

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2003年3月4日

3月5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）

（注）藤原副総裁は、国会出席のため、5日9:42～11:34の間、会議を欠席した。

政府からの出席者：

財務省	津田廣喜	大臣官房総括審議官 (4日 14:01～15:58)
	谷口隆義	財務副大臣 (5日 9:00～12:32)
内閣府	小林勇造	内閣府審議官 (4日 14:01～15:58、5日 9:00～12:32)

（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 (5日)
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 (4日 14:01～14:25、5日)
企画室企画第2課長	吉岡伸泰 (5日 9:00～9:13)
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室調査役	長井滋人
企画室調査役	廣島鉄也

## I. 開会

速水議長

それでは、定刻になったので、ただ今から金融政策決定会合を開催する。

(午後2時1分開会)

はじめに、会合の取り進め方について説明する。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、日本郵政公社の本行に対する預け金の保有に関する契約骨子と当座預金契約の締結について、執行部の説明と決定を行なう。次に、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、そして金融市場調節方針の採決と進める。採決の後には、金融経済月報の基本的見解の取り纏めを行なって、前回会合の議事要旨の承認を行なう。そして最後に本年4月から9月にかけての金融政策決定会合の開催予定日等の承認を行なう予定である。

政府からは、本日、財務省から津田大臣官房総括審議官、内閣府からは小林審議官が出席されている。なお、明日は財務省からは谷口副大臣、内閣府からは本日に引き続いて小林審議官が出席される予定である。

予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録することを前提としている。委員および政府からの出席の方々におかれては、そのことを前提に発言頂くよう宜しくお願いする。

## II. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部報告に入る。まず、金融市場局から前回会合以降の金融市場調節や最近の金融・為替市場の動向について説明してもらう。白川理事と山本金融市場局長お願いする。

## 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

山本金融市場局長

それではいつものように手許に資料 1、2（追加）を配っているので、これに沿って報告する。まず、図表 1-1、金融調節の実績推移である。恒例の当座預金残高実績値がある。左端にあるように 15 兆～20 兆円程度のディレクティブに沿って、上限を目標にできるだけ高い水準を目指す運営を実施してきた。その結果、このように前回会合以降もコンスタントに 20 兆円程度の水準を維持してきている。右から 2 列目に無担保コール・オーバーナイトレート加重平均値があるが、このように連日 0.001% の最低水準が続いている。足許引き続き資金余剰感の強い展開である。図表 1-2、下段に業態別の当座預金の保有状況がある。最近の特徴は、先月もそうだったのだが、非常に都銀の保有残高が大きいこと、昨日は 10 兆円台ということである。また、地銀も 2 兆円強ということで比較的多めの保有となっている。一方、外銀が 3 兆円台ということで、それまでの月に比べるとやや少なめの保有残高である。3 月期末には、前年もみられた訳だが、都銀は、通常外貨資産をある程度圧縮する、あるいは外銀向けに海外で出しているユーロ円を回収するということで、資産を圧縮する形になり、昨年 3 月末などは、外銀の当座預金は一旦ほぼゼロまで縮小した訳である。そうした傾向のトレンドには乗っているが、本年は前年に比べても外銀当預の減少しはじめるタイミングがやや早かった印象である。恐らく、都銀が 3 月期末に向けて既に早めに外貨手当てをしてしまったということと、もう一つは、前年に比べても早めに外貨資産の圧縮がはじまっているということの裏側が、外銀の当預減少に表われているかと受け止めている。いずれにしても、都銀はさらにオペでの調達というのも進めているので、足許大幅な資金余剰という状況である。毎日、コール市場では、朝方から都銀サイドが放出のオファーを出しているが、結局出し残りのまま毎日が終わっていくということで、市場には足許に関して資金余剰感の強い展開が続いている。図表 1-3、最近のオペの結果の推移である。前回会合でも申したように、資金供給のオペは年初から 2 月の中旬までは非常に

根強い資金調達圧力が続いてきた。右から2列目の落札決定レート、一番上にあるように手形オペ（全店）の落札決定レートは0.010%ということだが、実はほぼ2か月近くこの水準に張り付いてきた、これまで2月の中旬までレートがずっと横這いであった背景には、都銀の大手行が、早めかつ厚めの期末越えの資金調達を進めてきた資金調達は、まずオペで確保するというスタンスを反映して、この0.010%レベルの水準がずっと続いてきたということである。もう一つ、系統機関が比較的オペにしっかりと入札してきたということがあった。後程説明するが、交付税特会などのレートが比較的高止まりしていたということを受けて、系統機関ではオペで資金を調達して、交付税特会貸出などで運用するといった行為をしていた。もっとも、日本銀行による非常に潤沢かつ早めの資金供給スタンスを受けて、各行とも資金調達はこれまで順調に進捗してきている。その結果、オペの落札決定レートも手形買入（全店）の方は、2月27日には0.007%まで低下してきたし、さらに翌日の手形買入（本店）、2月28日を見ると、これも期末越えで打ったが0.005%というレベルまで低下してきた。あるいは、国債買現先のオペの方も2月18日に0.005%辺りだったものが、2月27日には着実にレートが低下してきており、銀行サイドのオペによる資金調達が順調に進捗してきた安心感が拡がっているという姿が窺われる。図表2-1、年末・年度末の短期金利の動向(1)、今申したマーケットの動きと合わせて改めてグラフで確認をしてみたいと思う。実線で表わしているのが今年のレートの動き、点線が昨年のレートの動きである。今述べた一番上の段が手形のオペの平均落札レートで、先程述べたように0.010%という水準がほぼ2か月近く続いてきた後、足許低下してきているというのが現状である。一方、FBのレート、これは多少は発行に伴う需給などにもよって振れているが、ほぼ最低水準を維持しているのと、ユーロ円レートは現物である3か月物、あるいは一番下の段にユーロ円金利先物のレートがあるが、いずれも前年に比べて低水準が維持され、かつ最近ではレートが弱含みの展開になっているということである。ユーロ円金先は年度末越えの数字を示すために3月限の数字を載せているが、今、

中心限月は6月限である。6月限は0.070%ということで、中心限月としては上場以来過去一番低いレートに到達しているというのが、今の金先のレートである。図表2-2、年末・年度末の短期金利の動向(2)、同様の表である。一番上がCDの発行レート(3M)ということで、こちらも低水準横這いである。二段目にCPの発行レート(3M)、こちらの方は足許著しい低下傾向を辿っている。最上位格A1+といったところの銘柄には、最近は期末越えでも0.010%を下回る水準、0.005%とか0.006%といったような水準で発行が目立ってきていて、コマーシャル・ペーパーのマーケットも非常に落ち着いた水準できている。一番下の段に先程申した交付税特会、6か月物がある。こちらの方は期間が長いこと、あるいは運用主体として都銀のシェアが従来は高かったということなどから、都銀の慎重な資金繰りスタンスを映じて、レートは他の金利に比べてやや高めが続いていたということだが、先程申したように、運用メリットを感じはじめた特に系統機関などが積極的に投資をしてきて、ここにきてこちらの方も低下傾向ということである。結局、短期金融市場の方は、一つは日本銀行による潤沢な資金供給、もう一つは銀行サイド自体の資産の圧縮というか資産の減少、合わせて慎重な資金繰りということの結果として、非常に落ち着いたということである。今後、期末日1日をとると毎回のことだが自己資本比率を意識した攪乱的な動きが生じる可能性を現段階では否定できないのだが、これまで銀行自体、株価の下落も含めてかなり備えた体制で資金繰りを行ってきたということで、マーケットの方はこのまま波乱なく、期末までいくのではないかという見方が主流になっているという状況である。非常に安心感が拡がっているという展開である。図表2-3、金融・為替市場の動向である。債券、株、為替のマーケットの方は地政学的なリスクというものが深く影を落としているというマーケットの状況である。上の方から債券相場、これは上へいけば債券高、利回り低下のグラフで書いてあるが、債券相場は強く、利回りでみて10年債は過去最低水準に近いレベルで推移している。真ん中の株価の方は、バブル期後最安値圏内の8,500円半ばでの水準が続いている。為替レートの方もドル/円

で見て117円台ということで、昨年以来のボトムに近いところということである。当面は3月7日、今週末のイラク査察の追加報告、あるいは来週にかけての米新決議案に対する採決の行方といったことがマーケットの関心事項になっている。図表2-4、株式相場の推移等である。上の表は国内の株価だが8千円台半ばということで、低調かつ膠着状態という印象である。マーケットの方は企業収益の底堅さに着目する見方もあるが、一方でイラクの問題、あるいは世界的な経済の不透明感、あるいはそれらを受けた欧米株価の低迷、真ん中の段にアメリカの株価がこのようにあるが、こちらでもNYダウでみると8千ドルを割り込むレベルということで、総じてみれば身動きの取りにくい相場展開ということである。そうした中であって、目立つのは銀行株価の下落と低格付けの銘柄の株価が反発しているということである。図表2-5、下段が銀行株価の動きである。都市銀行4大グループの株価が書いてあるが、一つ目の縦線に書いてある1月当初の相次ぐ増資計画直後はマーケットで好感され、一時的に株価が上昇するという局面もみられたが、2月の一部行による追加増資計画発表後は、それぞれの株価はやや急落に近い商状ということである。昨年9月末を100とした指数を見ると、三つのグループは5割以上下落している状態である。銀行の増資については、ここへきて株数の増加に伴う希薄化、あるいは将来の配当負担に伴う既存株主の負担というか、そうしたものが指摘されており、言い換えれば、まだ収益の増強計画に対してマーケット自体が半信半疑であるといったことかと思う。ただ、それだけでなく、株価自体の方に対しては増資時の普通株価を押し下げたいといったような、やや仕掛け的な動きも中に入っていると言われている。こういう場合には、株を借りてきて空売りしている可能性があるが、空売りに対しては借り株の返済期限が3月末にセットされている事例も多いと言われているので、こういったところがいずれ買い戻しに出てくるのかどうかというのが、マーケットの一つの注目材料になっているということである。一方、上段の方のグラフを見ると、低位株、ここでは株価2桁の指数を一番下の×の線で書いてある。それから下の方の薄いシャドウがダブルB格の企業の格付の

銘柄だが、こちらの方は12月をボトムに急速に反発しているという格好である。一つは値ごろ感ということもあるが、マーケットの方は銀行の増資によって、これらの企業の破綻リスクは後退したのではないかという見方もある。結果的には銀行株の下落と、こうした低位株の反発というのが一部打ち消しあっているという状態で株価が推移しているということである。図表2-6、長期金利の推移等である。前回決定会合までは、一旦1月末をボトムに長期金利の方は調整局面を迎えたが、その後各年限とも再び買い圧力が強く、本年ボトムの近辺まで低下しているということである。背景については、やはり資金余剰感の強さといったこともあるが、同時に地政学的リスクなどを背景とした海外金利の低下トレンドというのも見逃せないところである。下段にアメリカの10年債、ドイツの10年債のグラフが書いてあるが、こちらの方も低下トレンドが続いている。マーケットの方は、こうした全体の環境から、行き過ぎた反動で市場金利の急上昇を見込む向きというのは比較的少なく、0.7~0.9%ないし1.0%辺りのレンジ感でマーケットをみている市場参加者が多くなっているというのが現状である。図表2-8、社債スプレッド等の動向、信用スプレッドの動きである。上の段から社債流通利回り、銀行セクターの債券、それからクレジット・デフォルト・スワップのプレミアムということであり、総じて言うと企業も銀行もスプレッド縮小傾向ということが言えると思う。こちらの方も資金余剰感の強さということがあるが、これも株のところでも少し述べたように銀行の増資があると、企業の破綻リスクが少し後退するのではないか、あるいは銀行の場合だと、銀行自身の国有化のリスクが後退するのではないかということから、そうしたスプレッドを縮小させる圧力が働いているという見方が指摘されているところである。一番上の段に(1)社債の流通利回り対国債スプレッドがあるが、こちらの方はやはり、低格付けの銘柄のスプレッド縮小が目立っている。ただ、この縮小後のスプレッドについて、絶対水準だけをとってみると、ダブルA、シングルAと下から二つの水準は極めて低い水準、97年以降この統計をとっているが、それ以来の過去一番低い水準ということである。ただ、その上にあるトリ

プルBは、2000年辺りのスプレッドよりは依然高いところにあるし、ダブルBに至ってはまだ2000年後半あるいは、98～99年よりも高い水準にあるということである。この社債流通利回りのスプレッドは、ここでは、米系の格付機関のレーティングをとっているのので、トリプルB以上というのはかなり優良企業、というふうにみると、マーケット全体としての安全資産志向というのは、やはり根強いものがあると感じている。最後に図表2-9、主要為替相場の推移である。為替相場の方はやはり、中東情勢に関する材料で一進一退を繰り返しているが、徐々にアメリカ、イギリスの単独での開戦リスクといったものも懸念材料として出てきており、全体として言えばやはり、ドル軟化基調が持続しているということである。そうした中で1月中は、ドル/円については介入の警戒感というのもあって、専らユーロ高ドル安というのが目立っていたが、その間、ユーロ/円でみたポジションがかなりユーロ・ロングになってきた。レートでいくと、一時期ユーロ/円は115～120円レベルから130円まで進んだということで、このところ、ユーロ/円ポジションの巻き戻しの動きが入っており、結果的に円はドルに対しても、ユーロに対しても強含んできているという動きである。イラク問題の行方がはっきりするまでは、なかなかドル軟化基調から脱しにくいという相場の雰囲気である。

以上のようにいずれのマーケットも達観してみると、地政学的なリスクというものが意識された格好である。もう一つ付け加えると、その影に隠れて、一つはアメリカ経済の先行きがどうなるかというのも引き続き注目材料である。図表2-10、米国経常収支とそのファイナンス状況等、上の段にアメリカの経常赤字の折れ線グラフが書いてあるが、引き続きアメリカの経常赤字の拡大が続いている。特に為替マーケットでは、その経常赤字ファイナンスが今後引き続き順便にいくのかどうかというのが一つの注目材料だし、その場合にはその背後にあるアメリカの経済の先行き見通しはどうかという点も非常に強い関心が持たれている。最近、貿易収支の数字だとか景気指標で一喜一憂するという為替市場になっているが、アメリカ経済の先行きに確たる見通しを持つまでには、マーケットの方がな

お至っていないという雰囲気であろうかと思う。私からの報告は以上である。

速水議長

ただ今の説明について質問があればどうぞお願いします。

山口副総裁

戦争の可能性というのは、市場の中で色々な形で相当織り込まれていると思うが、始まれば始まったで相当大きな反応があるという感じか。

山本金融市場局長

市場は過去の事例からみているという感じがある。図表 2-12、地政学的リスクと米国金融・資本市場、それから図表 2-13 に商品・通貨市況を掲げているが、過去の事例だけ述べると、アメリカの例えば株式市場があるが、前回の湾岸戦争時はまず、イラクのクウェート進攻があった時点で株がずっと下げて、実際に戦争が始まったというか空爆が開始された以降は、直ちにむしろ買い戻されるという動きになった。右にあるように、足許については、既に大分株価は下げて織り込んできているという印象である。次に似たような状況だが、為替の方は、この左の方の太い線がドル/円で、細い線が当時のドル/マルクだが、やはりこちらもイラクのクウェート進攻があってからドルがズルズルと下げて、空爆開始直後はもう一段ドルが下げて、その後反発という動きであった。足許はやはりドルが全体に下げているという動きである。それから金は、前回のイラクのクウェート進攻時にはやはり強含んだ後、戦争が始まるより直後、むしろ落ちはじめるということだし、足許はずっとここへきて金が上がり続けている。原油の方もイラクのクウェート進攻後上昇して、戦争が始まってからは直ちに落ちる、今回もこれまでのところ上がっているということである。全体には、やはりマーケットではそれぞれにポジションを作ってきたので、開戦した場合には買い戻しというのかポジションの巻き戻しを想定しているという動き

が底流にあると思う。ただ、一つだけ分からなくなってきたのは、やはり最近マーケットで言われているのは、アメリカ、イギリスが単独でというか、その他の国と離れて別途の行動をとるのかどうかというところが、一致して行動をとるということに比べると、ドルが下がる方向でむしろこれまで想定していなかったリスクとして少し意識されているので、この点はむしろまだ完全には織り込んでいないのではないかという感じでマーケットの方はみているという状態である。

#### 須田委員

株式市場の主体別売買について、持ち合い解消の売り、自社株消却、あるいは代行返上、海外の動きとか言ったところでどのような動きがあるか。信託の部分を見ていると少し収まっているのかなという気もするのだが、その辺はどうか。

#### 山本金融市場局長

大きな特徴はやはり三つあって、一つはコンスタントな売り買いの流れからいうと、信託の月間を見ると、1月以降売り越しになっている。それぞれ月々に振れがあるが、ここは公的年金の買いなども全部ネット・アウトされてしまっているものだから、そちらの方の数字で振れてしまうのだが、代行返上の分はやはり今でも続いていて、来年度というか今年中はもう少し続くだろうというふうなマーケットの見方である。それから事業法人は昨年夏以来の買い越しということで、これもコンスタントに続いている。こちらの方は自社株買いが主体ということだが、自社株買いは今年度よりもむしろ来年度の方がさらに多いのではないかとされている。こちらの方はプラスの要因ということである。あと一つは、やはり銀行による売りということで、これが引き続き当然、この1~3月はマーケットに対しても売り越しの基調が続いているということで、こちらの方は量がどれ位残っているかということになるが、来年度に残りつつ、規模的には少し減ってきてもおかしくはないかなというそんな需給関係である。

須田委員

海外の姿勢はどうか。

山本金融市場局長

海外は、新年明けで結構しっかり入ってきたのだが、もう2月に入ってから是一段落ということで、最近はもう完全にトントンという感じになっている。銘柄毎にいくと銀行株などは海外勢が結構売っているのではないかとされているが、トータルとしてみると、ほぼトントンで大きなプラス・マイナスはなしという感じに切り替わっている。

田谷委員

期末当日に何か起こり得るということだが、最もありそうなシナリオというのはどのようなものか。

山本金融市場局長

期末日については、ありそうなシナリオを述べるのはなかなか難しいが、図表1-2、日銀当座預金残高と無担コールO/Nレートを見ると、上の方の表で一番下にある折れ線グラフが無担保コールレートの動きで、二か所突き出ているのがあるが、左側が今年の3月末で、右側が今年の9月末である。この時は当預残高は期末ということで、今年の3月末は27兆円まで積み上げて、やはり無担コールのレートは上がったということだし、この9月末も15兆円のターゲットに対して18兆円以上の供給を行なったが、それでもレートは大きく跳ね上がったということである。各金融機関の自己資本比率の水準が下がってきたために、期末日にはインターバンク市場にカネを放出すると、その分にウエイトを2割かけられてしまうので、放出しないで日銀当預においておこうという動きがまんべんなく広がっているというのか、全国的にかなり市場に広がっている動きになってしまっている。個々の金融機関をとってみると、その点も見込んで、あるいは3月末、9月末の経験を見込んで資金繰りを立てているので、十分に資

金はあるという計算をしながらこれまで進めてきたというふうに思う。ただ、期末日というのは現実には、例えば為決と呼んでいる為替決済を通じて大きく資金が移動するし、今年の3月末については、みずほの増資の払い込み日に当たっていると聞いたようなことがあって、予想外に資金が移動すると、予定外に資金が不足してしまうという先が出てくる可能性がある。そうした先はマーケットにとりにいって、ある程度のレートを出すととれるということが起こるが、9月末の事例などでは、外資系の証券会社などが巧くマーケットでとり切れずに、補完貸付にいったという形になった。我々も注意をしてみていくし、期末日についてはある程度そうした動きがあれば資金供給を積極的にやっていくという考えでいるし、かつそれぞれの金融機関は適格担保は沢山持っているの、最終的には資金繰りが回るということだが、期末日には、予想外の大きな資金の移動が各行の資金繰り計画にないところで起こってしまうと、少し振れる可能性があると思っている。ただ、繰返しになるが、これはあくまでも自己資本比率を意識した動きなので、翌日には資金がマーケットにどっと放出されて直ちに0.001%に戻っているということが想定される。

速水議長

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

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

本日配布した手許の資料3（参考計表）（追加分）を参照して頂きたい。前回会合から2週間余りしか経っていないが、この間に発表された海外経済の指標ならびに金融指標には、先程も出たがイラクを巡る情勢を中心とするいわゆる地政学的リスクの影響が色濃くみられるところである。図表1、米国の主要経済指標だが、いつものとおりシャドウがかかっているのが前回会合以降判明した計数である。3. 実質個人消費は1月に0.3%減

少とある。これはその下 6. 自動車販売が極めて高い 12 月から 1 月に減少したことを反映したものであって、自動車以外の寄与は書いていないが、+0.5%ポイントと比較的しっかりした足取りを辿った。しかし、これは 2 月に入ってからのことだが、7. 消費者コンフィデンスは 2 月に 64.0 と大きく低下した。1993 年 10 月以来の低水準である。これには、雇用情勢が弱いほか、イラク問題が不透明でテロの危険も意識されているうえ、原油高に伴いガソリン価格の上昇が目立ってきたことがマイナスに作用したものとみられる。この間、8. 住宅着工は金利がさらに低下するもとで好調を続けている。設備投資の方は、9. 非国防資本財受注を見ると、1 月はその前 2 か月連続して減少した後増加した。設備投資については、これまでも、下げ止まったがその後回復は確認できないと述べてきたが、当月もその範囲内での計数の振れとみている。13. 鉱工業生産は 12 月減少の後 1 月は増加したが、これは自動車生産の振れを反映したものである。生産の基調は昨年夏まではかなりのピッチで回復したが、その後増加テンポが鈍ってきているというこれまでの判断に変化はない。12. ISMの製造業、昨日発表の分だが、この 2 月も 50.5 とどうにか分岐点となる 50 を上回ったといったところであり、こうした判断を裏付けていると考えている。なお、このところの生産に関して追加的な特徴として、国防関連財の生産の増加が挙げられる。さて、物価についてだが、17. PPI は 1 月は前月比 1.6%とかなりの上昇になった。前年比でもその下にあるように 2.8%と 2001 年 8 月以来、久方ぶりに 2%を越える上昇となった。これには第一には、エネルギー価格の上昇の直接効果がある。第二には、自動車メーカーのディーラーへの値引き販売が 12 月には広範に行なわれた訳だが、1 月はへこんだということが影響している。PPI のコアからさらに自動車を除いた部分でも実は幾分伸びを高めており、原油価格上昇が一部には転嫁されているものとみられる。一方、18. CPI だが、ガソリンや暖房用石油の価格上昇から前年比で 2.6%とこれも 2001 年 9 月以来の上昇幅となった訳だが、その下にあるコアでは、1.9%と引き続き落ち着いた動きとなっている。次に図表 2、米国株価・金利である。米国の金融市場の動

きだが、株価は前回会合以降、アメリカのイラク攻撃に関する思惑に左右される形で一進一退となり、最近では弱含みの展開となっている。また、中段の長期金利もフライト・トゥ・クオリティの動きがみられる中で低下基調を辿った。下段のFFの先物は前回会合以降、ほとんど変化がない。これからみる限り市場では、3月18日のFOMCでの利下げ予想は一部に止まっているが、年半ばにかけての利下げ予想はそこそこあるといった状態である。図表3、ユーロエリアの主要経済指標である。ドイツの実質GDPは今年の10~12月期、前期比年率で0.1%の減少となった。内容的には個人消費が横這い程度となる中で純輸出の減少が響いてマイナス成長となった訳である。その下、フランスも0.9%と低い伸びになった。こちらの方は個人消費の伸びの鈍化に加えて、設備投資の減少持続が響いたものである。その後の情勢について4. 消費者コンフィデンスを見ると、2月は-19と一段と悪化した。それから、昨年前半の景気の牽引車であった6. 輸出についても、12月はマイナスとなった。四半期で括った10~12月で見ても-1.0%となった。さらにそうしたことを背景として、9. 鉱工業生産だが10~12月期は前期に続き弱含みとなった。この間物価は2月も総合で前年比2.3%と概ね安定圏内の動きとなった。物価についてはアメリカやアジアも含めて後で少し追加的に触れたいと思う。図表4、欧州物価・金利の欧州の金融市場である。株価は米国以上に軟調な動きとなっている。長期金利も低下傾向を辿っている。これは地政学的なリスクに対する懸念が意識されるもとの、景気の先行きへの不安が強まったことを反映している。先行きの短期金利について下段のグラフで見ると、前回会合以降利下げ観測がさらに強まっている。来る3月6日のECB理事会での50bpの利下げを見込む市場参加者すら少なからずある状況である。図表5-1、東アジア諸国・地域の主要経済指標である。一番上のところに中国の実質GDP、10~12月が出ており、引き続き高い伸びとなった。その下の台湾、これは中国本土向けの直接投資が急拡大しており、それに伴って機械、部品の輸出が出て、今期はこれがプラスに効いて高い伸びとなった。一方、インドネシア、マレーシアではそれぞれ

輸出の減退と伸びの鈍化に伴って前年比の伸びが幾分頭打ちとなっている。下の表で輸出を見ると、前月も報告したが、今年は旧正月が例年に比べて早いという事情があって、港湾の作業も前倒しになっており、その関係で1月の輸出が大きく増加した。昨日出た韓国の2月の輸出は、その反動で大きく減少といったことになっている。図表5-2の(3)生産も同じ要因で、今度は少し早めにずれるが、12月に生産は大きく伸びた後、1月は減少といった振れた姿になっている。(4)消費者物価で物価を見ると、中国のCPIだが1月は前年比0.4%と2001年10月以来久方振りにプラスとなった。これには石油製品価格の上昇と、それから旧正月前に野菜の値上がりがあって、今年は旧正月が早いのでそれがこの1月に響いているということである。それから韓国もこのところジリジリと前年比が高まっております、2月も3.9%となった。これも石油関連の影響である。ここに載せていないが、これを除いたコアでは前年比3%で安定している。それから下の方に各国の物価があるが、台湾、シンガポール、タイでも物価が強含んでいる。その他エマージングについては、表は載せていないが概ね小康状態が続いているが、そうした中であってトルコではご承知のように先週末に国会がトルコ軍基地への米軍の配備を否決したことを受けて、昨日、株・債券・通貨のトリプル安となっている。さて、そこで最後に昨年半ば以降の原油価格の上昇とその一般物価の影響について簡単に見たいと思う。まず、図表6-1、原油価格の上昇が物価に与える影響の下の方を見ると、下段でアメリカの原油の需給面で気になる在庫についてグラフを載せている。結論だけ述べると、④民間の原油備蓄、それから載せていないがこれとほとんど同じ絵になるが、燃料用の製品在庫はかなり逼迫している。それからその下のガソリンの在庫の方は、昨年中は比較的余裕があった訳だが、今年に入って減少気味である。これにはベネズエラの原油生産が落ち込んでいることも影響している。ただし、左側を見ると、これは全部合計で、しかも国の戦略備蓄も入っているが、実は戦略備蓄に比較的余裕があるので、イラクのクウェート進攻時に比べ低いことは低いのだが、さはさりながら凄く低いという感じでもない。従って、今後その戦略備蓄が

どの程度放出されるかで民間の逼迫度というのも左右される訳であり、この面でもイラクとの戦争が短期で終わるかどうかといったところが見通しでは大事な要素となる。さて、そうした見通しを念頭に置いて、今後を考えるうえで参考にすべく、図表6-1のエネルギー価格の最近の動向についてグラフを用意した。アメリカの上のところにエネルギー価格に直接関連する部門のグラフを載せている。エネルギー価格は既に上昇が明確になっている。川下の波及について真ん中のグラフで載せているが、PPI中間財のコアは昨年後半からじわじわと実は上昇に転じている。しかし、この太線である最終財のコアについては、振れの大きい自動車を除いたベースで見て、昨年未までは落ち着いた動きが続いてきた訳である。先程述べたように、1月にやっと幾分頭をもたげたといったような状況にある。因みに過去のデータから原油価格とPPI最終財コアの相関関係を計測してみると、大体半年位のラグというのが標準的である。従って、当月の動きは過去と整合的とも言える。ただし、過去の相関の程度がそれ程高くないので、1か月のデータでは判断がつきかねるとというのが正直なところである。それからCPIのコアも載せてあるが、今のところ影響はみられない。そもそも原油価格の上昇が経済にどの程度影響を及ぼすかについて、他の条件を一定とした場合、生産にはマイナスだけれども物価に対してははっきりしないといった分析結果もアメリカで出ており、また、あるとしてもラグは1年程度と比較的長いとみられている。従って、CPIについては、一段とはっきりしたことは言えない訳である。結局、物価の動きについて現時点で言えることは、今までのように物価上昇率の低下にウエイトを置くのではなくて、上下双方に目配せして注意していきたいということである。それで、図表6-2で他の地域、ユーロエリアを見ると、PPIに関してはアメリカ以上に中間財や総合への影響が明確になっている。ただし、CPIに関しては他の価格を含めてユーロ高により低下圧力が加わっているのも、全体として今のところ落ち着いた動きになっている。その下、韓国についてはエネルギーの原油輸入依存度が高いこともあって、PPIのみならずCPIもエネルギー価格上昇の直接効果から総

合で上昇している。一番下の中国に関しても韓国と同様の動きがみられるが、中国のPPIについては、中国の生産活動の高い伸びを反映しているとみられるし、またCPIについては先程報告したように野菜の値上がりといったものもあるので、その点は割り引いてみるべきだと思っている。ユーロエリア、韓国、中国についても米国同様、デフインフレから上下双方のリスクについて注視していきたいと思う。私からは以上である。

速水議長

質問があればどうぞお願いします。

須田委員

原油価格の上昇の影響について、物価には余り影響を与えなくて、生産の方で調整するという場合と、物価で調整した場合で、経済に与える影響をどのようにみていけばいいか。

堀井国際局長

先程申し上げたのは、この過去2年位に、アメリカの学術論文に原油価格が経済にどういう影響を及ぼしたのかについて、50年代の後半位からのパネルデータを使った実証分析が幾つか出ている。その中で言われてきているのは、産出には確実にマイナスになる。これは交易条件が悪化してプロフィットがスクイズされるから、産出というかGDPはマイナスになる。しかし、物価については、実は石油の直接のところでは上がるところとのおかげで需要が減退してほかのところの物価が需要の減速で落ちる効果と実は相殺されてしまって、トータルしてみるとはっきりしたことが言えないという結論になっていて、それについてちょっと申し上げた訳である。

須田委員

もし、今おっしゃったように、物価は変わらなくて量で調整した場合と、

物価上昇でプロフィットの減少が小さい場合とを考えた時に、どちらが实体经济に与える影響が大きいかというのが質問なのだが。

堀井国際局長

それは、定義により、価格が動かないで量が動くという方が量での調節に伴う影響が大きくなる。

須田委員

然り。

平野理事

直接のお答えになるかどうか分からないが、堀井局長からの説明に付け加えると、湾岸当時の消費者物価上昇率は、コアも多分5%前後だったと思う。つまり、国内にインフレ期待が今よりは強く残っていた。現在はプライスコンペティションが激化する中であって、インフレ期待が鎮静化している。このことが、原油価格の上昇が物価のダイナミクスに及ぼす影響に違いをもたらしているのではないか。仮に調整がアウトプットつまり数量で行なわれるということであれば、一つのインプリケーションは、石油価格の上昇は言ってみれば、デフレショックになるので、金融政策的に対応すべき余地があるということではないかと思う。コスト・プッシュ的に物価が上がった場合には、その二次的、三次的な波及がどうなるかによって、政策対応的に非常に難しい問題が残るということなのではないか。

須田委員

スタグフレーションになるよりは、こういう状態の方が望ましいということか。

平野理事

政策対応という面を考えると割合考えやすいという部分がある。

中原委員

ガソリン価格と実質消費は過去でもかなり関係が深いと思う。ガソリン価格というのは、原油価格に相当影響を受けているから、CPIが余り良くないのであれば、やはり消費全体としてはかなり影響が出るのではないか。コンフィデンスが下がっているのはまさにその証拠でもある。

堀井国際局長

パネルのリサーチの結果でも、やはり自動車のアウトプットというか、自動車の需要というか、そこへの影響が業界別には一番大きい。だから中原委員がおっしゃるように、ガソリンが上がって自動車の購買がガクッと落ちるとするのは、過去のデータからも一番明確に裏付けられているところである。

田谷委員

先程堀井局長がおっしゃった半年のラグというのは、PPIのことか。

堀井国際局長

PPI最終財コアのことである。

田谷委員

最終財コアと原油価格の上昇。このチャートを見ると非常に長いような感じがする。過去の平均で言うと、大体半年位か。

堀井国際局長

然り。前年比で上がり始めているのはこの2002年の後半位からであり、マイナス幅はその前から少しは縮小している。

福間委員

米国とユーロとでは少し波及経路が違うのではないか。アメリカの方は

リストラとか製品価格の変更を通じて、企業収益への影響度を何とかミニマイズするような努力をいつものパターンでやっている。ドイツは、どちらかというとそのまま製品価格が上昇してPPIが上がる。そういう価格上昇でややスタグフレーション的な動きが出やすいのがドイツで、一方、90年代以降のアメリカというのは、すぐ合理化やリストラでもって吸収しようとする。要するに、資本効率というか、ROEを上げる方に直ぐに走ってしまうというパターンが見られるのではないかと思っている。ドイツのスタグフレーション的な動きを言うにはまだちょっと早過ぎると思うが、ちょっとそういう匂いがしないか。もう少し値段がはっきり上がってくるのだと思うけどね。

#### 堀井国際局長

市場の競争状態については、よくアメリカとの対比でドイツの、それこそストラクチャル・リジディティーの一つとして、レーバーマーケットとともに指摘されている点だと思う。ただ、先程も申し上げたが、何せユーロ高がこの間起こったので、オイルのみならずほかのものもずっと下がって、表に出てきていないということかと思う。これからもし…。

#### 福間委員

これからである。

#### 須田委員

少し話が違ってしまおうが、最近韓国経済に関しての懸念を示すようなレポートを見るが、どのように考えているのか。

#### 堀井国際局長

先般から申し上げているが、内需についてはまだ比較的しっかりしていると思う。消費も設備投資もそこそこであるが、大元になると輸出が去年の後半以降鈍化してきているということから、生産も鈍化気味であるし、

それに加えて先程も申し上げたが、オイルに対するバルナラビリティ、北朝鮮のジオポリティカルなリスク、それから先月も申し上げたが半導体が昨年秋にかなり悪くなって、この数週間というところは落ち着いてきたが、この三つ位の情勢から株がかなり落ちてきて、それで今コンフィデンス指標については消費も企業コンフィデンスについても、めっきりと落ちてきているという状態で、先行きが懸念されるということかと思う。

植田委員

住宅市場が崩れ始めているというのは、1か月位前から聞くが、そうでもないのか。

堀井国際局長

崩れ始めているという程でもなくて、どんどん上がってきたのが止まってきたというところで今認識している。ただ、一方で貸出について、これは消費者信用も合わせてだが、政策として抑える、バブルを抑えるような政策をしているので、そういう意味では住宅価格が鎮静化していくというのは、政策の狙ったところでもある。問題はそれがオーバーシュートして、ひどいことにならないかということである。

植田委員

それは、単純には住宅ローンの金利がどっちに動いているかを見ると。

堀井国際局長

住宅金利は上がっている。

平野理事

韓国は、政策を引き締め気味に運営している。その背景の一つは住宅バブルだった。金融を若干引き締め、同時に監督政策を強化、例えば住宅ローンに関する担保掛け目を下げて、住宅バブルの進行に歯止めをかけようと

している。その効果が確かに出つつはあるが、出過ぎると景気の急速な減速を招くリスクが潜在的にある。

福間委員

原油備蓄の状況はどうか。産油国は別にして、中国とか韓国はそれ程高くはないのではないか。これだけの高成長を続けたこともなかったから。この点、ストラクチャルには嫌だなと思っている。

堀井国際局長

そこのところはまた改めてご報告したいと思う。

速水議長

宜しければ次に移る。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、早川調査統計局長お願いします。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

予めお断りだが、皆さんご承知のとおり、今回は日程の関係上、最初の配付資料には主立った経済指標が反映されていないので、本日は、配付した厚い方の参考計表で説明する。合わせて、本日月報についても配付している。結果的には基本的見解にはほとんど変化はないが、背景説明のところは予定原稿で書いていたので、数字がバツバツだった。そういうのが新しい数字になっているので、もしお時間があれば参考までに見て頂きたい。

とだけ申し上げて、計数の説明に入りたいと思う。まず最初に追加図表の図表4を見て欲しい。1月の貿易統計だが、実質輸出は0.8%の増加、輸入の方は2.6%の減少だったが、これをそれぞれ10~12月期との対比で計算すると、いずれも0.6%増ということで、極く緩やかな増加が続いている。次のページの絵の感じで見ても、輸出も輸入も緩やかな増加になっている。下の方の実質貿易収支というところで純輸出の動きを見ると、

純輸出は横這いで、これまで申し上げてきたとおりの動きになっている訳である。さらに次のページで、今度は輸出の中身だが、正直言ってまだ1月単月なので、四半期の数字を見ても、特殊要因とかで数字が暴れている部分が多いと思っている。例えば、国別で申し上げると、米国向けの輸出が減少している訳だが、これは10~12月期に自動車輸出が増えたことの反動という面が一つと、それから実は情報関連の米国向け輸出が減っている。実際下の方の財別で見ても、1月の情報関連の輸出は減っているが、これは勿論アメリカの設備投資の回復が鈍いのは事実だが、ここへきて特に落ち込んでいるという訳ではない。後程述べるようなアジアとか日本の輸入の動き等と合わせて考えると、この部分は多分単月の振れだろうと思っている。逆に米国の下のEUの輸出が増えている訳だが、勿論これには、例えばこれまでのユーロ高の影響も何がしかは影響している可能性があるが、正直言って、先程説明があったようなヨーロッパの経済状況から考えると、ヨーロッパ向けの輸出が非常に高く伸びるというのも不自然なので、これも多分単月の伸びだと思っている。こうした中であって、やはりアジア向けの輸出が引き続き伸びているということが特徴である。見れば分かるように、とりわけ中国向けの輸出は1月は爆発している。前にも述べたように、第4四半期、低い伸びになったのは、鉄鋼のセーフガードがかなり効いていたせいであって、下の方の中間財を見ると、1月のところで中間財が増えていて、こういったこともあって、中国向けの輸出は非常に高い伸びになっている。それ以外もアジア向けは総じて高い。基本的には前回も申し上げたとおり、アジア向けの輸出は、いわゆる海外生産移転その他のことを含めて基調的に増えていると考えているが、多分1月の数字は若干行き過ぎだと思っている。これは先程説明があったとおり、チャイニーズ・ニュー・イヤーが2月の頭と、これは移動祝祭日で時期が動くので季節調整が巧くかからないということで、多分強めに出過ぎているという面はあろうかと思っている。次に、情報関連のところだけ念のため見ておきたいと思う。先程申し上げたように、情報関連の1月は、マイナスになっている訳だが、まだ新しいデータが出ていないが、例えばNI

Es の情報関連輸出は 10~12 月期、大体日本より 1 四半期早いとみているが、10~12 月期横這いである。それから世界半導体出荷も、10~12 月期横這い、1 月の数字も出たがこれも前期比ほぼ横這いの感じなので、日本の輸出だけが大きく落ちるとするのはちょっと考えにくい。現に下の方を見ると日本の情報関連輸入は実は 1 月は増えていて、これもどちらかということと同じ方向に動く傾向にあるものなので、1 月の情報関連の輸出はそれ程心配したものではない。むしろ単月の動きだろうと思っている。輸入サイドについては、今の情報関連の話だけを別にすると、特にご説明するようなことはない。

続いて、図表 13 の設備投資関連の指標を見て頂きたい。設備投資関連のうち、機械受注はもう既に前回説明して以来出ていない訳だが、ここで見て欲しいのはまず第一に、一致指標の関係である資本財出荷である。資本財出荷 1 月は随分増えた。ただし、この資本財出荷の 1 月の増加は、パソコンの春モデルを少し早めに投入したということで、一時的に数字が膨らんでいるので、これを以って直ちに設備投資がはっきりとした回復に転じたと考えるのは尚早だろうと思っている。先行指標については、建築着工しか出ていないが、これは例によって暴れているが、1 月は前月比では 13.8% 増だが、なぜか 10~12 月期対比では丁度 0 ということなので、機械受注と合わせて考えれば、先行指標も基本的には下げ止まってはいるが、まだ現時点ではっきりした回復が確認できるには至っていないということの良いかと思っている。

次に、個人消費については、前回の時点で 12 月はかなり大きな落ち込みになったが、どうも 1 月は戻ったようであることを述べた訳だが、結果として見ると、見事な位 12 月の前月比の三角カッコのところは軒並みほぼマイナスであって、1 月の三角カッコはほとんどプラス、昨日乗用車が発表されて、これも 1 月に続いて 2 月もプラスであったということになる。この結果、1 月の 10~12 月期対比、ないしは自動車に関しては 1、2 月の 10~12 月期対比というところで三角カッコを見ると、プラスマイナスまちまちというところである。敢えて言えば、若干プラスの方が多い

かもしれないが、いずれにしてもまちまちの感じである。さらに図表 21 の販売統計の合成指数の一番上を見ると分かるように、このような感じである。そういう意味では、7月に続いて12月もやっぱりボーナス月に消費関連の数字が落ちて、少し心配をした訳だが、どうもこの数字から見る限り、個人消費の基調がここで急に弱くなっているという訳ではなさそうであると思っている。さはさりながら、後程申し上げるように所得はまだかなり減っているし、消費者コンフィデンスを見ると、このところ数字はまちまちだが、どちらかというやや弱いものが目立つという状況なので、今後イラク情勢の展開等々を含めて消費者心理ないし消費行動に何か変化が出ないか、注意して見ていく必要があると思っている。

続いて図表の 26 の生産である。ご承知のとおり1月の生産は前月比で1.5%の増加になって、5か月振りの増加であった訳だが、先行きの予測指数は2月-0.4%、3月が+0.6%ということである。計算すると見てのとおり1~3月期は0.5%の増加ということで、基本的には横這い圏内の動きと理解している。次のページの一番下の予測の修正状況を見ておきたいが、確かにこのところ実現率は下振れる傾向にある。従って、例えば1か月先の予想については若干下振れる傾向があるが、よく見ると、予測修正率というのは、どちらかという上振れている月の方が多い訳で、いわゆる景気の調整局面みたいに修正率、実現率共にどんどん下がっていくようなフェーズではない。両方足すで行ったり来たりという感じである。前にお配りしているように、私共の企業ヒアリングについても、1~3月の生産は横這い圏内なので、10~12月の-1%と1~3月の+0.5%ではちょっと弱めという感じもあるが、前々から申し上げている数字の基準改訂等々も踏まえて考えれば、概ね横這い圏内という判断で良いのではないかと思っている次第である。ちなみに在庫循環のところも見ておきたいが、実は12月、1月共に在庫は単月でプラスだったので、在庫循環的には回っている感じである。ただし、ここで注目しておきたいところは、例えば一番左上の鉱工業全体で、黒いポチと黒いポチの距離が、昨年度終わりから今年度前半、非常に大きく回っている。それが、今見ると、第四象限のとこ

ろで非常に小さな歩みに変わってきている。これは二つのことを意味していて、一方においては最終需要、とりわけ輸出の伸びが鈍化している。他方でしかし、企業の生産態度は極めて慎重であって、在庫を積まないということが、両方が表われた結果、第四象限で何か固まるような動きになっている。そういうことで、毎回申し上げているようにいわば前向きの循環の力も働きにくい、さりとて、直ぐに崩れるという感じでもない、ということが例えば、こういう形でも見て取れるだろうと思っている。

次に、雇用関係も月末から月初にかけて出たのでご紹介しておく、基本的には余り変化はない。有効求人倍率は緩やかな上昇ということで、失業率はほぼ横這いという感じである。1 ページ先の図表 31 で見るとここは分かりやすいと思うが、有効求人倍率は見てのとおり、ゆっくりとした上昇が続いている。失業率は、季節調整替えになってしまって、12 月とかの数字が下がったのでまた 1 月単月は上がったように見えるが、見てのとおり素直に見れば、一昨年秋から大体同じ水準で 1 年半近く横這っているという状態である。これは見れば分かる通り、最近このパターンである。96、97 年のところ、それから 99 年から 2000 年のところ、最近のところを見ると、景気が悪くなる局面で一旦失業率が階段状に上がって、その後有効求人倍率がすーっと上がってくる局面ではずーっと失業率が真横に走るといえるのが、90 年代のパターンになっている。所定外労働時間、新規求人等々に関しては、特に所定外労働時間を中心に伸びは鈍化しているが、引き続き増加は続いている。前に戻って、中段の労働力調査のうち、失業率についてはもう既に述べたので、雇用者のところを見ると、このところ雇用者数の前年比のマイナス幅、0.4%、0.2%、0.3%という感じなので、一頃に比べるとマイナス幅はかなり小さくなっているということが分かると思う。その後の毎勤統計の常用労働者数だが、これは月次だと一応マイナスが 0.8%、0.7%、0.6%、と縮んでいるが、これはまだ確報で下方修正される可能性がある、現時点でこれが縮み始めたと言っているのは控えておきたいと思っている。むしろ今回述べたいのは、二点あって賃金の方である。賃金のうちまず第一点は、見てのとおり所定内給与のマ

マイナス幅が0.1%ということで、これまで-1%内外であったので、それに比べて縮んでいる。これは、かなり、多分統計的な話だと思う。皆さんご記憶だろうか、丁度去年の今頃、去年の1月のところで所定内賃金のマイナス幅が段差をつけて大きくなった局面があったと思う。これについては、当時、実は毎月勤労統計の標本の変更に伴って、前の標本に比べて新しい標本のパート比率が上がってしまった。パート比率が上がると、1人当たりの賃金が低くなるために、そのデータの不連続の結果として所定内賃金のマイナス幅が大きくなったということを多分述べたと思う。実は、今回はそれが1年終わって裏が出る形でマイナスが縮んだ。だから実勢で所定内賃金のマイナス幅が縮んだとは考えていない。多分去年1年間、やや大きめに過ぎていて、それが一巡したことで少し縮んだということだと思うが、サンプルは今後そう変わらないので、暫くの間、数字面はこんな感じになるかと思う。勿論、若干この統計の癖として確報で下方修正になる可能性があるのもう少しいかもしれないが、-1%という水準には多分ならない可能性が高いと思う。他方、特別給与に関しては、1月はウエイトは低いけど23%減ということで、非常に大きなマイナスになった。この点は図表33を見たいが、その結果として昨冬のボーナスは11月から1月合計で計算して、5.3%の減少であった。一つ前の冬が7.3%減、夏が9.6%減だったので、マイナス幅は縮んでいるといえれば縮んでいるが、いずれにしてもかなり大きな減少であったということが改めて数字で確認されたということである。

最後に物価だが、C G P Iはまだ出ていないし、会合終了までに出る予定はない。従って、まず若干商品市況について申し上げた後、消費者物価についてお話したいと思う。図表36である。国際商品市況は上がっている。これは改めて申し上げるまでもないが、主に中段にある原油価格が2000年の一番高かった頃の水準まできているために、一番上で計算している私共の国際商品市況は、実は他のものが若干上がっていることもあって、2000年の水準を若干上回るころまでいっている。従って、輸入物価については、前回1月自体は若干の下落だった訳だが、こういうことを

踏まれば輸入物価は少し上がりそうだと思う。今度は国内の商品市況を見ておきたいが、実は最近の大きな特徴として、国内商品市況は結構上がっている。これは一応日経の42種指数を使っているが、かなりの上昇であることが分かる。勿論、石油関係が影響していることは間違いないが、必ずしも石油関係だけではなくて、ここで上がっているものとしてはむしろ中段のところを見ると、鉄、紙、化学等々、ほぼ軒並み上がっている。とりわけ鉄鋼の上昇はかなり急であるということである。従って、C G P Iの感じで言うと、基本的には機械類の下落が大きく効くし、機械類のウエイトが大きいので、商品指数みたいな動きはしない。ただ、さすがにこれ位素材類が上がると、2月の数字辺りはどうだろうか、横這いか若干上昇くらいかもしれない。そんな感じの動きになるのかと思っている。最後に消費者物価に触れておきたいと思うが、図表43である。消費者物価については、このところややマイナス幅が縮んでいて少し上の方に行くかなと思ったが0.7%の壁は厚く、押し戻されてしまった。従って、1月の前年比はまたいつもの-0.8%に戻っている。主たる理由は、中段のところ、このところずっとマイナス幅が縮んでいた財のところのマイナス幅がほんの僅かに拡大しているということだが、見るとお分かりのとおり、財のところの積み上げの棒グラフとこの太い線が若干乖離した感じの動きになっている。これは実は四捨五入の関係でこういうことが起こっている。細かく積み上げていくとこの棒グラフだが、0.1%刻みでラウンドをかけるとこういう動きになるので、実勢として1月のマイナス幅が特に拡大したというよりは、四捨五入の関係でそういう数字になったという位だと思っている。先行きに関しては、2月は去年マクドナルドの上がった月なので、それはどちらかというとマイナス方向に出てくるので、2月は恐らくマイナス幅が目立って縮むというのは考えにくいかなと思っている。ただ、3月辺りになると、先程の原油価格の上昇の影響がガソリンに比較的出てきそうかなと思っている、加えて4月には前々から申し上げている医療費、および電力の裏ということなので、3月、4月位まで睨んで申し上げれば、これまで申し上げてきたような下落幅は幾

分縮小方向ということで良いだろうと思っている。

以上ご説明したとおり、私共予定原稿で本当は心配だったのだが、結局出てみれば、大体予定原稿どおりで、これまで申し上げてきているような判断を大きく変更すべきところはないと思っている。ただ、先程も述べたように、消費者心理の面でもイラク情勢等は勿論気になるし、企業に聞いてもやはりイラク情勢等に出発するところの先行き不透明感が非常に強いという状況は当たり前だが変わっていない。正直言って、こういう不透明な中であって経済は何とか横這いを維持できているので、そういった不透明要因が消えていけば、少しプラスの方向が出てくるのではないかと期待はしているが、何分にもその展開自体に余りにも不確定要因が大きい訳なので、現時点でなかなかはっきりした方向感を申し上げるには至らないということになると思う。私の説明は以上である。

速水議長

ご質問ございましたらどうぞお願いします。

須田委員

先程の労働の需給の説明が面白かったというか、興味を持ったのだが…。

早川調査統計局長

別に説明した訳ではなくて、事実を申し上げただけである。

須田委員

これから先の経済を考える時に、失業率はどのようにみればよいか。

早川調査統計局長

結局、こういうことになっているということは、いつものUV分析のような絵にすれば、要するに階段が起るごとにいわば mismatches が段々溜まっていくというような姿になっているとお考え頂ければ良い訳である。

ただ、具体的に申し上げますと、ベバレッジカーブというのは、全体を纏めるとそれなりの格好をするが、年齢別に見たりすると相当違う動きがある。すなわち、高齢者のところと若年層のところは相当違うが、重ねるとああいう形になるということなので、一言でこうであるとは実はなかなか言えない。例えば、若年層のところだと、ベイカンシーが動くが、高年層のところはベイカンシーのところがいづも低くて、失業率の方は横に動くというパターンになっていて、組み合わせるとああいう長めのカーブが出てくるといというのが実態である。

#### 須田委員

今おっしゃったように、例えば構造調整をやったからベイカンシーが下がっていくというよりも、今後の日本経済を考えた時には、失業率が高止まりしてしまうと言えるのか。

#### 早川調査統計局長

それは言ってみれば、それは二つのファクターが当然両方効いていて、一つはいわゆる中高年のリザーベーション・ウェイジの問題。そのリザーベーション・ウェイジというのは、元々の企業内のウェイジ・プロファイルとの関係でもある訳である。要するに、ウェイジ・プロファイルが立っているが故に、結局中高年のリザーベーション・ウェイジが高くて、だからこそなかなかオファーされるジョブを受け入れないということが起こってしまい、それは構造的な失業の上昇になる。それからもう一つは、当然のことながら、そういう人達を巧く働かせるような産業が出てこなければいけない訳で、それが例えば、いわゆるサービス業などでも、若者向けサービスばかりではなくて、シルバー向けのビジネスの中には、実は高齢者が高齢者を助けるみたいなビジネスというのは可能だと思うが、そういうビジネスモデルが必ずしも育っていない。だからそういうビジネスが育っていくということと、やっぱりウェイジ・プロファイルの調整と、その両方が多分必要なのではないか。それが行なわれなければ、おっしゃるとおり失業率は高止

まってしまうということだと思う。

春委員

やはり図表 30 の名目賃金のところだが、所定外給与はかなり増えていて、所定内給与は統計上の理由とはいえ、縮小している。月例給与トータルではプラスになったという話を聞いたが。

早川調査統計局長

一応これで見ると、前年比の数字は 1 月で前年比で  $-1.4\%$  なので、一応マイナスではあるが…。

春委員

これは特別給与が入っていると思うが。

早川調査統計局長

特別給与を抜けば、 $-0.1\%$  対  $5.1\%$  なので、ウエイトがいかに所定外が低くてもプラスになる。

門間調査統計局企画役

定期給与で  $+0.1\%$  である。

早川調査統計局長

$+0.1\%$  だそうである。

春委員

特別給与は今年は減らないだろうから…。

早川調査統計局長

そこは実は、内部でも色々議論しているところで、特別給与に関しては、

去年程は減らないというのはほぼ自信を持って言えるところだが、プラスになるかどうかということになるとちょっとなかなか難しい。

春委員

然り。

早川調査統計局長

例えば、製造業に限って言えば、少しプラスの面もなくはないような気がするが、非製造業や金融も含めてかなり落ちるだろうし、それからここ何年間かずっと大企業と比べて中小企業のところのボーナスの減少が大きいので、果たしてマクロでプラスになるかどうか。一応、今の春闘の雰囲気と言うと、自動車は若干プラスかもしれないが、電機がどんな感じがまだ分からないし、素材産業は儲かったから賃金を出すかどうかでも少し自信がないし、マクロ全体で考えるとどうだろうか。繰り返しになるが、マイナス幅は少なくとも去年よりは縮むことは比較的固いと思うが、プラスになるというところまでは、実は私共現時点ではみていない。

春委員

大体の傾向としてベースアップはほとんどなく、定昇も見直しという、そこは厳しいが、一時金の方は比較的業績見合いでという会社が割と多いような気がするが…。

早川調査統計局長

少なくとも、今一番早く話が進んでいる自動車辺りはそういう話になっている。

春委員

良いところが先行しているということか。

#### 早川調査統計局長

だから、現在出ている話というのは、自動車のところがいわばベースアップなしで、一時金は出すよという感じになっているが、自動車は今一番相対的に強いところなので、もう少し様子をみないといけない。もう2か月、3か月見ないと、余り自信を持ってこうであるとは言えない。そういう意味で、所得は、例えばボーナスのマイナス幅が縮小すれば、減少の程度は小さくなるのではないかと思っているが、逆に個人消費については前々からご説明しているように、去年1年間がややでき過ぎの面もあるので、それで以って消費がすぐ良くなるというのはなかなか期待できないと思っている。

#### 中原委員

夢みたいな話なのだが、企業に聞くと、「今年の電力不足」という人が結構いる。これは春委員に聞いた方がいいのか。これも生産のボトルネックになるようなことはあり得るのかどうか。

#### 早川調査統計局長

私共も正直聞いている。多分春委員の方が良くご存知だと思うが、この3月も大寒波がきたりすると危ないと言われている位らしい。だから、順調に例の原発の再稼働が進んでいけば何とかいく訳だが、それがちょっと遅れたりすると夏は厳しい可能性はある。

#### 春委員

これまでいた会社のことで誠に申し訳ない。3月はおっしゃるように、計画値で予備率ゼロである。ただ、これはまったく余裕がない訳ではなく、動いている設備に事故さえなければ問題ないと思う。ただ、夏は、1,700万キロワットという東京電力全体の1/4位のものが最悪の場合止まる訳で、この場合はとても足りない。お客様も大変心配して、場合によってはほかの地域で生産をする計画を立てないといけないが、実のところはどう

なのかというお話もきているようだ。立地地域のご了解を得て運転を再開することに全力を尽くしているという状況と認識している。ちょっと、それ以上のことは何とも言えないが。

中原委員

アズ・スーン・アズ・ポッシブルで再稼働の努力をしているという状況か。何か計画があるのか。

春委員

現在点検修理中の設備で3月中旬から動かせる状態になるものもあるが、一方で、今現在動いている4基の設備も点検修理のため止めていくので最終的に一旦全部止めることになる。最後の設備が止まるまでに、最初の設備が動き出せば見通しはついてくると思うが、一つも動かさないうちに全部止まるような状況になると、非常に厳しい状況になる、お客様にもご心配をおかけしている。

早川調査統計局長

ご承知のように、生産は比較的上がったところで横這い状態であり、かつ自家発電のウエイトが高いとはいえ、素材みたいに沢山使うところの方が生産水準が少し高い。それがその原発の問題とちょうど絡んでいるので、正直微妙な情勢であることは間違いない。そのように了解している。

植田委員

図表11の価格競争力だが、98年の円安のピークの時と比べて、この図だと今は実質実効で10%も円高になっていない。これは結局為替レートではなくて、内外の物価変化率の格差の累積によるという理解で良いのか。

早川調査統計局長

色々あるのでちょっと…。

植田委員

例えば対米で下の図でみると、ほとんど同じところにある。

早川調査統計局長

然り。

植田委員

円ドルレートは 30 円位円高になっている。

早川調査統計局長

そういう意味ではそうなる。上がる。年数的に 5 年位あるので…。

植田委員

内外のインフレ格差は 4、5% あれば 5 年で 20% とか。だから、そこだけをとると、デフレが経済の総需要を支えるのに役に立ってきたということなのか。

須田委員

実質為替レートで議論する限りはそうである。

早川調査統計局長

実質為替レートだとそうなる。多分、そうである。ただ、この手の話を始めると本当に色々難しいことが起こる。実際この間、例の物価指数を改訂したりすると、影響が現われてしまう。そうすると、それぞれの国が本当にこういう話を真面目に考え始めると、それぞれの国がどういう物価指数を作っているかというのを…。

植田委員

定量的にどれ位かというのは難しいが、定性的には…。

早川調査統計局長

例えば、私が知っている限りでは、アメリカはかなりヘドニック法とかを使った物価指数を作っている。我が方も最近はかなりそうだった。それに比べてヨーロッパの物価指数は非常に素朴であるというのはある。

田谷委員

この実質実効レートの水準だが、これは調統局のものか。結構違う数字もある。例えば、ロンドンのエコノミスト誌なんかだと、円の実質実効レートは、90年を100として今133という数字が今週号に載っている。そうすると先進国でやっぱり一番高い水準になってくる。だから、どんなものを使うかにもよるかなと思う。

早川調査統計局長

それは比べるためにはどういう定義を使っているか良く見ないといけない。これは見てのとおり15通貨26か国でやっているのだから、カバレッジとしてはかなりとっている積もりだが。

須田委員

為替レートで面白かったのは、実質実効為替レートを見ると、73年を基準としてアメリカもユーロもほとんど100に戻っている。日本円の実質実効為替レートだけ120である。

植田委員

円高っていうこと…。

須田委員

2割円高である。それでアメリカとかユーロは、変動レートの最初の時期に戻っている。

田谷委員

先程円が133と言ったが、その数字で見ても、ヨーロッパは105までいっていない。

植田委員

ここでは物価は何を使っているのか。

須田委員

それも日銀のだから…。

植田委員

消費者物価に近い方か、輸出物価に近い方かで全然違ってくる。

須田委員

調統では何を使っているのか。

早川調査統計局長

これは多分…。

植田委員

これは輸出物価に近い。

早川調査統計局長

PPIとCGPIである。CPIでやると、これまた極端な数字が、それこそ購買力平価150円とかそういう数字が出てくる世界であり、輸出物価でやると、為替レートの変動をほとんど物価が吸収し過ぎてしまうという感じがある。そうすると何のために実効レートを作っているのか分からないような感じもあるので、我々は普段いわゆるPPIとCGPIみたいな世界で計算することが多いと思う。

須田委員

消費の今後だが、この図表 22 を見て、所得はマイナスで合成指数は結構プラスである。このギャップというのがどうなるかということに関して教えて欲しい。

早川調査統計局長

まず第一に、図表 22 は前年比で書いているために若干歪み過ぎていると思う。先程の図表 21 というのは、同じものだがレベルで書くとこんな感じになる。たまたま図表 22 の前年比がこんなふうになっているのは、2001 年の第 4 四半期とかが、いわゆる 9.11 の後のマインド悪化みたいなところで、落ち込み過ぎているので、前年比で計算するとちょっと上に出過ぎている感じがある。しかし、そうは言っても見てのとおり、図表 21 の上の方で見て、個人消費はこういう販売指数で見ると、店舗調整後ではほぼ横這い、調整前だと微増位が続いている。それと、例えば図表 34 の雇用者所得とか実質所得と比べて頂くと、やっぱり消費の方が少し強いという傾向はあるだろうと思う。これは以前ご説明したことだと思うが、この乖離の説明は、幾つかのファクターがあって、まず所得面から言えば、言うまでもなく所得というのは雇用者所得だけではない。年金受給者のウエイトが高まっているから、そういうところの所得は減っていないので、これとダイレクトに比較するのはいかなものかなという側面がある。それから第二に、以前は日本は高齢者が増えてもなかなか貯蓄率が下がらないと言っていた訳だが、やはり高齢者のウエイトの増加というのが、近年は正確なことは分からないが、後期高齢者の比率の増加等々があったと思うが、どうも貯蓄率の低下が起こっているようである。その他にも幾つかのファクターがあるが、そういったファクターに支えられた面が大きいと思う。さはさりながら、しかし、同時にいわゆる単純な慣性効果、ラチェット効果の部分もあるとすると、やっぱり所得の弱さの影響が遅れて出てくる側面もあると思うので、基本的には、若干の構造要因を考えれば、消費

がそうガタッと落ちるとは思わないが、所得が減っても大丈夫というふうには考えられない。従って、前からいつも、この消費についてはマインドを見ながら心配しつつ、今現在横這いであるという評価をしている訳で、当面それ以上なかなか申し上げられないという感じである。所得については、先程春委員のご質問にあったように、あんな感じだろうと思っている。

速水議長

それでは次に移る。最後に企画室から金融環境について説明してもらう。白川理事、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、お手許に資料5参考計表というのがあるのでそれに即して説明する。通常追加計表というのを用意して、ということなのだが、前回会合以降多くの資料が出ていないので、この資料に即してご説明したいと思う。まず飛んで頂いて図表8だが、これは今回から作ったものであるが、銀行貸出はご承知のとおり前年割れの状態が続いているが、そういう中で、ほかの与信ツールを使って銀行がどんなビヘイビアをしているか、その辺りを見てみようということである。一番上が銀行貸出のグラフだが、ご承知のようなことであって、棒グラフが貸出の残高、折れ線グラフが前年差ということである。前年差の方は水面下ということなので、前年対比マイナスということだが、このような推移を辿っているという中で、まずコミットメントラインの方を見てみると、直近これは昨年の12月の計数が載っているが、15兆円ちょっと上回るという状況である。前年対比でいくと3兆円弱伸びている。ちなみに前年比をとると+20.5%というような状況である。それから都市銀行等が引き受けている私募債の方を見てみると、(3)のグラフだが、全体としては直近時点の数字は3兆円強ということである。前年対比で見ると、1兆円ちょっと膨らんでいるということ、これは前年比でみると+52%というようなことであり、金額で見るとそう

大きくはないが、割合で見るとかなり伸びてきているという姿である。それから、国内の銀行が持っている証券化、流動化に関連した商品、これはどうかということで見たのが、一番下の参考のグラフである。残高としては3兆円弱ということである。前年差ということでいくと1兆円ちょっと、伸び率でみると実は2倍を越えるという状況である。貸出については前年割れの状態ということであるが、その他の与信ツールを使って銀行側は、企業金融をサポートするという状況に一応なっている。ちなみに銀行貸出を直近で見ると、前年比10兆円マイナスということだが、一方で先程申し上げたコミットメントラインの方は、+3兆円弱、それから私募債が+1兆円ということなので、極く大雑把に言って4兆円位は他の与信ツールでもって一応カバーされているという感じの姿だということである。これは今回お出しした新しい数字ということである。それから、前回会合以降出たいつもご説明している数字ということで図表9を見て欲しい。今回マネタリーベースのみが計数としてリバイスされている。まず2月だが、お手許の数字は実は26日までの平残を出している。既に2月28日までの計数が分かっているので、ちょっと申し上げるので修正して欲しい。前年比の12.6%というのは変わっていない。その下の平残だが、極く僅かだが、92.9が93.0ということである。それから銀行券の発行高8.4が8.3。それから貨幣の流通高、これは変わらずということである。それから日銀当預だが、33.4が33.6ということで、ほとんど26日までの数字と変わっていないということである。マネタリーベース全体については、もうこれまで述べてきたようなことであって、伸び率が次第に縮小していくというトレンドの上を歩んでいるという姿である。特に、2月については昨年銀行券の発行高が伸びたのでその裏が出ているという要素が大きくて、これが効いているということである。それから3、4月の見通しということだが、昨年を思い起こして頂ければ予想がつくとおり、伸び率については、次第に低下の方向ということである。特に4月については、郵政公社が入ってくるので、その分が多少伸び率を上げる方向に作用するとは思いますが、トレンド的には低下の方向で継続するだろうという感じでみている。それから

もう一点新しい数字が入ったのは、図表 19 である。企業金融関連ということで、資金繰りの D I だが、中小公庫の調査と商中の調査の結果が出ていて、2 月は -18 をちょっと切る、-17.9 ということで、多少資金繰りは窮屈な方向に振れている。それから商工中金についても同じような動きだということである。1 月少し改善する方向という感じになった後、2 月はまた窮屈化というようなことであって、これを繰り返しているが、基本的に厳しいという感じには変わりはないと思っている。それから金融機関の企業側からみた貸出態度ということだが、中小公庫の 2 月の数字が出ていて、これは 1 月企業側からみて金融機関の貸出態度は少し緩んだというような感じで計数が出た訳だが、2 月は横這いというようなことである。実は今回、前回会合以降ということでは、先程申し上げたマネタリーベースと今申し上げた資金繰り D I と金融機関の貸出態度の関係の調査ということで、金融環境全体を評価し直すというデータというのは実は数的にも出ていないし、多少出た数字をみても、それを見直さなければいけないというようなことを示唆するものではなかったと思っている。私の方からは以上である。

速水議長

ご質問ございましたらどうぞお願いします。

須田委員

確認だが、先程の債権流動化関連商品の部分と民間部門からの資金調達で流動化要因の調整後というのがあったが…。

山口企画室審議役

これは特殊要因調整後の計数である。

須田委員

流動化要因調整後というのと、それは全然違うものなのか。

山口企画室審議役

勿論それは入っていると思う。

白川理事

流動化要因調整後というのは外した分ということである。

須田委員

これは、例えば流動化要因を外してしまうのか。貸出を加えたのではないか。

白川理事

貸出残高を加えて前年比を出している。

須田委員

そうやっているのだったら、新たに流動化要因が入っているというのではなくて、この部分は貸出の方に入り込んでいるのではないか。

白川理事

分かった。

須田委員

それが入っているかどうかを問題にただけ。

田谷委員

このページのコミットメントラインについて、相手の企業というのはいどの位のサイズ以上なのか。

白川理事

資本金基準がある。コミットメントラインの利用先数についても別途

統計で発表しているが、この先数の方もステディに増えている。

山口企画室審議役

今のところ、先数は直近時点で4,100 というようなことである。昨年末から今年のはじめにかけて少しずつ増えているというようなことである。ここに載せているのは、基本的に契約期間1年未満のものを計上しているということである。

白川理事

これによって全体の着地が大きく変わるという訳ではないが、オンバランスの銀行貸出の数字だけ見ていると多少ミスリードするので、計数的に大体どの程度のオーダーかなということを一応点検する癖をつけてはいる。そういう趣旨で今回入れたということで、余り深いインプリケーションはない。

中原委員

これは実際の貸出残高とのダブルカウントはあるのか。

白川理事

ドロウダウンされた段階では勿論貸出に計上される。

春委員

ドロウダウンされたというのはかなりあるのか。

山口企画室審議役

実際には先程申し上げたこの1月の数字でいくと、契約の未残が15兆で、それに対して利用された額が2兆円である。従って、ほとんどドロウダウンされていないということである。

春委員

これを使うと格付機関が格下げ材料にするという話があって、だから手許資金を圧縮するのには役に立つのだが、そう簡単には使えないという認識をしていたが。

須田委員

でも、リボルバー型だったら使うのが当たり前なのではないか。

春委員

違う種類のものかもしれない。

須田委員

そうではなくて…。

中原委員

CPのバックアップライン。

須田委員

然り。そちらの方だと思う。

山口企画室審議役

基本的には、コミットメントラインを設定した段階では、実は当該企業の格付けというのはそれによってプラスの方向に作用すると思う。

福間委員

会社によって違う。物産はコミットメントラインを全然やっていない。

春委員

東京電力は一応設定したが常時は使えないので、手許現預金をどれ位減

らせるのかというところには至らなかった。

#### 福間委員

本当はオン・ザ・ブックでやった方が。

#### 白川理事

ある商社の財務担当に聞くと、銀行間の借入金調整がややこしいことから、調整の対象外であるコミットメントラインを使うということであった。商社はそれぞれに、ポリシーが違うようである。

#### 植田委員

私募債引受は、銀行にとっては融資とどう違うのか。

#### 山口企画室審議役

なかなか難しいが、一つは企業側の問題としては債券を発行しているというのが何がしかのステータス・アップに繋がるというようなことがあるようである。それから銀行側としては、いざとなれば融資に比べて売りやすいというか、処理をしやすいというようなこともあるように言われている。

#### 植田委員

でもマーケットはほとんどない。

#### 山口企画室審議役

ない。だからそのところは非常に難しいので、結局、企業サイドのそうしたニーズと資本市場について少しでも理解をさせたいという、いわばそんな形でのリレーションシップの中で出ている話だろうと思う。

田谷委員

この12ページのM2+CDの増減の寄与度分解のところ、下の方にCPというのは、減少要因として出ているが、これはどうしてか。

山口企画室審議役

12ページにある。

白川理事

なぜというのは…。

田谷委員

1ページ目ではCPが平残で前年比でプラスになっている。

須田委員

これはネットかグロスの違いか。

山口副総裁

金融機関の保有残が前年より減っている。

須田委員

こちらはグロスである。

田谷委員

なるほど、なるほど。分かった。

福間委員

企業の立場からいうと、ドレッシング目的で期末は落としてバランスシートを見掛け上良くする。その調節にCPを使う。期末になるとね。そういうところもある。

中小企業庁が進めている話は、今の資金調達との関連でどうだろうか。

白川理事

あの商品がもっと大きくなってくると制度改正はどうかということか。別途、直近の状況を含めてご報告するが…。

福間委員

ざっとでいいからお願いします。

白川理事

従来通り働き掛けはやっているということだし、それからプロトタイプの商品も、これも確か別の機会にご説明したが、発行されるということではある。ただ、これが非常に大きく発展するようになっているかという点、まだ残念ながらそうではないと思う。そういう意味では、企業金融の円滑化をここで議論した時に、日本銀行として色々な働き掛けを今後ともする必要があった状況はまだ変わっていない。現に努力はしているが、残念ながらまだそこまでいっていないと思う。先般経済財政諮問会議では総裁の方から再度報告をし、その前段では経済産業大臣も話をした。事務方とも話をしている。このような形でキャンペーンというか、そういうことはやってはいる。また細かい動きは後からご報告する。

田谷委員

それは一部の新聞で3月中にも数百億円単位で出るというのは、そうなりそうなのか。

白川理事

そうである。あと色々なプロトタイプの動きは先行しているが、個別の話なのでまたご報告する。

速水議長

それではこれで本日の議事は終了する。明日は午前9時に会合を再開するので宜しく願います。なお、予めからお願いしているが、決定会合に対する信認を確保するために、皆様におかれては本日の議事内容についても厳正な機密管理にお努め頂きたいと思う。どうもありがとうございます。

(午後3時58分中断、5日午前9時再開)

それでは定刻になったので、ただ今から金融政策決定会合を再開する。本日はまず、日本郵政公社の本行に対する預け金の保有に関する契約骨子と当該契約の締結について、執行部の説明と決定を行なう。その後、通常通り政策運営等の議論に入り、金融経済情勢と金融政策運営方針に関する討議、もしあれば、政府からの出席の方々の発言、そして金融市場調節方針の採決と進めていく。採決の後は、金融経済月報の基本的見解の取り纏めを行なって、前回の決定会合の議事要旨の承認を行なう。そして最後に、先行き半年間の金融政策決定会合の開催予定日の承認を行なう予定である。

本日、政府からは、財務省から谷口副大臣、内閣府からは小林審議官が出席されている。

予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録することを前提としている。委員および政府からの出席の方々におかれては、そのことを前提に発言するよう宜しく願います。

### Ⅲ. 日本郵政公社の本行に対する預け金の保有に関する執行部説明と決定 (資料-7)

速水議長

それでは最初に日本郵政公社の本行に対する預け金の保有に関する件について討議、決定を行ないたいと思う。今回の措置の概要や契約の骨子

などについて、白川理事および企画室和田参事役に簡単に報告してもらいたいと思う。

#### 和田企画室参事役

それでは資料7、日本郵政公社の本行に対する預け金の保有についてである。まず、資料で措置の概要を説明する。本行は日本郵政公社との間で、通貨および金融の調節の円滑な実施を確保する観点から、日本郵政公社が一定期間において日銀当預に一定金額以上の平均残高を保有するとの契約を締結することとしたい、というものである。この場で決定頂きたい事項は以下の2点である。

第一に、日本郵政公社の本行に対する預け金保有に関する契約骨子および当該契約を日本郵政公社との間で締結すること、第二に、日本郵政公社に適用する預け金率の計算方法等、である。考え方のところだが、郵政公社は準備預金法の改正によって政令指定があれば準備預金制度の対象となり得るものとして追加されたが、当該政令指定はなされていない。一方で、マクロの日銀当預需要を安定的かつ予見可能なものとして、金融調節の円滑な実施を確保する観点から、郵政公社の日銀当預需要についても安定的かつ予見可能なものであることが必要である。また、準備預金制度の対象となっている民間金融機関との競争条件に配慮することが必要である。

それでは、日本郵政公社の本行に対する預け金保有の具体的内容である。まず、契約骨子だが、日本郵政公社との間で次の内容を骨子とする契約を締結したいと考えている。1. 趣旨だが、契約の目的は、通貨および金融の調節の円滑な実施を確保することとする、という文言を明記したいと考えている。2. は本行に対する預け金の保有である。3. 所要預け金の金額の計算方法だが、定期性貯金の残高およびその他の貯金の残高——これには郵便振替に係る預り金を含む——、この両者にそれぞれに預け金率を乗じて計算する。4. 預け金率だが、本行が設定しまたは変更する。5. 本行に対する預け金の額の計算方法だが、その月の16日から翌月の15日まで

とする。6. 本行に対する預け金が不足する場合だが、郵政公社は違約金を本行に支払う。7. は本行に対する報告書の提出である。

次に、預け金率の計算方法等だが、概略は次のとおりにしたいと考えている。(1) 定期性貯金の預け金率およびその他の貯金の預け金率だが、それぞれ準備預金制度適用対象金融機関の直近 1 年間の定期性預金の平均実効準備率およびその他の預金の平均実効準備率にしたいと考えている。現時点での試算では、定期性貯金に係る預け金率は 0.5%程度、その他の貯金に係る預け金率は、0.8%程度を前提にすると、所要預け金額は 1.5 兆円程度となる見込みである。この点についての考え方だが、郵政公社の資金決済需要を上回る安定的かつ予見可能な日銀当座預金の創出が可能である。また、民間金融機関とのイコールフットィングに配慮したものであると考えられる。(2) 預け金率だが、1 年毎に変更する。(3) は、(2) の変更時には、預け金率の変更幅に限度を設ける。変更幅の限度は、定期性貯金、その他の貯金共に 0.1%にしたいと考えている。この点についての考え方だが、準備預金は累進性となっており、準備預金制度適用対象金融機関の合併等、外生的な要因により変動するという点に配慮したものである。変動幅の限度については、過去の平均実効準備率の変動幅を勘案している。(4) 準備率が変更された場合には、上記にかかわらず、準備率の変更を反映した新たな預け金率を適用したいと考えている。この新たな預け金率については、準備率変更の都度諮る。

本措置だが、日本郵政公社が発足する 2003 年 4 月 1 日から実施することとし、同日付で日本郵政公社との間で当該契約を締結することとしたいと考えている。

次に付議文である。「日本郵政公社の本行に対する預け金の保有に関する件。案件。平成 15 年 4 月 1 日から日本郵政公社との間で当座預金取引を開始することとなったことを受け、通貨および金融の調節の円滑な実施を確保する観点から、日本郵政公社との間で、別紙 1. に定める内容を骨子とする契約を締結するとともに、「日本郵政公社に適用する預け金率の計算方法等に関する件」を別紙 2. のとおり制定し、平成 15 年 4 月 1 日

から実施すること。以上。」。別紙1. 以下はただ今説明した内容であるので省略する。説明は以上である。

速水議長

では、本件について質問があればどうぞお願いします。

山口副総裁

確認である。内容はこれで賛成だが、先方における事務手続はどういうことになっているのか。

和田企画室参事役

先方とは今、内々事務方ベースで話をしており、内容自体について大筋合意しているので、私共の決定を受けて先方に連絡し、4月1日に郵政公社の生田総裁と契約を締結する運びである。

速水議長

これで宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

〔「日本郵政公社の本行に対する預け金の保有に関する件」  
について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン〕

#### 議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

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

賛成 9、全員一致で決裁された。

速水議長

なお、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。

次に、金融経済情勢に関する討議に入りたいと思う。金融経済情勢と金融政策運営に関する検討に移りたいが、その前に、ただ今決定した日本郵政公社の本行に対する預け金について、これを当面の金融市場調節方針においてどのように取扱うべきかについて議論をしておきたいと思う。こうしたある意味で技術的な面については、金融経済情勢や金融政策運営方針に関する討議に移る前に基本的な考え方を整理しておいた方が良いと思う。まず、現在の量的ターゲットのもとで調節目標とする日銀当座預金残高に郵政公社の預け金を含めるかどうか、これが論点となる。私は、郵政公社が準備預金制度類似の契約に基づいて一定の額以上の預け金を日銀当座預金口座に保有する以上、その預け金を金融調節の目標とする日銀当座預金残高に含めて考えるのが自然ではないかと思っている。そのうえで、実際の金融調節方針をどうするかという点に関して幾つか論点がある。

第一に、この目標額についてだが、量的緩和スキームのもとで従来同様の金融緩和度合いを維持していくためには、目標額を上げる必要があると思う。先程の執行部からの説明にあったとおり、郵政公社の当預預け金

金額が1兆5千億円程度になるという見込であることを踏まえると、目標レンジの上限下限にそれぞれ機械的に2兆円上乗せすることが適当ではないかと考える。

第二に、調節方針の適用期間についてだが、郵政公社の発足が4月1日ということになっているので、後程決定する調節方針の中では、3月末までの扱いと4月1日以降の扱いの双方を期間に分けて織り込む必要があると思う。

第三には、郵政公社の資金繰り如何によっては、郵政公社が所要預け金を上回る多額の日銀当座預金を積み上げる可能性がある。そうすると、他の金融機関の保有できる日銀当座預金が減少する。金融市場が不安定化する惧れが出てくると思う。そうした場合に、調節方針のなお書きの想定するケースが該当するとして、目標額にかかわらず一層潤沢な資金供給を行なうことになるということになれば良いかと思う。具体的な金融市場調節方針については、金融政策運営方針と合わせて後程議論をすることとして、ただ今申し上げた調節方針の技術的側面について、もし意見があればお願いしたいと思う。質問でも結構である。

田谷委員

今、総裁が言われた三点、私もそのとおりで宜しいと思う。当座預金目標をどうするかという議論と絡めて、後程した方が良いのか、今行なった方が良いのか。

速水議長

金額を決めるのは後程、これを含めて討議し決定して欲しいと思う。

田谷委員

では、考え方そのもの、総裁が言われた三点に私は賛成である。

#### 須田委員

私も基本的には良いのだが、ただ一つだけ懸念しているのは、今例えば普通の金融機関でも、所要準備以上にかなり積んでいるということを郵政公社が定常的にやってしまうと、このなお書き対応ということがちょっとおかしくなる。そういうことは起こらないということであれば、これで良いと思う。

#### 速水議長

1兆5千億円前後という話は向こうから出してきた話だと思うので、長期に亘ってそういうことが起こるとは思わないが、これははじめてみないと何が起こるか分からないので、一応1兆5千億円前後ということで上限を増やしておく必要があると思う。

#### 中原委員

なお書き対応をせざるを得ないケースというのは少ないけれども、現実にもどうしても出てくると了解しているが、原則的にはないのではないかと、思うが本当にそうなのか。

#### 白川理事

今、中原委員の質問については、現実には4月1日に郵政公社が発足するが、郵政公社自身も新しい経営形態になって、資金計画をしっかりと組んでいくということではある。ただ、非常に大きな組織で初めてこういう形態になるので、資金繰りがどの程度正確に予測できるか、詰められるか、というところがよく分からない、というのが彼等自身の正直なところであろう。そういう意味で、ノーマルな状態になれば1.5兆円になるともちろん考えられるが、当座そこまでいくかについては彼等自身も自信がないということだと思う。段々と evolve していくということであろう。4月は2回決定会合があるので、その都度郵政公社の現実の資金繰りのビヘイビアをみながら、どういう形での額の設定が良いのかというのはまた検証して

いく、ということ以外になかなか方法がないかな、という感じである。

植田委員

当面、ある種の予備的需要などで、1.5兆円を大分上回る可能性もあるのか。

白川理事

4月1日の段階で、預け金利率に基づくものは1.5兆円程度であるが、一応ここでは2兆円と置いている。それでは、彼等自身が4月1日にどうかというところであるが、4月1日にもう少し大きな金額で走る可能性は、彼等の話に聞くと、あるだろうなと思う。実際には4月1日は、郵政公社化に伴うものと、民間金融機関も3月末に大量に資金をホールドするのだと思うが、その解きほぐしが1日で終わる訳ではないから、現実には色々なものが同時並行的に動くのだと思う。郵政公社のその分だけとってみた場合に、ぴったり1.5兆円でスタートするかというと多分そうではなく、少し多めのスタートをして慣らしていったら、4月中に段々と彼等からみてノーマルだという水準に収束していくのだろうと思う。これも、200兆円を上回る巨大な金融機関だから、自信をもってそうだとは申し上げられない。

植田委員

彼等は過去の資金の出入りのパターンをきちんとみて、確率計算のようなものをもとにこれ位もっていれば平気だということはやっているのか。

白川理事

彼等自身も、この計算をした時に、今の預け金率から計算して仕上がりか1.5兆円とし、彼等なりに計算した資金決済需要を上回る水準になっていると考えている。確率計算という程精緻かどうか別にして、それはやっている。

中原委員

現実にマーケットに混乱が起きるのを確認してから、なお書きを運用するのか。それとも、預託金が戻ってくるような時には、あらかじめその日は相当積み上がるというのを前提に落とし所をそれに合わせていくのか。

白川理事

我々自身、郵政公社の資金繰りセクションとも緊密に連絡をとっていかうと思っている。ある程度はレートの方へも反映し、マーケットの地合いが変化するといった点も含めてきっちりみていく。ただ、例がないので、今の段階で、機械的にこういうふうにするということまでは言えず、そこは実際にみながらやるしかない。そういう意味では、決定会合でその都度状況をみながら、おおよそこういう方針で行けば最終的に均衡状態に達する、というふうにはしか言えないのではないかと考えている。

速水議長

宜しいか。それでは他にご意見がないようであれば、金融調節方針における日本郵政公社の取扱いについて三つ取り纏めてみる。

一つ目は、調節目標とする日銀当座預金残高に郵政公社の預け金金額を含めるということ、二つ目は、郵政公社の保有預け金額約1兆5千億円を踏まえて、これを切り上げる形で目標額に機械的に2兆円上乘せする。三つ目は、調節方針の中で3月末までの扱いと4月以降の扱いの双方を期間を分けて書き込むということ、この三つのことをこの方向で今後の議論を進めていきたいと思う。

#### IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

##### 1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

それでは通常どおりの各委員からのご意見を頂きたい。討議の形式は通例のとおり、最初に金融経済情勢に関して順番に意見を頂き、次いで、自

由に討議して頂く。その後で金融政策運営に関してもう一度順番に意見を頂き、討議して頂く。その後、政府から出席されている方々から意見があれば伺うという順序で進めたいと考えている。ポイントを絞って議論して頂くために、金融経済情勢と金融政策運営方針の各ラウンドで、それぞれお一人 5 分程度を目途にお願いしたいと思う。各委員の発言が一通り終わった後に、自由討議の時間を相当に設けるので、各ラウンドでの発言時間はできるだけお守り頂くようお願いする。

ではまず、金融経済情勢について、本日は春委員からお願いする。

### 春委員

国内の景気について、昨日の執行部からの説明に異論はない。結論として、イラク情勢、原油価格、円高、国内株価などによる不透明感は更に強まっていると思うが、全体としては概ね横這いを続けていると思う。金融経済情勢に対する判断は前回の判断、先行き不透明感が強い中で横這いの動きを続けている、で良いと思う。若干コメントをさせて頂く。

まず、前回会合時に発表された 10~12 月の実質 GDP が予想外のプラスの動きとなったことについて、デフレーターマイナス幅が拡大していることや、個人消費が減速していることなどから、全体として慎重に受け止める見方が多かったように思う。中には既に下降局面に入っているという見方もあったように思われた。しかし、米国経済も減速しているとはいえ、回復基調にあると言えそうだし、アジア経済も堅調な状況にある。一方、国内も設備投資はほぼ下げ止まった状態であるが、ミクロで見れば液晶やプラズマディスプレイなど先端商品で国内消費を活発化させるという動きもある。また 1 月の景気動向指数の一致指数は 50% を上回るという見通しとなっていることなどから、それ程悲観的に捉える必要はないのではないかと考えている。輸出については、1 月まで緩やかな伸びを続けていると思う。輸出の内訳は、米国向けが前期の反動から大きな減少となったが、アジア向けは好調である。2 月の旧正月を控えた特殊要因もあるかもしれないが、鉄鋼や化学を中心とした中国向けの復活や、韓国向け

の高い伸びなど心強い状況になっていると思う。生産については1月の鉱工業生産速報は、モデルを例年比早めに投入したパソコンや、カメラ付き携帯の寄与などから上昇している。新製品等の影響等もあるので持続的な動きか分からない面もあるが、1月は在庫が乗用車や鋼材を中心に2か月連続で増加していることや、2月の製造工業の生産予測調査の結果を見ると、このところ所謂実現率のマイナス幅が縮まったり、予測修正率が高まっているというような面もあるので、今後の推移は期待を持てるのではないかと思っている。稼働率や設備の面では、12月の稼働率指数は、前月比で3か月ぶりの上昇となっている。前年比では、生産能力指数が前年比マイナスを続ける中で、昨年7月から6か月連続の上昇となっている。ちなみに産業の大口販売電力量もこの動きに沿った形となっていて、1月は前年比+5.2%と7か月連続で前年比プラスとなって、プラス幅を拡大した格好になっている。業種的にも、化学、鉄鋼を中心に繊維を除く全ての業種でプラスになっている。ただし、設備の状況を示す契約電力では、これは東京だけのデータだが、1月まで12か月連続で前年比マイナスである。このところ僅かながらマイナス幅を拡大しているという状況である。消費は、12月は弱めの指標が多かったように思うが、1月は百貨店やスーパーなどで前月比プラスになるなど、一進一退の動きかと思う。ただ、乗用車の新車登録台数は2月も含めて好調だし、家電販売やDVD、ハロゲンヒーターなども健闘して、勢いを取り戻しているとも言えるのではないかと思う。1月の家計調査でも、一世帯あたり可処分所得が減少したが、消費支出はそれより幾分低い減少に止まっていて、前月比で見れば消費支出はプラス3.6%の増加になっている。なお、個人消費が所得の割に下げられている要因について調査統計局の経済点描レポートの中で七つの仮説を挙げているが、それぞれ説得的だと思った。今春闘の展望について、昨日も質問したが、全体としては企業業績が好調な一方で、ベアは見送り、定昇も見直しといった厳しい動きになると予想されている。このような趨勢の中で、一時金については業績連動、中でも経常利益連動のフォーミュラを考えている大企業もあって、そういう企業の見方によれば今年の夏期

の一時金は前年比大き目の増加になるという見通しを持っているようである。これも昨日示した点であるが、一時金を除いた月例給与の部分は1月は前年比僅かながらプラスになっている面もあるし、企業業績の改善が一時金の形で家計の所得増加に繋がってくると期待したいところである。物価については緩やかな下落傾向が続いていて、1月まで前年比のマイナス幅縮小の傾向が続いている。なお、たまたま大手の鉄鋼メーカーの経営者の方と会った時、その方は国内の粗鋼生産は、今年度は1億1千万トン、来年度は1億5百万トン位はいく、という強気の見方をされていた。鉄のスクラップの国内の市況上昇は国内メーカーの原料調達による他、中国向けの輸出要因がある。また、鉄鉱石についても中国からの強い引き合いから、今後も市況が上がりそうだという話もあった。ホットコイルについても中国からの引き合いでは、米国に出すより採算的に良くなっているという話もあり、中国からのデフレ輸入という話もあるが、一方では中国要因で価格が上昇しているという面もあることも、ある意味で感じたところである。企業金融の面では、多くの企業で借金返済と同時に自己株買いが進められている。配当負担を考えると、自社株消却も経済合理性のある資本の使い道かと思うが、購入した自己株を今後の企業合併時の交換用に金庫株として保管するという例もあり、企業の整理統合など構造改革の推進に繋がるものと思う。こうした中で当面のリスク要因としては、イラク情勢が緊迫化する中での米国の経済動向や、バブル後最安値圏での国内株価ではないかと思う。2月の米国の景気指標を見ると、イラク情勢の緊迫化を受けて消費者マインドや企業家のマインドが急速に冷え込んでいる点が気掛かりなところである。イラク情勢については、昨日も色々と報告を伺ったが、査察の継続か早期の開戦か、ということの他に早期決着か長期戦か、あるいは単独開戦か安保理決議かなど多くのシナリオがあって不透明感が強い中で、消費者コンフィデンスが1月から急落して、消費者心理も冷え込んでいる。企業家のマインドについても、2月のISM指数はかろうじて50%は超えたものの、大きく落ち込んだという状況にある。一方で、1月の住宅着工は堅調であるし、10~12月期のGDP改訂値も前期

比年率プラス1.4%と上方修正されていて、減速の度合いが小さかったという見方もある。米国景気の見方にも幅があるが、イラク情勢の見極めの時期、内容によって下振れあるいは上振れのリスクも大きくなっているように思う。次に日本の株式市場であるが、株価はバブル後最安値に近い水準で低調な動きとなっている。特に銀行株については、大手行の増資計画が出揃って以降、値下がり傾向が強まった状況にある。増資計画の実現可能性への懸念や、増資後の収益への懸念、さらには普通株株主のダイリビューションの懸念などと言われているが、不安材料だと思う。このほか、イラク情勢、北朝鮮情勢、円高、原油高などが懸念材料とされているが、年度末を控えて3月の株価は極めて重要かと思う。現在の株価のバリュエーション面での割安さや、企業業績の改善、新証券税制などが評価されて下支えとなることに期待したいと思っている。以上である。

#### 速水議長

次に、福間委員をお願いします。

#### 福間委員

先週米国ではテロ危険度が引き下げられ、オレンジからイエローに落ちた訳だが、ただ地政学的リスクについては一段と現実味を帯びてきている。マーケットでは、対イラク戦争を既に織り込み済みという見方もあるが、開戦時期の見通し難が市場の動きを不安定にしている側面もみられる。米国の株式は5か月ぶりの安値をつけ、特に昨日は引け味の悪い安値引けという形で、今後の展開が非常に心配される場所である。欧州の株式市場も米国の株価下落も手伝い、6年ぶりの安値圏にある。米国経済については、消費が一段と弱まっており、要因としては、一つ目はガソリン価格が1ガロン2ドル超と高騰していること、二つ目は非常用食料品の買い込み、不要不急商品の買い控えと戦時モードとも思われる動きが見られ始めたこと、さらに2月中旬以降、米国北東部の寒波、シベア・ウィンターの悪影響が加わったこと等が指摘されている。消費関連指標では、既に出たも

ので申し上げますと、1月の消費者信頼感指数は64、これは93年10月以来の低水準、ミシガン消費者景況感指数は79.9、これも93年9月以来の低水準、昨日発表された2月の新車販売台数が前年比-6.9%という形で消費が非常に心配されている。なお、エネルギー価格についてはベネズエラの供給力の一部回復にも拘わらず、地政学的リスク、天候要因、原油在庫の歴史的な低水準等を背景に、需給の逼迫感が強く、高値圏での推移となっている。米国石油在庫水準は75年以来28年振りの低水準である。WTIは足元36ドル近傍、2月27日には39ドル99セントもあったが、36ドル近傍の高値で推移しているということで、非常にエネルギー価格の動きが心配される。欧州経済については、ここにきてユーロ高も手伝い、輸出面の落ち込みもみられ、企業業績への悪影響、特にオランダ企業は米国での事業展開が経済の割に大きい、昨日も大きく株が下がっているのも、ユーロ高からくる企業業績悪化ということである。こういうことも手伝って、全体として景気の減速感が強まっている。特にドイツではその傾向が強く、12月の鉱工業生産の指数は、昨日も執行部から説明があったが、-2.6%と99年2月以来の減少率となっている。またフランスにおいても、消費者信頼感指数が97年5月以来の低水準の-26をつけている。というようなことで、物価はユーロ高にも拘わらず、原油高の影響が加わり上昇の兆しが見られ、欧州ではスタグフレーション的な気配が見られなくもないという状態になっている。アジア経済は好調が続いているが、原油高の影響については要注意である。この原油高の影響は産油国——マレーシアとかインドネシア——と消費国とで異なるが、消費国の中で特に韓国、台湾等は原油備蓄が少ないこともあり、その経済に与える影響がどの程度になるか注視する必要があると思う。また、東アジア諸国、就中韓国については、原油高に加えて北朝鮮問題リスクも重要なファクターだと思っている。わが国の経済をみると、前回会合以降大きな変化は見られていない。依然として内需が弱い中で、輸出依存度が更に高まるという状況になっている。鉱工業生産が1月は前月比1.5%の伸びとなったことについては、昨日執行部からの説明にあったが、踊り場の中で輸出の動向に合わせてジ

グザグ感のある生産動向がここ暫く続くのではないかと思っている。設備投資については全体として横這いの範囲内の動きとなっている。消費はやや弱めの兆しが出始めていることが懸念材料である。これは、先程の春委員の指摘や、先月もこの場で議論になったが、ベースアップの廃止、定昇圧縮等賃金制度改革的な動きが広まっていること、社会保障制度についても医療制度や年金制度の見直しが具体的に論ぜられ始められたこと等、今後これらの動きの消費者センチメントに与える影響が懸念される。この間、企業収益については、大体前年に比べると良い訳であるが、このところ石油価格や鉄鋼等素材価格の上昇が企業にコストアップをもたらしていることである。これを製品に転嫁することが困難な中小企業や建設業等受注産業において企業収益の影響が懸念されるところである。なお、わが国の景気に関するリスク要因としては、ドル安リスクがある。これは展望レポートにも入ったところであるが、ここにきての為替相場については、政府が相場のスムージングを目的とする介入を行なっているが、地政学的リスクと双子の赤字問題を背景に一段とドル安リスクが高まり、これに伴い円やスイスフラン——昨日は 1.32 フラン/ドルになっているが——、ユーロも 1.10 ドル/ユーロ近傍に来ているというように、トレンドがついてきている。地政学的リスクについては、イラクへの対処方針に対する欧米の深くねじれた亀裂、さらには相互不信に繋がる危険性が懸念されていて、こうした見方が今後欧州においてドル・センチメントを一段と弱めている。今は、欧州が先行してドル安感を持っているのが現状である。短期金融市場の動向は、金融機関の期末越え資金調達はほぼ山を越えているものと思う。株価等で不安材料が残るが、今のところ金融機関の流動性不安は後退している。これは、オペ期間を長期化し、早め早めに厚めの期末越え資金を供給するなど、オペを通じて本行と市場との間で対話ができ上がりつつあることが功を奏したためだと思う。この間、私が審議委員に就任してから現在までの限られた経験に基づいて、本行の量的緩和政策について簡単にレビューする。一番目は当座預金残高を高水準に維持し、金融の量的緩和を図ったことは金融機関の流動性確保という点で大きな効

果があったと思う。二番目は、金融機関のALMに配慮して、長めのターム物の手形オペを実施するなどマーケットフレンドリーなオペに努め、本行として必要な資金供給を行なうことができた。換言すれば、必ずしも長期国債買入れオペの増額を伴うことなく、マーケットフレンドリーなオペをやっていけば当預残高の引き上げも可能だということが、私が一年間やった経験である。量的緩和政策を進めざるを得なくなった今一つの背景としては、昨年4月の預金保険法による全債務全額保護措置の終了がある。これを契機に、金融機関がゼロ金利に加えて、他行の信用リスクに敏感になったことから、結果として、本行が短期金融市場における言わばブローカーとしての機能を果たさざるを得なくなった。現状の市場において、期末越えの長めの手形オペの応札倍率は三倍弱のレベルを保っており、こうした状況は、オペ期間を弾力的にセットしていけば本行の資金供給の余力はなお残っていることを示している、というように考えている。以上である。

速水議長

次に中原委員、お願いします。

中原委員

景気の現状については、昨日の執行部からの大筋の説明に違和感はない。わが国を取り巻く海外景気は、東アジアおよびASEANで底固いといえるが、欧州、米国は企業と家計の全体に亘ってコンフィデンスは悪化しているし、停滞感が強まって下方へのモメンタムが前回会合時より高まったように思う。イラク問題の展開が具体的に予想し難いというのが一番大きいと思うが、不透明なまま展開が先ずれしているという中で、原油価格が上昇を始め物価に影響が出始めている。また、米国ではガソリン価格等が家計を圧迫し始めているようだ。ということで、下方へのモメンタムが強まりつつあるという感じを受けている。地政学的要因をどう判断するかというのは不透明ではあるが、単にイラクの問題ではなく、中東あるいは

北朝鮮まで含めて考えると、あまり楽観的なシナリオは描きにくいのではないか。短期終結という湾岸戦争時のシナリオは通用しないのではないかという気がしていて、实体经济への影響はかなり慎重にみるべきではないかと思っている。もっとも市場に関してはかなり織り込まれているのではないかと思う。少なくとも、イニシャルのリアクションとしてはネガティブな方向へ動くと思うが、その後ポジションの巻戻しが起こるのではないかと思う。こういう中でわが国の景気は、輸出が予想以上に粘り強いという感じを受けているが、結局これもアメリカ次第ということで考えざるを得ない。また、内需は10月の展望レポートに即していえば少なくとも第一のリスクと第二のリスク、これは消費と設備投資だと思うが、これに関する標準シナリオ、すなわち来年度上期において消費の底固さが増す、設備投資が緩やかに回復するというシナリオは崩壊したとは言わないが、先に延びてしまったと言うべきであろう。消費は1月に入って多少盛り返したとはいえ、コンフィデンスは下向きになっているし、雇用環境の好転はあってもミスマッチは拡大している。また所得環境が好転する理由はないと思わざるを得ない。消費の底割れはないと思うが、プラス成長を支える力はないと思う。ヒアリングしても、百貨店など高級品や宝飾品の売上げはガタッと落ちている話であるし、ブランドものもハイエンドのブランドはかなり落ちてきているようだ。それから選択的支出という中で、ホテルとか外食、旅行なども客単価が大分落ちているという話を聞いている。小型車にシフトしつつも自動車が何とかもっている訳だが、なぜ自動車が3年越しに好調なのか理解し難い。新車投入などをみるとメーカーの販売戦略が当たっているというのもあるし、6年強という車齢のサイクルがここでうまく波に乗っているということもあるのかもしれない。一方で個人金融のアベイラビリティが高まっていることとか、家計の流動性資産が積み上がっているというようなことも影響しているのではないかと思う。とにかく自動車もってくれることを祈る訳だが、設備投資は横這い圏内でどう考えても大きい期待はできない。今後のポイントは、当然のことながら輸出の持続性ということはアジア、つまりところは米国ということに

なるが、結局イラク攻撃に伴う実体経済の影響次第と言わざるを得ないと思う。もう一つのポイントは企業業績だが、景気全体がここにきてやや下向き加減なのにもかかわらず、今のところ個別企業経営者の顔色がそれ程暗くないように感じている。現実には、財務体力も大分ついてきているのではないかと思う。また、中小公庫とか商工中金の景況調査も想像していたよりは良いように思っている。勿論、勝ち組、負け組が分かれているというのはその通りだが、リストラ効果に手応えを感じてデフレの中で売上げは増えないが利益を上げていくということに自信を持ち始めた経営者も多いのではないかと思う。これは取りも直さず、サプライサイドの改革が進んでいるということをも語るものだと思う。その中で供給面のリスクという点で考えてみると三つ位挙げられるのではないかと思う。一つは当面の原油価格、このところ上昇著しい素材価格、これが企業収益をスクイーズしないかという懸念である。それからもう一つは円高である。三つ目は株価、これがさらに下がってマインドばかりではなくて減損による企業収益圧迫が出てこないか。この三点が私としては気になるところである。勿論、中期的な視点から言えば、不良債権処理とか構造改革の進展、これが経済全体の改善に最も影響が大きいのは言うまでもない。当面の金融資本市場では銀行の株価がちょっと懸念されるが、かなりテクニカルな理由もあるようであって、一応小康状態のまま何とか期末を迎えることになるのではないかと思っている。と言っても、不良債権処理とかこのようなシステムの問題に基本的な解決が得られている訳ではない。むしろ特別検査の結果待ち、審議会の結論待ちという感じが強くなっており、先延ばしのムードと言えらると思う。来期に入って決算発表の時期が近づくところで、改めてある種の不安、混乱がくるのではないかというふうになっているのだと思う。以上である。

速水議長

次、山口副総裁お願いします。

## 山口副総裁

経済活動は全体としてフラットに近い状況だと思う。大きな変化は生じていないという昨日の調査統計局長の説明に異論はない。また、近い将来、いずれかの方向に大きく振れることを示唆するような材料も今のところ出ていないように思う。ここからどこに行くのかということ、GDP統計を手掛りに少し考えてみたいと思う。去年は、第4四半期同士の比較で見ると10~12月期は前年比で実質ベースで2.4%成長であるから、国際的に見ても高めの経済成長であったということになる。ただ他方、GDPデフレーターが2.2%下落し、これも国際的に見ると類がないように大きな下落を示しており、結果として名目GDPで見ると前年比0.1%アップ、ほぼゼロ成長であった訳である。従って、実質的なGDPの伸びだけで実勢を全て語る訳にもいかないという、余り経験したことのない状況が生まれていると思う。私は、極めて現実的に考えると、比較的マイルドな小幅の物価の下落の下でプラスの実質成長を実現し、結果として、名目成長率をプラスの領域に誘導していくという辺りが、現実的な政策目標のファーストステップにならざるを得ないのかなと思う。そういう観点からどういう条件が必要かということを考えてみると、一つはやはり外生需要の伸びなのだろうと思う。GDP統計で見ると、去年は政府の固定資本形成は4Q同士の比較で-5%であるから、政府サイドからかなり強いデフレ圧力が働き、しかしそれを押しよけるような純輸出の非常に大きな増加があったということが判明している。そういうような状態が今後も続くということが、デフレスパイラルのリスクに対する非常に大きな防壁になるのではないかと思う。しかし第二に、それだけでも不十分ではないかと思う。去年の特徴は、雇用者所得がかなり大きく減少したにもかかわらず、実質消費がGDP統計でみる限りかなり増加していることであり、これは結局、労働分配率の修正が一つの要因になって、企業収益の改善が進む、その一方で貯蓄率の低下によって消費の落ち込みが回避されている状態である。ここだけをとると、アメリカと何となく似ているような状態が生まれており、ということは、結局アメリカと同様に現在の内需の状況というのはサ

ステイナブルではないのだろうと思う。いずれかの時点で企業の大幅なキャッシュ・フローの改善がある程度の投資の回復なり、家計所得の下げ止まりということに繋がっていく、このいずれかあるいは両方が生じるという形で、内需の好循環が生まれていく必要があるのだろうと思う。日本の投資環境はしかし、世界的な経済環境、投資環境とかなり強くリンクするようになってきているように思う。たまたま現在は、いわゆる地政学的なリスクが世界を覆っている状態で、この霧が晴れてこない、昨日早川調査統計局長がなかなか方向感を見出し難いと言っていた訳だが、そういう状況だろうと思う。こういうある種サスペンドされた状況が長引くこと自体、ダウンサイド・リスクの原因になっていくと思うが、これ自体は如何ともしがたいことだと思う。当面は、以上のようなことを頭に置きながら経済を慎重にウォッチしていくべき局面ではないかと思う。以上である。

#### 速水議長

藤原副総裁は今、国会に出ており、帰ってから意見を頂こうと思う。先に須田委員お願いする。

#### 須田委員

金融経済情勢については、景気の現状は横這いで、しばらくは景気回復への動きがはっきりしない状態が続く、ただし先行き不透明感が強く、ダウンサイド・リスクに注意が必要であるというこれまでの判断を変える必要はないと思う。以下、主として海外経済を巡るリスク要因に焦点を当てて意見を述べておきたいと思う。現在、世界経済全体の最大のリスクは地政学的リスクである。これは原油高や株価、為替レート、それに消費や投資マインドを通じて、直接・間接に日本経済に影響を与えているが、問題はこれからの影響である。原油価格の上昇が各国経済に与える影響は、原油輸入の対GDP比率の大きさや実質賃金の調整のスピードなどによって異なる。例えばアジアではシンガポール、韓国、タイなどで原油輸入の対GDP比率が高く、原油高が続けば物価など経済へかなり影響が及ぶと

考えられる。昨日は、米国では原油高による燃料等の上昇が企業収益や家計所得を圧迫して消費や投資を減らすものの、一般物価への影響は不確かだという分析結果が示された。いずれにしても、原油高はコスト・プッシュによる物価上昇と原油産油国への所得トランスファーによる需要減少をもたらすことになる。これ以上に先行きを予想しにくくしているのが心理的なファクターの影響である。現在の標準シナリオは、イラク攻撃が開始されれば短期決着するというもののようなのだが、攻撃の可能性を巡るニュースに株価が反応している。米国では社債スプレッドと株価との連動がこのところ薄れていること、株価が市場センチメント指数の悪化を伴って下落していることから、株価に地政学的リスクが大きく影響を与えていることが窺える。為替レートについても、現在は地政学的リスクはドル安要因と捉えられているようである。また、心理的ファクターは、消費者や投資家心理を冷やし、消費や投資に影響を与えていると思われる。米国の2月の消費者信頼感指数は、湾岸危機以来の下落幅を記録しているが、コンファランス・ボードは、この悪化の理由として、①活気のない労働市場と金融市場、②燃料コストの上昇、③戦争やテロに対する不安を指摘している。いわゆる地政学的リスクが以上のようなルートを通じて、今後、内外経済にどの程度の影響を与えるかは、イラク攻撃が標準シナリオどおりとなるかどうか、それがいつ始まるのか、北朝鮮への攻撃もあり得るのかなどによっても異なってくるので、結局のところ何とも言えない。FRBの理事達は、地政学的リスクを除いた米国経済の問題点については、楽観的な主張をしている。例えば、バーナンキ理事は、米国における家計・銀行のバランスシート問題は景気阻害要因ではなく、企業もバランスシート問題を抱えているのは一部だけだと指摘している。コーン理事も米国の住宅と耐久財への需要増加について過大なものではないと指摘している。もっとも、イラク攻撃が開始されたら、米国の財政負担増とそれに伴う財政赤字の拡大、経常収支赤字の拡大は避けられないだろう。それは経常赤字ファイナンスの問題を顕現化させ、ドル安と高金利をもたらすリスクがある。イラク攻撃が終わって、双子の赤字が元に戻るとしても、政府債務残

高や対外債務残高の高まりによる影響は残るので、バーナンキ理事の言うように地政学的リスク等の不確実性が払拭されれば雇用と設備投資は増加するであろうと簡単には言えないのではないかと思う。欧州経済については、地政学的リスク以外にも問題が台頭している。英国では、住宅バブルの崩壊が懸念される。大陸ヨーロッパでは、会計疑惑問題、年金債務問題が顕現化しつつある。ECBによるレポートによると、欧州銀行セクターの収益性は大きく低下しており、保険セクターについては収益性・リスク許容度ともに顕著に低下していると報告されている。また、クレジット・デリバティブによる銀行セクターと保険セクターのリンクに留意が必要とも指摘している。ユーロ高が外需に与える影響も懸念される。とりわけドイツ経済については、株価下落が大きいこと、ユーロ高は特にドイツに影響を与えること、金融財政政策の自由度がないことを考えると、懸念が高まる。このような状況下で、地政学的リスクの影響も考えると、欧州経済の先行きについて、注意深くみておく必要があると思う。日本については、特に関心があるのは、株価と為替レートについてである。株価については、持ち合い解消や年金の代行返上による株売り圧力のもと、仕掛け的な売りもあって、特に銀行株価の下落が顕著だが、銀行株を保有している生保や一般企業に与える影響が懸念される。また、銀行増資計画の遂行状況や金融庁特別検査が金融システム不安を再燃させるリスクもないとは言えない。株価の動向とそれが与える影響について、注意深く見守る必要がある。為替レートについては、地政学的リスクがドル売り要因とされ、かつ最近の国際的なリスク回避姿勢のもとでは、経常収支が大幅黒字である日本の円レートは当面、円安にはなりにくいと思われる。完全予見を仮定してGDPデフレーターを用いて実質長期金利を求めると、ここ一年では、日本、米国、ユーロ、英国間の金利差はほぼ1%程度の範囲内に入っている。このように、長期実質金利の均等化が進んでいるので、なおさら資金が動きにくいと思われる。なお、実質長期金利の内外均等化の動きについて、一言申し添えておきたいと思う。日本において名目金利のゼロ制約が有効需要に悪影響を与えていると議論されることがあるが、日本を含めて

主要先進国の実質長期金利は2%台に収束している。グローバルな観点から資本の効率的な配分を考えると、日本の有効需要が低いからといって、実質金利を世界金利よりも低くして投資を行なうことは望ましいとは言えない。日本で効率的な投資が活発に行なわれるようにするには、結局はその程度まで潜在成長率を上昇させることが必要になる。この意味では、今程度のデフレであって、世界の実質金利を上回ることなく実質金利を維持できるのであれば、民間投資などへはそれほどデフレが悪影響を与えていないと考えることもできると思われる。以上である。

速水議長

田谷委員お願いします。

田谷委員

前回会合以降、実体経済面でも経済情勢面でも大きな変化は窺われない。内外の経済金融情勢はジオポリティカル・リスクの高まりを前に足踏み状態に陥っているようである。山口副総裁も先程触れたが、こうした状態がさらに長引いた場合の影響が懸念される。まず、国内経済面では、今年に入ってから輸出がそこそこに伸び、生産も横這い圏内の動きをしていることが確認された。先行き不透明感は強いものの、今のところこうした動きが続くと考えて良いように思う。輸出は対東アジア向け、特に中国など向けが順調で、そこそこの伸びが続くと考えられる。その東アジア自体の輸出・生産もそれなりの伸びを続けている。国内の鉱工業生産は、昨日の早川調査統計局長の説明、あるいは先程の春委員の話にもあったように、実現率がまだ若干のマイナスだが予測修正率が小幅ながらプラスになってきているし、マイクロヒアリングの結果などを勘案しても横這い圏内の動きが続くようである。雇用関連指標についても、労働力調査、毎勤統計共、変化は小さいようである。求人面での緩やかな改善は依然として続いているものの、企業の人件費抑制姿勢が強く、雇用賃金の緩やかな調整が続いている。こうした雇用・所得環境のもとで個人消費は弱めの基調を続けて

いると思われる。懸念材料は、期末が近付いたこの時点での株価の低迷、特に銀行株価の下落である。これまでのところ、その短期金融市場、社債市場へのインパクトはほとんどみられないが、株価の下落そのものがもたらすかもしれない広範な影響には注意が必要だと思う。また、福田委員、須田委員も触れたが、このところ円相場に上昇圧力がかかっていることも気掛かりである。次に、米国経済について触れたいと思う。先行きについての見方を変更する必要はないが、双子の赤字の拡大とドル安、消費の先行き懸念などが注目点だと思う。まず、昨年第4四半期のGDP統計が改訂になり、実質成長率が前期比年率1.4%に上方修正された。輸入を含めてほぼ全ての需要項目の伸び率が上方修正されたが、輸出の減少が大きくなった。そうした動きを背景に貿易赤字の拡大が続いている。さらに景気対策や国防支出の増加で財政赤字が拡大しており、経常収支の赤字も拡大気味である。双子の赤字の拡大は、直接投資や株式投資資金の流入減退などと相俟って、ドル安をもたらしているようである。ドルは中南米通貨以外のほとんど全ての通貨に対して軟調になっている。一方、米国の実体経済面だが、1月の小売売上は昨年末の自動車の販売促進による増加の反動や天候要因を考えれば、底固さを維持したと判断できると思う。ただ、1月末から2月後半にかけてのチェーンストア販売が弱かったことや、消費者コンフィデンス指数が2月に急落したことは懸念される。消費者コンフィデンスの低下は、昨日堀井国際局長が言われたように、あるいは須田委員も言われたように、エネルギー価格の上昇、改善しない雇用情勢、そしてジオポリティカル・リスクに関連した不安心理などによるものと考えられる。他方、設備投資関連では、統計の振れによるところがあるかもしれないが、1月の非国防資本財受注が若干持ち直したことが注目される。米国の金融市場は全体として動きに乏しく、目に付くところでは長期金利が低下したことと、株式市場が様子見気配が強い中で、一進一退の動きとなっていること位である。ユーロ経済は全般に軟調だが、特にドイツ経済の低迷が目立つ。ドイツの昨年第4四半期の成長率は、ほぼゼロだったが、今年に入ってから同様な動きを続けているとの見方が多いようである。

内需が低調のようだし、各種コンフィデンス指数も低下している。また、輸出の息切れもみられる。一方、中東欧諸国はEU参加を控えて直接投資の受入れが増加し、生産が回復しており、通貨、株価も堅調である。こうした点からも、ドイツを中心とした先進EU経済の調整が続くと考えられる。以上である。

速水議長

最後に植田委員お願いします。

植田委員

金融経済情勢については、皆さんが言われたことに付け加えることはない。所要時間を久し振りにゼロにしようと思ったが、須田委員がデフレと実質金利のことをちょっと言われたので、私がここ暫く考えていた点を2～3分コメントしたいと思う。一般物価のデフレは色々な現象と関連している訳だが、デフレが起こること自体がそれを原因としてさらに経済を悪化させるというメカニズムがどういうものかと考えてみると、須田委員が言われたように、それが実質金利の上昇に繋がるという点が一つ大きいのだと思う。何で金利が上がるかといえば、デフレが前もって予想されていなかったり、あるいは予想されていても、名目金利がゼロに近いので名目金利の減少でそのデフレを打ち消すことができない。そういう時に実質金利が上がって、これがまた起点となって経済が悪化するということが起こるのだと思う。実際、極端な例だが、1930年代の日本やアメリカを見ると、デフレ率もピークでは10%を越えているし、実質金利も10%～15%というような非常に禁止的な高いところに上昇している。さらに、資金の借り手のバランス・シートが悪化して、金融仲介の問題に結びついて経済はさらに悪化するというプロセスが発生し、これがいわゆるデット・デフレーションと呼ばれる現象であった訳である。それでは、最近の日本がどうかということを見てみると、過去10年間の実質金利、今日私は計算したものを持ってきていないが、普通の支払金利から例えばGDPデフレーター

タの上昇率を引いたようなもので計算すると、政府や非金融法人というような代表的な借り手について、実質金利は緩やかに 90 年代そして最近にかけて低下を続けており、その中で足元ではここ 10 年の最低の水準位にあるということだと思う。従って、勿論、それでもまだ実質金利が高すぎるという議論は可能な訳だが、デフレによって実質金利が上がって、それが借り手を苦しめているという議論は少なくともできないのだと思う。そういう意味でのデフレを起点とする悪い循環みたいなものは、今のところ起こっていないということだと思う。ただし、例外はということでもっとよく見てみると、他の借り手としてまず銀行がある。銀行は借り手でも貸し手でもある。銀行は今、調達金利がほぼゼロなので貸出金利が下がってくると苦しくなるか、すなわちそれが利鞘に表われるのかという観点だが、去年の考査局の資料等にもあったように、過去 10 年位、名目の利鞘はほぼ一定である。従って、それがデフレで縮小しているということはない訳である。ただし、明らかかなことだが、増加する信用コストをカバーしていないという意味で苦しい状態であることは明らかである。それから、余り話題に上らないが、家計の一部、すなわち住宅ローン等を借りている家計を考えてみると、住宅ローンの金利がここ数年もの凄く下がったということはないのではないかと思う。これに対して賃金の上昇率がもの凄く下がってきているので、そういう両者の差として実質金利を考えると、そこは借り手として苦しくなっているという面があるように思うので、今後とも注意が必要であろう。ただ、マクロ的には前者、つまり大まかに言えば、ここ 10 年借り手がデフレによる実質金利上昇で苦しんでいるという状態ではなかったということかなと思う。ただし、それに代わる現象として、付け加えるまでもないが、資産デフレの結果、借り手のバランスシートあるいは貸し手のバランスシートも非常に傷ついてきたことも明らかであり、これが金融システム問題に繋がっている。加えて、30 年代であれば一般物価デフレを起点としてバランスシート問題、金融の問題、そしてそれらの一段の悪化というふうに繋がっていったことが、90 年代以降の日本では、資産デフレを起点としてという言い方は正しくないかと思うが、

それに伴って様々な問題が起り、経済に足枷となる状況が続いているということは確かかなと思う。以上である。

#### 速水議長

それでは、ここで金融経済情勢について追加的な意見や議論があれば自由に発言願う。政策運営については後で伺いたいと思う。

中原委員が株のことを言われたので、具体的なことで申し訳ないが伺いたい。東京三菱などの場合でもああいうふうに公募を発表して、確かに株数が増えるから株価は変化する可能性が基本的にはあると思うが、こういう情勢の中であれがきっかけのようになって株価が下がってきているという理解ができないでもない。3月末をどうみるべきなのか。

#### 中原委員

理論的には希薄化というのが頭にくると、これだけ株を増やしても勿論、収益力がつけば良いのだが、収益力をつけるだけのビジネスモデルもでき上がっていない。掛け声はかかっているのだが、そういう意味で一株当たりの収益力なりキャッシュ・フローなり配当なりというのが当然下がるというようなことになるので、その分株価は当然下がるのだが、今回はそれを超えて下がっている。ここは私も実態は分からないが、メディア等で報じられているポジション・ワイズな売り、あるいはその他のネット証券を通じた比較的小口な投資家の累積的な売りとか、そういうものが影響していると思う。ただ、東京三菱ももう既に公募価格を決定したし、3月末にかけて貸し株の期日もくるとか、あるいは現実の株価が設定されればポジションの巻き戻しが起こって、ある程度戻るのではないかと思っている。現に東京三菱は少し戻ってきているようである。ただ、やはり一番根本的な問題は、株数が膨れ上がるのに対してそれを賄う十分な収益力についての展望がないというところが一番大きいのではないか。

福間委員

事業会社の株が銀行から日銀に売られている。その時に、企業サイドに銀行から「日銀に売るよ」「結構である」という了承をもらうが、その時に一部の企業では二番目の条件として「それだったら銀行の株を売らせてもらう」というようなこともないのか。

中原委員

多少はある。持ち合いであるから、お互いの株を出す訳である。銀行株の方は、日銀が買えないし、保有機構の方も法改正は結局やっていないのではないか。

福間委員

まだやっていない。

中原委員

法改正で企業からの買いを認めるはずだった。

速水議長

基本的にはないと。

谷口財務副大臣

今の議論の中で出なかったが、春委員、原発の停止を今やっている訳であり、これの経済に与える影響みたいなものはどのようにみればよいか。

春委員

不祥事以来、大変迷惑をかけており…。

山口副総裁

いやいや、東電代表ではないのだから。

## 春委員

昨日も質問があったが、全日本の大体 25%位が原子力発電設備で、東電も大体同じ位である。ほかの地域の会社はそういうことはないが、東京電力は不祥事以来、一つ一つ全部止めてチェックをして、確認をしたうえで運転再開をお願いするという事態となっており、従って 17 基あるうちの 13 基位が既に止まっている。4 基もこれから止めると聞いている。一つの危ない時期は 3 月であり、これは非常に寒い日がきたりするとピンチが起こる可能性としてはある訳だが、私はそれはそう心配することはないと思う。4 月、5 月、6 月位は冷暖房需要がないから、これもまあそう心配はない。問題は 7 月、8 月であり、段々チェックが終わって、電力会社としては動かしても良い状況のものが出てくる訳で、それを今、地元にご説明をしているところである。ここのところ低成長が続いていたから、かなり予備力はある。とは言っても全国の 1/3 を占める東電のさらに 1/4 の原子力発電所が全部止まるとなると、少なくとも東京地域では相当な影響を受けざるを得ないということで、お客様も大変心配をしているという状況かと思う。ではどうなんだということだが、現段階では何とも申し上げられないのが申し訳ないところである。

## 谷口財務副大臣

経済産業省に聞くと、仮に最悪の事態になると、停電をしなくては行けないということで、エリアでやっていかざるを得ない。そうすると、例えば金融機関のシステムはどのようになるのか、自家発電装置があるのだろうか。中小の金融機関はそこまで用意していないところもあって、そんなことも心配かと思う。

## 春委員

金融機関もそうだが病院などもあるから、無秩序な供給遮断が起こらないよう全力を尽くすと思うし、経済産業省とも色々ご相談を申し上げて最大の努力をしているということかと思う。一部地域での供給力不足という

最悪の事態の可能性は現段階では否定できない。

須田委員

最近結構テレビでもそのために節電しましょうとやっている。

春委員

原子力が全部止まったままということになると、少なくとも節電だけで凌げるような状況ではないと思う。

須田委員

いや、テレビでやっていたので、電力に問題があるんだということを却って認識してしまった。

春委員

そうかもしれない。元々、無駄にお使いにならないようにということはやってはいたのだが。今回の件に関して…。

須田委員

原発の問題も言いながらやっているから、そういう意味で。

速水議長

今全国で原子力発電は大体約1/4ですか。

春委員

設備で1/4、出てくる電気の量ではもっと多い。4割近いと思う。

速水議長

それは、ほとんど夏位までは動かないのか。

春委員

いいえ、そうではない。点検修理が終われば動かせる状況にはなるが、地元のご了解が得られないと動かさない。また止まっているのは東京電力の分だけなので、全国の1/4ではない。地元のご了解を得るべく、最大限の努力をしているということだろうと思う。

速水議長

本当に日本だけが燃料価格アップの影響がまだ物価等にも余り出ていない。ガソリン、石油…。

春委員

ガソリン価格が上がらないのは、また別の理由だが…。

福間委員

だけどC重油をお使いになるから、ガソリンが出てきてしまう。多少弁護すると、そういう面では消費者還元ができています。重油を焚くので、必ず副産物としてのガソリンが出てくる。そうすると、スタンドが…。

春委員

そのとおりである。

福間委員

田谷委員、今の長期金利だが、勿論フライト・トゥ・クオリティが一番大きいと思うが、むしろこのところの下げは海外の方が激しい。

田谷委員

然り。例えば前回会合からまだ2週間ちょっとしか経っていないが、アメリカの10年債は前は3.877%。昨日3.644%になっているから。今年に入って2月頭、あるいは1月末位まで意外と安定していた。ここにきて

急激に下がってきたように思う。

#### 福間委員

金利だけいうと、バーチャル・サイクルで地球が回っているような感じである。

#### 中原委員

その関連で、先程植田委員と須田委員が言われていたデフレと実質金利と債務者行動、あるいは企業の設備投資の関係は非常に興味があるところなので、今度また是非教えて頂きたい。おっしゃりたいことは何だったのかについて、まだ明確に把握している訳ではないが、企業の設備投資も実質金利が今各国同じであって、日本だけが設備投資が出ないということもなかろうというのが須田委員がおっしゃったことか。しかし、現実的に考えると、やはりデフレというのは債務者行動に対して相当影響を与えているし、中国にいつてしまうということが問題なのではないか。コストとしては、円を持っていて中国で投資する訳だから、そういう意味では影響がないということも可能かもしれないと思う。いずれにしてもデフレ、実質金利、それから財の設備投資なり耐久消費財、住宅への投資というものの関係は、もう一度よくおさらいする必要があると思っているが、今日は時間がないと思うので、もう一度よく教えて頂きたい。現実的感覚では、デフレというのが今程度のものなら、ある意味では共存しろという議論もあるようだが、こういうものなのかどうなのか、もう一つなかなか納得できないということもあるので、是非一度勉強したいと思う。

#### 植田委員

マクロの平均で見る限り、デフレで実質金利が上がって、それが理由で投資にマイナスだということは起こっていないようだ。ただ、ここからさらにデフレ率が100bp上がるとか、そのようになってくると、中長期の金利まで名目金利の低下余地がもうかなり限られてきていると思うので、こ

の状況では実質金利負担は上がり出すと思う。そういう意味で、危ないところにあるのは確かだと思う。

山口副総裁

そういうデフレ率になるのだったら、その前に何か他のことが大きく変化しているはずである。

須田委員

私が申し上げたのは、国内の投資の限界効率が低い中で、そういうところに投資することが、本当に効率的な資源配分なのか、ということである。やはり世界の実質金利が大体今2%位だったら、そのもとでそれにふさわしく資本は世界の中で分配した方が良いのではないか。もし今おっしゃったように、デフレがもっと進み、物価下落が大きくなって実質金利が世界に比べてもっと高いという状況になったら、それは国内の投資を阻害するかもしれない。しかし、世界と同じ程度の実質金利である間は、それが国内の投資の制約になっていると考える必要はないのではないか。国内で投資が少なすぎるのはやっぱり、投資の限界効率が低すぎるということなのだから、やっぱり生産性を上げる方を頑張らないと国内には投資は落ちないという、そういう話である。

山口副総裁

ちょっと若干追加的に宜しいか。今後のリスクみたいなことを考えた場合に、まず不良資産問題であるが、当面いわゆる3月危機的なイメージの中で言われていたような、クレジットクランチ的な非常に強い信用逼迫とか中小企業の破綻が急増するとか、そういう事態は生じていないと思う。ただ、委員方も触れられたが、大手銀行幾つかについて、最近のような株価の水準からなかなか抜け出せないというようなことが仮に起きていった場合に、やはり金融システム問題について抜本的な処理が必要かどうかというテーマがもう一度出てくるのだろうと思うし、それは短期的な諸々

のプラスとマイナスと、中期的なプラスとマイナスの色々なトレードオフがあるように思うので、そういうことを比較考量しながら、重要な決定を下していかざるを得ないという可能性もあるように思う。勿論、大手行の中でも不良資産問題から抜け出し始めたようなところが出てきていて、それはそれで非常にエンカレッジな動きだと思うが、そういう動きになかなか乗り切れない状況をどうするのかという問題が、3月という時点を越えてやはりあるように思う。

それから二つ目には、いわゆる地政学的なリスクということが、専らイラクに注意が集中している訳だが、欧米のジャーナリズムなどはイラク以上に危険な国があるということを盛んに書いている訳で、そういうことに対して、日本の中の精神状況というのは非常に無防備だなという感じがする。先程中原委員もちょっと触れられたと思うが、やっぱり今後は日本に引き付けた地政学的なリスクというものを、やっぱり意識せざるを得ないようなことになるのではないかなと思う。

最後に、実質金利の問題というのは、私もずっと頭を離れずにあったテーマの一つで、時々早川調査統計局長などに議論を吹っかけていたのだが、何か月か前に、ある大きな国の中央銀行の総裁とたまたまこういう話になった。どこの国でも経済循環をリードしていくような経済セクターにおいては、予想される投資収益率というのは極めて高い訳である。数10%などというのが、決してまれではない。そういう予想収益率との対比で見ると、実質金利として計算される値とは桁が一つ位違うようなギャップがあって、実質金利の高低ということが投資あるいは経済全体をリードしていくようなセクターに対してブレーキになっているということは、考えられないのではないか。問題は、そういう高い投資収益率というものに対するコンフィデンスが非常に強い局面もあれば、現在のようにそれが非常に不安材料になっている、脆弱になっているような局面もあり、そこで将来に向けてのコンフィデンスをどうやって回復させていくのかということが、日本でも欧米諸国でも大きなテーマになっているのだらうと思う。そういう意味では、須田委員がおっしゃった実物的な収益率をどうやって改

善させていくのかということが、多分キーワードになるのではないかと思う。ただ、過去においてわが国の金融緩和局面では、金利低下というよりはむしろアベイラビリティの大幅な緩和が色々な意味で効率の悪いセクターの投資を引き出す力を持っていたということは確かだと思う。それが今回は、全く効いていない。それについては、植田委員がご指摘のとおり、私は資産価格低下の影響というのは圧倒的に大きいのではないかと思う。そういう意味で、そういうセクターについてどういう手を打つべきかというのはなかなか難しい問題だなというほかないのだが、実質金利の高さなるものが、金融経済に対して大きなプレッシャーになっているというよりは、もっと別の要素の力の方が相対的にはずっと大きいのではないかと思う。

#### 植田委員

今の話だが、三つ言われた中の三番目は大体賛成だが、ただ、住宅ローンとか耐久消費財需要のところは、アメリカのような国でも普通の企業の設備投資よりももう少し金利に対する感応度は高いと思う。そこが日本の場合には、色々な理由で金利感応度が高くないような状況になっているということもこのところあったかなと思う。

#### 山口副総裁

住宅ローンについては、先程植田委員は言われなかったが、低金利のものに借り換えるということは、やっぱり相当な規模で起きているので、それを含めると住宅ローンの借り手の金利負担というのも、私はそれなりに軽減されているのではないかと思う。ただ、これは余りデータがないので、そのところはよく分からない。

#### 植田委員

賃金のデフレ率は相当高いのでと思ったのだが。一番目に言われたことについても、3月末を控えて何となく安定しているように見える。しかし、

逆に言えば、危ないところはまだ色々あるはずなのに、市場の取引とかマーケットの価格を通じて本来伝わってくるはずの情報が伝わってこないような状態にあるなという、ある種の不安があるような気がする。勿論、そういう流動性リスクや信用リスクが妙な形で暴力的に表面化してはまずいので、それをある意味無理矢理押え込んでいるというのが今の状態である。本来は、ある程度の価格機能が働く中で、しかし行き過ぎでマーケットが壊れてしまうというようなところは押えるという仕組みであるのが望ましい。しかし、両方押え込んでしまっているということで、取り敢えずはいいが、問題先送りあるいは場合によったら問題は蓄積しているという部分もあって、副総裁も言われたように、後でまた表面化してくるといふリスクは非常に大きいように思う。

福間委員

ただ、株が下がることによって、金融機関から預金が流出していくとか、機関投資家もメルクマールを持ちはじめた。そういう面では、山口副総裁が言われたように、不安の中、日銀が差し入れ担保の範囲内で金融を付けている。流動性リスクとか信用リスクは表へは出ず、ただ、静かに潜行している。株価を操作することはできないから、そこはやっぱり油断はできないだろうと思う。油断はできないというか、3月危機がないということはないかなと言えない。

植田委員

大口の預金の一部に残っているのだと思う。

福間委員

然り。

植田委員

それ以外のところはペイオフ延期の影響で動かない。

福間委員

然り。

速水議長

皆さん言われたように、デフレが起こるとどうしても景況感というか、全てのものが暗くなっていく。こういうものが悪循環していくということは、確かにここ数年経験したと思う。ここへきて、成長率も悪くないし、先程福間委員も言われたが、企業の収益は良い。企業収益は全国短観で見ても、法人季報で見ても、2002年度上期までは明らかにかなり良くなっているの、これから先の見通しについてもかなり良くなっている。こういう数字を見れば、相当良いので、どうして株価などが下がらなくてはならないのか。やっぱりこの景況感的な大きなものが足を引っ張っているような感じがしてならない。リストラも随分やっただろうし、コストが下がっていることは確かだし、売れるものは売れているから、株価などはそんなに悪いはずはないと思う。非常に良いところと悪いところがはっきり分かれているということはあるかもしれない。良く調べていないので分からないが、もう少し株価が良くなってもよさそうなものだと思うが。

中原委員

日本の株価のパフォーマンス全体としては欧米に比べるとこのところ良い訳なので、世界的な現象の中の一つだという理解もあるのだと思う。しかし、現在の株価は、やはり大きな需給ではないだろうか。下がる要因はほとんど織り込み済みになってきているような気はする。ただ、積極的に上げる要因というのは、最終的には企業の収益の成長率に対する期待だと思うが、それはなかなか展望がないのだろうと思う。為替もそうだし、原油価格もそうだし、企業収益が2002年度のペースで今後上がっていくということについては、皆かなり疑問を持っているのではないかと思う。

## 田谷委員

日本の株価はかなり軟調だが、例えば昨年末から比較して、あるいは一昨年末から比較して、日本とかアジアNIEsの株価の下落というのは、欧米主要国の株価の下落よりも限定的だということはまだ言えると思う。そういう中で、しかしどうも目立つのは、日本の場合、特にマーケットの人は需給、需給というが、需給でそんな株価が決まる訳でもないと思う。ただ、やっぱり銀行株のここに来ての下げというのは、異常であると思う。先程、中原委員も言われたように、増資に絡む色々なテクニカルな仕掛けとか、色々なことが現実にあったと思う。それと、ああいう増資をすることによる将来の配当負担だとか、一株当たり利益のダイリジョンとか、そういうことはやっぱりあったのだと思う。これが、クレジット・リスクとかあるいは流動性リスクのマーケットになかなか反映していないというのは、日本だけの現象ではない。欧米市場でもやっぱり同じようなことが起こっていて、だから、私も答えがなくて黙っていたのだが、これは何なのかということが依然として私は良く分からない。ただ、一つ言えるのは、繰り返しになるが、欧米、アジアの株というのは、そう極端に弱いという訳ではない。ただ、さはさりながら、一部銀行株を中心として、足許かなり弱くなっている。しかし、それがなぜ、ほかのマーケットに反映されていないのかというのは、確かに日本特有の色々な現象もあるのだろうが——政策的な対応とか色々なことがあるのだろうが——、これも欧米にもみられるので良く分からないところがある。株についてはそれだけなのだが、もう一つ実質金利の話が随分盛り上がっていたのだが、日本の場合、資産デフレの方がかなり深刻であるということは私も思う。それともう一つ、デフレが実質金利を必ずしも上げてきていなかったのではないか。データにもよると思うが、そうかもしれない。ただそれは、政策論議とはまた別の話である。というのは、例えば仮にそういうふうに実質金利がこの間余り上がってこなかった、ひょっとすると、若干下がってきたという状況があったとする。しかし、前も我々が議論したように、物価統計そのものの問題とか、あるいは我々の金融政策のゼロ金利制約と

かもある。また、今日本経済がどういう状況にあるかという、企業も個人も金融機関も含めてバランスシート調整をしている。こういう局面でどういふ政策がいいのかという議論は、まあ別にあると思う。私の理解はそれでいいのだろうか。

植田委員

別というのは…。

田谷委員

別というのは、仮に1%弱程度の物価下落が続いている。これが必ずしも实体经济にそう悪影響を及ぼしていないと、仮にそういう結論が出たとする。しかし、それでは政策対応はどうするのかということを考える時、やっぱり昔やったように糊代論というのがあったし、ある程度物価がプラスに変化するような状況にもっていくことがやっぱり政策の目標であるというふうに、その結論…。

植田委員

長期的に例えば-1%のデフレのままでいいとか、そういうことは私も申し上げている積もりはない。ただ、実質金利が上がっていないから、デフレを起点としてさらにデフレが進行するということにはないと思う。このデフレを止めるためには、もっと低い実質金利の方が望ましいというのはあり得ると思う。ただ、山口副総裁が言われたように、数%の金利の低下で企業の投資がもの凄く刺激されるかという、特に設備投資意欲が冷え込んでいる時は難しいという議論は昔からあると思う。政策で何もしないでいいとか、長期的に-1%でいいとか、そういうこととは別だと思う。

田谷委員

別である。

速水議長

銀行株については、公募の方は増えるからだろうし、そうでないところは取引先から優先株で調達する。これはやっぱり…。

田谷委員

しかし、その優先株…。

速水議長

普通株は配当はなくなるから。

田谷委員

普通株への…。

速水議長

普通株の配当は減るから。それは株価が下がるのは…。

田谷委員

配当が減るといふのと、優先株に対する配当もあるし、配当負担が増えるということもある。

速水議長

銀行株が下がるのは、今仕方がないという感じがするが、しかし、製造業の収益が上がっているのに、どうして株価が上がってこないのかというが私は不思議でならない。やっぱり過剰債務がまだ残っていると、あるいは…。

福間委員

確信がない。というのは、収益回復がV字型を描いている産業が随分あるが、先程からおっしゃっているように、持続性というところにまだ疑問

を持っているのだろうと思うし、取り敢えずは企業によっては大幅な何万人という単位でリストラをやった。では、次もまたできるのか。その効果は、企業収益でみて何千億円かあると言われている訳だが、そういうことはずっと続くのか。それがブリッジングしている間に本業の方で損益分岐点が下がるような、先程から須田委員のおっしゃる生産性が上がるとか、そういうことで追い付いてくれば良いと思う。しかし、取り敢えずはリストラでもって、経費減という格好で浮上した、というようなことであろう。だから、最近アナリストがよく見るのは、営業利益のところである。営業利益はどうなっているかと、下半身のところは色々な問題があるから。そういうような格好で見えるようになってきたのは、やっぱり先を見ようとしているのだと思う。それと総裁がおっしゃったように、二極化しているので、良い方も、書いてくれとは言わないが、アジア、特に中国辺りに市場を置いた企業というのは、このところ急速な企業業績回復となっている。良い方の企業にはリストラを絶えずやっているとか、あるいはBPRとかERPでホワイトカラーの生産性も上げているというような幾つかの共通点がある。そういうビジネスモデルに乗った企業というのは、大体儲かっているし、持続性もある程度目途がついている。ただここで、地政学的リスクのところはちょっとよく分からないなというのはあるが、新たなビジネスモデルを構築してきた企業も出てきていると思う。

#### 速水議長

株式は、昔のように取引先銀行が買ったり、関係会社が買ったりということは余りこれからは期待できない訳だから、個人とか色々な財団とかそういうところを買うようになる。良いところというのは目立ってくれば必ず買いが出るはずだと思うが…。税制、証券税制の改革はいつからになるのか。

#### 山口企画室審議役

証券税制は4月である。

速水議長

この4月1日から。

山口企画室審議役

一部は1月から実施されている。

速水議長

これが簡素化されて、効率化されてくれば、個人の資産がかなりそちらへ流れると思う。これだけ金利が低ければ。それを期待したいと思う。

中原委員

教育の行き届いた知性のせいもあるのかもしれないが、日本経済の将来に対する展望が、まだ今の状況では誰もなかなか描けない、それが大きいのではないだろうか。それから、やはり株を買うというのは、将来、その収益の成長率、EPSがどれだけ成長するのかが大きな判断であるが、恐らく今、リストラというのをやって、何とか売上げを伸ばさないで一定の収益力の目途をつけた。ただ、この後、国際マーケットで競争していくだけの競争力を十分つけられるかどうか、そのための投資、それから当然株主に還元するための収益力を上げていくという自信を持っている経営者というは、本当に一握りの勝ち企業だけではないかなという気はする。

速水議長

この辺で一休みして頂いて、政策運営に入りたいと思う。10分間休憩する。11時10分から再開する。

(午前10時59分中断、午前11時10分再開)

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それではここで当面の金融政策運営方針に入りたいと思う。今回もお一人5分程度を目途にしてご意見を伺いたいと思う。また春委員から願う。

春委員

先程も申し上げたが、景気は横這い圏内の動きを続けている中で、イラク情勢の緊迫化による不透明度の高まりや国内株式市場の停滞など、下方へのリスクが強まっている状況にあると思う。こうした中で当座預金残高は、前回会合以降も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である。日銀による潤沢かつ早めの調節によって、年度末に向けての金融機関の資金調達も順調に進み、短期金融市場は極めて落ち着いている。当面は現在のディレクティブにより強力な量的緩和を継続することが良いと思う。それでも年度末を控えて、海外情勢等から為替・株式市場の急変を通じて、短期金融市場の安定が損なわれる可能性は無視できないと思う。市場の状況を十分にウォッチしながら必要に応じて潤沢な流動性供給を行なっていくことが必要と考える。また、もう既に議論をされたことでもう申し上げなくても宜しいのかもしれないが、日本郵政公社からの預け金だが、現状程度の強力な量的緩和を継続するというこのために、4月1日以降、現在の15ないし20兆円程度という調節目標金額を日本郵政公社からの受入れ見込み額程度引き上げる、先程2兆円としたいというご意向があったが、それが適当だと思う。以上である。

速水議長

次、福間委員願う。

福間委員

先程も述べたように、本行が早い時期から長めのオペを実施、継続して

いることが奏功し、金融機関の流動性不安は今のところ沈静化している。こうした中、市場はさらなる緩和を求めておらず、現行の調節方針のもと、資金供給オペについて現状の頻度を維持しながら期越えの資金供給を継続していくことを求めている。なお、ディレクティブについては、先程総裁が言われたように、日本郵政公社が加わる4月1日以降は、2兆円相当を機械的に上乗せし、市場の量的緩和感に格差が生じない工夫をディレクティブに書き込むことで対応するのが適当ではないかなと思っている。既に銀行は年度末越えの資金調達に目途をつけるタイミングになっていて、遅いところでも来週辺りが山ではないかなと思う。そうではあるが、前半の議論で出たように、不安材料は第一に地政学的リスク、第二に増資の払い込みが無事完了するかどうか等まだ残っている。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、市場の不安要因等で市場のオペ需要が高まる場合には、金融市場の安定確保に万全を期すため、なお書きを活用し必要に応じて一層潤沢な資金供給をすることが適当と考える。以上である。

速水議長

次、中原委員お願いします。

中原委員

今回は現状維持で宜しいかと思う。ただ、3月期末に向けて流動性供給オペには、遺漏なきを期すというのは当然のことであるが、郵政公社の当座預金については、機械的に当該金額を上乗せするという事だろうかと思う。理由は皆さんおっしゃったとおりだが、实体经济の先行き不透明の中で、特に海外でダウンサイド・リスクが高まっているという感じがしているが、わが国景気について、特に、今回下方に景気判断を変更するまでには至っていない。また金融市場も潜在的な不安定さは残るものの、期末を控えて一応安定をみせている。デフレの方も緩やかな物価下落が続いているが、足許下げ止まりの傾向も若干見える。地政学的リスク、原油価格

の動向についても今一つ影響が読み切れない。金融政策そのものについては我々自身、次の政策展開についてさらに議論を深めていく必要があると思うが、この辺については現レジームの選択の余地がかなり狭められているというところから、政策目標、あるいは操作目標ないし中間目標、さらに政策についての参照値をどうするか、政策手段等について議論を深める必要があるということは当然のところであるが、先程申し上げたような景気判断から現状維持ということで宜しいかと思う。以上である。

速水議長

次、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

景気判断を現状維持するということとの関係で、金融調節についても現状維持で良いと思う。今後年度末にかけて、株価をはじめとして、金融システムあるいは国際情勢など、まだまだ流動的な要素が多く残っていると思うので、現在のディレクティブのもとで柔軟な資金供給に努めていくということで良いと思う。郵政公社の関係の取扱いについては既に三委員がおっしゃったご意見と同じである。以上である。

速水議長

須田委員お願いします。

須田委員

先程最初に述べたように、前回会合から経済金融情勢についての判断は全く変わっていないので、次回会合までの金融調節方針については、実質的には現状維持でよいと思う。「実質的には」ということの意味は、日本郵政公社の所要預け金が1.5兆円程度となるということなので、4月1日以降、それを加えて、当座預金残高目標を17から22兆円程度にすることにし、前回と同じなお書きを加えることで良いということである。当面の

金融政策運営についてはこれ以上述べることはないので、以下では「銀行へ流動性を供給しても国債等の運用にまわるだけなので、非金融部門に流動性を供給するよう工夫すべきだ、そうすれば需要が増大する」という議論についてコメントしておきたいと思う。議論を単純化するために、日銀は金融機関を通じて資金を供給するという前提をここでは捨てて、日銀が直接非金融部門と取引することができると考えてみる。それによって民間の支出が増えるためには、非金融部門に流動性制約があるというのが大前提になる。しかし、非金融部門全体は黒字部門、つまり資金余剰であって、資金不足ではない。確かに低格付けの企業では低金利で資金調達は難しいし、中小企業の資金繰りは厳しいという意見も聞かれる。それは非金融部門に資金余剰主体（黒字主体）と資金不足主体（赤字主体）があることの反映である。それでは、この資金不足主体に日銀は直接働きかけることはできるのだろうか。金融政策にできることは資産と資産の等価交換である。従って、一般企業等に流動性を供給するためには彼らが金融資産を保有していることが前提になる。もし、資金不足の企業が金融資産を保有しているのなら、それを売って流動性を手にすることができるので、そのような企業は資金繰りに苦しいということにはならないだろう。従って、資金繰りに苦しい企業は金融資産を保有していないとすると、そのような企業に日銀が流動性を供給することはできない。結局、日銀ができることは、金融市場を整備したり、金融機関が流動性制約に陥らないようにすることを通じて、非金融部門の資金調達を間接的にサポートするということではないかと思う。

日銀では中小企業の売掛債権流動化の促進についてだけでなく、シンジケートローンやローン債権売買市場の育成にも力を入れている。これらローン市場の育成は、2月に出された「早期事業再生研究会報告書」でも早期事業再生に役立つと指摘されている。現在、貸出債権市場協議会で貸出債権市場のインフラ整備の議論が行なわれているが、これにも日銀は積極的に関与している。このような市場整備は、金融機関への流動性供給が企業へ流れることをサポートするだろう。ローンを売買できれば銀行は一

定の自己資本のもとでローンをどんどん組成することができるし、リスクが集中しがちな地方の金融機関は投資家としてローン市場に参入することでリスク分散を図ることができるといったメリットがあるからである。なお、できることなら日銀の担保にもなり得るような形で商品設計に関与していくことを望みたいと思う。

現在、不透明感が増大する中で、リスク回避志向が過去最高水準にあるともいわれている。もっとも、日本のリスクテイク姿勢の低下は今にはじまったことではない。最近では、リスクをとれるのは公的部門と海外部門というのが実態である。ところが今や地政学的リスクを抱え、海外部門によるリスクテイクが難しくなる一方で、公的部門も民間準拠ということでリスクを考慮に入れた資産運用を強いられるようになってきている。このような状況下では、民間の間で広く浅くリスクが負担されるしかない。そのためにも貸出債権市場の育成が期待される。

なお、金融政策に求められているのは、本音のところでは、流動性供給ではなく、日銀による資産価格の支持ないしはリスクテイクであるという意見も聞こえてくるが、それは今の小泉政権が求めている方向とは違うし、また金融政策の本来の範疇には入らないので、このような分野に金融政策として踏み込むことは日銀独自の判断ではできないと思う。以上である。

速水議長

次、田谷委員お願いします。

田谷委員

金融経済情勢は、株価がバブル崩壊後の底値近辺で軟調となっていることを除いて落ち着いており、政策としては現状維持を基本とすることで良いと思う。期末を間近に控えても短期金融市場は落ち着いている。また、長期金利は過去最低水準にまで低下しているし、社債の対国債イールド・スプレッドも縮小してきた。ユーロドル市場におけるジャパン・プレミアムや外銀の円転コストのマイナス幅にも拡大の動きはみられない。ただ、

株価は低迷している。今後、気を付けなければならないのは、ジオポリティカル・リスクの行方とマーケットの反応、それに期末に向けての株価、特に銀行株価の動向であろう。何か対応が必要になる場合でも、前回なお書きの適用を強調しているので、今回さらに何か追加して言う必要はないと思う。郵政公社の預け金は先程も既に触れたが、統計上、日銀当座預金に含め、所要預け金の計算方法は、今日提案されたもので良いと思う。所要預け金額がおよそ1.5兆円程度とすれば、日銀当座預金残高目標のレンジを4月1日から、切りの良い2兆円引き上げることで良いと思う。この引き上げは公社設立に伴う技術的調整と説明し、これまで同様にレンジの上の方を狙う運営を続けることが適当と思う。財政融資資金から公社へ預託金が償還される際、一時的に預け金が日銀に止まる場合には、なお書き適用を含めて適宜対応すれば良いと思う。以上である。

速水議長

植田委員、お願いする。

植田委員

景況感については、皆さん言われたとおりだし、物価の周りをみてもデフレが加速するというよりは、当面、デフレ率はひよっとしたら少し縮小するという状況なので、取り敢えず今日のところは、皆さん言われたように現状維持で宜しいかと思う。ただ、我々がずっと直面してきた大きな問題について、繰り返しになるが一つだけコメントする。それは、デフレ率が当面少し縮小するとはいっても、数か月から1年半、2年程度の間デフレ率がゼロないしマイナスに、インフレ率がプラスになるという目途は今のところ立っていないのだと思う。他方、はっきり明示している訳ではないが、デフレを克服することは、やはり望ましいと考えているのだと思う。従って、当面の景況感が悪化の方向ではないといっても、打てる手があるのであれば、私は打っても良いのだと思う。ところが、議論してきたことだが、現在用いている手段の周辺では、適切な言葉ではないかもしれ

ないが、無害無益というような影響しか出ないというのが、取り敢えずの判断であったと思う。その点ももう一つ怪しくなっている状況かと思う。従って、私自身、例えば2年先のインフレ率予想がまだマイナスだから、今の時点で、今やっているような手段を微調整して目標を達成する確率を少し上げようというような意味で政策を動かしていくということに余り乗り気でない訳である。他方、ひょっとしたらもっと先の物価に強い影響を与えるような手段については、フィージビリティ、それから副作用等についてまだまだ我々の中で意見の一致はみられていないと思う。時々こういう点についても議論していきたいということを含めて、今日は現状維持で宜しいと思う。

#### 速水議長

それではここで暫く時間をとって、先程の続きでも結構だし、今の各委員の意見でも結構なのでフリートーキングをしたい。

昨年に比べて、今度の年度末越えというのが非常に早い時期にレンジが下がった。今回は10月頃から年度末に対応した金利の管理、流動性の供給を始めてきて、それは効果を上げたということは、判断も良かったし、それから第一線の毎日の金融市場調節が巧くいったのだと思う。流れはそんなに悪くなっていない、少しずつデフレが解消する方向に動いている。こうやってストレスを感じないで越えられそうだと言うことは、私共で昨年度の経験がかなりあったということ、それから銀行の再編というのは、ここ1年で大体かたがついている、それぞれの動きが始まったということもあったのだろうと思う。ただやっぱり一番の問題は、いつもお話しするように、国債市場と株式市場はアメリカ並みだが、中間にあるべき企業の市場からの借り入れに対する民間、あるいは財団その他からの投資というのが行なわれる市場が余りできていない。そういうことで、超低金利のもとで、家計の預貯金というのは、余り動かないでいる。デフレ・スパイラルといったようなことを懸念されてきた訳だが、そういう状態が起こらないでここまで来れたというのは、良かったと思っている。しかし、やはり政

治・社会の構造問題に加えて、やはり金融面での構造問題というのがまだ残っていることは確かであるし、企業がもっと市場調達をされるようにしていかなければいけない。これはやはり大きな欠陥であるし、また1,400兆円余り持っている家計の金融資産というものがほとんど銀行、保険に止まっていて、企業あるいは海外の方へ直接投資されていないということが、欠陥ではないかと思う。先般来、企業金融について色々構想が練られて売掛債権担保の資金調達についてこれからすべきことは色々あると思う。もう一つ私が気にするのは、これは何回かお話したが、これだけの金が外へ流れていく、1,400兆円の相当の部分は今でも銀行を通じて海外の高い金利の投資に向かっていると思う。それは相当そういう形で出ているはずであり、B I Sの会議で仲間の話を聞いていてもそうである。そういうのは、皆銀行を通じてドルに変えて、為替のリスクはこっちで持ち、そして外へ出している。これが円の市場でユーロ円とかあるいはサムライボンド的な債券の円建て市場ができていけば、借り手が日本へきて円を借りる。日本の民間の家計その他は円のまま投資ができる。為替リスクは向こうが持つというようなことが起こっていくのが、海外投資の栄えていく道ではないかと思う。そういう市場がまだできてない。そういうことができれば、もっと民間の資金で海外に為替リスクなしに投資ができるはずである。借りた人達はそこで円で調達して直ちに自分の欲しい通貨に切り替えるだろうから——多分ドルに変えるだろうから——、こういった市場の大きな機構の中で円安誘導ということもできてくるのだろうと思う。そういうことをもう少し早くから手がけて、円を国際化していくと共に、そういう市場を東京にもっと大きく作っていくことが必要だと今、ここへ来て特に痛切に感じる。今後、事務局からもあるいは我々の中でも議論していく、こういうことを作り上げていくということが大切だと思う。

藤原副総裁が帰って来られた。どうもご苦労様だった。報告があったら聞くが、こちらの方の議論は、判断は大体前回と同じということで、郵政公社については最初聞いていたとおりで2兆円出す、というのが今までの皆様の景況判断と政策判断である。私はまだ見解を述べていない。

藤原副総裁

これまでの議論の概要は政策委員会室長から聞いた。

速水議長

何かここでご判断、ご意見を聞かせて頂ければと思うが。

藤原副総裁

政策運営だけに短くした方が進行上良いか。

速水議長

両方願います。

藤原副総裁

経済の現状については、まず輸出・生産が概ね横這い圏内の動きを続けているし、消費は弱めの動きを続けているとはいっても、1月の計数は昨年12月に比べてやや持ち直しているといったように、基調が一段と悪化していくような様子ではないことが昨日の報告でも確認されたと思う。このため、基本的な景気判断は前月と同じで良いかと思う。ただ、先行きの不透明感は依然強いものがある。欧米の長期金利低下や株価、為替相場の神経質な動きからも窺われるように、地政学的リスクや景気の先行きに対する懸念は、イラク情勢の緊迫の度合いが増すにつれて着実に拡がりを見せていると思う。アメリカ経済に関しては、株価下落や中東情勢の展開が家計や企業のマインド面を通じて個人消費や設備投資を下押しすることがリスクとして意識されている訳だが、そうした意味で足許、消費者コンフィデンス指標が大きく低下を示したことは大変気になるところである。次に金融面だが、短期金融市場では、金融機関のオペによる期末越え資金の順調な調達進捗状況を反映して、ユーロ円レートが低位安定して推移しているなど極めて落ち着いた状況となっているように窺われる。また、企

業金融面では特に懸念するような急激な変化は生じていない。一方で株価はそれとは対照的な動きを示している、銀行株を中心に8千円台前半で軟調に推移しているようである。このような動きをどうみるかだが、まず本行の潤沢な資金供給による資金余剰感の強まりを受けて、期末を控えながらも金融市場が全体として落ち着いている。特に企業金融面で急速な引き締めといった事態が生じていないことは、素直に認めて良いかと思う。勿論、金融システム不安が払拭されていない中で、市場がショックに対して脆弱な状況であるということも依然変わっておらず、注意が怠れないということは言うまでもない。一方、株価下落の中心である銀行株については、まず不良債権問題の根深さに対する懸念が背景にあると思うが、同時にやや長めのメッセージも込められているのではないかと思う。すなわち最近の銀行株下落の背景には、当初前向きに評価されていた一連の大手行の増資策が収益力強化に繋がる見込みが不明瞭だということとか、株式の希薄化懸念などからむしろ売り材料に転化したということがあると思う。このことは短期的な経営危機の回避や不良債権処理の着実な進捗は、いわば必要最低限のことであり、むしろそれを越えて長期的に付加価値を見出して強力な収益基盤を確立できるようなビジネスモデルを提示することが銀行に強く求められているということを裏書きしているようにも思える。こうした銀行株の動きは、本行による資金の潤沢な供給によってできることとできないことがあることの違いを図らずも示しているのではないかとも思う。

次に金融政策運営についてだが、足許の景気認識に特段の変化を加える必要はないということ、それから資金余剰感の強まり等を背景に、金融市場は落ち着いた状態を保っていること等々から、現状のスタンスを維持することで良いと思う。勿論、株価が再びバブル崩壊後の最安値圏内で推移するといったように、目先の不安材料は少なくはないが、先月のなお書きを変更することによって、期末に向けて市場の安定確保に万全を期すスタンスを対外的に明らかにしている訳である。そのため、何らかのショックによって万が一市場で不安感が急速に高まるような事態の場合にも、適

切に対応できる手はずは既に整っていると思う。今回は4月1日に発足する郵政公社の取扱いを含めて決定する必要があると思うが、冒頭に私も伺ったが、当座預金残高の目標値を現在のレンジの上下限にそれぞれに2兆円を加えた17兆円から22兆円程度とすることで良いと思う。当然調節方針の中で3月31日までとそれ以降で書き分ける必要があることは言うまでもないと思う。以上である。

速水議長

ありがとうございました。何か質問あるか。

須田委員

二点だけ、質問というよりコメントしておきたいのだが、先程総裁がおっしゃった円建ての対外債券市場を作るということに関して、韓国において昨年から銀行の円建て貸出が急増している。銀行の外貨建て貸出のうち約半分が円建てであるということで、今の低金利を利用してかつ、為替レートがウォンと円のレートがかなり安定化しているということもあってそういう状況が起こっている。これも一つの方向だと思う。だからこういう市場が育っていけば、確かに別に外貨で外に出る必要もない訳で、海外でリスクをとれる部分が今とってもらえるのだったらそういう格好で進んでいけばいいなと思っている。それからもう一つ、先程植田委員がおっしゃった物価の下落の幅の縮小部分だが、今日新聞紙上にも、多分これは国内企業物価のことだと思うが、段々縮小が起こっているから、もう今までとは違うというような新聞記事が出始めてきた。エコノミストみたいな人は既にそういう議論を始めているが、新聞にも出始めたということは、消費者物価がどうこうという前に、方向が変わってきたという認識をして、差し当たりどこでゼロになるかということは全然分からないが、その方向だけで期待に何らかの影響を与えてしまって、マーケットが少し動いている可能性もあるなと思った。それだけである。

## 山口副総裁

先程、植田委員が今後のある種の議論についての問題意識みたいなことをご披露されたと思う。私自身はその議論に参加することはもうないので、そういう意味で何も言わないのが良いのかもしれないが、ここまでやってきた議論に引き付けて一言だけ申し上げるとすれば、以下のようなことかなと思う。金融市場を安定させる効果ということを別にして、経済活動に対する効果ということ意識した場合に、単純な流動性の拡張自体にそれ程の意味はなさそうである。そういう理解を前提にすると、ここから先の金融政策というのは、一方では日本銀行単独でさらにできることを追求していくのか、それとも単独ではなくてもう少し別の方法を探っていくのかという方向感覚が一つあると思うが、その点は別にする。そうすると、日本銀行単独でできることというのは、結局のところ、オペなり担保で受け入れる資産の種類をさらに拡張していくのか、あるいは何らかの金融資産について、その価格を強く意識したオペレーションを組み立てていくのか、そういう選択になっていくのかなと思う。この後者の選択については、前回植田委員がGDPを例にとって一つの問題意識を披露されたと思う。私は、金融政策というのは様々な状況、それは現状と限らず、将来の状況も考慮に入れて、それとのバランスの中であらゆるオプションをルールアウトすることなくきちっと議論し、決めていけばいい、そういうものだと思う。ここまで私自身もそういう姿勢で臨んできた積もりだが、ここから先はどういう選択をするにせよ、今までとやや質的に違った問題が出てくるのだろうと思う。従って、どういう選択をするにせよ、その目的、それを行なう論理、また本当は国民経済の中で誰がそれを担うのが良いのかという「主体」の問題などを、政策委員会で良く議論されることを期待する。

## 速水議長

それではここで私の見解を申し述べさせて頂く。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見ても、基調の変化を窺わせるような大きな材料はないと思うし、景気の基本的判断は前月と同じで

良いと思う。先行きについても、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始めることが見込まれるという基本シナリオは変わっていないと考えられる。しかし、先行きに関する不確実性が高い状況に引き続き変わりはないと思う。このところ、欧米金融資本市場における長期金利や、株価の神経質な動きから窺われるように、世界経済の動向にとっての大きな不確実性は、やはりイラク情勢を中心とする地政学的リスクの拡がりだと思う。米国経済については、双子の赤字や家計、企業の負債の積み上がりといった潜在的な脆弱性は否定し切れないところであるが、足許生産、雇用、所得の改善テンポがやや鈍化していることも注目される。こうした中でイラクに対する軍事行動にまで事態が発展した場合に、原油価格の動きや経済主体のコンフィデンスなどを通じて、どのような影響が発生するか見通し難い面が多いと思う。軍事行動は短期で終結した場合には、株価が上昇して原油価格が反落することなどを通じて、米国景気の足取りが確かなものになるとの見方も多くある。そうはいつても、地政学的なリスクについては、思わぬ展開を辿る可能性も考慮に入れながら、引き続き慎重に事態の推移を見ていく必要があると思っている。

次に金融面についてだが、短期金融市場は、年度末を控えつつも日本銀行による潤沢な資金供給、早いタイミングでの期末越え資金の供給開始が功を奏して、引き続き落ち着いた地合いが維持されている。こうした中で、やや気になる動きは、先月中旬以降見られた銀行株の下落である。大手行による増資計画は、3月危機説にみられたような年度末に向けての過度の不安感を後退させるなど、金融市場の安定に一定の効果を持ったように思う。銀行債の対国債スプレッドは幾分縮小している。しかし、同時に株式相場においては、既存株主の利益を損なうのではないかと懸念を招いている。各行の収益力強化の実現可能性を見定めようという市場の厳しい視線が注がれているのではないかと思う。引き続き増資計画の帰趨や不良債権処理加速の具体化が、株価や企業金融、ひいては実体経済にも与える影響については、留意して見ていくべきポイントではないかと思う。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であるが、15 から 20 兆円程度という現在の金融市場調節の目標については基本的にこれを維持することが適当と考える。しかしながら、4月1日以降については既にご説明した日本郵政公社の本行に対する預け金が発生するために、当座預金残高目標に機械的に2兆円を上乗せして、17から22兆円程度とすることが適当であると思う。また、なお書きについては、前回の決定会合において、「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」と書いた。これを維持することが適当だと思う。このなお書きは、日本郵政公社が当座預金の所要額を上回るような形で積み上げて、金融市場の不安定が懸念されるような事態になった場合にもこれを適用することができると思う。私の意見は以上である。何かご質問があればお願いします。

それでは、この辺りで政府から出席頂いた方々のご意見、ご質問等あったらお願いします。谷口財務副大臣、いかがか。

#### 谷口財務副大臣

まず最初に今月で退任される総裁および副総裁に対して一言申し上げたいと思う。速水総裁をはじめとする現執行部は、新日銀法の1998年4月施行以来、ゼロ金利政策や量的金融緩和政策の実施など、前例のない金融政策運営を行なわれ、物価の安定およびこれらを通じた日本経済の健全な発展に向け、尽力してこられた。この5年間のこうした努力について改めて敬意を表したいと思う。

現在、日銀は、金融機関に対して潤沢な流動性供給を行なっているが、金融機関の貸出やマネーサプライの伸び率が低下しているなど、实体经济における資金循環の活性化には繋がっていない。このため物価の下落に反転の動きはみられず、デフレが継続している。

こうした中で市場関係者の間では、日銀は2年間実施してきた量的金融緩和政策の効果について、一度レビューすべきではないかという声も聞かれている。日銀におかれては、家計や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・実施して頂きたいと考えている。

なお、年度末における資金需要に迅速かつ的確に対応し、市場に不安が生じないよう万全な対応をお願いしたいと考えている。

これに付け加えて、何点か申し上げたいと思うが、一つは前回に申し上げたことだが、現在の長期国債の買切オペ、月1兆2千億円だが、ポートフォリオ・リバランス効果という観点で、例えば月2兆円ペースまで増加してはどうかと考えている。このようにすると、当然ながら天井に当たるということになるので、一定の期間これを青天井にし、その状況の中で効果が発現すれば考えを見直すということで検討して頂ければどうかと考えている。

もう一つは、昨年日銀は金融緩和努力の一つの証として、マネタリーベースの伸び率が2、3割に達しているとPRをしてこられた訳である。しかし、本年に入ってからマネタリーベースの伸び率は鈍化しており、4月になれば伸び率が一桁に落ち込むとの声もある訳である。これと相前後して、マネーサプライの伸び率も2%台へと低下している訳で、マネタリーベースとマネーサプライの関係が希薄になっているという意見もある訳であるが、マネタリーベースの伸びはマネーサプライ増加の原動力であることには間違いはないと考えている。日銀におかれては、デフレ克服に向けて強い政策態度を示すためにも、マネタリーベースの伸び率を一定の高い水準以上に維持して頂くことも念頭に入れて頂いた金融政策運営を検討・実施して頂きたいと考えている。

それからもう一つだが、これは前回2月会合においてなお書きが修正された訳だが、資金需要の急激な増大がなくても弾力的に20兆円を超えた資金供給ができるという形になった訳である。これを受けて、市場関係者も様々な事態に対応して、日銀が20兆円を超えた資金供給を機動的に行なうものと認識をしている。こうした対応は、不測の事態が生じた際の機動的対応という点で有効であるが、他方で執行部に過度の裁量を与えると可能性がある訳で、従って、こうしたなお書きに過度に依存せず、予

測できる事態があれば、これについては金融市場調節方針の本則を修正するなどして、対応することが必要ではないかというように考えている。金融政策の透明性の確保という観点からもそうした対応が望まれると考えている。それから先程総裁が言及された円の国際化について、私共も総裁と全く同意見で、財務省においてもそのような研究会を開催し、先日もASEAN+3の事務レベルの会合においても、そういう検討がされた訳で、今後も国益という観点から円の国際化を私自身も進めて参りたいと思う。総裁のおっしゃったことも念頭に入れて、今後もまたやっていきたい。以上である。

速水議長

次、小林審議官をお願いします。

小林内閣府審議官

今日、竹中大臣が国会に出席ということで参加できなかった訳だが、竹中大臣から速水総裁、それから藤原副総裁、山口副総裁に対してこれまでの日本経済の安定化に向けてのご尽力に大変感謝しているとお伝えくださいということだった。

内閣府の意見だが、景気の基調判断については、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と判断している。先行きについても、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、わが国の最終需要が引き続き下押しされる懸念が存在している。国際政治経済情勢を踏まえつつ、今後の金融経済情勢についてより一層注視する必要があると考えている。

政府は、「改革加速プログラム」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が実現されるよう、従来の政策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、実施して頂きたいと考えている。以上である。

#### 速水議長

ありがとうございました。谷口副大臣そして竹中大臣の暖かいお言葉に感謝する。

ただ今の意見についてももし何かご質問、あるいはご意見があればおっしゃって下さい。

#### 田谷委員

一つ宜しいか。谷口副大臣がおっしゃった長期国債の買いオペだが、私は場合によっては引き上げることが必要であると、以前から考えている。ただ、現在のようなマーケット状況で、長期金利でいうと、史上最低というところに来て、我々の動きに対してどういう反応が出るかというのは、非常に見極めにくいと私は強く思う。だから、常に買い切りを増やすことが不適切であるとは思わないが、現状では私は長期国債の買い切りを増やすことは必ずしも適当ではないと判断している。あと、執行部に裁量権を与え過ぎではないか、とおっしゃられるのだが、仮になお書きの発動といったような事態になると、遅滞なく報告、そして議論ということをしていくし、例えば、この3月末を越えて4月、5月になって、どのような当座預金需要が出てくるかというのは、私は正直言ってかなり不安定というか、ちょっと分からないと強く思っている。だからそういう意味で、ここでそういう当座預金残高目標をいじるということも難しいし、今のところはマーケットは非常に安定しているが、皆さんおっしゃったように、期末日、あるいは期末に向けて何が起こるか分からない、それへの対応は別途

考えなければいけないと思うが、その辺は、今までも随分議論してきたところである。そもそも量的緩和のレジームというものを作った時、この問題というのは随分議論した。今のやり方というのは、やむなくというか、こういう方法しかないだろうということであって、そのところはご理解を頂ければと思う。

谷口財務副大臣

一件目の方は、日本銀行が判断される訳で、先程の植田委員の発言にもあったように、今まで微調整で来られた。ということではなくて、この際、例えば現下のデフレの状況を踏まえて、より一層その検討を進めていくべきではないかというご発言があった訳で、そういうことも含めて、こういう一つの提言、提案をさせて頂いた訳である。そういう意味での一歩、二歩踏み込んだ対応をして頂きたいという感じである。

このなお書きについては、私は従来から考えていたことである。

田谷委員

そうですか。はい。

速水議長

谷口副大臣が言われた四つのことは参考意見として聞かせて頂いた。今後共参考にしながら議論していくことが含まれているように思う。

それでは、これで他にご意見がないようであれば、議案の取り纏めに移りたいと思う。先程の委員方のご検討によれば、当面の金融市場調節方針について、基本的には現状維持ということで、4月1日以降に日本郵政公社の発足に合わせて、当座預金残高目標を2兆円上乘せするというご意見が大勢を占めていたように思う。そこで、私の方からその旨の議案を提出したいと思う。ほかに正式に議案を提出されたいという方がいらっしゃるか。いらっしゃらないようなので、事務局から私の議案を確認のためもう一度読み上げて頂きたいと思う。

[事務局より議案配付]

櫛田企画室企画第1課長

それでは議長案を読み上げさせて頂く。「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。3月31日までは、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。4月1日以後は、日本郵政公社の発足に伴い、日本銀行当座預金残高が17～22兆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。「平成15年3月5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）。3月31日までは、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。4月1日以後は、日本郵政公社の発足に伴い、日本銀行当座預金残高が17～22兆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。」である。

速水議長

今の議案は多数の委員のお考えを集約して提示したものである。これで宜しいか。他に追加的なご質問、ご討議があればどうぞ。特になければ、議論が出尽くしたようなので、採決に移りたいと思う。ご異議ないか。

[全委員が賛意を表明]

それではご異議がないので採決する。政府からご出席の方は恐れ入りますが、ご退室願いたい。

[政府からの出席者退室]

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

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今、政策委員会として当面の金融市場調節方針として基本的に現状

維持しつつも、4月1日以後に日本郵政公社の発足に合わせて当座預金残高を2兆円上乘せする案が全員一致で決定された。白川理事と金融市場局長はここに定められた方針に則って調節に努めるよう、これを以って指示するので願います。決定事項の公表は会合終了後直ちに行なうこととする。なお、調節方針の表現変更の趣旨を対外的に明らかにするために公表の際、本日の変更は日本郵政公社の発足に伴う技術的なもので政策変更を意味するものではないことを執行部から合わせて口頭で説明することとしたいと思う。

## V. 金融経済月報の検討

### 速水議長

それでは次の議題に入る。金融経済月報の検討・採決である。金融経済月報のうち最初の4ページが本委員会での正式な決定事項になる。本日これまでの議論を踏まえて検討をお願いしたいと思う。門間調査統計局企画役と櫛田企画室企画第1課長にポイントを説明してもらおう。

### 門間調査統計局企画役

それではまず、実体経済の方から申し上げる。2003年3月総論であるが、「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」ということで前月と同じ表現にしてある。前月表現を若干変えたが、それも判断は変えてないということであったので、判断としては4か月連続で据え置きということになる。各論をご覧頂いても、どこも変えていない。ただ一点、本日朝、法人季報が入って設備投資の新しい数字が入った。私共調査統計局で若干所要の調整をして先程数字を入手したので申し上げる。今回出たのは2002年10-12月の名目ベースの設備投資の季調済前期比であるが、+3.7%という数字になった。参考までにその前がどうであったかということをお願いすると、1-3月から申し上げると、去年の1-3月が-4.3%、4-6月が-0.7%、7-9月が-0.8%、10-12月が+3.7%ということなので、少し強い数字になっている。この統計は来週公表されるG

DPの2次速報にも使われるので、1次速報ではGDPの設備投資は実質ベースで+1.0%になったが、恐らくデフレーターが下がっているということと、名目で+3.7%であるから、1.0%よりはかなり強い数字になる可能性が高いと思っている。四半期毎に結構振れるので、これをもって大きく判断を変えると考えるべきではないと思うが、さはさりながら、こういう数字が出ているので、今設備投資はほぼ下げ止まっているというふうになっているが、場合によっては「ほぼ」を取るとということぐらいはあり得るということ参考までに申し上げておきたいと思う。後程ご議論頂きたいと思う。他はまったく変える材料はなく、先行きのところも現状についての判断が変わらない。それから海外についても、先行きについて特段の変更をしていないのでほとんど変更はない。一点だけ、2行目のところであるが、「米国経済の改善の動きが鈍化しており、欧州の景気にも一段の弱さが窺われる」ということで少し欧州を弱めて、前月に比べると若干欧米で差がつくという格好になっている。そこの修正だけである。それから一番下の物価のブロックであるが、これは第二パラグラフの「物価を取り巻く環境をみると」というところの2行目から下から3行目にかけて4~5行ばかりアンダーラインを掛けてある。かなり大きな変更のように一見思われるかもしれないが、これはこういうことである。まず下から3行目の文章をご覧頂くと、「これらを背景に、国内企業物価は、当面、下落幅が縮小方向の動きとなる可能性が高い」と今回している。実は前は「当面、緩やかな下落を続ける可能性が高い」としていたので「縮小方向」という言葉が今回入った訳である。これは、実はまだ企業物価については前月以降新しい計数が出ていないが、その後の商品市況の上昇等を踏まえると、先行きについて前月よりは少し強めの判断をしているということになる。その文章に「これらを背景に」と入れている関係で、それに繋がるようにその前の3~4行のところを各パーツは余り変わっていないが、パーツを入れ替えて「これらを背景に」というところに繋がるようにしているという趣旨である。もう一点述べる。消費者物価については判断を変えていないが、前月は「石油製品の価格が前年比でプラスに転じるとみられる」

と入っていたが、既に足許実績で若干プラスになっているのでそこを削除している。実体経済は以上である。

#### 櫛田企画室企画第1課長

金融パートについても前回決定会合以降、新たな指標がほとんど出ていないので基本的な変更点は金融資本市場の動きである。その中でアンダーラインを引いたところで、金融資本市場の特徴点ということで修文部分に合わせて三つ程特徴点を申し上げる。一つは最初のアンダーラインのところであるが、「年度末を控えつつも、市場はこれまで落ち着いた地合いを維持している。」。短期金融市場の状況については前回会合以降さらに年度末に近付いている訳であるが、市場はこれまで落ち着いた地合いを維持しているという表現を盛り込んである。二つ目のポイントは長期国債流通利回りが再び0.7%台に低下している訳であるが、こうした長期金利の低下をきっかけに相対的に利回り水準の高い社債を物色する動きがあつて、国債と民間債との流通スプレッドのところの記述であるが、「幾分縮小している」という動きを記述している。三つ目は、あとは株価あるいは円の対米ドル相場、為替相場のところであるが、前回の表現に加えていわゆる地政学的リスクの強まりがそれぞれ株価・為替相場に与えている影響を加味する格好で、株価のところは国際政治情勢の不透明感の高まりということで、ここは中東情勢に限らず朝鮮半島も含めた広い表現で「国際政治情勢の不透明感の高まり」という記述を一つ入れたことである。それと対米ドル相場、円相場については中東情勢の一段の緊迫化ということで、その要因が前回に比べてさらに強まっているという部分を表現したということである。金融部分は以上である。

#### 速水議長

ご意見があればどうぞお願いします。

福間委員

設備投資のところは、もうちょっとトーンが出せないのか。「ほぼ」を取るだけか。

門間調査統計局企画役

「ほぼ」を取って、つまり回復とまで言う自信はまだないので、ただ下げ止まっていることはほぼ確実にできてきているからである。確実にいかないから「ほぼ」は取って、「下げ止まっている」と簡単に書くというのが今の段階ではニュートラルな判断かもしれない。ただ一方では、非常に振れるものであるから、それから先行指標についてはまだ横這いであるから、なかなか上がってきている感じが出てきていない。それから昨日説明した資本財出荷、これも1月は結構良い数字が出ていた。ただこれも振れかもしれないので何とも言えないが、一応、足許二つ三つと比較的良好な数字が出ているということ踏まえると、「ほぼ下げ止まっている」と言うよりはもうちょっと下げ止まっている感じが出る方が良いか。

福間委員

横這いの範囲内というのはまずいのか。

門間調査統計局企画役

それでも良いかもしれない。

福間委員

「下げ」という言葉が嫌なのだ。もうその状態は終わっているような気がする。ただ、消費は私はこれと同じでやや弱めなのだが、設備投資はいろいろな人に聞いても…。

山口副総裁

短観の投資計画はいつ出るのか。

門間調査統計局企画役

4月1日である。次の月報ではそれを織り込む形になる。

福間委員

もうその辺は文学的な表現はこだわらないが、余り「下げ」というのは嫌だな。

門間調査統計局企画役

「設備投資は横這い程度の動きとなっている。」。

福間委員

そうそう。

門間調査統計局企画役

「横這い程度」。

早川調査統計局長

「概ね横這いとなっている」。ただ、文章が繋がっていて、その後にも「個人消費も弱めの動きを続けている」となっており「動き」を使いたくないので「概ね横這いとなっている」のであれば…。

福間委員

みんなダウンダウンだから。

早川調査統計局長

それでは、ここは「概ね横這いとなっている」で良いか。

速水議長

他にないか。宜しければこれで採決をしたいと思う。

[全委員が賛意を表明]

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

速水議長

ただ今、決裁頂いた基本的見解に沿って後段の背景説明部分については、必要があれば執行部で修文したいと思う。本件の対外公表については、6 日本曜日の午後 2 時に行う予定である。

VI. 議事要旨（2/13～14 日開催分）の承認

速水議長

次に前回会合の議事要旨の承認を頂きたいと思う。前回 2 月 13、14

日の会合の議事要旨を承認頂けるか。手許の議事要旨に異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としては、これを承認することとする。この議事要旨は10日月曜日の午後2時に公表する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

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

決裁が完了した。

速水議長

それでは、政策委員会としてこれを承認することとする。

VII. 平成15年4～9月の金融政策決定会合予定日等の承認  
速水議長

次に、先行き半年間の金融政策決定会合等の日程を承認頂きたいと思う。  
手許にあると思うが、4月から9月まで、これで宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

それではこれで、承認を頂きたいと思う。

[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  
決裁が完了した。

## VIII. 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4月7日月曜日、8日火曜日に予定している。なお、如才ないことながら、決定会合における議論の内容は、自身の発言も含めて厳に出席者限りとし、議事要旨および議事録という一定のルールに沿って開示する取扱となっている。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、この場に出席している皆さんにおかれては、くれぐれも厳正な機密管理に努めて頂く必要があることを再度強調しておきたいと思う。宜しく願います。

山口副総裁、藤原副総裁、それから私の3名は、恐らく何もなければ、決定会合への出席はこれで終わりだろうと思う。本当に長い間、色々ありがとうございました。一所懸命努めたが、大変失礼なこととしたことと思うし、議長として巧くなかった点もあるかもしれない。どうぞ許して頂きたい。今後ともどうぞ宜しく願います。本日はどうもありがとうございました。

(午後12時32分閉会)

以上