いところを狙っているとみるのが自然だと思う。従って、日本銀行は、インフレ・ターゲティングの大部分を実質的に既に取り入れていると言い得ると思う。そのうえで、現在の日本における議論は、金利引き下げという通常の政策手段を使い切った中で、しかも目標達成の期限をピンポイントで示せ、という議論になっている。こうした議論は、体裁はインフレ・ターゲティングの是非を論ずるという形をとりながらも、実はかなり違うことを議論しているのではないかとも思える。今、わが国でインフレ・ターゲティングを採用することの問題は、まさに手段の問題であって、この点を議論しないと生産的とは言えないと思う。世界的な物価低下圧力、それから大きな需要不足、さらには金融システムの機能不全といった状況のもとで、2~3年以内にインフレ率をプラスにする方法があるとなれば、それは正直言って、大規模な財政出動か、為替誘導しか思い当たらない。そうだとすると、いずれも日本銀行の政策手段、メニューにはない訳だから、本行が金融政策の枠組みとして単独で目標を設定しても、何にもならないということではないか。そのうえで、国全体の目標として敢えて一定期間内にインフレ率をプラスにすることを優先するということがあれば、そのためにはどういった財政政策、為替政策を採るか、それらが合わせて提示されねばならないと思う。また、インフレ・ターゲティングは本来、期待の安定化を狙うものである。これに対して現在のインフレ・ターゲティング採用論者が想定するメカニズムは、多くの人々がデフレとの長期戦を予想する中で、とんでもない政策手段が採られるかもしれないという予想を梃子とした、むしろ期待の不安定化を想定しているように思う。加えて世界の歴史を振り返ってみても、そうした政策手段は様々な言い方をしながらも、結局は古典的な禁じ手、すなわち中央銀行のファイナンスによる財政支出に近づいていくことが多いと思う。このように、こ

の問題は一步間違えると国の将来を誤りかねない問題である。だから私はこの問題が世の中の関心を呼んでいることは良いことだと思ひ、この機会に議論をして生産的な結論に収斂させていくべきだと考える。そのうえで、そのためには、二つのビューポイントがあるのではないかと思ひ。まず第一は、物価下落は終わったが、代わりに大インフレがきたり、経済が落ちぶれてしまったというのではデフレを克服したということにはならない訳である。必要なのはインフレを人工的に起こす手段ではないと思ひ。経済の健全な発展と持続的な物価の安定を実現する手段、それが必要とされている訳である。第二は、物価は経済の体温である以上、物価の下落は何らかの経済の調整の必要を示すものだ、ということである。例えば、韓国やスウェーデンは、現在の日本よりも遥かに厳しい調整をくぐり抜けてきている。中国などとの間に圧倒的な人件費や地価の違いがある中で、仮に市場が日本経済はもう駄目だと思ひなら、もうとっくに円安になつていてもおかしくないと思ひ。しかし市場はなお、円や日本の国債への信認を持ち続けている訳である。こうした中で、どういった調整を進めていくことが真に日本の将来のためなのか、真剣に考えていく必要があると思ひ。以上である。

速水議長

最後に須田委員をお願いします。

須田委員

当面の金融政策運営については、現在の調節方針を維持することで良いと思ひ。ところで、金融政策運営について、「デフレを早期に脱却するためには、マネーサプライがもっと増えるように政策運営を工夫する必要がある」という意見がある。こうした主張は、マネーサプライという言葉を用いることによって日本銀行が全ての鍵を握っているといっているようにも聞こえるが、経済活動が活発になるような形でマネーサプライを増やすには、企業などが資金調達行動を活発化させることが前提になるという

肝心なことが見落とされている。そこで、マネーサプライの動きと実体経済との関係を少し検討しておきたいと思う。

マネー保有主体の金融資産の変化は、貯蓄投資ギャップである資金余剰と資金調達との合計に一致する。そして、この資産の内訳を決めると、マネーサプライの増減も決まる。この金融資産増とマネーサプライ増とのギャップが、いわゆる「資金シフト要因」である。マネーサプライ増は、マネー保有主体の金融資産増と資金シフト要因から求められることになる。さて今後も不良債権処理や財務の効率性に向けた努力が続き、有利子負債圧縮の動きが幾分強まりそうである。自社株購入の動きも活発化すると思われる。これらはマネー保有主体の金融資産を減らすように働く。また、マネー保有主体、とりわけ家計が株や国債を保有し易くするような制度・税制改革が求められている。これはシフト要因としてマネーサプライを減らすように働く。つまり、不良債権処理・構造改革自体はマネーサプライの増加率を減らすように働く面があるので、このような状況下でマネーサプライの増加率を高めることは、そもそも難しいことを理解しておく必要がある。ここでマネーサプライが増加するケースを幾つか考えてみる。景気が刺激され、設備投資や個人消費が増加すると、資金調達が増加し、マネーサプライは増加するだろう。また、現在のように、現金保有コストがほぼゼロのもとで、金融システム問題を含む構造改革の帰趨や世界経済の先行きなどについての不確実性が高まり、流動性が高い資産に対する予備的需要が盛り上がると、マネーへの資金シフトが生じる。この場合はマネー増があっても景気回復は期待できない。また、日銀・金融機関が国債を大量に購入し、家計や企業の国債保有額がその分だけ減少するというケースを考えると、この場合もマネーサプライは増加する。しかし、マネー保有主体からみると、安全資産の中で、国債と預金を入れ替えるだけのことであるので、超低金利のもとでこれが経済活動の活発化につながるとは考えにくいと思う。もっとも、預金保有主体が財務の効率化を徹底し、貸出を返済すれば、再びマネーはもとに戻る。なお、ETFやREITのような実物資産の購入についても同様に考えることができる。

仮に、日銀が金融機関からETFを購入する場合には、ETFが組成されるプロセスにおいて、金融機関がマネー保有主体から株式を追加購入することがあり得る。その場合、マネーサプライが増える。しかし、先程、民間銀行がマネー保有主体から国債を購入するケースについて申し上げたとおり、マネー保有主体が株式を金融機関に売却して得た資金を貸出の返済に向けるとマネーサプライは増えない。日銀がたとえETFを購入するとしても、それだけでマネーサプライが増え、経済活動が活発化し、ひいては物価が上昇するとは考えにくいのが現状だと思う。要するに、実体経済と共にマネーサプライが増加するためには、前向きな所得循環が回り、金融資産の伸び率そのものが高まるようになることが不可欠だと思う。そのためには、前回会合で総裁が指摘されたとおり、インフレ期待ではなく、成長期待を高める政策を徹底することが王道ではないだろうか。現在、政府債務残高は600兆円強にまで達している。また、一般の国民が、「政府債務が将来どうやって償還されるのか」という長期的な不確実性を意識しつつあるようにみられる。

こうした中では、財政支出の増加が成長期待を高めるかどうかは何とも言えない。やはり、政府が先日公表した「改革と展望」でも指摘しているとおり、政府は、「民間部門の活性化と簡素で効率的な政府の実現」を目指して、大胆な規制緩和と歳出構造の見直しを推し進めることが極めて重要だと思う。経済政策運営においては、民間の成長期待を高めることに軸足をしっかりと据えるべきであると思う。

これまでが用意したことだが、皆さんが色々言われたので、私もちょっとインフレターゲットについて申し上げたいと思う。インフレターゲットの賛否両論色々だが、賛成者でも、「念じれば叶う」とでも言うかのように、目標を掲げれば実現すると主張する人もいる。また、マネーサプライを増加させれば良いという人、それから、結局資産価格への影響を通じた効果を念頭に置いているもの、それから財政出動とそのファイナンスの効果を考えているものと色々ある。将来の効果についても、その賛成論者でも色々議論が分かれているが、私が問題だと思っているのは、過去の事例

についても、まともにきちっとした評価がされていないということである。スウェーデンとかニュージーランドは、これはデフレ脱却のためにインフレターゲットをやったのではなくて、やはりもともとはインフレを下げるということを念頭にしたものであるし、スウェーデンは別に物価目標として、具体的な数値を定めている訳ではない。こうした過去の分析ですらも混乱が生じているというのが実情だと思っている。これまでずっと日本経済の状況について皆さんでレビューしてきたが、非常に不透明感、世界全体を含めて不透明感が強いという状況にある。日本銀行が今のフレームワークで金融政策をやっていることはマーケットの人達もそれをどういう事であるかという事は分かる訳だが、賛成論者も反対論者もその効果がどうなのかと言う事について、必ずしもはっきりしないような不確実なものを、この不透明感の高い経済で採用するという事がもたらすリスクというのは、私は非常に大きいと考えている。ということで、この問題はもう少し地に足をつけてきちんと議論すべき。私は将来金融政策手段があるというような状況になったときには、このインフレターゲットを当然本気で考えていきたいと思っているが、今の状況は全然そういう状況ではない、という事を一言言わせて頂いた。

#### 速水議長

それでは、ここで私の見解を申し述べる。

まず、経済情勢の現状については、前回会合以降、景気の基本的な判断を変更すべき大きな材料はなく、前月までの判断を維持することが適当だと考える。皆さんも大体このとおりであったように思う。先行きについても、米国経済は個人消費を中心に緩やかな回復基調を維持している模様であり、こうした点も踏まえると、海外経済の緩やかな回復を前提とすれば、いずれ底固さを増していくという基本的なシナリオは崩れていない、とみても良いと思う。当面の鍵とみられる米国のクリスマス商戦も盛り上がりや欠いたとは言え、一部で懸念されていた程の落ち込みとはなっていないように思う。しかし、そうしたシナリオに対する不確実性が大きい

状況にも変わりはない。海外経済に関しては、欧米景気が力強さを欠く中で、イラク情勢など大きな不確定要因を抱えている。国内でも、株価が不安定な地合いにあるほか、金融機関の不良債権処理加速に向けた動きが徐々にみられはじめていて、金融機関のリスクテイクの姿勢がこの先慎重化する可能性もある。これらのリスク要因は引き続き注意深く点検していく必要があると思う。以上のような金融経済情勢を踏まえると、当面の金融政策運営については、現在の調節方針を続けることが適当だと思う。なお、金融市場は緩和的な状況が維持されているが、銀行株価の低迷など、銀行経営への市場の懸念は根強いものがある。日本銀行の潤沢な資金供給や、ペイオフ全面解禁の2年延期、金融機関の預貸バランスの改善などを踏まえると、金融市場の安定が崩れることは考え難いかもしれないが、万一流動性需要が増大する場合には、なお書きを適切に発動して、金融市場の安定に万全を期する必要があるという点は改めて指摘しておきたいと思う。最後に、やや中長期的な視点に立って、持続的成長の実現とデフレ脱却に向けた経済政策の基本的な考え方について三点申し上げたい。

まず第一は、金融政策面では今後とも、市場に対して潤沢な資金供給を続け、この面から物価の下落防止に最大限の努力を行なう必要があると思う。またそうした我々の決意は、現在の量的緩和の枠組みを消費者物価が安定的に0%以上になるまで続けるという宣言によって明らかにされていると思う。今後も金融システムの問題を抱えるもとで、潜在的な流動性需要の強い状況は当分続くものとみられる。不良債権問題の克服に向けた金融機関の取り組みも、短期的には企業金融の厳しさを増す可能性がある。日本銀行としては、こうした点も踏まえつつ、緩和的な環境の維持に全力を上げていく必要があると思う。

第二に、財政政策の果たし得る役割は、なお大きいという点である。現在の成長率低下は、一に需要の弱さを、二に構造改革、構造問題の克服の遅れ、これに伴う経済の効率性の低下と言った方が良いかもしれないが、この二つに因るものだと思う。後者は労働力や土地などの生産資源が非効率な分野に固定化されているという経済の硬直性の問題とも言える。この

点、財政支出でも不良債権処理や雇用対策のための支出は、硬直性を取り除くためのものと位置付けられる。反対に、旧来型の公共投資などはかえって、資源の再配分を遅らせる可能性があると思う。このように財政がどのように運営されるかによって経済活動への影響も大きく異なるという点を指摘したいと思う。

第三は、従来申し上げてきたことの繰り返しになるが、現時点においてインフレターゲットの採用は適当でないという点である。不良債権処理の加速に伴って短期的にはデフレ圧力が予想され、財政も緊縮的な方向で運営されている中で、金融政策だけで物価上昇を実現することは困難である。こうした中で、仮にインフレターゲットを採用しても国民に信用されず、インフレ期待は高まらない。仮に何らかの変化があり得るとすれば、政策当局への信認を失わせるような極端な手段がとられるとの予想から、経済の不確実性が高まって長期金利などが著しく不安定化することがあり得ると思う。こうした事態は、金融機関の経営や財政バランスをはじめとして、経済全般に悪影響を及ぼすものであって、政府としても決して望ましくないことだと考える。デフレの脱却は遠回りのようだが、日本経済の持続的な成長を実現することによって、はじめて展望するものだと思う。政策当局に現在求めている事は、結果である物価下落に焦点を当ててではなくて、原因である需要不足や成長力の低下にどのように対処していくかという観点から、国民の信頼が得られるような形で政策のあり方を呈示していくことではないかと思う。以上である。

追加的に議論があったら、暫くの間自由に討議をして欲しい。

#### 植田委員

インフレ・ターゲット論周辺で皆さんが言われたことに、私も賛成である。即ち現行政策をゼロインフレになるまで続けるという政策は、ある意味で中長期的にゼロないしゼロ以上の目標インフレ率を含んでいるし、インフレ率の動きと政策の動きを緩やかながら結び付けているという意味で、柔らかなインフレ・ターゲットだと思う。ということで、イ



インフレ・ターゲティングだけを取り上げて、やるやらないという議論は、非常にミスリーディングという感じがする。そういう中でも、ハードコアのインフレ・ターゲティング論者は、おそらく有限のホライズンの中に高い確率で目標をヒットするということを約束して欲しいということだな、と思う。ただこれは皆さんが言われたように、そういう場合にどういう戦略手段、あるいは有限といっても、どのようなホライズンを達成するかは、世間で言われている以上に極めて難しい問題である、ということだと思う。

それは賛成なのだが、世間に対して反論する際に、我々ももう一つ言い方が弱いな、或いはもう少し考えなくてはいけないのではないか、ということを取ってあまのじゃく的に順不同で皆さんが指摘された論点への私のコメントという形で申し上げたい。

例えば、妙なことをやると金利がもの凄く上昇してしまうという事を複数の方が言われたし、私も過去に何度か指摘したことがある。ただこれも、もの凄く有効な反論かどうかははっきりしない訳だ。つまり、インフレ・ターゲティングが仮に成功して、インフレ率あるいは期待インフレ率が上がっていく中では金利は必然的に上昇するというふうに考えられる。従って、金利が上がるということ自体を取り上げて、或いはその可能性だけを取り上げて悪いということは言えないと思う。恐らく皆さんが心配されているのは、プリマチュアで非常に高いリスク・プレミアムの上昇を伴うような金利上昇が起こるとかえって…、ということだと思う。これはもう少し議論を詰めて、どういう場合にそういう事が起こり、場合によったらそういう事が防げるのか、防げないのか、という議論にまで進む必要があるかと思う。また、効果が不透明であるのでそんなことはやれない、というのも余り強い主張ではないのであって、不透明であってもノンネガティブであればやれば良いではないか、という主張に対してはなかなか抗し難い訳であり、ある手段をとった場合に効果が不透明であるというだけでなく、副作用がこういうものがあるという事をもう少しきちんと詰めて言う必要があるかと思う。

それから財政政策、為替政策に関係して、日本銀行には手段がないとい

うことを多くの方が言われた。これはそのとおりかと思うが、これももし万が一、例えば小泉総理が財政政策も為替政策も財務省から取り上げて日本銀行に任せるよ、と言われたら我々はと言うのか。勿論そういうことはないのだが、そこまでいかななくても、政府との協調という中で日本銀行の言うことに財政政策も為替政策もかなり従うという方向に行った場合に、それでも我々は駄目というのか、或いは財政・為替政策についてどのようなことを言っていくのか、という事は考える余地があるかと思う。

また株や土地を買うという話に関連して、日本銀行のバランスシートへの影響ということがやはり問題になる。しかしこれも、政府がそれもきちんと面倒みるから心配しなくて良いよ、と出てきた場合に我々はどう考えるのか。もっと別のマーケットに介入していくというようなことのデメリットとして、場合によっては考えられるメリットとの関係についてどう考えるのか。そういう辺りにまだまだ詰めなくてはならないことがいろいろあるように思う。以上である。

#### 中原委員

付け加えて、私も詰めなくてはならないことが沢山あるということは全く同感なのだが、学問的なバックもないまま、庶民の素朴な反応としての自分の考えをいくつか申し上げる。

まず、欧米の主要な経済学者がこういう処方箋を非常に強く主張しているにもかかわらず、我々がそれは現状に合わないと言主張する。これは欧米の学者が間違っているのか、我々が間違っているのか。欧米の学者が間違っているとすれば、どこが認識不足なのか。この辺についての日銀側の反論の中にも十分なものがない。それからよく言われることだが、今は適当でない、研究課題だということが今までも言われているのだが、なぜ今は駄目で将来は良いのか。今は不確定、不透明な要因が非常に大きすぎる、あるいは経済の構造改革が進んでいる最中だからだと、よくこういう事を聞くが、所詮経済というのは生き物であって、どういう状況であっても先行きは不透明であり、構造変化は起きている訳であり、なぜ今は駄目で将

来は良いのかということについてのきちんとした回答が出ていない、と私は感じている。

それから、期待形成や心理的効果ということについては、宗教的或いはオカルト的だと批判もある訳だ。先程、須田委員も言われたのだが。もともと経済政策というのは、やはり期待形成にかける部分が非常に大きいというのが事実であり、だからこそ株の変動も理論を超えて生じている訳である。これに対し、手段がないからそんな期待形成は起きないという反論もある。もともと手段があるなら、それをやれば良い訳であって、期待形成の議論はここで消失する。少なくとも期待形成にかける部分というのは、おそらく日本銀行が方法がないと言いながらやると、目標を決めると言っただけでは恐らく起きないのであろう。ただ、政府と日本銀行が共通の目標を持つ、すなわち日本銀行の健全性と財政の問題にきちんとした仕切りを作ったうえでバランスのとれた範囲の中で、政府、日銀が一体的に目標を掲げて、それに向けて経済政策を進めていくんだということが国民の信認という意味で、マイナスになることはあり得ない。やはりそこに何がしかのプラスの期待形成或いは心理的な効果というのが考えられるのではないか、というふうに思う。

植田委員は、金利が上がってしまうという反論に対する問題と、効果が不確実という点についての問題、それから手段がないという問題について発言されたが、敢えてもう少しやや次元の低い立場で追加すると、今申し上げたような三つのことについても、きちんとした回答を示す必要があるだろうと思っている。

#### 福間委員

今、中原委員が言われた最後の点については、財政・金融一体となってという言葉があるが、総合経済対策というのはそういうことで、今の円高がどうして起きているかというのは、先程から皆さんが言っているように、ドル安だからである。円については、日本の経常収支が黒字を続けている中で、円安になればといっても、これははっきり言って無理である。それは

何が不足しているか、GDPギャップである。だから、景気拡大、内需拡大、要するに歳出構造の変革でも良い。あるいは税制を使うのも良い。あるいは国際的に戦略的にどうしても必要な国際競争力を保つためのインフラ作りをやるのも良い。公共投資が全て駄目じゃなくて、こういうことに、つまり将来世代に繋がるものへ、あるいは今後このまま放っておくと競争力劣化に繋がるようなものには、金を投入しなければいけない訳で、これらは効果として帰ってくる。従って、そういうものに投資することに対し余り恐がる必要はないと思う。公共投資に国民の目が厳しいのは、要するに国民負担率が、社会保障も考えると大変なレベルになる。80%、90%というような社会保障研究所の発表もあるし、そこまではいかにしても、債務残高というものがケインズ効果というよりもノンケインズ効果を生んでいるからである。あるいは徴税権が担保だから、いずれ徴税されるのだという心理が働き消費が減ることがあるので、やはりエフェクティブなところに金を使わないと駄目だと思う。そういう面で、私は財政政策と金融政策は一体などというのは、これは今にはじまったことではない。ニクソンショック以来ずっと、私の世代はいつもいつも言ってきたことだ。それに関して一番危険なのは、最後の糊代を付けないことである。プラザ合意の後も87年から公定歩合引き上げ論が色々なところから出ていて、不動産融資がもの凄く伸びていることに対して、色々な人が警告した。ポイントは、ここからの糊代の付け方が非常に大事ということだ。ここからの金融政策、財政政策が非常に重要である。お互い規律を持ってやらないといけない。逆に言うと、リスクを分担してやる訳だから、今、このデフレ脱却のためには何でも良いのだと言って、後世代に負の遺産を残したのでは意味がない。私は植田委員の言われたケースは、後進国をモデルとしたケースを言われていて、万が一小泉さんが中央銀行に財政をやらせることとした場合、これはどこか後進国にいくとないことはないが、わが国では市場メカニズムを導入するために当時のリーガン財務長官にボロクソに言われて、円/ドル委員会以降、やっと作ったのである。市場メカニズムを葬り去ることはまだまだない。最後の最後であるかもしれない

が、やはり今までの苦勞を台無しにするようでは如何かと私は思っている。

須田委員

もう一点だけ、ちょっとこのインフレターゲットでよく分からないところがある。要するにこれは、結局マイナスをゼロにするというのは良いのだが、プラスにしていくという、これは財政の問題をこれで解決しようとするのだったら、やはりインフレタックスを意味しているのか。つまり、債務が多い人に資産を持っている国民から債務者に所得をトランスファーするということを最終的に求めているのか、その辺が、それを通じてこの日本の問題を解決しようとしているのかどうかという点がこの議論をする時にいつも分からない。それはそれを主張している人達がどう考えているかということだと思うが。

植田委員

プラスのインフレ目標というのは、少し金融政策の側からみた普通の理屈ではないか。

須田委員

それはあるが、ではこれまでこの、例えばゼロになったような…。

植田委員

今主張していると…。

須田委員

ゼロになったような程度で一体この財政の問題は片が付くかと言うと、私は絶対そのようには思わない。そうするともっと物価が上がるという格好で、やはり、調整インフレのようなことを想定している人がいるのではないかということを考えざるを得ない。やはり、結局は資産を持っている人からのトランスファーということを望んでいるのかなということだ。そ

これは分からないが、こういう論点もある。

#### 速水議長

一点だけちょっと、インフレーターゲットという言葉が急に流行りだしたというか、特に若い学者の方々やプレスやら、一般に口にするようになって、これを知らないのは知識人ではないのだみたいな、そういう意見さえ出ている訳だが、私共がやはり、戦後 50 年の社会を自分の稼ぎで生きてきて、考えているのはやはりインフレというのはどんなに恐かったかということである。私共の大体同じ年の人達、いわば年金生活者といった方が良いのかもしれないが、それらの人達は日銀のOBではないが、一般の人達はやはり、どうしてインフレーターゲットによってインフレにしなければならないのか、と聞く。本当にインフレになることを望んでいる人がどれだけいるかということは、政府も知っているだろうかなという感じはする。少なくとも私共の年代の人達や私共が付き合っている人達は、皆どうしてインフレにしなければいけないのかと怒っている。その辺はちょっと違いがあるということを理解して欲しい。

#### 中原委員

インフレーターゲットと言う言葉の使い方は良くないと最近某大臣も言い出されたと報道されている。ハイパーインフレになるかどうか、その副作用、あるいはコントロールできるようなインフレになるかどうか、そこはまた議論が分かれるところだが、大方の意見としてはインフレーターゲット論の狙うところは物価指数にバイアスがあるということ等からみて緩やかなインフレというのが私の理解であり、本当に 5%、6%という調整インフレ的なものを表向き主張されている方はいないと思う。

#### 福間委員

インフレーターゲットにはサイレント・マジョリティーは反対している。年金生活者はなおさらのこと。若い方もどうかというと、残業代はもらっ

ていない、給料はカットされている。これでさらにインフレかというような、非常に単純な反対論が出る。要するに、もう少し分かるように説明しないと、大変な問題が出るのではないか。大変な問題というのは、色々なところに影響が出てくるのではないかなということである。ケインズの一般理論を引っ張るまでもなく、不完全雇用の状態のもとでこういうことになったら大変である。流動性の罣という問題が、1937年だったか1936年だったか、あの本が出た時から取り上げられ、また、その問題にポストケインジアンがいかに悩んだかという事実から言えることは、要は金融政策にも限界があるということであり、そんなに神学論争をやる程のことではないのではないかなと私は思っている。やはり財政と一体となって需要をつけていかないと、根本的に問題解決を図ることは無理だというのが私の考えである。私は今やオールド・タイガーだが、期待インフレ率を高めるといってもそれが適度にできるのが一番良いのだが、なかなか人間の心理というのはここで結構であるという訳にはいかず、もう一段、もう一段となる訳であって、こういう危険性もあると思う。

#### 中原委員

インフレ率のコントロールというのはそんなに難しいものかどうか私は分からないが、若い世代もインフレターゲットに反対かどうか分からない。昨日インターネットの掲示板を夜中にずっとみていて、日銀の政策に関する部分、かなり色々あるが、インフレターゲットに対する賛成論というのはかなり出ているので実は驚いている。

#### 植田委員

先程と逆になってしまうが、私がここ数年の色々な人のコメントをみたり聞いたりしている感じでは、単純にターゲットをアナウンスすれば期待が動くというだけの議論は、昔に比べると特に中央銀行かマーケット関係者の間ではかなり勢力が弱まっているように思う。ただ一部のアカデミックスの中では、まだある程度生きていると思う。それから、誤解を招いた

かもしれないが、私が先程申し上げたのは、妙なことを進んでやりたいからということではない。

福間委員

分かる、分かる。

植田委員

色々申し上げた論点は、これまでも議論してきたことなのだが、さらに詰めるところはある程度あるだろうと、色々なコミュニケーションの回り方で改善すべき点もあるかなという積もりで申し上げた。福間委員が言われたように、議論が難しい、あるいはほかの人を説得する際に難しい点の一つに、市場メカニズムの大切さという点がある。例えば、株をどんどん買っていったら良いという場合に、どういうふうにして巧く反論していくのかというのは、非常に難しい点のように思う。

須田委員

その点に関しては、やはりある大手証券会社の社長が「日銀の行動原理は、もし日銀がそういうものをどんどん買いはじめるようになったら、マーケットのそれと同じではないから、マーケットから手を引きたい。日銀という異質なプレーヤーの存在感が大きくなるような市場には参加したくない」というふうに話していた。

植田委員

でも我々は買うとしたら、ある種のインデックスを買っていく訳である。金融政策でやる場合。

須田委員

それでも…。



#### 植田委員

インデックスの動きは市場のメカニズムを反映しなくなるが、インデックス対比のミクロの株価の動きはまだ残るのではないかという反論はあり得る。

#### 福間委員

そうだと思う。

#### 田谷委員

随分論点がテーブルに上がってしまったので、どこから手をつけて良いか分からないが、手短かに申し上げたいが、一番最初、株のことだが、意外と証券界からそういう話は上がってこない。確かにETFというものは2兆5千も組成してほとんど売れていないという実態があるので、かえってそういうことを言いにくいのかもしれない。また、昭和39年、40年当時の共同証券とか、保有組合についても、結局共同証券が巧く機能しないで、保有組合ができて、その経験というのはかなり皆古い人は持っていると思う。だからこそ余り強くそういうことを主張しないという点もあるのだと思う。それは別として、幾つか、私が答えを持っているという訳ではないが、私はこう思うということの一つ一つ申し上げたい。やはり一番後ろの方から言うと、なぜインフレ率をプラスにするのかというのは、それこそずっと延々と我々はやってきた訳だが、インデックスのバイアス問題から金利のゼロ・バウンド、あるいは現在置かれている企業、個人のバランスシート調整問題がある。あるいは、この問題、デフレ問題というのは、やはり政府が非常に困る、財政のプライマリー・バランスを回復するという状況ではなかなか絵が書けないというところにあると思う。中原委員が言われたことは、一部私もそのとおりだと思うが、期待に働き掛けるというのは非常に大事で、やはり同じ物を表現するのでも説明するのでも、やはり言い方もあると思う。そこら辺がちょっと我々側からも何か改善の余地がないかということは、考えるべきものだと思う。なぜ今は駄目なのか

ということだが、やはり我々は通常の伝統的政策手段をもう既に使い尽くしているから今駄目なのであって、そうでない場合は、ひょっとしたらこういう政策のフレームワークは検討に値するというのは、我々の共通の認識でずっとあると思う。あと、欧米の学者がこういうことを言っていると言われるが、欧米の学者でも色々いて、そもそも物価が下落する理由は、先程速水議長が言われたように、需給バランス、需要サイドの問題、供給サイドの問題、だから結局そういうところに手をつけなければ駄目だという人がいる一方、いや、物価というのは貨幣的現象だ、マネーサプライを増やせば良いのだということをも主張する方もおられるので、なかなか議論がかみ合わないと思う。だから、どういことをやろうとやるまいと、ある一定の人達が批判するということは続くと思う。ただ一つ、つくづく思うのは、やはり、かなりの数の相当有力な学者が言い続けているということには、やはり何か我々として取り入れるところはないか、常に反省する必要があると思う。だからこそ、我々は時間軸というのを入れていると思うが、それ以上に何かあるのかということは常に考え続ける必要があるように思う。その観点で植田委員が一杯言われたが、例えば第一点の長期金利が上昇してしまうリスクということで言えば、私がちょっとよく分からないのは、今流動性トラップに近い状況のもとで、こういうインフレ期待が生じて、それに対応する程には長期金利は上昇しないと主張している人がいるが、それはどういう理論的根拠で言われているのか、ちょっとあとで教えて欲しい。効果が不透明だと言われれば、これだけ我々は伝統的手段を使い尽くした訳だから、これから何をしようとする効果が不確定なことは当たり前で、結局副作用とのバランスで何かやっていかななくてはならなくて、先程福間委員が言われたように、財政も金融もぎりぎりのところを狙っていかななくてはいけないということだろうと思う。確かに副作用について、それぞれの言われている手段について、我々は余りスペルアウトしてこなかったと思う。もう少しそういうことをもっと表立って言った方が良いのかもしれない。あと、手段がないということについては、これについても我々はもう少し言った方が良いのかもしれないと思っている。例え

ば財政を幾ら出せば物価上昇率が2年後何%になるとか、それはモデルによるし、その前提条件によるが、私の方でも試算は色々しているが、その何らか、そういう議論をもう少し我々サイドもやっても良いのではないかなという気がする。株、土地についてはやはりそれこそこれも話し出したら切りがないが、絶対にやらないという訳ではないが、相当の副作用がある。それこそ何の副作用かと言われれば数え切れない程ある。それを今申し上げる必要はないと思うが。その金利のところはどのように考えたら良いのか。要するに現在のような状況というのをどう理解するかにもよるが、流動性トラップに近い状況下では、インフレ期待、例えば2%のインフレ期待が生じて、金利はそれと匹敵する程には金利は上昇しないと。

#### 植田委員

簡単に言えば、本来は現在のデフレ期待に対応する名目金利はマイナスのはずなのだから、それがゼロに据え置かれているために、インフレ期待が上に上がってもそのギャップの分は名目金利は上がらないだろうという議論だと思う。ゼロから少し上がったとしても、ギャップがあった分は上昇しない、従って実質金利は少し下がるということだと思うが、他方、市場の地合いをみていると、私は実感として逆のことが起こりそうな気がする。

#### 山口副総裁

私は欧米の色々な人と、皆さんもそうだと思うが、議論していて、残念ながらすれ違いに終わることが多いが、どういうところですれ違うかという、色々ある。一番多いのは、マネタリーベースが増えても貨幣乗数が比例的に落ちてマネーサプライが増えていないということが、なかなか飲み込めてもらっていないという辺りからはじまるが、そういう議論を繰り返しているうちに、欧米のアカデミックスの方も、それから中央銀行の人達も、とにかく比較的是っきりと効果を読める措置というのは、日銀には残っていないというところは、全く共通の理解ができてきていると思う。

特に中央銀行の人達はそうだと思う。それでもアカデミックスの人達が言うのは、効果が不明確であっても、とにかくトライしてみる価値はあるのではないか、それに尽きるように思う。そこで先程植田委員が言われた、では効果が不確実であっても副作用がはっきりしないのであれば、それはやれば良いではないかという議論にどう対応すれば良いのかというのは、なお考えてみる価値があるというのは、それはそのとおりだと思う。そういう議論を色々繰り返しているうちに、ターゲティングの議論、ターゲティングというのは物価をターゲットとするターゲティングのほかにも色々あるが、そういうことに共通したメリットというのは一つだけ残っていて、それはこういう政策を打てばターゲットに対してどういうふうになんか届くのか、あるいは届かないのか、政策のフレームワークというのをもう少し明確にすることができるということではないかと私は思っている。現時点で、日本の現局面の中でそういうことを試みると、恐らく私は、日銀がこういう手を打った場合に、目標とする物価なら物価のターゲットにやはり届かないという結論を出さざるを得ない、あるいはやってみないと全く分からないという、いずれかの結論にならざるを得ないと思う。そういうことを日本銀行単独で国民に説明していくのが良いのかどうかというのが問題ではないかなと思う。あと植田委員が四点程言われて、それぞれについてもっときちっと考える必要があるという、そこまでは全く私も同感である。特に金利の問題というのは、やはり正常な経済になれば金利水準というのはどこか分からないがポジティブなところに行くはずで、金利が上がってしまうということを理由に特定の措置に難色を示すというのは、これはなかなか難しいなと私も思っていたところである。だが一つ、政府との関係をどういうふうに作っていくかというのが、恐らくこれから非常に大事なポイントになってくると思う。政府と余り一体になると、今度は日本銀行の独立性がどうなったのだというふうに批判されるし、逆に政府と意思疎通がスムーズにいけないというようなことがみえみえになっても、マーケットに対する影響が悪い方向に出してしまうということで、これまた問題という、非常に狭いところをすり抜けないといけない難

しさがあると思う。こういう局面なので、政府と中央銀行との円滑な意思疎通、日銀法4条に定めているような精神というのは是非とも必要だと思うし、できることなら政府の具体的な措置と日本銀行の具体的な措置が共に成長促進を通じて、物価の安定に繋がるようなことが望ましいと思うが、そういうことをそれぞれの立場に即して巧く築いていく必要があると私は思っている。

#### 速水議長

それでは討議を終わりたいと思う。ここで政府から出席の方々から意見を伺いたいと思う。谷口財務副大臣お願いします。

#### 谷口財務副大臣

それでは申し上げます。政府は、平成15年度予算に先立って、平成14年度補正予算を提出しており、両者を一体として切れ目なく運用し、構造改革をさらに加速することにより、民間需要主導の持続的な経済成長の実現を目指すこととしている。

また、デフレ克服は引き続き経済運営における最重要課題であることから、現在、経済財政諮問会議で議論されている「改革と展望—2002年度改定」においても、政府・日本銀行が一体となってデフレ克服を目指し、できる限り早期のプラスの物価上昇率の実現に向けて取り組む旨盛り込まれている。

現在、日銀は、金融機関に対して潤沢な流動性供給を行っているが、物価は依然として下落しており、また金融機関の貸出も減少しているなど、実体経済の回復にも結びついていない。

日銀におかれては、デフレの克服に向けた強い政策態度を示すためにも、流動性供給の質量両面においてさらなる工夫を講じるなど、実効性のある金融緩和措置を是非検討・実施して頂きたいと考えている。

それに付け加えて申し上げますが、この前回の会合の折にも申し上げた訳だが、先程の議論の中にも出ていたが、長期国債の買切オペのボリュームを、前回申し上げたように大幅な増額、例えば私は月2兆円ということで提案させて頂きたい訳だが、このような増額をお願い申し上げたいという

ように考えている。なお、大幅な長期国債の買切増額を行なえば、前回は申し上げたが、現在の日本銀行が保有する長期国債の残高は、銀行券発行残高の範囲内という制約を近い将来突き破る可能性もある訳だが、この制約を例えば平成15年度末、16年3月だが、までの間を停止する。その時点で改めて長期国債買い切りのあり方について検討を行なうということについて、どのようなことになるのか考えて頂きたいと思う訳である。この平成15年度末までの期間を限定するというのは、特定の期間の定めがないということになると、青天井となる期間が相当期間続く恐れがあるということで、一種の歯止めとして考えていて、上記の期間の設定は平成15年度末にデフレを脱却するという趣旨ではなくて、平成15年度末を一つの区切りとするものであって、平成15年度末の時点で別の期間を設定し、青天井化をさらに継続する。あるいはその時点で長期国債の買切政策について全体的な見直しを行なうといったことを想定している訳である。なお、期限よりもその前に金融政策が効果を発揮し、デフレ脱却が行なわれたという状況であれば、その時点で見直しということを考えることが妥当だと考えている。それともう一つは、これも前回会合で申し上げたが、先日の報道をみると、東京三菱の資産担保CPについて、中小企業の支援策ということで日本銀行が決められて、これがどうも動き出すというようなことで、中小企業金融については大変やはり注意を要するということに考えている訳である。どうも資金が取れないというような実態があるので、前回ツーステップローンというような提案をさせて頂いたが、このような提案も含めて是非中小企業の資金繰りに関しても、実体的な対応をお願い申し上げたいと考えている。経済も金融もそうだが、これは必ずしもロジックで動くものではない。現実の金融の場、また経済の場でどういう事象が起きているのかといったことから機能的に政策を打ち立てるということが今必要なのではないかと考えている。わが国はかつて経験をしたことのない経済状況、また金融状況にあるので、そのような現実の場での動きを政策に反映する、それもスピーディに反映するといったような対応振りを是非金融政策の場においてもお願いを申し上げたいと思う次第である。また

さらに付け加えると、この国会において、産業再生法、産業再生機構が法案として上がってくる。その産業再生機構においても、日本銀行に資金の供与を期待している。本法の中に期待をしているという状況もある訳なので、その辺りの議論も含め是非申し上げたい。以上である。

#### 小林内閣府審議官

それでは内閣府としての意見を申し上げたいと思う。景気の基調判断については、17日の月例経済報告等関係閣僚会議において、「景気は引き続き持ち直しの動きがみられるものの、このところ弱含んでいる」と、前月より若干下方修正して報告した。先行きについても、世界経済の先行き懸念やわが国の株価の低迷などにより、わが国の最終需要が引き続き下押しする懸念が存在しており、今後の金融経済情勢については、より一層注視する必要があると考えている。

政府は、「改革加速プログラム」に基づいて編成した平成14年度補正予算、および平成15年度一般会計予算を昨年暮れに閣議決定し、これらを一体として切れ目なく運用し、構造改革をさらに加速することにより、民間需要主導の持続的な経済成長の実現を目指す。平成15年度の政府経済見通しにおいては、こうした政策効果の発現や世界経済の回復により、わが国経済は民需中心の緩やかな回復へと次第に向かっていくことを期待していることから、実質GDP成長率は0.6%程度の増加、消費者物価は0.4%程度下落率としている。

さらに1月20日の経済財政諮問会議で「改革と展望－2002年度改定」の答申がされている。その答申においては、2004年度までの集中調整期間における最重要課題であるデフレの克服のためには、金融面など総合的な対応が重要であり、政府・日本銀行が果たすべき役割は大きいとしている。

日本銀行におかれても、こうした認識を踏まえ、できる限り早期にプラスの物価上昇率が実現されるよう、さらに実効性ある金融政策を行なって頂きたいと考えている。以上である。

速水議長

意見承った。参考意見として伺うのか、それとも日銀法 19 条の議案提出権ということにするか。

谷口財務副大臣

参考意見ということで。

速水議長

特に皆さんで答えになるようなことはないか。

次に議案の取り纏めに入りたいと思う。先程の委員方の検討によると、当面の金融市場調節方針について現状維持との意見が大勢を占めていたように思う。そこで私の方から議案を提出したいと思う。ほかに正式に議案を提出されたい方はおられるか。それでは、どなたからも正式な議案の提出がないようなので、事務局は私の議案を確認のためにもう一度読み上げて欲しい。

榊田企画室企画第 1 課長

それでは議長案を読み上げる。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。日本銀行当座預金残高が 15～20 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。」次に別添である。「平成 15 年 1 月 22 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 15～20 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。』。

速水議長

今読み上げた議案は委員方の考えを集約して提起したものであるが、これで宜しいか。そのほか質問、追加的な討議があればどうぞ言って欲しい。

それでは議論が出尽くしたようなので採決に移りたいと思う。異議ないか。

[全委員が賛意を表明]

異議がないようなので採決をする。政府から出席された方々には誠に申し訳ないが一旦別室へ退出頂いて、政策委員会としての議決がなされてからまた呼びたいと思う。

[政府からの出席者退室]

それでは金融市場調節方針に関する議案を採決する。事務局は正式な議案を持ち回って、委員から決裁を得た後、その結果を報告して欲しい。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

#### 議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

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。全員一致である。

速水議長

それでは全員一致で可決された。採決が終了したので、政府からの出席者を呼んで欲しい。

[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方針として現状維持が全員一致で決定された。白川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お願いします。なお、決定事項の公表は、会合終了後直ちに行なうこととする。

IV. 金融経済月報の検討

速水議長

それでは次に移る。金融経済月報の検討に入りたいと思う。金融経済月報のうちの最初の 4 ページが本委員会での正式な決定事項になっているので、本日のこれまでの議論を踏まえて検討をお願いします。調査統計局門間企画役と企画室櫛田企画第 1 課長よりポイントを説明してもらおう。

門間調査統計局企画役

それではまず最初に実体経済の方から説明する。A3 の紙の右の上の方

に差し替えという文言が入っている紙を使う。宜しいか。まず、総論だが、「わが国の経済情勢をみると、全体として下げ止まっているが、回復へ向けての不透明感が強い状態が続いている」、前月と全く同じ表現である。11月からはほぼ同じ表現を使っているので2か月連続で判断据え置きということになる。各論もほとんど変更はない。設備投資から公共投資までは前月と全く表現は同じである。輸出については、「横這い圏内の動きを続けている」。前月から若干時間が経過したので、文末表現を変えているということだけである。それから次の在庫・鉱工業生産だが、前月鉱工業生産は「増勢は一服してきている」、増加から横這いへの変わり目を表現した訳だが、その後も横這いで続いているので、今月は「横這い圏内で推移している」としている。それから雇用・所得環境だが、「所定外労働時間や新規求人が緩やかな増加基調にある」としていて、前月の「増加している」から「増加基調」と若干ヘッジがかかった表現にしている。これは所定外労働時間が季調済のレベルでみると、頭打ちの兆しがみられるということで、若干表現を変更しているが、非常に小さな変更であって、雇用・所得環境全体の判断には影響していない。次に先行きのブロック、大きな固まりだが、ここは全体について前月とほとんどといって良い程変更点はない。単に文言を「来年」というのを「本年」と、年が変わったので変更しているというところと、それから下の方の株価のところだが、前月は「不安定な動き」、そこを今月は「低調に推移している」と後で出てくる金融面の方と表現を合わせている。それから最後の物価のブロックだが、2行目「国内企業物価は」というところだが、前月までは「国内卸売物価」と使っていたが、今月からは「国内企業物価」で書いている。その結果として前月は「強含んでいる」というふうにしてあったが、今月は「下落幅が縮小している」。ここは、判断の変更ではなくて、みる指標が変わったことに伴う変更である。その後、「物価を取り巻く環境をみると」、物価の先行きに関する判断部分だが、輸入物価については若干判断を変更した。「原油価格の上昇」というところは同じだが、「最近の円高」という新たな要因が加わってきたので、来月出てくる輸入物価についてプラスと出るか、マイ

ナスと出るか若干微妙な情勢になってきた。それを踏まえて、前月は「強含みで推移すると予想される」というふうにプラスの方向に書いていたが、今日は「横這い圏内の動きとなる可能性が高い」ということで「横這い」とした。若干の下方修正である。「需給バランスの面では」というところだが、「在庫が低水準にあることなどがある程度下支え要因として働く」と、ここに、前月は「稼働率の上昇」という文言が入っていたが、生産横這い圏内なので「稼働率」は取った。それから下の方、「こうした中で」からはじまる文章だが、「こうした中で、国内企業物価は」、前月は「横這い圏内」というふうに書いてあったが、今日は実際に前月以降出てきた12月直近の国内企業物価が、前月のイメージよりも若干弱めだったということと、それから先程輸入物価について「強含み」から「横這い圏内」に修正したということ踏まえて、ここは「当面、弱含みで推移する可能性が高い」というふうに若干下方修正をしている。以上である。

#### 櫛田企画室企画第1課長

続いて金融部分である。金融部分については、金融環境全体についての評価は変える状況ではないということで、今日は金融資本市場の動向を中心とした微修正である。上からみると、まず、「長期国債流通利回りは、銀行や機関投資家による積極的な国債購入姿勢を背景に一段と低下し、最近では0.8%台での動きとなっている。」。その下、株価だが「国内景気の先行きに対する不透明感を背景に、8千円台半ばでの低調な動きが続いている。」。その下、円相場だが「中東情勢の緊迫化などを背景とした米ドルの全般的な軟化傾向を受けて引き続き弱含み、最近では117~118円台」。失礼した。「強含み」であった。その下、金融機関の貸出態度である。これは昨日説明したが、前回、中小企業金融公庫の調査で多少動きがあったので、それを反映した表現にしていたが、同月単月をみるとむしろ、若干戻っているということで、ここは引き続き中小企業を中心に厳しいという状況を表わす文言に微修正した。その下、CP、社債の発行残高だが、これは0%近傍前後に上下ということだが、仔細な動きなので「概ね前年並

みの水準」という表現にしてある。その下、マネーサプライだが「12月  
は伸びが低下し、前年比2%台前半となっている」、これは水準をそのま  
ま表現したものである。あと、総論部分だが、長期金利のところ、前月  
は「低水準で推移している」ということだったが、さらに一段と低下して  
いるので、「低下している」という表現にしている。以上である。

速水議長

意見があればどうぞ。

福間委員

実体部分でこの「企業収益・業況感」というのは。

門間調査統計局企画役

これは慣例による部分もあるのだが、通常短観月には必ず入れており、  
それ以外の月には入れていないというのがこれまでの原則である。

福間委員

分かった。

速水議長

特にないか。

田谷委員

一番最初の表現は、各論が変わっていないのだから、これで私は今月は  
良いと思う。全体が変わる訳はないのだが、何か例えば先程皆さんが足踏  
み状態とかそういう表現が多かったが、何かこう検討されたような案はあ  
るのか。私はこれで良いと思うのだが。足踏み状態というような表現が何  
回かみえたので。

門間調査統計局企画役

足踏みとか横這いとか言うのでも実態を表わしているとは思いますが、現状先行きに関する判断が変わっていないものだから、表現の連続性ということで、それ以上実は余り考えなかった。

田谷委員

あと、地政学的リスクというのが随分もう全員が触れたのだが、それはここでは「海外経済を巡る不透明感」に含まれるのか。

門間調査統計局企画役

「国際政治情勢」という言葉でここは従来から書いており、言われることの内容は、「先行き」の下から4行目の「国際政治情勢」に含めているつもりである。ここもあくまでも表現の連続性ということで特に修正をしていない。

田谷委員

分かった。

速水議長

それではこれで宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

それではこれの決裁をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁  
山口副総裁  
植田審議委員  
田谷審議委員  
須田審議委員  
中原審議委員  
春審議委員  
福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

全員一致で決裁が完了した。

速水議長

それでは、全員一致で可決された。ただ今決裁した基本的見解に沿って後段の背景説明部分は、必要があれば執行部で修文したいと思う。本件の対外公表については、明日 23 日木曜日午後 2 時に行なう。

IV. 議事要旨（12/16～17 日開催分）の承認

速水議長

それでは次の議事要旨の承認だが、前回 12 月 16、17 日の会合の議事要旨を承認願いたいと思う。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。議事要旨は 27 日月曜日の午後 2 時に公表する。決裁願う。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

全員一致で決裁が完了した。

速水議長

以上で本日の議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は2月13日木曜日、14日金曜日に予定している。如才ないことながら、決定会合における議論の内容は自身の発言も含めて議事要旨および議事録という一定のルールに沿って開示する扱いとなっているので、それまでは言わないようにお願いします。決定会合への信認を確保するという観点から、政府からの出席者の方々も含めて、この場に出席されている皆さんにおかれては、くれぐれも厳正な機密管理に努めて頂く必要があることを再度強調しておきたいと思う。変に漏れると、記事になって非常に違った意味で誤



解されてしまうことになるので、何卒宜しくお願ひしたいと思う。長時間  
ありがとうございました。

(午後 12 時 25 分閉会)

以 上