

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2003年2月13日

2月14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

(13日 14:00～16:17)

谷口隆義 財務副大臣 (14日 9:00～13:14)

内閣府 小林勇造 内閣府審議官

(13日 14:00～16:17、14日 9:00～13:14)

(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

企画室参事役

和田哲郎 (14日 9:00～9:14)

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

企画室企画第2課長

吉岡伸泰 (14日 9:00～9:14)

金融市場局金融市場課長

大澤 眞 (14日 9:00～9:14)

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

廣島鉄也

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)

速水議長

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、流動性預金金利の上限規制の変更について執行部の説明と決定を行なう。続いて、短期社債等の適格担保化について執行部から報告を行ない、これも採決を行なう。続いて、執行部から明日公表される企業物価指数並びに昨年第 4 四半期の GDP 速報について説明がある。その後は、いつもどおり金融経済情勢と金融政策の運営方針に関する委員の討議、もしあれば政府からの出席の方々の発言、金融市場調節方針の採決と進めて参る。採決の後、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、内閣府から小林内閣府審議官の出席を頂いている。なお、明日は財務省からは谷口財務副大臣、内閣府からは本日に引き続き小林内閣府審議官に出席頂くと伺っている。予めお断りするが、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。委員方および政府からの出席の方々については、そのことを前提に発言される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。はじめに、金融市場局から前回会合以降の金融市場調節の実績と最近の金融・為替市場の動向について説明をしてもらう。白川理事と山本金融市場局長お

願います。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

山本金融市場局長

本日手許に配った資料 1、2 の追加分に沿って報告する。まず、図表 1-1、金融調節の実績の推移である。一番左端の列に日銀当座預金残高の実績値がある。前回会合以降、ディレクティブの 15~20 兆円程度のできるだけ上限を目指すという運営方針に則って、コンスタントに当預残高は 20 兆円程度を維持してきている。右から 2 列目に無担コール O/N レートの加重平均値の数字がある。引き続き潤沢な資金供給のもとで、0.001 ないし 0.002% と最低水準が続いている。なお、念の為に申し上げると、最近外銀の一部行がマイナスレートでコール資金を放出している関係で、平均値の方は従来 0.002% の日が多かった訳だが、最近では 0.001% という水準になる日が増えているということである。図表 1-2、日銀当座預金残高と無担コール O/N レート、下段に当座預金の業態別の保有残高がある。一番右端に昨日の残高があり、その左側に 1 月の積み期間、これまでの平均値がある。当預残高全体で 20 兆円のうち、非常に多くの金額がこのところ都銀、長信銀、主として都銀によって持たれているというのが最近の目立った特徴であり、最近では 10 兆円を超える日が増えてきているということである。一部の都銀では、オペに積極的に入札して早めに資金手当てを行ない、余った資金の方はコール市場に放出しようとしているが、取り手がみつからないということで、結果的に大量の資金を当座預金に抱え込むという状態が続いている。こうした都銀は基本的に資金の出し残り状態なので、足許のコールのマーケットの方は全体として資金余剰感が強いという展開が続いている次第である。図表 1-3、最近のオペ結果の推移である。シャドーを付けたのが札割れになっているオペだが、商業・ペーパーの買現先を除いては、全て札割れは回避されているという状態である。特に上から二つのマス、一番上が手形買入（全店）、その次に手形買入（本店）だが、都銀や系統機関がコンスタントにオペで資金を手

当てするという姿勢を反映して、右から2列目に落札決定レートがあるが、このところ毎回0.010%で横這いという状態が続いている。最近の都銀のビヘイビアをみると、まず、オペでの資金調達ありきという感じであった。何か本源的調達手段としてオペを使っているという雰囲気すらある。まず、オペで取っていくということで、オペに関しては着実に入札があるという状態である。下の方の4マス目に国債買現先および短国買入がある。右から2列目の落札決定レートをみても0.006%から0.003%あるいは、0.006%から0.001%といったところで、こちらの方も非常に落ち着いており、オペの入札姿勢はこれまでのところ非常に落ち着いた態度が維持されているということである。因みに一番下にある資金吸収オペ、手形売出や国債の売現先だが、こちらの方は短期で吸収をやっているが、引き続き0.001%中心ということで、相変わらず資金余剰感の強いマーケット状態を反映しているところである。図表1-4、本行受入担保残高の推移である。これは前月とさして変化がない。共通担保で受け入れている担保の総額は、1月末で70.6兆円である。真ん中に手形買入の使用額、いわゆるこの担保のうち利用している金額がどれほどかということだが、1月末時点で、手形の買入で使っているのが27兆7,000億円、このほか当座貸越で使っているのが日中ピーク分として2兆1,000億円あるので約30兆円を利用しているということで70-30ということで、40兆円分は引き続き担保余裕になっているということである。なお、12月に決定したABC Pの特則に基づく適格審査の申請件数だが、下の表にあるように発行枠ベースでこの1月以降、8兆1,000億円の適格申請がきている。このうち、既に私共の方で適格認定した分が5兆4,000億円ということである。これは発行枠なので、実際に発行されている金額がどれ位かということだが、一般には3割から4割の残高が発行されているというふうに言われているので、既に適格認定済みの分も含めても、ここで新たに2兆円程度の適格玉が増加しているという計算になる。以上、調節関係だが、次にマーケットの動向である。図表2-1、年末、年度末の短期金利の動向である。上から市場レート、一番下に先程述べた手形買入(全店)オペの平均落札レー

トが掲げてある。一番下のオペの落札レートは、先程述べたようにほとんど横這いという状態が続いている。大手都銀の資金手当てが一巡してきたら、このオペのレートも急速に低下してくる可能性が高いとみているが、これまでのところ少しオペの落札実績が個別行でバラつきがみられるので、もう少しこのような状態が続くというのが私共のみているところである。一方、マーケット関係のレートをみると、F Bは最低水準で張り付いている状態、それから二段目のユーロ円レート、これは昨年、大体2月の下旬から中旬にかけて急速にレートが上がっていった訳だが、こちらの方も低水準横這い。ユーロ円金先の3月限のところも低水準横這いという状態で、都銀の金繰り自体については、これまでのところ都銀のマーケットでの調達姿勢は落ち着いているということである。前月も述べたように、貸出と預金を比べると、預金超過に都銀が転換してきているということで、資金の市場での必要調達額が減少しているということが背景にある。また、3月末にかけては、これからさらに銀行サイドは株の売却とか貸出債権の売却とか、さらに増資ということがあるので、一部一段と資金繰りの好転要因も控えているということで、これまでのところマーケットで資金をとり焦るという行動には今のところ出ていないというのがこれまでの状況である。図表2-2、ジャパン・プレミアム等の動向である。このように、金融市場自体は非常に落ち着いているが、改めてちょっと整理すると、今のところの落ち着きというのは一つには、日本銀行自体の極めて潤沢な資金供給スタンスと、あるいは銀行自身の防衛的な資金繰りスタンス、ないしはそのリスクテイクが慎重で国債投資が増加する一方で貸出が減っているとといったようなことがあるので、決して邦銀に対するマーケットの信用リスクに対する厳しい見方が変わっているという訳ではない。上段は外貨サイドのジャパン・プレミアム、これはユーロ・ドル市場における邦銀向けオファー・レートと外銀向けオファー・レートを比べた表だが、こちらの方は引き続き期末を控えて、比較的高いプレミアムがついているという状態が続いている。下の段は、外銀の円転コストだが、このちょうどジャパン・プレミアムの裏返しとして、引き続き外銀の円転コストはマイナス

の状態が続いている。以下、債券、株式、為替の動きである。図表2-4、長期金利の推移等、債券市場の動きである。上の表に20年債、10年債、5年債のグラフが掲げている。流通利回りは、このように10年の新発債、真ん中のグラフは1月30日に0.75%ということで過去最低を更新した後、最近は何分小幅反発して0.84%という水準である。改めてこの12月以降の長期金利の低下局面というものを振り返ってみたい。下の段にある投資家の債券ポート運営方針のアンケート調査結果をみると、やはりこの11月、12月位から債券のポートを大分長期化したいということで、デュレーションの長期化というのが進み、その結果として長期債、超長期債の金利が著しく低下したという結果になったということではないかと思う。勿論、その背景としては先月も述べたが、景気の不透明感あるいは、海外金利の低下、あるいは資金余剰感の強さ、それから12月になってからは財政関係の材料がほぼ出尽くして一巡してきたであるとか、日銀のオペ増額を巡る思惑といったところもマーケットの材料として言われてきたところである。図表2-5、イールドカーブの変化等である。この債券の単純なイールドカーブだが、流通利回りを短期から超長期まで並べたものが上段の表である。黒い太線が昨日の値、それから細い線が98年10月に10年債が最低水準0.775%をつけていた時のイールドカーブである。このように、重なり合っているのは9年超のところだけということであり、短期、中期、長期に至るまで現在極めて低い水準になっているということである。さらにインプライド・フォワード・レートを1年毎に分解してみたものが、その次の中段にある。この黒い太線の傾きをみると、3年先ないしは5年先程度まで、時間軸効果によって水準が低く縛られ、その上に先行きのイールドカーブが乗っかっている。最近はこの5年先以上のところがぐっと下に傾いてきているという姿である。銀行のビヘイビアをしてみると、最近の10年債の利回りの絶対水準というのは、銀行にしても生保にしてもいわゆる負債コストを下回ってきているので、個々に聞くと、やはり長期投資というよりは、売却することを前提に買ってきているという感じがある。ただ、非常に時間軸効果に対する信頼が強く、下にあるようにボラ

ティリティは、これまでの金利の低下の過程でもほとんど上がってきていない。この結果、最近の金利の低下にもかかわらず、マーケットそのものは余り過熱感が強くないというのか、過熱感が比較的少ない相場の地合いというのが債券市場の動きである。クレジット・スプレッドの動きである。図表 2-6、社債スプレッド等の動向である。上段に社債の流通利回りの対国債スプレッドが掲げているが、絶対水準からいくと引き続きトリプル B ないしはダブル B という上の二つは非常に高いプレミアムがついているということである。ただ、右のボックスにあるように徐々にこの低格付けのものも含めてスプレッドは僅かながら縮小気味である。やはり、資金運用難ということで、地域金融機関あるいは、最終投資家の一部が徐々に金利水準の高い低めの格付けのものにも徐々に買いを入れてきているという感じである。それから銀行セクター債の対国債スプレッド、右のボックスをみると、こちらの方も少し縮小気味である。あるいはクレジット・デフォルト・スワップの方も水準は引き続き高いところにあるが、少し縮小気味ということで先程述べたように銀行間のマーケットでは引き続き信用リスクに対する見方はほとんど変わっていないという状態だが、最終投資家のマーケットでは増資の公表などが好感されて、少しこちらのスプレッドの方が縮小してきているというのが最近の動きである。図表 2-7、株式相場の推移である。上の方が国内の株価の動きである。最近では 8,500 円台、8,000 円台半ば絡みの動きが延々と続いており、振り返ってみると 10 月半ば以降は、ほとんどこの 8,000 円台半ばから大きく振れることなく動いているということで、下にアメリカの株価があるが、この間、アメリカの株価が結構大きく上に上がったり、下へまた下がってきているというのに比べると、日本の方の株価は低水準ながら上にも下にもいかない膠着相場という印象になっている。こうした中で、最近マーケットの話題になっているのは、専ら需給である。図表 2-8、主体別売買動向等を見て欲しい。上の段に国内株式市場の主体別売買動向というのがある。右上の三つ目のマスに昨年 12 月および今年 1 月の月間のトータルが出ている。右の方に二つ目のところに信託というのが出ており、本年 1 月、信託がマ

イナス、つまり売り越しに転じてきているというのが最近のマーケットの話題である。これは厚生年金基金の代行返上に絡む株の売却というのが影響しているというふうにマーケットでは言われている。こちらの方の売りは、もう少し続くのではないかとというのがマーケットの関係者の見方である。また、さらに左側へ二ついくと銀行等というのは引き続きコンスタントに保有株の売却を進めているということで、この代行返上の分と銀行による保有株の売却というのがマーケットでは需給関係上、上値を重くする要因というふうに材料視されている。一方で、ただそればかりではなく、需給関係をみると、信託と銀行等の間にある事業法人、こちらの方は最近はずっとコンスタントに買い越しということで、いわゆる自社株買いの動きが続いており、これは今年も続くであろうというふうに言われているところである。以上が最近の需給関係の動きだが、足許だけ述べると、海外勢ないしは個人といったところが買い越しになっている。下の2段目の格付け別株価の推移をみると、むしろ今年に入ってきてからは、一番格付けの低い10月、11月辺りに急速に売り込まれた銘柄の買い戻しが進み、シングルBとかダブルB格の企業の株が買い戻されているという姿になっている。海外勢、あるいは個人といったところが多少値ごろ感からこうした銘柄を買いにきているというのがマーケットでは言われているところである。最後に図表2-9、主要為替相場の推移である。為替相場の方は引き続き地政学的リスクというのが最大のテーマである。基本的にはドル安基調ということである。真ん中の段にユーロ/ドル相場があるが、1ユーロ=1.08ドルというところまでずっとドルは下げてきたというところである。同じように他の周辺通貨をみても、スイスフランなどは避難通貨という位置付けとなっており、ユーロよりもさらに買われているという動きである。一方、上段の太い線が円/ドルの動きだが、円に関しては介入警戒感、あるいは地政学リスクに関しては、北朝鮮問題といったことも多少意識されており、相対的には安く、最近では対ドルでも120円台まで小反落という動きである。この結果、上段の細かい実線で書いてあるユーロ/円は130円ということで、水準としては99年5月以来のユーロ高円安水準

ということで、こちらの方は相対的に円が安い動きになっているということである。マーケット全体としては引き続き地政学的リスク、あるいは期末にかけての株価の変動リスクというものを意識せざるを得ないという動きだが、地政学的リスクに関しては大分織り込んできたという感じもマーケットの方は持ちつつあるということである。以上である。

速水議長

ただ今の説明について質問があればどうぞ。

須田委員

かなり短期市場は落ち着いていると言うが、補完貸付などはどうか。

山本金融市場局長

これは外資系の証券会社が毎月練習をしてみるというのがあって、今週の月曜日に20億円あるが、そういう練習である。

植田委員

都銀等に金が余った時、昔は短資のところに溜まるというパターンだったと思うが、最近はそれがみえない。

山本金融市場局長

短資は、ともかく引き受けてしまうと逆鞘なので極力断るというスタンスを維持しているということである。どうしても余ってしまう分が確かにあって、12月とか1月は3,000億円位持っていたが、最近はちょっと金額の規模もロットも大きいので、都銀から出てくるものはなるべく断っているという状態である。

田谷委員

オペについてだが、長国オペは残存期間の短いものが入ってきているの

か。

山本金融市場局長

長国オペは一般的な傾向として、相場が強い時には短いものが集まりがちで、相場が崩れる時は 20 年債など長いものが入ってくるという傾向が非常にあって、全体としては最近は非常に相場の強い局面が多いものだから、残存年限の短いケースが増えているということである。

植田委員

債券のところで、負債コストの見合わない水準まで流通利回りが下がってきているという話だったが、その負債コストとはどのように計算しているのか。

山本金融市場局長

一応、計算上は負債コストとして、市場の調達コスト＋経費率みたいなものを計算している。ただ、都銀サイドから言えば限界的には自分達は実質、マーケットでの調達金利との対比で考えているので、ということを行っているので、だから見合わないから直ぐに売るとか、物凄く短い売買を意識している訳ではないと言ってはいるが、その一方でそうは言っても相場が上がれば売りたいというような意識を持っているという感じである。

植田委員

かなりトレーディングをしている訳である。つまり、経費はある種固定費の部分が大きい訳であり、そこをカバーしないから債券売買をやらないということではないのではないのか。

山本金融市場局長

然り。

山口副総裁

先程、過熱感が少ないと言われたか。

山本金融市場局長

過熱感は、98年の10月の時のような、あの時はイールドカーブも非常に歪んだような形で進んできたし、ボラティリティもかなり上がってきたというのに比べると、現時点では過熱感があって、ちょっとしたことで大幅にまた反騰していくというような雰囲気ではないという感じである。勿論、個々にはちょっとしたことで金利が上がるという局面もあろうかと思うが、その都度、今の状況だと資金運用難にある地域金融機関や最終投資家が買いに出てくるという感じで、マーケットの方の見方は現状だと、10年債でいけば0.8~1.0とか、0.8~1.1位のところに結局レンジに入るのではないかというような見方である。

中原委員

売買スプレッドというのは相当縮んでいるのか。

山本金融市場局長

然り。ちょっと今手許にないが、売りと買いのディーラーが提示するスプレッドはコンスタントにこの数年間、マーケットの改革の効果もあって縮んできた感じである。ただ、ボラティリティがここまで小さくなってくると、ディーラーも大きなスプレッドを提示すると、最終投資家が受け取れないというか、最終投資家にとって多少の価格変動があってもそのようなスプレッドでは自分が儲からないということなので、ディーラーはむしろ多少腹を切ってもというか、収益が少なくなることを覚悟でスプレッドを縮めてきているというのが、今の姿である。

中原委員

超長期債はむしろ、玉不足だというような話も一時出たが、このところその超長期の方が値を下げている。20年債、30年債辺りの需給関係というのはどういうふうになっているのか。

山本金融市場局長

20年債、30年債はやはり今のところ最終投資家と言われるのが、年金、生保ということで、非常に最終投資家の多様性が少ないマーケットなので、商い自体がやはり薄いということだろうと思う。従って、値が飛ぶのが早いと言うか、ここに金利が低下してくる局面でも随分早かった訳だが、その時の戻しの時も結構レートは大きく動くというようなことである。まだ、発行量も特に30年債になると極めて少ないので、どうしても取引量自体が少なく値が飛び易くなっているという印象である。

中原委員

マーケットでは、もう少し出して欲しいという議論の要求はあるのか。

山本金融市場局長

30年債、20年債は最近30年債などは結構ある。もう少し流通量が増えてくれば、もう少しならかな円滑な価格付けができるのではないかといい見方である。

春委員

外銀のマイナスレートでのコールへの放出というのは、円転コストマイナスという状況が続いている限りはずっと続くと考えていて良いのか。

山本金融市場局長

ここでの円転コストというのは、実際の図表2-2、(2)外銀の円転コス

トにあるのは、ユーロ・ドル市場でオファーされている、表面に提示されている金利をベースに計算したもので、現実には個々に邦銀と取引をしている外銀はもっと大きなマイナスの円転コストをとっていると思われる。その上で、これまで出している外銀はマイナス金利でコールを出している外銀は1行、 -0.01 という水準でコールに放出しているというのが大体続いているということである。従って、その外銀のリスク・コントロールのやり方が変わらないとすればということだが、かつ、この円転コストマイナス状況が続き、本部の方というか海外支店で対邦銀で円をとってくると、その分マイナス金利でのコールへの放出が続くということになる。

中原委員

これをとった銀行は結局、日銀の当座預金に置いておくのか。

山本金融市場局長

もうごっちゃごちゃになってしまっているのだから、よく分からないのだが、そうしているケースもあると思う。

須田委員

最近、時間軸が変化しているという話があった。もともと3年半位という話だったが、その辺が変化しているのか。

山本金融市場局長

時間軸そのものはそんなに大きな変化はない。むしろ12月以降の下げは、インプライド・フォワード・レートにしてみると5年先とか、長いところのレートが全体に下がってきたということで3年、5年のところはそんなに大きく変わっている訳ではない。

田谷委員

ユーロ・ドル市場で邦銀は余りっていないと思うが、そのジャパン・プ

レミアムで対象となっている邦銀というのは大手ほとんどが入っていると考えた方が良いのか。

山本金融市場局長

ここでは、ベンダー側がスクリーンに提供している、対邦銀向け、対外銀向けと別々にオファーレートを提示しているスクリーンがあって、そのレートをとって、農林系の系統であるとか邦銀の大手行に対するもの全てを含んだオファーレートとして提示されているものである。言われるとおり無担保のままダイレクトに、では邦銀がとれるかと言うと、そんなにとれているところは少なく、むしろ円投・ドル転を利用して外貨を手当てしているというケースの方が圧倒的に多い。

田谷委員

そのために、この上と下のチャートは、どちらかと言うと反比例する訳か。

山本金融市場局長

然り。計算上は反比例するということになる。下の方は、少し外銀の円転コストのマイナス幅が拡大しているようにみえてしまうが、これはむしろ円のレートそのものの絶対水準が下がってきているところが大きいと思う。

速水議長

宜しければ次に移る。国際局から海外金融情勢の動向について説明してもらおう。平野理事、堀井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）

堀井国際局長

本日配付した参考計表（追加分）をみて欲しい。アメリカ経済について

図表1、米国の主要経済指標で説明する。いつものとおりシャドーがかかっているのが、前回会合以降判明した計数だが、この間3週間しか経過していないので、今月は少なめである。これらの数字は全体として、これまでの景気判断と整合的な動きだと思っている。つまり、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、比較的堅調である。設備投資は下げ止まったが回復は確認できない。この間、生産・雇用周りの循環的拡大モメンタムは鈍っているということである。図表1の1.にある実質GDPだが、10~12月期、前期比年率0.7%と低い伸びになった。去年の1~3月期からの数字をみると、5.0%、1.3%、そして4.0%に跳ねた後0.7%とぎくしゃくしながらも成長が鈍化してきた訳である。これについて後で幾らか詳しく述べるが、ここでは一点だけ。7~9月から10~12月への減速の主因は、この図表1の3行目にある実質個人消費の伸び率が大きく低下していることである。この中身だが、これは専ら自動車購入の減少によるものであり、むしろその他の消費は伸び率を幾分高めている。そこで、自動車販売について6行目で改めて確認すると、夏場に大きく伸びた反動でその後減少したということは、予て報告しているとおりである。最近数ヶ月の動きは一進一退で推移しており、均してみるとそこそこの水準をキープしていると言って良いと思う。1月も、6行目の右端にあるように業界統計では1,620万台となった。一方、設備投資の先行指標だが、9行目の資本財受注は12月はほぼ横這いとなった。四半期を括ってみても7~9月、10~12月とも名目で微減といった状態である。一方、12行目ISMの製造業をみると、1月は53.9と先月に引き続き比較的しっかりした数字になっている。この背景について、国防関連の受注の増加といったものが指摘されている。ずっと下の方に目を転じると、16行目の雇用関連についてだが、先月申したとおりでクリスマスセール期間の12月に通常であれば増えるはずの小売業の雇用が昨年暮れには原計数で僅かな増加に止まったために、季節調整済み計数では大きなマイナスとなった。1月にはこの裏が出て、減少するはずの雇用が原計数では然程減少しなかったということで、季節調整をしてしまうと、この1月の数字にある

ように大幅な増加となっている。つまり、統計上のからくりで振れただけであり、振れを均して何が言えるかと言うと、クリスマスセール時期において、企業は慎重な雇用姿勢をまず示した。そしてその後、雇用姿勢が一段と深刻化している訳でもなく、また緩和している訳でもないということかと思う。1行上の15. 失業率も同様に季節調整に伴う振れがあった。1月の5.7はでき過ぎかと思う。実態は12月の6.0と均した5.8%程度がずっと続いているとみるのが経済実態に則していると思う。図表2、米国のGDP成長率とFRB見通しである。一番上のパネル、実質GDPの需要項目のうち、個人消費については今述べたとおりである。同じパネルの少し下にある設備投資、右端に前期比年率1.5%となっている。2000年末以来、2年間連続して減少した後、当期は増加した形になっている。計数的にみると、個人消費が持ち堪えているうちに、設備投資が増加をはじめたかのようにみえる訳だが、内容をみるとなかなかそうは言いがたいと思っている。つまり、当期の設備投資増加の主因は輸送機械投資の大幅な増加である。これに関しては昨年末に自動車メーカーがレンタカー会社などに販売攻勢を非常にかけたということが反映していると考えられる。投資内容をさらにみると、ここには載せていないが、建設投資のマイナス幅が縮小したというプラス材料がある一方、情報関連投資の伸びがむしろ低下したというマイナス材料もあり、全部合わせてみると、結局設備投資は全体として下げ止まった後、横這いという判断が適切かと考えている。なお、ご承知のとおりFRBの半期報告、かつてハンフリー・ホーキンスと言われた報告だが、その中でFOMCの経済見通しが公表されている。それが真ん中のパネルで、実績と対比して書いてある。これは前年比で書いてあるが7~9月まで去年の7月のハンフリー・ホーキンスの見通しに向かってずっと伸びてきた訳だが、最後になって未達になったことが分かる。去る2月11日には、今年最初の半期報告がグリーンズパン議長によってなされた訳だが、その際明らかになった2003年の経済見通しもここに載せている。下の計表にあるように、実質GDPの最終四半期の前年比で3.25~3.5%ということである。この間、個人消費デフレータについては、

実績がこの表にもあるように、1.9%、これは年率前期比も前年比も共に1.9%だった訳だが、FOMCの今度の見通しによると、これが年末にかけて1.25~1.5%へ低下するという事になっていて、つまり地政学的リスクの軽減と共に経済成長は幾分加速してインフレ率は低下するといった展開を予想している訳である。これまで触れなかった住宅について、図表3、米国の住宅・設備で確認すると、モーゲージの金利が依然低下している。それに反応して住宅投資は堅調を続けている。しかし、真ん中のパネルにあるように、住宅価格については、さすがに騰勢が鈍化している。ニューヨーク、サンフランシスコなどのうちの一部の地域では水準の低下すら聞かれるところである。次に一番下のパネルで先程触れた設備投資関連指標を少し長い目で確認すると、2001年から大きなマイナスだった訳だが、それが直近でゼロ近傍まで回復している。ただし、上にはっきりとは抜けていないという様子がここで確認できるかと思う。図表4、米国株価・金利で金融市場について簡単にみていきたいと思う。株価はアメリカのイラク攻撃が近付いているという観測が強まる中で、軟調に推移している。この間、企業収益については、10~12月の実績についてS&P500社のうち400社余りの発表が既に終えており、それをみる限りアーニング・パー・シェアの前年比で14%の増益となっている。しかし、先行きについてはIT関連企業を中心に慎重な見方が多い。これにも地政学的なリスクが影響しているものと考えられる。一方、真ん中の長期金利だが、株価下落にもかかわらず、前回会合以降ほぼ横這い圏内の動きで推移している。この背景としては、減税あるいは、軍事費の拡大などによる財政赤字拡大懸念が金利押し上げ方向に働いて、株価の低下などの影響を相殺していると考えられる。なお、FOMCは1月28日、29日の会合で金利の据え置きを決定した訳だが、市場ではこの一番下のフェデラル・ファンド・フューチャーズでみられるように今後、年半ばにかけての利下げを一部織り込んでいる。次に図表5、ユーロエリアの主要経済指標である。先月までの見方、すなわち内需低調持続に加えて輸出も鈍化してきているという見方に即した動きとなっている。ただちょっと具体的計数で一つ特筆したいのだ

が、これは先月も報告したが、自動車販売、新車登録である。イタリアの自動車販売に関する税制絡みの影響から3行目の数字が12月にかなり増加している。1月はこの反動減が自動車登録、それから生産の計数などに反映してくるものと予想している。次に図表6、ユーロエリア各国のインフレ率と実質GDP成長率で追加的に報告したいと思う。エリア内の経済情勢の格差についてである。上のところでコアのインフレ率をみると、ドイツでは1%と言うか0.9%まで低下している。一方、アイルランドは水準的に言って4%を上回っているし、またスペイン、イタリアといったところは3~4%のインフレ率が続いている。低下のトレンドもみられない。下のパネルで実質GDPをみると、アイルランドを除いて全体に低水準になってきている訳だが、それでもスペインの成長率はかなり高めである。このようにECBの共通通貨制度のもとでインフレの動きなどに各国間で開きがあるために、ECBは難しい政策選択を迫られている状況と推測されるところである。

そうした事情を念頭において、図表7、欧州株価・金利で金融市場をみていきたいと思う。株価、一番上のパネルだが、アメリカ同様に軟調である。長期金利は低下を続けている。それから先行きの短期金利の予想についても、前回会合以降、一段と利下げの観測が織り込まれているという状況である。この間、イギリスでは経済自体は消費が堅調であり、住宅価格の上昇も続いた。それを反映して消費者物価の上昇率もこのところ、中期的ターゲットの2.5%を幾分上回っている。しかしながら、輸出とか生産などは停滞している。そうした状況のもとで英蘭銀行は当面、物価上昇率はターゲットを上回るとみられるけれども、2年先には低下するということを見込んで、2月5日、6日のMPCで政策金利の0.25%の引き下げを決定した。最後にアジアについて図表8-1、東アジア諸国・地域の主要経済指標で経済指標を掲載している。特に8-2(3)生産のところなどをみると、かなり数字が暴れている。実は今年の旧正月が、昨年、例年よりも早めであったために、各種の経済統計、11月、12月分が前月比、前年比共振れている。このため、本日はこれらの読解は省略して、図表9、ア

アジア主要国の株価で韓国、香港、シンガポール、台湾の株価がかなり下落していることだけ報告する。イラク情勢が緊迫の度を加えている中で、IT関連企業の収益の伸び悩みなし減少が材料となって低下している訳である。因みに汎用品の半導体については、供給過剰が表面化する中で市況が昨年10月末のピークから既にドル建てで半値以下となっている。韓国の株については、これに加えて北朝鮮問題が追加的なリスクとしてネガティブに影響している訳である。この間、薄い線の台湾があるが、台湾は実は中台間で航空機の直接往来が年初に臨時であるが認められたということがあって、株価は旧正月前まではアジア諸国のうちで一人気を吐いていた訳だが、旧正月の休み明けにはIT関連企業の業績不振から他のアジアのNIEsと同様の低下となっている。他方、ラ米ではここではグラフはないが、ベネズエラのゼネストが2月のはじめに概ね収束した訳だが、原油生産は依然OPECの生産枠の5割強に止まっている。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

須田委員

先程、ユーロでインフレ率がかなり違うとか実質GDPが違うとかあったが、インフレ率が違うというのをどう解釈するのか。つまり通貨が同じで共通の金融政策をやって、財政も同じようにやっていこうといった時に通常、為替市場全体としては共通市場ができた訳だが、その中で一物一価にならないというところがこういう状況になっているのか。なぜこのインフレ率は収束しないのか。サービスは勿論、まだ依然として違うというところがあるだろう。

堀井国際局長

財のモビリティがまず一つ、パーフェクトでないのだと思う。そういう前提のもとで恐らく、エントリーレートが今振り返ってみればだが、ドイ

ツについては割高と言うか、当時まだ統一ブームのさなかで比較的調子の良かった時代の為替レートをDMについてはエントリーレートとしてつけて、その結果、財の生産もそれからサービスの生産も恐らくそうだろうが、ドイツの企業に不利というかコスト高になる中で、今その調整が行なわれている。ある点では恐らくドイツから企業が投資をスペイン、あるいはポルトガルといったようなところに動かすということで、長期のフレームワークでは調整過程なのかなと思う。

須田委員

通常は一つになったら域内貿易が拡大するがそのところは余りないということなのか。

堀井国際局長

域内貿易は拡大している。

須田委員

かなり拡大している。

平野理事

今の局長の話の延長線上なのだが、ユーロの中には発展段階的にみると、スペインとかポルトガルといったように、1人当たりの国民所得が非常に低い国と、ドイツといった非常に高い国が混在している。生産要素のモビリティが域内で高まることによって、1人当たりの国民所得の低い国が生産性を上げ、先進国にキャッチ・アップすることが期待されている訳である。その過程では、一般的にドイツ等に比べれば、後進地域の物価上昇率が、バラッサ＝サミュエルソンの意味で高くなるという構造的な要因があると思う。ただ、局長が指摘したのは、物価上昇率の格差が近年開いているという現象であり、これにはそうした構造的な要因のほかに、ある種循環的な要因も作用している面があろう。現実には物価上昇率の格差が開い

ているという状況は、ECBの政策運営に難しさを与えるという事実はあると思われる。

福間委員

エマージングマーケットは変わったことはないか。

堀井国際局長

ほかのところは動きは、この下にASEANのところだけ株価を書いているが、横這いであって、ラ米についても然程大きな動きにはなっていない。市場では、ちょっとウルグアイについて注目が集まりはじめているが。

福間委員

地政学的リスクが予想されるような時というのは、弱い通貨を叩くだろう。トルコとかブラジルにきているだろう。

堀井国際局長

トルコはきている、明らかに。

福間委員

メキシコにもきている。

堀井国際局長

メキシコは地政学ということもあるのだろうが、少し前から恐らくアメリカ自体の経済が思わしくないと、マーケットの限界的な供給者がまず、いかれるということで、去年かなり調子が悪い、それが続いている。

福間委員

バンカメも相当メインオペレーションを縮小している。最近、ラ米ではバンカメのほか、シティ、JPモルガン、サンタンデールにもそうした動

きがみられる。

堀井国際局長

バンコサンタンドールですね。

福間委員

ブラジル、アルゼンチン。アルゼンチンにやられたのが一番大きかったと思う。実態はどうも縮小らしい。こういう一連の動きはどう考えたら良いのか。つまり、銀行のポリシーなのか、とにかく横綱級がバタバタと主要国から出て行ったり、縮小したりすると、単なる偶然ではなく何かあるのかなということ、または、ROAからいうと、とてもではないけれどあんなディバリュートな国、適わないということ、比較的本来の調子の良い時にもオペを縮小しようとする。

堀井国際局長

それについて個別に聞いていないので私の感想だが、ご承知のように90年代の後半に、まずスペインの大手二行が積極的にラ米で拡大して、それを米銀は比較的横でみていた、除くシティ・イン・ブラジルだが、みていた訳である。やはり、一つにはスペインは儲からなくなって、もう駄目だと思っているのだと思う。それからアメリカの場合は、従ってその横をみていたのは国内の収益の良さ、それでフォーカスをリテイルに当てるという中で、ただまあ閉じることもないだろうという感じでみていたと思うが、ここへきてやはり収益率の格差が余りにも大きいということで、戦略的にやってきているのかなとみている。

平野理事

委員の指摘には二つのポイントがあると思う。まず、米銀について言えば、相対的には財務ポジションは健全であるし、収益力も高い訳だが、それでも足許の不良資産比率はじわじわ上昇し、先行きも不透明だということ

とで、全体的に、リスクに対してナーバスになっているという環境がある。そうした中で、ラ米等については、政治の不安定が経済環境を大きく左右し、さらに言えば、進出している外銀の収益を大きく左右するというリスクが、ここへきて改めて認識されてきたということがある。こうしたことから全米が多少引き気味になっている、あるいは選別的になっているということは言えると思う。ただ、それでは米銀がアジアを含めてエマージング全体から撤退しているかどうかと言うと、確かな事実は私も知らないが、そうではないのではないか。マーケットを選別しているということではないかと思う。

福間委員

プライベートマネーの南米への資金還流というか、フローというか、これが何回も変わる兆しがあるというのは、我々としては非常に嫌な動きである。オフィシャルはともかくとして、プライベートな金融機関が収益を追っかけてくるという意識がなくては困るのだから。政府の資金が止まるというのは、これは政治的な問題がある。それだけにちょっと。何か細かいことがあったら別途の機会でも良いので教えて欲しい。

中原委員

余りはっきりしないのだが、原油価格の上昇とその東アジア、東南アジア経済への影響はどうか。対GDP比で石油の輸入額というのは、日本などよりずっと大きいのではないか、備蓄などどの位やっているのか分からないが。

堀井国際局長

韓国が一番バルナラブルだと言われていて、株下落の当初は、やはり、韓国の原油依存度の高さというのが言われた。ただ一方、ご承知のとおりマレーシア、インドネシアはネットの産油国なので、こちらの方にはむしろ本来プラスに効く。

平野理事

石油の出る国はテロのリスクもあるという、そういう部分も考慮すると、例えばインドネシアについては、よく分からない面もある。

速水議長

株は皆下がっているが、ドイツの実質経済が底を打ったような格好になっているのは、国内需要が回復しているとみるべきなのか。

堀井国際局長

これはちょっと数字のアヤミたいな感じになっている。GDPの方は、これは第2四半期にベアが4%ということで、物価安定の中でも非常に高いベアをとって、それで消費が一時的にここでポンと跳ねた、その影響が出ていて、ただその後消費についても、それからエンジンの設備投資も翳っているし、加えてここへきて輸出も鈍化しているという事情なので、むしろ、ここは先だれてくるということかと思う。

平野理事

ドイツは金融問題を抱えているので、結構先の見通しは厳しいのではないか。

速水議長

暗い。

須田委員

グリーンSPANの報告を聞いていると、ちょっと楽観ムードが後退してきているのかなという気もしないでもない。でも、見通しがまだ3.25~3.5で、普通のマーケットというか、ブルーチップなどに比べたらかなり高い。

堀井国際局長

これはフォースクォーター・トゥ・フォースクォーターだから…。

須田委員

第4四半期だと同じか。ではその見方はマーケットと同じだということか。

堀井国際局長

そうである。今マーケット、平年度ベースというか平年ベースで、ブルーチップが2.8位…。

須田委員

2.7。

堀井国際局長

定例表の一番最後に、これをみると直近2.8。これもフォースクォーター・トゥ・フォースクォーターで書き直すと大体そんな感じになる。

須田委員

その話の内容として、前は例えばテロがなければ上がると言っていたが、今はテロの要素をとってもその時になったら上昇するかどうかみえてくるみたいな発言になっており、かなり弱気かなと思ったのだが、そこら辺はどうなのか。

堀井国際局長

表現は確かにそういうふうにとれないこともないかなと、私自身も読んでそう思ったのだが、ただ、標準形は明らかにジオポリティカルなリスクがなくなると、それで景気は良くなるというのが標準形だということで、

その標準の予想に反して、原語では「コントラリー・トゥ・アワ・エクスpekテイション」という言葉が確か入っていたと思う。それで自分達の予想に反して、もしこうなったら政策の議論という言い方をしているので、実態としてその標準のシナリオを下に大きく振ったというところまではいかないのだろうと思う。

平野理事

最近ちょっとFRBの何人かの幹部と話す機会があったが、標準シナリオは堀井局長が言われたとおりだと思う。ただ、リスクについては、下方のリスクを厚めにみはじめているということではないか。つまり経済は、最悪期を脱したが、先は極めて不透明かつその不透明感がさらに増しているような感じではなからうか。第4四半期、0.7%で、第1四半期は第4四半期より多少高めの成長になるが、その先、その成長率がピックアップしてくるかどうかということについては、必ずしもよく分からないというような感じを持っている。正直ベースで、リスクバランスを考えれば、若干下方にリスクがあるというふうになるのだろうが、ただFOMCのリスクバランスは今のところ中立になっており、ちょっと微妙な感じがする。

速水議長

それでは次に移る。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、早川局長お願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それではいつものように資料4参考計表を出して欲しい。併せて先程配った追加図表、これは昨日機械受注が出ているので説明したいと思う。まず最初に参考計表の図表4を開いて欲しい。今回輸出入について、若干これまで申し上げてきた評価を変えている。これまでは輸出、輸入共に横這いと申し上げていた訳だが、図表4の絵を素直にみると、やはり横這いでは

ないなという感じで、いずれも緩やかに増加していると考えている。勿論、下の実質貿易収支のところをみれば明らかなおり、純輸出でみれば横這いではあるが、片道それぞれをみると、それぞれ緩やかに増えているという評価をしている。この点の説明だが、まず輸出については第3四半期、第4四半期とみると、第3四半期が0.7%の増加、第4四半期が2.4%の増加ということで、数字の上では第3四半期横這いで第4四半期少し増えたという感じになるが、私共はこれは均して緩やかに増加していると考えている。具体的には地域別でみて、アメリカのところは第3四半期マイナスの後、第4四半期プラス。それから下の財別でみると、自動車のところが同じく第3四半期マイナス、第4四半期プラスという形になっている。ご記憶のように、米国自体の自動車市場は実は第3四半期の方が強くて第4四半期減速した訳であるので、こういった数字は、日本メーカーサイドのその在庫補填のタイミングの問題と、恐らく何がしか例のストの影響でこういうことになったということなので、均してみれば緩やかに増加ということである。今回輸出が予想よりも増えているということをおもったのは、地域別でみるとアジアのところである。アジアについてみると、確かに第1四半期、第2四半期、特に情報関連が爆発した第2四半期と比べれば、相当大きな減速ではあるが、やはりまだ増え続けている。とりわけ、中国のところをみると、中国は第1四半期から第3四半期まで二桁で伸びた後、一見第4四半期は急ブレーキに見えるが、これは実は下のところの財別で中間財が第4四半期はマイナスになっている。これは例の鉄鋼のセーフガードの影響がある。そう考えると、鉄鋼のセーフガードの影響があつて、3四半期連続二桁増の後、まだプラスということで、ベースラインはかなり強いということになるかと思う。そのほかのアジア諸国もこのとおり韓国等中心に比較的しっかりしているということになる。財別でいくと、下の方の消費財とか資本財部品辺りの動きについても、アジア経済の強さが反映されている。特にここで注目したいのは、3ページ先の図表の8、中国との関係である。一言で言うと、対アジア貿易、とりわけ中国との貿易が日本企業の現地生産の拡大等もあつて、双方向で拡大してい

ることが今回改めて効いているなと思った次第である。数字をみれば明らかなおり、たまたま年次の数字が出ているので、年間の数字で示しているが、なんと中国向けの輸出は 35% の増加、輸入サイドも二桁の増加である。輸入サイドは一見伸び率が少し低くみえるが、これもみると、二行目にある食料品・消費財のところ、これは実は食料品と繊維品辺り、一頃安値品がいっぱい入ってきたあの辺が、ユニクロブームの一服とか、食料品についての安全意識の高まりといったところで落ちている訳だが、それを除いてみると、例えば資本財とか情報関連辺りは非常に高い伸びになっている。下の方の絵をみても、第 4 四半期辺りは、情報関連の輸入が爆発的に増えているし、それから消費財についてもこのとおり、実は A V 機器の輸入が増えている。これは実はミクロ調査を重ね合わせると、幾つかの日本の工場の立ち上がりがこういうところに反映されているということである。そういう意味で、こういったものが輸出入両面で数字を押し上げているということだろうと思っている。それからもう一点、ちょっと細かい話で恐縮だが、図表 5 に戻って、財別のところで思いのほか強いと今思っているのは、三行目の消費財である。例えば、消費は決して今、世界全体でみて消費がこう強く伸びているという感じでは余りない訳だが、日本の消費財に限ってみると、そこそこ強い。これは具体的に何かと申し上げると、実は例のプラズマディスプレイテレビとかデジタルカメラとかいった、高付加価値の家電製品であって、この辺の需要が米国、アジア、欧州いずれを問わず強いということ。何となく、こういう日本の商品の非価格競争力みたいな話を最近聞かないなと思ったのだが、そういうのもない訳ではなくて、そういう話もあってこういう数字になっている。この点、恐縮だが図表 9 をみて欲しい。ちょっと技術的になるが、後程生産とも絡むので一言申し上げておくと、上の方の輸出のところだが、これは輸出数量指数という貿易統計にそのまま出ている数字と、私共が作っている実質輸出をみると、数量指数でみると、去年の春から概ね横這いという感じがある。振れてはいるが、横這いとみられる。それに対して私共の実質輸出でみると、横這いというよりはやはり上向いているという感じがある。こ

これはどういうことかということ、例えば先程のテレビで申し上げると、数量指数というのは、例えばPDPであれ、普通のテレビであれ1台という数え方をする。それに対してこの実質輸出というのは、金額を物価で割り込んで作るので、高付加価値化の分が実質のところであらわれてくるということになる。ということで、先程申し上げたような高付加価値品の需要の強さみたいなものが、若干この数字の乖離であらわれているということを申し上げておきたい。一方、図表12、輸入サイドについては、第3四半期3.4%増、第4四半期1.7%増ということで、緩やかな増加が続いている。この点で若干特殊要因的なものを申し上げておく必要があるのは素原料だと思う。素原料は第3四半期かなり高い伸びの後、第4四半期も伸びている。普通は日本の素原料の輸入というのは、生産活動とリンクするので、生産が横這い圏内になってきてこんなに輸入が増えるのはおかしいのだが、これは原油が影響していて、一つは実は例の原発が止まっているせいもあって、その分を輸入しなければいけないということと、それから実はイラク問題も抱えているので、備蓄もしなければいけないということで、いわゆる生産とはやや乖離した形で輸入が増えているということになる。ただそれと同時に、ここでも消費財、情報関連、資本財・部品のうち、飛行機を除いた部分辺りはいずれもそこそこの伸びになっていて、この辺は日本国内の消費とか、設備投資に比べてやはり少し強い。この辺には先程も申し上げたような双方向での貿易拡大の影響が表れていると解釈したいと思う。いずれにしても、ネットエクスポートで同じ評価なので、景気判断そのものに影響することではないが、そういう変化があらわれているということである。なお先行きについては、相変わらず日本の企業の見方は横這いということである。足許だけでなく春位まで横這いと言っているが、ここはどちらかと言うと本当に需要が横這いだという感じよりは、もうイラク情勢が切迫する中で、そんなことを聞かれても分からないと、だから横這いだという感じが非常に強くなっているということである。

次に設備投資関係だが、設備投資について、3枚紙の極く薄い資料を取り出して欲しい。一番上のところで機械受注の12月の数字が出ている。

結果としては、12月単月では5.2%増えて、10~12月期では0.3%の増加という着地である。このとおり、4~6月期は7.1%とそこそこ増えたが、7~9月期が1.7%の微減、それから10~12月期が0.3%の横這いということなので、前々から申し上げているように下げ止まってはいるが、なかなかはっきりした回復がみえないということだろうと思っている。因みに欄外だが、1~3月期の業界見通しは、国内民需・除く船舶・電力で3.5%の減少である。しかし、これをもって直ちに設備投資がまた減りはじめたとまでみる必要はないと思っている。因みに、7~9月期、10~12月期の当初の見通しを申し上げますと、7~9月期が-3.9%の見通しが-1.7%着地、10~12月期が-6.5%の見通しが+0.3%の着地なので、-3.5%というのはそれ程気にする必要はないかなと思っている。ただ中身を見ると、製造業が4~6月期には増えて7~9月期横這い、10~12月期には増えて、一応1~3月期も増える見込みという感じで、何となく底を打ったかなという感じがある一方で、非製造業はどうも7~9月期横這い、10~12月期マイナス、1~3月期も見通しはマイナス。勿論機械受注の非製造業というのは、通信と金融で随分暴れるものなので、なかなか基調が読み取りにくいのは間違いないが、一応業種別にみるとそのような特徴があると思っている。因みに次頁の絵の感じをみても、下げ止まって横這いという感じだろうかと思っている。下の方の建築着工をみても基本的には同じである。

厚い方に戻って、次に収益などは新しく申し上げることがないので飛ばして、図表19、個人消費にいきたいと思う。個人消費については、前回12月はどうも悪かったようであると申し上げた訳だが、やはりその時点は確か車と都内百貨店位しかなかったと思うが、その後例えば全国百貨店であるとか、全国スーパー等々出てきて、やはり総じて弱い数字であったと考えている。ただ10~12月期を纏めてみると、このとおり車は見方次第だが、高水準横這い位であり、百貨店とスーパーについては7~9月期よりもむしろ弱い感じだった。その一方で、コンビニエンスストアとか旅行辺りは少しはましと言った感じで、相変わらずまちまちの動きだと思っている。なお、12月が悪かった後、1月がどうなるかちょっと心配してい

たが、このとおり車に関してはそこそに戻った。非常に強い戻りという感じではなくて、1月の水準は12月対比で戻った後、10~12月期の平均値に対して、これも見方次第だが大体同じ位ということなので、そう強い訳ではないが、一応戻った。それからまだ数字は出ていないが、百貨店、スーパー等についても、恐らく12月よりはそこそ良い数字が出ると考えているので、まあ後程申し上げるように、マインド等考えるとやや気にはなるが、今のところ消費の基調に大きな変化が出ている訳ではない、弱めの動きを続けている範囲内だろうと思っている。ただし一点申し上げておかなければいけないのは、消費水準指数が、10~12月期はかなり大きなマイナスになった。これは二つ理由があって、一つは前々から申し上げているように、7~9月期のところが例の墓とか葬式のせいもあって、非常に高く出ているので予想通りその反動が出たということが一つと、それから12月辺りの所得をみると、やはり所得が弱かった感じがしている。後程申し上げるように、ボーナスは毎勤統計でみるとマイナス幅は夏よりも縮んでいる訳だが、このサンプルでは夏よりもボーナスの落ち込みが大きいといったことが重なってこういう数字になっている。改めて申し上げるまでもないが、GDP統計の推計には、昔ほどではないが、部分的にこれが使われているので、明日出る消費の数字はこれをみるとマイナスの可能性が高いと思っている。後程申し上げるように、在庫のマイナスもあるので、何となく形としては7~9月期が消費と在庫でプラス成長だったのだが、その反対が出そうな感じがする。どうせ明日出てしまうので余り余分なことを言っておくとみっともないのでこれだけにしておくが、そんな感じであるということである。なお、図表24をみて欲しいが、消費者コンフィデンスについては、このところこのとおり指標によって若干まちまちではあるが、どちらかと言えばやや慎重化の方向ということである。所得面との関係では依然として所得の落ちに比べると消費は比較的ましという状況が続いているので、消費について今のところ大きな基調の変化はないと思うが、どこかで落ちることがないかということで心配しながらみていく必要があると思っている。

続いて色々議論を呼んでいる生産である。図表 27 である。12 月の数字が出て、速報段階だが、結果として申し上げると、生産が前期比 10~12 月期 -0.9%、出荷も 12 月が落ちたために若干ながらマイナスになってしまっ、 -0.2% ということだが、私共は依然として横這い圏内と考えている。4 か月連続のマイナスとか色々言われているが、幾つかの理由を申し上げたいと思っている。まず第一に、そもそも生産 -0.9%、出荷 -0.2% ということなので、マイナス幅の数字自体極く小さいということである。因みに一昨日だったか、日経新聞で季節調整を掛けるとどうこう、という議論があったが、一応手許で 12 月まで入れて季節調整を掛け直してみると、生産はやはりプラスにはならない。マイナスが半分以下に縮む位の感じだろうか。出荷は少しプラスに転じる位のが、一応手許でやった感触である。いずれにしても、両方均すと、共に横這い圏内にかなり近づいている。これはいつもだが、去年みたいに第 2 四半期に非常に大きく伸びていて、その後ちょっとマイナスなどという時は、季調を掛け直すと均されてくるので、予想通りそういう動きになるということをもまず第一点とする。二点目は、若干それぞれに特殊要因みたいなものがあるということである。生産 -0.9% のうち、 -0.5% が船舶である。機械受注は船舶を抜いているが、生産は抜いていないので、この辺は昔から暴れる項目として有名なところである。それから因みに出荷のところは図表の 29 をみて欲しい。出荷の動きを絵でみると、私共、生産財のところは去年前半急激に伸びた後、足許少し頭打ちになっている。これは多分実勢かなという感じは持っている。それから一方で耐久消費財辺りはそこそこ上がっているということだと思っているが、変な動きをしているのが二つあって、中段の左の資本財、それから下段の右の非耐久消費財。これはそれぞれ 3 か月移動平均のところをみると、7~9 月期のところでピョコッと上がってポコッと落ちるとい、何かイレギュラーっぽい動きをしている。これは、細かい話で恐縮だが、次のページをみると、資本財は実は電力向けである。これも除く船舶、電力ではないが、そういう動きをするようなものであるし、下の方はもっとばかばかしいのだが、これは実は飲料といって、ビールとか缶

チューハイとか、そういう類の話である。これも若干後で申し上げるとおりイレギュラーな動きだと思っている。三点目は、これは前回も申し上げたことだが、予期せざる需要の弱さみたいな形で生産、出荷が落ちるのであれば、在庫が積み上がるとかあるいはまた企業サイドにおいて生産計画の下方修正というのが起こる訳だが、このとおり 10~12 月期をしめてみても、在庫はむしろ減少であるし、企業ヒアリングについては示しているとおり、引き続き横這いということは決して強くはないが、目立った生産計画の下方修正が起こっている訳ではない。最後に四点目として、全く益々技術的になって恐縮だが、実は鉱工業指数統計は、4月、再来月に基準改定が予定されている。以前、私共のWPI、CGPIで既に経験なされた訳だが、物価は実はモデル末期になると指数が上方バイアスを持つ。従って、モデルチェンジをすると下落幅が拡大するという傾向があって、これはもう説明したので今日は説明しないが、生産指数はこれも今回に限らず、いつもそうだが、モデル末期は下方バイアスが発生する。分かり易いのは、ちょうど先程の、例えばテレビの話を考えてみれば良いのだが、プラズマディスプレイテレビは 95 年時点には存在しなかった。売っている商品としては存在しなかったので、当然これは鉱工業指数統計には入っていない。そうするとどういふことが起こるかという、普通のテレビだけがカウントされている訳だが、普通のテレビはもう日本国内ではろくに生産しなくなっている、どんどん落ちていくというようなことが起こっている。ほかにもデジカメ等にも同じことが起こっている。ということで、10~12 月期の輸出の感じと生産の感じがちょっと合わないような印象を持っていたが、先程のような財が輸出として増えているとすると、合わないのも致し方ないということである。あれこれ述べたが、ついでに言っておくと、先程の飲料というのがなぜ 7~9 月期に増えて、10~12 月期に減ったかという種明かしをしておくと、これは実は缶チューハイの新製品が沢山発売されたせいである。普通は缶チューハイを沢山飲むと、ほかに飲むものが減るのだが、減ったのは発泡酒である。ところが発泡酒は 95 年基準の統計に入っていないために、缶チューハイは実は 95 年時点からあったので、

これは増えて発泡酒は減らなかったなので全体として増えた。こういうことが起こった訳である。もっと前にいくと、本当は発泡酒が増えてビールが減っていたのだが、ビールの減っているのだけをずっとカウントしてきたというようなことが例えば起こった。別にこれは仕方ない話で、必ず統計はモデル末期にはこういう色々な問題を起こす訳なので、そういったことも含めて先程申し上げた幾つかの点を考え合わせると、この数字を持って生産が下向きに変わったと読む必要まではないと思っている。

次に雇用に移る。図表 32 である。基本的に雇用については大きな変化はない。例えば、中段の完全失業率は今回 5.5% にまたなったが、これは前から申し上げているとおり、一昨年の秋位から大体この水準で推移してきていると基本的には考えている。一時下がったようにみえた時は、前に申し上げたように労働力率の低下なので、基調としてはこの水準がキープされているということだと思っている。他方で一番上にある有効求人倍率は、なぜか毎月 0.01 ずつ改善するという事なので、そのほか色々な数字があるが、これまで申し上げていることと変わらないので、時間の関係でそれは省略し、一点だけ、図表 35 に 12 月の数字が出て、冬のボーナスが大体固まりつつあるので、これについて申し上げる。このとおり、2002 年の冬のボーナスは、11 月、12 月合計で -4% である。1 月で若干振れるとは思いますが、大きくは動かないと思っている。従って、評価としては、夏の -9.6% と比べればある程度マイナス幅は縮んだ。しかしながら、ボーナスの減少というのはそこそこの大きさが依然として続いていて、所得全体としてマイナスが続いているという評価である。

最後に物価である。図表 37 である。C G P I は明朝発表なので明日また説明するとして、若干それ以外の物価について全体的なことを申し上げる。まず第一に、ただ今申し上げたように、経済活動に関してみると、概ね変化はない訳だが、生産、あるいは消費等、若干どちらかという弱めの方が気になる位の感じの動きの中であって、物価だけに焦点を当ててみると、全体として下落幅は縮小している方向であると思っている。C G P I については明日出るので説明は省略する。機械の下落があるので、3 か

月前比とかでプラスというよりはマイナス方向が続いているとは思いますが、例えばこの図表 37 でみると、最近の特徴は、国際商品指数とか国内の、これは日経の 42 種だが、商品指数がかなり上昇しているということである。国際商品指数については言うまでもなく原油の影響が一番大きい。それから国内の商品指数に関して申し上げれば、勿論原油の反映の面もあるが、やはり一番影響しているのは、アジア景気の強さと減産によって在庫圧縮が行なわれていることに伴って素材類が、鉄が一番顕著だが、上がっているというのが影響している。この辺、詳しいことはまた明日説明する。物価指数で参ると、少し飛ぶが図表 44、C S P I がある。C S P I に関しては、このとおり、例えば前年比でみると、総平均で -0.6%、国内需給要因で -0.7% ということであって、一頃 -1.5%、-1.6% とマイナスだった頃と比べると、マイナス幅はそこそこ縮んできたという感じがする。勿論足許の前月比とか 3 か月前比プラスなんていう数字に関して申し上げますと、広告が随分上がっていて、広告は特に前年比で上がっているのは、去年というか一昨年というか、が落ちたために裏で上がっているという面があるので、これは一本調子にマイナス幅が縮んでいくということではないと思っているが、いずれにしても 2002 年のはじめの頃と比べると、マイナスは総じて縮小の感じだと思う。それからそれ以上にやはり注目しておきたいのは、図表 45 の消費者物価の方である。消費者物価も絵をみれば分かるとおり、過去 2 年間位、極く一時的なずれを除くと、前年比 -0.7% と -0.9% の、非常に狭いボックスの中でずっと推移してきて、上値も下値も固くて、必ず上値にトライしても下値にトライしても押し戻される、ずっと続いていたが、足許このとおり -0.9%、-0.8%、-0.7% となっている。まだ依然としてボックスの範囲内なのだが、私共は何となくひよっとすると、これは上の方に抜けるかなという感じを少し持っている。このとおり、財別、財とサービスのところをみると、財のところのマイナス幅が縮んでいる。勿論石油製品の分もあるのだが、それだけでなく全般に縮んでいるという感じである。この点については前から申し上げているが、東京辺りの動きをみるともう少し顕著に縮んでいるという感じなので、何となく雰囲気的には

と思っている。因みに次頁をみて、消費者物価の季節調整というのは、本当は余り巧く掛かっていないので、普段は余り紹介しないようにしているが、それでも例えばこれで見ると、季節調整後で見ると、3か月前比が横這い圏内に実はなっていることも分かると思う。この辺を組み合わせて考えると、ちょっと上の方に行くかなという感じを持っている。さらに、4月には皆さんご承知のとおり、医療費の値上げがプラス方向に出てくる。それから、電力料金が去年のマイナスがあったのでそれがとれるということもあって、それぞれ特殊要因ではあるが前年比のマイナスが少し縮む方向に出てくるということになってくると思っている。背景については前から申し上げているとおり、やはり企業の低価格戦略の一服みたいなものが色々なところで少しずつ影響しているように思っている。

ということで、今回説明したとおり、大きな項目についての判断は変えていない。従って、勿論文章についてはまた明日協議願うものであるが、私共としては基本的には判断は変えない積もりだが、何分にも随分前から下げ止まったと言いつけているので、今さら下げ止まりもないじゃないかという感じを持っているので、取り敢えず今回横這いという表現を使っている。それからもう一点申し上げておきたいのは、リスクバランスで、これは文章上は一応私共の案では特に変更なしということだが、内心どう思っているかということについて若干申し上げたい。これはどういうことかということ、展望レポートでは五つ位リスクを書いている訳だが、月報ではその中で最もエminentなものとして、やはり海外の問題と国内の金融面を取り上げている訳である。正直なところ、後程企画室からも説明があると思うが、国内の金融面に関しては、勿論心配が全くない訳ではないが、一頃、企業金融面から実体経済への悪影響というのはかなり意識していた時期があるが、それに関して言うと、近い将来にそういった悪影響が顕著に表われてくる可能性というのはかなり薄らいでいるのではないかと思っている。他方で、海外について言うと、去年の秋、例えば11月位には、私共まさに米国経済の減速みたいなことが鮮明になってきて、日本企業の先行きに対する不透明感が増してきていることを強調したと思うが、

今現在は経済実態そのものに対する評価が大きく変わっているという感じではない。例えば米国経済についても減速が一段とひどくなっているという感じはないが、やはり地政学的リスクと言うか、端的に言えばイラク情勢の切迫度が増してくるにつれて、企業サイドにおいてはその問題が大きなイシューとして上がってきて、それが先行きの大きな不透明感となっているということである。先程もちよっと申し上げたように、企業の輸出、生産横這いというのは、必ずしも需要が横這いというふうに彼等が考えているというよりは、この期におよんでそんなこと聞かれても分からない、我々としては本当はイラクみたいなことを置いておけば、輸出は増えるのか、ということを知りたいのだが、正直言って企業はそんなことを聞かれても、という感じがあって、だからリスクとしてはその二つのウエイトが恐らくはこれまで申し上げてきているのと少し変わっていると思っている。私の説明は以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

須田委員

先程の中国の輸出入について、香港を通じるものは、どういう扱いなのか。

早川調査統計局長

これは貿易統計そのものなので、香港は香港である。だからひよっとするとともっとあるかもしれない。

植田委員

輸出と輸入が両方増える結果、純輸出で見ると大きく変わらないので景気にはニュートラルというのは、やや乱暴な議論だな。

早川調査統計局長

勿論である。

植田委員

両方とも上がっていけば…。

早川調査統計局長

やや乱暴である。勿論それは例の均衡財政乗数と同じ形なのでニュートラルとはちょっと乱暴である。両方上がればちょっと良いことがあるということである。

田谷委員

先程の鉱工業生産の基準時、デフレーター基準時、いつ変わって、過去の統計についての遡及計数というのはいつ頃になるのか。

早川調査統計局長

4月の中旬に、だから4月の中旬というのは2月の確報か。2月の確報が出たところで2000年基準に遡る。従って、データは2000年から新しいデータに移行するということになる。これは先程も申し上げたように、私共の卸売物価も、これは基準改定するたびに下がるのだが、生産統計も必ず大体ちょっと、ガクッといく訳ではないが、何がしか変わる。だから生産とか出荷が四半期で2%増えるとか2%減ったという話であれば、統計のせいでどうこうということはないが、先程も申し上げたが、0コンマ幾つのお話をすることになると、こういったことも念頭に置いて考えておく必要がある。例の4か月連続マイナスのうち、-0.1%が二つと-0.2%が一つだから。

植田委員

ここ1年位自動車がやや強いように見えるが、これは一時的な要因なの

か。今年はこれからも強いという話なのか。

早川調査統計局長

自動車というのは極端に強い訳ではない。

植田委員

微妙に。

早川調査統計局長

極端に強い訳ではないが、微妙に底固いというか堅調というところを維持している。正直言って、所得環境から考えれば、この辺も私は以前から消費統計というのは、皆ばらばらになる中であって、車が落ちないというのを一つの頼りにしている。と言うのは、前からそうなのだが、消費が良くなる時も悪くなる時も、やはりこういう大物というのは動くことが多い。なかなか食料品の消費などをみても景気は分からないが、これは動きやすいところなのだが、底固いというか安定した動きになっている。ある種、この辺に関して言うと、メーカーサイドがいわゆる手を変え品を変え、商品を投入し、消費力を掘り起こしているのがそれなりに効いているように思う。とにかく、自動車のメーカーの話もそうだが、新車の投入がない四半期辺りはほぼ間違いなくマイナスがつく。「今月は任せて欲しい、新車があるから」という感じが非常によく聞かれていて、私達などそんなものか、やはりベースラインはもっと消費とか所得とか先行きの見通しとかで決まると思うのだが、ただ、そうは言っても逆に言えば、所得は弱いことは弱いですが、そう激しい変化が起こっている訳ではないし、マインドもそのような感じなので、逆に言うと、たとえばクォーター・バイ・クォーターみたいな動きに関して言うと、供給サイドの頑張りとかそういうことが若干なりとも影響してしまうということかなと思っている。

山本理事

買い替えのサイクルというのが非常にバブルの時期と比べると長くなっている。従って、何かそういうきっかけがあれば買いたいという需要はある。

植田委員

潜在的なペントアップ・ディマンドがある。

早川調査統計局長

それからもっと平たく言ってしまうと、自動車メーカーは儲かっているので、いざ調子が悪いとなれば、広告の大量投入とか、それからインセンティブの大量投入というのは、結構平気でやる。先程C S P Iで広告が少し強いと述べたが、あれは相当程度車である。要するに海外が良くて、為替と両方で非常に儲かっているのです、そういうことも。別に広告打ってインセンティブをつければ売れるのかという問題もあるが、アメリカも現にそれで打っているから。

植田委員

生産面での色々な拡がりがあるが、自動車のところからきている。その影の部分は海外なのだが、今年どうやら足許はちょっと緩やかになりそうである。ということから考えると、国内がどうなるかというのは一つの重要ポイントだと思う。

早川調査統計局長

然り。正直言って車についてはよく分からない。アメリカの車についても、もういい加減と言いつつ、意外に長引いてきていることもあり、それから今の車メーカー、オールジャパンだと、円/ユーロのレートというのは余り大事ではないが、あの業界に限っていうと、円/ユーロというのは結構

利益に効く。だから1ユーロ=130円何かだと大変なことになってしまう。
ということもあって、なかなかはっきりとしたことは申し上げにくい。

須田委員

去年の終わり、トヨタと日産がシェア争いをしていて増えているの
だろうという説明もあったのだが、それは今年になってもまだ続いている
のか。

早川調査統計局長

やはり引き続きメーカーが次から次へと新車を投入し、テレビをみれば
連日嵐のような広告投入をやっていて、それなりに客は何とかついてきて
いる。これも本当に所得の見通しなり、経済の見通しなりがガクッと、例
えば消費者マインドがガクッと悪くなると、そういったもので本当に止め
られるかどうかは、疑わしいと思うが、少なくとも現状程度であればそれ
なりに何とか回っているという感じである。

速水議長

企業収益は凄いね。1兆円だったのだろう。

須田委員

1兆円以上。

早川調査統計局長

一応1兆5千億円と言っているが、某社は。

速水議長

最高だろう。

早川調査統計局長

勿論最高である。多分上位メーカー辺りは、先程もちょっと申し上げたとおり、ユーロが130円に乗っかってきているので、多分ちょっと前に計算したよりはまだ出ていると思う。

山口副総裁

地政学的リスクと言う場合に、先程の輸出の計画を立てられない、従って生産計画を立てられないということが考えられよう。アメリカとかヨーロッパで売る場合の不確実性が高くなる。企業は投資を控える。一方、消費者は買い控えるのか、それとも買い溜めるのか、どちらか分からないが、消費者についても何がしかマインドを冷やすということもあろう。それ以外では、ある種の金融市場の中で、フライト・トゥ・クオリティみたいなのが起きて、信用スプレッドが拡大するというのも、理念的には考えられるが、今、信用スプレッドの方は株価が下がっている割には、なぜか縮小するという動きが起きているので、これは余り出てきていないと思う。日本経済の中で、今私が言ったような意味でのジオポリティカルリスクが経済活動を抑制している、しはじめているということは、何か認められるか。

早川調査統計局長

幾つかのことを申し上げておけば良いかと思うが、まず第一に、多くの国で言われているのは、やはり設備投資。輸出とかそういう話を別にするとか設備投資という議論になってくるが、設備投資についても何がしかあるかもしれない。何がしかは。やはり前から申し上げているように、収益は増えているのに設備投資が出てこないということに関していえば、それは将来の例えば生産、輸出のところが見定められないから出てこないという部分があるので、何がしか影響していると思うが、では日本の場合、今そういうジオポリティカルリスクがなければ、設備投資がずっと立ち上がった

てくる局面かという、必ずしもそうではない気もするので、あるとは思
うが、もの凄く大きいというふうには必ずしも思っていない。むしろ若
干心配しているのは、こういう不透明な状態がもし仮に長続きするとす
ると、今やはり何とか首の皮一枚持ち堪えている個人消費辺りが、段々マ
インドが悪化する中で悪くなる方向を、何となく個人的には心配している。
これは理屈でこっちがどうであると言える話ではないが、感覚論としては
そんな印象を持っている。それからあともう一点は、こういうことだと思
う。これは日本に限らずだが、こういういわば、イラク情勢に伴うリスク
というのは、分布が非常に歪んだ分布だと思う。私はよく宝くじの逆だと言
うが、例えば常識的に考えると、仮に戦争がはじまったとした場合、戦
争はやはり短期間で終結する確率の方が高いだろう、常識的には。勿論そ
の後の安定政権を作るといふ話になると大変な話だが、取り敢えずは短期
で終わる可能性の方が高いだろう。何%か知らない、90%なのか95%な
のか知らないがそうだと思う。ただ、仮に短期で終わった時にその配当は
どの位あるかというふうにと考えてみると、例えば何がしか、その色々なと
ころに不確実性が入っているの、原油価格が少し下がるとか、ドルが少
し強くなるとか、アメリカの株が少し上がるとか、そういうことがあるか
もしれないが、その結果として、世界経済、あるいは米国経済の回復がど
うかということになると、せいぜい皆が言っている、あるいは今FRBが
言っているような回復の確度が高まる位の話で、決して99年とか2000年
みたいな景気が予想される訳ではないので、高い確率で比較的小さなプ
ラスの配当が入ってくる。他方で、何か予期せざる展開になった場合、それ
はどういうことか分からない。何らかの形で予期せざる展開になった場合
には、テロの場合にせよ、何にせよ、経済に対する影響というのはかなり
大きなマイナスであり得る。特に前から申し上げているように、米国経済
は、例えば長期金利が1%、2%上がると相当大きなマイナスの影響を受
けるような構図になっているので、そういう意味では小さい確率で相当大
きな持ち出しになる。だから先程、宝くじって、当たる可能性は低い、損
する金額はしれているが、この問題というのは、それとは逆のペイオフの分

布をしたようなくじだということなのだと思っている。

春委員

消費性向については、資料に 71~72%位から 74%位までと、この図はなっているが、先行きについて何かあるか。

早川調査統計局長

あれは余り意味がない。

春委員

意味がないのか。

早川調査統計局長

前にも一度ちらっと申し上げたことがあるかと思うが、家計調査の消費性向というのは、所得が落ちると上がる、必ず。これは何を意味しているかという、前にもちょっと申し上げたが、要するに我々はあれは時系列の消費性向をみているのではなくて、クロスセクションのエラーをみている。要するにクロスセクションで金持ちは消費性向が低い。所得の低い人は消費性向が高いというのは、これは一般的に成り立っている。そうすると、サンプルの中からたまたま金持ちを引っ張ってくると、消費性向が低い。比較的低所得の人を引っ張ってくると、消費性向が上がる。従って、ここ暫くずっとそうなのだが、例えば前月比みたいな感覚での消費のプラスマイナスの動きと、消費性向は必ず逆に動く。要するに、貧乏なサンプルを拾ってくると消費が落ちて、だけど消費性向は上がる。金持ちのサンプルを拾ってくると、消費は増えて消費性向は下がる。非常に変な動きになるが、実は我々がみているのは、それは時系列のデータをみているのではなくて、クロスセクションのサンプリングエラーをみているのだと考えれば、極めて合理的に説明できるということなので、余り当てにしない方が良い。もう少し、数か月オーダーで上がっているとか下がっている、あ

るいはもっと年オーダーで上がっている下がっているというのは、そういうサンプリングエラーではないので、意味のあるデータだと思うが、前月比で前月に比べて消費性向が上がった下がったというのは、多分我々がみているのは、サンプリングエラーだと思う。

田谷委員

しかし5年10年でみれば。

早川調査統計局長

それは勿論。

田谷委員

90年代末位に底を打ってちょっと上がってきているという事実はある。

早川調査統計局長

言われるとおりでである。繰り返しになるが、サンプルエラーという問題は逆にいえば、12か月溜めれば相当程度消えるものなので、逆に言うと、セキユラーな動きがみえる時にはそれはOKだと思うが、そうでない部分に関しては、サンプルなので、あの統計の使い方というのは、そのところを常に念頭に置いて、セキユラーな部分とそうでない部分を分けてみないといけないということになる。

速水議長

極めてシンプルなことを聞いて悪いのだが、17ページや18ページの企業収益が2年位これだけ良くなってきているのに、株価が低迷しているのはどういうことなのか。

早川調査統計局長

それは逆に言うと多分、市場局のデータとかみると、例のイールド・ス

プレッドみたいなものがどんどん悪くなっているという形で、だからそこは幾つかのファクターが多分あると思っている。今期について言えば、それは確かに相当な増益になっているが、それがずっと続くかどうかということについての皆の自信がない。とりわけ、今期の増益というのは、製造業に関して言えば、年前半の、去年前半の生産の増加はあるが、やはりリストラで支えられている部分が相当大きいので、リストラだけで毎年毎年大幅増益というのは難しいだろうということが一つにはあるということだと思っている。それから、そのほかにも、これは株が需給で決まるのかという議論は当然ある訳だが、やはり需給論的にいうと、その株価は例えば、株価の単純な配当利回りでみても相当良くなっていて、例えばボンドとかと比べると、相当良くなっているにもかかわらず、需給論的にはなかなか買手がないのも事実である。例えば、一方において持ち合い解消が進んでいる訳であって、他方でこの国の場合にはなかなか普通の個人が株を持ってくれないしかけになっているので、そうすると需給論としてみると、なかなか上がりにくい状況がやはり続いているということとか。だから成長期待の問題とかそういう需給論とか、そういったものが頭を抑えているのだと思う。

中原委員

今年の春闘はかなりいつもとちょっと違うような感じを受けている。これが雇用者所得にどの程度影響してくるのか見当もつかないのだが、どのような影響が出てくる可能性があるのか。

早川調査統計局長

まだ分からない。ただ、要するに、結局去年と比べて物凄く違うかということに関して言うと大差ないのかなと思っている。去年が結局ほとんどの企業でベアゼロで、一部の企業で定昇廃止が行なわれて、その結果として…。

中原委員

定昇廃止は相当拡がりそうだな。これは明らかに賃金ファンドとしては減少している訳だな。

早川調査統計局長

そこはまだちょっとみてみないと分からないのだが。そんなに物凄く拡がるかどうか、逆に言うと今回定昇を戻す企業もある。固有名詞は言わないが、去年ご承知の幾つかの電機メーカーが定昇を止めて、今年戻すと言っているところもあるし。オールインオールでみると、まだやはり自動車の要求が出たばかりで、正直なところ、自動車のところの例えば、一時金がどういう線にいきそうかというのが、結構ポイントかなと思っている。春闘をみるうえでは、要するに自動車はほとんど皆ベアゼロで入っていて、

がちょっと良いかもしれないが、そういう中で、一時金は少し出して下さいと言っていて、確かに収益面からみれば、一時金を一番出す可能性のあるところがあそこな訳で、そこがどういう着地になるかをみないと、なかなか全体が現時点で…。

中原委員

他の産業からいえば、「あれだけ業績の良いところで定昇を廃止してなぜうちで廃止しないのか」という、経営者側のマインドを形成することにならないか。

早川調査統計局長

自動車の定昇廃止は某弱いメーカーだけである。

中原委員

そうであったか。

早川調査統計局長

はい。

中原委員

そう。某強いメーカーもやったのではなかったか。

福間委員

定昇はやる。6,000円だったか、6,500円だったか忘れたが。定昇を圧縮または廃止、それにボーナス廃止というのが一番極端な例である。企業の価格支配力がないから、こういうグローバル・エコノミーでは。そうすると色々コスト要因は下がるが、一番最後まで構造要因として残っている、構造改革の遅れとして残っているのは賃金である。だからそこへきた。これをしてしまえば競争力が上がる。ここを通らないとしょうがない。

早川調査統計局長

先程から申し上げているように、基本的に従来経験則で言えば、要するに賃金とかボーナスというのは、半年、1年前の収益ということなので、本来であれば、少し良くなる局面なのだが、そういうことは多分ないだろう。恐らく、ベアについては先程も申し上げたように、基本的にはゼロベアで一部定昇廃止だから、恐らく今年もみているように、この所定内給与のところでマイナスがずっと続いている。これは言ってみれば、ちょうどゼロベアと一部定昇廃止がこういう形で出てきている訳なので、このマイナスに対してどうかなと言われると、なかなかよく分からなくて、こんなものかな位に我々は今思っているが、そうした中であってむしろ興味があるのは、ボーナスがどうなるかと、今年は何と言ってもボーナスのマイナスが一番所得の引っ張り要因としては大きかった。普通に考えれば、ボーナスは少しましになる局面なのだが、しかしそう甘くはないだろうというので、ちょっと先程申し上げたように、例えば自動車辺りの一時金交

渉がどういう感じにいくかというのが、恐らくほかへの影響も含めて結構大きいのではないかと考えている訳である。

速水議長

それでは次へ移る。企画室より金融環境について説明してもらおう。白川理事と山口企画室審議役お願いします。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

山口企画室審議役

それでは説明する。手許に資料5参考計表その2というのがあろうかと思うが、それに即して説明したいと思う。例によってクレジット関連の指標を並べているが、動きとしては細かいのだが、一番上の方で銀行貸出の数字を載せている。1月は-2.3%ということで、前年比マイナス幅が縮小した格好になっている。これまでのトレンドというのは、大体-2.5%前後ということだったので、大きくみればトレンドの範囲内という感じはあるが、ややこのところの動きとしては大手行を中心にして貸出姿勢の前傾化、特に業務改善命令を受けたような大手行を中心としてそうした動きが出ているということで、計数的には非常に微細な動きだが、そんな感じの銀行のビヘイビアの変化が窺われているということである。それから下の方に民間部門総資金調達を載せているが、1月は-2.7%ということで、大体このところ-2.7%とか-2.8%とか、この辺りで推移している訳だが、これも実は昨年末までの感じでは、マイナス幅が少しずつ拡大していくという流れであった訳だが、やや、今申し上げたような貸出の動きとか、これから申し上げる直接市場というか、資本市場調達の動きなどを反映して、小さな動きではあるが、マイナス幅が拡大する動きにブレーキが掛かってきている感じがある。では、CP・社債がどんな感じかというのは次の表である。まずCPの発行残高は、上の方のグラフだが、このところ少し水面を上回るような格好になってきている。計数は載せていないが、12月の前年比+3.7%、1月+3.1%ということで、伸び率を年末から年始に

かけて高めているという感じだ。短期金融市場の資金余剰感がかなり強まっているということだが、この辺りが投資家の購入姿勢の前傾化に繋がっている面があるのではないかとみている。それから下の方のグラフは社債だが、右端をみれば、水面下であるが、前年比ということ言えば、横這いの推移である。CPと社債を合わせると、全体感としては前年並みのレベルで推移しているといった状況には変わりないということだ。ただ先程申し上げたようにCPの動きに多少変化がみられるといったところである。それからそうした動きを反映して、信用スプレッドは、この2ページの下の方の表で、1月にシャドーをかけているが、細かくみると一高一低あるが、CPの3か月物については年度末越えになる訳だが、信用スプレッド自体は落ち着いているという状況である。一方で社債の方だが、これも全体として落ち着いた感じで、特に低格付債の社債については、一番下だが、やや信用スプレッドが改善する、縮まる、このような動きも出ているということである。以上がクレジット関連の動きだが、次のページでマネー関連のデータである。まず上の方のマネタリーベースは1月13.4%ということ、これまで伸び率鈍化のトレンドを辿ってきていると申し上げてきたが、そういったトレンドが継続しているということである。要因として一つは、日銀当座預金、下の方をみると、34.3%ということ、一昨年の12月に当預のターゲットを引上げているので、この影響が1月については裏という形でフルに効いてくるということが一つである。それからもう一点は、上の方をみると、銀行券の伸びだが1月は9.4%ということで、これまた昨年を思い起こせば、ペイオフの部分解禁を控えて現金需要がかなり高まったという動きがあった訳だが、その反動が出ている。それから日銀当預の先程申し上げたような動き、これらが相俟ってマネータリーベース全体の伸びを低めているという姿である。なお、銀行券については、このところの伸び率を季節調整してみると、大体年率で7%程度の伸びに落ち着いてきているという状況である。それから下の方の表、マネーサプライだが、M2+CDの方は、12月2.1%の後、1月は2.0%ということ、伸び率で見るとほぼ横這いということである。この1~3月期

については前回の決定会合で大体中心値で1.8%程度、ほぼ2%前後の伸びになるかなということを上げたが、大体想定通りという感じでみている。なお、M2+CDについては、12月の特にCDについて、-34.4%というふうに前年を割れる幅が大きくなった訳で、一部機関投資家というか、年金などのCDの買い控えといった動きが出てきているということを経験したが、1月についてはそうした動きはみられない、特に継続していないということであった。従ってそこはほっとした訳だが、全体としてはそういう中でM2+CDについては、2.0%の伸びになっているということである。それから広義流動性については、一高一低はあるが、大体均してみれば前年比1%程度の推移を辿っているということである。これまた前回申し上げたことだが、一昨年投信からM1等へのシフトの動きが一昨年の年末、昨年の年始にかけて拮がった訳だが、この1月はその裏が出る形で伸び率としては縮まっているということである。それから、図表5だが、昨年の12月段階でのローンサーベイの結果が出たので、これについて報告する。まず企業の資金需要動向の方だが、このとおりに大企業については-6、中小企業については-9ということで、減少超幅が2期連続して縮小しているという姿である。ちょうど12月というと、不良債権処理加速の影響というのが随分企業においても意識されていた。そういう時期であった訳だが、そうしたこともあってか、一つは前倒し調達によって企業自身が手許流動性を確保しておこうというような動きがみられたというのが一つである。それからもう一点は、多少業況低迷による後向きの資金需要といったものも出てきているというようなことから、減少超幅が縮小するという感じになっているということである。ただ、基調的にこうした動きはどんどん拮がっているかということ、ご承知のとおり、設備投資は全体に低調だし、それから企業の債務を圧縮するというスタンス自体は変わっていないので、基調に大きな変化があるようには思っていないし、年明け後、今申し上げたような企業の資金需要という動きが拮がってきているというような印象も、取り敢えず受けていないという状況である。それから下の方の表だが、貸出運営スタンスの方だが、シャドーの掛かったと

ころをみると、中小企業向けについて注目して欲しいのだが、第3四半期30の後、第4四半期34ということで、銀行のスタンスが積極化に向けて少し傾斜しているという感じになっている。この辺りは先程申し上げたような業務改善命令リスクみたいなものを意識した動きというのが、金融機関サイドに出てきていたというふうに受け止めて良いのかなと思っている。こうした形で多少貸出スタンスが前傾化している訳だが、担保の付け方、あるいは利鞘のとり方といった辺りで何か変化があるかということで並べたのがこの二つの表である。このとおりで、特に中小企業向け辺りだが、第3四半期-6の後、第4四半期-1ということで、担保設定の姿勢というのは多少緩んだかなという感じになってきているし、利鞘の設定スタンスについても、これは小さな動きではあるが、多少緩和するという感じがみられなくもない。利鞘設定については、厳格化超幅が拡大傾向を辿ってきた中で、少なくとも一服感は出ているという感じになっている。こんなことで、公的資本注入行を中心として、業務改善命令リスクを意識して貸出条件を幾分緩和するという動きが出てきているということである。次のページで今度は中小公庫、あるいは国民公庫等の調査で、企業が金融機関の貸出態度をどうみているか、あるいは企業の金繰りはどうなっているかというのを並べたものであるが、まず上の表で貸出態度の方をみると、中小公庫については1月5.4ということで、11月から12月にかけても改善していたので、2か月連続の改善ということである。ただ、厳しいと答えている企業の割合というのは、実は余り変わってなくて、差し引きした感じでは多少とも良い方向に動いているが、実感として厳しいと感じている企業の割合自体は引き続き高めであるという状況である。それから、国民金融公庫についてしてみると、12月の調査ということなので、先程申し上げたような意味でバイアスがかかっている時期ではあるが、貸出態度判断についてはまた悪化テンポが少し強まったという感じになったということである。従ってそれぞれ調査主体でアヤがあるという感じだが、中小公庫では企業から金融機関の貸出態度をみる姿勢が少し良い方向に振れている、こんなニュアンスの違いが窺われるというところである。

それから下の方で資金繰り判断だが、中小公庫については、1月-16.8ということで、資金繰りは改善しているということである。商工中金はほぼ横這い、それから国民公庫については小幅ながら悪化しているということで、中小企業などでは中小公庫の調査を中心として少し良い方向への動きがみられる訳であるが、総じてみれば厳しい状態というように評価している。以上、個別に計数を追っていくとこんなことである。結局、マネー関連の指標は、先程申し上げたように伸び率が鈍化するトレンドを辿っている。その一方で、全体としてみた場合、昨年未までの時点でも申し上げてきたように、金融再生プログラムの影響といったものに対して市場がどう受け止めていくのかが、特に年度末に向けての関心事項であるということをお願いしてきたが、実際には大手行の自己資本対策とか、諸々のリストラ対策といったものがともかくにもマーケットからは好感されているということである。それから金融庁の対応も、これまたよく分からないところがあるが、現実的な対応になるのではないかというような見方もあって、全体としては先程申し上げたような意味でのマーケットの警戒感というのは少し薄らいでいる、後退してきている、こんな感じのように受け止めている。そうした雰囲気というのが、金融環境全体についても微妙に影響を落としているというか、反映してきていると思っており、先程申し上げたような形で金融機関の貸出態度が若干前傾化する——勿論これについては公的資本注入行を中心とした業務改善命令リスクに対する配慮というものがあるので、どれ位続くかというのは分からないところがあるが——、一応そうした形での動きも出てきている。それからCP市場について少し申し上げたが、金融市場全体における余剰感の強まりというのが、CP市場辺りでは滲み出してきているという状況でもあるということである。従って、全体としてこの年度末を控えている中で、特に神経質にならない要素というのは今のところ溜まってきているという感じではないということである。ただ、金融再生プログラム自体、これから具体化していく訳だが、どんな形での展開になるのか、それから特別検査、この辺りの影響がどう出てくるのか、まだ不確実性という意味では幾つかの

要素が残っているので、株価の動向も含めて注意深くみていく必要があるというところである。私からは以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

須田委員

図表7にある企業間信用は今どういう状況なのか。これ少し、ここはまだ減っているというか…。

山口企画室審議役

企業間信用の額自体というか、それは明らかに減ってきている。勿論取引量自体が落ちてきているので、当然といえば当然なのだが、売上高対比の企業間信用ということでみると、余り大きな変化はないというのが現状である。ただ、絶対額でみると落ちてきているので、多少企業自身が感じる金融の緩和度合いというのは、やや厳しくなっているのではないかという話もある訳だが、事情としては、売上高との対比で今申し上げたようなことであるということと、もう一つは、これも申し上げたことだが、資金繰り感みたいなのをみると、小さな動きであっても、多少良い方向に向けての動きなどもない訳ではない。これは勿論銀行の貸出態度は反映しているという面があると思うが、そんな感じでもあるので、特に企業間信用の絶対額に表われているような形で企業が感じる金融緩和度合いが厳しくなっているということではないのかなと思っている。

春委員

資料の3ページのマネタリーベースの前年比伸び率が12月、1月と小さくなって、その下のマネーサプライの前年比伸び率も横這いというのは、12月、1月と少し下がっているとみえないこともない。ちょっと因果関係があるというような読み方もあるように聞いているが、その辺はどうなの

か。

山口企画室審議役

これまた予め申し上げてきていることだが、特にM2+CDについては、やはり主たる要因が貸出ということなので、それがどうかというのが大きいのだろうと思う。それで手許の資料でいえば1ページになる訳だが、銀行の貸出をみれば、多少のアヤとしてそのマイナス幅が圧縮されているということは先程申し上げたが、トレンドとしては水面下の状態が続いているということなので、やはりこの面からマネーサプライについてはやはりその伸びが抑えられるということが出ているということだし、それが最も大きな要因だろうと思っている。

白川理事

マネーサプライとマネタリーベースの動きというのは、ずっと議論の対象になっている訳だが、この数か月の動きということもさることながら、もう少し長い目でみてこれをどういうふうに理解するかということが重要である。マネーサプライというのは、結局のところ、銀行以外の人を持っている、つまり個人、企業が持っている銀行に対する預金の総量だから、裏を返せば、その背景に銀行の資産があるということで、銀行の資産は大宗が貸出、あとが有価証券ということなので、マネーサプライが増えるというのは要するに貸出が増えるか有価証券が増えるか、どちらかだということだと思う。そのうちの貸出については、今山口審議役の方から説明があったように、銀行の貸出姿勢と企業サイドの資金需要がどうかということで決まってくると思う。この面では、需給両面からどうも増えていくというより、マイナスの方向が引き続き働いている。企業の方は全体としてみるとまだ過剰債務を抱えていて、この債務の返済に資金を充てているだけだし、銀行の方も今積極的に貸出を行なっていくという感じには、なかなかかなりにくいということだと思う。有価証券投資、これも大宗は国債、それ以外には株とか色々あるが、これは株は減らしていくという方向が

はっきり出ている訳で、国債、これは大きくみれば国債の投資を増やしてきた訳だが、しかし先程の市場局の国債投資についての説明にあったように、一方でインカム・ゲインの方は減っている。それからキャピタル・ゲインも無限に採れる訳ではなくて、やはりどこかでリスクを意識せざるを得なくて、国債投資をどんどん増やしていくかということ、多分そうではないのだろうという感じはする。そういう意味で、マネーサプライが増える状態、経済が回復した状態というのは、勿論マネーサプライが増えていると思うが、しかし今は、マネーサプライがどんどん増えていくという、金融機関の行動に即した考えもあり得るのだろうかということ、これはなかなかないのだろうという気がする。そういう意味では、前々から議論している、一つは金利からの刺激がどの程度あるのか、これはゼロ金利の問題、それから、金融機関自身の体力がどうなのかという問題だろうと思う。いずれにせよ、信用仲介のルートというのは、銀行だけではなくて、資本市場がある訳なので、全体として資金調達のパイプを太くしていくということが勿論大事な話なので、そういう意味では銀行、つまりマネーサプライというルートとそれ以外のルートをとということを同時にまたみていく必要がある。

春委員

因果関係はないということか。

白川理事

勿論金利がゼロではないような状況のもとではマネタリーベースの増加というか、リザーブの増加というのは、金利の低下をもたらす。そこから先がどうかというのは、これはこれまでずっと議論していることがそのまま当てはまって、それをどの程度に理解するかということである。そういう意味ではこの数か月間の動きについて因果関係があるかどうかと言うと、私はないと思う。

速水議長

質問がなければ議事を終了する。明日は午前9時に会合を再開するので宜しく願います。予て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をお願いする。本日はどうもありがとうございました。

(午後4時17分中断、14日午前9時再開)

速水議長

定刻になったので決定会合を再開したいと思う。

はじめに本日の議事の取り進め方について申し上げる。本日はまず最初に流動性預金金利の上限規制の変更について、執行部の説明と決定を行なう。次に短期社債等の適格担保化についての執行部からの報告を行なって採決を行なう。その後、通常どおり政策運営等の議論に入るが、全体に先立って、まず執行部から本日公表される企業物価指数、それから昨年度の第4四半期のGDP速報の二つについての説明をしてもらう。その後、金融経済情勢と金融政策運営一般と通常の討議に入りたいと思う。続いて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参りたいと思う。採決の後、金融経済月報の基本的見解の取り纏めをし、最後に前回決定会合の議事要旨の承認を行ないたいと思う。本日、財務省から谷口副大臣、内閣府から小林審議官に出席頂いている。予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言はすべて記録することを前提としている。委員の方々、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するよう宜しく願います。

Ⅲ. 流動性預金に関する金利の最高限度の定めの変更に関する執行部説明と決定(資料-7)

速水議長

それでは流動性預金金利の上限規制の変更について討議および決定に

入りたいと思う。まず、金融審議会からの答申の内容などについて白川理事、山口企画室審議役に簡単に報告をしてもらいたい。

山口企画室審議役

資料7、流動性預金に関する金利の最高限度の定めの変更についてという資料がある。ここに経緯等若干書いてある訳であるが、昨年12月、預金保険法などが変わり、全額保護の特例措置が2年間延長される、そうなった流動性預金の金利についてご承知のとおり2月3日、金融庁長官と財務大臣から政策委員会に対しこの最高限度の定めを変更するよう発議があったということである。これを受けて、金融審議会への諮問を2月4日に行なったところであるが、これについて金融審議会より2月7日付けで別添のような答申を受けたということである。この中身についてはこのように非常に技術的でいろいろと書いてある訳であるが、極く極くかいつまんで申し上げると、上限金利の設定の仕方などについてはこれまで決めていた内容を一切変更していない、これまでどおりということと、それから本規制の存続期間については平成17年の3月末まで延長するという扱いであるということである。こうしたことであるので、これに則して本日決定をし、その旨金融庁長官および財務大臣に報告するということを決裁願いたいということである。

追加資料として資料7を用意している。これが付議文案ということであるので読み上げる。「流動性預金に関する金利の最高限度の定めの変更に関する件。案件。1. 臨時金利調整法第2条第2項の規定による平成15年2月3日付発議に基づき、金融機関のいわゆる流動性預金に関する金利の最高限度の定めの変更については、金融審議会の答申（別添）のとおりとし、別紙1のとおり決定すること。2. 金融庁長官及び財務大臣に別紙2のとおり報告すること。以上。」。別紙1であるが、「臨時金利調整法に基づく金融機関の預貯金等の金利の最高限度の定めを下記1. のとおり変更し、下記2. により実施する。」。この記以下は省略する。それから最後のページであるが、別紙2である。「臨時金利調整法第2条第2項の規定による

平成15年2月3日付発議に基づき、金融機関のいわゆる流動性預金に関する金利の最高限度の定めの変更については、金融審議会の答申（別添）のとおりとし、別紙のとおり決定致しましたので報告します。（別添・別紙添付省略）ということである。以上である。

速水議長

これについて異議、質問があればどうぞ。宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

それでは決裁を採って欲しい。

〔「流動性預金に関する金利の最高限度の定めの変更」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

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

全員一致で決裁された。

速水議長

本件の対外公表は、本決定会合終了後、適宜の方法で行ないたいと思う。それでは次の議題に入る。

IV. 「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と決定(資料-8)

速水議長

適格担保取扱基本要領の一部改正等について、短期社債等の適格担保化について討議および決定を行ないたいと思う。白川理事、和田企画室参事役から説明をお願いします。

和田企画室参事役

それでは、資料8、短期社債等の適格担保化についてである。まず、案件の概要である。本年3月末に予定されている証券保管振替機構による短期社債等——いわゆる電子CP——だが、その振替業務の開始に対応するために、「適格担保取扱基本要領」、それから昨年12月に決定した「資産担保コマーシャル・ペーパーの適格性判定に関する特則」および「日本銀行業務方法書」の一部改正を行なって欲しいというものである。

考え方だが、証券保管振替機構は、3月31日から短期社債等の振替業務を開始する見込みである。短期社債および資産担保短期債券は、現在本行が適格担保、現先オペ対象資産として受け入れを行なっているコマーシャル・ペーパーおよび資産担保コマーシャル・ペーパーと基本的に同一の経済的機能を果たすものであり、このため、金融市場調節の円滑化を図る観点から、これらを適格担保化することとしたいと考えている。短期社債等については、法律上は手形ではないし、券面が不発行とされ、専ら振替機関における口座振替の方法によって権利移転が行なわれるという点

で、現行のCPなどと相違している。なお、証券保管振替機構による電子CPの振替業務の開始後も、印紙税減免措置などもあって、現行のCP等と併存するとの見方が一般的である。従って、現行のCP等の発行残高が相応の水準で推移する間は、現行CP等も適格担保として取り扱いを継続することとしたいと考えている。現先オペ対象資産化については、現在システムメンテを急いでおり、本年の6月頃を目途に実現の予定である。この点については、現先オペ対象資産化の目途が明確になった段階で、「コマーシャル・ペーパーの売戻条件付き買入基本要領」および「買入対象先選定基本要領」の変更を改めて諮りたいと考えている。

(2) の適格基準、担保掛け目だが、この点については、現行CP等と同一にしたいと考えている。適格基準のうち、信用度等だが、短期社債については債務者の信用力などを勘案する。資産担保短期債券については、特定資産の信用度等のほか、真正売買性といった仕組み、格付けを要件とすることとする。それから期間だが、発行日から償還期日までの期間が1年以内のものとするということである。なお、現行の手形、CP等の期間に関する適格基準に関しても同一の文言とする技術的改正を実施したいと思う。担保掛け目は元本額の95%である。

(3) の業務方法書だが、短期社債等の適格担保化に伴って、日本銀行業務方法書の一部変更を行ないたいと考えている。本件は、財務大臣および金融庁長官に届け出を行なうことになる。

(4) の実施日等だが、本措置は、本年6月末までの総裁が別に定める日から実施するということだが、具体的には、証券保管振替機構の短期社債等の振替業務開始日、3月31日ということを目途に予定している。なお、担保受け入れのために証券保管振替機構に本行名義の口座開設を行ないたいと考えている。次に付議文である。「案件。株式会社証券保管振替機構が、本年1月10日付で主務大臣より社債等の振替に関する法律（平成13年法律第75号）に基づき振替業を営む者としての指定を受け、同年3月31日から短期社債等の振替に関する業務を開始する見込みであるため、金融市場調節の円滑化を図る観点から、下記の諸措置を講ずること。記。

1. 「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1)のとおり一部改正すること。2. 「資産担保コマーシャル・ペーパーの適格性判定に関する特則」(平成14年12月17日付政委第146号(別紙2))を(別紙2)のとおり一部改正すること。3. 「日本銀行業務方法書」(平成10年3月24日付政第29号別紙3)を(別紙3)のとおり一部変更すること。」以下、ただ今説明したことなので省略する。説明は以上である。

速水議長

それでは、議論があればどうぞ。宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

それでは採決に入る。事務局は「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する議案を配り、決裁を得て欲しい。

[「適格担保取扱基本要領」の一部改正等]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

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

全員一致で採決された。

速水議長

では、本件の対外公表も本決定会合終了後、適宜の方法で行ないたいと思う。

次は、企業物価指数等について執行部から説明をしてもらう。本日公表された企業物価指数、昨年第4四半期のGDP速報について早川調査統計局長、門間企画役お願いします。

V. 企業物価指数（2003年1月速報）、四半期GDP（2002年10～12月期1次速報）に関する執行部説明（資料-4追加図表）

早川調査統計局長

ただ今、企業物価指数の資料を配っている。私がこれを説明している間にGDPの資料を持って門間企画役が到着すると期待している。いずれにしても企業物価の方は、一応約束で当日朝には数字をみせてもらえるということになっているので、資料が用意できている。まずこちらから説明する。図表37、物価関連指数の総括表のところの上から1/3位のところに国内企業物価の数字がある。1月の数字は前月比で0.1%の下落。従って3か月前比で0.2%の下落という形であり、緩やかな下落が続いている。この背景等について、図表38、国際商品市況と輸入物価である。まず、輸入物価等の関係で若干、国際商品市況をみておきたい訳だが、このように一番上の太い実線で書いている私共の国際商品指数は12月位からかなりの勢いで上がっており、1月、2月もかなりの上昇で、現時点の数字は2000年の一番高かったところを若干上回るところまで上がっているという形

になっている。その主因は改めて申すまでもないと思うが、中段の原油価格である。原油価格は実は昨年11月には一旦下落したのだが、その後12月に上がり、1月に上がり足許も若干上がっているということで、このところの数字は北海ブレントで32ドル絡み、WTIで35ドル絡みということなので、これについても2000年の一番高いところとかなり近いところまできているということになっている。それ以外に金に引っ張られている分もあるのだが、非鉄も少し高いということで全般がかなり上がっている。図表39、輸入物価だが、今申したように国際商品市況はかなり上がっているが、中段をみると分かる通り1月の輸入物価は3か月前比でみて1.9%の下落になっている。実は、これは若干のタイムラグのようなものがいたずらしており、この中の石油・石炭・天然ガスと書いてあるところは上がっていない。先程も述べたが11月に1回緩んでいるものだから、その影響がまだ若干1月の通関ベースというか、入着ベースに影響が残っているという形になっている。加えて円ベースでみると、実はたまたまこれは3か月前比のいたずらなのだが、ここ半年余りで月中平均の円/ドルレートが一番円安であったのが、実は10月でありこれが124円位になっているが、一方で1月の月中レートは118円台ということもあって3か月前比でみるとかなりの円高になっているということである。この結果、例えばこの下段のグラフをみると、白いところがかなり大きく、白いところ以外が大体ゼロで、白いところが大きく下に出ているということである。前から述べているように、この白いところの動きは、大体為替相場の動きであるので、そういうこととして1月は若干の下落。ただ、これはあくまで先程言った原油価格のアヤの部分がたまたま弱いところがここへ出ているというだけであり、現在の原油相場等々を前提にすると、今後は為替レートが現在の120円絡みであれば、上昇に出てくるということであり、これはあくまで一時的な動きというふうにみて頂ければと思う。次に国内の方、図表40、国内商品市況である。国内については、一応商品市況について一言申し上げておくと、国内の商品市況も昨年の秋以降、かなり上昇してきている。これは勿論、一つは石油の上昇がある。ただ、石油自体

は実は、去年の秋、昨日も申し上げた例の原発が止まっている絡みで重油が足りないということもあって、去年の秋、随分重油が上がった局面があるので、それとの関係でみると若干反落しているが、それ以外のものは総じて上昇、とりわけ、皆さんご承知のとおり鉄鋼の相場が相当大きく上がっているという形であるので、国内商品市況はそこそこ上昇しているということである。因みに、ただし、そうは言っても、一番下にあるように、半導体の市況は低下しているので、この分は何がしか国内物価にもマイナスに出てくる。一点だけ申し上げておくと、まだC G P Iは時系列が短いものだから、データの性質がまだ十分掴みきれていないのだが、一応先立って調べたところによると定性的に言うと、下落率自身は前から申し上げているように電気機械の実質ウェイトの問題で下落幅は大きくなっているが、定性的な性質すなわち例えば原油価格との時差相関であるとか国内商品市況との時差相関、あるいは生産在庫との関係等々は、ほとんど一緒であるということが大体分かっている。そういう中であって、若干、過去に比べて半導体相場自体は効かなくなっている。国内で、実はDRAMを余り作らなくなってきたており、国内で作っているのは、いわゆるシステムLSIというものが中心で、あれはどちらかと言うと、コントラクト商品であり、相場性のものほど動かなくなっているように思う。今度は図表41、国内企業物価である。このように中段の3か月前比で0.2%の下落ということである。中身をみると、下の方のグラフでみると分かると思うが、原油価格等を反映しているこの点々の部分については、実は1月は必ずしも上昇幅が拡大する姿にはなっていない。これは先程申し上げたようにたまたまこの時期は3か月前比で一段と上がる局面ではないということである。一方、国内の素材類については、このように鉄鋼・建材のところは引き続きかなりの上昇になっている一方で、それ以外のところは、紙が前に上がったのがそろそろ3か月前比で一服してきているのでちょっと縮んでいるという感じ。そうした中であって、機械類は若干の振れを伴いつつ、ほぼコンスタントに下落している訳だが、今月のちょっとした動きは一つは電力のマイナス寄与がなくなったことである。これはご承知のよう

に電力の最後の値下げが10月だったので、これがなくなったということと、一方、これはちょっと誤算だったのだが、このように白いところはかなり大きく下がっている。このその他は、実は我々の言葉で言うと農畜産物であり、通常これには季節性があり、年末に肉とか卵の値段が上がって、年初にそれが下がるという季節性がある。普通であればこれは12月、1月を足して消えるはずだが、卵は今年もそうだが、牛肉が実はこれはやや古い話になるが、以前のBSEの事件の時に牛肉の市況が下がったものだから、国内の生産者団体等がそれを買って在庫で持っていた。それが去年の年末位にはそろそろBSEも終わりだということで放出をはじめたために、12月も下がり、1月も下がりという形で実はマイナスが出てしまっているということである。ということであるので、先行きについてのイメージだけ申し上げておくと、大きな流れとしては小幅の下落が続くのであろうと思っている。恐らく2月位に直ぐにという感じはしないが、もし仮に現在の原油相場がこれから入着してくるとどうだろうか、3月、4月辺りにはこの上の方の点々、すなわち、もし為替レートも横這いだとすると原油絡みのところがかなり上の方に寄与してくる形になってこようかと思う。従って勿論、今後イラク情勢等で原油価格がどちらの方へいくか分からないので、余り予断を持つことはできないが、方向感としてみれば他のものを大体一定とみなせば、また少し下落幅が春位には縮む位のイメージではないかと思っている。企業物価については以上である。

門間調査統計局企画役

それでは、手許の2枚紙、先程8時50分に出たGDP速報値を説明する。まず、前期比季節調整済みというところの2002年10~12月、そこが新しく出た数字だが、実はその前もかなり遡及改定されている。取り敢えず10~12月のところをみると、国内総生産は前期比で+0.5%となった。我々はマイナスが出ると思っていたし、市場も大方マイナスを予想していたので、ちょっとこれは強めに出た数字である。強めに出たのは、一つは予想外だったのは、家計調査が弱かったのだが、民間最終消費支出のどこ

ろをみると+0.1%となっている。ただ全体像でもう一度申し上げると+0.5%のうち、国内需要が+0.2%の寄与であり、それからずっと下の方、財貨・サービスの純輸出、ここの寄与が+0.3%で合わせて+0.5%、それから中程の民間需要の指数のうち、民間在庫品増加のところの寄与は0.0%になった。であるからまず、そもそもこの民間需要のうち消費支出がちょっと強かったということ、それから在庫が取り敢えずフラットであったということ、それから純輸出のところも7~9月は-0.2%の寄与であるから、振れを均せば横這いだが、10~12月だけでみれば結構強めだったということ等々が寄与してトータルでプラスになった。それからあと一点述べておきたいのは、民間企業設備、設備投資だがこれが寄与で言うと+0.2%、設備投資だけの伸び率で言うと+1.0%と結構高い伸び率になっており、ここは実はデフレーター要因が大きいと思っている。と言うのは、その前の数字が全部変わっているのだが、例えば民間企業設備の1~3月のところから申すと、これまで実は-0.8%のところは-1.7%であった。そこで1%ポイント位上方修正になっている。4~6月も同じように+0.3%から+1.3%になっている、それから7~9月は-0.5%から+0.8%となっているということで、この辺り軒並み先般の企業物価の公表を踏まえて設備投資デフレーターが下方修正になっており、相当大的な幅でこれは効いている。従って実質値でみると、ここが相当押し上げ要因になってきているということがあり、これで見ると設備投資は足許3四半期連続でプラスになっているという状況である。因みに一番上のGDPに戻って数字を眺めると、1~3月も従来0.0%だったものが今回+0.1%になり、昨年1~3月から4四半期連続でプラス成長という姿になった。因みにだが、改定前の昨年1~3月からのGDPの数字を申し上げると、1~3月は0.0%、今申したこれは+0.1%になった。4~6月は+0.9%だったものが+1.3%、7~9月は+0.8%から+0.7%とここは若干下方修正だが、そういう姿になっている。それからちょっと順序が後先になったが、先程の民間最終消費支出で、意外と強かった理由として考えられる要因が二つあり、一つは、家計調査は弱かったが販売統計は説明しているとおりに余りそんなにここへきて弱くなっているという感じはない、それからサー

ビス等についても比較的強かったというのが内閣府の推計であり、そういうことがあったのだろう。それからもう一点は、季節調整であり、家計調査の季節調整をそのまま使っている訳ではなく、今のGDP統計は昨年8月に新しい推計方法になってから94年以降の新しい推計で出したデータの系列だけで、每期毎期季節調整をかけ直すということをやっている。従って、今回のように7~9月が強くて10~12月が弱いというそういうデータが新しく加わると、かなりその振れが均される方向で新しい季節調整が効いてくるといえることがある。従って、7~9月が例えば、全体のGDPが下方修正になっているのは、実は消費が1.0%から0.8%に下方修正になっているということで、こういった統計の振れがその季節調整のかけ直しによって少し均されているという面があるということである。以上が四半期の数字であり、次ページに一応、昨年の四つの四半期を合わせた暦年の計数が出ている。下の方でみると2002年の実質でみると+0.3%ということで、第4四半期が強かった関係でプラス成長で着地した。因みに、そこには書いていないが年度の数字については、勿論1~3月次第だが、足許が強かったということもあって、1~3月期が仮に-3.3%成長でも政府見通しの+0.9%は達成できるということになる。-3.3%というのは、四半期生の数字であって、年率で-12.4%でも14年度は+0.9%になる計算になる。それから逆にもし1~3月期がフラット、ゼロでいった場合には、14年度は+1.7%という数字になる。非常に高い数字になる。私からは以上である。

早川調査統計局長

一点だけ、個人消費の季節調整について若干技術的なことを申し上げる。今申し上げたように、掛け直しの影響も大きいですが、実は季節調整を掛けている期間の影響も随分ある。家計調査は70年代からの季節調整を使っている。一方、GDPは90年代の半ばからの季節調整である。ご承知のように、実は年末の消費というのが年間の消費に占めるウエイトというのは、趨勢的に下がっていく傾向がある。従って、古いところを沢山覚えている

と、10～12月期はどちらかという新しいデータについてマイナスだと言い易い。比較的短いデータだと、近年の比較的10～12月期のウエイトが低いことを覚えているので、そう言わないというのが若干多分技術的には影響していると思っている。私からは以上である。

中原委員

70年代の季調を使っているのか。

早川調査統計局長

70年代からずっと合わせた季調を使っている。

中原委員

季調そのものの数字は変わらないのか。

早川調査統計局長

いえ、勿論再推計しているのでどんどん変わっていくのだが、長い季調を掛けると、古いところをどうしても覚えている。これはもう90年代しか使っていないので、古いところを忘れていた。だから実は個人消費、この間の家計調査は凄く大きなマイナスだったが、あんなことにはならないことは事前に分かったのだが、さすがにプラスまでは我々はちょっと予想できなかったということである。

速水議長

4四半期連続プラスだ。これは悪いとは言えないね。

早川調査統計局長

4四半期連続プラスで言われるとおりで、そこには先程ちょっと門間企画役が説明したとおり、あるいは事前にも若干この場でも話したと思うが、先般のCGPIの発表に伴って、設備投資のデフレーターが相当下

に下がっているのです、それがリアルな設備投資を押し上げる形で全体にかなり影響したということではないかと思っています。恐らく全体に電機関係を中心に、特に設備投資のところに影響し易い機械類を中心に、C G P I で下落幅が拡大していることと、前にもちょっと申し上げたと思うが、電子計算機についてサーバーを、その電子計算機の計算に導入して、そのサーバーに対してヘドニック法による品質調整を掛けたことが、電子計算機の価格の下落を大きくしている。多分設備投資に占める電子計算機のウエイトはばかにならないから、そういったものが大きく影響したのではないかと考えている。

門間調査統計局企画役

今デフレータの話が出たので、手許の資料にはないが、私のところで分かる範囲内でちょっと申し上げると、10～12月期のGDPデフレータの前年比だが、-2.2%というかなり大きなマイナスになっている。

山口副総裁

一番下に書いてある。

門間調査統計局企画役

あ、そうである。失礼した。それで、その前に数字が四つ程並んでいるが、例えばこの1～3月期-0.9というのは、前回は-0.6だった。それから4～6月期の-1.5は前回-0.9なので、相当大幅な下方修正になっている。それから-1.9のところは前回-1.6だったので、大体0.3～0.5、0.6位のペースで、四半期ベースのペースで下方修正されているということで、年率にすると1.5とか1.2とか、そういうかなり大幅な…。

早川調査統計局長

そんなことない。これは前年比だから。

門間調査統計局企画役

前年比。そうである。失礼した。ということであり、いずれにしてもかなり大幅な下方修正になっている。

田谷委員

数字をみると、私も色々と想定していたが、まあそうかなと思うのは輸入位である。あとは、政府消費支出か。それ以外はほとんど全て強い数字が出ている訳である。これは今言った、結局共通要因はデフレーターということと、季調というところはそれは消費に限られるか。

早川調査統計局長

正直言って、現時点でまだ精査した訳ではないので細かいところにコメントする能力はない。しかし、昨日時点では私は若干マイナスだろうと申し上げていて、そのイメージでやはり違うのは、一つは消費で、消費については先程来申し上げているように、色々な意味での季節調整の問題があるので、家計調査のマイナスよりは随分小さいだろうということは事前に分かっていたが、プラスに出るところまではちょっとなかなか読み切れないというのは正直なところである。それからもう一点は、実は在庫のところ、一応鉱工業在庫が前期比でマイナスに立っていたので、若干マイナス寄与が立つのではないかとみていて、消費を少しマイナスにみて、あと在庫のマイナス寄与をみると、恐らく前期比でトン近傍ないし若干のマイナスもあり得るという位ではないかと思っていた。それからもう一つは、C G P Iの結果、設備投資が上振れるということは、定性的には分かっていたが、その定量的にどれ位くるかというのはちょっと予見できなかったが、結果として言うと、思ったよりは若干大きかったということになるかと思う。ただ、この点については、今回だけではなく、実は前回のW P Iの90年基準から95年基準への改定の時も、96年の設備投資がかなりサプライジングな程度に大幅な上方改定になったので、それを考えるとこれ位のことはあっても不思議はないかなという位に思う。

須田委員

これは前の部分も改定されているのか。

門間調査統計局企画役

然り。手許では2001年の10～12月期までしかデータはないが、その前も改定になる。

早川調査統計局長

2001年の頭位から変わっているはずである。

山口副総裁

これはリアルの方はほとんど各項目とも前期比プラスに出ている、ノミナルの方はほとんど前期比マイナスに出ている。どちらが経済の実態を表しているかというのは難しいところである。

早川調査統計局長

そうである、それは正直言って。やはり個人消費などについては、やはり物価が下がっていて、それで何とか、かつかつプラスを維持しているというイメージだと思うが、他方で先のコンピュータの、いわば品質向上分に伴う下落でリアルが増えているというのをどう考えるかというのが、なかなか微妙なところだと思う。やはり消費なんかについては、何とかこれでかつかつ生きている位で、やはり基調は弱いと思うが、先のコンピュータの投資が能力向上を考慮したデフレータで割り込むと、プラスになるというようなことは、どうなのだろうか。デフレのマイナスとか言われてもなかなか困ってしまうし。

植田委員

良いデフレ。

中原委員

事前の予想では-0.2%とか-0.3%というのが多数であったが、あの時のGDPデフレーターというのはどれ位の数字であったのか。

早川調査統計局長

いや、そこまでは出ていない。

門間調査統計局企画役

GDPデフレーターまでは出ていない。ただ、要するに個人消費についてそもそも相当皆さん弱くみていたというのは事実である。

早川調査統計局長

私達自身も正直言って大体市場で言われた程度位をみていたので、そういう意味では主要な原因は多分先程申し上げたように、消費のところと在庫のところと。それから設備については元々上方修正の程度が分からないので、ふわっと考えるしかなかったもので、その三つ位が効いたかなと思っている。

門間調査統計局企画役

一応ブルームバーグが集めている民間調査機関43社の平均値というのがあって、リアルの平均値の予想が-0.4%、ノミナルが-0.6%だった。逆算すればデフレーターで四半期ベース-0.2%位、年率にすれば1%弱位のデフレーターの下落率だと思うので、それに比べると恐らく倍位のデフレーターの下落率になっているということである。

須田委員

名目で…。

門間調査統計局企画役

名目で-0.6%という予測であった、前期比。

須田委員

名目でも予想の上だったのか。

門間調査統計局企画役

然り。リアルが予測と全然違っている方向なので、そこだけで、リアルの予測対比で1%位上振れなので…。

早川調査統計局長

久しぶりだと思う。名目の前年比が今プラスである。

VI. 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

速水議長

ほかにないようであれば討議に入りたいと思う。それでは昨日に続いて、執行部の説明を踏まえて金融経済情勢と金融政策運営についての検討に入りたいと思う。討議の形式はいつものとおり、最初に金融経済情勢に関して順番に意見を頂いて、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いる方から、意見があれば承るという順番で進めていく。ポイントを絞って議論するために、金融経済情勢、金融政策運営方針、これら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、自由討議の時間を設けるので、各ラウンドでの発言時間はできるだけ守られるようお願いする。

1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

ではまず金融経済情勢について、本日は植田委員からお願いする。

植田委員

昨日の夜、真面目に考えたのだが、GDPのデータをみてシナリオが崩れてしまった。昨日来執行部から説明があったように、一応全体感としては成長率ゼロ近辺で足踏状態と言おうと思っていたのだが、まあそんなに遠くはないとしても、腰折れという訳でもないし、若干明るい兆しもある。ただそのうえで、引き続き先行きは不透明ということだと思う。リスクとして、海外、それから国内、金融、その他の国内要因という辺りかと思う。それらについて、少しずつ話してみたいと思う。海外要因だが、一つ感じるのは、G3が極めて似た循環パターンできているし、今後もそれを想定しているということがあるかなと思う。すなわち、昨年末にかけて、大まかには消費中心にやや足踏状態となって、今のところ設備投資はせいぜい下げ止まり位というのと合わせると、暫く足踏状態が続く。しかし、年後半にかけては、恐らくアメリカの設備投資辺りをリード役に、日、欧はそこへ向けての純輸出の回復というようなことを足がかりにトレンド成長近辺へ復帰というのがメインシナリオということかと思う。ただ、そうした構図はやや危ういという気がする。すなわち、皆同じ変数の動きに依存しているということなので、皆一緒にそこそこの明るい動きをみせるか、皆一緒に沈んでしまうかというリスクを抱えているように思う。後者の場合、短期的な景気の問題だけではなくて、金融セクターの問題、あるいは全ての地域で増大しつつある財政赤字の問題が一段と深刻化するということがあるように思う。さらにアメリカの足許での設備投資の回復の遅れについては、昨日あったように、地政学的リスク要因を強調するのが一般のようであるが、在庫は低く収益も若干は出ているような中で、なかなか回復してこない。さらには株価も低迷を続けているということなので、仮に戦争が終了したとしても、そうはっきりとは好転しないリスクを念頭に置いておくべきだと思う。また、昨日のアメリカの消費のデータではよく分からないが、いずれにせよアメリカの家計も、例えば銀行の家計向け貸出姿勢がやや厳格化しはじめるというようなことを考えると、警戒水域に

達している可能性も若干あると思う。こうした動きの例外がアジアかなと思う。アジア、特に中国と日本の間での、日本側は一部製品での高い競争力、中国側は中国の一段の成長と、これらを主因とした国際分業体制の一段の進展、しかもその中で、従来の低付加価値品からやや高付加価値のところへと分業の中身がシフトしつつあるということが、データからもみて取れることだったと思う。昨年の執行部の分析では、こうした動きがあっても、アジアを巡る貿易フローは米国の動きからは基本的にはデカップルしていないという結果だったと思うが、今後新しいデータを加えて引き続き検討が必要ではないかなと思う。ただ、地政学リスクに関連して、石油価格がある程度以上の期間高止まりした時に、この地域にマイナスがやや相対的に強く及ぶかもしれないという可能性には留意しておくべきだと思う。国内に移って、生産のデータ等がみかけほどは弱くないという昨日の事務局の説明に取り敢えず納得した。設備投資、機械受注、あるいは今日のGDP統計等みると、一応下げ止まりの気配である。それから消費についても、弱そうだということであったのだが、GDP統計をみれば成長率が若干鈍化する程度で今のところ済んでいるということである。ただ、色々な理由で今後の動きには要注意ということだと思う。金融周りだが、マネーマーケット、あるいは企業金融周りは、取り敢えず落ち着いていて、年度末にかけて株価が急落すること等によって金融不安が再燃するリスクが残っているが、一応小康状態ということかなと思う。ただ前回も議論したように、中長期的には大きな問題はまだ残っているということではあるかと思う。最後に物価であるが、これも前回話したのと大差ないが、需給両サイドから、取り敢えず目先は、デフレ圧力が若干緩和する方向かなということだと思う。やや機械的に議論をすると、調査統計局の推計では、トレンドの成長率がいわば現在1%前後なのに対し、今朝のGDP統計では、去年第4四半期の一昨年第4四半期対比の成長率が2.4%なので、この1年間だけをとるとトレンドを大幅に上回った成長になっている。マクロ的な需給ギャップ要因によって大幅なマイナス圧力が物価に加わるということでも不思議はないようなデータとなっている。やや子細に

みると、需要サイドではアジア経済が好調であるということが効いているように思う。供給サイドでは、これは昨日来話があったように、イラク要因等による原油の値上がり、先にいくと、電力料金引き下げ一巡、診療代上昇、さらには先程のアジアとの分業が高付加価値製品へシフトしているというようなことも低価格戦略モデルの一段落ということと関連しているかなとも思った。ただ、今後に向けての注意は、これらの要因の一部はイラク要因も含めて一時的だということであって、少し先には剥落していく可能性もあるということ。それから、物価の上方向での動きのまたかなりの部分が、アジア経済の強さに依存しているようにもみえるので、アジア地域が変調をきたす場合には、日本の物価にも明らかにある程度の影響があるということかと思う。纏めて、暫く以前よりも、実体経済、物価共にアジアの影響が増しているような気がする。以上である。

速水議長

春委員お願いする。

春委員

昨日来の執行部の説明を、また今朝はGDP統計の説明を聞いて、大変元気付けられる思いをした。全体としては、結論を申し上げますと、金融経済情勢に対する判断としては、基本的に前月判断の継続で、先行き不透明感が強い中で横這いの動きを続けているということで宜しいのではないかと思う。昨夜までの段階では、その色々なところで、当面のイラク情勢に起因する不透明感が非常に強まっているというように感じていて、それを反映した若干の小幅修正、下方修正ということも考えられるのではないかとも思っていたが、この辺は今朝の報告も踏まえて、皆さんの意見も聞きたいと思っている。個別に若干申し上げますと、まず景気動向指数は、一致指数が2か月連続50%割れ、先行指数は2か月連続上昇という、これもどうみるかだが、1月以降の動きに注目をしたいと思う。実質貿易収支も昨日の報告のように、振れを伴いながらも概ね横這いということかと思

う。今、植田委員の発言もあって改めて感じるのは、中国を中心とするアジア諸国の経済が、米国景気に依存する面は大きいとは思いますが、既に自律的な回復の成長過程にあって、日本の輸出にとって心強い安定要因になってきているように感じた。生産については小幅減少の指標が出ているが、これも総じて横這い圏内という見方で宜しいのではないかと思う。ただ、企業が非常に在庫増に慎重だということが感じられる。調査統計局のマイクロヒアリングからみた主要企業の生産計画を拝見したが、業種別に生産の増加・横這い・減少というのをみると、昨年10月～12月期から4～6月期にかけて、減少とみていた業種が非常に大きく減っているというようなことがあったように思う。こういう展開をみる限り、生産も4～6月期にかけて回復傾向を辿っていく可能性もあるのではないかと思う。因みに産業用の大口電力販売量は、12月は前年比+4.0%で6か月連続で前年比プラスでプラス幅を拡大する傾向にある。業種的にも、鉄鋼、化学の大幅な増加を中心に繊維を除く全ての業種でプラスとなっている。ただ、設備の状況を示す契約電力は、これは東京だけのデータだが、12月まで前年比-1%強というマイナスが続いている。設備投資も下げ止まった状況が継続ということかと思う。一部に大型投資の計画もみられているが、企業収益の改善にもかかわらず企業は設備投資に非常に慎重だというように思う。消費についても、所得の割に消費は堅調という状況が続いている。先程のGDP統計ではプラスということだが、指標として強弱様々で、やや弱めの指標が最近多かったように思うが、1月に入って改善しているという情報もあるので、要注意というか注目していきたいと思っている。物価については、緩やかな下落傾向が続いているが、マイナス幅は徐々に縮小しているということかと思う。こういう状況で当面のリスク要因はやはりイラク情勢の緊迫化のもとでの米国の経済動向と、国内においては低迷を続ける株式状況の動向ではないかと思う。今日は多少方向が変わっているかもしれない。まず、米国景気は、改善テンポを鈍化させつつも引き続き緩やかな回復基調にあるということかと思うが、一方で当面イラク情勢の見極めがいつ頃、どんな内容でつくのか、これによって昨日宝くじと

比較してのリスクの説明があったが、下振れ上振れのリスクが大きくなっているのではないかと思う。予算教書が発表されて、双子の赤字への懸念、イラク情勢を反映してと思うが、株安、ドル安の基調が続いている。ただ、10～12月期にテンポは鈍化した。自動車を中心に、自動車以外もプラスというような情報もあったが、消費は堅調、住宅投資も底堅いし、労働生産性も伸びている。さらに1月7日の景気対策、あるいは1月に改善した失業率、そういったものに市場の評価がどう出てくるかだが、これもやはりイラク情勢の見極めにかかっているということではないかと思う。次に日本の株価だが、8,500円前後の低調な動きを続けているが、法人等の買い要因、自社株買い、公的年金の買い、日銀の買い、あるいは買取り機構の買いもあるかもしれないが、それから売り要因では持ち合い解消売り、厚生年金代行返上による売り、それぞれをトータルして金額的にはほぼ拮抗している状況というような見方もできるのではないかと思う。従って問題は、個人と海外投資家の動きだと思うが、企業収益の改善やそのバリュエーション面での割安さとか、新証券税制、さらには政府のデフレ政策、対策への評価、危機対応次第、ないしはこれもやはりイラク情勢の見極め次第という面が強いのではないかと思う。ただ、先週東京三菱銀行の普通株による公募増資の計画が発表された。これはいわゆる市場における正攻法の増資計画であろうかと思う。これでメガバンク四グループの自己資本増強計画が出揃った訳だが、こうした試みが市場に評価されつつあることも心強く感じている。私からは以上である。

速水議長

次、福間委員お願いします。

福間委員

現時点において、海外経済については、今後の景気見通しの不確実性を高めている最大の要因は、もう皆さん指摘された地政学的リスクである。特にアメリカでは、市場は経済指標というよりは、「開戦前夜だ」とかテ

ロ危険度のオレンジ色への引き上げとか、こういうテロ、戦争にかかわるルーマーで、あるいはニュースで非常に弱気になっている。良い経済指標も実はこの間あった訳だが、ほとんどネグレクトされている。そういう意味で、今日安保理に提出される I A E A の査察に関する追加レポートが今後の流れを示唆するのではないかということで、大変注目されるところである。もう一つの地政学的リスクについても要注意である。韓国の株価低迷あるいはムーディーズによる韓国のダウングレード等、既に影響が出はじめていて、この辺も日本に近いということもあり、要注意ではないかなと思う。こうした中で、海外経済は、全般的には減速しているとは言いながら、なお緩やかな回復を続けている。これを受けてわが国の輸出も、伸びこそ鈍化しているが、高水準で続いているということは先月と同じである。地域別でみると、アジア、中国向け輸出が引き続き堅調である。米国向けは景気スローダウンの影響から、減速はしているが、なお伸びている。欧州については、伸び率は多少落ちているが、最近のユーロ高は、企業収益には大きくプラスになっていて、国際競争力の非常に強い回復に繋がっている。輸出品目別にみると、全輸出額の 7 割強を占める機械輸出の好調が目立っている。機械輸出の前年比の推移をみると、昨年 4 月頃からプラスに転じて、以降伸び率は右肩上がりに上昇し、足許は加速する姿となっている。11 月には 21% 増と、5 年半ぶりの高い伸びとなり、12 月も 17% 弱と伸びが好調である。これに加えて、いつも報告している素材関係の輸出が非常に伸びているということである。地域別にみると、中国、アジア向けが好調である。特に中国向けの機械輸出の前年比は急速な右肩上がりの傾向を示している。12 月の前年比を商品別にみると、電子デバイスで 1.8 倍、通信電子機械で 2.1 倍、光学機械で 2.2 倍、乗用車で 7.1 倍、建設機械で 2.3 倍と倍の単位で伸びているというのが現状である。このような状況のもと、わが国経済をみると、依然として内需が弱い状態にある中で、輸出依存度を一段と高めるということで、高めの生産を引き続き維持している状況である。このように、輸出は好調だが、業種的には中小の建設業、内需比率の高い製造業、構造調整の遅れた業種の悪化が目

立っている。これが全般的な先行き不安の高まり、消費低迷、倒産・廃業の増加という動きになっている訳だが、一方、最近の決算発表——四半期決算——にみられるように、グローバルな展開をしている先の業況は良くなっている。このため、輸出型と内需型での業績格差が一段と拡大し、特に地方経済の格差がさらに鮮明になっている。設備投資については、先程のGDP統計の中にもあったが、いつも申し上げているように、下げ止まりないしは横這いの動きということで、一部では増加、増設、能力増強投資もみられる。業種的には自動車関連部品、デジタルカメラ向けのCCD等の能力増強というようなところである。12日発表の12月機械受注前期比も、+5.2%とやや盛り返している。10~12月期の実績も+0.3%と期初の-6.5%の予想から大幅に改善している。先程のGDP統計の中で、消費が下支えというか、底堅い動きをしている訳だが、ここにきて連日新聞報道されている賃金雇用環境の、特に賃金体系、あるいは賃金制度改革的な動きが拡まっていることが、今後の消費マインドを弱体化させるのではないかなという懸念がある。一連の賃金圧縮の動きについては、企業サイド、経営サイドとしては、国際競争力のため、生産性向上と並び、これまでのビジネスモデルを基本的に変えるためにどうしても避けて通れない動きだが、ある意味では日本の労使一体感と日本企業の柔軟性を示しているとも言える。硬直的なドイツや欧州各国とは異なる点でもあるかと思う。物価については、先程もあったように、CRBインデックスは、連日上がっている。これは原油が中心だが、それと昨日の日経の夕刊に出たように、あるいはこれまでもここで申し上げているように、素材の値段が非常に上がっている。ということで、実はもう、一部ゼネコンとかファブリケーターの間では、鋼材の値段が高くて入手できないという位、品薄の状況が部分的に出ている。従って、物価については、一部商品ではそういうアジアの好調を背景に、つまり、物価自体もアジアと一体化し、古紙から素材に至るまで、アジア、中国と一体化して値段が決まっている。需給はそういう目でみないといけない時代に入ってきているのではないかなと思っている。日本の需要は弱いですが、中国あるいはアジアが強いので、古紙、

スクラップの物価が非常に上がっている。続いて企業金融だが、金融庁が一部行に対して中小企業向け貸出計画未達を理由に、業務改善命令を出して、4か月が経過した。昨日の執行部の説明のように、中小企業向けも含めて、融資枠の復活とかスプレッドダウンの動きが広がってきているという話が色々な筋から入ってくるようになった。ただ、昨日のローンサーベイが示しているように、全般的には中小企業向け融資スタンスは、引き続き厳しい環境にあるということには変わりないと思う。本行としても、中小企業金融については一段の工夫ができないか、今後とも検討を深める必要があると思われる。この間、大手企業ではキャッシュ・フローの増加を通じた資金の自力調達に力を入れているため、借入需要は引き続き出ていない。大方の企業では、財務戦略の中心を有利子負債の圧縮に置き、先行きの金利上昇に備えている。今のこの超低金利がいつまでも続くとは思われない。その時の最大の備えは、有利子負債を落とすということで、本当は金利が安いから借りれば良いのだが、実際には逆の動きになっているということが一つ。もう一つは、この有利子負債を圧縮することによって格付けの改善を狙うというのが大体の大手企業の動きである。短期金融市場の動きでやや懸念していることは、ここ暫くの間、マイナス金利でのコール取引が連続して出合ったことである。これはカントリー・リミットの問題もあって、それに伴って、日銀の当座預金残高に上限枠が設けられた。これは行内的な事情ということも、ある意味では言えるが、ただ我々はそれを特殊要因として片付けるよりは、彼らが指摘している日銀のバランスシートの急膨張、長期国債の増額、株式購入について、ただ単に市場の見方ということに止めるのではなく、今は異常時に止むを得ないとの自己弁明に陥るのではなく、絶えず健全性に意を払う必要があるということではないかなと思っている。以上である。

速水議長

次、中原委員お願いする。

中原委員

前回会合以降、余り時間も経っていないので、我々を取り巻く世界の経済環境に大きな変化はなかったと思う。米国経済では、一進一退という状況だと思うが、イラクにかかわる地政学的不透明さというのは、むしろやはりこの間増大しているし、またブッシュの減税、財政面からの刺激策に対する環境が必ずしもフェイバラブルではないということから、議会通過のタイミング、あるいはその効果等、不透明感が増している感じがする。足許成長はしているものの、かなりGDPギャップが広がる方向なので、やはりどうしてもFedが強弁する程は、デフレの懸念がないとは言い難いのではないかなという感じはしている。いずれにしても、腰折れ懸念はないとしても、イラクの問題についての明確な方向性を市場が確認しない限りは、回復の傾向は次第に低下していくと、それからタイミングは後ずれしていくということではないかと思っている。欧州はやはりドイツの悪さが極めて気になる。株の下落は、2002年はじめから一番大きいのはドイツだし、またECBの政策としても、昨日話題になったが、各国間の成長格差、インフレ格差等の問題もあって、非常にガバナンスが難しくなっている。そのほか、イラクの問題等もあって、企業、家計のコンフィデンスがさらに低下する懸念もあるのではないかと思う。金融セクターもこの頃ちょっと情報がないが、欧州経済はアメリカに比べても問題が多いように思うし、アメリカよりも判断が難しいなという感じがしている。アジアは底堅いのだが、昨日の国際局の説明にもあったが、やはりIT関連の比重の高い国というのを、株価の下落、このところ気になる訳だし、アジアにとってイラクの地政学的リスクからフリーではあり得ない。原油価格の上昇の問題も影響が心配である。また、北朝鮮の新しい地政学的リスクも考えていかななくてはならない。また、中国が大きな原動力であるのだが、WTO加盟の負の影響がどう出てくるのか、あるいは元の切り下げ、変動幅の拡大、この辺のタイミング、動き方等今後の中国市場の大きさを考えていく上において、ポイントだろうと思う。

一方、わが国の経済だが、足踏状態ながら不透明な状況が更に長引く予

想が強まっていて、今朝報告があったGDPのポジティブサプライズにあったが、肌で感じる景気感覚としては下方へのモメンタムが強まるリスクが否定できないというふうに思っている。前回以降のマクロ経済指標からみると、輸出が予想以上に粘り強さを発揮していると思うが、生産の頭打ち、この辺が心配である。企業ヒアリングの感触でいくと、景気の先行き不透明感の強い中で、デフレが続いている訳なので、新商品の需要のサイクルが極めて短命であると。その結果、在庫をギリギリに抑えるということに、最大の経営努力を払っているという面があるようで、あるデパートで聞いても、新商品の発注を受けた消費財のメーカーは、計画の7~8割しか基本的には作らないという動きもあると聞いている。

今後のポイントは二つ、輸出の持続性と消費の問題だろうと思う。輸出の持続性は、結局は地政学的要因、世界経済の動向という事になってしまうのだが、そういう意味でシナリオの幅は相当広いということで、最悪のケースも視野の中には残しておく必要もあるだろうと思う。

消費については、企業ヒアリングでも、昨年11月位から消費支出態度がかなり悪くなったという声を聞いている。それから内閣府や電通、博報堂等の民間機関も含めた消費者コンフィデンスは、非常に悪化が続いており、消費は1月に入ってやや改善といった声も聞いているが、今後十分注視していく必要がある。気になるのは雇用者所得の継続的減少で、その中で今回の春闘で、大幅な賃金体系の見直しが始まるのではないかと、というのも心配である。いずれにしても、企業の人件費圧縮の努力はまだまだ続く訳で、来年度の社会保障費ほか家計負担の増大を考えると、消費の先行きは必ずしも楽観できないこととなっている。

物価の点では、素材を中心に地政学的な要因あるいは原油の値上がり、あるいは中国の急成長ということから上がっている訳だが、一方で製品機械類、耐久消費財の方は引き続きデフレ状態が続いている。これがどう波及していくのか、どう変わっていくのかわからないが、これだけの状況だと、製品あるいは耐久財等、資本金材を作っている企業収益はスクィーズされている訳であり、今後の成り行きをみたいと思う。

金融面では、奇妙な静けさというのが続いている訳で、株も8,000円の抵抗線が強いし、長期金利が急速に低下する中で、信用スプレッドも縮小しているし、短期金融市場も落ち着いている。これは、ただリスク要因が小さくなった、あるいはマーケット・メカニズムが働いた結果というより、政策的に抑え込まれている、問題が先に延ばされているという面が強いと思う。

若干、個別の点で申し上げると、マイナス金利が出ているが、私はこれは一時的な特異な現象であろうと思う。勿論一部に日本、あるいは日銀に対する評価の問題を議論する向きもある訳だが、実際の特定外銀の行動をみていると、かなり非論理的な面も感じられる訳であり、それ程基本的な問題を含んでいるとは思わないが、今後要注意である。

長期金利の低下であるが、バブルとみる向きもあるが、私は必ずしもそこは正しくないのではないかと思う。やはり、実体経済が足踏みしている中で、国債発行が想定範囲内、あるいは小泉内閣の財政改革に対するコミットメントが強いというのが再確認されつつあるのではないか。結局、デフレの時間軸の延長を素直に反映したというふうにみたいと思っている。

長期国債市場の機能不全ということから、長期国債の買い切り増額の判断に困難が出てくるという議論もあるが、この点も踏まえてオペ手法の工夫とか、財務省と日銀のデット・マネージメントに関わる緊密な連携というのが必要になってくるのではないかと思う。

株式の方は、いわば材料出尽くし、とみている。今後の下値リスクは海外要因によるものと思うが、中期的観点からは、需給の問題を真剣に考えるべきではないかと思う。これは日銀の問題ではないが、生保ポートフォリオの株式の比重の引き下げとか、持ち合い解消あるいは年金代行分の返上に伴う売り圧力、あるいは年金資金運営機構の運用方針の変化等から生ずる構造的な供給圧力が余りにも大きいと思う。こういうものは財政資金によるきちんとした受け皿作りが必要ではないかと、私は個人的にはそう思っている。市場に対する公的機関の介入というのは避けるべきだという

のは、その通りだと思うのだが、資本市場の大きな構造変化が起こる中で、これをソフト・ランディングさせるためにはある程度のものは認められるべきではないかと思う。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

世界経済については、今年後半に回復に向かう見通しがどれ位あるだろうかというのがポイントだと思う。アメリカについては、今回出てきたFedの標準シナリオ、つまり第4四半期同士の比較で今年は3%台半ば位の成長を実現するだろうという見方に、若干のリスクが残っている。戦争の成り行き如何によっては、リスクは大きくもなれば小さくもなるということだと思うが、この時点でそういう展望の蓋然性が低いというふうには言えないのではないかと思う。ヨーロッパについてはもっと状況はグルーミーで、恐らく今年中に明確な回復を展望できそうな材料が今のところないように思う。特にドイツにおける金融システムの問題というのが一体どれ位のマグニチュードなのかははっきりしないというところに、ひょっとしたら景気回復にとってのかなり大きなリスクが潜んでいるかもしれないという気がする。そういう状況でアジア経済の高い成長が持続できるかどうかという問題があると思う。アメリカ経済の成り行き次第によっては、微妙なところだと思うが、連銀の標準的な景気回復の展望を前提にすれば、アジア経済の成長も当面持続可能ではないかというふうにする。という辺りを前提として、日本経済を考えてみると、私も実は最近の経済の実勢はゼロ成長近辺ではないかと思っていて、こういうGDP統計をみると改めてPとQを分けることの難しさ、またそれはそれぞれどういう意味を持つのかということの難しさを、改めて認識せざるを得ないような感じを持つ。内需全般についての大勢判断というのは、ゼロ成長圏内でなかろうかというふうにとりあえず思う。設備投資については、ほぼフラットの状況、下

げ止まり、しかしなかなか回復しそうな材料がみえてこないというところかな、と思う。消費はそれに比べて、雇用者所得の減少がかなりはっきりしているだけに、やや弱めの動きではないかと思うが、設備投資については逆にかなりリストラが進んだ企業において、若干新しい前向きの動きがみられるということも事実のようなので、内需全体についてここから先に行くにつれて弱くなっていくというほどの状況ではないと思う。こういう状況からどちらに抜け出すことができるかということを考えてみたのだが、近い将来どちらかにはっきり方向転換していくことを示唆するような具体的な指標は見当たらないというふうに思う。そうすると、日本経済の全体の動きは、結局純輸出の動き次第ということになるだろう。純輸出は横這いというよりは、若干強めの動きとみたほうが良いように思うが、ただこれが目立って持ち直していくとすれば、今年の後半になる可能性が強いように思う。当面のリスクとしては、そういう鍵を握る純輸出がこれ以上増えない、あるいは逆にスローダウンするというような可能性があるかどうかというところで、これは皆さんも指摘されたジオポリティカルなリスクという重しがとれてこないとはっきりしないのだが、一種世界的に投資あるいは消費が一部サスペンドされた状況が長引くと、純輸出がここからスローダウンしていくリスクが当然増していくということだろうと思う。

金融システム対策からマクロ経済に対する波及的な影響がどれ位あるかということにも注目してきた訳だが、皆さんご指摘のように、これについて直ちに大きなデフレ圧力が生じるリスクはとりあえず遠のいたと私も思う。ただそれが中期的にみて、良いことなのか悪いことなのかということは、なかなか一概には言えないところで、問題の先送りにならないように気を付けていかなければいけないと思う。

最後に、年度末ということをして特に意識した場合には、やはりイラク要因、あるいは北朝鮮要因によって為替あるいは株価というものが大きく変動するリスクということが否定し切れないというふうに思う。以上である。

速水議長

藤原副総裁、お願いします。

藤原副総裁

経済の現状については、先程GDPの説明にもあったが、概ね横這いというこれまでの評価と整合的な内容ではないかと思う。先行きについては、不透明感が強い状況であるということにも変わりはない。10月の展望レポートの頃と比べてみると、海外経済、特に欧米の景気が想定よりも幾分弱いようにも感じられる。何よりもイラク情勢が緊迫度を増している。戦争回避とか短期終結といったシナリオになれば、内外の景気にもプラスの影響が及ぶかもしれないが、逆に言うとそうでもない限り、海外経済や輸出の牽引役とした回復というシナリオの確度はなかなか高まってこないのだろうと思う。現状では、標準シナリオを変えるほどの情報はないが、どちらかと言えばむしろダウンサイド・リスクの方に注意していく局面にあると思う。

金融面に目を向けると、昨年秋に政府の不良債権処理加速方針が打ち出されてから、私共は金融環境が厳しさを増すリスクを念頭に置いてみてきた。マーケットもそのことに強い警戒を示してきた。ただ、具体策が明らかになるのも特別検査もこれからのことであり、よく分からないという状況自体は変わっていないが、このところの市場動向をみる限り、そうしたリスクはやや後退してきているように思える。これはまず、第一に大手行で不良債権処理額を相応に上積みしたり、それを前提にした増資計画を打ち出すといったような金融再生プログラムを意識した動きがみられている、ということが挙げられると思う。

第二に、このため3月末に向けて自己資本比率が極端に低下したり、リスク・アセットが急激に削減されるといったようなことに対する過度の警戒感が薄らいできたということにもよるものと思われる。そのこと自体は当面の動きとして歓迎すべきかもしれない。しかし、そうした対応によっても銀行の健全性に対するマーケットの懸念は余り改善していないと思

う。思い起こせば昨年同時期には、ペイオフ部分解禁を前に預金の大幅シフトが生じて、金融市場に緊張感が高まっていた。足許銀行に対する市場の見方は株価水準などが昨年と余り変わっていないが、それでも金融市場が落ち着いているというのは、本年4月に予定されていたペイオフ全面解禁が早々と延期されたことによる、というところが大きかったように思う。その意味で、たとえこの3月末を無事に越えたとしても、金融システムの根本的な不安定要因はまだ残る訳だし、信用仲介機能の本格的な回復は未だということ念頭に置いて、金融環境全体をもみていく必要があるかと思う。以上である。

速水議長

須田委員、お願いします。

須田委員

まず経済活動の現状評価である。第4四半期の実質成長率が予想外のプラスとなったが、過去1ヵ月に明らかになったその他の経済指標などを踏まえると、景況判断は据え置きで良いと思う。先行きの経済情勢については、国内需要の自律回復が期待しにくいだけに、輸出の動向が引き続き最も重要な論点の一つである。

輸出については、想定よりも高い伸びになったが、この背景には昨日の執行部からの説明にもあったように、競争力のある高付加価値の映像家電に対する世界的な需要の拡大、中国との貿易が構造的に輸出入双方向で拡大していることを指摘できる。もっとも、海外経済環境全般では、欧米を中心に回復力は弱いとみられる。こうした状況のもとで、地政学的リスクに起因する不確実性はかなり高まっており、コンフィデンスや原油価格上昇、株価への影響などを通じて消費や投資への全世界的な悪影響が懸念されると共に、当面の景気展開を見分けることが極めて困難な状況にある。こうした中で、先日11日のグリーンспан議長の議会証言は米国経済の先行きをかなり厳しくみているという印象を持った。米国の第4四半期の

企業収益はほぼ出揃ったが、その先行きについては依然として不透明感がある。中長期EPS、予想成長率も1月には85年からの平均値を割り込む水準まで低下している。ブルーチップによる2003年の米国設備投資の見通しは、月を追って低下している。昨年11月頃からのグリーンズパン議長やバーナンキ理事などによるデフレについての発言は、米国がデフレに陥るリスク、デフレの期待が自己実現的に増幅し、景気が累積的に悪化していく可能性に対する一抹の不安を抱えているのではないかと思う。

金融資本市場については、昨年2月との相違点を幾つか指摘しておきたいと思う。昨年は、ペイオフ解禁を控え流動性預金の流出が心配されていたが、今年は都銀は流動性預金の流入で預貸率が大きく改善している。昨年は信用リスクに対する市場参加者の警戒感が強く、低格付債や銀行債の対国債スプレッドは拡大気味であったが、現在は縮小気味である。銀行のクレジット・デフォルト・スワップも同様である。昨年は金融機関の現金保有が目立ったが、今年は日銀券の伸び率が低下している。年度末に関しては、昨年の都銀の資金調達は例年に比べ遅れていたが、今年は期末越えオペのペースの速さや十分な担保力もあって資金調達は順調である。不良債権を巡る本質的な問題はまだまだあるものの、これらをもみても現在の金融市場の落ち着き具合が窺われる。

最後に、先程植田委員も指摘されたが、今後の消費者物価を取り巻く環境について少しみておきたいと思う。まず、マクロ需給環境をみると、GDPギャップは縮小気味であるが、依然として物価に対する基調的な低下圧力は残存している。また、家計の所得環境が改善しないもとでは、消費者の選別的な購買姿勢が大きく変化するとも思えない。他方、供給サイドについては、2000年頃に比べかなり円安になったことの影響もあり、衣料品を中心に加速してきた低価格戦略にも一頃のような積極さはみられなくなっている。実際に財価格を輸入・同競合品とそれ以外に分けてみると、前者の下落幅の方が大きいという傾向自体は続いているが、その下落率は縮小傾向にある。ほぼ時期を同じくして、中国製衣料品をはじめとする輸入ペネトレーションの上昇も一服した後、頭打ち傾向が続いている。90

年代以降の消費者物価の動きに輸入ペネトレーションの加速と減速が無視し得ない影響を及ぼしてきた事実を踏まえると、今後の消費者物価を展望するうえでも念頭に置くべき要因の一つであると思う。こうした中で公共料金については、今年度は診療報酬等の引き下げや電力料金の引き下げから下落したが、4月以降はこうした要因が一巡するうえ、医療制度改革に伴う診療代の値上げなどを主因に上昇に転じるとみられる。この結果、来年度については、消費者物価の表面上の下落率は縮小する姿を展望することもできる状況である。私はデフレが大した問題ではないなどと申し上げるつもりは全くないが、現在でも消費者物価の前年比は1%弱の下落で推移している。今秋以降、例えば消費者物価の前年比が-0.5%程度まで縮小することも考えられない訳ではない。世の中では相変わらずデフレ克服のためには、徹底的な量的緩和が必要だという類の勇ましい議論がみられるが、政策論議をする場合には、マイルドなデフレのコストとそれを性急に解消するために採る手段のコストを慎重に比較考慮することが不可欠である。そうした意味で4月以降の消費者物価の前年比下落率を注目したいと思っている。以上である。

速水議長

田谷委員お願いします。

田谷委員

まだ今朝の数字のショックから抜け切れておらず、山口副総裁が言われたようにPとQに分離する意味だとかそういうのはどこにあるのかというのは、まだ私も整理できていない訳だが、一応今のところ言えることは、かなり過去の数字ではあるが、相当なインパクトを与えるように思う。そう述べたうえで、足許の景気判断であるとかあるいは、これから近い将来についての見方について、今の時点で私は大きく変える必要はないと思うので、一応、用意してきたものを読もうと思うが、まだ例えば実質GDPの成長率がここ2年2.4%とか名目のGDPが去年+0.1%だったという

ことは、相当のインパクトをこれから与えていくであろうと思う。そう申したうえでだが、国際金融経済情勢はさらに厳しい方向に向かっているようである。中東情勢は緊迫の度を増し、先行きの予測を困難にし、实体经济にも悪影響を与えていると考えられる。また、株価や国際商品市況、為替相場は不安定な動きを続けている。そうした中で、日本経済は回復への動きがスローダウンしてきており、足許、足踏みないし横這いの状態となっている。景気の牽引役である輸出は、アジア向けの堅調持続などを背景に全体としては微増を続けている。昨年末辺りからの欧米諸国やアジア、特に韓国などの株価は1割から2割も下がっており、世界経済の先行きについては、より慎重にみておいた方がよさそうである。実際にも、欧米経済についての見方は、より厳しくなりつつあるが、当面、輸出全体が急変する恐れは小さいようである。鉱工業生産は、昨年第4四半期は若干減少したが、輸出の堅調が維持される限り、少なくとも横這い程度で推移すると思われる。個人消費については、若干懸念材料が出てきているように思う。企業収益の改善が何程か雇用所得の悪化を抑制することは考えられるが、ここ暫く雇用所得環境の改善は望みにくい情勢である。消費者態度指数も弱めの動きをしており、消費がいつまで所得対比で底固い動きを続けられるか、より不透明になってきているように思う。一方、企業設備投資については、底打ち感が強まってきたようである。今日のGDP統計の中の企業設備投資も若干のプラスとなっている。機械受注の船舶、電力を除く民需は、昨年第4四半期には前期比ほぼ横這いになったし、民間非居住用建築着工床面積も横這い圏内の動きをしている。中小公庫調査でも、設備投資に持ち直しの兆しとも受け取れる結果がでている。企業金融を取り巻く環境も、恐れられていたようには悪化していないようだし、さらに最近の企業収益の動きもあわせ考えれば、設備投資も底打ち状況がよりはっきりしてきたように思われる。その他では、公共投資は減少傾向を続けているし、民間住宅投資も低調に推移している。こうして主要な需要項目別にみると、変化点としては、一方で消費の先行きには若干懸念が強まっているが、他方、輸出が微増を続けそうなこと、また設備投資に底打

ち感が強まってきたことなどがあると思う。その結果、全体としては景況感を大きく変える必要はないように思う。北朝鮮を巡る問題は気になるところだが、今後イラク情勢について何らかの決着が見通せるようになれば、先行き不透明感がそれなりに低下し、国際金融経済情勢も安定化の方向に動きはじめることと思う。その場合、輸出の拡大がより高い確からしさをもって見通せるようになり、国内の景気面でも回復に向けた動きが再び強まってくるといったメインシナリオは維持できると思う。現在の経済情勢の全体感としては、下げ止まっているとの表現を続けるよりも、足踏みないし横這いとなっているとした方が適当だろうし、この点では、今月の月報の書き振りで良いと思う。ただ、先月の回復へ向けての不透明感という代わりに、今月のドラフトのように、先行き不透明感と言うと、回復に向けてという文言がなくなっていることから、若干見方を下方修正したととられかねないと思う。たとえそうとられても私は構わないと思うが、この点は後程議論してみたいと思う。以上である。

速水議長

意見があればどうぞ。

福間委員

山口副総裁、この前のグリーンSpanの議会証言、あるいはバンク・オブ・イングランドのクォーターリー・レポートもそうだったかもしれないが、両方共、日本の不良債権問題に触れている。そんなに触れられてもしようがないのだが、また色々と言い出したのか。そんなことはない、ただ、淡々と触れたという位なのか。

山口副総裁

後者の方だと思う。

福間委員

また、季節的なやつが出てきたのかと。

山口副総裁

何かそれを取り上げてやり玉に上げようとかそういうことではなくて、全く淡々とということだと思う。

福間委員

ほぼ時期が一緒だったものだから。

山口副総裁

二、三の方が触れた物価の動きについて、私も一言コメントしたいと思う。消費者物価に若干なりともマイナス幅縮小の兆しらしきものが出てきたのは注目すべき動きだと思うし、私もこの春までを展望してみると、もう少しマイナス幅が縮小する可能性が出てきたというふうに一応みている。物価に対する下落圧力というのは、引き続き強いと思うが、例えばデフレ・スパイラルというような言葉で表現される事態とは明らかに違う動きになってきているように思う。このバックグラウンドみたいなものを幾つか考えてみると、一つはこれは非常に指数に則したような動きになるが、どうも食料品とか衣料品とか標準的な消費財についての値下げには、やはり波みたいなものがあって、余程のファイヤー・セール的な状況にでもなれば別だろうが、年1%に満たないようなマイルドなデフレの場合には、次から次へと値下げの波が押し寄せるということではどうもないという感じがする。値下げして、それが売りにどう響くかとかというようなことをみながら、次の価格設定を考えていくというような動きがかなり広範にみられるように思う。その中でまた高付加価値品に対する嗜好の回帰というようなことも起きているから、それもCPIのマイナス幅縮小に幾分かの影響を持っているように思う。これは先を考えていくとまた次の波

というのはどっちの方向への変化なのかということになる訳だが、そこは現時点では分からない。

それから二つ目により基本的なことだが、植田委員や須田委員が言われたように、需給ギャップはかなり大きいのだろうが、さらに大きくなっているという状況ではどうもなさそうで、むしろGDP統計をみる限りでは縮小している可能性すらあるということではないかと思う。ただ、需要サイドではアジア向け需要の好調がある程度効いているように思うので、そういう意味ではこの需給ギャップということ自体、日本国内だけを観察して論じられる状況でもどうもなくなっているように思う。そう考えると、世界全体としての供給圧力というのは極めて大きい訳だから、これはちょっとどうしようもない話になってしまうが、そこまでいかなくても取り敢えず国内データをみる限り、需給ギャップが横這い、あるいは若干縮小という可能性があるということだと思う。

それから、三つ目に、かねて我々がこの席で何回か議論してきた名目賃金のフレキシビリティということの物価に対する意味だが、恐らくこれは賃金が非常にフレキシブルであることによって、収益が下支えされ、景気がそれによって下支えされているという側面と、雇用者所得のマイナスを通じて消費を下押しする、あるいはサービス価格に対する下落の圧力を生むというこの両義性を持っているように思う。日本経済の現実の中でこれを観察してみると、収益のサポートという面が今のところ、相対的には強く出ているのかなという印象を持つ。そしてこれから先だが、標準的ないわば物価関数みたいなものとしてインフレ、あるいはデフレについての予想と、それから需給ギャップという二つのファクターを考えると、今後注意を要することとして、デフレについての一般国民の予想、マインドというのがどう動くかというのが、かなり重要ではないかという気がする。これは、需給ギャップが取り敢えずどんどん拡大するということではなくてきたということを前提にして申している訳である。デフレ予想について余りはっきりとしたことは言えない訳だが、一方では例えばこの4月から医療費がはっきりと上がることやその他諸々のことを通じて、国民負

担の増大ということがかなり強く意識されていると思うし、これは一部はサービス価格の上昇として跳ね返るかもしれないというようなことも国民の間では意識されている可能性があると思う。他方では、公務員給与の引き下げというようなことも始まり、年金の物価スライドなども一部実施され、さらに既に言及があったが、この春闘で賃下げというような言葉がことさら喧伝されていくというような状況があると思う。こういうようなことは当然、デフレについての予想を強めていく可能性があるというふうに思う訳である。そう考えると、物価についての国民の予想が過度に弱く、つまりデフレ的にならないように何かできることがあるだろうかということになる訳だが、こういうことができるのかどうかは分からないが、やはり非常にリストラが進んだ、あるいは収益力が非常に強いというような企業において、もう少しボーナスの増額とかいうようなことがフレキシブルに行なわれることが望ましいと思う。また、賃金の動向などについて、正確な情報、報道が行なわれることも大事だと思う。それから政府サイドにおかれても、もし先程のような私の観察が当たらずと言えど遠からずだとすると、デフレの予想を強めないような配慮というものが何かできないだろうかというようなことを感想として持つ。以上である。

中原委員

企業のミクロの立場で言うと、言われた点というのはそういう気がするが、私もちょっと申し上げたい。その辺の影響というのはなかなか判断しにくいですが、やはり賃金構造をフラットにしているような流れというのは相当強いと思う。これは一遍にできないだけに、相当長期間続くという点では、私はそこは非常に悲観的で、あの塩川財務大臣でも伸びはゼロという状況のようだし、ベアの考え方はインフレとの問題から納得するとして、次に定昇をどう変えていくのかというのは、企業経営にとってはかなり大きな問題である。これは前年追い付きをなくすということでは、年功序列型の賃金体系を壊す話なので、労働者側にとっても大きな問題だが、結局は能力給なり職務給に移る過程の中で、いずれ無くなるという話ではない

か。それから物価の観点では、昨日出た法人企業動向調査でみると、どうもよく分からないが、その中で価格の見通しBSIでは原材料価格はむしろ余り上昇とみる企業が少なくなっているというような統計、それから製品価格の方もむしろ上昇というよりは、これは不変が多いが、どうもちょっと最近の素材価格の上昇傾向とやや違和感を感じるような結果が出ているので、本当に企業経営者が今後の価格政策をどうしていくかということについては、相当ミクロのヒアリングを積み上げていかないと分からないなという感じがする。

速水議長

昨日も私は聞いたのだが、企業収益は昨年のはじめからずっと良くなってきている。それで今年の見通しも非常に良い。チャートも出ていた訳だが、こういうものはやはり新しい、特に製造業が非常に良い訳で、非製造業も決してマイナスは出ていない。こういうことがどういうふうに市場、経済全般に響いていくのかということだが、やはり市場経済である以上、収益が増えるということは非常に大きな意味を持つように思う。収益が増えたから配当が増えるというようなことにはなかなかいかないが、一方で自社株の買取りなどはかなり活発に行なわれるようになってきて、今まで日本が他の国に比べて非常に低かったROEが段々正常化していきつつあるのではないかなというふうに見ている。ボーナスの増加も良いが、ここではやはりROEを正常化していった方が良いと思う。

植田委員

期待インフレについては、山口副総裁の意図はそうではないと思うが、余り適当でない話であるように思う。一步間違ると、インフレターゲットをアナウンスして期待インフレを上げれば良いのだという議論に結びついてしまうように思う。一方でサーベイ調査のようなものに表われた期待インフレ率を私なりにみても、やはり最近は現実のインフレ率に反応しており、消費者まわりのサーベイでも、パソコンが値下げされたと

か上がったとか、生鮮食料品が動いたとか、やはりそういう現実の動きにある程度ビビッドに反応するということかと思う。それから、フィリップス・カーブ、つまり物価決定式に入っている期待インフレ率が上がるということは、ある種デフレ的であることに注意しなければならない。つまり、インフレ率は上がるがスタグフレーション的なショックとなり、実体経済にはマイナスとなる。勿論実質金利が下がれば別のルートで経済にプラスの影響を与えるということはあると思うが。

谷口財務副大臣

山口副総裁が最後に言われた「デフレの予想がひどくならないような政府の対応」と若干言われたが具体的に考えておられることがあるのか。

山口副総裁

特に具体的という程ではないが、何かする余地があるのかどうか分からないが、政府はデフレの克服ということを予めから唱えておられている。そのことと、公務員給与の引き下げとか、年金の物価スライド、と言っても1年分だけのスライドであるが、というようなことを通じて国民の所得が減少するような措置を採らざるを得なくなっている訳である。これは制度がそういうふうにならされている訳であるから仕方がないといえば仕方がないことだと思うが、これは結局のところこの国全体としてどういうことにプライオリティを置くのかということについての判断を、改めて問われているということではないかなというふうに思ったので、先程のようなことを申し上げた。

それから植田委員が言われたインフレ・ターゲティング的な発想に私の発言が繋がっているのかどうかというのは推察のとおりまったく繋がっていない。私はそういうことを数字として掲げただけでは何事も変わらないというふうに前から思っているし、先程のような物価のモデルの中で考えても、需給バランスに対して影響を与えていくような政策手段というものが手許にかなりの量で残っていないと、インフレ期待に影響を与えてい

くということ自体ができないのではないかというふうに思っている。

福間委員

企業としては部分最適を狙って賃金改革をやってしまう訳である。一方、やはり良い人を集めないと困る訳で、給料を落とすというよりは、それを成果主義に変えていこうという考え方である。勿論下がることは間違いはないが。要するに今までのように年齢に給料をつけるのではなくてジョブに給料をつけよう。何をやっているかということで給料をつける。それが段々フリーターとか契約社員の中でマーケットができていく訳である。ところが成果主義を大幅に取り上げていかないと、将来、より難しくなるということで、その辺を今非常に悩んでいるところである。ただ、全体的には賃金総額という言い方があるかどうか分からないが、それを何とか落としたいというのがいろいろな格好で出てくるということだと思う。需給ギャップは、商品によって非常に跛行性が出てきているのではないかなと思う。いつかも申し上げたが、キャピタル・インテンシブなものについては、アジアはアジア危機以降、あるいはアメリカも欧州も重厚長大からハイテク化ということで、設備投資を非常に落としてきている。日本もそうである。ところがそこにとんでもない需要が出てきた。中国である。中国が粗鋼量を今1億5、6千万トン、2007年には3億トンに持っていきたいと。あそこが今一生懸命需要を支えているが、非常に厳密に言うと、鉄と化学品なのである。あそこがキャピタル・インテンシブだから、今日作っても明日出てこない。アジアの国々はそういうものが1回やりかけて大失敗したので、アジア危機で止めてしまったということである。やはり私は今の需給ギャップ論よりも中国をどうみるかということが重要であると思う。中国は、色々矛盾を抱えていて長くないという見方もあるが、そうは言いながら随分長く続いているということで、強気の方は2008年のオリンピック、2010年の上海の世界・フェアまでは強気一本でいくということである。とにかく中小企業もかなり出ていっており、やや行き過ぎの面もあるのだが、需要がついてくるというところがある。結局、台湾

も韓国も、昨日新聞にやっと出たが、対日輸出をやらなくなった。そのため今日本は足りない。ある人はゼネコン危機は鉄から起きると言っている。というのは供給能力がない、となって、値段が限界的に上を向いている状態だから、非常に変なことが起きている。中国のファクターは難しいということで、稼働率も相当高めている。今度君津が改修に入るが、意外に報道されていないが、部分改修ばかりやっているものだから故障が多い。今度は止めて本格改修をやると言っていた。私はやはり中国、さらに言えばタイ、要するに自動車産業のあるところ、ここの辺が非常にややこしいと思っている。そういう商品については本当に行き過ぎて、一時的にスローダウン位してくれた方がかえって良いのではないかなと思う位である。

山口副総裁

賃金のところは勿論、企業の経営判断として決めるほかない問題であるし、外部からの干渉ができる性格のものでも元々ないと思う。ただ、賃金というのは、コチコチの固定費だったのを変動費に切り替える過渡期にあると思う。変動費であれば、特にボーナスという部分は企業収益に対してフレキシブルに反応するということになるだろう。ゴーン社長のように業績が戻ってきたからには従業員に報いるのが当然だと言われる方もいるが、私が個別にお目にかかった、これは極めて優良な企業の経営者の方の中には、本当はもう少し払っても良いのだがと言われる方もいる。そこで実際に払ってもらえると良いと考えた訳である。

須田委員

消費だけを考えると、賃金の引上げはやってもらった方が良い。しかし、これまでデフレにどういうコストがあるかといった時に、よく言われるのが一つは名目賃金の下方硬直性である。そういう面からみたら物価が下がることに、従って名目賃金も全体で下がっていくということはデフレのコストを少なくさせている面もある。

速水議長

この辺でコーヒープレイクに入ろう。11時10分から再開する。

(午前11時05分中断、午前11時12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、これまでの討議を踏まえて、当面の金融政策運営について一人5分程度で意見を伺いたいと思う。もう一度、植田委員から願います。

植田委員

先程の経済情勢についての見方、実体経済、物価、それから金融市場がとりあえず落ち着いているというようなことから、基本的には現状維持で宜しいかと思う。ただ年度末にかけて、何か大きなショックがあり、金融市場が混乱するような場合には、基本的にはなお書き対応という事だと思いが、必要に応じて機動的な資金供給をすることかと思う。

残った時間で、ここから一段の国債の買いオペについて考える際の意味、効果あるいは副作用について、やや微妙な局面に入ってきたと思うので、若干議論してみたい。国債買いオペの意味や位置付けを長期金利へ影響を与えるというのではなく、これまで通り流動性供給の手段であるということであれば、特に問題はない。あるいは、長期金利がどう変動しても関心を持たない、ということであれば良いと思う。それならそれで良いのだが、その位置付けの下で効果をどうみるかを考えてみると、このところ、外債やクレジット物等へのリバランス的な動きが、極く僅かであるがみられなくもない訳である。しかし、その背後にある理屈を考えても、あるいは金融機関の声を聞いてみても、流動性が増えているからというよりは、長期金利の水準が下がってきたことに対する反応であるようにみられる。量そのものの効果は、これまで議論してきたとおり、もう一つははっきりしないというままであるかなと思う。こうした中で、些末な事、やや心配し

過ぎというような話かと思うが、マーケットでは、単純な量的緩和ではなくて、質的緩和だとか量的緩和の質を高めるという方向に行くべきではないかという議論があるようだ。意味するところは分からなくもない訳だが、その難しさがポイントである。国債買いオペについても、その位置付け次第では質的緩和といった側面も出てくるということだと思う。つまり、質的緩和ということの意味を類推すると、買っていく対象の資産の資産価格に若干の関心を持つということかなと思う。国債買いオペの場合にも、流動性供給だけではなく長期金利水準にも関心を持つと、そういう側面が出てくるのだと思う。現在は難しい状況という意味は、前回も少し議論したし、これは人によって考えは大分違うのだと思うが、現在の長期金利低下に若干は行き過ぎの部分が仮にあるとすると、しかもそれが買いオペないしその増額期待で支えられているという可能性があるとしたうえで、さらに金利水準に関心があるということになると微妙な状況だということである。つまり、マーケットはある種高値波乱のところにきており、そこでさらに高値で買っていくということが却ってボラティリティを高めてしまうリスクがある。ボラティリティが高まっても無関心であるというのなら良いのだが、金利の水準あるいはボラティリティに若干関心を持つという場合にどうするのか。低い水準での長期金利ペッグ的なオペレーションに段々と追い込まれていくリスクも感じる訳である。以上のように、国債買いオペが目先のボラティリティを高める効果を持つかどうか、あるいは高まった時、どういうふうに対処するのかということを考えておく必要があるかと思う。さらに極端な例として、ある種の水準で長期金利をペッグするというようなことを考えてみると、当面は良いが、将来インフレ率がある程度上がりはじめた時にどうやってイグジットするのかということは極めて難しい問題である。イグジットの周辺で長期金利、日本銀行保有の国債の量、あるいはその含み損の大きさに大幅な段差ができるのではないか。そういうところで、財政当局の世話にならずに必要な以上のインフレを抑えるための資金回収が十分スムーズにできるかという問題まで視野に入ってくる訳である。これは単純な庭先論ではないと思う。普通に考え

ると、長期金利への働き掛けは時間軸効果のところに限った方が、こうしたイグジットはスムーズに行くということだと思うが、これから買いオペを増やしていくという場合に、この問題をどう考えるかという辺りがポイントの一つになるように思うし、買いオペを増やす際に目先の問題である国債の上限については、単に外すとか外さないとか、どう動かすかということだけではなく、今述べたような問題についてどういう選択をするのかということと密接に関係しているように思うので、今後引き続き考えていきたいと思う。以上である。

速水議長

春委員お願いする。

春委員

先程の議論にもあったように、景気は下げ止まっているというところだと思うが、イラク情勢の緊迫化の中で、米国景気の不透明感とか国内株価の低迷などリスクが強まっている状況かと思う。こうした中で、当座預金残高は先月下旬以降、日銀の先見のかつ有効な調節によって目標のレンジの上限近傍でほぼ安定的に推移している状況にある。年度末に向けても不安は特に窺われないということで、当面は現在のディレクティブによって強力な量的緩和を継続するということが宜しいのではないかと思う。とは言っても、年度末に向けて海外情勢などのリスクに応じて、為替・株式市場の急変、さらには短期金融市場の不安定化といったことが起こらないとも限らないので、必要に応じて柔軟な流動性供給を行っていくことが必要かと思う。市場の情勢は、去年の今頃、極めて不安定だった状況とは大きく違っているように思うが、3月危機回避への強い意志を示すという趣旨から今回、あるいは次回の会合で去年の2月と同様に、年度末に向けてという表現を入れるのかどうか、私はこれまでの日銀としての表現のことはよく分からないが、皆さんの意見も伺えればと思う。今、植田委員の話にもあったが、昨日の長期国債の金利が既に銀行の資金コストを下回ってい

る状況にあるという説明があった。10年国債の金利として0.7とか0.8という金利、これは理論的な裏付けと言うより、やや素朴な感想に近いが、いかにも低いという感じがする。注意が必要な状況にきているのではないかというような気持ちも若干する。また、昨日も質問したが、マネタリーベースが昨年1月の当座預金目標の引き上げとか昨年は、ペイオフの部分解禁を控えて現金需要が高まっていたというようなことから、反動が表われる形で、伸び率が大きく低下している。この点については、これまでも色々な場で説明してもらっているところだが、マネタリーベースはGDP比でみても十分な供給が行われており、金融システムの安定とか、企業・家計の資金需要の回復が実現すれば、マネーサプライの増加等に繋がる状況が整っているというようなことを引き続き説明しておくことが必要なのではないかと思う。以上である。

速水議長

福間委員、お願いします。

福間委員

全く同じようなことだが、銀行株が一時の安値圏を脱して堅調な動きを続けている。自力による自己資本増強が銀行の経営不安感を和らげていること等から、市場の不安感はやや後退していると言えると思う。皆さん言われたように去年のこの頃に比べると全く様変わりだと言えると思う。こうした状況のもとで、金融機関の流動性不安は今のところ鎮静化している。市場もさらなる緩和を求めている局面ではなく、むしろ今の量的緩和のレジームの継続こそを市場は求めているように思われる。市場の中に現在の緩和政策はそのまま継続されるという安心感がより確かなものになることで、時間軸効果の発揮を通じて金融緩和効果がさらに浸透していくとみられる。従って、現在の調節方針で良い訳だが、執行部には引き続き皆さんが言われたように、期末を迎えていることでもあり、適切なオペレーションの実行を願いたい。既に銀行は年度末越えの資金を相当量手当てを

しているとは言え、最大の山場は2月下旬から3月上旬が期末資金の最後の調整時期でもあり、ちょうどその頃地政学的リスク、金融庁の特別検査の帰趨、あるいは増資が巧く完了するかといった憶測などが残っているので、執行部としては引き続き市場を注意深くモニタリングし、こうした不安要因等で市場のオペ需要が高まる場合には、なお書きを活用して、積極的に資金供給をしていくことが適当ではないかと思っている。国債のことについては、先程の植田委員の言われたこととほぼ一緒である。と言うのは、国にとってもそうであるが、私の前にいた会社は大借金会社であったが、やはり大きなファイナンスを必要とする場合は、市場の動向を一番注視して長く付き合わなければならないので、一時的に低金利が発生してもそのこと自体をアプリシエイトしない。むしろコンスタントに調達できることが第一で、第二に巧くいけば安い金利が出れば良いなということである。やはり投資家と発行者というのは、私は7対3の原則だとよく言っていたのだが、やはり投資家にちゃんとフルーツが残るようにしておかないと、ギリギリのところだとすると結局、アフター・マーケット・イメージを非常に悪くする。そういう面では財務省が非常に巧く、聞くところでは今日の新聞だったか、発行前の国債（いわゆるW I 価格）も相場を立たせるというようなことを言われている。発行についての非常に適切な工夫が図られるように思っているが、長く付き合うのだということで、余り一時期に金利が安ければ良いということだけでは、メルクマールにならないのではないかと思っている。以上である。

速水議長

中原委員お願いします。

中原委員

先行きの不透明さが増大しているが、足許、景気判断の修正を行なうだけの材料もないということで、今回は政策の変更はなし、現状維持で宜しいと思う。足許、短期金融市場は落ち着いているが、期末を展望して昨年

同様、期末流動性供給に遺漏なきを期する旨のなお書きの変更とか、あるいはロンバートの一時的な条件緩和、これは私は行なった方が良いのかなと思うが、昨年と違って年度末プレミアムが今年は拡がっていないというような状況もあるので、この辺りはどういうタイミングで、あるいはやらなくて良いのか、少し執行部の方の意見、市場の方の意見も伺いたいというふうに考えている。それから、今後の政策展開だが、今、市場ではもう当座預金の目標の絶対額よりは、ベースマネーの伸び率とか流動性供給の手段に関心が向いている。この点は植田委員が言われた感触と私も同感である。期待を変えていくには、量と手段について、ある程度のアグレッシブさも必要かもしれないと思っており、今後のさらなる実体経済の悪化、これもあり得ない話ではないので、政策選択に当たっては、この辺の検討と分析が必要だろうと思うし、また、外からも説明責任を求められるということになると思う。最近の長期国債金利の低下に伴って、現実比較的低格付の民間債の信用プレミアムが縮小しているという状況があるようだが、今後、実体経済のさらなる悪化のリスクが高まる場合に、オペ目的の位置付けという点の議論は必要だが、現実的な選択として長期国債買切りの増額があると思う。この辺についてはさらなる議論が必要だが、一方でイールドカーブのフラット化をもたらす長期マーケットの機能不全ということで、問題視する、あるいは銀行の収益機会を奪ってしまう、これも事実だが、この辺とのバランスをどう考えていくのか、これは非常に難しい判断だと思う。先程もちょっと申し上げたが、デット・マネジメントの観点から長期国債の買切り増額、あるいは買切りの方針、あるいはその手法等については、財務省との十分な連携が必要だろうと思う。長期国債がこれ以上買えないとすれば、これは量に訴える手段に戻る訳だが、当座預金と代替性の低い資産という意味で外債、あるいは民間信用、ETFというような手段を使うことは果たして適当なのかどうか。この点については、いわば非常に色々な意見が出ている訳だが、日銀の立場としてはやはり主体的にあるいはプロアクティブに、そのような手段は絶対に採り得ないのか、あるいは条件付きなら採り得るのか、理論と現実のマーケット

の両面からの分析をやはり行って、対外的な説明責任をきちんと果たすべきではないかというふうに思っている。それから三番目に述べたいのは、理論的には金利は結果であって、仮にゼロ金利プラス時間軸がなくても、実体経済がやはり悪ければ金利は下がって上がらないというのは当然だと思うが、今の量的緩和のプラスゼロ金利のレジームの延長線にしか選択の余地はないという点もそのとおりだが、前回もちょっと申し上げたが、マーケットの肌の感覚的には、現在のレジームというものが特に強力な時間軸が、マーケットのある意味ではモラルハザードを増長し歪めている、相場観を一方通行にする、リスク感覚を失わせる、こういう状況があるのではないか。結果としてデフレ均衡的なもの、これを安定的な均衡というものにしているのではないかという感じがしてならない。円安というような経済にプラスの効果をもたらすようなショックを与えて、現在のレジームから脱出することが本来望ましいのだが、一つの考え方として、思考実験としては、一定のコストを覚悟してもある種のボラティリティを発生させることが結局マーケットのリスクテイクを促進させるのではないかという感じもしている。この辺については、非現実的ということ片づけられてしまうのかもしれないが、そもそもこの量的緩和がデッドエンドに入り込んでしまう前に、そのシナリオの選択の可能性と、あるいは有効性なども理論、現実両面からの検討が必要ではないかということである。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

金融調節については、現状維持で良いと思っている。ただ、現状金融市場は、非常に落ち着いていて、福間委員ご指摘のとおり昨年とは全く様変わりの状況だと思う。しかし、まだ年度末、期末まで1か月半位あり、この間、いわゆるジオポリティカルリスクなるものがどのような帰趨を

辿るのか、非常に読みにくい状況にある訳である。現在、非常に重要な局面だと思うので、我々として年度末にかけて、金融市場の安定に万全を期すというような姿勢を改めて表現し直すことが良い。これは去年も同じようなことをやり、去年は実際3月末にかけて、当座預金の供給量を大幅に積み上げていった訳だが、実際にそういうような当座預金に対する追加的な需要が生ずるかどうかは別にして、とにかく市場の安定に万全を期するという方針を表明してはどうかと思う。それから、植田委員をはじめ皆様方から重要な問題提起があったと思うが、それを聞いていて、今後の政策的なオプションを考える場合に、やはり一度ここまでの量的緩和についてのきちんとしたレビューがやはり有益かなと思う。なかなか9人全員が同じ評価に到達するということは難しいかもしれないが、試みにそういうようなことをやってみる、そしてやりながら様々な思いを巡らすというようなアプローチもあるかなと思う。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

当面の調節方針については景気判断を横這いとみるということと、それから金融市場でも流動性需要の落ち着きから今のところ資金余剰感が高まっているということからみて、現状維持にするのが適当だと思う。金融市場は、全体として落ち着いているが、先程述べたように、金融機関への信頼が回復していない中でイラク情勢とか株価の急落とか、何らかのイベントリスクで金融市場が不安定化する可能性も排除できていない訳である。そのため、執行部には市場をしっかりモニターして、機動的な資金供給を心掛けてもらいたいと思う。当面の調節方針については以上のとおりだが、もう少し私も長い目でみた金融政策運営について若干のコメントを加えたいと思う。私達が量的緩和を採用してからもう2年近くになろうとしている。2年前を振り返ると、歴史上誰もやったことのない政策だった

だけに、大袈裟に言えば、アウトースペースへのリフトオフとか、清水の舞台から飛び降りるといったような覚悟だったし、大きな期待と大きな不安を同時に抱えてのスタートだったと記憶している。その後の経験を踏まえて思うのは、それだけの覚悟ではじめた量的緩和も、現在の日本経済の直面している問題、すなわち不良債権問題や、経済の大きな構造変化といった問題を打ち消す程の力は発揮できてこなかったと思う。今にしてみれば、それは極く当たり前のファクトとして眼前にある訳である。量的緩和は、まさに不良債権問題や金融システム不安の存在故に、金融市場の安定確保という面では、必要かつ有効であったことは間違いないが、反面同じ要因故に、信用創造を活性化させるには至っておらず、金融面から景気を刺激するという意味では、十分な効果を上げていないとも言えると思う。不良債権問題の存在が金融政策の運営を複雑にしているという背景を挙げてみたいと思うが、第一は、不良債権処理が長い目でみて、信用創造活動を活性化していくために避けて通れない調整であるにもかかわらず、短期的には不採算な貸出の圧縮や、利鞘の引き上げといった形で信用収縮の方向に働くこと。つまり金融緩和とは逆行しているということが言える。第二は、日銀当座預金やベースマネーの量の増加自体が必ずしも緩和の度合いを表わさなくなってきたという点である。量的緩和は、当預残高の増加＝緩和という図式で受け止められる枠組みだと思うが、現実には金融システム不安が底流にある中で、当座預金需要は非常に不安定であって、不安が顕在化するたびに需要が高まって当座預金の増額も容易になったという面がある。しかし、このことはイベント等の不安の高まりということは意味するが、必ずしも緩和の度合いが高まったということの意味する訳ではない。政策効果をどう評価するかという問題と共に、政策の枠組みとして、マーケットとの対話、政策の説明が一層難しくなっているという問題が出てきているように思うし、こういう本質論を改めて考え直さなければいけないことかとも思う。いずれにしても、現在の金融環境を規定している支配的なファクターが、金融緩和ではなくて、金融システム問題であるということは明らかだと思う。世界的なデフレーション

傾向の中で、海外の中央銀行当局者や学者などからも、金利がゼロに達した後の金融緩和策について、様々な選択論が論じられている。それらの効果は、論理的には否定できないし、諸外国においても確かに有効かもしれない。しかし、わが国は深刻な金融システムの問題を抱えている点が諸外国とは大きく違っているのではないかと思う。従って、繰り返しではない、根源的な問題としてグリーンSPAN議長などもこの間そういうことを指摘したのだと思うし、BOEリポートもそういう点をみているのかもしれない。個人的には、金融政策面の処方箋も諸外国と異なり得るのではないかという思いが私には強くある。少なくとも、単純に金の量だけ出せば乗り越えることが可能であるとも、適当だとも考えにくいというのがこれまでの量的緩和から得られた経験のように思われる。様々な緩和策を検討する際にも、日本固有というかこの非常に構造的にわだかまっているこの不良債権問題というファクターとの相対関係の中で、それがどのような効果と意味を持つのかということの観点が必要だと思う。当面の政策は、冒頭に申し上げたように現状維持だが、何人かの委員が指摘されたように、期末要因というものがあるし、色々なリスク・ファクターがこの期末と重なり合っているため、なお書き対応は必要だということは勿論だが、そのなお書きだが、いずれ後から議論があると思うが、昨年度、今年度よりももうちょっと不安な時点におけるなお書き対応がどうだったかということをやっと調べてみたら、「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るため、上記目標にかかわらず一層潤沢な資金供給を行う」という文言だった。今年度、これから検討するに当たって、それに私は「必要に応じ」というフレーズを入れることでどうかと思うが、これはまた後から議論できればと思う。

速水議長

次、須田委員お願いする。

須田委員

現在の金融経済情勢を踏まえると、次回会合までの金融政策運営については現在の調節方針を継続することが適当であると考えます。なお、年度末にかけて地政学的リスクがあるため、金融市場を注意深く見守っていく必要がある。金融市場が不安定化する恐れがある場合には、なお書きを使って一層潤沢な資金供給を行なって欲しい。なお、その文面については後から皆様と議論したいと思う。ところで、実効ある金融政策を期待したいという政府の声を、報道を通じてしばしば見聞きする。そこで、ほぼ2年に亘る量的緩和政策の経験をもとに、私なりに実効ある金融政策とは何かということを考えてみたいと思う。この場合、効果はポートフォリオ・リバランスを通じて発揮されると想定される。そのためには、ベースマネーと代替的ではない金融資産と交換することが必要になる。現在、長期国債の利回りは0.8%台まで低下し、ベースマネーとの代替性は高まっている。従って実効ある金融政策という場合には、長期国債買切オペの増額というよりも、むしろ外債、あるいはETFなどマネーとの代替性が低い金融資産の購入を検討するということになるはずである。実際、この様な指摘も聞かれるが、こうした政策手段については越えることが決して容易でない壁があることは、既にこの場でも議論してきたとおりである。どのような資産であれ金融政策の実効性を高めるには、これまでの経験からかなりの量の購入が必要だと思われる。このような観点から世の中では、「日銀はデフレ脱却のため、銀行券の上限を取払って、徹底的に長期国債を買い進め財政政策をサポートするべきである。そして、インフレ予想の醸成に繋がれば流動性の罍からも脱却できる」といった主張がなされている。こうした主張は一見すると、国債を消化し期待形成に巧く働き掛けることによって、流動性の罍から脱却する可能性を高め、しかも結果的には実質的な債務削減に貢献するという一石三鳥のようにも聞こえる。しかし、このような徹底的な金融緩和を支持する論者がどこまで自覚しているのかどうかはともかくとして、こうした考え方を突き詰めると、わが国の経済政

策運営において、政府債務の削減を優先し物価の安定を犠牲にするというポリシーミックスを選択することを意味しているように思える。言い換えると、徹底的な金融緩和の議論は本質的には調整インフレと位置付ける方が素直であると言える。こうした議論が出てくる背景には、現在のマイルドなデフレによって、最も被害を被っている経済主体は政府であるという認識があると思う。こうした意味で、政府が例えマイルドであってもデフレの克服を最重要課題と位置付けるには十分な合理性があると思う。ところが、長期国債買切オペの大幅増額にしるあるいは外債やETFの買い入れにしる、これらがインフレ予想を高めるとすれば、それはこの政策を続けていけばいずれ日銀は物価のコントローラビリティを失うという連想によるものである可能性が高いと思う。すなわち徹底的な金融緩和によって民間部門のデフレ期待を一掃できたとしても、そこでインフレ期待が一定に止まっていることは想定しにくいように思う。一部の経済学者は、日銀にはインフレ率を2%程度に抑える能力がある、などと簡単に言う。確かに長期国債の売却や売出手形オペによって資金吸収することはできるだろう。その際に、実体経済にどのような影響が及ぶのかとか、日銀が大きな損失を被る可能性があるという重要な問題は脇に置くとしても、そうした状況で国債の円滑な消化は可能なのか、というもう一つ重要な問題に直面せざるを得ない。先日、財政制度等審議会に提出された財務省の試算によれば、政府の改革と展望で示された計数、すなわち名目成長率が16年度から18年度にかけて0.5%、1.5%、2.5%と上昇し、消費者物価上昇率が-0.5%、+0.25%、1%と上昇する場合であっても、新規財源債の発行見込額は15年度36.4兆円から18年度には42.9兆円まで増大している。他方、3年間名目成長率が0.5%、消費者物価上昇率が-0.5%の場合の18年度の新規財源債の発行見込み額は45.5兆円なので、1%のインフレにしたところで新規財源債の発行は2.5兆円しか縮小しない。また名目成長率が2.5%、消費者物価上昇率の1%となれば、金融政策として長期国債を大量に買い続けることは想定できない。その際に、国債をどのように円滑に消化するのか、という問題を考えると、国民に受入れられるよ

うなマイルドなインフレのもとでの財政再建が非常に困難であることが分かる。長期国債買切オペの位置付け、銀行券の上限の問題などを含め、実効ある金融政策のあり方をこうした展望の中で考えていく必要があると思う。また、最近にわかに関心が集まっている財政政策との合わせ技論についても、一つ間違えると財政再建を棚上げすべきであるという主張とも重なり合う恐れもあると思う。私は既に金融財政両面で総需要拡大政策が限界に直面し、将来の高い経済成長による税収増が見込めない現状では、マイルドなデフレの克服においても、また財政再建においてもアグレッシブな金融緩和に頼るよりも、規制緩和等構造改革を進めること、そして、政府・日銀が協力してインフレ期待よりも成長期待を高めることが王道であると考えている。以上である。

速水議長

最後に田谷委員お願いする。

田谷委員

政策対応は、現状維持ということできたいと思う。まずこれは全員が言われている訳だが、短期金融市場は年度末が接近してきたにもかかわらず、日銀の早い時期からの大量資金供給もあって落ち着いた状況が続いている。市場が一時的に不安定になってもなお書きの適用、あるいは補完貸付の実行で対応できるだろう。全体としてはそのための担保も十分に入っている。長期国債の買切増額も現在のところ適当ではないと思う。長国の買い入れ、またその銀行券発行残高上限については、将来必要に応じ、状況に応じて弾力的に考えようと思うが、このところの金利低下の動きからして、過熱気味とも言える最近のマーケット状況のもとでは、増額効果が余りにも不透明である。長国の買い入れ増額が銀行などの益出しのきっかけにもなりかねない。好むと好まざるとにかかわらず、日銀の長国の買い切りオペは、相場に大きく影響するようになっている。また現在の当預残高目標の達成に支障も出ていないし、現在のところ長国買い入れの増額は

適当ではないと思う。このところ期末が近づいているもとの、株価が低迷しており、その低迷の要因として株式需給の崩れが話題となっている。しかし、昨年末、あるいは今年はじめから現在まで欧米株価が大きく下落しているのに比べれば、日本の株価は大変低い水準ながら下げている訳ではない。需給の崩れが、そうでなければ上がるはずの株価を低迷させている主な要因かははっきりしない。ただ純粋な投資観点とは別の理由から、銀行や厚生年金基金が株式売却を進めていることは事実である。しかし、だからと言って日銀がETFを購入することで、需給の崩れを調整し、株価引き上げに乗り出すことを求められても困る。前回も言ったが、現在、資金供給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大いに躊躇せざるを得ない。期末に向けて、まだ金融庁が特別検査に入ったばかりだし、これから金融市場で現在の小康状態がどうなるか、不透明なところがあるので、先程山口副総裁が言われたように何か期末に向けて万全を期する用意があるといった表明をすることは、それはマイナスにはならないと思うので、もしそういう表明をするのであれば後程議論してみたいと思う。それともう一つ政策についてレビューをしたらどうかということだが、やはり先程須田委員が詳しく議論された点をさらに議論するためにも、どうしても行なう必要があるように思う。であるから、これについては準備ができ次第議論すべきだし、そのもとで先程の議論を深めていきたいと思う。以上である。

速水議長

それではここで私の見解を少し述べる。経済情勢の現状については、前回の会合以降に明らかになった指標を全体としてみると、景気の基本的判断に変更を要するような特段の材料は出ていないように思う。景気回復に向けての前向きなモメンタムが確認されない状態というのが続いているとあって良いのではないかと思う。ただ、企業収益の好転とか今度のGDPの数字といった材料はあるが、やはり生産とか個人消費などの指標は足許でやや弱めに振れていると考えて良いのではないかと思う。先行きにつ

いては、海外経済が緩やかな回復を辿ることを前提とすれば、輸出・生産が増加方向で再び動きはじめることは期待できると思う。ただ、米国経済に減速傾向が窺われているほかに、イラク情勢などを巡って株価も神経質な動きを続けているし、ヨーロッパにもそういった空気が出てきているようである。改めて先行きの不確実性を強く意識せざるを得ない状況となっているように思う。金融面については、国内株価は引き続き低調な動きを続けている。銀行株については、相次ぐ大手行の増資計画発表などに対して市場は増資の帰趨や収益力強化の実現可能性を見定めようとして、厳しい視線を注いでいるように思う。また、企業金融を巡る不安感というのは一頃に比べて薄らいではいるが、不良債権処理加速の具体化がもたらす影響などについては、今後とも留意していくポイントではないかと思う。一方、年度末を控えた短期金融市場の動向だが、日本銀行による潤沢な資金供給や早いタイミングでの期末越え資金の供給開始、ペイオフ解禁の延期に伴う安心感の拡がりなどが背景にあって、今のところ落ち着いた状況になっていると思う。以上のような金融経済情勢を踏まえた当面の金融政策運営についてだが、まず今の15兆円ないし20兆円程度という金融市場調節の目標については、これを維持することが適当と考える。しかしながら、イラク情勢を含めて、わが国金融経済の先行きについて様々なリスク要因があることは確かである。この点に関連して、先程委員の発言の中で、年度末に向けて金融市場の安定確保に万全を期するという観点から、日本銀行がなお書きを多少弾力的にして、必要に応じて一層潤沢な資金供給を行なう構えのあることを、対外的に明確にしておいた方が良いのではないかという意見もあった。私もこの点は同様の意見を持っている。なお書きの表現文については、こうした観点から先程藤原副総裁も言われたように、

「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に必要に応じて、上記目標にかかわらず一層潤沢な資金供給を行なう」といったようなことを入れることで良いのではないかと思う。あとは意見を承りたいと思う。次にマネーサプライの動きなどについて色々意見が出ているようなので、私の意見を述べておきたいと思う。マネーサプライ、M2+C

Dというのは、昨年中は前年比3%台の伸びを示していたが、足許では2%程度に鈍化している。こうした伸び率の鈍化の直接的な理由というのは、やはり一昨年にエンロン事件などで急激な資金シフトが起こって、そのテクニカルな反動という面が強いのではないかと思う。当面、高い伸びを期待できるような状況でないことも事実であると思う。言うまでもないことだが、マネーサプライというのは企業と個人が保有している預金と現金の総量であって、その動きというのは、大宗を占めている預金の動きで決まってくる訳である。預金というのは金融機関の債務なので、金融機関の信用仲介活動とか借り手の資金需要の結果として決まってくるものであるということを改めて強調したいと思う。そのことは、マネタリーベースが量的緩和開始以降、足許までで4割の増加を示しているにもかかわらず、マネーサプライの増加は5%程度に止まっているという事実の端的に示されていると思う。マネーサプライの伸びが高まるためには、結局、金融機関のバランスシートの規模が拡大していくことが必要だと思う。しかし企業が今、過剰債務の返済の方を進めている状況の中では、金融機関の貸出などが直ちに増加していくということは、なかなか期待し難いように思う。企業の過剰債務の圧縮自体は、これは当面必要な調整のプロセスである。その意味でも、金融機関の信用仲介活動がどのようにして前向きに活発化していくか、またそれと同時に金融機関以外のルートを通じる資金仲介のパイプをいかに強化していくかといったことが金融機関の監督当局を含む政策当局が現在直面している課題ではないかということを経験したいと思う。日本銀行が多額のオペを実施すれば、マネーサプライが増加するといった議論もある。しかしそれによって金融機関の信用仲介活動が活発化する訳ではない。また、個人や企業の保有金融資産における預金の割合は現在でもかなり高い訳だが、今以上に高めていくことにどの程度の意味があるのか、といった疑問も消えない。私の意見は以上だが、追加的に議論があればどうぞお願いする。

植田委員

先程中原委員が言われたのは、デフレないし経済の停滞予想と長期金利の低位安定という関係のような議論だったと思う。これは確か7、8回前に申し上げたことと関係していると思うので、関連する議論をしてみたいと思う。基本的には、今起こっていることは、デフレ期待が時間軸の約束と合わさった結果として長期金利が低位にある、あるいは低位安定しているということであって、長期金利が低いからデフレ期待がどんどん強まっているということではないのだと思う。ただ、後者のような因果関係を無理にでもという訳ではないが論理的に考えていくと、無きにしもあらずかなと一部思うのは、時間軸を使う中で、長期金利の水準だけでなく、ボラティリティが下がってきており、これが相対的に債券、国債の他の資産に対するアトラクティブネスを高めている面があるのだと思う。その分、リバランスの効果が弱いということかなと思う。つまり、短期金利がゼロになってしまった後、我々は長期金利に働き掛けるためにやむを得ず時間軸効果というものに頼ったが、それは短期金利をある期間動かさないというような約束なので、その結果として、長期金利のボラティリティも下がるという効果を通じて、長期金利のリスクプレミアムを下げ、長期金利の水準も下げるということを実現してきたのだと思う。普通は、長期金利の水準が下がると、長期債の魅力は他の資産に比べて下がるので、他の資産へのリバランスが働くのだが、今回のこの政策の中では、金利は下がるがボラティリティも下げるということが同時に起こっているので、単純に金利が下がった分だけ魅力が下がるということでもないのだと思う。その効果として、99年のゼロ金利政策開始以降、長期債等の資産に対する需要がそれ以前に比べて格段に増えてきているということがあると思う。これをどう評価するのだが、これを止めるという選択肢を考えると、時間軸を取り払うとボラティリティが上がるだけでなく、金利の水準も上がると思う。水準が上がるというマイナスとボラティリティが上がるので長期債はもう危ないから他の資産にシフトしようというプラスをミックス

してどうかという話だと思うが、我々は現在のままの方が良いと思ってやってきたのだと思うし、時間軸を今さら止めてしまうというオプションはないように思う。

福間委員

先程藤原副総裁が言われた、今のレジーム、量的緩和の問題について、その効果についても色々レビューしないといけないと。まあそうだし、多少勉強しなければいけないと思う。この議論も、勉強会は今後もどんどんやっていかないといけない。特にイグジットについて、どうやっていくかというのは、これは大変なことだと思うが、この議論をやっているということがマーケットに伝わるだけで、金利は大幅に上がってしまう。だからこれは非常に慎重にやらないといけない。だけど、私はアプレだから、アプレというのは、量的緩和が行なわれた後に入ってきた者という意味でのアプレだが、私からみて非常に効果があると思っているのは金融システム問題への効果である。先程言われたように、不良債権問題はもう少し早く解決していれば、私はここまで進むことはなかったと思うが、ただ現実問題としてあれだけのものがあるのに、超短期ではやはり解決は難しい。オール・オブ・ア・サドンで解決するにはちょっと難しい。そうすると時間軸が要る。こういうことが時間軸にも繋がってくるのだろうということ。もう一つはその結果、信用リスク、私は4月から同じようなこと言っているが、インターバンクにおけるカウンターパーティ・リスクというのをマーケット・パーティシパントは非常に意識しているということで、やはり無担コール、特にターム物については、現在はDDの形で本当に限定的に行なわれているということである。こういう状態では不良債権とその結果出てくる信用リスク、コールの縮小ということの回答として、量的緩和がないと、流動性不足が起きてしまうのではないかなということである。勿論王道は言われるように不良債権処理だと思う。だから、金融機関としても随分努力はされているが、膨大だからなかなかできないということだとしたら、止むを得ない選択である。ただし、大変だろうが急いでもらい

たいということ。そうした中では、やはり量的緩和というのはそれなりに必要である。不良債権処理については、預金保険法 102 条にいけば一番簡単である。そうでない限り処理を少し加速すると言われているが、そういうことで解決すれば、今度は、先程から言われている信用の補完も回復してくるだろうし、良いのだと思う。私は量的緩和の評価をどうするかというのは、非常に狭いところであるが、その位しか考えられない。というのは、不良債権処理というのが前提になっている、私の頭では。そして時間が掛かるということが前提になっている。勿論急がなくてはいけないというのはそのとおりなのだが、急ぐとしたら 102 条にどうもっていくかということも考え様によってはないこともない。だけど現実的には 2 年なり 3 年なりかかっている。この量的緩和を入れてからは 2 年しか経っていない。だから、量的緩和を今止めるとか、効果がないというのではなく、ポジティブサイドで考えておかないといけない。

藤原副総裁

全ての問題が、政策の問題も金融システムの問題も、ここにきてインターロックし合って、その絡み合いがまむしの絡み合いみたいに、非常に今ひどい状況になっている。だから、その絡み合いがどこにどういうふうに絡んでいるかということを中心に勉強し直して、言われるとおり時間は掛かるが、どこから解きほぐすべき、今回はどこから解きほぐすという手法があるかどうかをレビューすることが、改めて必要ではないかなと思う。分からないまま去っていくから。

福間委員

新たな観点からね。

中原委員

植田委員のコメント、私の乱暴な議論を理論付けてもらいたいと思うが、私、この辺はむしろオフザレコードの話で、イグジットポリシー

などを外へ出たら大変になるということは私も同感だし、時間軸を外すなどという議論が行なわれているなどと知れたらこれも大変なことになるかもしれないが、ただ先程言われていたボラティリティは、私は多少あった方が良く思う。ボラティリティをもたらすためにどういうショックを与えるかという意味では、プラスのショックがあれば良いのだが、もし取れないのであれば、多少のコストを払ってもマイナスのショックであっても、適度のボラティリティが生ずるようなマーケットにやはり戻さないと、もう今の政策レジームでマーケット自身が羽交締めにあってしまっている状況のような感じがしてならない。勿論ボラティリティが大きく急速に高まって、これが銀行収益に影響するとか、マイナスに影響がある、あるいはハードランディング・シナリオに繋がる危険性もそのとおりだと思う。何か一昨年秋口の長期国債のマーケットと今まさに変わってきてしまったような、質的に変わってきてしまったような気がしていて、その一方で長期国債の買い切りを次の選択として考えるというのはある意味では矛盾するのだが、逆に長期国債のアグレッシブな買い取り自身が、先程言われたようにボラティリティをもたらすという可能性も、悪いボラティリティかもしれないが、その辺に若干の魅力を感じているというのが、私の真意である。ただ、ちょっと申し上げたように、量的緩和は、総裁、藤原副総裁が言われたように、もう絡み合っていくところまで、くるところまでできたという感じがどうしてもあるので、それを解きほぐす意味では、やはりイグジットポリシーも絡んで、今の延長線上でいけるのか、どこかである種のコペルニクス的な展開をしないと、次のレジームに移れないのか、私共は分からないが、何かそういうものを考える時期にきつつあるような感じがしているということを申し上げたかった。

須田委員

福間委員に一言ちょっと聞きたい。量的緩和といった時に、今短期金利もゼロである。本当の量的緩和であれば短期金利は少し動いても良い筈だが、今はそのマーケットを殺してしまっている。そこに関してはもう少し

動いても不安はないのか、それともやはり今みたいなゼロの金利というの
も必要か、というその辺の判断はどう思われるか。

福間委員

現レジームに慣れてしまったので今の方が良いのだが、ゼロ金利から派
生した一つのスキームだけに、金利が変わらないという時間軸が今のマー
ケットに大きく影響を与えているのではないかと。そういう面では、いつ
も言うように、長期的には、このレジームから出て行く場合には、市場規
律が働かないとか、モラルハザードを作りやすいとかいう点は、大変な問
題だと思う。ただ、イグジットポリシーとして金利を上げてしまえば良い
のだということもなかなか難しい。そのところが難しいと思う。ただ、
長期金利が動くのは非常に簡単で、今のレジームを続けていても単純に動
くのは、株高が続けば完全に動く。株高になったらそれこそアセット・リ
アロケーションではないけれど、資産選択上そうなる。何も今のような形
で債券オンリーじゃなくて良いということになる。株が、こういう企業業
績の改善をどの位反映していくのか、あるいは金融システムの問題、不良
債権問題をどの位考えているのか、下押し圧力があるのか、その辺がよく
分からない。色々な意味で、例えば、これは相場だからとか、安心して動
かなくなって膠着しているんだとかいうのは、非常に危険な考え方である。
市場は皆そんなことは思っていない。少し動くだけで大きな反応があり得
る中、株が上がると大変だと、今日どこかで考えている人はいると思う。
そういう欲望の世界だから、なかなか膠着して動かないんだという程単純
ではないという位に私は思う。

山口副総裁

福間委員が言うように、量的緩和というレジームは、それに須田委員が
言われた事実上ゼロ金利を含めても良いのだろうが、金融システムの安定
という点で、非常に強力な政策だったということは間違いないと、私もそ
れはそう思っている。これをレビューするというのは、必ずしも今、レ

ビューの結果、直ちに時間軸なるコミットメントを外すとか、いわんやイグジットを考えはじめるとかいうことではないと私は思う。ただ、イグジットの問題というのは、何かさらに新しいことをやりだした場合には、日本銀行自身が考えなくても市場はイグジットを当然想定して動く訳だから、それは我々も当然頭の中には置いておかないといけない話だと思う。それから、ボラティリティについては、ボラティリティのない市場というのは本来おかしいのだろうと思う。アメリカの連銀の人達と議論すると、ボラティリティというのはあって当然、それを殺すようなことをしてはいけないというのは、まずそういう発想からの議論が出てくると思う。ただ、とにかくここまで2年間こういう政策を続けてきた訳で、ここからどういうふうな踏み出し方をするにせよ、その前にきちんとしたレビューをした方が良くと思うが、先程須田委員が頭の体操で言われた、仮に大量にほかの資産を買うというような場合には、今度はそのマーケットのボラティリティをまた殺していくというようなことになり兼ねない訳で、そういう意味でもボラティリティの低下、あるいはそれを含む利回りの低下、というようなことは多分功罪両面あるだろうと思うが、一方のプラスの方が大きいと判断するからこそこまで続けてきたということだと思うが、客観的に一度眺めてみるということも必要ではないかなと思う。

植田委員

イグジットの話は当たり前のことだと思うが、今直ぐイグジットしたいということだからその議論をするというのではなくて…。

福間委員

勿論そういう訳ではない。

植田委員

現在のスタンスをどう評価するかとか、あるいは少し違うことをしたいという時に、遠い先のイグジットのことから逆算してくることは必要だと

思う。

福間委員

私が申し上げたのは、勿論そういうことも必要だが、そういう、何と申すか…。

植田委員

分かる。そのうえでデフレが解消しはじめた頃に議論するよりは、今のような時の方がまだ安全だし、ただそれでも債券市場をみると、少し危ないのも確かかなということだと思う。

中原委員

先程の時間軸の点だが、一言申し上げ忘れてたが、要するに私は時間軸が今まで果たしてきた効果というものを否定している訳ではなくて、量的緩和を進める過程では大変強力だったと思うが、量的緩和がぎりぎりの壁際にきているところの中で、先程言ったイグジットまで考えると、例えば時間軸に変わるような、ある種の政策手段というのはないものか。あるいは時間軸そのものが実績値にコミットしているという点で、ある意味ではもの凄く強力過ぎる、バーが高すぎる、もう少し予想値にコミットするようなものとか、何かそういうような多少違うものになり得ないのか、その辺をちょっと考えながら、イグジットポリシーに向けてソフトランディングしていく時には、その辺に工夫をしていく必要があるのではないかという感じがちょっとある。

田谷委員

山口副総裁が言われたように、どういうエビデンスがあって、どういうレビューを我々がしているかという情報を出していくことが、時間軸のあり方だとか、イグジットのあり方をマーケットと共に考える方法だと思う。実際にそういうことが起こった時とか、インパクトは相当小さくなると

思う。ただ実際にそれではこれまでの量的緩和をきちっとした統計的手法で分析したペーパーが日銀の外にあるかということ、私はほとんどみたことがない。だから、やはりそういうものをある程度出していく方向も良いのではないかと思う。ただ、先程来の議論を聞いていて、昨年私はこう思った。長期金利が1.3%位になってしまった時点があったのだが、多分これはまだ1.3%あると考える方が良いのだろうと思った。だからひよっとすると、まだ0.8%あると考えるような展開が将来あるかもしれないと思う。ただ、こういう議論をしていること自身、もう既に0.8%だということなのかもしれない訳である。だから益々レビューが必要なのだが、ただ一言だけ申し上げておきたいのは、我々が狙ってきたものは、ある程度の資産価格の安定的な価格の引き上げというか、短期国債にしる長期国債にしる、そういうものが安定的な価格水準で推移するということを実は狙ってきたのではないかと思う。中原委員のように、狙い過ぎて効果が出過ぎたと言われているのかもしれないが、だが、結局政府保証の元本が保証されている債券を買って、そのマーケットを通じてあらゆる資産市場、そしてその向こうの実体経済に影響を与えようとしてきた訳だから、相当成功したということの結果、我々は今悩んでいると思う。そういったことを含めて、将来これを進めるのか、また別の方向に行くのかというのは、やはりそれこそ今までのレビュー次第だと思う。

速水議長

大分時間も経ったので、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

それでは申し上げたいと思う。政府は、平成14年度補正予算の成立に続き、平成15年度予算の早期成立に向け努力を傾注すると共に、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、できる限り早期のプラスの物価上昇率の実現に向け、政府は日銀と一体となって強力かつ総合的な取組みを実施していく必要があると考えている。

日銀は、昨年10月末に一段の金融緩和を実施したが、その後のわが国経済の動きをみると、物価の下落に反転の動きはみられず、また金融機関の貸出やマネーサプライの伸び率も低下するなど、デフレが継続する中で実体経済の回復に結びついていない。

日銀におかれては、現在、金融機関に対して潤沢な流動性供給を行なっているが、それが実体経済における資金循環の活性化に繋がるよう、家計、企業などミクロの経済の動きも視野に入れつつ、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・実施して欲しいと考えている。

それに付け加えると、これは従来から申し上げているが、先程の議論の中でも出ていた長期国債の買切オペのボリュームを、ポートフォリオ・リバランス効果を起こしていくといったような観点で、大幅に増額をしていく、例えば月2兆円ペースというようなことは如何なるものかということをお願いしたい訳である。現行の月に1兆2千億円といったような観点では、今現状を考えると、そのようなリバランス効果が出てきたとは言い難いような状況になっているということで、そのように申し上げたいと思う。なお、この大幅な長期国債の買切増額を行なえば、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ということなので、例えば平成15年度末、これは平成16年3月末だが、これまでの間をその青天井とする。その時点で改めて長期国債買切のあり方について検討するといったようなことはどうだろうかということをお願いしたい訳である。政府の方も、不良債権処理を、従来この16年3月末に一応解決したいということであったが、若干この延期になった訳であるが、それに呼応した形で、日銀と政府が一体となった動きをしてもらいたいということである。それと、もう一つ申し上げると、中小企業がその資金調達を民間金融機関に大きく依存せざるを得ないという状況がある訳である。民間金融機関は、手許に余剰資金が潤沢

にある一方で、過度の安全性志向などにより相対的にリスクの高い資産の増加に繋がる中小企業向け貸出に消極的になっており、これが中小企業の円滑な資金調達の妨げとなっているという現状がある。このような状況の中で、民間金融機関の資金仲介機能を回復させる一助として、金融機関が保有する貸出債権の流動化が注目されているところである。現在、金融機関は独自に貸出債権の流動化を進めているほか、東京都、また大阪府など自治体のイニシアティブのもとで、民間金融機関の中小企業向け貸出債権の流動化スキームが構築、実施されているところである。こうした努力により金融機関に追加的貸出余力が生じるということが期待されている。そういう状況の中で、日銀はこうしたスキームのもとで発行されたABS、またABCPの一部については適格担保化や現先オペの対象としているところであるが、こうした取組みを支援する観点から日銀は金融機関や自治体と意見交換を行ない、創生期にあるABS、またABCP市場を育成していく努力をさらに進めてもらいたいと考えている。従来は、適格基準の緩和に止まっていた訳だが、これを超えてさらなる協力ができないか、是非検討を願いたいと考えている。また、従来、今申し上げたことだが、ツーステップローンというような提案をした。これは、日本銀行が政府系金融機関の財投機関債を引き受けるといったようなことだが、この言っている趣旨は、いわば先程から議論にあったマネタリーベースとマネーサプライとの関係のことがあった訳だが、金融機関の仲介機能が機能不全を起こしているといったような状況の中で、いわばこのバイパスを通じて、市中に資金を供給するといったような趣旨で今申し上げた訳だが、このような観点で、今言ったようなことを含めて是非この中小企業、また市中に資金が流れるようなことを考えてもらえればと、これは政府、日銀が一体となって今後もそのような中小企業金融に向けての適切な金融緩和措置を講じてもらえればと考えている次第である。以上である。

速水議長

小林内閣府審議官お願いします。

小林内閣府審議官

景気は、引き続き一部に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。本日発表された昨年10～12月期の四半期別GDP速報では、主に外需の寄与が大きかったことなどにより、前期比0.5%と4四半期連続のプラスとなったが、民間最終消費支出は、ほぼ横這いと弱い動きとなっている。また、GDPデフレーターも前年同期比-2.2%と、引き続きデフレ傾向が確認されている。先行きについては、世界経済の先行き懸念やわが国における消費者マインドが弱含んでいることなどにより、わが国の最終需要に引き続き下押し懸念が存在しており、今後の金融経済情勢については注視する必要がある。

政府は「改革加速プログラム」およびこれに基づく平成14年度補正予算の着実な実施に努めるとともに、平成15年度一般会計予算および税制改革の早期成立と執行を図ることが重要と考えており、これにより民間需要主導の持続的な経済成長の実現を目指していく考えである。

さらに「改革と展望-2002年度改定」にも示されているように、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ものがある。こうした認識を踏まえ、さらに最近の銀行貸出やマネーサプライの動向に十分鑑み、日本銀行におかれても、できる限り早期にプラスの物価上昇率の実現されるよう、従来の方針の枠組みに止まらず幅広い政策の選択肢の中から、さらに実効性ある金融政策を検討・実施してもらいたいと考えている。以上である。

田谷委員

ちょっと宜しいか。谷口副大臣が三点言われたのだが、第一点については先程私が申し上げた。第二点については、確かに適格担保にとるということをはじめた。それ以上のことは検討せよという要請なので、考えてみたいと思うが、第三点の前回、前々回言われたツーステップローンということについて、私はちょっとやはり難しいのではないかと思う。四点申し

上げたいと思う。第一点は、両公庫の財投機関債だが、国債に極めて近い性格を持っていて、これの引き受けというのは、やはり財政法の趣旨に反するのではないか。第二点は、市場原理に則った資金調達を行なうということで運営の効率化のインセンティブを高めるといった財投改革の趣旨にもちょっと反するところがあるのではないか。第三点は、来年度の財投計画でも、今年度並の貸付規模が維持されているし、貸付原資の調達に問題はないと私は理解している。ただ、しかもこのところ、これは十分ご承知の点だが、貸付実績というのは計画比未達状態になっているということだし、また仮に貸付が計画を超えたとしても、弾力条項によって貸付原資の調達に問題ないというふうに理解している。第四点は、その調達コストについても、政府による暗黙の保証が前提となって、国債対比で 8bp といい、かなり小さいスプレッドになっていて、例えば道路公団の債券の発行をみると、国債比だが 30bp とか時によって 80bp も高い金利を払っているという実態があるので、かなり調達コストも低いのではないかと思う。因みに、公庫が発行した去年末の政府保証債の対国債のスプレッドをみたら、5bp とかなり小さいなという印象である。今申し上げた主として四点から考えて、難しいのではないかと私は思う。

谷口財務副大臣

今財務省の理財局との間で色々な意見交換をしていて、それでそのような今私が申し上げたことがワークできるような形で一度検討してくれと投げているところである。今言われたような種々の問題点があるのは存じているところだが、ただ私が言っている趣旨は、この特に政府系金融機関を通じてということ限定しないで、バイパスを通じてやれる方法はないのかどうかということの一つ考えてもらいたいということと、あとはまさに言われたような、政府系金融機関がまだ申し込みが十分まだいけるような状態の中で、それ程の資金調達意欲があるのかどうかということと言及されたと思うが、それはまさに日本銀行が昨日のこの報告を聞いているが、中小企業のところでやはり資金がとれないといったような状況もある

ということもあって、これは私共の方で、金融庁で24日に政府系金融機関の経営者の方々にきてもらって、申し上げたいと思うが、一つはやはり十分融資が機動的にできるような商品が本当にあるのかどうか。それがその審査が非常に長くなって本当に欲しい資金がとれるような状況にあるのか、といったようなことも今考えていく必要があるのではないかということを書いて、実態的にこの市中にこのような資金調達意欲がないということになってくると、従来から日銀が言っているような、このマネーサプライとマネタリーベースが大きく乖離しているこの原因が、民間金融機関の金融仲介機能が機能不全を起こしているということであるということでも言われていた訳だが、そうすると、この不良債権処理をその解決するといったようなことであっても、マネーサプライは増えないということになる。その、いわばその現場感覚を是非この掴んでもらいたいと申し上げているところは、この辺りを十分にみて欲しいということ申し上げた訳である。

田谷委員

確かに中小企業金融が厳しい状態が続いているということは事実だし、私が申し上げたのは、副大臣が言われた二つの公庫の財投機関債を引き受けたらどうかということに対する私の考えのみで、全体としてもう少し現場感覚をみる、と言われた点については努力する。

速水議長

谷口財務副大臣、小林内閣府審議官の意見は参考意見とする。それでは議案の取り纏めに入りたいと思う。先程の委員の検討によれば、当面の金融市場調節方針について、なお書きを変更するという意見があったが皆さん如何か。「必要がある場合には」というのをもう少し柔らかくして「必要に応じて一層潤沢な資金供給」というふうに変えることで、文章を配って欲しい。

[事務局より議案配付]

それではほかに正式な議案の提出がなければ…。

中原委員

ロンバートについてどう考えるか、後程説明してくれるのか。

白川理事

ロンバートの件である。今まず規程がどうなっているか、それからマーケットがどうかということについて説明したいと思う。補完貸付を導入した2年前に、政策委員会決定会合で決定した規程というのは、一つの積み期間において、5営業日ということがまず原則である。そのうえで、必要な場合には執行部の判断で当該積み期間の営業日数の1/2以下の範囲内まで延長が可能であるということが既に決まっている。従って、もしマーケットの状況をみて必要な場合には、その1/2条項でさらにできるということである。さらにそれを越えてどうするかということがポイントになっている。この点、昨年3月はどのようにしたかということ、昨年は2月末に決定会合があって、その時に決めたのは、3月1日から4月15日、つまり3月の16日から始まる積み期間についてだが、3月1日から4月15日までの間については、適用期間の制限を外して無制限とするという扱いを去年はした。これが規程の扱い、それから去年の扱いである。では今年はどうかということ、この後残りの2月、それから3月のマーケットを展望してということになる。これは先程来短期金融市場の状況について足元は落ち着いている。しかし幾つかのリスク要因がある。その中には地政学リスクもあるし、それから銀行の件もあるし、それから一般的な年度末要因も勿論あるだろうし、それ以外のリスクも勿論あるかもしれない。その辺をどういうふうに見るかということである。あと、若干関連して、2月から3月、特に3月だが、これは市場はどうなるかも全て色々な外部要因にも依存するので、余り確たることは申し上げられないが、去年との

比較で、去年はどういうことが起きたかということ、山本局長の方から説明してもらって、何がしか今年を考えるうえでヒントにしたいと思う。

山本金融市場局長

まずロンバートに関して過去の実績だけ申し上げると、過去何回かロンバートの貸出は起こっているが、二日連続して借りた先は一件もないというのがこれまでの実績である。大雑把にいうと、期末日における市場の振れを反映して補完貸付が出たケース。もう一つは恐らく金融機関サイドの事務のミスによって少額が出たケース。それから三番目に圧倒的に件数的に多いのは練習という、昨日ちょっと申し上げたようなケースというのが、これまでの補完貸付の実績である。マーケットの方の調節の感じをまず申し上げると、足元については昨日も申し上げたように、まずオペでの資金調達ありきということで、これまでのところオペの需要はコンスタントということである。ただいつもの常連先というか、大手の金融機関で常にオペで大量にとっていく先の中には、かなりの程度、もう既に資金調達が埋まってきている先がある。ただ昨日も若干申し上げたが、オペでの調達バランスもかなりばらつきがあって、まだ十分に取ら終わっていない先もあるので、当分の間札割れというのは取り敢えず避けられるかなという感じで私共はみているということである。それから昨年 3 月末にかけて、15 兆円のターゲットの中で最終的には 27 兆円まで当預は積み上がった訳である。これに対して、調節のサイドはこうした期末の資金需要に対して比較的自身体で対応してきた。自身体でというのは、通常 3 月の後半から財政資金が余剰期に入ってくる。それに対して期末を越える資金吸収を行わないという形で当預が積み上がっていったというのが去年のケースで、去年は 3 月の半ばからターゲットの 15 兆円を上回り、最終的に 27 兆円で着地したという格好である。今年は大分財政の資金の有り様が、まだ暫定的なものではあるが、大分違って、余剰がかなり 3 月の末に集約しているということで、自身体でいくと 3 月の末だけのところが余剰として積み上がっていくというイメージかなと、現時点ではみている。勿論、途中

で何らかのリスクが顕現して需要が高まればそれに対応していくことは当然可能である。

速水議長

宜しいか。

田谷委員

一つだけ質問を宜しいか。大手行でまだ資金手当てができていないと言われたが、担保余力はきちんとあるのか。

山本金融市場局長

ある。株価が大幅に下落した先がやはり相当早めの手当てをオペでも行なったという状態で、担保余力のある先などは、じつと低い金利で様子を見ていたところ、今のところは入る量がそんなに進捗はしていないということである。来週以降、かなりの頻度でオペを打っていくということになると思うので、その過程を通じて進捗していくものとみている。

中原委員

昨年のような変更を行なうことは実効的な意味は全くないと、こういう判断なのか。

白川理事

むしろ色々なリスク要因があるので、全くということは勿論ないと思う。ただ、あり得る標準的なシナリオとそれからあり得るリスクを考えると、今のロンバートの規程で十分対応できるかなと思う。そういう意味では、あり得ないということは勿論ないが、まず必要はないのかなという感じがする。いずれにせよ、決定会合が去年とはちょっと違って、今回は3月のはじめに決定会合がまたあるのでさらにレビューもできる。

速水議長

ほかにはないか。では、議案の取り纏めに入る。先程のなお書きのところを含めて読んで欲しい。

山口企画室審議役

私の方からだが、先程総裁と副総裁の方から発言があって、なお書きについて少し表現を変えてみたら、ということであったので一応案として、まずこのところを読み上げる。その上で議論して、と思う。

「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、必要に応じ、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う」。現状のなお書きはご記憶と思うが、念のために読んでおくと、「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」、これが現状である。

田谷委員

こちらの表現の方が良い。

山口企画室審議役

それでは改めて全体を読み上げる。「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、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、必要に応じ、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。別添であるが、「平成15年2月14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、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、必要に応じ、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

ほかに、正式な議案は。宜しいか。恐縮だが、政府からの出席の方は一旦別室に移って欲しい。

[政府からの出席者退出]

それでは、正式な議案を持ち回って、決裁をとって欲しい。

[事務局より議案配付]

それでは、これで議決する。これで宜しいか。

[全員が賛意を表明]

[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

[政府からの出席者入室]

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

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、従来のものになお書きの変更をした上で、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、これをもって指示するので宜しくお願いしたい。決定事項の公表は会合終了後直ちに行う。なお、なお書き変更の趣旨を対外的に明らかにするために、公表の際に、本日のなお書き変更は政策変更を意味するものではないことを、執行部から併せて広報で説明してもらいたいと思う。

VII. 金融経済月報の検討

速水議長

それでは次の議題に移る。金融経済月報の検討に入りたいと思う。金融経済月報の最初の 4 ページが正式な決定事項になるので、本日のこれまでの議論を踏まえて検討をお願いしたい。門間調査統計局企画役と櫛田企画室企画第 1 課長から説明をお願いします。

門間調査統計局企画役

それでは、A3 の大きな紙に従って説明する。まず、「実体経済部分」であるが、「各論」からみて欲しい。「設備投資」以下「公共投資」まで全く文言の変更はない。次の「純輸出」であるが、「輸出入はともにごく緩

やかな増加基調にあり」としている。前月は輸出片道で横這い圏内であったので輸出片道だけでみると上方修正のようにみえるが、これは国内景気に中立的な輸出入両面での極く緩やかな増加基調をみて認識を若干改めた、ということを反映した変更であって、景気の判断に影響を及ぼすような性格の修正ではないと理解願いたい。因みに「純輸出は横這い圏内」ということで判断を変えていない。その下の「在庫・鉱工業生産」についても判断の変更はない。「雇用・所得環境」については、前月まで書いていた所定外労働時間が季調済みのレベルでみると頭打ちになってきているので落とした。そういう細かい変更はあるが、基本的な判断の変更はない。他は全く変えていない。ということで、各需要項目、生産、雇用面、基本的な変更はないので、冒頭の「総論」であるが、「わが国の景気は、先行き不透明感が強い中で、横這いの動きを続けている。」としている。ずっと、「下げ止まっている」と言ってきたが、下がっていた局面の記憶が段々薄れてきたし、いつまでも「下げ止まっている」と言い続けるのも、やや不自然であると。それから、各需要項目がほぼ全て横這い、それから失業率も生産等も横這いであるので、そういう状況を端的に表わす表現として「横這い」とした。今申し上げたような理由での表現の変更であるので、景気の総括判断としての基本的な修正はない。3か月連続の判断据え置きである。次に「先行き」であるが、現状について判断を変えていないこともあって、「先行き」についてもこのように若干所々表現を修正しているところはあるが、基本認識の変更箇所は一箇所もない。従って第三段落以下、「以上を総合すると」というところであるが、「今後わが国の景気は、本年の海外経済について緩やかな回復を前提とすれば、いずれは輸出の増勢が強まり、生産が増加基調に復することを通じて、前向きの循環が働き始めると考えられる。」、この文末だが、前月までは「底固さを増していくものと考えられる」と書いていて、そこは若干表現を変更しているが、基本的に同じ意味である。冒頭の現状について「横這い」、つまり上にも下にも動いていないという表現を使ったので、それを受ける表現としてこのように変えた。それから「先行き」のブロックの最後の四行だが、いつ

ものように「また」以下、リスク要因を書いている。リスクの微妙な変化について色々議論あったが、今回は文章上は一切変えていない。海外経済、国内面、前月と同じ表現である。最後の「物価」のブロックであるが、微妙にあちらこちら変更がある。まず、輸入物価であるが、前月は「引き続き上昇している」としていたが、今月は「振れを伴いつつも上昇傾向にある」としている。朝方、早川調査統計局長から説明した輸入物価指数がたまたま今回出たのが1月の指数で、そこがたまたま3か月前比でマイナスになっていた。ただ、この先は上昇傾向であるので、基調的な上向きの動きの中での綾と考えると、それを表わす表現として「振れを伴いつつも上昇傾向」としている。その次の国内企業物価であるが、前月は「下落幅が縮小している」、それで今月は今同じ表現になっているが、ここは修正をこちらからお願いしたいと思う。というのは、国内企業物価については実は今日3か月末比で今日出るものが-0.1%になるかな、と内心想いながら書いたのだが、出てみたら-0.2%で3か月連続で変わっていなかったもので、この「下落幅が縮小している」と書いてあるところを「緩やかに下落している」というふうに修文をお願いしている。

山口副総裁

2のセンテンスの…。

門間調査統計局企画役

「物価」のブロックの3行目の中程にある。「国内企業物価は、」と2行目から始まる文の文末、3行目の中程になる。「下落幅が縮小している」と書いてあるところを「緩やかに下落している」というふうに修正して欲しいと思う。

山口副総裁

その次のセンテンスも「緩やかに下落している」と。

門間調査統計局企画役

それで、「この間」というところ、この後なのだが、「消費者物価や企業向けサービス価格も」と変えて欲しい。

そこは実は前月は、企業向けサービス価格は「緩やか」を付けずに下落というふうに消費者物価と書き分けていたが、足許企業向けサービス価格の下落幅も消費者物価と変わらなくなってきたので、今月はまとめて両方とも「緩やかに下落」とした。だから3つの物価指数がほぼ同じようなペースで下がっているということになっている。

「物価を取り巻く環境」以下であるが、まず輸入物価について、前月は「横這い圏内の動きとなる可能性が高い」と書いていたが、その後為替も円安になって、かつ原油価格も一段と上がっているので、「当面、強含みで推移すると予想される」と、ここは判断の上方修正になる。

それから、下から4行目の右の方から始まる文章で「こうした中で、国内企業物価は、」であるが、前月は対応するところが「弱含みで推移する可能性が高い」としていた。今月はここを「緩やかな下落を続ける可能性が高い」というふうにしてはいるが、ここは実は「弱含み」も「緩やかな下落」も意味に違いはないと思っている。ただ今月「現状」のところすでに「緩やかな下落」と使っているので、そこと変わらないのだという意味を込めて表現を改めた。

それから最後の消費者物価であるが、前月までは「現状程度の緩やかな下落傾向を辿るものと考えられる」という判断を長らくしてきたが、今月は足許の石油製品の動きからして、水準横這いでいっても前年比プラスで出てくるということ、それから今もう2月であるので4月以降のことも多少念頭に置いて、今月は「前年比下落幅が幾分縮小するとみられる」というふうに最後のところの表現を少し改めた。ここは判断を改めた。实体经济は以上である。

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、金融環境全体としてみ

ると大きな変化という訳ではないが、限界的にみると資金仲介活動面、これは銀行サイド、企業サイド両面ではあるが、限界的には貸出態度等を中心に緩和の方向での動きを示唆するデータが、これは金融市場局のローン・サーベイあるいは中小公庫の1月のDI、こういった数字が得られているので、これを踏まえた格好で表現を若干微修正ということである。判断自体大きく変えているということではないが、限界的なところを反映する修正だということである。具体的には、中段の Paragraph 「資金仲介活動をみると、」という Paragraph であるが、「信用力の低い先に対しては、慎重な貸出姿勢を維持している。」と。前月までは「慎重化させている。」というのを「維持している」と。その下、「金融機関の貸出態度」であるが、「中小企業等では総じて厳しい。」と。若干改善しているデータもあるのでこういった表現ぶりにかえている、ということである。

もう少し下に下りて、「資金繰り判断」、ここも同様であって、「中小企業等では総じて厳しい。」という言い方である。あと、最後の「以上を踏まえて」という Paragraph の最後であるが、「民間銀行も慎重な貸出姿勢を維持している。」とこういう表現にしている。先月までは「貸出姿勢を慎重化させている。このため、不良債権処理の加速」云々、割と期末に向けた政府の対応等もリファーする格好で年度末企業金融の引き締まりに向けての懸念をある程度踏まえた格好で表現していたが、大きな不確定要因自体が変わっている訳ではないが、過度の警戒感自体は若干緩むということもあるので、この要素自体がなくなったという事ではないが、敢えてここで記述する必要性は薄れたということで、今回はここは削除した、という趣旨である。

最後に金融市況のところであるが、為替のところだが、「最近では 119 円～120 円」と書いてあるが、本日 120 円台の推移であるので非常に細かい話であるが、「最近では、120～121 円台」、このように修正できれば、と思う。以上である。

速水議長

委員方から意見はあるか。

田谷委員

先程も少し申し上げたのだが、一番はじめの文章で、前月は「回復へ向けての不透明感が強い状況が続いている。」と。今月は、各論をみれば全く変わっていないのは分かるのだが、「先行き不透明感が強い中で、」と言い換えたので、要するに「横這い」の後「回復に向けて」というのが落ちたのでひょっとすると、若干下方修正ととられかねないな、と思った。私はそれでも良いと思っている。ただ、そういう可能性があるということを上申し上げたい。

2点目は、先程来金融経済情勢を議論した時、ほとんどの方が異口同音にアジア、中国ということに触れられた。だから、そういう事に触れないで良いのかと思った。例えば、先行きのところはマイナスの方だけを書いている訳である。「米国経済が減速しており、欧州の景気にも弱さが窺われることなどを踏まえると」云々となっているのだが、例えばこの前に何かアジアの方はそれなりにしっかりしているとかいう文言が入ると、我々が議論したところに合うのではないかな、と思うのだが。

門間調査統計局企画役

まず1点目については、表現を変える以上は多少曲解のような事を含めて非常に誤解があり得るとするのは避け難いリスクだと思っている。ただ基本的には記者レクで早川調査統計局長から現状維持であるという説明はする。しかし、その上で表現を変える以上は指摘のようなりスクもあるという事を踏まえたうえで判断願うということになるかと思う。それでも良いと言われたので、田谷委員からはそのように承ったと認識している。

2点目であるが、アジア経済を入れる場所はいろいろ提案があり得ると思うが、一つの案として例えば「先行き」の最初の文章だが「今後の経済情勢を考えると、まず今年の海外経済については、」の後位に、「足許アジ

ア経済が堅調に推移していることもあり」だとか、そういうようなものを入れるかどうかということだと。「しかし、」という文章に入ってしまうとなかなか入れにくいので、入れるとしたら少し強めのことを、足許の判断のところでは言っておいて、そういうことも踏まえると「緩やかな回復を辿るとの見方が一般的である。」というのを標準形として書いておき、「しかし、米国、欧州は」云々と、こういうやり方もあり得ると思うが、ほかに意見があるかもしれない。あるいは入れる、入れないも含めて。

須田委員

今、どこに。

門間調査統計局企画役

「先行き」の параグラフの最初の文章である。

須田委員

「海外経済については、」。 「緩やかな回復を辿る」の前に入れてしまうのか。

門間調査統計局企画役

然り。

速水議長

「まず、本年の海外経済については、」

門間調査統計局企画役

「海外経済については、足許アジア経済が堅調に推移していることもあり、」と。

速水議長

「堅調に推移していることもあり、」か。

山口副総裁

これは「先行き」の話か。

門間調査統計局企画役

然り。ただ、足許の判断をベースにして先行き緩やかな回復を辿るとい
うような見方があると。そういう論理になると思う。

速水議長

全く触れないのもどうか。入れた方が良くかもしれない。

門間調査統計局企画役

次の「しかし、」という文章についても、足許のアメリカ、欧州の状況
からすると回復力はかなり弱いものになる。ここも、足許の状況をとらえ
て少し先の事について弱いと言っているのだから、そこはそういう論理で無理
はないかな、と思う。あとは、「堅調」という言葉であるとか、入れる場
所であるとか。

速水議長

宜しいか。他にないか。そこだけもう一度読んで欲しい。

門間調査統計局企画役

それでは「先行き」のところの最初の文章を読む。「今後の経済情勢を
みると、まず本年の海外経済については、足許アジア経済が堅調に推移し
ていることもあり、緩やかな回復を辿るとの見方が一般的である。」失礼
した。言い間違えた。もう一度言い直す。「今後の経済情勢を考えると、
まず本年の海外経済については、足許アジア経済が堅調に推移しているこ
ともあり、緩やかな回復を辿るとの見方が一般的である。」

速水議長

宜しいか。それでは決裁をとって欲しい。

[事務局より議案配付]

それでは、これで議決する。これで宜しいか。

[全員が賛意を表明]

[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

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

決裁された。賛成 9。全員一致である。

速水議長

ただ今、決裁した基本的見解に沿って、後段の背景的な部分は必要があれば執行部で修文させてもらいたいと思う。本件の対外公表については、17日月曜日の午後2時に行なう。

Ⅷ. 議事要旨（1/21～22日開催分）の承認

速水議長

それでは次の議題に移る。前回1月21、22日の会合の議事要旨を承認願いたい。手許の議事要旨に異議はあるか。それでは、決裁をとって欲しい。

[事務局より議案配付]

それでは、これで議決する。これで宜しいか。

[全員が賛意を表明]

[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

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

全員一致で決裁された。

速水議長

それでは、政策委員会としてこれを承認する事とする。この議事要旨は19日水曜日の午後2時に公表する。

IX. 閉会

速水議長

以上で本日の議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は、3月4日火曜日、5日水曜日に予定している。ご如才もないことながら、決定会合における議論の内容は自身の発言も含めて厳に出席者限りとして、議事要旨、議事録という一定のルールによって開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保するという観点から、政府からの出席者の方々も含めてこの場に出席の皆様におかれては、くれぐれも厳正な機密管理に努めてもらう必要があることを再度強調しておきたい。遅くまでありがとうございました。

(午後1時14分閉会)

以 上