

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2003年4月7日

4月8日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席者：議長 福井俊彦（日本銀行総裁）

武藤敏郎（日本銀行副総裁）

岩田一政（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（7日 14:00～15:52）

谷口隆義

財務副大臣（8日 9:00～13:17）

内閣府

小林勇造

内閣府審議官

（7日 14:00～15:52、8日 9:00～10:28）

竹中平蔵

経済財政政策担当大臣（8日 10:41～12:46）

（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（8日 9:00～13:17）

企画室企画第1課長

櫛田誠希

金融市場局長

山本謙三

金融市場局参事役

中曾 宏（8日 9:00～13:17）

調査統計局長

早川英男

調査統計局経済調査課長

門間一夫

国際局長

堀井昭成

（事務局）

政策委員会室長

橋本泰久

政策委員会室審議役

中山泰男

政策委員会室調査役

斧淵裕史

企画室調査役

清水誠一

企画室調査役

長井滋人

## I. 開会

福井議長

それでは定刻になったので決定会合を開催する。

(午後 2 時開会)

今日、明日と 2 日に分かれての会合だが、今日は金融経済情勢について執行部から説明を受ける。そして十分質疑応答したいと思っている。明日は明日でまた説明申し上げるが、討議用資料についての執行部の説明を受けて、金融経済情勢に関する討議、それから当面の政策運営その他に関する討議、それから必要に応じて議案の取り纏め、採決、それから金融経済月報の検討、議事要旨の承認と、概ねそういう予定をしている。本日の政府からの出席者は、財務省から津田総括審議官、内閣府から小林審議官にお越し頂いている。宜しくお願い申し上げる。いつも申し上げていると思うが、会合の中での発言は全て記録するということが前提である。委員、及び政府からの出席者についてはそのことをよく踏まえて発言願えればと思う。

## II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

それでは早速金融経済情勢についての執行部の説明を承りたいと思う。各説明者の説明毎に質疑応答したいと思っている。最初に金融調節、金融・為替市場動向についてお願いする。

### 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

それでは今日手許に配っている資料の 1、2 追加で説明したいと思う。まず図表 1-1、金融調節の実績の推移である。いつものように左端に当座預金の残高の推移がある。少し上の方に戻り、3 月 20 日のアメリカな

どによる対イラク武力行使というのを踏まえて、なお書きに基づく資金供給幅を一層拡大した。その後、期末に掛けては、期末の当預需要を賄うためにさらに増加させて、3月31日、期末日には30兆9千億円に達している。さらに4月1日は、郵政公社の発足ということがあって、財政資金の払い出しが6兆円台に上っている。そうしたことも含めて4月1日、33兆7千億円ということで過去最大の当座預金残高となった。その後、当預需要は当然期末の需要の剥落分だけ縮小をしていて、一番左、昨週末4月4日の金曜日は28兆2千億円、本日は朝方の状況の見込みは26兆9千億円の予定である。次に図表1-2、現在の短期金融市場であるが、大きく言って短期の金融市場は三つのテーマがあるように考えている。第一に、イラク戦の行方、第二は銀行株価の下落の影響、第三は、郵政公社による当座預金の保有状況、その影響ということである。下の段に各業態の当座預金保有状況がある。一番右側に4月4日、昨週末時点の当座預金残高28兆円の内訳がある。上から二番目の都長銀が11兆1千億円を持っている。今のところ銀行株価は下落しているが、都長銀サイド、これまでのところは例えば市場性の資金が急に落ちるとか、あるいは預金が流出しているということは全く見られない。昨年秋の株価の下落の時点では市場性の資金が落ちると、株価の下落とともに落ちることがあったが、その後都長銀自体も慎重な資金繰り、それから相手先との慎重な資金の調達契約などを進めてきた結果、これまでのところ資金繰りが悪くなっているということはない。ただ、イラク戦に加えて株価の下落自体も急ピッチなので、このところ少し各行とも慎重に当座預金の保有を考えていこうかという雰囲気が出てきている。第二は郵政公社の問題である。一番右端の4月4日、上から六行目辺りに郵政公社というのがある。一番右に7兆2千億円ということで、当初よりも少し増えているという状態である。率直に言って、公社発足直後ということで、体制そのものが資金運用を行うところまでまだ手が回りきっていないという感じである。先方の見込み額も日々少し振れていて、当面、今後2週間程度は6兆から7兆円程度の当座預金が続く、その後5月に入って、これは当初の見込みどおりであるが3

兆円台程度に落ちてくるということになっている。これまでのところ金融市場全体としては、期末の需要が剥落してきているので、特段の支障なく本日の 27 兆円前後のところまで当預はきているが、今後の郵政公社の当座預金保有状況ならびに、銀行の当座預金保有意欲といったものを慎重に見ながら運営していく必要があるかを感じているところである。図表 1-3 に、オペの結果がある。4 月に入ってからは、元々当座預金残高が今申し上げたように高水準であるということ、それから資金需給の関係からいくと、先程申し上げたように財政資金が出ていくという、郵政公社分、財政資金という形で出ていっているので資金余剰に当たっているということで、資金供給サイドはほぼ定例的な国債買入オペなどを打ってきているというのがこれまでのところである。下の方のこれは、資金吸収オペは期末に積み上がった当預をコントロールする観点から、3 月 31 日という手形売出の欄の二番目から書いているが、3 月 31 日以降がこれが先日付けで打っているので、新年度入り後資金吸収だが、五本程比較的多額の資金吸収をやってきた。これまでのところは取り敢えず一番右の落札決定レートにあるように、0.001 ないし 0.003% ということで低水準が続いてきたという状態である。以下金融市場の動向について簡単に説明したいと思う。図表 2-1 は短期金利の推移だが、下段に最近の推移がある。左端から申し上げると、無担コール・オーバーナイトレートは 0.001 と引き続き日々大幅出し残り状態が続いているということである。それからその次のユーロ円レート、3 か月物のところを見ると、こちらの方も期が明けるとともにレートが低下している。3M、足許 4 月 4 日 0.015% ということで、これは過去最低の水準を記録している状態である。一方、短期国債レート、こちらの方は 3 月中比較的これまでに比べると若干強含んできた訳だが、少し低下方向にあるが、期明け後も引き続き短期国債の発行、増加が続いていること、それから都銀の運用スタンスが先程も申し上げたように株価の下落とともに慎重な方向にきているので、短期国債のレートの方の低下傾向というのはやや小幅に止まっているというのが現状である。なお図表 2-2、上段にジャパン・プレミアムの数字が書いてある。ここでとって

るジャパン・プレミアムという計数はユーロ・ドル市場における邦銀向けと外銀向けのオファーレートの格差、つまり邦銀－外銀でとっているのが、プラスになると邦銀にプレミアムがついている、邦銀の調達レートがその分高めになっているという計数である。薄い線が3か月、細い線が1か月である。引き続き期が明けて少し縮小傾向にはなっているが、0.05%程度ということでやや高めの水準である。細い実線の1か月物の方は今年の4月の期明け後などと比べて見ても、少し落ち方が、縮小の仕方が小さいように窺われる。まだ株価下落の影響が直接出てきているかどうかというところはなかなか判断しにくいところだが、いずれにしてもこのインターバンク市場における邦銀に対する見方は引き続き厳しい状態が続いているということは間違いのないところかと思う。以下国内資本市場、為替市場の動向を簡単に説明したいと思う。図表2-3で、いつも見ているイラク戦武力行使、右側が今回の対イラク戦前後を含めた市場の動き、左側は湾岸戦争時の動きがある。主として右側の方を見て欲しいが、一番右側の下に日本の株がある。日本の金融市場だけでなく、世界の金融市場ともいわゆるイラク戦の開始前後を境に、一旦短期終結期待が生まれ大きく反発し、その後、戦争の長期化懸念から大きく下落し、そして本日は海外市場などはアメリカ、イギリス軍のバグダット侵攻といったことを踏まえながら振幅を繰り返しているという状態である。またマーケットの底流するところは、やはりアメリカ経済の先行きをどう見るかということがあり、それとの関連でやはりアメリカの財政赤字、経常赤字ファイナンス、それとの関係でこのイラク戦がどの程度の期間続くかといったようなことに関心が集まっているところである。以上を前提として、各マーケットのやや特徴的な動きを見てみると、まず今申し上げたような一番右下、日本の株だが、日本の株は後程述べるアメリカの株式の反発などに比べると、弱めである。8,000円から8,100円前後ということで、このところ銀行株価の下落に見られるように、金融システム問題の行方が市場の地合いを重くしているという感じである。また、その一段上、中段の右側、日本の長期金利である。こちらは一貫して低下していて、欧米の金融市場とは異なる動きに

なっている。詳しくは後程述べたいと思う。続いて図表 2-4、アメリカの動きである。右側の一番下、アメリカの株価の動きである。イラク戦前後から振幅を繰り返しているのは同様であるが、トータルとして見ると日本のマーケット、あるいは後程述べるヨーロッパのマーケットなどに比べると、比較的反弹の度合いが大きいという株価水準である。経済指標の不振が続いている割には比較的しっかりとした、しっかりとと言うか、反弹は比較的他のマーケットに比べれば大きな株価になっている。これと平仄を合わせる形で、真ん中の段、長期金利だが、比較的大きく反弹し、現時点では既に 12 月の半ば辺りの水準まで戻している。一点は株価の動きと平仄を合わせているようにも見られるし、あるいは戦争に伴う戦費の負担、財政赤字の拡大といったものがマーケットでは一部には材料視されているという感じである。図表 2-5、欧州について簡単に申し上げておく。真ん中の段、長期金利である。こちらの方はアメリカの金利とほぼ同じ動きを示している。一方、株価の方はむしろ日本とほぼ同様であって、反弹はしているが、非常に小幅に止まっている。戦争の世界経済に及ぼす影響というものも意識されていることに加えて、足許では、ドイツ経済をはじめとする欧州経済の地合いの弱さといったものがマーケットでは指摘されている。図表 2-6、最後に為替レートである。上の段にあるが、太い線がドル対円、細い線で書いてあるのがユーロ対円である。表上は上に行くくとドル高方向、下に行くくとドル安方向である。振幅が見られるが、全体としては、やはりドル軟調な地合いから抜け出していない。特に対ユーロでは、ドル安基調が全体としてはまだ続いている感じである。マーケットの方では、アメリカの経常赤字の拡大、あるいはヨーロッパの機関投資家のリスクテイク能力が後退して、むしろ米国からヨーロッパへの資金の還流を行っているのではないかとマーケットの中では見られている。以下、極く簡単に国内のマーケットの方を簡単に見ておきたいと思う。図表 2-9、下段に株式市場の特徴的な動きとして、銀行株価の推移がある。都銀大手行の株価を掲載しているが、昨年 9 月末対比、銀行株価が下落を始める直前との対比でいくと、一部行は既に 7 割、場合によっては 8 割近く下げて

いるという状態である。従来3月辺りはヘッジファンドによる売りがかなり多いといわれていたが、新年度入り後は、そうした仕掛け的な売りに加えて、銀行自身が保有株を売っているのに対応して、生保や事業会社などが持ち合い株を売っているという話であるとか、新たに優先株などの引き受けなどを行った先が、ヘッジのために既発の株ないし先物などを売っているという話が聞かれるところである。マーケットの方では、銀行の特別検査の結果を踏まえた5月の下旬決算発表、あるいはみずほの優先株の転換価格が決まる7月1日といったものが意識されているようで、それまでは抜本的な収益の改善計画といったものが公表されない限りは、地合いとしてはなかなか強い反発は期待しにくいという見方が多い。続いて、図表2-10、上段に長期の金利の方の推移のグラフがある。一貫して長期金利の方は低下が続いている。このように、特に一番上の列にある超長期債の金利の低下が顕著であるということで、水準としてはここに書いてある20年債が1.0%台、30年債も1.1%台まで低下しているという状況である。次の図表2-11、上の段にこの1か月間のイールド・カーブの変化が折れ線で示してあるが、明瞭に一番右端、10年、20年、30年といったところがこの1か月急ピッチで低下してきたことが見て取れる。真ん中の段にこういうものを含めてイールド・カーブの形状が書いてあるが、ちょっと重なって見にくくなっているが、一番下の段の太い線が現時点でのイールド・カーブで、いずれのゾーンもほぼ既往最低水準にある。マーケットでは資金余剰感の強さ、景気に対する根強い不透明感、あるいは経済政策面では財政支出の拡大といった財政政策の転換がないだろうという見方から、当面売り材料がないといった強気の見方がかなり広がっているところである。特に機関投資家、生保、年金といったところが、こうした当面売り材料が見当たらないといったような見方を背景に、新年度入り後、新年度の資金運用計画を取り敢えずなるべく早く実現してしまおうという動きから、長期の債券を買ってきているとマーケットでは言われている。最後に為替である。図表2-13、先程述べたように為替の方の動きは、ドルが全体として軟調ということだろうと思う。真ん中の段にユーロ・ドル相

場があるが、足許 1.07 台ということで、昨年の秋、ほぼこのパリティと  
いうのだろうか、1 近くだったものが多少最近は振れながらもなお 1.06、  
1.07 といった水準に止まっている。因みに、周辺通貨の動きを示してい  
るのが図表 2-14 である。英ポンド、スイスフラン、オーストラリアドル、  
カナダドル、下の方で一応エマージングの代表としてブラジルリアル、韓  
国ウォンというグラフがある。いずれも下の方にいけばドル安、上にいけ  
ばドル高というグラフに作っているが、この中でドル安傾向が見て取れな  
いのは、一番左上のイギリスポンド、これは恐らく戦争当事国であるとい  
うことで、イギリスもアメリカもほぼ同水準で、あまり 12 月以降トータ  
ルとして見ると変わっていない。もう一点は、一番右下の韓国ウォンで、  
こちらの方は、一時ドル安が進み始めたが、むしろ北朝鮮問題などが強く  
意識された形になって、最近はむしろ韓国ウォン安ドル高気味の展開とい  
うことである。ただ、こうしたものを除くと、いずれもスイスフラン、オ  
ーストラリアドル、カナダドル、あるいは対ラ米通貨といったものを含め  
て現在はドル安傾向がドル軟調な地合いが続いている。以上だが、マーケ  
ット全体として申し上げますと、引き続きイラク戦の帰趨を追いかけつつ、  
アメリカ経済の先行きの展望、国内のマーケットの方は金融システムの行  
方といったところを見極めていく展開であろうかと思う。私からの報告は  
以上である。

福井議長

質問等あればお願いします。

田谷委員

図表 2-2、ジャパン・プレミアムの動向だが、どの位の邦銀が入って  
いるのか。

山本金融市場局長

ここでは外銀が邦銀数行に対して出し得るレートをオファーしている



ということである。

田谷委員

そういうことか。例えば農中とか…。

山本金融市場局長

東京三菱とか…。

田谷委員

というと、要するに大手行全部が入っているという訳ではないのか。

山本金融市場局長

一応ここでは、この統計上というか、彼らのオファーレートではそこは区別しないで、大概の大手行には出すという形式で、実際出しているかどうかはともかくとして、そういうレートを表示しているということである。

春委員

先程、郵政公社の当座預金の見通しを聞いたが、仮に当面の上限を 22 兆円とした場合、次回 30 日までにそこまで落とせる可能性はどんな感じか。

山本金融市場局長

二つの要因があって、期末需要は剥落したので、郵政公社以外の、特に地方銀行や系統機関などの当預需要は縮小している。一方で、先程申し上げたように、都長銀などは、従来だともっと縮小方向にあるべき局面なのだが、少し多めに持とうかという感じの中で、郵政が、今だと 6 兆円から 7 兆円持っているという状態である。従って、22 兆円まで下げる場合には、少し短期金利の方が上がってくるという可能性は、今の状況でいくとかなりあると思う。場合によっては、大きく上がる可能性もある位の感じでは

ないかと思う。今日 26.9 兆円なのだが、ここら辺までは我々もちょっとマーケットの動向を探りながら慎重に入れてきていて、そんなに支障なく落ちてきたということなのだが、これからもし仮に、当預を今の郵政がこれ位持っている中で当預を縮小させていこうとすれば、少し金利の反応を生んでしまうかなという位の印象だと思う。

#### 武藤副総裁

今ので関連だが、5月に入ると3兆台という話があった。その先の見通しは何かあるのか。

#### 山本金融市場局長

郵政公社に我々がヒアリングしているところによると、彼らのターゲットに安定的に落とし込むのは、夏か秋口以降と考えているようである。ただし、できる限り持たないようにしようということで、5月中は3兆円台という、5、6月はそれ位を維持したいという感じで思っているようである。ただし、預託金の戻りなどが集中する時期がどうもあるようで、それが1日単位で見ると、今のところ、例えば、7月には一回また大きく膨れるという可能性があるのではないかと聞いている。

#### 白川理事

郵政公社と密接にコンタクトをとってヒアリングをしているが、しょっちゅう彼らの見通しの数字が変わってくる。手許に3月の末近くに聞いた、例えば4月の半ばの数字があるが、その時には5.8兆円という予測であったが、1週間経ったら現在は7兆円だと言ってきていて、過去を見ても見通しが変わっているなという感じがする。従って、幅のある数字であるが、しかしパスとしてはそういうことで、ただそのうえで山本金融市場局長が言ったように、預託金が入ってくれば特定のまた大きく積み上がるということがあり得べしという感じである。

須田委員

これだけ長期金利が下がって、新年度に入って金融機関とか銀行等がいわゆる利益確定売りをしていくという見通しはどうか。

山本金融市場局長

現時点では、これまで何度も繰り返してきた経験で、売っては他に運用先がなくて、結局また買い戻すということを繰り返してきたということである。年金や生保といった機関投資家は、既に金利水準が去年1年間を通して見ると低いので、また戻ってきたところで買おうというスタンスを維持してきたところ、買い損なったという感じが現実にあって、そういうことを踏まえて、どうも新年度入り後はそうした機関投資家が、昨年度のように買い場を失ってしまうかもしれないということで、積極的に買ってきている。銀行の方も、他の運用が然程ない中においては、取り敢えず引き続き保有しようということなので、あまり利益確定売りというのが新年度明けて活発に入ってきているという感じではない。

岩田副総裁

今の17兆円から22兆円というのは、当座預金の基本目標だと思うが、それだとマネタリーベースで考えると、前年比はどれ位に推移すると考えているのか。

白川理事

これも色々な前提数字如何ではあるが、例えば切りのいいところで、当座預金25兆円というところで計算して、かつ銀行券とか、幾つかの前提を置く。例えば銀行券6%と置くと、4月が10.0%、5月が15.5%、6月が16.4%と、このようなパスである。仮に、大きく数字は変わらないが、例えば当座預金残高を27兆円と置くと、同じ数字が4月が12.2%、5月が17.8%、6月が18.7%ということである。

岩田副総裁

マッカラムルールだと大体 15%から 2 割位の間。そうするとその位の範囲か。

白川理事

概ねそういう感じの数字である。

岩田副総裁

その位か。だから 22 兆円だとすると、やや下回るということか。

白川理事

マッカラムルールの場合、潜在成長率、あるいは物価について、あるいはその流通速度の動きだとかその辺をどういうふうに置くかで多少変わるが、一応もってもらいたい前提でいくと 15%ということなので、今岩田副総裁が言われたような感じだと思う。

福井議長

宜しいか。それでは海外経済情勢に移る。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

本日配った手許の資料、資料 3 追加分という参考計表をもとに、海外経済ならびに金融情勢の点検を行いたいと思うが、その前に二点申し上げたいと思う。一つは少し長い目で見たい実体経済の流れについて概括しておく、2002 年前半には、アメリカ、ヨーロッパ、アジア、いずれの経済においても在庫調整の一巡に伴って生産、企業収益が回復して、同時にそれまでの設備投資や雇用の後向きの調整も止まるといった短期循環的な回復を示した訳である。しかし、年の後半には、アメリカにおいてそうした拡大モメンタムが投資や雇用の拡大に繋がる前に減速を始めて、最近では

一段と弱まっているという情勢である。普通ならば弾みがつく拡大モメンタムを削いできた要因として、ITバブル崩壊後のバランスシート調整圧力を挙げてきた訳である。ただ同時に減税、金融緩和といったもので個人消費、住宅投資が刺激されて、つまり経済政策の効果が景気を下支えしてきたといえると思う。欧州においては、ITバブル崩壊後の調整圧力が、従来からの労働市場の硬直性と相俟って、内需中心の景気回復を阻害し、最近では景気の鈍化が一段とはっきりしているという情勢かと思う。一方、東アジアでは、中国経済のテイクオフという内生的拡大モメンタムが同時に働いているために、域内貿易の拡大を伴いつつ、相対的にしっかりした景気展開を続けているということかと思う。こうした流れを踏まえて、以下の最近の動きを点検するが、あと一つ、その前に申し上げたいのは、日本時間の3月20日に米国、英国の対イラク戦争がはじまった訳だが、これまで公表された経済指標の多くが対イラク戦開始前の期間を対象としているので、そこからは戦争の影響を直接読み取ることはできない。金融市場も今のところ戦況を巡る片々情報に一喜一憂しているという情勢かと思う。その後の経済のシナリオを十分織り込んでいない、とのリザーベーションを置いたうえで点検を始めたいと思う。図表1、シャドーがついているのがここ1か月あまりで判明した計数である。まず個人消費についてその基礎となる実質可処分所得は2行目だが、2月には0.2%減少した。これについて名目所得は減税の効果もあって、前月比0.3%増加した訳だが、エネルギー価格の上昇を反映して物価上昇率が高まったために、実質ベースで減少した訳である。物価については図表の18行目にCPIがある。2月前月比0.6%と跳ね上がっているのが分かる。ただし、コアの物価はその下にあるように+0.1%と安定している。対イラク戦が早期に決着して、エネルギー価格が低位で安定すれば、この面での不安はなくなるということかと思う。上の方に戻って、3行目の実質個人消費は1月-0.2%の後、2月も-0.4%、2か月連続で減少した。これは年末、その前のところにあるが、12月の自動車メーカーの販売促進、その反動が1月、2月と出て、2月についてはさらに東海岸での豪雪が響いている。そ

の後天候が回復した3月上中旬の販売統計は持ち直しているが、これについては後で再度申し上げたいと思う。自動車販売については、その下6行目で業界ベースの統計がある。3月には2月に比べて幾分持ち直した。しかし7行目の消費者コンフィデンスは、2月、3月と連続して大きく低下した。これには雇用情勢が悪いうえに、原油高に伴って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思われる。この間8行目の住宅だが、2月は雪の影響が見られてこういうことになっているが、低金利のもとでモーゲージの申請が記録的な高水準を維持しているということから見れば、この2月の落ち込みは一時的なものとしている。9行目の資本財受注を見ると、一進一退を続けている。設備投資については、これまで下げ止まったけれども、その後回復は確認できないと申し上げてきたが、当月もその範囲内での計数の振れと見ている。生産に関して13行目、鉱工業生産だが、2月はほぼ横這いになった。一方12行目のISMの製造業の3月は、46.2と分岐点の50をかなり下回った。自動車の在庫が積み上がってきていることから、先行き自動車メーカーの減産が見込まれるなど、これまでの循環的拡大モメンタムが逆戻りしないか、微妙な局面になっている。また雇用面では、16行目の雇用者数が、2月は豪雪の影響に加えて対イラク戦争のための予備役の招集というものもあってかなりの減少となった後、3月も引き続き減少した。この間、失業率は2002年のはじめからほぼ5.7%と6.0%の間の狭いレンジで動いていて3月も5.8%に止まった。図表2、今申し上げた循環的モメンタムについて見ると、一番上のパネルに生産の前年比が書いてある。2002年の秋までは右上がりとなった後、足許最近では伸び悩んでいる様子が分かる。ただ、右端の直近のところではマイナス方向に向いているというものでもない。問題は雇用である。雇用については、民間全体を示す折れ線が2002年半ばに一旦水面上に浮上した訳だが、秋以降再び水面下に潜っている様子が見える。企業の雇用抑制スタンスを窺わせるものである。一番下のパネルは、実質可処分所得を示している。ここでは棒グラフの薄いシャドー、ちょこちょこっと動いているところだが、これが低い伸びとなる中で何と云って

も減税、これは右上がりの縞模様だが、これが所得を支えている様子が分かる。2003年に入って減税の効果は減衰しているが、財政新年度入りとなる今年の秋には再び減税による所得押し上げ効果が見込まれている。勿論その程度は今後の議会審議による。次に図表3で対イラク戦開始後のアメリカの個人消費について見てみたいと思う。消費者コンフィデンスは、それまで既にかかなり減退していた訳だが、戦争開始直後には早期終結期待から幾分持ち直した様子が、このミシガンの方の指数の右端、二股に分かれているが、開戦後が少し上の方にいつている方だが、これで見取れると思う。それまでのコンフィデンスの低下には、中段のグラフにあるエネルギー価格の上昇が悪影響していたものと見られるが、極く最近ではピークアウトしてきている。一番下のパネルで週間単位の個人消費について見ると、1月末から2月にかけては雪の影響で減少した。その後3月に入って先程申し上げたが、一旦回復したが、折れ線の右端では開戦直後で、テレビで戦争報道に釘付けになって消費どころではないという、いわゆるCNN効果によってだれている。ただし、昨年秋の水準と比べると、依然高めではある。实体经济の方は以上である。次に、金融市場については、先程も市場局長から少しあったが、アメリカの金融市場で株、長期金利、それぞれ戦争の早期決着に関する思惑に左右されるように上下に振れている。一点だけ、一番下のパネルで、FFのフューチャーズを確認したいと思う。市場では年半ばにかけて25bpの利下げ予想をほぼフルに織り込んでいる。ユーロエリアの経済指標である。ユーロエリアの実質GDPは、ちょっと古い訳だが、一番上のところで、10~12月期、前期比年率で0.7%という低い伸びとなった訳である。内容的には個人消費が伸び悩む中で、設備投資と純輸出の減少が響いた訳である。その後について、4行目にある消費者コンフィデンスを見ると、月を追って悪化している様子が見える。それから9行目のところで、製造業の生産のところはほぼ横這いを続けている。この間物価だが、石油価格の転化に伴ってジリ高となっているが、コアでは安定を続けている。図表6、欧州の金融市場だが、株価、長期金利とも米国同様戦況を巡るニュースに左右されて上下している。一点、先

行きの短期金利については一番下のグラフで米国同様、年半ばにかけて25bpの利下げがほぼフルに織り込まれている。図表7-1で東アジアの経済指標だが、多くの国で昨年後半高い成長をしたことが分かる。2003年入り後の情勢については、この下段の輸出、それから図表7-2の生産、ともに今年は旧正月が昨年、あるいは例年より早かった関係で計数が暴れている。均して見る限り冒頭申し上げたアジア経済に関する判断の変更を迫るものではないと思う。一番下の表で物価を見ると、中国は1月、2月と2001年10月以来の久方振りの前年比プラスとなっているが、これには石油製品の上昇と旧正月に絡む野菜の値上がりといった影響が出ている様子である。韓国でも原油高の影響から、3月のCPI前年比は4.5%と高い上昇となった。その韓国だが、図表8で見られるように、韓国では株価が急落するなど、気掛りな面が少なくない。少し詳しく見ると、左上の実質成長率を見る限り減速している様子は見られない。ただ薄いシャドーの部分、個人消費だが年末に掛けて伸び悩んでいる、伸びが鈍くなっている点が目に付く。そこで右に目を転じると、消費者コンフィデンスと小売指数が足許急落している様子が分かる。小売については、コンフィデンスから数か月遅れる傾向がある。しかも、コンフィデンスと株価、左の下にあるが、株価には、明確な相関関係がある。となると、現在どうにか踏み止まっている個人消費も今後数か月後には減少する惧れがある。なお、住宅価格の騰勢も右下のグラフにあるように、幾分鎮静化しつつある。そうした点に照らすと、韓国の内需については、その持続性にいくばくか不安があるところである。おまけにアジア全般に関しては、急性肺炎、SARSの悪影響も懸念されるところである。今回、追加的に用意した図表はこれまでであるが、最後に他のエマージングについて口頭で少しだけ申し上げる。まずトルコについては米国の経済支援がどの程度になるかという思惑に株価や為替相場が左右されている。他方、ブラジル、アルゼンチンではそれぞれの経済情勢が好転している。例えばブラジルではインフレが収まる方向にあるとか、アルゼンチンでは預金封鎖解除も実施されるなど、改革が期待される動きが見られるといったことから、株式、通貨、金利、



いずれも比較的穏やかな展開となっている。以上、金融市場のみならず経済活動も対イラク戦争に関する思惑に強く影響されているが、大きな流れとしては冒頭申し上げた線、つまりアメリカでは拡大モメンタムが弱まりつつあり、ヨーロッパでは既に逆方向に動き始める気配が濃くなって、一方アジアについてはそこそこの成長が続いているが、韓国の例に見られるように先行き不安を感じさせる材料もあるというように、世界経済全体として弱い方向にアクセントが付きつつある状況かと思う。以上である。

福井議長

どうぞ質問があればお願いします。

福間委員

なかなか分からないと思うが、SARSの影響をどういう具合に見るか。特に広東省は、電子部品のプロキユアメント・センターになっていて、同省で生産された部品は、サプライ・チェーン・マネージメントを通じて供給されるが、ぼつぼつ工場閉鎖も出始めているので、部品の調達先は、広東省以外のどこかからか調達する必要が生じるという状況が、恐らく出てくるのだろうと思う。その結果、例えば、米国までサプライ・チェーン・マネージメントのディストラクションの影響が及ぶということがあるのかどうか、分かる範囲内でお話し頂きたい。もう一つは、イラクの復興需要問題。先程の説明にもあるように、本件については、通貨市場もかなりナーバスになっていて、G7の協調体制を市場筋は息を殺して見ているという状況である。G7には上手くやってもらわないといけないのだが、復興需要の問題はそう簡単に解決できるものではない。本件に関するG7や通貨市場の動きをどう見ているのか、教えて欲しい。

堀井国際局長

まずSARSは、はっきり言って分からない。言われるように、広東は一大生産基地、供給基地になっているので、ここが事実上閉鎖になるとど

れだけの影響が出るか、実際のところの話はまだ、どこにシフトしたとか聞いていない。後で調統局長から日本の企業については話があるのかもしれないが。ということで、供給の話が一番大きいと思うが、世界経済にとってもう一つは、やはり世界の成長センターであるアジアで、勿論観光業、香港とかシンガポールに影響が大きい部分はあるが、それプラス地場の人々が消費をしない、映画に行かない、デパートに行かないというところになると、その内需全体がかなり冷え込む惧れがある。追加的に先程申し上げたように、韓国の問題もあって、唯一成長モメンタムが残っているところすら、やられかねないということになると、これはマイナスの乗数みたいなことが世界的に動くのが凄く心配だなと思っている。まだ起こって日が浅いので、注意して見ていきたいと思う。それから二つ目は、言われたようにG7。通貨は市場局長が直接の担当だが、通貨のみならず、恐らく今度のG7、非常に難しいのは、福間委員の言われた世界の協調体制をどういうふうに市場に示すかということかと思う。トニー・ブレアが今非常に焦っているのも、イギリス経済というのは、輸出が3、4割経済にあって、そのうち6割がEU向けで、経済は欧州にどっぷりリンクして、ところがストラテジックにはアメリカのフォワード・ディフェンスの最大の翼となっているという中で、今度のことが起こって、独、仏、プラス、ロシアという変わったアライアンスができる中で、イギリス政策当局者が股裂きにあっている。そういうこともあってブレアは国連プロセスというものにできるだけアメリカも含めて、各国足並みを揃えるようにやろうと声を掛けているのだろうが、果たしてアメリカが乗ってくるのかどうか、それから独、仏、とりわけ独、仏のリーダーはともかく、世論があれだけ嫌米的になってくる中で、リーダーとしては協調という姿勢を見せたくても、どういう形で見せられるのかは、やってみないと分からないところが恐らくあるのではないかと思う。

#### 平野理事

局長から申し上げたように、G7での議論の前提となる外交的条件が整

っていない訳である。従って、こういう状況の中で、G7として具体的にどうするかということが議論されることはまずないと思う。ただ、G7の結束を示すということに意義があるといえはある訳で、ある種の精神論ではあるが、結束を確認するという程度のことはなにがしか意識されるかも知れない。まず外交の舞台でどういう絵が書けるかということが何よりも先行するのではないだろうか。財務大臣も、そのような趣旨で会見をされたと受け止めている。

#### 中原委員

アメリカの減税だが、改めてブッシュが提案した減税はまだこれは議会を通過していない。減税規模が半分程度に圧縮されて議会を通ったとしても、税のリターンが始まるのは夏場以降になろう。その場合、規模としては去年と同じ程度なのか。もう一つ、補正予算750億ドルが今提案されている。アメリカの財政制度はよく分からないが、比較的早い段階に特定のプラス効果が出てくるのだろうか。

#### 堀井国際局長

まず補正の方は、昨日段階でブッシュの提案に追加する形で上下院がそれぞれ例の航空会社のダメージのレスキューの部分も含めて、上院下院、それぞれ782億ドルと779億ドルだから差があまりない。従って、両院協議会でも直ぐここは協議が整って、直ぐ執行という形になるものと見ている。それで問題の大きい方の減税法案については、ブッシュのプロポーザルを上院が半分にすると、これはマクロの数字で中のアイテムが決まっていない訳だが、市場で、あるいはエコノミストの間で、予想されているのが例の配当二重課税分だけをガボッと抜くと3千数百ドル減るので、それで半分になるということが言われている。ただ、下院の方はまだブッシュの線で纏めたいという意欲も強いようで、これはなかなか今の段階ではどちらになるのかは分からないということで、あと1、2か月様子を見てみないと、最後の最後まで分からないと思う。

中原委員

むしろその部分の減税の影響というのは、来年の話なのか。

堀井国際局長

前のブッシュ減税をやった時にはチェックのリターンをしたので夏から直ぐに出た訳だが、今度チェックのリターンをするかどうか、それも決まっていないので、チェックのリターンをすれば9月から直ぐに出てくる訳だが、これもちょっと見通しがたいというところである。

須田委員

アメリカの金融政策の行方だが、昔からグリーンズパンは、雇用が悪化したら金融政策を緩和していくのだ、ということを書いていたが、結構経済情勢、雇用状態が悪い。にもかかわらず、これからのマーケットの予想が今年の前半位には引き下げ幅 0.25 位と、一時期よりかなり下がっている。プリエンプティブにやっ払いこうということでこれまでできていたと思うが、マーケットの認識としては、金融緩和はそれ程直ぐに起こらないというふうに認識が変わったのはなぜか。

堀井国際局長

それも申し上げたが、5月のFOMC、6日のFOMCで利下げが25bpあるという確率は今市場のインディケーションをベースにすると、既に69%織り込まれている。それで6月24、25日のFOMCまで入れると、ほぼ100%、ポツ2は下げるだろうという、こういう読みではある。だから先行きはそういうことだと思うが、恐らく須田委員が言われるのは、これだけ雇用が2か月連続悪くなると、50bpとかそういう話も出てきてもいいのではないかという、こういうことかもしれないが、それはやはり最初に去年から利下げしてきた時、グリーンズパン議長はイラクの情勢を含めて、これは保険で下げるのだと、保険ではなくて、実際ジオポリティカ

ル・リスクがなくなればなくなって、なくなれば保険の部分はむしろ戻してもいい位だと、こういうふうなニュアンスで去年の暮れには言っていた訳である。この実際、そういう意味では先取りしてきたというつもりがFRBにはあると思うし、市場ではその認識があると思う。だからその部分はもうやったと、従ってこの悪化部分についても一部織り込んでいるという理解ではないかと思っている。

#### 岩田副総裁

アメリカの住宅だが、豪雪の影響でという説明があった。新聞で読んだだけだが、IMFのロゴフ調査局長はアウトLOOKを用意する段階で、過去の住宅バブルの4割位は破裂していると、こういうことを言われていた。私はイギリスは明らかにバブルだと思っているが、アメリカはちょっと中間というか、具体的な住宅投資を支える強い要因もあるし、しかしややバブル的な感じもある。そしてその価格を見るとある意味ではピークアウトしている。それから金利の方も長期金利がこれ以上また下がるというのは、ゼロ金利になるのを見込んで大幅に下げるとか、そういう思い切ったことをやらない限りは、アメリカの長期金利は今以上大幅に下がることは考えにくいと受けとめられていることだと思う。住宅着工についても、これまで消費と住宅が二つ牽引力だったが、住宅が引き続きどこまで牽引力になるかという、やはり寄与度としては小さくなるような気がする。それから個人消費の方も、自動車の方はちょっと持ち直しという話だったが、ゼロ金利キャンペーンを何遍も、もう三回か四回やっている訳だが、もうそろそろと言うか、何と言うか、キャンペーンをやってももうあまり反応しないと、そうするとあまり消費の方も強いものが期待できない。それから設備投資の方はマインドは非常に悪くなっているという、企業家の。これはイラクもあるだろうし、会計制度の変更とか色々なことが重なってマインドが悪くなっているということである。ややそういうことも勘案してみると、住宅着工は本当に今回1か月、単月限りで、また元のようにかなり強く戻るかどうかについては、やや私は疑問があるが、如何か。

## 堀井国際局長

事前に配っている手許の計数の中の図表 1-4 にモーゲージ金利と住宅着工があるが、ここにあるように、モーゲージの金利がずっと低下してきているという中で、住宅がずっと強かったということだと思う。この連関からいえば、この最後の、ちょっと棒グラフが見にくいですが、ここがポコッと落ちているのは、やはりこれは雪とかイレギュラーなものとしている。引き続きモーゲージが落ちているので、それから先程もちらっと申し上げたが、モーゲージのトータルのアプリケーション自体は記録的に高い水準にあるし、リファイナンスだけを取ると、引き続き記録を更新し続けている。前回の特別の会合の時にもあったかもしれないが、金利が底だというタイミングが、恐らくそういうものがわっと出てくる時なのかと思う。従って、まだそこから反転して上がるという展望が出てくる情勢にないので、急にここで落ちてくるという感じはない訳だが、その下に住宅価格があるように、アメリカの方は住宅価格がもう既にピークアウトしてきて、イギリスの方はバブルと言われたが、引き続き前年比が高まっていて、バブルだといわれる方がまだ頑張っていて、そうではないかもしれないというのは調整がソフトランディング的になってきているという動きかと思っている。これもどこまでがバブルか、グリーンSPAN議長自体はリアルエステートとはスペシフィックな、それぞれがユニークなものであるので、バブルなんてのはそれ程ないのだと、アメリカの場合、言われているが、どうも日本の十年前にもそういう議論があったようなので、これはやはり後で見つけないと分からないのではないかと。裏を返せばそういう心配もしつつ見ていくということではないか。

## 平野理事

いつも両様の議論があり、国際会議の場でも、なかなか結論は出ない。そうした中で、最近採り上げられた一つの面白い論点を紹介する。株式市場も住宅市場もいわば資産価格であって、大きく捉えれば将来の所得成長

率に対する期待を反映する。その株価が2000年3月をピークに大きく崩れている訳である。一方、住宅価格は一方的に上がっている。住宅特有の要因があるにせよ、両者の価格形成には、ある種の期待の矛盾があるのではないかという議論である。一つの仮説は、副総裁が指摘されたように、ラグを持って住宅価格が落ちてくるという考え方である。ただ、本当にそうなるかは現段階では分からない。住宅価格の形成には、特別な要因が作用しているとの見方もある。つまり、住宅価格が下落するというリスクがあり得るという頭を持ちながら、状況の推移を見ていくしかないということだろうと思う。

#### 岩田副総裁

ガルブレイスがジニーメイとかファニーメイとか金融面でやはりややアーティフィシャルに強くし過ぎていると指摘している訳である。だからモーゲージ・アプリケーションは確かに強いのだが、そういう面も私も少しあると思っているので、バブルの要素があるのではないかということである。

#### 福井議長

他にないか。宜しいか。では国内経済情勢に移る。

### 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、資料4の参考計表に沿って説明する。何分にも3月の決定会合が早かったので、今回は法人季報とか短観とか消化すべき統計が沢山あるので、ちょっと駆け足になるかもしれないが、できるだけ頑張って消化していきたいと思う。まず最初に、図表2、これはもう皆さん既にご承知のとおり短観の業況判断である。業況判断については、新聞報道等では大企業・製造業が5期振りに1ポイント悪化したということが言われていたが、絵を全体として見れば、ほぼどの業種、どの規模問わず、ほぼ横這

いということだろうと思っている。一番下の非製造業・中小企業の先行きの悪化が少し大きいのだが、このひげグラフを見ると分かるとおおり、実は元々、非製造業・中小企業は改善のテンポが全体の中で一番弱い。うえに、このところ、普通はひげグラフというのは、上がっていく時には線の下側に出て、下がっていく時に線の上側に出る癖があるのだが、このところ、非製造業・中小企業はほぼ一貫して下を向く癖があって、やはり先行きについて彼らのマインドがずっと弱いというようなことが表われている。であるから、下を向いていること自体が何か特別なことを表わしているとは取り敢えず思っていないが、彼らのマインドが弱いことの表われである。いずれにしても、後程申し上げるように、今回の短観はその業況判断以外のところを見ると、目立ったものではないが、収益にせよ設備にせよ少しずつ良いという中であって、業況判断横這いということは、言ってみれば、イラク情勢等を含む不確実性のようなものがある程度この業況判断のところ表われているのかなと思う。

早速だが、図表 8 の実質輸出の内訳に移る。貿易統計の数字だが、1月、2月の実質輸出は第4四半期に比べて1.0%の増加ということであり、緩やかに増加している。言うまでもなく、去年の前半急増した後、かなり減速はしているが依然として緩やかな増加が続いている。そして具体的に申し上げますと、もう既にお分かりのとおり、特徴は地域別に見ると米国向けが減っている一方で、アジア向けがまた高い伸びをしている、そういう意味では依然としてアジア経済が相対的に堅調であることが、日本の輸出を支えているという姿になっていると思う。ただ、数字は若干、第1四半期のアメリカの8.5%減とか、あるいはアジアの9%増というのは、若干数字面はややそれぞれマイナスが大きめ、あるいはプラスが大きめに出ていると思っている。例えば、アメリカについて言えば、第4四半期に車の現地在庫の補填を行ったものだから、その反動が若干出ているということがあると思う。あるいは、若干ながら、例えば検査の強化の影響などがあるかもしれない。他方で、アジア向けについては、このとおおり中国向けが大爆発しており、これには例えばWTOに入ってから1月に関税引き下げが行



われるので、どうしても年初に伸び易いとか、そういったことがあるかもしれないが、基調としてはやはり欧米向けがやや弱めであり、アジア向けが強いという姿だと思う。下の方の財別の世界を見ると、例えば中間財が増加している。これは去年の第4四半期のところで中国向けの鉄鋼セーフガードで減少した反動が出ているということ、あるいは一番下の資本財・部品辺りはアジア向けの今、資本財・部品の増加が相変わらず続いているということである。こうした中であって、情報関連が少し大きめに減っている。この点に関しては、後程申し上げるように、例えばNIEs諸国の情報関連財の輸出の動き、あるいは日本サイドの情報関連の輸入の動き等から見るとちょっと弱すぎる感じがするので、ここまで基調として弱いとは考えていない。ただ、やはりアメリカで情報関連投資の立ち上がりが鈍いというのがやはり気になるところであって、この辺の数字にも表われているかなと思っている。一方、図表14、実質輸入の内訳である。こちらが輸入である。輸入については、このとおり1月、2月のところだと、第4四半期比-0.8%ということになって微減になっている。ただ、これを見るとアジアからの輸入が去年の第4四半期に随分纏まって高い伸びになり、それとの対比でやや減速しているということであるので、基調として見れば、輸入サイドも極く緩やかな増加を維持しているのではないかと私共は思っている。輸出入の先行きについては言うまでもなく、イラク情勢の影響がこれからどう出てくるかということは、非常に読みづらい訳であり、企業に聞いてもなかなか分からない。言うまでもなく、企業自身テレビを見ながら一喜一憂しているという状態である。加えて先程も話題になったSARSというのもまた、今、企業の中では話題になっており、正直言って現時点において生産活動に既に影響が出ているというような話はまだほとんど聞いていない。ただ、もう皆さんご承知のとおり、広東省辺りは色々な意味で電子部品等々の生産の拠点になっているので、これが本当に生産ストップみたいなことになると、私共の輸出入という観点から言うと、輸出入両建てで減るみたいな可能性が起り得るということだと思うが、正直言ってまだ分からない。今、企業の雰囲気はこのような感じである。イラク

については正直言って戦争の行方自身が分からないし、具体的にどう手を打っても良いかも分からないので、取り敢えずやや傍観に近い状態である。一方、SARSについては、生産活動等についてはまだ現実に影響が出ている訳ではないが、出張を取り止めるだとか、あるいは場合によっては現地にいる家族を帰国させた方が良いのではないかと、そういった議論が行われている様子で、何となく雰囲気的には遠くの大地震よりも近くの火事の方が取り敢えずは気になっているという雰囲気が今、企業にはあるようだが、それはどうなるかということは現時点ではまだ分からないということだと思う。

次に、図表 15、企業収益関連指標である。今度は企業収益であり、この間二つ重要な統計が出て、一つは中段下の方にある法人季報である。法人季報は去年の第 4 四半期の収益がかなり順調に増加していたということが確認された。とりわけ、製造業の収益の上がり方がかなり顕著になっているので、第 4 四半期の生産が本当にそんなに弱かったのだろうかということを前から述べている訳だが、この法人季報の数字などは基調は本当はそんなに弱くなかったのではないかと、このことを窺わせる数字になっている。短観の企業収益については皆さんご承知のとおり、02 年度の収益が、これは売上げが横這いではあるが、利益は特に製造業を中心にかなりの増益という形でほぼ着地しつつある。それから 03 年度についても、一応増益基調が維持されるという見通しが出てきた。勿論、これは経常利益なので、最終利益という観点では、例えば銀行株の償却損などがあるので、先日の日経新聞に出ていたように、若干の目減りがあると思うし、現に企業と話をすると上半身では相当稼いだのに、下半身で結構やられてしまったという話をよく聞くので、そういうことがあるかとは思いますが、一応経常利益ではこういう世界である。そうしたもとの、設備投資がここ一月では比較的注目すべき変化があったと思っている。まずは、法人季報で図表 19、設備投資の業種別・規模別推移を見て欲しい。第 4 四半期の GDP 二次速報にもあったとおり、これまで設備投資は概ね、名目横這いでデフレタ要因で若干リアルはプラスという形だった訳だが、第 4 四半期は

一応、名目でも少しプラスになった。これを見ると、どういうことだったかと言うと、大企業・製造業のところは、利益が出ているにもかかわらず第4四半期まではっきりとした設備投資の回復は確認できていなかった。右下の非製造業・中小企業についても若干のぎくしゃくではあるが、概ね下げ止まっており、まだはっきりしたプラスは見えないという状況であった。そういう意味では、第4四半期の設備投資の増加というのは、大企業の非製造業とそれから製造業の中小企業という姿であった。このうち、大企業の非製造業についてはこれは不動産案件、多分東京の再開発案件が恐らくでき上がったというのが、バランスシートに計上されたということだろうと思っている。そういう意味では何と言おうか、実際に再開発が行われて実勢と言えども実勢だが、多分四半期という点では過大に評価されていて、このような勢いでどんどん上がっていくということでは多分ないと思う。しかし、中小企業の製造業については、諸般の統計、例えば機械受注の代理店分等々と組み合わせると、やはり何となく底を打って少し上がってきてつつあるのかなという印象を持っている。図表 20、設備投資一致指標である。これについても資本財出荷は第1四半期、勿論、パソコンの春モデルが早く出たということの影響等もあるが、一応ははっきりしたプラスの動きになっている。図表 21、設備投資先行指標の機械受注のところを見ても、これはまた元々振れる数字なので、単月の数字を見て、設備投資がはっきりと上向いたというのはちょっと早いと思うが、内閣府見通しの1~3月マイナスという可能性はやはり相当薄れたのではないかと考えている。そうした中で図表 22、設備投資計画（3月短観）を見ると、03年に関してはまず第一に、左上の大企業・製造業が3%程度とは言え、ついにプラスの計画を出してきたということ。それから中小企業が例によって、この時点であるからかなり大きなマイナスではあるけれども、例年に比べれば少し高めスタートになっているということである。そういう意味では、設備投資については少し変化が出てきているということだと思う。なお、先だってこの中小企業の設備投資計画がずっと上方修正されていくのが、むしろ下方修正になっていて、これは何だろうということを上げ

た訳だが、その後調べた感じでは、やはり一つはいわゆるズレ出し、要するに02年度に計画されていた案件が03年にズレ出しているというのが、やはりいつもあることだが、かなり見られたようである。特に非製造業はそれが相当大きかったような感じが、非製造業は不動産案件などもあるので、比較的大きな金額でずっとズレ出したりするので、少し大きかった感じがする。それを考えると、非製造業の中小企業について打出しが平均より高いというのは、あまり評価しない方が良いのかもしれない。要するにズレてしまっただけである。他方、製造業に関してそういうものもあったのだが、どうも非常に技術的な話で恐縮だが、比較的大きめの設備投資計画を持っている企業が今回たまたま回答してくれなかったというのが影響しているようである。これを母集団推計とって膨らませる操作をするものであるから、意外にその金額自身は物凄く大きな金額ではなくても、統計上大きな数字になってしまうということが、どうも今回起こったようである。元々、私共の統計は普通の統計に比べて回答率が非常に高いので、そういうことは相対的に起こりにくいのだが、今回についてはどうも比較的そういった影響があったということのようであるので、特に中小製造業については、ここで下向いているということはそんなに心配する必要はないのかなと思っている。申し訳ない、ちょっと技術的な説明になったが、そのようなことである。

次に、図表23、雇用関連指標に移る。雇用情勢であるが、労働需給に関しては基本的に大きな変化はないという理解である。ずっと前から申し上げているとおり、中段の一番下の完全失業率は、たまたま今月は0.3%下がって5.2%という数字にはなっているが、大まかに考えれば、5%台前半半ばのところ、ここ一年半位横這いということに変化はないと基本的には思っている。一方、一番上の有効求人倍率は相変わらずゆっくりと改善していて、新規求人とか、それから所定外労働時間についても、月々の振れはあるが、去年の前半辺りに比べると増加率はある意味で生産と同じで鈍化しているが、増加基調自体は維持されているということだと思っている。そうした中であって、雇用者についても前から申し上げているとお

りである。労働力調査のベースで見た雇用者数については、前年比で $-0.2\%$ ～ $-0.3\%$ ということで、概ね下げ止まり圏内に入ってきているが、毎月勤労統計のコアとなる労働者という観点で見ると、少し縮みはじめたなど一瞬思ったのだが、やはり2月は $-0.8\%$ ということで、どうもこの辺の雇用の抑制はまだ続いているということだろうと思っている。最後に賃金だが、賃金についてはこのとおり、これまでに比べてやや賃金の低下幅が小さくなっているのかなという感じがしている。勿論、これには2月は単月で名目賃金の前年比が $+0.1\%$ になっている。これは久しぶりのプラスだが、多分確報で若干下方修正されて、僅かなマイナスになる可能性が高いので、これはプラスを強調する必要ないと思っているが、それにしても前から申し上げているサンプル要因に伴う所定内賃金の低下幅の縮小ということはあるが、それを考えてもやはり少しずつ縮んでいるかなという感じである。春闘の情勢についても勿論、ベアについてはゼロベアであるが、一応、定昇は大体確保されたところが多かったし、少なくともその金属労協辺りでは、ボーナスはむしろ増加という形であった。マクロで考えると、金属労協は恐らく強すぎだと思う。非製造業とか中小企業を考えれば、雇用全体としてはまだマイナスの域を出ていないと思うが、マイナスの程度は少し縮みつつあるという判断はしても良いのではないかとと思っている。現に、図表27の所得のところを見ると、一番上あるいは一番下の絵、どこを見ても良いのだが、雰囲気としては右下がりの所得が少し右下がりの程度が緩んできているというところまでは申し上げて良いのではないかとと思っている。

では、今度は消費はどうかと言うと、図表28、個人消費関連指標を見て欲しい。消費についても相変わらずそれぞれバラバラの数字が出ているが、押し並べて言うと、やはり特にこの月次のところを見ると、月次の最初のところの12月というのが三角カッコの前月比、ほぼ軒並みマイナスであるが、そのあと1月、2月、あるいは3月の数字も極く一部出ているが、見てみると三角カッコ、どちらかと言うとプラスが多い。勿論、車などについては3月は環境税の何と言おうか、おまけみたいなものが3月で終わ

ってしまう部分が大きいということもあって、若干数字が強く出過ぎているという感じはある。例えば比較的包括的と言われている小売業販売額、これはサンプルの問題もあってどちらかと言うとマイナスに出易い統計だが、これを例えば1月、2月のところで10~12月対比で見ると、久しぶりに増えているといったこと等、個人消費については少なくとも12月悪かった後、1月、2月は少し持ち直しているという感じかと思う。そういう意味では、先程所得の減少幅も少し縮んだとは言ったが、それでも所得対比で見てやはり、個人消費が少し強めという姿は変化していないという姿だろうと思っている。ただ、図表33、消費者コンフィデンスにあるように、消費者コンフィデンス等の数字に関しては、どちらかと言えば、数字は色々あるのだが、やや下向きのもので多くて、そういう意味では所得の減少幅が縮みつつあるとは思いますが、消費については、これまでのでき過ぎということがあるので、まだやはり先行きについては、いつまで持ち堪えてくれるだろうかという観点から見ていく必要がまだ暫くは必要な気がしている。

続いて、図表36、生産である。鉱工業生産に関しては、昨年前半非常に高い伸びのあと、去年の第4四半期は-1%、今年の第1四半期は現在予測指数ベースで見て+0.9%ということである。下の方の予測の修正状況を見ると、最近やはり予測修正率は上振れが多いのだが、実現率はマイナスが大きいということなので、多分現行統計の世界で見ると、+0.9%がもう少し小さくなる可能性があって、そういう意味では10~12月のマイナスを取り返しきれないといった感じになろうかと思っているが、前から申し上げているように、今月の18日には統計の基準改定が行われ、例えばデジタル家電等々が導入され、統計に入ってくる。貿易統計等を見ると、10~12月にはデジタル家電の輸出がかなり増えているので、多分10~12月辺りについては、現在のマイナスがある程度目に見えて修正されるのではないかと想像している。私共はヒアリングでも今のところ企業は1~3月、4~6月位までまだイラク情勢がよく分からないので、あまりはっきりした答えは得られている訳ではないが、大体横這い、微増位の展開にな

ろうという話をしている。今回、やはり非常に興味深い動きをしているのが図表 38 の在庫循環のところである。先月も確かそういう話をしたかと思うが、例えば一番左上を見て、去年辺りはこの黒いポチから黒いポチまでの距離が非常に大きかった。そういう意味では在庫循環は一応良く回っていた訳だが、去年の第 4 四半期から今年の 1~2 月にかけて第 4 象限、本当に第 4 象限で止まってしまった。このことは繰り返しになるが、一方において企業の生産、在庫の態度が異常に慎重であるために、前向きの循環が回りにくいことを表していると同時に、逆に小さなショック程度であれば循環的には崩れにくい状況というのを表しているということである。

最後に物価である。まず、図表 40、国際商品市況と輸出入物価を見て欲しい。これも皆さん承知のとおりではあるが、特に原油価格が去年の 12 月位から上がりはじめて、この 3 月には一旦、例えばブレントで見て 30 ドル台半ば位までいったが現在は 25 ドル位まで反落してきている。そのうえで、図表 41 の輸入物価を見ると、中段の 3 か月前比で見ると、2 月のところは上昇していた。その上昇要因が直ぐ下のグラフにあるとおり、基本的にはグレーのところ、従って原油価格の上昇ということであった。目先もう少し上がりそうな気がするが、そこから先は正直言って、原油価格次第、あまりはっきりしたことは申し上げられない。今のように本当に 25 ドル位になってしまうと、いずれは下落方向になっていくということだと思うが、まだそのところについてはよく分からない。さらに図表 44、国内企業物価を見ると、上の段、前年比で見ると、去年の前半まで前年比 2% 台の下落であったものが、2 月のところで -0.9% ということで、-1% を割る程度の下落になってきた。今、足許は前年比で見ると CPI も CGPI も CSPI もほとんど一緒という姿になっている。3 か月前比で見ると、中段にあるように 2 月のところで 0 ということである。下の方の絵を見ると明らかなおおり、相変わらず機械類の下落は、グレーのところの下落は続いている訳であるが、上の方に出ているのは大きく分けて二つである。一つは点々のところ、これは原油価格の影響と、もう一つは縦線ないし

は斜め線のところ、国内の商品市況の上昇である。素材類についてはアジア向けの輸出が強いこと等々を背景に上がってきており、これがちょうど綱引きする形でC G P Iは横這いである。目先について言うと、原油価格の影響がまだ少し出てくる方向なので、目先はどちらかと言うと、上の方がやや勝って少しプラスにいきそうな気がするが、そこから先は先程輸入価格について申し上げたとおり、原油市況等々の展開次第ということになるかと思っている。最後に、図表 46、消費者物価(全国、前年比)だが、消費者物価については、このところ前年比で見て 0.7%ないし 0.8%の下落ということである。下の方を見れば明らかなおおり、サービスについてはずっとゼロ近傍で動いている中であって、財のところ、商品のところの下落幅が少しずつ縮んできている。勿論、この点については、足許はガソリン等の石油製品の上昇の影響が大きい訳だが、少し長い目で見ると全体に商品の下落幅が縮んでくる。前から申し上げているとおおり、ある種の低価格戦略の一服のようなものがここに表れてくるということである。先行きについては、前から申し上げているとおおり、3月辺りはガソリン価格が上昇するし、それから4月辺りになると医療費の引き上げの問題、あるいは去年の電力引き下げの裏ということも出てくるので、少なくとも数字面は下落幅がまたさらに縮小する方向である。

以上、報告したとおおり、国内の実体経済指標というものに限って見れば、どちらかと言うと少し良い動きの方が多いい訳である。やや去年からの流れをもう一度確認してみると、去年は輸出とかはともかくとして、国内需要で見ると、基本的に横這いであった訳だが、国内需要の横這いの内訳というのはどのようなものであったかと言うと、去年1年間に起こったことは、いわゆる名目の売上げがほぼ横這いの中で、人件費は抑制される。労働分配率が引き下げられるという形で、企業収益が増え、家計の所得が減るということが去年1年間起こった訳である。しかし、企業収益が増えてもなかなかそれが設備投資に結びつかなかった。ちょっとアメリカに似ているのだが、我々は、その間何とか個人消費が横這いで頑張ってくれば良いと思いつつ一応見てきた訳である。そういう意味では、いつ設備投資



が立ち上がってくれるだろうか、あるいはいつまで個人消費が何とか持ってくれるだろうかということなのだが、直近の数字を見ると先程申し上げたとおり、まだそんなに強い動きではないが、設備投資は少し上向き加減な感じがする。一方、個人消費については、相変わらず心配ではあるが、所得について減少幅が縮みそうな雰囲気が出てきた。そういう意味では、繰り返しになるが、調査統計局の庭先だけ見ていると、少しバトンタッチができそうな雰囲気が見えてきたという意味では、良い方向の変化が起きている。しかし、改めて申し上げるまでもなく、ちょっと外側を見てみると、まずは何と言ってもイラク情勢、これについては戦況で我々も一喜一憂している訳だが、先週末からまたかなり大きな進展があったようだ。しかし、それを踏まえてもまだ現時点で楽観することはできないと思うし、先程紹介があったように海外の経済指標、特にアメリカについては、勿論イラクの影響もあろうが、やはり弱いものが目立っている感じがしている。加えて、これまで日本の輸出を支えてくれたアジアについても、まだ本当に分からないが、そのSARSのような問題が発生してきているということで、輸出環境を巡っては不透明感が大変強い訳であるし、国内に目を転じて、先程紹介があったような銀行株の問題、勿論その銀行株が下がってそれが実体経済にどう影響するかというダイレクトなルートはない訳だが、場合によっては、企業金融等を通じてその影響が及んでくるという可能性もあるので、繰り返しになるが、国内実体経済指標のみを見れば、全体に平穏というか、少しだけむしろ良い方向だが、海外あるいは金融面へ目を転じて含めて見ると、不透明感はむしろ高まっている、そういう状況ではないかと思っている。以上である。

福井議長

質問があればお願いします。

須田委員

前に国内企業物価の基準改訂の話で、色々その波及効果が出てくるとい

う話があったが、今度の鉱工業生産の方の基準改訂では生産が少し増えるかもしれない。その後はどういうことが起こり得ると頭に入れておけば良いのか。

#### 早川調査統計局長

前から申し上げているように、基本的に、これは今回に限らずだが、前から私共の物価統計は、モデル末期になると上方バイアスが発生する。逆に鉱工業統計というのは、モデル末期になると下方バイアスが発生するという事なので、実際C G P Iはこのとおりドタンと下落率が大きくなった訳である。これは皆さんに説明したように、今回の基準改訂が従来に比べて、特に20年振りの大改訂であったために、そこが非常に大きかったということである。鉱工業統計の改訂については、まだ経産省の数字を見た訳ではないので、あまりいい加減なことは言えないが、私の感触では、今回の鉱工業統計の改訂は比較的大きめだと思っている。と言うのは、品目の入れ替えというのはいつも必ず出る。新しい、特に電機辺りは必ずそうなのだが、5年前位の主力製品というのはもう大体海外に移転されており、従って国内生産はどんどん減っている。国内生産の主力のものというのは5年前になかったものということなので、当然、これは毎回の改訂で起こってくるのだが、今回はそれに加えていわゆる従来、名目というのか金額という、鉱工業統計に金額を入れるというのは変だと思われるかもしれないが、実は多くのものについて、鉱工業統計は金額をそのまま生産と見なすという項目があったのだが、今回かなり幅広くデフレートが行われる、すなわち金額を多分私共の物価統計で割り込んで、それをリアルと見なして投入するということがかなり幅広く行われるようなので、そういうことを考えると、先程の足許10~12月というのだけではなくて、去年位まで遡って比較的大きめの修正になるのではないかなと思う。例えば半導体価格などはどんどん下がっている局面は、価格は下がるだけで生産が減るようなことが起こっていた訳だが、これを割り込んでしまうともう少し雰囲気が変わってくるので、そういうことが起こるのではないかなと

は思うが、あまり色々なことを言うとまた2週間後にごめんなさいとなる  
といけないので、それ位にしたいと思う。

#### 岩田副総裁

一点だけ宜しいか。設備投資だが、ソフトウェアの投資が今回はむしろ  
やや減少気味というか0.7%である。2000年の時の設備投資の盛り上がり  
というのはやはり情報関連があったので、かなり強い面があった。この輸  
出関連及び情報関連の観点から見て、今回の設備投資の強さと言うか、大  
企業の製造業が予想がプラスだという短観の結果があるが、要するにこの  
強さというのか、その持続性というのか、確かに実質で見るとこのように  
見えるのだがどこまで強いのかという、過去の2000年の対比と比べて何  
が主力になると考えているか。

#### 早川調査統計局長

先程その話をしなかったが、正直申し上げて今回、例えば設備投資があ  
る程度リアルで増えるとしてもそれは99年、2000年と比べても相当弱い  
ものであろうと私共は思っている。その大きな理由というのは何と云って  
も、設備投資を引っ張る柱のようなものがないということである。やはり  
99年、2000年はIT関係、バブルであろうと何であろうと相当引っ張っ  
たことは間違いない。それに比べて例えば、現時点で大企業製造業で設備  
投資が増えると思われているのは、はっきりしているのは二つ位で、一つ  
は電機である。電機は流石にこの2年位、物凄く設備投資を減らしたため  
に、伸び率で見ると相当高い伸び率になるのだが、分母が相当小さくなっ  
ているので、そういう意味では伸びても寄与は従来のようには立ちにくく  
なっている。もう一つが実は素材である。素材の投資というのはそんなに、  
こんなことを言うと怒られるが、立派なものという訳ではなくて、基本的  
に維持、補修である。例えば一番分かり易いのは、高炉がそうで、高炉は  
去年の今ごろは02年、9千万トンいくかいかないかという話をしている、  
最終的には1億1千万トンにいつてしまった訳である。そういう状態なの

で、あまり補修をやってきていない。業界言葉で巻き替えというが、これをまじめにやらないと高炉にひびが入ってしまい、不良品が出てくるので、それをやるというような話が例えば設備投資計画に乗ってきて、鉄鋼がプラスだという話で、似たような話が化学にあったりする。というようなタイプの投資なので、どんどん盛り上がってくるという投資ではないので、設備投資について非常に強いという感じを持っている訳ではない。ただ、流石にある意味で元々減価償却費を割り込むような投資レベルであったので、それと比べると上がってくるということを申しているだけで、少なくともノミナルで見ると、そんなに大きな伸び率になってくるとは考えていない。ただ、それでも一応プラスはプラスであるということである。

福井議長

他に如何か。

短観の中小企業調査先対象の中小企業、特に設備投資などについて新しくどういう企業をピックアップしていくのか、ピックアップする基準は何か。別にスタートアップ企業を拾えと言っている訳ではないが、スタートアップして安定軌道が見え始めた企業というのは、着実に対象に取り込んでいけるようなメカニズムになっているかどうか。

早川調査統計局長

基本的には、ある種私共の短観は原則が継続標本、同じ標本を継続するという考え方になっているので、そういう意味ではどちらかと言うとやや古手の企業が多くなりがちなのは間違いない。ただ、そうは言っても業種の構成が年々変わってきているので、例えば5年毎の事業所統計等を見ながら業種、企業数が増えているようなところについてはどんどん補充するという事で入れ替えが起こるし、放っておいてもある一定の比率で企業がなくなっていくので、その入れ替えの時にも新しい企業を入れていくということをやっている。今回は来年の…。

福井議長

見直しは5年に1回か。

早川調査統計局長

然り。毎年小さな補充をやっていき、5年に1回大きな組み替えを行うということで、来年の春に一応その5年振りの改訂が行われる予定である。実を言うと、先程の誰かが答えてくれなかったおかげで数字が振れてしまったなどというのも、実は今、研究を進めており、ある種そういう振れができるだけ少なくなるような数字の取り方というのも、いずれは採用するつもりなのだが、少なくとも現時点では突然やり方を変えると数字に連続性がなくなるので、次回、来年の春の改訂からはその辺も今度みたいなことが起こりにくくなると思っている。具体的には、例えば前回答えてくれなかった企業に対して、今はいわば、なしと見なして、他の人達の平均値をもっと膨らませるというのだが、欠測値補完法といい、欠測値が出た時にどうするのか。なしと見なすのか、前回答えてくれたレベルと同じと見なすのか、前年のレベルと同じと見なすのかというのを色々なことをやって、実験してみて統計的に振れが一番小さいような補完法をとるというようなことを実はやっていて、その辺の研究結果はもう、私共のワーキング・ペーパー等で公表しているのだが、その本格採用は来年春の改訂をもってということになる。

田谷委員

今のポイントで回答率は97～98%となっているが、これは設備投資計画というのは全ての…。

早川調査統計局長

これは基本的に、調査表を送り返してくれたところの回答率であるので、全ての項目について、通常は計数項目が98%という程の回答率はないということである。これはどの統計でもそういう扱いなので、逆に言うと、

よくある回答率 5~6 割の統計というのは、相当大変なことになっているということだと思う。

田谷委員

因みにその数字で答えなければいけない部分についての回答率というのは、イメージとしてどの位のものなのか。

早川調査統計局長

そんなにべらぼうに低くはないと思う。やはり一応穴空きで答えるよりは一応、答えてくれる人が多い。ただし、正確に言うと、この3月のところが実は、数字の計数の回答率が一番低くなってしまいう回なのである。どうしても決算絡みで数字が確定できないということが起こり易い、3月が一番そういうことが起こり易いタイミングではある。

福井議長

宜しいか。では金融環境についてお願いします。

#### 4. 金融環境に関する報告（資料-5）

山口企画室審議役

それでは資料5 参考計表・その2に則して説明する。まず図表1、クレジット関連指標を並べている。実はあまり大きな動きはなく、計数的にはまだ2月までの分しか入っていない。3月については近々公表ということであり、2月の数字はここにあるとおり、前年比-2.5%ということで、大体概ね横這いの数字をずっと続けている状況である。それから下に移って、民間部門の総資金調達だが、これも2月までの計数だが、2月は-2.8%である。同様にほぼ横這いを続けている状況である。内訳的にも特に大きな変化があるということではない。次に図表2、資本市場調達のCP・社債である。民間部門の総資金調達のうち資本市場調達はどのような感じかということで、CPと社債を合わせた発行残高の前年比をグラフ化したも

のである。このとおり、多少右端にかけて一高一低はあるものの、ほぼ前年並みということである。内訳的にはCPの方が多少前年を上回るという状況であり、寄与度ベースではプラス。社債の方が寄与度ベースでマイナスという状況である。これもまたこれまでと同様という状況である。それから下の方に、発行段階での信用スプレッドについて表を付けているが、CPも社債もともに年度末に向けて落ち着いた動きということであった。若干、小さな動きではあるが、CPのA2格はやや低格付けということになるが、この辺りについては、銀行等の引受姿勢が少し慎重であったということで、スプレッドが広がるというような動きがあった。しかし、全般としては落ち着いた推移ということである。次に図表3、マネー関連指標である。まず、マネタリーベースだが、3月は結局、10.9%ということである。銀行券が前年比6.3%まで伸び率を落としてきており、これは昨年ペイオフの一部解禁前で銀行券の発行が伸びたという時期であったので、その裏が出るという形で伸び率が落ちている。一方で、日銀の当座預金の方は30.1%で、3割をキープしている状況である。従って、これらが合わさって全体として1割ちょっとというようなことである。これから先のマネタリーベースの伸び率については、先程白川理事の方から説明したとおりである。それからマネーサプライの方だが、これはまだ2月の数字しか出ていない。M2+CDで前年比2.0%ということであり、これも多少の綾はあるが、ほぼこの水準で2%前後というところで、ここ数か月推移している状況である。この3月がどうか、それで結局1~3月はどうかということになる訳だが、3月は取り敢えず、私の見ているところでは、大体1.8%位のところに着地しそうかなと思う。従って1~3月を通して見ると、2%を少し切るところ、+1.9%位で着地しそうだという感じで見ている。今回は4~6月の見通し、これを対外公表する時期にきている訳だが、基本的に1~3月と同様の前年比、中心値的には+2.0%というようなことではないだろうか。対外公表としては+2%前後ということで、1~3月と全く同じだが、公表したいと考えている。それから下の方、広義流動性、これは2月1.4%ということであり、多少行ったり来たりはあるが、1%

前後というところでの推移を続けているという状況である。それから、図表4、貸出態度判断DIである。企業金融関連だが、まず短観の結果である。既にご承知のとおりだが、やや復習的ではあるが、まず企業から見た銀行の貸出態度判断がどうかということだが、大企業については12月3%ポイントであったのが5%ポイント、中堅企業は横這い、中小企業は若干マイナス幅が縮まるというようなことであり、全体感としては、微妙ではあるが若干の改善と、このような感じかなと思っている。ただし、中小企業のうちの、金融機関の貸出態度が厳しいと見るところの割合というのは、この表の一番下に書いてあるが、ずっと24%ポイントということであり、高いところで張り付いている状態である。それから、次の欄、中小公庫だが、これについては3月7.6%ポイント、それで1四半期纏めて見ると、6.1%ポイントということであり、一応金融機関の貸出態度というのは中小企業段階で見るとこの調査では、改善傾向を継続しているという姿だということである。ただし、ここでも厳しいと見る割合は結構高いところで横這っているという状況である。あと、参考的に借入金利水準判断DIを一応載せている。全体としては、このとおり上昇方向だが、非常に小さな動きで、やや上昇超幅が縮小するという感じである。図表5、資金繰り判断DIだが、この短観の結果では、3月については大企業で8%ポイントが7%ポイントに、中堅企業はマイナスながら横這い、中小企業は-16%ポイントが-15%ポイントということであり、基本的には全体感としては中小企業などを中心にして、総じて厳しいという評価で変わらないが、僅かながら改善の動きというのが、中小企業辺りで見られる。それから中小公庫、商中の調査結果も3月分が出ているが、これもそれぞれ小さな動きであり、中小公庫については3月は-17.2%ポイントと、これは横這いである。第1四半期で括って見ると、昨年第4四半期が-20.3%ポイントであったので、それからすると多少余裕含みという動きである。ただし、商中の方は今度は逆の方の動きであり、結局、勿論調査対象の違いというのはあろうかと思うが、一高一低の中で引き続き資金繰りについては厳しい感じが残っているということである。それから図表6、企業倒産関連指



標だが、2月は1,454件ということで前年比-13.1%ということである。昨年秋から前年割れということで少し件数的にはピークアウトしたような感じで推移してきている。以上が計数的なフォローということだが、先程金融市場局長からの報告もあったが、金融環境の全体感としてはこの年度末を挟んで大きな波乱なく推移してきたと、そういった形で総括して良いのかなと思う。ただ、この間、ご承知のとおりイベント的には地政学リスクがむしろ実際の戦争という形ではっきりと表われてくるとか、あるいはそれを受けてという部分もあるが、日本の株価はバブル後最安値を下回るといったような不安定な状況が続けている。その間、銀行株についても非常に軟調が続けている。このようなことであった訳だが、結局のところ、金融市場はほとんど株式市場の不安定さが波及しないという形で凧状態であったし、企業金融についても、今程説明したとおり多少良い動きというか、一部改善といった動きも見られない訳ではないが、全体としては大きな変化がないという形で年度末を越え、今日に至っているといった感じである。何が背景だったのかというのは申すまでもないところがあるが、やはり金融機関について流動性不安が基本的に発生しなかったこと、要は一番大きな要因としては、ペイオフの解禁延期というのがやはりベースにあらうかという感じがする。それからもう一つは、企業金融面だが、金融機関が業務改善命令リスクといったようなものに対する配慮から、中小企業向けを中心に、貸出を前傾化させたといった辺りも企業金融面での落ち着きといったことに繋がったと一応見ているところである。私の方からは以上である。

福井議長

何か質問はあるか。

須田委員

今の業務改善命令について、それは年度末で終わりではなくて、新年度に入ってもやはりそれを意識しながら貸し出そうとするのか。

#### 山口企画室審議役

その辺が難しいところで、実は年度末で終わってしまうかもしれないという感じもあるのだが、もう少しその辺は様子を見たいというところである。ただ、一般的なバックグラウンドとしては、やはり金融機関としては、何とか収益機会を確保したいという感じもあるし、一方でその利鞘をどんどん膨らまして、ということが難しい面もない訳ではない。従って、中小企業を中心として、量の確保を図りたいというような意識が強いことは事実なので、年度末を越えてあっさり手を引くといった感じになる可能性はどちらかという小さいかなという感じで見ている。

#### 植田委員

郵便貯金なのだが、この頃まだマイナスを続けているようなのだが、これはまだ暫く続くと考えているか。

#### 山口企画室審議役

これはなかなか難しいのだが、実は節目節目のところ、比較的に大きめの満期が到来するといったようなことで、その部分が剥げ落ちることが現実には起きている。その辺りが効いているのではないかという感じはしている。ただ、大量の満期集中というのは、主に去年の春から夏場までに起きた訳だが、その影響がなお尾を引いている部分もあるかもしれないので、もう少しマイナス地合いとか弱い地合いが続く可能性は高いかもしれないと思う。

#### 福井議長

他にないか。宜しいか。それでは本日の予定の議題は一応終了した。明日は午前9時から再開をする。いつも申し上げていると思うが、決定会合への信認確保という点で、審議委員の皆様、それから政府から出席頂いた皆様、それからこの場におられる皆様、くれぐれも厳正な機密管理をお願い

いしたいと思う。それでは閉会する。ありがとうございました。

(午後 3 時 52 分中断、8 日午前 9 時再開)

福井総裁

決定会合第 2 日目の審議を開始する。本日は、最初に討議用資料を沢山届けているが、執行部からその説明を聞くということにしたいと思う。それに続き、金融経済情勢に関する討議、それから当面の政策運営等に関する討議と移り、政府の出席の方からも発言を頂き、議案の取り纏め、採決と進めたいと思う。その後、金融経済月報の検討、議事要旨これは 3 月 4 日、5 日分の承認手続きといった順にしたいと思う。政府の方から、今日は谷口財務副大臣にお越し頂いている。早朝からありがとうございます。それから内閣府から昨日に続いて小林内閣府審議官にお越し頂いている。ありがとうございます。いつも申し上げているが、会合の中での発言は全て記録することが前提となっている。委員及び政府からの出席の方々については、そのことをよく踏まえて発言をお願いできればと思っている。

Ⅲ. 討議用資料(論点メモ)についての執行部説明(資料-7、8、9、10)

福井総裁

それでは、第一議題、討議用資料についての執行部説明に移りたいと思う。なお、全体の議事進行上、この討議用資料についての説明に対する質疑は、後々の意見表明の機会に出してもらいたいと一応思っている。それを含みおいて欲しいが、しかし、今直ぐどうしても聞かなければいけない部分は当然聞いてもらって結構である。

山口企画室審議役

資料としては 4 つあるが、私の方からは 3 つ説明する。資料 7、量的緩和後の金融経済動向、資料 8、金融政策の透明性向上を巡る論点整理、それから資料 9、金融調節手段に関する視点、この三つについて、時間の制

約もあるので多少端折り気味ではあるが説明する。

まず、資料7の量的緩和後の金融経済動向だが、図表1、量的緩和をはじめて以降、上の方のグラフで当座預金が左側のように大きく増えた、マネタリーベースもかなりの伸びとなっている。それらがマネーサプライ、銀行貸出、鉱工業生産、実質GDP、消費者物価、そういった辺りにどのような形で伝播しているかというところのような感じである。それから下の方のグラフは、1990年の第1四半期を出発点としてマネタリーベース、それから名目GDP等がどういう伸びを辿ったかというものである。これが総括的なものであり、内容についてはご承知のとおりかと思う。図表2はマネタリーベース、それから図表3はマネーサプライの動き、こういった辺りである。それから図表4が金利動向だが、これもご承知のようなことであり、短期金利については色々とストレスはかかった訳だが低位安定を続けた。中長期の金利については、総じて低下傾向を辿った。この辺りは(1)のグラフが短期、(2)のグラフは中長期の金利といったことである。それから図表4-付、ジャパン・プレミアムと金融機関の貸出姿勢ということだが、金融市場の安定が一応確保される中で、銀行経営不安の広がりや、それを起点とする企業金融の悪化というようなことも量的緩和の中で抑えられてきたということだろうと理解している。ジャパン・プレミアムについては上のグラフを見るとこのようなことであるし、短観で見た金融機関の貸出態度判断DIも97、98年との対比では97、98年のような急激な悪化は見られていないという状況である。それから次のグラフは図表5、株価、為替相場の動向である。株価はご承知のようなことである。それから円/ドル相場については下のグラフだが、昨年のはじめにかけては円安方向で推移したが、その後は円高気味での推移を辿ったということである。それから円/ユーロについては量的緩和期については、ほぼ一貫して円安方向での展開となっている。図表6、信用スプレッドの動向だが、CP、社債の信用スプレッドを見ると、信用力の高い銘柄については、量的緩和前に比べ縮小したという感じはある訳だが、全体として見ると大きな変化は見られていない。むしろ、エンロンショックなどイベントが生ずる度に

スプレッドが拡大すると、このような展開であった。次に図表7、金融機関の資産構成の変化、それから図表8、家計・企業の金融資産構成の変化だが、これも予め説明しているところだが、金融機関においてもリスクテイクをしようというような積極的な姿勢が窺われない。これは銀行部門もそうであるし、生損保等の機関投資家についても同じようなビヘイビアになっているというのが図表7である。それから図表8の方は、非金融部門においてもペイオフの部分解禁を機に、流動性預金が急増するといったようなことに象徴的に表われているように、安全性資産選好が強い状況が続いている。勿論、極く一部で外貨預金を選好するとか、あるいは対外証券投資を増やすといったような動きもあるが、いずれもマージナルな動きに止まっているという状況である。このような中で、では銀行の信用仲介活動とその採算性はどのような感じかというのが図表9である。銀行側から見たリスク資産の期待収益率というのは、実体経済が停滞していることを反映して、低下している。グラフで見ると、まず貸出についてはこのようなことであり、信用コストまで含めて見ると近年マイナスの状態が続いているし、それから株式投資についても状況は同じである。かろうじて一番下の債券投資のみがプラスの収益率を何とか維持しているという状況である。それから、図表10、銀行の経営体力はご承知のとおりである。図表11、市場取引への影響～短期金融市場がどうだったかということだが、日銀当預を増加させる過程では、むしろ日銀の資金供給が市場取引を肩代わりするといった形で短期金融市場の規模がコール市場においても、それから金先市場においても縮小したということである。次に図表11-付、市場取引への影響～国債市場だが、中長期金利のボラティリティが低下しているという姿は(1)のグラフを見てもらえればと思う。そういう中で、国債先物取引も大きく縮小している状況である。最後が図表12、実体経済の動向、それから図表12-付が物価・地価の動向といったようなことであり、いつもながら折りに触れて説明してきていることをここで総括したということだが、量的緩和後の金融経済動向について、全体感としては以上のようなことである。

それから次に資料 8、金融政策の透明性向上を巡る論点整理である。この紙においてはまず、透明性を考える上での論点というものを最初のページで整理し、次ページ以下で透明性に関する具体的な論点としてどのようなものがあるかというようなことで一応整理した。まず、最初だが、1. 「透明性」を考える上での論点ということだが、まず金融政策の透明性向上が求められる理由如何ということだが、二つ考えられるだろうと思っている。ボックスの中である。一つ目、①独立性を有する中央銀行は、自らの政策の内容や考え方を国民に明らかにして、説明責任を果たす必要があること。二つ目が、②政策の内容や考え方が明らかであることによって、金融政策の有効性が高まること。こうした二点が政策の透明性が求められる理由であろうと理解している。次のパラグラフだが、「透明性」を巡る論点は多岐にわたるが、中央銀行としては、金融政策の透明性を確保するため、以下のボックスのような政策運営プロセスが重要となる、ということである。一つ目は、①金融政策が実現を目指す目的を示す、ということである。それから、そのうえで、②現状および先行きの経済金融情勢をどう判断しているかを伝える、ということである。さらに三つ目として、③上記を踏まえ、どのような考え方や議論に立って金融政策を決めているかを明らかにしていくこと、こうした政策運営プロセスが重要となるということである。そうした中で 2. 「透明性」に関する具体的な論点としてはどのようなものがあるかということだが、まず、(1) 金融政策が実現を目指す目的の透明性。目的自体の透明性というところが一つである。日銀法上は、このボックスの中に書いたように「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」ということが明記されている訳であるが、具体的な論点としては三つばかり考えられるかということである。まず一つ目が、①「物価の下落を望まない」という日本銀行のスタンスが、国民や市場に明確に伝わっているかどうか、こうした論点があろうかということである。この二つ目の横棒だが、金融緩和効果の慣性とかあるいはタイムラグといったことを考えると、「消費者物価指数（全国・除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで継続する」という

宣言は、実体的には日本銀行が目指す消費者物価上昇率が若干のプラスであることをサジェエトしている訳だが、この点が世の中に十分理解されていない可能性もあるのではないか、といった論点があろうかということが関係するところである。それから二つ目としては、②物価の安定に向けた日本銀行のスタンスの伝え方について、政策運営に関する誤解を生じないように配慮しつつ、これを改善する方法はあるか、ということである。下の横棒だが、例えばそのために、物価の安定について、定義あるいは目標として何らかの数値を用いることをどう考えるかといった論点が具体的なものとしてあろうかと思う。さらにその場合、二つの点もポイントとして出てこようかということである。一点目が、(イ) ゼロ金利制約や不良債権問題を抱え、金融緩和効果が制約される中で数値による定義等を示すことが、透明性の向上に資するか、ということである。それから二点目は、(ロ) 資産価格の変動や供給面の要因、あるいは構造調整要因や金融資本市場の混乱などが経済に大きな影響を及ぼすような状況の下での望ましい金融政策運営はどのようなものか、こういった辺りを考えながら物価の安定について定義ないし目標として何らかの数値を用いることをどう考えるか、こういったことを論点として押さえておく必要があるかということである。それから三点目は、③将来の物価上昇を考えた場合、何らかの物価上昇率の上限を示しておく必要はないか、ということである。この横棒に書いたように、アグレッシブな金融緩和によってデフレからの脱却を目指す場合において、仮に上限値を設定するとすれば、かなり高い水準となる可能性があるのではないか、こういったことも頭に置いておく必要があるかということである。以上が、目的の透明性に関する論点であるが、次は、(2) 情勢判断の透明性ということである。ご承知のとおり、日本銀行は、現在、毎月の「金融経済月報」の公表に加え、半年に一度、「展望レポート」を公表している、ということである。このこと自体は、海外と比較しても遜色がないと考えているが、それらについてどのような論点があり得るかということである。極く簡単に述べると、①のところでは、「展望レポート」について、例えば公表頻度の面で、一段の向上を図

る余地がないかどうかといった辺りである。それから②として、日本銀行が想定する経済・物価の見通しと金融政策との関係などを、「展望レポート」の中で、よりわかりやすく示す余地がないかどうか、この辺りは「展望レポート」については、今のところ明快には触れていないということなので、こうしたものを触れていく必要があるかどうかといった論点である。それから三点目は、③9人の政策委員がそれぞれの見通しを持ちながら議論した上で、多数決で政策を決定するという合議制の考え方と、委員会としての経済・物価見通しの「わかりやすさ」との調和、ここをどのように考えておくべきか、こういった論点も情勢判断の透明性ということとのかかわりあいではポイントとしてあろうかということである。それから三つ目の論点として(3)政策運営のプロセスの透明性。日本銀行は、①金融政策決定会合の議事要旨・議事録の公表、②記者会見や国会答弁等を通じて、政策運営の考え方を説明している、ということであり一所懸命やっているということだが、にもかかわらず、現在、日本銀行の政策の説明に対する「わかりにくい」「あまりわかり易くない」といった批判というものが存在している訳であるが、これはどのようなことによるものか。情報発信の「頻度」に対するものというよりも、むしろ考えられるのは、次のようなことかなということである。まず、①日本銀行は、いくつかの政策手段について、「効果が不確実」と述べながら、これを推し進めてきているのはなぜか、こういったことの関係でわかりにくいといった批判が出ている可能性があるかと思う。勿論、こうしたことについての説明というのは、この横棒に書いたような形で、金利のゼロ制約などがあるもとの、追加的な政策手段というのは、効果に大きな不確実性を伴うことが不可避であるという、この点をやはり説明しながら政策運営を行ってきた、このことがある種、必然的に政策の「わかりにくさ」を生んでいる面があるということである。それからもう一点は、②物価を押し上げる手段はまだ残されているのではないか。日本銀行が物価下落を望まないなら、なぜこれらの手段を用いないのか、こういったような疑問符もまた私共の政策運営についてのわかりにくさといったような批判に繋がっている面があるか



と思う。こうしたことを踏まえて、具体的な論点としてどのようなことを押さえておくべきかというのが、下の①～③である。①日本銀行がある政策手段を採る、あるいは採らない理由について、情勢判断や経済の先行きに及ぼすリスク等とも関連付けた、十分な説明ができているかどうか。それから二点目が、②政策手段の採否も含めた政策運営の考え方に関する説明について、更なる改善の余地はないか。あるいは③講演や論文等の面で改善を図る余地はないか。こういった論点が政策運営のプロセスの透明性を図るうえで、やはり押さえておかなければならない点かということである。最後に、海外の中央銀行が直面している問題ということで簡単に触れている。インフレ・ターゲティングや物価安定の数値的定義を定めている海外中銀においても、それぞれ固有の問題を抱えており、金融政策の透明性確保の点で色々な問題に遭遇している状況にある。以下、実際に海外中銀との比較とかそうした一連の資料を載せている。それから図表2で、主要中央銀行の金融政策の目的としてどのようなものが掲げられているか、それから次に、図表3で、具体的に海外の中央銀行が直面している問題、BOEあるいはECB、さらにはインフレ・ターゲティングの先進国であるニュージーランド、こういったところが抱えている問題点というのを一応簡単に整理してある。ここでの説明は割愛する。

それから次の資料9、金融調節手段に関する視点である。最初に書いてあるように、私共が調節を実施するに当っては、金融市場における市場メカニズムを通じて、金融政策の効果を最大限発揮していくということが基本的な視点であることは言うまでもない訳だが、こうした視点を押さえたうえで、具体的に金融調節手段を検討するに当って、我々として当面留意すべきと考えられるポイントというのはどのようなものがあるか、それを整理したのがこの紙である。二つ目の横棒に、日本銀行法その他の関係諸法令と適合的である必要があると、これは言わずもがなだが、当然のことではあるが一応書いたところである。そこで、具体的な視点としては幾つかあるが、一つは、金融調節手段の波及効果ということで、そもそも調節を行って、それなりの波及効果を想定し得るのかどうかということ

ある。最初に書いたように、市場・経済状況や、金融調節手段が波及効果を及ぼす経路の機能度合いなどを踏まえつつ、波及効果を想定した上で対応を図る、こういったことが必要だということである。特に最近のように、通常のエconomic金融情勢の下では、こうしたことを特に強く意識する必要はないのかもしれないが、現在のような局面においては、重要な視点であろうかということである。それから次に、市場機能との親和性である。これはブレイクダウンすると二つある。一つが市場機能を阻害せず、資源配分に中立的であり得るかどうかということである。金融調節は、当該市場の市場機能を阻害しないように運営するとともに、資源配分に極力中立的である必要があると、これを念頭に置いたうえでそうしたことが可能な調節手段を選ぶということである。それから親和性との関係ではもう一つ、金融・資本市場の発展に資するかどうか、金融調節は、金融・資本市場の構造変化を踏まえつつ、その発展・機能強化に資するように実施する必要があると考えておく必要があるのではないかということである。それからもう一点が、市場規模ということだが、金融調節を実施する市場が、相応の規模を有しているのかどうか、こうした視点も必要だということである。対象とする市場の規模が相応に大きければ、金融調節を円滑かつ効率的に実施し得るということである。ここで挙げている視点としては、大きなものとしては波及効果、それから市場機能との親和性との関係では資源配分に対して中立的であるかどうか、市場の発展に資するものかどうか、それから市場規模とこのようなことで挙げたということである。最後に、これはまたまた言わずもがなだが、金融調節の実施に当たっては、日本銀行の財務の健全性が確保されているかどうかという観点も重要だということである。二つ目の横棒で、機動的な政策対応を図り得るように、全体として日本銀行の資産の流動性を確保していくことも重要なことである、さらに最後の横棒で、日本銀行としては、必要な自己資本を維持するよう努めていくこともまた大事だということである。非常に端折った説明だが、私からは以上である。

## 山本金融市場局長

続いて資料 10、資産担保証券市場を通じる企業金融活性化のための新たなスキーム案（骨子）で説明したいと思う。前回の臨時政策決定会合において、金融緩和効果の波及メカニズム強化の観点から企業金融や金融調節面の措置についての検討を行うよう指示があり、その指示に基づいて現時点で考え得るスキームを提出するものである。まず、趣旨だが、銀行の信用仲介機能が十分に働いているということは言いがたい現状のもとで、これを補完するものとして、資産担保証券市場の発展を通じる企業金融の活性化、特に中堅・中小企業に対して市場型間接金融を通じた資金調達途を拓くことを目的とする新たなスキームについて、広く市場関係者の意見を求めることはどうかということである。また、その延長線上として、現在、金融機関や投資家の資本制約あるいは、市場のインフラ未整備ということがネックとなって、プログラム組成の障害となっているメザニン債、あるいはメザニンの性格の部分について、日本銀行が金融調節上の買入対象資産に含めることを検討することについて、どう考えるかというのも一つの課題である。まず、1. だが、なぜ資産担保証券市場を取り上げるのかという論点である。資料にあるように、資産担保証券市場の場合、個々の資産を多数プールし、十分な分散を確保することによって、すなわちリスク分散の効果によって全体としての信用リスクが軽減されると考えられることである。さらに、証券化の手法を用いて、裏付資産全体のリスクを、リスクの度合いに応じた何種類かの証券に再構成することによって、幅広い多様な投資家を呼び込み、それぞれのリスク許容度に応じた金融資産を提供することができるようになるというメリットがある。その結果、中堅・中小企業関連資産を対象とする場合には、中堅・中小企業にとって新たな資金調達チャネルの途が拓かれる、あるいは貸出債権の流通市場が形成されることによって、市場におけるプライシング、すなわち信用リスクの価格付けがより適切に行われるようになるというメリットがある。ただ、現状では、中堅・中小企業関連の資産担保証券市場の規模といったものは非常に限界的なものに止まっている訳である。その理由としては、オ

オリジネーターである銀行の資本制約であるとか、投資家の資本制約、あるいは市場においてビジネスモデルが定着していないということもあって、投資家はそのリスクを取りに行くことにやや躊躇している面がある、あるいはインフラの未整備ということがある。以上を踏まえて、次のようなスキームを検討してみた。2. スキーム案の骨格は、中堅・中小企業向け貸付債権および中堅・中小企業から買取った売掛債権のプールを主たる裏付資産とし、複数の階層構造を持つ資産担保証券の新規組成を呼びかけることはどうかということである。そこには、シニア債、メザニン債、エクイティの三層構造と記してあるが、これは例えばということで、ABSや電子ABCPといった社債のケースを考える場合には、多くの場合こうした三層構造を想定することになるかと思う。一方で、今の現状のABCPのように、手形形式のABCPの場合は、優先劣後の二層構造のケースが多いように思われる。いずれにしても、複数の階層構造を持ってリスクを再構成した証券というものを念頭においておくということである。次に、スキーム例という図が表示してある。このスキーム例は、あくまでもABSといった社債形式における三層構造の一例を挙げている。リスクの再構成によって、右側に三種類のそれぞれのリスクに応じた債券が作られているという形を想定している。このうち、シニア債、つまり安全確実な部分については、格付けが高いものが選ばれば現在でも市場で取引は成立するものと考えられる。一方、一番下にあるエクイティ、デフォルト発生時に最初に損失を被る部分とあるが、現状では市場で投資家を見つけてくることは、非常に難しいというのが現状である。ただ、オリジネーターである銀行自身は、一定比率までであればエクイティを持って、自己資本の節約ということに繋がるので、これまで作られてきたスキームでは、通常オリジネーターがこのエクイティ部分を保有するという形式が大半である。従って、当面は基本的にこのエクイティ分はオリジネーターが持つといったようなことを想定しておくことで良いように思う。問題はここで言うメザニン、つまりリスクの中間層の部分であり、現状はこの部分への投資も市場ではなかなか見付けがたいということである。その結果

として、プログラムの組成が難しいというのが実状である。従って、このスキーム全体のプログラムを起動し、市場活性化の触媒としていくという観点からは、こうしたリスクの中間層部分について、本行あるいは公的当局といったものの買い入れということが検討課題になろうと思う。3. こうしたスキームを導入した場合に期待される効果である。企業の資金調達が容易になるとともに、銀行に新たな貸出余力が生じる。資産担保証券市場の流動性向上により、資金調達コストが低下するとともにアベイラビリティが増加する。以上の一連のプロセスを通じて、企業、特に中堅・中小企業に対する新規の資金供給の円滑化が促され、ひいては金融緩和の効果波及経路の強化に役立つということである。勿論、将来的には市場は自律的な発展を期待するものであるので、公的当局部門が関与する場合には、基本的には資産担保証券市場が発展途上にあるものということで、時限的な措置といったことを想定していくということも考えられるように思う。また、本行が買い切るという場合には、従来行ってきた適格担保であるとか売り戻し条件付きの買入れということとは異なり、異例の措置ということになろうかと思う。その財務の健全性の維持を見極めつつ、スキームを固めていくということに、この場合はなろうかと思う。以上を踏まえて、仮にこうしたスキームの検討を進めていく場合には、マーケットが発展段階にあるということを踏まえて、市場関係者からコメントをもらいつつ、固めていくことが適当と考えている。その内容は次のようなことが考えられる。4. 上記スキームは企業金融の活性化や資産担保証券市場の育成につながるか。そうした効果を実現するためには、どのような対応が必要か。中堅・中小企業向け貸付債権もしくは売掛債権等を裏付資産とする資産担保証券の潜在的な組成ニーズの大きさ。こうしたスキームの組成に関心を有する先の有無。地域金融機関等が他金融機関と連携することによりこうしたスキームを組成するニーズの有無。階層構造を持つ資産担保証券——シニア債、メザニン債、エクイティと書いているが三層構造に限定するものではないと思っている——、こうした資産担保証券に対する潜在的な投資ニーズの強さ。制度上、運用・慣行上、あるいは、中堅・中

小企業の信用状況に関するデータベース整備等の面で、改善の余地があると思われる点。ここに掲げたのは例である。また、本行ないし公的当局がこうしたことに関与する場合には、将来に向けた市場機能を阻害しないという観点から、買入価格の設定方法なども十分に吟味する必要があるということになるかと思う。以上が私共がこれまで検討してきたスキームの概要である。以上である。

福井議長

特に今直ぐに質問ということがなければ、討議に入りたいと思うが宜しいか。

#### 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

福井議長

それでは討議に入る。今日は大きく三つ位に分けて討議してもらいたいと思う。最初は、金融経済情勢に関する討議である。二番目には、いつも決定会合で行っている、調節方針を中心とした金融政策の運営方針である。三番目に、先程の透明性の話あるいは、金融調節手段の多様化の話をして頂く。特に今日は、金融調節手段の多様化について証券化スキームという具体的な提案をするかどうか、この点についてこれをパート3として議論してもらえたらと思っている。

それでは最初にパート1として、金融経済情勢について委員の皆さんから意見を表明して欲しい。恐縮だが本日は中原委員、続いて須田委員、田谷委員、植田委員、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁、それから福間委員、この順でお願いできればと思う。では、中原委員からお願いする。

中原委員

久しぶりの一番バッターで、内野安打位打たねばならないのだが、OBになってしまうかもしれない。不透明な要因があまりにも強いので非常に

難しいが、私としては、昨日の各局室の説明に特に違和感はない。前回決定会合以降、世界経済全体に回復モメンタムはやはり弱まっていると言わざるを得ないと思うし、各国でコンフィデンスが相当悪化している。ただ、これは戦争の影響ではなくて、今回の景気回復の脆弱な部分が段々出てきたと見るべきかと思っている。原油価格の上昇が欧米の消費に影響を及ぼしはじめている訳だが、戦争の実体経済への影響はまだ指標面には織り込まれていないということであるし、今後どの程度のインパクトが出てくるかは必ずしもまだ明確ではないと思う。現在の金融資本市場はまさに戦況のみで動いているという感じだが、これがいずれ世界貿易など実体経済への直接的なルートと、それから市場の動向を通じて出てくるルートと二つのチャンネルで、戦争の比較的中長期的な影響がネガティブなもの、ポジティブなもの両面が出てくることになるだろうと思っている。また、加えて、最近ではこのSARSとか北朝鮮問題ということで、先行きのリスク要因は増加しているし、かつ複雑化しているということで、不透明感はなかなか晴れないという状況が続くだろうと思う。米国経済について見ると、企業周りの指標は引き続き緩やかな回復のモメンタムが残っていると見て良いと思うが、雇用は明らかに悪くなっている。また、家計関連の指標も住宅、小売、自動車販売に頭打ちの傾向が出はじめているということだと思う。特に雇用の悪化について、これは多少の一時的な振れによるようなものなのか、あるいは先行きの不透明感が強まったことによって企業サイドで改めて雇用調整を強めはじめているのか、注視していくことが必要だと思っている。今年の第1四半期、第2四半期については、米国経済は1%台の成長になるのではないかと思うが、潜在成長率の関係でいけば、この程度の成長だとかなり失速感のようなものが生まれるのではないかということが気になる。また、戦費それからイラクの復興のコスト、これによる財政面の負担増大などファンダメンタルズの悪化が企業活動の改善が進まないうちに市場の中心テーマになってくるような場合には、金利上昇、その家計や企業への影響、あるいは資本流入が円滑に進まないために為替面を通じて、これは我が国経済にもネガティブな影響が出る恐れ

があるかと思う。欧州やアジアについても戦争の直接的影響は未だ明確ではないようである。しかし、欧州の抱える構造問題、特に財政赤字、失業問題、それからドイツに典型的な金融セクターの脆弱性、これらは今後の回復のための大きな制約要因になるというふうに考えている。アジアについても、先程述べたSARSあるいは北朝鮮問題等の不安定な懸念要因がここにきて増大しているし、警戒を強めるべきだと思っている。我が国の景気については、これは欧米と比べると予想以上にレジリエントであると感じている。理由は色々あると思うが、輸出は緩やかにまだ伸びているとか、在庫が十分に圧縮されているということ、あるいはリストラが進んで労働分配率、損益分岐点がかなり低下しているというようなこと。それから中小企業についても色々問題があるが、やはり二極化が進む一方で、廃業もやはりかなり進んでいる。それから政府金融機関その他の公的な各種支援も次第に整備されているようであるし、それなりに構造改革が進んでいると見ている。消費面でもデモグラフィックな変化、それから家計が流動性資産や現金などを積み上げていることの影響とか、貯蓄率の低下などが選択的な支出やサービスセクターへの消費を底支えしていると思われる。こういうものが理由で、日本経済はなかなか腰が強いと言うか、粘り強いというところがあるのではないかと考えている。先日の短観は、ややメディアの見出しは悲観的な見出しが多かったが、全体としてはやはり横這い、企業マインドとしては慎重だが、それ程悪い訳ではないと感じている。今後、不透明感が薄れてくるにつれて、輸出の回復に主導された緩やかな回復がはじまるというメインシナリオはまだ崩す必要はないと思っている。先リスクとしては、やはり輸出動向が最大のポイントだと思うが、加えて株価と金融システム、これはなお大きいと思っている。大手銀行の株価に対する耐久力は一頃に比べると、相当これは高まっていると思うが、企業保有の株式を含めて持ち合い株の解消にはまだ相当の売り圧力が残っているし、さらに生保の株式ポートフォリオの圧縮の流れとか年金の代行返上、こういう売り圧力は本年度に集中すると見られており、私は何らかの需給対策も必要ではないかと感じている。大手銀行の株が売り込



まれているが、預金流出は起きていないという話だし、98年当時のように株価の下落が流動性危機を招き、信用システムにおいて金融システム不安を直ちに引き起こすという状況はないと思っているが、現実には30兆円前後の流動性需要そのものが続くということは、潜在的なシステムの脆弱性を物語っている訳であり、決算発表、それから特別検査の結果が出てくる5月末位までには、現在の再生プログラムに基づく健全化に向けての種々の施策や法律整備、こういうものを早急に行うべきだろうと考えている。以上である。

福井議長

次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、一部に持ち直しの動きも見られるが、イラク情勢を含め先行き不透明感が強まる中で、全体として横這いの動きが続いているという総括判断で良いと思う。今日は、次のラウンドで述べたいことが多いため、金融経済情勢については、以下、設備投資の先行きに絞って簡単に述べておくことにする。現在、設備投資は持ち直しつつあるが、先行きを展望するうえで、設備投資を取り巻く環境を見ると、期待収益率の低下、過剰債務の重石、製造業における海外生産シフトなどの構造的な抑制要因は作用し続けている。しかし、企業収益は輸出や生産の回復に伴い改善しているし、短観によると今年度も製造業、非製造業、大企業、中小企業とも、経常利益は増益が見込まれている。また、企業金融面では中小企業などを中心に総じて厳しい状況が続いているが、逼迫度合いはむしろ幾分緩む方向にあり、落ち着いた状態が続いている。こうした中で、設備投資は次第に持ち直し傾向がはっきりしていくと見られる。ただし、その先行きについて不確定要素が多いことも確かである。輸出の増加なしには、設備投資が確実に回復傾向を示すことは想定できないが、国際政治情勢の帰趨をはじめとして海外経済を巡る不透明感はなかなか払拭されがたく、

輸出の先行きが読めない。対イラク武力行使が短期に集結するとしても、欧米はそれぞれ経済が調整圧力を抱えている。最近公表されたデータは、米国では雇用やコンフィデンスなど弱いものが目立っているし、欧州では景気減速懸念も台頭している。東アジアでも最近広がりつつあるSARSが旅行者の減少によるサービス関連産業への影響、コンフィデンス悪化による消費の悪化等を通じて、地域経済に悪影響を及ぼす可能性も否めない。我が国企業などの現地生産への影響も懸念される。原油、為替レートの先行きも読めない。国内要因としては、株価の動向が気になる。株価は最終収益に影響を与え、また金融システムへの影響を通じて企業金融に影響を与える可能性がある。以上のように、先行き不確実要素があまりにも多いため、成り行きを見守らざるを得ず、企業収益の増加が見込まれるとしても、設備投資は当面、基本的見解にあるように、極く緩やかな増加にならざるを得ないと思っている。以上である。

福井議長

次、田谷委員お願いします。

田谷委員

金融経済情勢については、昨日の執行部の説明にほとんど違和感はないし、この部分は中原委員と同じだし、しかも政策運営について色々後程議論があると思うので、これは須田委員と同じで非常に簡単にしたいと思う。先月20日以来、イラク戦争については短期間で——これは4週間とも6週間とも言われているが——フセイン政権の崩壊に至るとのシナリオに沿った展開が続いている。そうしたもとでも、国際金融市場は、超楽観に振れたり若干悲観的になったりすることで株価、金利、為替相場が乱高下してきた。短期終結シナリオが崩れない限り、相場の水準が大きく変化することはなさそうである。次に、海外経済について若干触れる。まず、米国経済だが、ここ暫く生産はほぼ横這いの動きを続ける中で雇用情勢が悪化してきた。消費者コンフィデンス指数も低下してきており、今年に入っ

てからの消費関連指標で弱めのものも出てきている。住宅投資の基調は底固さを維持しているが、一部先行き軟化を示唆する指標もある。ただ、これらの中には、昨年暮れの自動車のインセンティブ販売の反動、2月の大雪、ガソリン価格の上昇あるいは予備役の招集など、一時的あるいは特殊な要因による影響が含まれているし、イラク戦に関連して家計の支出行動が幾分慎重になっていることもあるかもしれない。設備投資も含め、米国の内需の先行きを見極めるには、もう暫く時間が必要のように思う。ただ、一つの懸念は、イラク戦が一段落した後、米国の双子の赤字の拡大と関連してドルが下落するかもしれないことである。欧州、アジア経済の動向については、昨日の執行部説明に付け加えることはほとんどない。大陸欧州経済はドイツを中心に減速してきている。先行きも厳しそうである。東アジア経済は輸出・生産の伸びが鈍化してきたが、中国を中心にした貿易の拡大には底固いものがある。日本の輸出環境としての東アジア経済全体は自律性を強め、底固く推移すると考えられる。国内経済については、輸出・生産の動きに変化は見られない。横這いから極く緩やかな増加の動きである。企業収益の改善は確認されてきているが、雇用・賃金の改善にはなかなか結びつくには至らないし、設備投資の広がりも見られない。ただ、雇用・賃金の悪化程度が緩やかになることや、設備投資の緩やかな持ち直しが期待できる基盤はできてきつつあるように思う。短観の結果も概ねこうした展開と整合的なものであった。懸念材料は株価の動き、殊に銀行株の値動きである。年度末越えは日銀による巨額な流動性の供給もあって、金融市場で混乱はなかったし、足許、企業金融に目立った変化は見られない。しかし、大手金融機関を巡る動向とその影響には特別な注意が必要であると思う。以上である。

福井議長

次に、植田委員お願いする。

## 植田委員

世界経済情勢については、皆さん言われるように不透明感が強く継続している訳だが、特に米国を中心に三括りに分ければ、相互に関連する三種類の要因が絡んでいるなどと思う。一番目に、短期的な話であり、皆さん言われたように、イラクとの戦争で現在出ている色々な経済のデータの弱さが説明できるのか、それとももう少しファンダメンタルな要因で弱さが出ているのか、ということが見えがたくなってきていた訳である。取り敢えず近い将来に戦争が一段落するとすると、それがどちらなのかということがもう少し見えるような状況になってくるといえることがあるかと思う。二番目に、もう少し中期的にこれも複数の方が言われたが、物理的な戦争が終わってもイラクに駐留しなくては行けない、あるいは復興関連の支出が増えるというようなことも含めて、米国の財政の今後、あるいは経常収支赤字の今後、さらにドルへの影響というようなことについてどう見ておくべきか。これはまた、裏側から述べれば、生産性の伸びが強い、強いというふうにアメリカ経済は言ってきた訳だが、このところ設備投資もあまり出ていない。それから将来を読んで物事を決めていく株式市場はずっと弱めであるというようなことから、本当に生産性が高い率で今後も成長を続けるのかということと裏腹の話かと思う。さらにもっと中長期的には、このところ一連の動きが90年代からずっと続いてきたグローバリゼーションのトレンドを逆向きにするようなことに至るのかどうかということ。もしそうならば、世界経済にとって大きなマイナスである。例えば、海外からの直接投資に頼りつつ、世界の生産センターとして成長してきている中国、あるいはその周辺の東アジア経済の発展には大きなマイナスだろうし、そこはかなり依存しはじめている日本にも大きなマイナスであるということかと思う。短期的に例のSARSの話の影響も含めて色々な問題があるが、こういう点も含めて世界経済については見守っていくしかないかなと思っている。日本については、こうした不透明感の影響は一部の中近東向けの輸出、あるいは一部のコンフィデンス指標を除いて、あと株価か、あまり表われていないということだと思う。実体経済のデータは足許、設

備投資に取り敢えず若干底入れの動きが見られるということ、それから去年第4四半期DIが弱かった消費に、一応持ち直しの動きが見られる、ということなどから数か月前に比べてやや上方修正ということで取り敢えずは宜しいかと思う。それから、政策との関連で注目している消費者物価指数については、これも事務方の見通しどおり供給サイドの幾つかの要因によって、当面、若干デフレ率が縮小傾向に向うということかと思う。ただ、それによって前年比でのマイナスが消えるというところまではちょっと見込めないということであるし、暫くデフレ率が縮小した後、どうなるかということも、今のところはっきりしないという状態かと思う。こうした中、予想インフレ率は現実のインフレ率の近辺にあるということだと思うので、実質利子率も微減程度ということかなと思う。従って、取り敢えず直ちにデフレスパイラルにどんどん行ってしまおうというリスクは、今のところそれ程高くないと思っている。これに関連して、やや大事な点なので技術的だが付け加えておきたいのだが、岩田副総裁が就任直後から、某民間の調査機関の計算で非常に高いデフレ予想率を計算しているものがあるということに言及されているが、私もこれを大事だと思い調べてみたのだが、やや計算の前提に問題があると思う。1970年位から足許までのデータをある方法で使って足許の予想インフレ率を計算しているのだが、これはデータの使用期間を80年以降とか90年以降とかに変えてしまうと、ガラッと計算結果は変わって、近くにすればする程、当たり前かもしれないが、足許の現実のインフレ率と近いような期待インフレ率になってくるという結果が、私も計算してみた。そういうことで、いやむしろこの計算の誤差というふうに見た方が良いのではないかなというふうに思っているが、私の誤解かもしれない。以上である。

福井議長

次に、春委員お願いする。

## 春委員

それでは申し上げます。何人かの皆さんも言われたが、私も昨日の執行部の説明に特に異論はない。国内経済は、個人消費が引き続き所得対比で健闘している中で、設備投資では製造業で電気機械を中心に活発化の兆しがある。昨日発表の景気動向指数も一致指数で2か月連続、先行指数で4か月連続のプラスという結果である。ただし、イラク戦争や低水準の株価が企業や家計のマインドに悪影響を及ぼしているし、米国でも実体経済は堅調と言える状況かと思うが、雇用の悪化や財政赤字への懸念、企業経営者、消費者のコンフィデンス低下等、実体経済への悪影響が懸念される場所である。現状は、10月に立てた標準シナリオの想定範囲内にあり、緩やかな回復への道筋にあると思うが、回復に向けてのリスクは高まっているように思う。現在の金融経済情勢に対する判断としては、基本的に前月の判断を継続しながら、一部経済指標の持ち直しとイラク戦争等の不透明感の強まり、この強弱両方の変化に言及する形が適切なのではないかと思う。以下、若干コメントする。まず、3月の短観で業況判断が大企業、製造業に表われたように概ね横這いとなったが、業況感としては改善へいくという捉え方ができるように思う。ただ、何人かの方も言われたが、企業収益の伸びが2002年度に続いて2003年度も継続することや、設備投資計画では大企業、製造業など前年比プラスの計画が示されるなど、今回の調査結果は総じて企業経営の状況が緩やかながら改善の方向にあることを示しているというように受け止めている。生産については2月の鉱工業生産速報値は2か月振りに低下したが、概ね横這いの動きかと思う。ただし、在庫についてだが、企業の在庫積み増しに対する姿勢というのは引き続き極めて慎重である。これは将来に向けてプラスの面も勿論あるかと思うが、非常に目立っているように思う。毎回触れて恐縮だが、産業用大口販売電力量だが2月は対前年比+3.2%ということで、8か月連続のプラスである。化学の+9.2%、鉄鋼の+7.0%を中心に繊維を除くほぼ全ての業種でプラスの状態が続いている。ただし、設備の状況を示す契約電力では、こ

これは関東地方だけのデータだが、2月まで13か月連続で前年比マイナスという状況になっている。設備投資では、政策投資銀行の設備投資計画の調査があったが、2003年度の計画は製造業が鉄道の大規模新線建設や不動産の大規模再開発工事の反動から減少して、全産業でも3年連続の減少となっている。一方、製造業では電気機械の薄型ディスプレイ関連投資、鉄鋼の大規模更新投資等で、電気機械を中心とする設備投資の連鎖に期待が持てる状況とも言えるのではないかと思う。個人消費は、2月の百貨店・スーパーの販売が好調であるほか、家電や自動車販売もまずまずの伸びだったかと思う。2月の雇用者所得について、一人当たりの名目賃金が前年比ベースでほぼ下げ止まった状態にあるということに注目をしている。労働者数の減少が続いているので、雇用者所得トータルの増加は当期期待できないと思うが、春闘の状況を見るとどうもベアなし、定昇見直しという流れの中で、賞与の業績連動化を進める企業が広がっていく可能性がある。所定内賃金もこれまでかなり抑えられているという状況なので、企業の業績回復を受けて雇用者所得の減少に歯止めが掛かることを期待できるのではないかと思っている。そうした中で、リスク要因としてはやはり二つ、イラク戦争を中心とする米国経済や海外経済の動向と、低迷を続ける日本の株価動向かと思う。米国経済については、原油価格が高騰している。アメリカ中心のWTIとアジア中心のドバイとの価格差が通常2~3ドル程度なのだが、2月以降は5~6ドル程度に拡大している。エネルギー価格の上昇は、米国北東部中心の寒波襲来等による原油在庫減少が影響しているようだ。さらに加えてイラク戦争が企業経営者や消費者のマインドにも影響しているほか、財政赤字懸念ということもあり、やはり要注意かと思う。ただし、経済指標としては雇用面などに弱めの指標が見られるが、住宅投資は金利低下を背景に基調は底固さを維持しているし、設備投資全体でもほぼ下げ止まったものと見ることができる。また、民間コンセンサスの2003年実質GDP成長率予測は+2.6%ということでもある。暫くは戦争の影響やエネルギー価格の上昇等、リスク要因が前面に出てくる状況かと思うが、注意深く見ていく必要があると思う。二つ目は日本の株価だが、

日経平均で 21 年振りの 8,000 円割れということで年度越えになり、その後イラク戦争の影響で一進一退の状況かと思う。イラク戦争や S A R S の感染拡大、北朝鮮、あるいは銀行株価の状況等から見て、なかなか買いが入りがたい状況かとも思えるが、反面、これも毎回述べて恐縮だが、日本株投資の投資環境という面では既にバリュエーションの面では割安になっていることとか、証券税制の抜本的な改革が実施されたこと、あるいは企業収益も順調に拡大していることもあって、イラク戦争決着後の前向きな動きに期待ができるように思っている。以上である。

福井議長

それでは、武藤副総裁お願いします。

武藤副総裁

まず、景気判断だが、全体として横這いの動きを続けているという前月の総合判断を据え置くことで良いと、結論的には思う。足許、設備投資関連指標に持ち直しの動きが見られるということは、多くの委員が指摘された。短観の結果も、こうした足許の状況を裏付けるものといって宜しいかと思う。今年度の企業の増益予想とか設備投資計画の出だしも例年に比べてまずまずのスタートというふうに評価されているのだと思う。先行きについては、イラク情勢を含め海外経済の状況ということがまず前提になる訳だが、今のところ基本的なシナリオを変更する材料は見られなかったように思う訳だが、やはり海外経済の動向の不確実性ということが非常に重要なポイントかと思う。米国経済に懸念すべき材料がどうも増えているのではないかと受け止めている。消費者コンフィデンスが 4 か月連続で低下しているとか、雇用環境にも悪化の動きが見られること、さらに、イラク情勢の展開による面が大きい訳だが、全体として不透明感がむしろ高まっているのではないかと思う。ユーロエリアについては、内需が低調で輸出も弱含んでいるということで、ドイツ中心に景気が減速しているという状況である。先行きについても、失業の増加を背景としてコンフィデンス悪



化、個人消費の落ち込みといったような可能性があるし、株価下落が金融機関の与信行動に悪影響を与える恐れもあるなど、景気の下振れリスクがあると思う。アジア経済は堅調だということだが、これも米国経済とのかかわりで予断を許さないということになる。

金融資本市場についてちょっと触れたいと思うが、年度末は大きな混乱なく乗り越えたが、イラクの問題等もあり、株式市場にしろ、外国為替市場にしろ不安定な動きになるのではないか。特に株価については、銀行株の軟調な動きが非常に大きな懸念材料だと思う。我が国の長期金利は、ほぼ一貫して下げ基調にあり、これは他国の状況とちょっと動きを異にしているが、やはり基本的背景として、銀行や機関投資家の間に極めて強い資金余剰感があるということの反映だろうと思っている。現下の状況で銀行株の下落に象徴されるように、金融機関経営が非常な脆弱性を抱えているので、不良債権処理の進み方や株価次第では、やはり企業金融を巡る環境が大きく変化する可能性も否定できないということで、引き続き株価等を中心に注視していく必要があると思う。以上である。

福井議長

では、岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

日本の景気の判断については、私も概ね横這いということかと思う。ただ、先行きの下方のリスク——上方のリスクも勿論あり得るのだが——、その下方のリスクの評価について人によってかなり幅があるというのが今の実状ではないかと思う。下方リスクの一つはやはり、そのイラクの軍事行動については短期終結シナリオで動いている訳だが、その後の復興過程が果たしてどの位上手くゆくのか、あるいは、費用も含めて上手くいくかどうかという点にむしろ不確実性の焦点が移っているのではないかと思う。それからアメリカの国内の景気についても、やや最近の指標は弱めの数字が増えているということであり、これはイラク戦争の軍事行動

が行われる前の数字が今出ている訳であり、戦争そのもので下向きになっているということでは必ずしもないので、むしろ前に中原委員の方からもちょっと話があったが、アメリカ経済が抱えている回復局面における脆弱性というようなものが、より根底にはあるのではないかと思う。それから、アジアについてはSARSのリスクというのはやはりかなりあるのではないか。民間の予測機関で随分、香港は-6.0%実質GDPが下がるとか、かなり大幅なリスクを見込んでいるところもある。これから4~6月にかけてこのリスクが顕在化するということではないかと思う。それからアメリカの、仮にイラクがなかりせば、という場合にも、住宅投資について住宅価格というのが既にある意味ではピークアウトしているとか、あるいは自動車の販売というのもピークアウトしているのではないかと私は思うのだが、そういうことを考えると、その牽引力となるのは、日本もアメリカも共通だが、設備投資であろうと思うのだが、その設備投資の先行きがやはりアメリカ経済、明瞭でないというところが問題ではないかと思っている。以上がアメリカ経済だが、日本経済の方を見ると、最近の動きはやはり、設備投資が底打ちしたと考えられるのだが、これは減価償却のところまで設備投資が減少してきたので、これはヒックスの玉突き台の理論そのものであり、底を打たないとむしろおかしいというところまで縮小してきたのではないかと受け取っている。けれども、この設備投資がどの位の強さで回復、あるいは持続していく、いけるのかということについては、短観ではかなり良い数字で出発したと思うが、それがどこまで強い回復を示すかということについては、なお脆弱性を抱えていると考えている。それで、アメリカと日本を比べると、アメリカの方がやや下向きで、日本の方がむしろ少し上向きの指標がこのところ出ているが、過去にも実はこういうことがあって、アメリカに1~2四半期遅れて日本経済が回復ないし復興するというようなことがあったので、日本が今、頑張っているのも、必ずしも手放しで喜べるという訳ではない。ただし、アメリカが本当に2000年のように失速してしまうかということ、恐らくそこまで悪いことはないのではないか。弱含みでは恐らく世界の鉱工業生産指数等を考えると、第2四

半期にかけてやや弱含みの動きになって、日本も勿論その影響を受けるといことであろうが、日本の経済は恐らくその程度のショックであれば十分持ち堪えていけるのではないかと考えている。それから、金融市場の方については、やはり株式市場で特に大手行の株価が弱くなっているということは、やはり問題ではないか。特に投機的な動きが出てくるような場合には、場合によってはマーケットの先手を打つという、そういうことも何かスコープに入れて考えておく必要があるのではないか。マクロ・プルーデンシャル・ポリシーというのがあるが、私は日本銀行による銀行保有株の取得というの、ある意味でマクロ・プルーデンシャル・ポリシーだと位置付けているのだが、そういうことも考えておく必要はあるのではないかと思う。株式市場について言うとさらに、北朝鮮のリスクはこれはまだ入っていない、織り込んでいないと私も考えており、これがさらに重なってきた時に例えばどうするのかというようなことは準備しておく必要があるのではないかと思う。最後に植田委員の方から示された、デフレが進展しているかそれとも縮小しているかという、根本問題なのだが、私は勿論、差し当たりは消費者物価コアの部分を見るのが金融政策の目標としては良いと思うが、ただ、現在のようにGDPのデフレーターで見ると、デフレの率はむしろ拡大していて、昨年の第4四半期は2.3%のマイナス幅ということになっていて、2%を超えてきたということはやはり無視できない。さらに設備投資のデフレーターは4%近いマイナスになっており、企業が設備投資をする時はやはりそこを見ているはずなので、その期待物価の上昇率というのをどういう指標で見たら良いのか、これは日本銀行としても期待物価上昇率というのを幅広く検討する必要があるのではないか。色々な手法が考えられると思うが、それも物価指数もどういう指数を置いたら良いのか、今後の課題として取り上げるべき課題だと思っている。以上である。

福井議長

最後に、福間委員お願いする。

## 福間委員

前回会合の3月25日以降を見ると、対イラク武力戦争の短期決着・終結の可能性がより現実的になったことは——それにより、昨日、原油価格は急落し、カタールの石油相の話のようにOPECも減産する可能性が出てきた訳だが——、戦争前に中期シナリオや長期シナリオがあったことから見れば、非常にエンカレジングである。昨日のウォールストリートは、パトリオティック・ラリー、すなわち、アメリカが勝ったのでガッと買われたと言われている。最後はあまり大した上げにはならなかったが、いずれにしても悪いニュースではない。一方で、何人かの委員が指摘されたように、ポスト・ウォーの問題は残っている。この点はもう繰り返さないが、中近東が不安定化する、テロ等の発生もある、あるいはツイン・デフィシットの問題もあるというようなことである。とにかく、殊、戦争に関しては、短期決着の可能性が高まったということで、地政学的リスクも収まりつつあるという、コーシャスリー・オプティミスティックな状態にあると言えるのではないかと思っている。前回時点ともう一つ違うのは、昨日も少々述べたが、SARSの問題である。特に、電子部品の世界の供給ポイントである広東省へのSARSによる影響が、サプライ・チェーン・マネージを通じて電子部品を調達するという国際的なジャスト・イン・タイムのシステムにどの位のディスラプションをもたらすのか。ディスラプションが生じた場合に電子部品の代替供給先は日本になるのか、他のアジアになるのか、あるいは値段が上がってしまうのか。この辺は今のところ分からないが、とにかくグローバルなサプライ・チェーン・マネジメントへの影響が心配されるという点では、むしろ先月25日より是不透明感が高まったというところである。米国、欧州については、皆さんが言われるとおりでと思う。先程も言ったように、ここ2日間、戦況が有利であることから、かなり株価も上がった訳だが、今後は、ファンダメンタルズを注視した動きになってくる。雇用、物価、消費、ツイン・デフィシット、こういうところを中心に動くのだろうと思う。アジアについては、私は去

年の4月からずっと強気一本できた。アジアとアメリカはデカップリングだと言って物議を醸したこともあった。しかし、ここにきて、SARSの問題で先行きが分からなくなったというのが正直なところである。何とかコンテインしてくれるのではないかと、私は心底期待しているのだが、SARSの影響についてこうだと決め付けられないので、先行き不透明感が出てきたと申し上げておく。国内の経済だが、設備投資は、底入れしたということを本席上で随分言ってきた訳だが、その根拠には、ミクロのシュリンク・トゥ・グロウの動き、要するに儲からない設備は捨てる、あるいは企業間の合併、産業の再編成を化学や紙パ等色々な分野でやっており、その際余剰設備を随分捨てているということがある。それに加えて、減損会計導入を睨んだ動きもある。これは去年の中頃辺りから電機あるいは今期は鉄鋼もやっているが、儲からない工場について経理的な処理をやるという動きである。そういう面からも設備廃棄が促進されている。設備投資は、落ちるところまで落ちて、ボトムを打ち、今後、ゆっくり上がっていくと見込まれる。そういうことで、いわゆる三つの過剰というのを一方的に言うような段階ではもうないと私は思っている。それに昨日の執行部の説明にもあったデジタル関連や鉄鋼関係、あるいは自動車関連で設備投資が出ているということも背景にあると思う。物価については、植田委員が言われたとおりであると思っている。短期金融市場の方は、期末越えの資金については、本行がマーケット・フレンドリーなオペに努めた結果、無事調達が行われたということである。ただ、北朝鮮を巡るリスクあるいは銀行株の価格低下等に基づく金融システムの脆弱性から、引き続き金融機関の流動性確保には万全を期す必要があるかと思う。特に、5月に決算発表、6月に総会を控えている中、企業の本業の業績は随分回復したけれども、銀行株下落に伴う損失でそれが大きく損なわれたということで、銀行と企業の関係に変化の兆しがあるというところも我々としてはちょっと見ておく必要があるのではないかなと思う。当預残高は30兆円を超えた訳だが、これは郵政公社の要因があったということだが、金融政策の予見可能性とか説明責任という観点から言うと、後程、調節のところでも申

し上げるが、こういう数字をそのまま置いておくよりはむしろ、実態に合わせてある程度信頼性を確保する、つまり、クレディビリティを回復する意味でも当預残高目標値の数字を調節した方が良いのではないかと思う。以上である。

#### 福井議長

一通り皆様のご意見を拝聴し、私が感じたところを中心に簡単に述べると、一つは期待デフレ率がどう変わりつつあるか、従って実質がどう変わりつつあるかという点については宿題が残ったということだと思うが、それ以外の全般的な金融経済情勢の判断については、今日は皆様のご意見に然程大きな差はなかったかなと受け止めた。従ってあまり細かいことを繰り返す必要はない訳だが、国内的に見ると先般の短観がその代表選手だが、ここから窺えるところから見ても、企業動向の面では企業収益が引き続き改善傾向にある。それから設備投資の先行きも決してロバストではあり得ないという感じだが、やはり持ち直しつつあるとこういう事実があると思う。ただ、後程述べる海外の情勢も含めて全般的に先行き不透明感 はむしろ強まっている面もあるということで、企業の業況判断はほぼ横這いという動きではないかと思う。一方、短観ではあまり材料のない個人消費だが、その他の多くの指標で補って考えると、雇用とか所得環境の厳しさは引き続き続いている、従ってベースラインは弱めの動きが続く可能性が強い、今後とも景気のリード役を消費に期待するということは難しいかなという感じだ。しかし個人消費は意外ともっているというか、持ち堪えている面もある。消費性向を少し上げるというふうな形でもっている面もあって、現に年が明けてこの1、2月の多くの指標はそれを示している。ただ、今後とも極端に落ち込まないまでも弱めの動きが続く可能性が強いことを窺わせているのではないかと思う。こういう訳で、内需に今後明確な回復が見られるというところまでは見込めない中であるので、日本経済の今後の動きについては、引き続き外需が鍵という感じだが、その場合海外環境、海外経済の動きを見ていると、アメリカ、欧州辺りの新しい指標

はむしろ弱めのものが増えてきているという状況で、これは今後要注意である。イラクとの戦争が短期シナリオに終わったとしても、その後遺症がどうなるかということが一つあるのと、元々のファンダメンタルズの弱みということが、より強く出てきているのではないかという点をしっかり見極めていく必要があると思う。アジアについては、多くの方が指摘されたとおり、今のところリスク要因とって良いのかどうか、新しい注目要因とって良いのかSARSの問題が出てきているということだと思う。金融面では、指摘のとおりイラク戦争あるいは、年度末といったイベントを取り敢えず乗り越えて、表面的には短期金融市場は落ち着いている、しかし地合いは極めてナーバス、例えば為替市場の動きがそうであるし、あるいは先行きに対して市場は慎重である。それは債券市場で長期金利が一段と下がっているということにも表われていると思うし、一番不安定な動きを示しているのは、やはり株価、銀行株を中心にこの帰趨というのは大変懸念される状況ではないかと思う。従って、先行きのリスク要因としてはイラク情勢を中心とした今後の世界情勢、その金融市場への影響+SARSの問題。国内的にはやはり色々あるが、株価動向が金融システムとか企業金融に及ぼす影響がとりわけ大きなリスク要因だと総括できるのではないか。従って全体的な感じとしては、先行き不透明感がむしろ強まっている面があるが、足許は国内的には設備投資の持ち直しの動きといったこともあるので、全体として見れば横這いの動きが続いている。前月の総括判断を維持するという感じではないかと皆さんの話は受け取れた。私のコメントは以上だが、追加的に自由に発言をお願いします。

#### 田谷委員

一点宜しいか。岩田副総裁が言われたように、やはり物価というのは、消費者物価あるいは、生産者物価、GDPデフレーターというもので見ていかなければいけない。そのとおりだと思う。ただ、ある程度安定的に動く消費者物価指数だとかGDPデフレーターで見ると、また、その実際の動きが期待物価変化率にかなり近いものだとすると、やはり日本の実質金利と

いうのは80年代から90年代、あるいは90年代から現在に至るまで傾向的に下がり続けてきていると思う。アメリカも同じ動きをしており、そういうふうに計算した日米の金利差というのは、やはりある程度安定してきていると思う。ただ、今後、アメリカの名目金利がさらに下がってくるような場合、これは日本の名目金利に下落余地がほとんどなくなっている状態であるから、そして物価変化率を一定とすれば、かなり問題が出てくるというふうに思う。もう一つ、例えば、例として岩田副総裁がGDPデフレータの昨年の第4四半期の数字を-2.3%だと言われたが、例えば99年、あるいは2000年、2001年、2002年とGDPデフレータの変化率というのは一定程度ではないか。例えば、その時、名目金利というのはこの4年強、1%以上下がっているから、実質金利がかなり下がってきていると思う。もう少し実質金利を巡る議論というのはかなりこれからもやっていかなければいけないと思うが、その一点一点であまり見るよりも、やはりちょっと傾向的に見る、それと国際的に見るという視点も必要ではないかと思う。

植田委員

実質金利が上がっていないにしても、もっと凄く下がっていれば、もっと景気にプラスだろうという点は残っている。だから難しい訳である。

福井議長

他に如何か。

岩田副総裁

一つ宜しいか。田谷委員から質問があったので。デフレータで見ると95~96年に、実は94年の半ば位からデフレータではマイナスになっており、この時は1%未満だったのである。96年位まで。それから消費税の動きがあってちょっとプラスになるのだが、99年位から実は2%台に乗ってきて、今もある意味では2%台である。しかし最近の時点でそれが少



しました拡大というそういう動きではないかと思う。であるから、傾向として見ると 95 年と比べればやはり、私はデフレが深化していると判断している。

福井議長

それでは、実は今日はちょっとブレイクの取り方はタイミングが難しいのだが、ただ今、竹中大臣がこちらに向かっておられる。ブレイクをもう少し後にすると、竹中大臣が来られて議論が始まったところでブレイクなどという感じになりそうなので、早めだがここで一旦ブレイクを取り、必ずしも大臣が来られるのを待つという意味ではなくて、10 分程ブレイクをして再開したいと思う。10 時 40 分に再開する。

(午前 10 時 28 分中断、10 時 41 分再開)

(午前 10 時 41 分 竹中経済財政政策担当大臣入室)

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

それでは、政策決定会合を再開する。ただ今より竹中大臣に参加を頂いた。お忙しいところありがとうございます。討議の継続だが、次は金融政策運営についての討議である。議長の整理として、この討議は中身を二つに分けたいと思う。パート 1 は、次回の決定会合までの金融政策の運営方針、パート 2 が冒頭に沢山の資料を事務局から説明してもらったが、金融政策の透明性、あるいは波及メカニズムの強化等を中心とした新しいものの考え方についての議論である。就中、証券化市場を通じた企業金融の活性化のプランについて具体的な議論をお願いしたいと、こういうようなことであり、まず最初に、パート 1、次回決定会合までの金融政策運営方針について委員の方々から意見を最初に述べてもらいたいと思う。先程と同じ順序で宜しいか。

中原委員

二つの部分を続けてよいのか。

福井議長

分けて頂ければと思う。

中原委員

分けて…。

福井議長

一緒の方が議論し易いか。

中原委員

最初はもう簡単であるから。

福井議長

そうか、分かった。それでは一緒にしてもらって勿論結構である。

中原委員

どちらでも宜しいのだが。

福井議長

いえ、その方が委員の皆さんが発言し易いということであれば、結構である。

中原委員

そもそもテーマが今日は盛り沢山なものだから、時間が非常に厳しいと思ひ、特に最初の部分は一言にしようかと思っていたのだが、何とか時間内ということで努力する。まず、当面の政策運営だが、先行きの不透明さ

が強い訳であるが、实体经济の下方へのモメンタムが必ずしも強まっているという状況ではない。現状の調節のディレクティブとしては変える必要がないと思っている。ただ、郵政公社の当座残高は非常に不安定な動きであるということもあるし、また、イラク戦争がなお継続している、市場もまだ不安定なところが残るところから、なお書きのもとで引き続いて潤沢な流動性供給を機動的に進めていくことが必要かと思う。政策についてはこれで終わり、今日、幾つもテーマが用意されているが、時間の関係もあって主として調節手段の論点、考え方、これと新しくプロポーザルとして出されている資産流動化証券の買入スキーム、この問題について議論するというふうに了解しているので、透明性の議論と量的緩和の総括の部分については、必要があればあとでまた意見を述べるが、最初の二点について若干のコメントをしたいと思う。まず、調節手段の考え方、論点ペーパーが出ているが、若干のコメントをする。まず第一に、論点メモは波及効果、市場機能との親和性、市場規模、この三点を調節手段の選択の条件、基準として挙げている訳だが、これについては基本的に異論はない。しかし、これらの条件は、相互にトレード・オフの関係にあるのも、そのとおりであり、現在の長期に亘るデフレからの脱却、これが最大の課題である以上は、やはり相対的には波及効果に最大の力点をおくべきではないかと私は考える。その他の条件としては、挙げられてはいないが、オペのテクニカルな面、あるいはシステム対応の難易度、あるいはイグジット・ポリシーとの関係からも検討しておく必要があるだろうと思う。第二は、どのような調節手段にせよ、その波及効果の顕現を阻害しているような構造問題、不良債権とか信用仲介機能の不全というような問題にいずれ帰着せざるを得ない訳であり、従ってこのような制約要因、阻害要因をミティゲートするような政策、それはプルーデンス政策に近いもの、あるいは財政政策に近いものがあると思うが、こういうものも広く選択を行っていくべきだろうと思う。この過程で政府、あるいは政府関係金融機関等との連携動作も広く検討されるべきだろうと思う。第三に挙げたいと思うのは、いかなる手段を採るにせよ、これまで採ってきた政策手段及びその裏にあ

るリスク、この手段とリスクのシークエンスの観点から中央銀行としての一貫性、政策の連続性について十分な説明責任を果たす必要があるということである。これは、非常に難しい重要な問題であると感じている。それから第四に、政策決定にかかわる透明性を高めるためには、市場との対話を通じて将来の選択の幅を狭めることのないようにすることが必要だろうと思う。それと同時に、その意味で様々な調節手段について、むしろ日本銀行として、あるいは金融政策決定会合としてプロアクティブに効果、問題点、副作用、こういうものを検討して、可能な限り考え方を公式的な見解として公表していくことも必要ではないかと思っている。第五に申し上げたいのは、政策に対応した中間目標や最終目標、これを具体的に明示することを調節手段の議論と合わせて検討するべきではないかと考えている。政策目標へ向けての波及メカニズムが明確でない限り、金融政策手段として信認を得られず、採用すべきでないというような厳格な考え方もあるとは思いますが、少なくとも理論的に波及効果が説明し得るものであれば、たとえ構造的な制約要因の存在があるにせよ、その存在をもって政策目標の設定を拒否する理由はないように思う。最後に、日銀の財務の健全性は重要な要素だが、それが必要な政策の対応をためらわせるものであっても問題があると思う。この辺にこそ、日銀と政府の問題意識の共有と一体感を持った取組みが望まれるのではないかと思う。次に、資産流動化市場育成のための新しいプロポーザルについて若干コメントしたいと思う。これについては、まだ詰めるべき点が多いと思うが、基本的に賛成である。まず、この施策の目的だが、本件は金融調節の手段の一つと言うよりは、むしろ資産流動化市場の育成、間接型市場金融機能の強化という、この一環として考えるべきではないかと思う。本件実現の場合にも、金額的にはそれ程大きなサブスタンスなものとはならないと思うし、調節手段としてのメインの手段としては、なかなか考えがたい。また、中小企業対策と見れば、これは財政で行うべきものであると言える。相対的にカネの回りが悪い、カネの回りがたい中小企業に対して、緩和効果を少しでも広げていく金融政策としての意義はそのとおりだと思うが、その枠

内に矮小化せず、広く資産流動化市場の育成という目的で網を掛けるべきではないかと考えている。第二に申し上げたいのは、本件は従来の政策スタンスから見れば大きなジャンプである。従って、なぜここでこのジャンプを行わねばならないのか、なぜ資産担保の流動化証券が買切りの最初の選択になるのか、あるいは最後かもしれないが、この点についての十分な説明が必要かと思う。この点について、私自身としては次のように理解している。まず第一に、適格担保の拡大はこれまでに数度に亘り行ってきており、実効あるものとしては既に限界にきていると思う。いささかなりとも波及効果の高いものということのためには、民間信用の買切りに踏み込まざるを得ないと思っている。第二のポイントは、この資産は他の民間信用に比べてプール資産の見合いの証券であり、総体的に個別性が薄い、中立的と考えることができると思う。さらに、対象資産の分散化によりイベント・リスクはミニマイズされるし、より正確なリスク計算評価が可能と思われること。こういう点から、本件の選択としては妥当なものかと思っている。テクニカルな色々な問題があると思うが、今後詰めるに当たっては、流動化証券のマーケットはまだ小さい、まだ大きくない。客観的なプライシング、どういうケアを図っていくべきかなど、市場メカニズムを活かす、またモラルハザードをできるだけ防止するという形で具体案を固める必要があると思う。また、日銀財務の健全性を守る観点からも、きちんとした引き当てルール、あるいはキャピタル・アロケーション、これも行う必要があると思うし、総額、実施期間についても枠は必要だと思う。財政の分野に近い政策と受け取られる可能性もあって、あくまで市場育成と、いわばソフト・スポットに緩和効果をフォーカスするということの説明を徹底して、その過程では関連政府機関との連携、協力を可能な限り進めるという姿勢が必要かと思う。最後に、これを一つのプロポーザルとして市場の意見を求めるという手法を採る方法を考えているようだが、これについては両刃の剣という感じがあり、あまりにも多くの意見が出てきた時に収拾が難しいのではないかという気もしており、これは皆さんの議論を是非拝聴したいと思っている。私は以上である。

福井議長

次、須田委員お願いする。

須田委員

金融経済情勢の総括的な判断はこれまでどおり横這いなので、当面の金融政策運営方針については、現状維持で良いと思う。なお書きは当面、郵政公社対応という面もかなりあると思うが、それもなお書きに含まれていると認識しているので、このままで良いと思う。以下、二つの問題について、一つは金融調節手段に関する視点、あとは企業金融活性化のための新たなスキームについてだが、前者については、私は今ここで与えられた時間で述べる事ができないので、これは後で議論する時に意見は述べて、以下では企業金融活性化のための新たなスキームに絞って、私の基本的な考え方を申し上げる。新たなスキームの位置付け、目的だが、このスキームに期待される効果について、一つは資産担保証券市場の拡大を通じて、中堅・中小企業向け与信に付随する信用リスクの移転を進めることにあるのか、あるいは二番目としてさらに中堅・中小企業向け貸出の増加までを想定するのかという論点である。わが国では、今後暫くの間、家計も企業も資金余剰部門であり続けるとみられる。各経済主体はマーケット機能を活かしながら、金融資産、負債のストックを抜本的に再構築する必要がある。こうした中で、銀行経営は自己資本比率を向上させるべく、不良債権、正常債権、要注意債権も含めて分母を圧縮し、従来の与貸業務依存から脱却することが求められている。以上のような基本的認識を踏まえると、今回のスキームによって中堅・中小企業に対する貸出全体の増加を期待すること、ひいてはマネーサプライの伸び率が高まることまで想定することには無理があるように思う。仮に、そうした過剰な期待を国民一般に与えると、貸出が伸びない限りこのスキームを続けるべきである、あるいは割り当てる資本、自己資本を積み増すべきである、という要求を自ら招き入れる恐れもある。これは、今回のスキームのイグジット・ポリシーにも深く

関係する重要な論点である。その一方で、資産担保証券市場の拡充は、非常に重要な課題だと思う。これは中小企業金融の円滑化促進という観点に止まらず、金融ビジネスの変容をサポートするうえでも非常に意義深いことである。残念ながら、日本の銀行部門の総体的に乏しい自己資本比率に示されるようなリスク負担能力では、我が国の企業が新しいリスクに挑戦できない。そこで今後、企業のリスクを社会全体で上手く負担し合う必要がある。いわゆる市場型間接金融の促進ということになるが、貸出債権の流動化、証券化はそのための重要な手段となる。第二に、資産担保証券市場を拡充する意義を認識したうえの話だが、本行がこれにどのように関与すべきかという論点に移る。ここでは、企業の資金調達環境についての情勢判断と、日銀のリスク許容度、自己資本の割り当てという二つの観点から検討することにする。まず、現在の中小企業金融については、引き続き厳しい状況にあるものの、ここにきて逼迫感が強まっている訳ではなく、横這いで推移していると判断している。従って、今直ぐに日銀がこのような資産を購入する必要に迫られているとは考えていない。次に資産担保証券、特に相対的にリスクが高いメザニン部分を直接買い入れる場合には、日銀の自己資本が一定の確率で毀損することを予め覚悟する必要がある。従って、リスク許容度をどこまで認めるかについて、しっかりと前もって判断しておく必要がある。日銀の自己資本は基本的に、最後の貸し手機能を発揮する際の予期せざるリスクの顕現化に対する備え、と位置付けることができる。そのうえで、自己資本に余裕がある場合には、ある特定の政策に対して、自己資本の一部を割り当てることも検討に値すると考えられる。例えば、株式の買取りもその一例だと位置づけている。今回のスキームは、資産担保証券市場の拡大を促すという政策目的に対して、自己資本を割り当てるものであると整理できると思う。従って、この有意義な政策目標に対して、自己資本を割り当ててリスク資産を購入することを否定するつもりはない。ただし、自己資本を割り当ててるうえでは、次の二つの観点から検討することも必要である。一つは、日銀の自己資本充実度である。日銀の自己資本は3月末現在5兆円強である。バランスシートにおける市

場性リスクをバリュウ・アット・リスクで見ると、2月末現在2兆円強である。その後の銀行保有株式買取りの引き上げや、今後とも量的緩和政策を続ける中で、経済情勢次第では国債などの保有残高を積み増さなければならなくなる可能性も考え合わせると、自己資本に然程余裕がある訳ではないと認識しておく必要がある。このもとで、リスク資産を過大に購入し、自己資金が大きく毀損されると、市場関係者をはじめ国民一般の間で、日銀の損失は政府が補填するだろう、政府によって救済される中央銀行の自主性は弱い、政策運営にも何らかの形で支障をきたすだろうという見方が広がる可能性がある。この関連で、仮に今回のスキームに一定の自己資本を割り当てる場合、市場関係者の間で他のリスク資産を購入する余地が狭まったという受け止め方が見られる可能性があることにも注意が必要だと思う。もう一つは、民主主義社会における中央銀行のあり方という観点である。民主主義国家では流動性の供給という機能は、金融政策という形で独立した中央銀行に委ね、またシニョレッジの内部留保は最後の貸し手機能を行うために必要な範囲に止めたうえで、残りは国会における予算承認のプロセスを通じて財政政策という形で使われることが一般的なルールである。従って、今回のスキームで買い入れる資産担保証券が毀損する場合には、仮に割り当てる自己資本が限界的であっても、国民一般に帰属すべきシニョレッジを特定の企業に割り当てたと認識され、民主主義社会における中央銀行のあり方という観点からその是非が厳しく問われる可能性が高いことは予め認識しておく必要があると思う。この点も認識したうえで、現在の経済の状況に照らし、その是非を考えるとというのが議論の筋道だと思っている。以上のように、日銀の自己資本の制約、企業の資本調達環境の現状評価、さらに資産担保証券市場の拡大の意義などを総合的に判断すると、現時点では資産担保証券のうち、直接買い取る対象はシニア部門に限定し、メザニン部分は適格担保として受け入れることも一案ではないか、あるいは特に中小企業が保有する売掛債権を活用した資金調達を促進するという観点に立てば、直接買い取る対象は中小企業の売掛債権を複数束ねて裏付資産としたA B C Pに限定するという考え方もあり



得るのではないかと考えている。以上である。

福井議長

次に、田谷委員お願いする。

田谷委員

まず、当座預金残高目標についてだが、当面現状維持で良いように思う。郵政公社の日銀預け金が現在のところ想定以上の額になっているが、現在、当預残高については、なお書きを適用中であるので、もう暫く様子を見る余裕はあると思う。その後、当預残高目標は15～20兆円に公社の預け金を上乘せすることを原則に、必要とあらば見直せば良いと思う。それでも時として公社の預け金が大きく振れるような場合は、なお書き対応が必要になるかもしれない。それはそれでこれまでどおりのやり方を踏襲することだと思う。量的緩和の効果については、これまでも昨秋以来何度か触れてきた。効果としては、金利が広範に下がったし、十分過ぎる程の資金供給を行うことによって金融市場の安定を確保し、それを通して経済の安定化に貢献してきた。しかし、景気を刺激し、デフレから脱却するには力不足であったことは事実である。期待されたポートフォリオ・リバランス効果、つまり金融機関による様々なリスク資産への染み出し効果は限定的なものであった。貸出が減り続け、株式保有が削減され続けているもとでは、まず、社債、CPを購入することになるが、比較的高い格付けの社債、CPのリスク・プレミアム削減効果は若干見られたように思う。ただ、社債、CP市場も貸出市場に比べれば規模が小さいものであるし、金利が元々かなり低いため、これまでのところこのルートを通して需要を喚起し、物価に影響を及ぼしたようにもほとんど見受けられない。量的緩和効果を高めるためには、金融機関の資本制約を緩和することと、社債、CP市場などの育成、強化が必要だと思う。政策の透明性を高める観点から、物価安定目標を数字で示すことについては、前回会合でも若干触れた。消費者物価変化率が安定的に0%以上になるまで、金融緩和を継続するというコミッ

トメントがイメージとして誤って 0~1% 辺りを目指していると解釈されている可能性はあると思う。その意味で、もう少し物価安定の意味を広く考えていることを明確にする必要はあるかもしれない。ただ、今、それを数字で示すことは実現のための手段、環境面での改善なしに一步インフレ・ターゲティングに近づく印象を与えかねないと思う。また、そうした数字を何が何でも一定期限内に実現せよとの圧力を強めかねないと思う。それが持続的な物価安定や健全な経済の発展に必ずしも繋がらないということを、これまで以上に説明することが必要であるように思う。この観点からも、展望レポートなどで経済・物価の見通しと金融政策の関係を分かり易く説明していくことは望ましいのではないかと思う。次に、今回検討対象になっている ABCP、ABS の購入についてだが、資本制約から金融機関の信用仲介機能が弱まっている状況のもとで、信用リスクを日銀がとることで、政策効果を高めていくことは、方向としては妥当と考える。また、その対象を個別企業ではなく、流動化市場とすることも望ましいと思う。中央銀行による民間債務のアウトライトでの買いは、異例の措置だが、今回検討していることは市場への介入ではなく、市場の育成に狙いがあり、波及効果が期待できるものである。具体化を進める過程では、マーケットの育成、拡大に結び付けるという観点が重要だと思う。例えば、幾らで買うかに関連して、日銀が買うものは一部でも他に売ることを条件にすることによって、市場の価格発見機能を強め、市場を育成することに繋げることができるのではないだろうか。また、最近では、銀行保有株式を買い取ったり、今回のようにクレジット市場に出ていくということになると、当然、日銀の財務の健全性が問題となる。この点を対外的にクリアに説明していかないと政策が不透明になり信認が低下することで、現在行っている政策の効果が低下するリスクが生じるほか、自己資本対比で過剰なリスクをとらざるを得なくなる可能性もある。この点に関連して、今後、例えば日銀保有資産が抱えるリスク量を定量的な形で公表するといったことが可能か、そのメリット、デメリットを検討することも必要なように思う。最後に、今後さらに企業金融に関連して考えられることはないか、

引き続き検討していくことが必要と思う。例えば、ほとんどの金融機関は国債を大量に持っているので、オペの資金担保繰りで困っている訳ではないが、適格担保の範囲を拡大することで、証券市場の育成、拡大に繋がるものがないか引き続き検討していくことが必要だと思う。以上である。

#### 福井議長

次に、植田委員お願いします。

#### 植田委員

私からは三つだけ申し上げたいと思う。一番目は、足許の調節方針だが、先程議論したように、景況感については不確実性は高いが一応横這い、ないし若干上向きの動きもあるということ、それからデフレ率については極く目先は若干の縮小傾向が見込まれているというようなことから、現状維持で宜しいかと思う。ただし、デフレ率縮小といってもデフレがなくなってしまうというところまでの見通しは得られていないということであるので、常にその先に働き掛けるという手段がないかどうか考えるということだと思う。私の理解では、これこそインフレ・ターゲティングではないかなというふうに思う。脱線だが、ターゲティングに関する数値目標についての私の意見は、田谷委員が言われたものに近いものである。今日は省略する。二番目に、前回岩田副総裁が発言されたことに対して、私の反応が必ずしも的確でなかったと思うので、少し考えた結果、今回の議論にはあまり関係ないかもしれないが、より正確と思うところを申し上げてみたいと思う。技術的にならないように述べると、岩田副総裁が言われたことは、マネー、我々の言葉で言えばベースマネーを一定にするような政策をとっていると、そのもとで人々のデフレ予想が拡大すると恐らく名目金利は下がるのだろうが、デフレ予想が拡大した程には下がらずに、実質金利が上がってしまうというような理論があり得るということだと思う。ただ、これはこれで正しいと思うが、現実の政策面としてどれ位重要かということとは別問題かと思う。すなわち、そうであったとしたらマネーを増やした

り、あるいは名目金利をもっと下げれば実質金利がそこそこのところまで下がる訳である。足許の現実には、この理屈ではなくて、短期金利についてはゼロ金利になってしまっているということからデフレ期待の高まりに応じて、名目金利、実質金利を十分下げるということが難しくなっているのだと思う。また、時間軸政策はそういうことにも対応しようとして、大まかには短期金利をゼロにする期間を調節、マーケットのエクスペクテーションに応じて調整することによって、中長期の金利をデフレ期待の高まり、場合によっては高まりに応じて下がることを放置しようという政策である。この低下幅がデフレ期待の高まりと比べてどうかということは、先程の理論とは別の理屈で決まってくるのだと思うが、どれ位になるかということは先見的に決めることは難しいと思う。ただ、現実の実質金利を見ると、少なくとも大幅に上がっているということはないということは先程申し上げたとおりである。いずれにせよ、名目金利の水準がここまで低くなってくると、デフレ期待が大幅に高まった時に、名目金利が下がって実質金利の上昇を防ぐというルートは非常に残り少なくなっているということだと思う。ただ、一部の人が言うように、高い目標インフレ率をアナウンスすることによってインフレ期待が高まって実質金利が下がるというルートがあるかどうかと言われれば、それはインフレを実現する手段についてクレディブルなものをどれ位持っていてアナウンスできるかということ次第かと思う。そこで、手段の話だが、色々論点がある中で、やはり私はABSの購入の話に限って議論してみたいと思う。一般的な調節手段に関する論点の方は、その中で適宜触れたいと思う。この政策をやるとした場合の効果だが、これは言うまでもないと思うが、少なくとも三点あるかと思う。一番目は、資金供給をするということ。二番目は、貸出債権等を持っている銀行の資本を一部開放するということ、三番目は、ABS市場の規模、ないし流動性が上昇することが全体的にプラスの効果を持つかもしれないということである。いずれにせよ、これは我々がこれまでやってきた量的緩和策がやや行き詰まっている、単に量を出すだけではあまり効果が出ないところにきているという中で、量の出し方について工夫を

していくという試みの一つかと思う。この政策独自の問題点は色々あると思うが、一つだけ挙げるとすると、貸出債権等のスプレッドは現在、元々非常に薄いものである。従って、これをどう証券化してもどこかに無理は発生するのではないかと思う。例えば、劣後部分のある程度の比率に抑える、資本を開放するために。それから、シニア部分はマーケット対応の金利を仮に付けたとすると、メザニンのところにしわが寄って、ここはリスク比やや薄過ぎるようなスプレッドのものしか作れない。従って、買い手があまりつかないというような構造になりがちなのではないかと思う。そこをもし日銀が買っていくとすると、もっとスプレッドを薄くしてしまつて、その部分の市場が健全に拡大するという効果に対してはマイナスになるかもしれないという懸念が若干ある。つまり、ABS全体の量は増えるかもしれないが、日銀が買っている部分についてはどうなるのか分からないという感じがする。ただ、これも間違いかもしれず、例えばCPとか国債の市場を見てみると、日銀が沢山買うことで価格は歪んでも取引はどんどん民間の人も入ってきてくれるということもあるかもしれない。もう一つこれに関する議論のポイントとしては、複数の方が言われたが、これは今までの政策との関連ではある意味大きなジャンプであり、ジャンプをするのであれば他にも色々なジャンプの仕方があるという中で、本当にこれをやっていくということはどう考えるか、特にこれを選んでやっていくということはどう考えるかということである。例えば、格付け上位の社債やCP等を買切ると同じようなリスクが最低限あるような政策である。あるいは、株式をアウトライトで金融政策として購入していくというようなことと比べてデメリット、メリットはどうなのかという問題をやはり考えてみたくなる訳である。この手段は、金融機関の資本不足問題、あるいはクレジット市場の拡大に寄与するという面では他のやり方に比べて効果が大きいと思うが、他方、プールするという事で、その意味での個別性は少ないにしても作り方には個別性が色々あると思うので、個別性のあるマーケットに出ていく、あるいは厚みの少ないマーケットに出ていくという問題があり、日本銀行のやり方次第で市場に大きな影響が出ると

いうふうに先程申し上げた。これに対して、例えば金融政策で株を購入するというようなことを考えると、インデックスを買うのであれば個別性は高くないと思う。しかし、ある程度の期間、価格に影響を与えようということを仮に意図してやっただとすると、大量の購入が必要になるということであるし、既にできている市場を歪めるということかと思う。いずれにせよ、一般論として調節手段を考える際に、本来はマーケットに中立的であるということが望ましいのだが、ここからやるようなことのかかなりの部分が財政政策的な面も持ってくるということを見ると、完全に中立的であるということはある得ないような気がする。例えば、租税政策を考えてみれば良い訳であり、完全に中立的な税というのはほとんど存在しない訳である。何らかのディスティーションというマイナスを持つ訳だが、しかしそれでも場合によっては資源配分に対するある特定の方向の効果にプラスを認めてやっていくということがあるかもしれないというようなことをもう少し議論してみたいなということ、それから日銀の、これも複数の方が言われたように、資本に限りがあるというようなことを考えると、色々なことを沢山大きな規模でやっていくということは、今後できないであろう、そういう中でこれをどの程度他の手段との比較でやるのかということについては、私はもう少し議論しても良いかなというふうにも思っている。さらにこの政策自体で直ちにプラスの大きな効果が出るということでもないと思うので、焦ってやる必要はないかなという感じなので、もう少し議論の時間があっても良いかなと思うが、皆さん、今日直ちに是非ということであれば、それは特に物凄い抵抗をするという程のことでもない。取り敢えず以上である。

福井議長

それでは次、春委員お願いする。

春委員

三点申し上げたいと思う。まず第一点は当面の政策運営スタンスだが、

短期金融市場は多くの不安要因の中で、日銀による早期かつ潤沢な資金供給によって概ね落ち着いた状況で年度末を越えることができた。当面基本的には3月25日の会合で確認した17兆円ないし22兆円のディレクティブという現在の強力な量的緩和を維持しながら、市場の動きを注意深くウォッチして必要に応じてさらに早期に潤沢な資金供給を行うということが適当かと思う。ただ、日本郵政公社の動向を見ると、昨日も質問をさせて頂いたが、なお書き適用の状況がある程度の、特に次回の予定日である4月30日まで、ある程度の可能性で継続する可能性があるのでは、この点については市場の誤解を避ける意味で何らかの配慮が必要なのではないかと思っている。次に二点目だが、新しいスキームの提案については、私は基本的に賛成である。このスキームはデフレ対策としての規模が小さいとか、即効性がない、あるいは逆の立場から見てさらにリスクの高い資産を保有するといった両面からの批判を受けるということも考えられる訳だが、関係各方面のご協力を得てこのスキームが早期に実現をして、日本の資産担保証券市場が成長・拡大することとなれば、一つはプライマリーマーケットでの投資家のリスク許容度に応じた企業金融の新たな手段が可能になって、特に中堅中小企業にとって新たな資金調達チャネルが拓かれる。二つ目には、セカンダリーマーケットでも幅広い投資家の参加が得られれば、信用リスクの格付けがより適切に行えることで、そういった効果はそれぞれ大きいものと思う。ただし、このスキームの実施に当たって、留意事項として三点申し上げたいと思う。いずれも既に執行部が十分認識・検討されていることでもあるが、敢えて申し上げさせて頂きたい。一点目は、何人かの方もお触れになったが、日本銀行の財務の健全性を維持するという観点から、トータルなリスク管理の在り方を明確にして、必要に応じて自己資本の充実策を講じていくということが必要ということである。二点目は、この市場育成のための時限的な措置という性格からして、日銀による買取価格は、初期には若干の高めの設定、これはちょっと言葉が悪いが補助金的な要素を加えるということも、ある程度やむを得ないかとも思える。極力早期に多数の市場参加者による市場価格の形成を促

して、日本銀行は買い手としてのプレゼンスを縮小していくことが必要なのではないか。三点目は、これも例えば信用保証協会の100%カバーの保証に関しても同様なことが見られるものと私は思っているが、デフォルトが発生した時の債権回収に関するオリジネーターのモラルハザードを回避する仕組み、例えばその劣後部分のエクイティを適正な規模にするということであるが、そうした検討が必要なのではないかという観点を留意事項として申し上げたいと思う。なお、これは本日のスキームとちょっと離れるかもしれないが、敢えてリースについて一言申し上げさせて頂きたい。現在リースの年間新規契約というのは約7兆円で、設備投資約70兆円の約1割を占めているが、このところ前年比で5ないし10%程度の減少が続いているというように聞いている。私の理解しているところでは、日本には動産担保制度が未整備なので、リースの債権確保に限界があるということに加えて、これまで広く利用されてきた公的な機械類信用保険制度が赤字などを理由にこの4月から廃止された。さらに会計基準の見直しでリース資産のオフバランス化が認められない方向にあるということから、元々若干継子的な扱いを受けていたリースに、さらにアゲインストの状態が続いているというように見える訳である。金利5%以下の金融機関貸出と金利15%以上の商工ローンのような事業者向け貸金業者貸出などの中間のミドルリスク分野の企業金融で果たしているリースの役割を考えると、ちょっと残念なことのように思う。リース債権を裏付けとするABSは既に適格担保化されていて、この点については大手リース会社の経営者の方からも評価をして頂いているが、今回のスキームの趣旨を活かして、リース金融の円滑化について何らかの貢献ができないかということを考えている次第である。私から以上である。

福井議長

では武藤副総裁、お願いします。



## 武藤副総裁

まず第一は、当面の金融市場調節方針についてだが、前半の景気判断と  
いうことを踏まえて、当座預金残高目標を17兆円から22兆円程度とする  
現在の調節方針を維持するということに宜しいかと思う。多くの委員から  
ご指摘のあった郵政公社発足に伴う郵貯の資金の流れが、規模が大きくな  
つ不安定ということで、一つの攪乱要因ではあるが、これについては当面  
なお書きによる対応というのが現実的であろうと思う。

それから第二に、この金融市場調節手段に関する視点だが、整理をすれ  
ばこういうことかなと私も思う。特にポイントは波及効果が想定し得るか  
ということと、金融資本市場の発展に資するかということで、後から論ず  
るABC Pの話のためには非常に重要なポイントとなると思う。

それから一つ、日本銀行の財務の健全性を当然考えなければいけない訳  
だが、これをどういうふうに位置付けるかというのはなかなか難しい課題  
であって、色々な意味でこの財務の健全性を確保しようと思うと色々な政  
策選択の制約になる。財務の健全性についてより強く認識すればする程、  
制約になるということが一つあるし、一方この健全性を確保していくため  
にはやはり財政という観点からの視点というか、政府、日銀が一体となっ  
た対応というのがどうしても必要になるように思う。リスクをきちんと管  
理するという事について色々な意見があったが、基本的にはそういうこ  
とも非常に大事であろうと思う。

そのうえで、執行部から説明があったこの中堅中小企業にかかる資産担  
保証証券市場というものの発展を促すためのスキームだが、まず結論を急ぐ  
ようでは恐縮だが、私はこのスキームの推進に賛成という立場である。現在  
のように、金融機関のバランスシートが劣化して、中堅中小企業関連の資  
産担保証証券市場というものが十分育っていないということを考えると、ど  
うしても金融機関は一定程度以上のリスクを取るということに慎重にな  
っていて、そうした中で本行としてどういう政策があり得るかというこ  
とを考える訳である。そういう観点から見ると、この資産担保証証券のシニ

ア債も勿論だが、メザニン債部分の買い入れを行って、中央銀行として一部信用リスクを負担するということによって市場の発展を促すこともやむを得ないというか、政策判断としてとり得る策と言えるのではないかということである。勿論、この市場の育成ということ以外に、このスキームが金融緩和の波及経路の強化ということにも役立つというのは、当然期待される訳である。そういうことで金融システムの外側にいる経済主体になかなかこの潤沢な資金供給が届かないという状況を考えると、このような中堅中小企業への資金供給の円滑化というものが時宜を得たというか、必要なのではないかということである。この市場の発展が民間の努力によってなされるべきことは、これは論を俟たない。そういう観点からは、プロポーザル形式という話があったが、市場のニーズに適合したスキームになるように、市場との対話を行っていくことも大変重要なことなのではないかということである。最後に、この金融調節手段に関する視点というのは、なぜこういう議論をしているかという点についての私なりの理解は、こういう非伝統的というか、リスクというものを、先程ジャンプという話があったが、そういう議論をする時にはやはりきちっとした判断基準を持たなければいけないという観点から、恐らくこういうものが出されている訳だが、色々なジャンプが考えられるとして、一度にこのテストにかけるというのは現実的にはなかなか難しいので、何か比較的具體化されたものからかけていくしかない。そうすると、先程ちょっと悩ましいと申し上げたが、本当にその必要性があることをやろうとした時には、自己資本の限界というものがあるということが理屈のうえではあるが、それを言うと非常に非現実的なことになってしまうので、やはり、今ある具体的なスキームというものをまずこの基準で判断して、プロポーザルし、パブリックコメントを求めるとというのが結構なのではないかなと思う。以上である。

福井議長

岩田副総裁、お願いします。

## 岩田副総裁

それでは三つの点についてそれぞれ私の考えを申し述べさせて頂く。一つは足許の金融調節ということについてだが、現在のスタンスというか、当座預金、リザーブ・ターゲティングだと私は思うが、残高目標 17 兆円ないし 22 兆円にすると、ただしなお書きでもって例えば郵便貯金などの当座預金の積み増し等に備えるという、そういう考え方は基本的には結構なのではないかなと思っている。ただ、同時に注意すべきことは、当座預金の目標の残高、残高目標というのは、最初は確か私の記憶では 5 兆円から始まって、今 17 兆円、22 兆円まである意味ではそれ程コンスタントではないが少しずつ増やしてきて、その過程でマネタリーベースが増えてきたということがある。最近月のマネタリーベースの伸びというのは事務局の方から説明があったが大体足許 10%位になっている。マッカラムのルールが本当にどこまで使えるのかどうか、これはまた色々ご議論があると思うが、一つの参考にはなると思っていて、マッカラムルールだとやっぱり 15~20%近くあるいは 19%かもしれないが、マネタリーベースでそれ位を維持するということを考えながらリザーブ・ターゲティングということも考えるべきではないか。これは大恐慌の教訓でも銀行のエクセスリザーブだけを見ていたらやっぱり間違っただけというような、私は一つの教訓だと思っているので、マネタリーベースについても事務局の方から、例えば 25 兆にすれば大体 15%位にいくというお話が 4~6 月期についてあったが、そういうことも今後の運営では考えていけばいいのではないかなと思っている。これが第一点目についての話である。第二点目は透明性の問題について。今回は時間の制約があるので、私あまり時間を取ると申し訳ないので、アセットバックのコマーシャルペーパーの方に焦点を合わせたい。ただ田谷委員と植田委員からそれぞれコメントがあったので、そのことに最小限お答えするということにしたいと思う。田谷委員も植田委員も私が 20 年前、30 年前からずっと良く知っている友人であり、ある意味では心の底で何を考えているか、大体分かっているつもりである。それでどうして意見が違ってしまうのかなという、こういうことなのだが、私は微妙な違い

ではないかなと思っている。つまり今のターゲティングポリシーというのは、今も日本銀行は広い意味では採用している。0%以上、私はそれからもうちょっと上限とそれから達成の期限というのを明示した方がもっと強いコミットメントを示すことになるので、それはより説明責任を明瞭にするし、透明性も増すということでそういうことをやった方がいいと思う。上限の方は、特に仮にひどいインフレになってしまうというリスクがあるのだったら、それはまさに上限できちっと決めておくということで、人々の中長期の期待物価上昇率にアンカーを与えるということが明示的に数値目標を掲げるもののコアではないかと思っている。そういうことによって調整プロセスが、そこにいくまでの調整プロセスが、私はよりスムーズになると思う。だから目標値を明示的にすることによって、それから期限も私は5年後にこれを達成するといったら何のクレディビリティもないと思う。私の任期も5年なので5年後になる、と言っても誰も信じてくれないと思う。その意味ではやっぱり5年以内の何らかの期限で達成するということを強くコミットするという、これは自己規律の問題でもあり説明責任の問題でもあると思っている。逆に田谷委員がおっしゃったように、政治的な圧力が掛かり過ぎてそれを跳ね返すことが難しくなる、経済がめちゃくちゃになる、こういうリスクは勿論抱えていると思うが、そこはまさに私は説明の責任というか、説得の問題だと思う。逆に今そういうことをはっきり打出さないことによって今の日本銀行はデフレ脱却について強い意志を持っていないのではないか、マーケットもそういうことでデフレ期待が浸透して、それで時間軸効果という形でもってむしろデフレが深化している側面もある。これは意見が分かれるところかもしれないが、それが基本的には申し上げたい点であり、私はその手段がないということについても、目標を明示するということによって同じ手段であっても、これはマーケットの受け取る意味が違ってくると考えている。例えば、マネタリーベースを増やしていく、それでこの目標のところまでいくということを示したうえで、例えば今はマネタリーベースは10%だが、それを少しずつ上げていくというようなことで、期待に働き掛けるという余地

がある。つまり現在の量的緩和、2001年3月からのこれまでの力不足だったという点では、これは植田委員も恐らく田谷委員も全く同じなのではないか。私も同じで、実質金利を大幅に下げるといことはやはり成功していない。需要を刺激することに成功していない。そしたらば、それにもう少しステップを進めるためにはどうしたらいいかということが今大きな問題ではないかと考えている。三点目のアセットバックの商業ペーパー、私もこれは今、特に緊急性もあると思っている。一点指摘したいのは、なぜかという、中小企業を中心として企業間信用というのが昨年大幅に減少している。これはデフレだからという意見もあるが、私はかなりシリアスな問題だと考えていて、この中小企業の金融を日銀も強化するという、資金繰りを容易にする、あるいは資本市場の発展を証券化によって発展させるということは、極めて緊急性の高い課題だと思う。ということで、私は一日も早くこれを実現してもらいたいと思っている。これが一点目で、二点目はパブリックコメントを出すべきかどうかという、これは中原委員の方からお話があったが、私はパブリックコメントというのは、市場の発見機能というのは勿論証券化してマーケットのプライスにぶつけるということなのだが、パブリックコメントは目に見える市場機能というか、市場の意見を色々聞くということで、私はその政策決定の透明性は高まるし、しかもいい知恵が、民間からいい知恵が、勿論困る知恵も出てくるかもしれないが、困る発見もあるかもしれないが、全体としてはやはりいい知恵が出てくるのではないかなど。よりよい商品性のある、アセットバックセキュリティーというものが考えられる、あるいはもっと違う新しい商品が考えられるのではないかという提案も、もしかするとあるかもしれないということで、私はパブリックコメントは大いにやるべきだし、新しいアイデアを民間から吸い上げるということはとても重要だと思う。三番目に須田委員の方からシニアだけにしたらどうかという話があるが、私はちょっと違って、シニアであればマーケットが買えると思う。今のマーケットは買える、買うと思う。そこでやっぱりメザニンのところまで踏み込むというところに、マーケットを新しく育成していくという、

民間の活力を引き出すというか、そういう役割も私は日本銀行が果たしても良い。今の時点で。アメリカの証券化というのは歴史を見ると、政府系の金融機関が大体やっていることである。日本も今、経済産業省がやっている信用保証というのは言ってみるとエクイティの劣後部分まで買うという話にほとんど近いと思うが、政府の方も勿論動いている訳で、日銀としてもそれと歩調を合わせて、メザニンの部分まで含めて、これを買切り対象にするというのは非常に意義があると思っている。以上である。

#### 福井議長

最後に福間委員お願いします。

#### 福間委員

当面の金融調節方針だが、当預残高は、実質的には3月の初頭からずっと15兆円~20兆円というターゲットを超えている訳である。色々な特殊要因があったとしても、こうした状態が1か月以上も続くことはおかしいのではないかと考えている。実態が20兆円を超えている、あるいは最近では30兆円というような状態になっているのだったら、時限的措置としても当預残高目標値を25兆円~30兆円程度に引き上げた方が、クレディビリティが高まるのではないかと思う。郵政公社発足後の当預残高目標値を17兆円~22兆円のままにしておくのは、いかにもしらじらしい。引き上げの理由だが、引き続き国際政治情勢に不確実性があるということと、銀行株が非常に低位を続けているということの二点である。後者の結果、金融機関の資金のラダー管理も——これが必ずしもいいと言っている訳ではないが——本行のオペに依存する形となっている。特に4~6月にかけては、決算や総会という不安定要因の影響が銀行株に万一出た場合に備えるという意味もあって、金融機関が本行のオペに依存する必要も高まると考えられる。こういうことから見れば、本行としては、市場への資金供給を潤沢に行っていくという姿勢を明確にする必要があるのではないかと思う。短観でも景気が横這いながら、底固い展開であることが示された

が、この芽を摘まないためにも、流動性不安が起きないように、当預残高目標値を25兆円～30兆円にして、郵政公社の当預残高の推移とかそういうものも時間を掛けて見ながら、不確実性要因が収まればまた本行の当預残高目標値も下げればいいと、もう少し弾力的に考えた方がいいのではないかと考えている。次に、金融調節手段に関する視点と企業金融活性化のための新たなスキームについて述べたい。本行が金融調節を実施するに当たって、金融市場における市場メカニズムを通じて金融政策の効果を最大限発揮していくという視点は、非常に賛成で、引き続きここに力点を置いていく必要があるだろうと思う。量的緩和政策の効果を浸透させるためには、前回会合でも申し上げたように、銀行の不良債権の処理を加速させ、銀行の金融仲介機能を回復させることが最優先の課題であることは、改めて申し上げる必要もないと思う。そのうえで、金融政策の波及メカニズムのチャネルを多様化するため、執行部提案の中堅中小企業向け貸付債権等を裏付資産とした証券すなわち、ABSやABCPを本行が買い取るということについては、私も予てより、ある種の制度金融が必要かどうかを検討する必要があるというようなことを申し上げていたように、意味があることだと思う。ただ、執行部が取り纏めた幾つかのポイントや確認事項に加えて、留意すべきポイントを、既に他の委員もおっしゃったことを含めて、六点ばかり申し上げる。一番目は、信用リスクの補完ということである。今般の措置は非常に異例の制度金融である。今まで日銀の制度金融というのは、金融の質的補完、あるいは量的補完という点で威力を発揮した訳だが、今回の目的は信用リスクを補完するものであり、対象となる証券を市場の価格よりも高く買う、金利から見ればより低い金利で買おうということなので、皆さんご指摘のように補助金に相当する部分が生じる。これは制度金融である以上、ある程度やむを得ないと思っている。二番目は、リスク・シェアリングである。執行部も広く市場関係者の意見を求めるとしているが、この点が私は非常に重要であると思っている。民間金融機関、政府系金融機関、中小企業庁、信用保証協会の間でリスク・シェアリングについて十分話し合うとともに、中堅中小企業の意見も取り入れて、利用

者にとって使い勝手の良い、あるいは中小金融機関にとっても使い勝手の良いものにしないとイケない。ままあることだが、制度金融を作ったが最初だけで終わってしまったということもある。今回は非常に重要な市場育成なので、予め市場のニーズをしっかりと聞いて踏み出すということが重要だと思う。結果においてはワークしなかったということはとにかく許されないと思うので、その点はスピードを持って慎重にやる姿勢があると思う。三番目は、ABSの組成方法と買入対象だが、執行部は、シニア、メザニン、エクイティという三層、あるいは二層を提案されているが、それ以外に、東京都方式、すなわちCLO的な形で被担保債権に保証をして、それを証券化するというような形もある。必ずしもスライシングする、つまり、メザニンやエクイティを作る必要はない訳である。そういう点は、マーケットの動静を眺めながら、あるいは金融機関との話し合いの中で決めないとイケない。現在対象にしている正常先中小企業への貸出というのは、意外にコンペティティブな分野である。今日は竹中経済財政政策担当大臣がいらっしゃるが、金融機関に対しては、業務改善命令等も出ていて、今金融機関は、中小企業向け貸出に積極的に動いている。だからそういう動きと本行の措置がバッティングして市場メカニズムを潰すようなことになるとやっぱりまずい。そういうところを良く話してもらいたいということである。四番目は、これはもう皆さん触れたので詳しくは申し上げないが、財務の健全性の確保である。キャピタル・アロケーション、あるいはアセット・アロケーション、リスクマネジメントを通じて、日銀として財務の健全性を確保する。最後は財政があるのだということではなくて、やはり金融政策のリスクは、本行がマネージするという姿勢を貫くという基本が大切である。そのうえで色々な話があるということだと思っている。五番目は、これも色々な方がおっしゃったが、今回の措置には時限性が必要だということである。執行部の案にも入っているが、市場を立ち上げ、そのうち動けるようになったら我々はグラデュエートするのだということが必要だと思う。六番目は審査体制の問題である。本行が金融機関以外の信用リスクをとる場合、中堅中小企業の信用状況に関するデータベース



や審査体制をいかに拡充するかについて、外部の関係機関との提携やアウトソーシングを含めて考えていく必要があるのではないかなと思っている。以上である。

#### 福井議長

一通り皆さんからご意見を拝聴した。ここで私も若干コメントさせて頂きたいと思う。まず次回決定会合までの金融政策の運営方針だが、福間委員のご意見を除くと大勢は現状維持、経済情勢に大きな変化が見られないことが基本的な背景ということであったと思う。現在の基本的な調節方針は流動性の目標額を17兆～22兆円程度としているが、これを維持しよう。ただし、引き続きイラク情勢に伴う不確実性が高い、それから郵政公社の要因もあるということなので、なお書きはこのまま維持する、これが大勢意見であったかなと感じた。それから金融政策全般のフレームワークについての議論だが、一つは透明性の議論、それから金融政策手段の多様化の議論、大きく二つに分かれているが、透明性の議論については今日は第一回ということで、何人かの委員からご意見を頂戴したが、次回以降もう少し事務局からやや具体的な論点整理の紙を出して頂きながら議論を進めたい、そのようにさせて頂ければと思う訳である。つまり日本銀行として、金融政策の最終目的をどのように認識しながら、そのプロセスについて、どのように透明性の向上を図っていくかということで、もう少し色々な組立て方をもとに議論した方が効率的ではないかと思うので、引き続き今日自由討議でどんどん意見を出して頂きたいとは思いますが、さらに構築的な議論は次回以降に進めさせて頂ければと考えている。そして二番目の金融政策手段についての議論だが、これは量的緩和政策の効果をさらに高めていくということで、視点は非常にはっきりしている。つまり日本銀行が大量の流動性を供給した時にその効果が末端まで早く浸透するように、つまり金融政策の波及メカニズムの強化ということが日本銀行にとって最大のメルクマールということで、そのためには今日は竹中大臣にお越し頂いており大変恐縮だが、やはり不良債権問題の処理をはじめとする金

融システムの強化ということが基本的に不可欠である。これが大前提になることは申すまでもないが、その他にも日本銀行として独自に政策手段の多様化という点で、知恵をさらに絞っていく必要があるのではないか。しかも金融市場とか貸出市場からも知恵を借りながら、新しい組立てに取り組んでいく必要があるのではないか。今日執行部の方から説明のあった証券化市場を通ずる企業金融活性化の新しいプログラムも、基本的な発想はここから出ているということだと思う。この先の日本の新しい金融の姿ということを見ると、何人かの委員もきちんとして指摘頂いたが、やはり資本市場の一層の充実、拡大と、それを大きな背景にしながら市場と銀行貸出との相互乗り入れという言葉が適当かどうかは分からないが、そういう形で金融仲介の機能が大きく広がっていくという姿が展望される。現在までのところの銀行貸出の対象としては、日本の場合、中堅中小企業のウエイトが非常に高い。それを前提に考えると、そういう銀行貸出と市場金融の相互乗り入れの中には、必然的に中小企業金融の部分も相当入っていかなければいけない。つまり中小企業にとっても市場金融へのアクセスの道を広げていくということが当然展望の中に入ってこなければいけない。今日事務局の方から説明のあった新しい企業金融活性化のプログラムというのは、そういう将来の方向性に沿っていると認識できるかどうかが一番大事な点ではないかと思う。実際、日本の市場を見ると、そういう方法への模索、そして現実の動きが既にはじまっているということだが、しかし同時にその証券化市場が目に見えて発展しつつあるかということ、なかなかそれがもどかしい。まだ極めて揺籃期にある、未成熟な段階にあるということなので、このイニシャルステージにおいて中央銀行である日本銀行が何らかの口火の役割を果たせないか、何らかの触媒機能を果たせないか、それが基本的な問題意識に凝縮しているということではないかと思う。従って、その口火をつける段階にあっては、日本銀行としては大変異例なことだが、信用リスクの世界に一步踏み込む、こういう提案になっている訳である。当然、中央銀行としての限界、財政政策との接点、こういったことがあるので、マーケットの今後の円滑な発展ということを前提にしながら

ら、時限的措置としてやっていく。できればそこに政府系金融機関をお招きして、政府系金融機関の協力も仰いでいくという形が今後の姿としては望ましいのではないかと思う。こういった物事を実現していくに当たり、今回は市場、あるいは市中に対して提案をしていこう、そして積極的にコメントを求めてさらにいいものを作っていこう、つまり市中と共同していいものを作っていこうと、かつて日本銀行では、日銀ネットのRTGS化の際に、パブリックコメントを求めて新しい対応を決めた。RTGSは今日非常に円滑に動いているので、そういういい経験も持っているので、これを是非今回適用したいというのが執行部説明のもう一つの点である。今日の議論でも、各委員からフレームワークを考えるに当たり、あまり硬直的でなくて、本当に利用者に円滑に利用されるように、そしてプライシングについても、日本銀行が余計なインターベンションにならないように、巧い工夫はできないかという注文があったが、これこそまさに市中と共同しないといい知恵は発見できない、ナレッジ・クリエーションの世界ではないかと思う。もしこのやり方が成功すれば、今後これに限らず市中から次から次へと新しい提案が出てくることを大いに期待したい。マーケットと対話をしながら、金融政策の土台を固めていく、その一つのやり方がこういうことではないかと思う。勿論、留意点が非常に沢山ある。最大のポイントは、繰り返しになるが、日本銀行がインターベンションすることによって、市場の発展を妨げてはならない、促すものであって欲しい、少なくとも中立であって欲しい、そこが最大のポイントだと思うが、同時に日銀の財務の健全性の維持、それから政府系金融機関の参加を呼びかけるという点が重要な留意事項ではないかと思っている。暫く自由討議をして頂きたいが、その前に執行部の方からもしこれをプロポーザルとして市場に示すとすればどんな格好になるかということ、自由討議の前に参考までに説明して欲しい。

白川理事

今提案の骨子の案という資料をお配りしている。基本的には読み上げる

形でご説明する。「資産担保証券市場を通じる企業金融活性化のための新たなスキームの提案（骨子案）」である。まず趣旨だが、「日本銀行は、資産担保証券市場を通じる企業金融活性化のための新たなスキームを市場関係者に提案」する。「日本銀行としては、今後市場関係者からの意見を聞きつつ、資産担保証券の買入れを実行する場合具体的にどのような内容とするかを検討し、できるだけ早期に決定・公表する。」ということである。提案の骨子である。細かいことは書いていないが、「日本銀行は、銀行等の自己査定による正常先に相当する中堅・中小企業関連資産（中堅・中小企業から買い取った売掛債権や中堅・中小企業向け貸付債権）プールを主たる裏付資産とし、当該裏付資産全体のリスクをリスクの異なる複数の階層に再構成した資産担保証券の新規組成を呼び掛ける。」ここは二層の場合もあるし、三層の場合もあるし、あるいはまたそれ以外の構造もあるかもしれないが、複数の階層を想定している。「例えば、資産担保証券のうち、シニア・メザニン部分については市場で投資家に販売。エクイティについては、オリジネーター等が保有するといったスキームが考えられる。」ということである。次に日本銀行の関与であるが「日本銀行は、上記の資産担保証券のうち一定の信用度を有するものの買入れを行うことを検討する。他の公的機関が買入れに加わることも歓迎する。」ということである。この「一定の信用度」のバーをどこで設定するかということ、シニアだけとる、あるいはメザニンもとる、というそもも含めて、これもこの後コメントを求めて、我々がマーケットに参加することがマーケットの機能にどういうふうに影響をするかということも含めて、最終的には判断すればいいのかなということ、ここでは「一定の信用度」と書いている。仮に「日本銀行が資産担保証券の一部を買入れる場合、①わが国の銀行部門の信用仲介機能が万全とは言い難い状態にあること、②中堅・中小企業関連の資産担保証券市場が揺籃期にあることを踏まえ時限的措置とする。」ということ、この「時限的措置」ということを謳っている。2. スキームを導入した場合に期待される効果。これは先程今回こういうことを仮に日本銀行がやる場合には、これは大きなジャンプなので、そこをしっか

り説明していく必要があることから、どういう効果を狙っているものかということを書いてある。色々な整理の仕方は可能だが、ここでは大きく三点に分けて書いている。「中堅・中小企業の信用リスクを銀行・市場（投資家）・公的部門の間で分担することにより、企業は資金調達が容易になるとともに、銀行には新たな貸出余力が生じる。資産担保証券市場の流動性向上により資金調達コストが低下するとともに、アベイラビリティが増加する。中堅・中小企業に対する新規の資金供給の円滑化が促され、ひいては金融緩和の効果波及経路（トランスミッション・メカニズム）の強化に役立つ。」ということである。3. 市場参加者から意見を求めたい主な事項である。これは色々な事項があるが、取り敢えず、目立ったものだけをピックアップしている。一般的論点として「資産担保証券の潜在的な組成ニーズの大きさ。上記スキームの組成に関心を有する先の有無。地域金融機関等が他金融機関と連携することによりこうしたスキームを組成するニーズの有無。資産担保証券に対する潜在的な投資ニーズの強さ。メザニン部分の資産担保証券発行市場が十分に機能していない主たる原因。」ということである。それから日本銀行による資産担保証券の一部買入れに関する質問である。「日本銀行が 1. のスキーム案で示した資産担保証券のうち一定の信用度を有するものを買入れる場合、中堅・中小企業の企業金融円滑化や資産担保証券市場の活性化に寄与するかどうかの評価。逆に、日本銀行、あるいは他の公的部門による買入れが資産担保証券の価格形成を歪める可能性についての見解。」。これは先程来議論があったとおり、方向性としては正しいけれども、本当にどの程度の効果があるのだろうか、あるいは逆にいき過ぎて価格形成を歪めてしまうと、結局逆効果になりはしないかと、これは当然のコンサーンである。そういうことをここで聞いてみようということである。それから「政府系金融機関の中で、本スキームに関心を有する先の有無。政府系金融機関が有する各種支援措置で本スキームに援用可能と思われるものの有無。」ということである。これは政府系金融機関も勿論関心を持っていると思うし、今ある制度がぴったりフィットするかどうかは分からないが、しかし今ある制度の中で援用可能な

ものがあるかもしれないし、そういったこともここで聞いてみたいと思う。いずれにせよ、政府系金融機関が市場機能をできるだけ歪めない形で参加をして頂くということを強く期待しているということである。それから「本スキームの下で、買入れ対象証券の満期として望ましい期間。」ということである。これは最終的に日本銀行が取り得るリスク量とも関連する論点である。それから「公正価値に近いと考えられ、かつ恣意性のない買入価格設定方式。」ということである。現状、マーケット自体がまだ発展の揺籃期なので、十分公正の高い価格がある訳ではないが、できるだけ公正価値に近い価格をどうやって設定するかということについて市場関係者の知恵を聞きたいということである。それからその他である。「制度上（法律、会計制度、税制等）、あるいは、運用・慣行上、改善余地があると思われる点。」ということである。従来も市場関係者でずっと話をしていて、大体どの辺が改善事項かという、ある程度は見当がついているところではあるが、例えば、これも前々回の決定会合でも若干の議論があったが、例えばABC Pマーケットについて、これは新しく電子CPが発足して、これ自体は非常にいいことだが、税制の扱い方、なかなかこの後厄介な問題がまた出てくるので、そういうことを含めて、関係者に対して働き掛けないとせっかくスキームができて税制とかあるいは別の要因でもってマーケットが発展しないということになると、意味がない訳なので、この辺も大きく働き掛けたい。ある意味では、日本銀行が買入れを行うということだけではなくて、マーケットへの働き掛けもしっかりやっていきたいということが今回の提案の一つの大きな意味合いである。それから4. 意見提出の期限だが、ある程度幅広く、金融機関、あるいは金融機関以外の、ノンバンクもそうだし、それから一般企業、それからデータベース会社、格付会社、色々なところがあるので、色々な人から意見を聞く必要がある。取り敢えず「5月の上旬」、5月9日ということの内々に想定しているが、それまでに書面、あるいは面談でもって意見を聞かせて欲しいということである。下にはスキーム例として先程の三層構造のABSが書いてある。注として「利用する証券種類（手形CP、短期社債、社債）により、

資産担保証券の階層構造等は多様な構成を取り得る。」ということを書いている。これは提案であって、仮にこれを提案として出す場合には、先程来議論のあった、例えば財務の健全性であるとか、それから市場機能の歪みとか、もっと大きな論点もある。この後の議論如何ではあるが、仮に本日の議論を決定した内容がある程度世の中に対外的に出していくという時には、今申し上げた財務の健全性とか幾つかの重要な点についても言及するという形で出してはどうかと考えている。以上である。

福井議長

ありがとうございました。それでは以上のところで改めて自由討議に付したいと思う。追加的にご発言を希望する方はおっしゃって下さい。

植田委員

透明性の議論は次回以降ということなので…。

福井議長

いいえ、今日もどうぞ。

植田委員

一言だけ岩田副総裁がおっしゃったことに関する感想だが、数値目標ないし達成期限を明示することで一般論として透明性が増すし、あるいはそういうことをきちんとすることで手段の効果も一般論としては大きくなるということはそうだと思う。ただ、私の感じでは、現状は特殊なところにあって、残された手段としてどれ位のものがあって、そのそれぞれの効果がどれ位か、景気ないし物価に対する、というところが非常に限られたものになっているために、こういう、普通の状態であれば、透明性を上げ、場合によっては政策の効果も上げるというところがあまり期待できなくなっているという不安を我々は抱いているのだと思う。そのところのちよっと認識の差かなというふうに理解している。それからABSのところ

だが、プロポーザル方式に一つコメントだが、私はRTGSのような案件については別だと思うが、金融調節に関してはプロポーザル方式というのは異例のやり方ではないかなと思う。むしろ市場との対話は普段から健全な方法で進めておいて、何をやるかということについては市場は分からないうちに情報をとって、我々の中でやりたいことは議論して決めてしまって、90～99%決めた後、1%分からないところについて何かの形で意見を求めるというのはあっても良いと思うが、本来はそういうふうにするのかなと思う。ただこの案件の場合は、マーケットは非常にまだ発展途上にある中で、我々の認識も少ないということなので、こういう方式を取らざるを得ないのかなという感じも私はしている。それからこれは良くあることだが、今日ここではじめて議論して決めるということであるのに、新聞紙上等に色々なリークがなされたということは非常に残念なようなことと思う。今後、注意して欲しいとやはり私は思うし、透明性という観点から見ても政策のやり方を不透明にするようなことのように思う。ただ副作用として、新聞に出ていたために、こちらから頼んでもいないのだが、色々なマーケットの知り合いからこういうやり方もあるよ、というのがプロポーズする前に飛び込んで、その中には執行部の人達が教えてくれなかったような面白い案件もあって複雑な気持ちである。

福井議長

他にあるか。

田谷委員

私も透明性の議論は次回以降ということで…。

福井議長

遠慮なく今日沢山頭出しをして頂いて…。



## 田谷委員

私もほとんど同じなのだが、岩田副総裁がおっしゃることはもっともな点があって、インフレーション・ターゲティングというのは良い点がある。良い点があるからこそ多くの国が使っている訳だから、それはそのとおりだと思うが、植田委員が言われたとおり、やはり手段の問題ということだと思う。特に期限を切るということになる、前回は武藤副総裁がおっしゃったことだと思うが、手段とその効果を議論していったら良いのではないか。同じことを言うにも言いようがある。私もそれをずっと言っているものだから全くそのとおりなのだが、その辺を次回以降ももう少し詰めて議論していきたいと思う。あと、植田委員が今回のジャンプをする理由付けというのがちょっと希薄ではないかということをおっしゃった。その他考え得る手段と比較考量をきちっとしているのかということだと思う。確かに今まで外債あるいはE T F、あるいは長期国債のさらなる買い入れ、その他の手段については様々議論はしてきたが、それらと今回検討対象となっているA B SとかA B C Pの相対的なメリット、デメリットというのを、本当に比較考量しているのかといわれると、確かに即答はできない。ただ、これまでそういった手段をそれなりに詰めて議論してきた結果、やはりある程度こういう分野が一つの有力なところであるということは分かってきたと思う。武藤副総裁が先程おっしゃったように、検討の具体化したそういうものから検討していったらどうだという点で、私は今回それなりに意味があるものであるということで基本的に賛成である。まあ、そんなに焦る必要はないのではないかとこのところも植田委員がおっしゃったのだが、パブリックコメントを求めてそれからということなので、その間知恵をもっと出してなるべくいいものを作っていこうと思う。

## 福井議長

他にないか。

## 中原委員

比較考量のところだが、これは金融政策としてこの新しいスキームを考えていけば、当然色々比較考量しなければと私も思うが、私の理解はやはり市場育成というところが8割方の目的ということで考えていけば、これと対比して比較考量すべきものはそれ程多くないだろうと思っている。金融政策という観点からは、量の面からいっても、またフォーカスされる部分が非常に限定されているという面からいっても、あまりそこに重きを置いた説明はできないだろうと思っている。従って、私もその比較考量の議論を随分考えたのだが、そういう割切りをすることにした。それからもう一つの比較考量を制度金融ということと理解したとしても、民間信用を直接取るという部分について、これが第一なのか。第一の選択なのかという点については、非常に判断がつきにくいところがあるので、今は割切っているが、結局比較として高格付け社債を買うのか、もう少し社債のやや低格付けの部分を直接購入するのか、あるいはETFでいくのか、選択は勿論色々ある訳だが、結局その中で比較的個別性が少ない、ニュートラルというような趣旨、それから分散によるリスクが比較的カリキュレートできるというようなところから、これかなというやや消極的な結論を引き出した訳である。

## 岩田副総裁

一点だけ宜しいか。田谷委員と植田委員から一言ずつだったので、一言だけ申し述べさせて頂きたい。政策手段がやはり明確でない。有効性について不明である。これは不良債権の問題があるし、ゼロ金利だとこういう二つの制約は明らかだが、これまでやってきた訳だが、力がやはりこれまでと同じやり方ではやはりデフレ克服策としては十分でないということなのだろうと、今の足許は。そこから今度はデフレ脱却という観点に立つと、マーケットの受け取り方というのは、現在のまを続けているということは、本気でデフレ脱却について、強いコミットメントをしているか、日本銀行は世界の中央銀行の中でも珍しい中央銀行で、強いコミットメン

トをしない中央銀行だというふうに。私は逆にコミットしないことによるロスというか、失っているものというのは随分あると思う。物価安定を本当に実現する、そのために強いコミットをする、ということは私はそれなりのアナウンスメント効果があると思うし、そして私は政策手段についていえば多分田谷委員と考えていることはあまり変わらないで、マネタリーベースを少しずつ増やしていくということだろうと思っているが、アグリゲートでマネタリーベースを増加させる、その中でインフレ率目標を掲げた状態でそういう政策手段の、つまりインスツルメントのターゲティングとゴールのターゲティングを組み合わせるということでもって、期待に働き掛けるということは可能だと、ダイナミック・ターゲティングと言っているが、ダイナミック・ターゲティングということでフレキシビリティを持ちながら最終目標に近付けていくことは可能なのではないかと思っている。

#### 福井議長

それでは議論が大体今日のところは尽きたと思うので、後程金融調節方針、それから今日執行部から提案のあった企業金融活性化のための資産担保証券を通ずる流動化スキーム、これを対外的プロポーザルを行うかどうかについて、後程議決をさせて頂きたいと思う。なおこのプロポーザルの方については、もし議決が得られれば、その具体的なプロポーザルの内容については執行部に授権して頂きたい、大変細かい提案になるのでそのようにさせて頂きたいと思う。なお、決定については、金融調節手段に関する視点の整理も含めて対外公表文を別途作成したいと思う。大変遅くなったが、政府の方からご発言を是非お伺いしたいと思う。

#### 竹中経済財政政策担当大臣

国会等の日程で何か月も出席できなかったのだが、久しぶりに出席をさせて頂いた。新体制のもとで非常に積極的に意欲的にご議論を進められていることに改めて敬意を表したいと思っている。経済の現状に関する認識

を共有するという意味で今の経済の認識と、政策の進行について簡単にご説明だけをさせて頂きたいと思う。経済の現状認識だが、先月までの月例報告では、基本的には景気というのは我々は持ち直しの中期的なトレンドの中にある。しかし短期的には横這いで推移しているという、いわゆる踊り場的な状況であるという認識を示している。今月の月例報告は来週だが、現状は色々な指標を見る限り一進一退の横這い状況であるのかなと思っている。ただ、仮に1~3月期がこの0%成長だというふうに数字で仮置き仮定をした場合も、平成14年度の経済成長率は実は1.8%になる。当初の政府見通しは0%ということであった訳だから、その点から見るとやはり実体経済というのは、これは色々な要因があった訳だが、それより高いところにきているというのが現状であろうと思っている。しかし、言うまでもなく今日もご議論された不確実性、この問題に関してはしっかりと慎重に対応していく必要があると思っている。経済の個々のコンポーネントを見ると、去年はどちらかというやはり消費が引っ張って、最近消費が少し弱い、消費に弱い動きが出ている中で、設備投資の方が3期連続でプラスに僅かだがなっているという状況の中で、家計から企業への緩やかなシフトというのが一応は進行しつつあるのかなと思っている。ただし、一方で実は消費性向だけ見ると、消費性向というのは実は非常に上昇している。貯蓄性向が低下している。10年間で気がついて見ると、家計の貯蓄率は14%から7%位に半減している。そういった中期的なトレンドをどのように考えていくのかなということも今後の一つの課題になるのかなと思っている。政策面では予算が成立した。この点は後程谷口財務副大臣からお話があるかもしれないが、それを着実に実行していくことが我々にとっての重要な責任であると思っている。構造改革を幅広く進めているが、特区、構造改革特区が4月からいよいよスタートする段階になった。また、先行減税、経済活性化のための先行減税、規模は限定的ではあるが、これが効果を発揮するということを期待している。産業再生機構も法律を待って、恐らく連休明け位にはスタートさせたいと思っているので、これは実は不良債権の処理、就中、要管理先の債権、要管理先の企業を再生させる

という中で、実はここがどのような役割を果たせるかどうかが、実は不良債権比率を2年で8%から4%に下げられるかどうかの実はかなり重要なポイントになると認識をしている。財政面ではまた補正予算についての声というのは、政治的にはある訳だが、基本的には、これは経済の現状次第だと思うが、基本的にはいわゆる景気のファイン・チューニングとしての財政政策というのは取らないのだというのが2年前に閣議決定された小泉内閣の改革と展望での方針である。ビルトイン・スタビライザーを活用していくと、勿論今のようなイラク等々の情勢の中で予測できないような状況が起こった時には、これは柔軟かつ大胆にということになる訳だが、この財政をビルトイン・スタビライザーを活用してしっかりと中期的に財政の健全化を目指すということはやはり堅持しなければならないと思っている。実は財政にそういう制約がある中で金融面での政策論議というのがご承知のとおりこのところ非常に強くなっている。その典型が実は会計制度を巡る問題だが、これは商法の規定で言うまでもなく、一般に公正妥当な会計基準を斟酌しなければならない訳で、その意味でかつては企業会計審議会で行われていたが、今は財団法人の企業会計基準機構がそれを担っている訳である。そこでやはりしっかりと審議を行ってほしい。重要な社会インフラであるその会計システムについて、市場から良からぬ評価を受けるようなことは是非避けたいと思っているところである。総裁からもお話があった不良債権処理に向けて、これは政府、金融庁の責任は非常に大きいと思っている。金融再生プログラムができてから半年位になる訳だが、先般、優先株から普通株転換のガイドラインを発表して、ほぼこれが出揃った。この出揃った時点でこれは様々な評価があって、非常にハードライナーの改革を続けようとしているという批判がある一方で、改革は骨抜きになっているというふうな批判がある。我々は非常にステディに現実的に金融を改革するという動きが進捗していると思っている。この点に関しては、日本銀行のご協力を引き続き是非とも賜りたいと思っているところである。あと一つ、実は残っている問題としては、新たな公的資金の制度についてどのように考えるのか。これは金融審議会、金融審のワ

ーキンググループで議論しているのがある。この点についても実は日本銀行でも色々な議論がされていると伺っているので、また機会を得て色々のご議論を賜りたいと思っているところである。最後に今日の透明性を巡る議論、大変興味深く拝聴した。我々としては政策目標を政府と共有して頂いて、それに向けて政策手段については日本銀行の独立性を重視する形で存分に議論をして頂きたいと思っているところである。ただ一点、これは誤解を与えないといけないのだが、敢えて問題の提起という形で少し中期的にお考え頂ければと思っていることが前からあるので、一点申し上げさせて頂くが、やはりターゲット、目標と政策手段の整合性の問題というのは、組織の信頼性という観点からも大変重要であろうかと思う。しかし一方で、政策と目標と手段というのが、必ずしもそれ程明確でないという一つの宿命を背負っているのではないかと思っている。例えば、経済の成長率は、90年代に入って非常に低下している。色々な要因があるが、トータル・ファクター・プロダクティビティの伸びが以前に比べて著しく低下している。経済を活性化するということを目指している。そうすると、トータル・ファクター・プロダクティビティが上昇しなければいけない。そういうことを実現する明示的な政策手段が、一対一に対応した政策手段があるか、ない訳ではないが、やはり色々なことをやっていて、しかし日本の経済の実力から考えてそういうことが可能でなかろうかという、こういう判断を一応する訳である。政府はそれを目標に従って、その集中調整期間が終わった後は2%程度の成長ができるようにするといっている。これは政策の一種の目標と政策手段の間で必ずしも一対一の厳密な対応がない一つの例だと思う。これはひょっとしたら皆さん方からは、それはやっぱり政府というのは政治的なものであるから、そういう政治的なコミットメントであるというご批判もあろうかと思うし、マクロ経済全体の話と金融の話とを同じレベルで議論するのは如何なものかという、そういうご批判もあろうかとは思ふ。しかし、政策を進める行政の部門である以上は、やはり政策の結果に対してやはりそれなりの責任を多分負うということなのだと思う。そうした点を踏まえて、目標とその政策の間の整合性という

のをどの程度本来求めたら良いのかという点についても、これは我々も日々大変悩んでいるが、また幅広くご議論を頂ければ有り難いと思っている。いずれにしても、今回非常に積極的なご議論をして頂いたことには敬意を表している次第である。

福井議長

ありがとうございました。谷口財務副大臣願います。

谷口財務副大臣

わが国経済は、イラク情勢にもかかわらず、年度末を無事に越えたが、依然として不透明感が残っており、厳しい状況が続いている。こうした状況の中、政府は、14年度補正予算及び15年度予算の着実な実施に努めていくとともに、歳出、税制、金融、規制などの構造改革を推進していくことにより、民需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。

日銀におかれても、市場に不測の事態が生じないように、現在臨時に実施している潤沢な流動性供給を含め、引き続き万全の対応をお願いしたいと考えている。

日銀は先日の臨時金融政策決定会合において、今後、金融政策運営の基本的な枠組みについてさらに検討を進める旨決定された。物価の下落に反転の動きが見られない中、こうした検討がなされることは望ましいことであり、可能な限り早期に具体的な成果が出されることを期待している。

日銀は一昨年3月以来、量的金融緩和政策のもと、金融機関に対して潤沢な流動性供給を行っているが、実体経済における資金循環の活性化には繋がっていない。今回の検討を通じて、家計や企業など実体経済にいかに資金を流すかという観点から、流動性供給の質量両面においてさらなる工夫が講じられることを期待している。

いずれにせよ、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り、日銀におかれては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。

これに付け加えて何点かお話をさせて頂きたいが、これは従来から申し

上げていたことだが、長期国債の買切オペをポートフォリオ・リバランス効果という観点から、現在月1兆2千億円のペースだが、例えば月2兆円というようなこの市場の予想を超えたような大幅な増額をするといったようにして頂くということは如何、というように考えている。今このような状況でやると、近い将来この上限を突き破る可能性がある訳だが、例えば16年3月末までこの上限を取り除くといったようなことで、その効果の発現を見ながら検討して頂くというようなこの長期国債の買い切りのあり方について検討をお願い申し上げたいと考えている。またもう一つは、本日は大変前向きの議論をして頂いたこのABC P、またABSのことである。従来からこの中小企業に対して資金注入がなかなか直接できないといったようなことがあり、ABC Pのこと、またABSについてはご提案もさせて頂いた訳だが、今回先程のご議論の中で大変、この前向きな議論があり、またご提案といったようなことも検討されるということで、これは大変評価をさせて頂きたいと思う訳である。しかし一方で、審議委員の中でこの緊急性ということをおっしゃった方がいらしたが、やはりこれは今の現状の大変この歪みのある金融状況の中で、緊急性、また日銀の機動性という観点から早急にこのようなことを実施して頂きたいということをお願いを申し上げる次第である。もう一つは、この日銀の法定準備金について言及させて頂きたいが、現在日本銀行においては14年度決算に向けて経理担当部署を中心に、鋭意作業を進められているということを感じる訳だが、この件については、法定準備金の積み増しに関する報道がなされていて、今後日本銀行法の規定に従い、財務大臣に対する手続が行われることになる訳だが、これは通貨発行益の処理の在り方を決めるものであり、日本銀行の財務のみならず、国民経済に与える影響も大きいということを考えている。ついでに、この問題の取扱いについては、財務省との間で時間的な余裕を持って、十分な議論ができるようご配慮をお願い申し上げたいと考えている。以上である。

福井議長

ありがとうございました。ただ今、賜りましたご意見の中で、長国オペ



に関するご意見だが、どういう取扱いにするか。

谷口財務副大臣

参考意見ということで。

福井議長

参考意見として拝聴するということが宜しいか。

谷口財務副大臣

然り。

福井議長

ありがとうございました。それでは議案の取り纏め、採決に入りたいと思う。議長として二つの提案、一つは金融市場調節方針、これは基本的に現状維持に関する議案である。もう一つは資産担保証券市場を通じた企業金融活性化のための新しいスキームについて対外的にプロポーザル、提案を行うということに関する議案の提出である。その他に議案を提出したい方がいれば、福間委員、提案の趣旨をご説明頂けるか

福間委員

先程申し上げたように、現行の当預残高目標値が実態と離れているということが一番の理由である。まだまだ不確実性が高い、すなわち、国際政治情勢の不確実性に加え、銀行株が非常に不安定である中で、短観に見られるような景気の底固い動きを育てていくために、いささかも流動性不安を起こして、その芽を摘んではいけないということである。

福井議長

ありがとうございます。それではもし、用意ができていようであれば、福間委員の提案、それから議長の提案二件、配って欲しい。

[事務局より議案配付]

お手許に届いているか。それでは読み上げて下さい。

櫛田企画室企画第1課長

最初に福間委員案から読み上げる。「金融市場調節方針の変更に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。1. 日本銀行当座預金残高が25～30兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、当面、国際政治情勢など不確実性の高い状況が続くとみられることを踏まえ、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。2. 対外公表文は、別途決定すること。以上。」。以上が福間委員案である。続いて議長案を読み上げる。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。日本銀行当座預金残高が17～22兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、当面、国際政治情勢など不確実性の高い状況が続くとみられることを踏まえ、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4月8日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致 or 賛成多数）。日本銀行当座預金残高が17～22兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、当面、国際政治情勢など不確実性の高い状況が続くとみられることを踏まえ、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。」。続いて議長案。「資産担保証券の買入れの検討に関する件。案件。1. 日本銀行は、金融緩和の波及メカニズムを強化する観点から、資産担保証券市場を通じた企業金融円滑化の具体的な方法として、

次のような要件を満たす資産担保証券のうち一定の信用度を有するものを、金融調節上の買入対象資産とすることについて、検討を進めること。

- ①銀行等の自己査定による正常先に相当する中堅・中小企業関連資産（中堅・中小企業から買い取った売掛債権や中堅・中小企業向け貸付債権）を主たる裏付けとしたものであること。
- ②裏付け資産全体のリスクを、リスクの異なる複数の階層に再構成しているものであること。

2. 日本銀行による資産担保証券買入は、現在のわが国金融機関の信用仲介機能が万全とは言い難いことや資産担保証券市場が発展途上にあることを勘案して、時限的措置とすること。

3. 日本銀行による資産担保証券買入の具体的スキーム策定に際しては、広く市場関係者等の意見を求めること。

4. 上記3. の意見を求めるに当たっての提案書の内容は総裁が定めること。

5. 日本銀行による資産担保証券買入の具体的スキームについては、改めて金融政策決定会合において討議のうえ決定すること。

6. 本件に関する対外公表文は、別途公表決定すること。以上。」である。

福井議長

ありがとうございました。それでは採決に移るので、恒例により大変恐縮だが政府代表者はご退席頂きたい。

中原委員

その前に宜しいか。やや議論を蒸し返すようであれなのだが、福間委員のご提案の趣旨を色々忖度もする訳だが、その前に議長案の方で、なお書き以下の運用について現実に34兆円までいった当座預金をどんどん落としてきている訳だが、私のこのなお書きの理解というのは、結局郵政公社の当座預金をどう扱うかと、それをなお書きの中できちんと読み込む、それでその本質は当座預金は20兆円という今の目標に対してニュートラルにするという前提で私は議長案を読んでいる。その辺のところに色々實際上ニュアンス、委員の方の意識にニュアンスの差があるのかどうかという点の一つと、それから福間委員の方のご提案、私は元々量的緩和の基本的

なコンセプトからいえば、ピンポイント、あるいは特殊要因を織り込んだ上で十分な流動性供給を行うべきというところについて私は意見を同じくする者であるが、そういう意味では福間委員のご提案、分かる部分がある。これは難しいのは新たな金融緩和ととるのかどうかというところをどう説明するかというところで、私も非常にこの福間委員の提案に対して疑問を持つ部分もある訳である。この辺について、簡単な議論をしておく必要があるのではないかという気がするが、私の理解はあくまで厳密に言えば、郵貯の当座預金は是非ニュートラルに、完全ニュートラルにするような運営はしてもらわないと、なお書きの中でしてもらわないと我々の、私の意図するところとは違うということになるが、場合によっては市場局の方の意見も伺った方がいいかと思うが如何か。

福井議長

恐らくそういう理解で間違いはないが如何か。

白川理事

基本的にはそういう理解である。ただし、郵政公社が例えば6兆円とか7兆円ということになると、従来ここは20兆円できていたのでその分オンすると26兆円とか27兆円となってくる。ただ、金融市場の参加者は勿論郵政公社はビッグプレーヤーではあるが、しかし郵政公社だけではなくて民間金融機関も、これをトータルとして大きなプレーヤーである。今銀行株が下落してくるという中で、金融機関の方が流動性需要をもっと高めるということも考えられる。その場合には単純に6~7兆円オンするだけでは不足で、もう少しオンしないといけないだろうという事態もあるし、逆に今金融機関の方が非常にこれまでは安全運転で積み上げている訳で、これを大きく減らす可能性も、理屈のうえでは勿論ない訳ではない。そういう意味では他の状況にして同じであれば、ベースは先程中原委員がおっしゃった郵政公社の数字が乗る訳であるが、機械的に100%そうかというところ、そこはマーケットの感じというのはあるだろうなということである。

#### 中原委員

だから、では郵政公社の当座預金残高、非常に細かいうるさいことを言うようだが、3兆円、4兆円になった時はどうするのか。それから一方で都銀や外銀の方も今おっしゃったように増えていく可能性もあるので、結局は金利を見ながら調整するということなのか。そこはどうか。

#### 白川理事

そこは決定会合でこの1年というか2年間、ずっとその問題を議論してきたテーマだと思う。我々の理解だと、まず短期の市場が安定するということをまず確保して、それは金利というタームに置きかえられてくる訳である。ただ、その場合も金利も実はコールレートの方は今勿論安定している訳であるが、一方でTBレートとかレポレート、こういうものが上がってくるという局面もあって、金利を見るかというところも実はなかなか悩ましい問題がある。そこは多少曖昧な部分があるが、しかし全体として短期金融市場の安定を確保していくということがミニマム必要だと思う。そのうえで今の量的緩和というのは、量を景況感に合わせて調整しようという感じだろうと思う。従って、もしその景気判断が横這いであれば、先程のこれまでの20兆というところは変わりはない。さらにそこに郵政公社という特殊要因が加わって、それからさらに郵政公社以外の不安定要因がどういうふうにも上にも下にも変動するかと、概念的には、ちょっとなかなか言いようがないなという感じはする。そこをもし、さらにクラリファイした方がいいということであれば、それは勿論次回以降も含めてこの量的緩和というものをどういうふうにか考えるかという議論の中でまた消化する話だと思う。

#### 植田委員

そういう理解だったのではないか。郵政公社のキャッシュマネージメント能力がまだ未成熟なことに伴う短期的な根っこ以上の需要増要因と 3

月末に向けての期末の一時的な流動性需要に対する資金供給、それからイラク情勢等ジオポリティカル・リスクに伴う不確実性に伴う流動性需要、これも取り敢えず一時的なということにして、これについてなお書きで対応するという理解だったと私は思っているが。

中原委員

また別な言葉で言えば、郵政公社の問題が生じないそれ以前の状態において、できるだけ20兆円に近い運用をすると。ということは事実上20兆円を維持すると、それでも金融市場が不安定になった場合にはもっと出すと、そのうえに郵政公社の当座預金に乗ってきたと考えるに宜しい訳か。

植田委員

そうである。

福井議長

そういうことだと思う。

福間委員

去年の11月や今年の2月の時のように、銀行株が大幅に下落した場合にも、本行の当預への需要は増える訳である。量的緩和の位置付けを改めて議論することも非常に重要なのだが、現実問題としては、銀行の流動性調達が大きく日銀オペに依存している中では、良くないことだが、流動性調達を自力でやれば良い、信用リスクに応じてやれば良いという訳にはいかない。銀行が自力調達できるようにするためには、預金保険法102条の適用の問題を含めて、不良債権処理をどのように進めていくべきかが議論されないとなかなか結論が出るものではない。

中原委員

福間委員のご提案はこれは追加緩和と考えて良いか。

福間委員

そういうことである。

植田委員

私も中原委員と同じ議論を思ったのだが、なお書き対応ではいけないのかということと、それからもしも暫くして流動性需要が落ち着いた時にターゲットを上げておいてしまっていて、それでも何が何でもこの高いターゲット見合いの供給をしようという意図なのか、それともその時はターゲットは下げてもいいと。

福間委員

私は先程そう言った。

植田委員

ただ下げるということについては、現在の環境の中では非常に難しい問題があると思う。

福間委員

いや、だからそれだったら…。

中原委員

これはあくまで追加の緩和であるということ。

福間委員

そのような趣旨も含めているということである。

春委員

余計なことかもしれないが、今、今日ここで改めて17兆円ないし22兆

円と決めると、マーケットの方で、4月30日までの間に22兆円まで絞るのではないかと受け取る可能性があるので、そこがちょっと心配だということをお願いしたつもりだった。ただ、逆に今20兆円から30兆円に上げ、今度また郵政公社が2兆円に絞った時に22兆円に戻すと、これをまた今度どう説明するかという問題があるので、私は議長案でと思っている。マーケットが急に22兆円に絞るのだという誤解をしないようなお説明を是非お願いしたいということである。

福井議長

誤解のないよう説明する。いずれにしても郵政公社の資金繰りマネジメント能力の向上振りについてはきちっとフォローして頂きたい。今後の新しい判断材料として入ってくると思う。その他で読むところが幾つものファクターがあるというのは非常に厄介なことなので、そこは時の経過とともにクリアにしていきたい。基本的な緩和スタンスに疑問が生ずるようなことがないようにしたいと思う。それでは議決に移りたい。大変申し訳ないが、政府から出席の方は席を外して頂きたい。

[政府からの出席者退室]

竹中経済財政政策担当大臣

私はこれで失礼する。

福井議長

ありがとうございました。

(午後12時46分 竹中経済財政政策担当大臣退室)

福井議長

それでは採決をするが、最初に福間委員のご提案について採決をする。



[福間委員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：福間審議委員

反対：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

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

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。福間委員のご提案である。賛成 1、反対 8。反対多数である。

福井議長

それでは議長案の金融調節について採決をする。

[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：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

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

反対：福間審議委員

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

議長提案の調節方針の決定に関する採決結果を報告する。賛成 8、反対 1。賛成多数である。なお、反対意見は福間委員である。

福井議長

もうおっしゃって頂いているが、福間委員からご反対の趣旨をもう一度願います。

福間委員

金融政策はプリエンプティブに動く必要がある。現実には銀行株がこれだけ下がっているのに、本行として無防備でいいのかと。なお書きで対応するという考え方もあるが、既になお書きを使い過ぎていることが問題である。もう一つは、短観で確認された景気回復の芽を後押しするというか、

芽を潰さないようにするため、本行が潤沢に資金供給を行っていく姿勢を明確にする必要があること。あとは郵政公社の不安定要因もある。こういう全部の目的を果たしていくためには、なお書きも必要ではないかと考えている。以上が反対の趣旨である。

福井議長

ありがとうございました。それでは次に議長案の資産担保証券について採決する。

[議長の「資産担保証券の買入れの検討に関する件」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：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：須田審議委員

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

それでは「資産担保証券の買入れの検討に関する件」採決結果を報告する。賛成 8、反対 1。賛成多数である。なお反対意見は須田委員である。

福井議長

恐縮だが反対のご趣旨をご説明下さい。

須田委員

反対意見、第一に、議長案では金融調節上の買入対象とする資産のリスク特性、信用度、及びそのスキームに割り当てられる自己資本量など、本行が独自に決定すべきだと考えられる基本的要件について曖昧なままとなっている。他方、商品の特性上、これらについてある程度の目途がないと関係者と対話しつつ商品設計をすることも難しいと考えられる。従って、たとえ提案書といえども、これらの基本的要件についての最低限の条件を政策委員会で前もって確認しておくことが必要だと思われる。これら基本的要件について曖昧なままに執行部に一任することは適当だとは思っていない。第二に、既に述べたが資産担保証券市場の拡大の意義は十分に認識しているが、他方で本行の自己資本の制約、企業の資産調達環境の現状評価を踏まえると、現時点で資産担保証券のうちシニア部分はともかく、それ以外を直接買い取る用意があることを表明することは、大きなジャンプであり、適当であるとは考えていない。市場を育てるうえではまずは担保からで良いのではないかと考えている。第三に、資産担保証券市場の育成を図るためには、単にリスク部分を買取るということではなくて、裏付資産としてプールされる個々の貸出債権を組成する当初の段階から債権譲渡を前提とした標準化された商品設計が必要で、そのためには金融機関に対して流動化しやすい貸出債権を創出させることを強く促していくことも必要になる。具体的にはリスクに見合ったリターン、担保や個人保証ではなく、将来キャッシュ・フローを重視する貸出、プロジェクトファイナンスの活用、経済価値の減価に見合った引当てなどである。従って、資産担保証券市場の発展を促すためには、貸出債権の組成という地ならしの部分も含めて考えれば、これを少なくとも日銀全体の問題として捉え、審査機能なども活かしつつ、より広範なアプローチをとるべきではないかと考える。つまり外部との対話も重要だが、外部に提案する前に、まだ日

銀全体での議論が足りないように思う。以上である。

福井議長

ありがとうございました。それでは議決を終了した。なお、金融調節に関する議決に関して、白川理事と金融市場局長には、議決が行われた方針に沿って調節に努められるようにこれを以って指示する。では政府の出席者の方を呼んで下さい。

[政府からの出席者入室]

議長提案が2件、福間委員提案が1件あった。

それでは対外公表文の決定に移りたいと思う。公表文案を作成のうえ呈示して頂きたいと思う。

山口企画室審議役

それでは読み上げさせて頂く。「2003年4月8日。日本銀行。資産担保証券の買入れの検討について。1. 日本銀行による潤沢な資金供給は、金融市場の安定確保と景気・物価の下支えに大きく貢献してきた。しかし、潤沢な資金供給が経済活動の拡大に効果的に結びついていくためには、金融緩和の波及メカニズムを強化することが求められる。2. このような考え方に基づき、日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、以下の点を決定した。①中堅・中小企業関連資産を主たる裏付資産とする資産担保証券を、時限的措置として金融調節上の買入れ対象資産とすることについて、検討を進めること。②資産担保証券買入れの具体的スキーム策定に際しては、広く市場関係者等の意見を求めること。③具体的スキームは、改めて金融政策決定会合において討議のうえ決定すること。3. 資産担保証券は、その商品特性から信用リスクの分散化や移転を通じて企業金融の円滑化に貢献する効果が期待される。今回の決定は、わが国の金融機関の信用仲介機能が万全でない中で、発展途上にある資産担保証券市

場の活性化を通じて企業金融の円滑化を図り、金融緩和効果を強化することを目的とするものである。4. 日本銀行は、これまでも資産担保証券を含めた民間債務を金融調節上の担保や売戻し条件付の買入れ資産として活用してきたが、民間債務を買い切ることは、中央銀行としては異例の措置である。日本銀行としては、①波及効果の大きさはどの程度か、②市場機能を歪めることはないか、③日本銀行の財務の健全性をどのように維持するかといった点も見極めながら、買入れの具体的方法等を最終的に決定していく方針である。5. 日本銀行としては、今後とも、金融緩和の波及メカニズム強化や金融政策の透明性向上の観点から政策運営に改善の余地がないかを点検し、必要な措置を講じていく方針である。以上。』。

福井議長

如何か。ご意見あるか。宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

それでは採決をお願いします。

[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：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：須田審議委員

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 8、反対 1。賛成多数である。なお反対意見は須田委員である。

福井議長

反対意見のご表明、先程と同じで宜しいか。

須田委員

提案書を出すことを反対したのでこれも反対である。

福井議長

今の公表文だが、会合終了後直ちに公表する予定である。

## V. 金融経済月報の検討

福井議長

次にそれでは金融経済月報、基本的見解を決定したいと思う。執行部からポイントを説明してもらおう。

門間調査統計局経済調査課長

それではまず実体経済部分の方からご説明する。既にお配りしてある資料である。まず総論だが、「わが国の景気は、一部に持ち直しの動きもみられるが、イラク情勢を含め先行き不透明感が強まる中で、全体として横這いの動きを続けている。」「横這い」ということで前月から基本的な判断は変えていない。従って、5か月連続で判断は据え置きということになる。ただし、今月は設備投資等の一部の指標等の上向きの若干の変化とい

うことを踏まえて、そこで言及しているということ、それから一方で先行きの不透明感について「強まっている」ということで言及している。各論だが、今申し上げた設備投資について前月と比べて上方修正している。

「持ち直しつつある」というのが今月の表現である。以下、個人消費から在庫・鉱工業生産までは全く変更ない。次に収益・業況感だが、今日は短観が出ているので「企業収益は改善を続けているが、先行きの不透明感が強いこともあり、企業の業況感は、総じて改善が足踏みしている。」と、短観に沿って書いている。次の雇用・所得環境については基本的な変更はない。「家計の雇用・所得環境は、全体として引き続き厳しい状況にある。」ということで基本的な判断は変わっていないが、アンダーラインが一箇所、「雇用者所得は減少を続けており」というところだが、足許の雇用者所得の減少テンポが若干鈍化しているので、前月までは「明確な減少」と書いていたが、そこを今日は「明確な」をとって単に「減少を続けており」と変更している。ここは小さな変更である。次に先行きの大きなブロックだが、「今後の経済情勢を考えると」という最初の一文は変更ない。「しかし」からはじまる二文目だが、「イラク情勢を巡って不透明感が強まっており、欧米諸国の経済指標がこのところ総じて弱めであることなどを踏まえると、」というのが今月の書き方としては宜しいかと判断した。そのうえで、「少なくとも当面、海外経済の回復力はかなり弱いものとなる可能性が高い。」ということで、ここの判断は変わっていない。従って、その後の輸出、それから鉱工業生産の先行きだが判断に変更はない。次のパラグラフの国内需要だが、公共投資、個人消費については先行きの判断に変更はない。設備投資だがここは先行きのパスのイメージはあまり大きく変えていないが、足許「持ち直しつつある」というふうに若干判断を修正しているので、それとの関係で少し表現を変更しているということである。「輸出や生産が再びはっきりと増加すれば、回復傾向が明確になっていくと考えられるが、当面はごく緩やかな増加にとどまるとみられる。」というのが今月の表現である。次の「以上を総合すると」というところは、以上を踏まえて、最初の三行から四行目まで前月と変更はない。ただ、足許若干だ



が、動きがあるということで、それを踏まえて少し先行きの抑えの表現について、「しばらくの間、国内需要の自律的な回復力が高まることは展望しにくい。」と、若干最後を変えている。次のリスク要因のところだが、この「輸出環境の先行き」のところだが、これを書いたのが先週の水曜日で本日の状況とかご議論を踏まえると、ちょっとそぐわないところがあるかなと思って、むしろ本日は議論の中では肺炎問題というのが出てきたし、一方で為替は本日 120 円前後で取ってこれを入れるかという議論があり得ると思うので、こちらからご提案だが、ここをこのように変えては如何かと思う。「また」以下であるが、「また、海外経済の先行きについては、イラク情勢や新型肺炎問題など、」「新型肺炎」というのは、最近報道ベースでよく使われている言葉で、「SARS」とか正式な長い名称という案もあり得るが、報道では「新型肺炎」という言葉が一般に良く使われているので、もう一度申し上げると、「海外経済の先行きについては、イラク情勢や新型肺炎問題など、」それで「不透明な要素が増えていることに注意を要する。」という方が、本日のご議論、あるいは本日の状況とそぐうかと考えている。それから次の国内面については、前月までは不良債権処理の進め方について、それがリスクの源泉という書き方をしてきたが、最近の株価の動向については、不良債権だけではなくて、色々な要素で不安定になっているので、ストレートに「株価の動向」というのを文頭に出して、それが「金融システムや企業金融、ひいては実体経済に及ぼす影響について、注視していく必要がある。」というふうに書いている。物価だが、輸入物価は、「上昇している。」という足許の判断は前月と変わっていない。国内企業物価については、前月は「緩やかに下落している。」としていたが、今月は 3 か月前比で見て 0.0%ということで、「全体として下げ止まっている。」というふうに判断を変えている。消費者物価、及び企業向けサービス価格については判断を変更していない。物価を取り巻く環境、先行きの話だが、まず輸入物価だが、「原油価格の動向次第という面が強く、先行きの方向感が見極め難い。」ということで、若干異例の判断ではあるが、素直なところを書かせて頂いた。それから国内面だが、ここは前

月とほとんどパーツパーツは変わっていない。若干議論を整理して、こうこうこういう物価の押し下げ要因、こうこうこういう物価の押し上げ要因ということを書いたうえで、「これらのうち、企業間取引の段階では、目先」、「目先」というのは3月位まで非常に短期間の先行を展望しているが、「目先」は少なくとも「物価押し上げ要因の方がやや強く、国内企業物価は、若干の上昇が予想される。」と書いている。消費者物価については、特に先行きの判断を変更していない。実体経済は以上である。

#### 櫛田企画室企画第1課長

続いて金融部分だが、金融部分については今手書きで修正が入った、お配りした紙をベースに説明する。金融部分については、銀行等の資金仲介活動、あるいは企業金融の面で大きな変更はない。当月は、市場動向を中心とする変更である。その市場動向だが、資料提出後、イラク情勢を巡る神経質な動きが引き続き続いている中で、ここで手書きで修正させていただいたところは、主にこれまでの動きをイラクの短期終結期待からその長期化懸念、こういった大きな流れの中で市況動向を説明していた部分が必ずしも現実、足許の状況を踏まえるとこれにそぐわないということなので、この点この場で修正させていただきたいということである。一つは長期債流通利回りのところである。これは元々、対イラクの武力行使の長期化懸念、それとわが国経済の先行き不透明感を背景に0.7%割り込む水準、この動きを説明していた訳であるが、極く昨日、あるいは今日もそうだが、0.7台に戻ってきているという動きを踏まえて、「対イラク武力行使の長期化懸念」という部分を取らせて頂いて、単に「わが国経済の先行き不透明感等を背景に、一時0.7%を割り込む水準まで低下した。」という表現に変えてはどうかというご提案である。二つ目は株価のところである。株価についても、イラクの短期終結期待の高まりから反発し、その後長期化懸念から、というこういう流れでご説明する文案であったが、これをその後の動きも踏まえて、「株価は、3月中旬の対イラク武力行使開始後、その進展を踏まえた神経質な展開が続き、最近では」という格好で「日経平均株

価は」、これは「8千円前後」と書いていたが、昨日、今日と8千円を上回る水準になっているので、やや細かい表現ではあるが「8千円台前半で推移している。」。もう一点だが、「円の対米ドル相場」、これも同じような説明の仕方であった部分を若干変えさせて頂きたいということである。

「円の対米ドル相場は、3月上旬まで米ドルの軟調な地合いが続いたあと、中旬以降は、対イラク武力行使を巡る情勢に大きく振られる展開となり、最近では119～120円台で推移している。」、このような格好で修正させて頂ければということである。私の方からの説明は以上である。

福井議長

さて如何か。

田谷委員

一つだけ質問がある。どうかなという点の一つがあるが、ここで一番上に「イラク情勢を含め先行き不透明感が強まる中で」、「強まる中で」とあるが、前回の決定会合の時の不透明感の最たるものは、戦争が始まるかどうか、始まってもいないし、ないということが決まってもいないというのが最大の不透明の原因であった。その点のみからいうと、「不透明感が強まる」のではなくて「不透明感が強い中で」という位にしておいた方がいいかなと思う一方、新型肺炎が出てきたり、色々あるので、どうしようかなと。どういうふうに考えられるか。

門間調査統計局経済調査課長

そういう意味では恐らくイラク情勢という文言を入れていることが若干引っ掛かるのではないかと思われるので、単純ではあるが、単にそこを落として「先行き不透明感が強まる中で」とするか。

田谷委員

そうすると何だか分からなくなってしまうね。

門間調査統計局経済調査課長

「海外経済を巡る」とか、あるいは、冒頭で新型肺炎まで入れるのはどうかと思うので…。

早川調査統計局長

気持ちだけ申し上げると、この「イラク情勢を含め」という時の「含め」の意味は、具体的に言うと、一つは銀行株が念頭にあり、もう一つは敢えて言えば最近で言うと、先程の新型肺炎があり、この二つ位が実は「含め」という裏側に隠れているものなのだが、新型肺炎も冒頭に出てくるにはちょっとまだ難しそうだし、銀行株というのもなかなか明示するのもためらわれるものがあるので、やっぱり現下の局面であれば「イラク情勢を含め」と書いた方が一番落ち着きがいいかということで、だから裏の意図はそのようなことである。

田谷委員

特に強く変えてくれという訳ではないので、了解した。

福井議長

宜しいか。

田谷委員

はい。

福井議長

なかなか難しいところである。肺炎をここに入れるのはまだ早い。

田谷委員

早い。

福井議長

他にご意見あるか。宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

それでは採決をさせて頂く。

[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：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

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

全員一致で決裁頂いた。

福井議長

今の案文は基本的に修正の必要はないということで、9日水曜日 14時

に对外公表させて頂きたいと思う。

#### VI. 議事要旨（3/4～5日開催分）の承認

福井議長

最後に議事要旨のご承認を頂きたいと思う。3月4、5日開催の分である。もうお読み頂いて、宜しいか。

[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：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

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

全員一致でご決裁頂いた。

福井議長

この議事要旨は11日金曜日14時に対外公表の予定である。

## VII. 閉会

福井議長

今日はこの会合が終了した後、速やかに議長記者会見を開かせて頂いて、必要な範囲で本日の議論についてご紹介をしたいと思っている。ご了解を頂戴したいと思う。次回は4月30日に開催の予定である。透明性の議論等をさらに進めたいと思っている。宜しく願います。機密保持関係に関して最後にご確認であるが、決定会合における議論の内容は、皆様ご自身の発言も含めて厳に出席者限りということである。議事要旨、及び議事録という一定のルールに従って開示する扱いになっているので、そういうことをお願いしたいと思う。決定会合への信認を十分確保したいということなので、恐縮だが政府からご出席の方々も含めて、この場の皆様、厳正な情報機密管理をお願いしたいと思う。以上で本日の決定会合を終了する。ご協力ありがとうございました。

(午後1時17分閉会)

以上