

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2004年1月19日（14:00～15:41）

1月20日（9:00～12:40）

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 福井俊彦（総 裁）

武藤敏郎（副 総 裁）

岩田一政（ ” ）

植田和男（審議委員）

田谷禎三（ ” ）

須田美矢子（ ” ）

中原 眞（ ” ）

春 英彦（ ” ）

福間年勝（ ” ）

政府からの出席者：

財務省

津田廣喜

大臣官房総括審議官（19日）

石井啓一

財務副大臣（20日）

内閣府

中城吉郎

政策統括官（経済財政－運営担当）（19日）

伊藤達也

内閣府副大臣（20日）

（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

前原康宏

企画室審議役

山口廣秀

企画室参事役

櫛田誠希

金融市場局長

中曾 宏

調査統計局長

早川英男

調査統計局参事役

門間一夫

国際局長

堀井昭成

（事務局）

政策委員会室長

秋山勝貞

政策委員会室審議役

武井敏一（20日）

政策委員会室調査役

村上憲司

企画室企画第2課長

吉岡伸泰（20日9:00～9:30）

企画室調査役

内田眞一

企画室調査役

加藤 毅

金融市場局金融市場課長

栗原達司（20日9:00～9:30）

I. 開会

福井議長

それでは定刻なので政策委員会を開催する。

(午後 2 時 00 分開会)

今日と明日と二日間の会合であるが、今日、金融経済情勢に関する執行部からの説明を聞くということにしたいと思う。明日、資産担保証券買入基本要領の一部改正等に関する審議、あと金融経済情勢に関する討議、そして当面の金融政策運営に関する討議等を予定している。今日は政府の方から、財務省津田総括審議官にお越し頂いている。有り難うございます。また、内閣府からは中城政策統括官にお越し頂いている。宜しく願います。いつも申し上げているが、会合の中でのご発言を全て記録をさせて頂く。委員及び政府からご出席頂いた方々、そのことを踏まえてご発言頂ければと思う。

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、金融経済情勢に関する執行部説明に移りたいと思う。各説明毎に質疑応答の時間を設けたいと思っている。最初に金融調節、金融・為替市場の動向について、白川理事、中曽金融市場局長から願います。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

中曽金融市場局長

それでは早速であるが、お手許の追加資料 1、2 に沿って説明をする。まず図表 1-1、一番左の日銀当座預金残高であるが、こちらについては引き続き資金需給をある程度反映させる運営を行っている。銀行券それから F B 発行など、不足要因が大きくなった年末 29 日に 29.1 兆円と前回決

定会合以降最も低い水準になったが、年明け後は介入資金の滞留というの
もあって、1月14日には31.4兆円ということで新ターゲット移行後のピー
クまで増加したところである。それからその右の方、指標レートの無担
オーバーナイトコールレートであるが、本行の潤沢な資金供給を受け、金
融機関に資金を取り急ぐ動きはない。新年初までずっと0.001%という水
準で安定的に推移したところである。年末30日から1月5日に掛けての
年末初であるが、プレミアムも全く発生せず、市場関係者の言葉を借りる
と、ここ数年来で最も静かな年末となったということである。ただオー
バーナイトレートであるが、1月13日に-0.006%、それから翌14日に
-0.012%とこれは約2か月振りにマイナスになって、そのマイナスの値
もこれまででは最も深い値になったところである。この円転コストのマイ
ナス幅が拡大したのを捉え、特定の外銀が円転をかなり大規模に行い、調
達した資金の一部を当座預金に積み上げ、一部をマイナスの金利を付して
主に外銀向けにコールで放出したためである。円転コストのマイナス幅が
一時的に大きく拡大した理由については二点あると考えている。第一には
米国の税揚げ、これは法人税であるが、それから国債発行、これが今月は
たまたま15日に重なりドルに対する需要が強まったことである。第二に
は外為市場への大規模介入を受け、ヒットされた金融機関においてドルの
資金調達需要が高まったためであるとしている。かなり多くの外銀が円転
コストのマイナス幅拡大を捉えて円資金を調達したというふうに見られ
るが、そのうちの特定行は今回これまでになく深いマイナスのレートをつ
けてオーバーナイト市場に放出した。これに引きずられる形で加重平均金
利が大きくマイナスに振れたというふうには考えている。それから、その右
の方の補完貸付であるが、12月26日に250億円計上している。

続いて図

表1-2で、主体別の当預の保有状況であるが、都銀の残高が9月頃には
14兆円あったが、足許では9兆円台まで減少している。これは個別行の
事情を反映したものではあるが、総じて資金調達環境が好転しているとい

うことが一つの背景と考えている。具体的には、本行の潤沢な資金供給スタンスに加え、最近では株価の上昇とか、格付けの引き上げにより邦銀の信用力に回復の兆しが見えている。そういったことからいつでも資金は取れるのだという安心感が広がっているようである。このため、都銀については若干当預の残高を圧縮気味にしているようである。それから次に外銀の当預だが、ここ暫くは5兆円ないし6兆円台で推移をしていたが、足許では9兆円近くまで増加している。この背景については三点程あるのではないかと類推をしている。第一に、先程も述べたように外銀が円転で調達した資金を当預に積み上げているということである。それから第二に、大規模介入による円資金の一部が外銀に滞留しているということである。そして第三に、これは第一の点に関係するが、外銀の日本に対するソプリリスクに関する評価が総じて改善していることから、日銀の当座預金として保有し得る上限が全般に引き上げられているのではないかというふうに見られることである。しかし、第一に指摘した円転コストのマイナス幅だが、今回は実は極端に深いものではなかった。図表 2—2、こちらをご覧頂きたい。円転コストである。マイナス幅は変動していて、時に深く沈んでいるが、トレンド的には邦銀の信用力の回復も恐らくあって、昨年秋位から横這いしないし心持ち縮小傾向にある。今回のマイナス幅拡大、これは右端の部分であるが、過去と比べて際立って大きいものでもない、ということが見て取れるかと思う。にもかかわらず、放出されたコールに対して付されたマイナスの金利が従来になく深かったというのが今回の特徴である。

それでは図表 1—3 であるが、資金需給の動きを概観すると、需給面の12月の特徴というのは、銀行券の発行が当初の予想に比べて実は1兆円強程少なかった、つまり余剰方向に振れたということである。それから1月に入っても足許まで約7千億、我々が予想していたところに比べると還流が大きくなっている。要因は幾つか考えられる訳だが、金融不安の後退といったようなところが元々銀行券の発行増加が大きかった12月に顕著に表われたのではないかというふうに見ている。それから外為介入に

よって、財政が余剰方向に揺れており、特に新年入り後は大規模介入が行われてきていることから、資金需給面への影響が短期的に大きくなっている。今申し上げた銀行券が思った程出ないこと、それから外為の介入、これはいずれも当座預金残高の積み上がり要因として作用する訳であるが、私共としてはそうした中であって資金供給オペの頻度をなるべく落とさないようにしながら、時として当預ターゲットの上方余地を活用するような形で調節に努めてきた次第である。具体的に、最近のオペ結果について図表1-4をご覧頂くと、余剰地合いの中にあっても大体週1ペースで本店買入または全店買入でオペを実施している。レートは平均落札レートで年末から年始に掛けて0.007%ないし0.008%、概ね横這いで推移をしている。これにGP現先だとか短国買入などを適宜組み合わせながら供給を行ってきたところである。一方、同時に余剰資金を下の段の表で示しているように、主に売手、そして時に国債売現先を組み合わせながらかなりの頻度で吸収をしてきた。全般に資金余剰感が非常に強くて、オペレートは下限の0.001%に貼り付いており、吸収サイドで特に問題は生じていないというふうに判断をしている。

次に、図表1-5でABSの買入であるが、まず上にあるABCPのオペについては、1月14日に7回目のオペを実施して、累計買入額は2,900億円になった。それからABSについても、下の表であるが、12月19日に1億円を買い入れたところである。図表1-7であるが、買入適格プログラム数だが、ABCPは5件、ABSは2件と、これも前回決定会合以降それぞれ1件ずつ増加したところである。次に、金融・為替市場動向について、図表2-1の(2)の表で、まず短期のターム物の金利の動きについて見ていく。このうちの短国3Mをご覧頂きたいのだが、このレートは12月の中下旬に掛けて0.001%~0.002%というかなり低い水準まで低下した訳である。基本的に投資家の需要が底固いことが背景なのだが、特に都銀などが当預を圧縮してFBの購入を増やしたというようなことも要因として考えられるのではないかと思っている。ただ、1月に入ってからだが、これまでのレートの低下が急ピッチであり過ぎたということで、業

者の在庫がやや重くなってきたこと、それから2月以降なのだが、FBの入札が現在ワンショット実際4.2兆円なのだが、これが4.5兆円ないし4.7兆円に引き上げられる見通しであるので、若干様子見気分が強まっていて、幾分なのだが金利が上昇している。

図表2-3で長期金利の方、債券市場が押し目買い戻り売りの展開になっていて、黒い太線、10年債の利回りで見ると、大体1.2%~1.4%の割合狭いレンジでの動きになっている。日々の動きを見ていると足許では戻り売りの圧力が然程強くない、債券市場は割合としっかりしているという印象がある。この点については図表2-4にも表われているのではないかと思う。(1)が国債のイールド・カーブになるのだが、黒い太線で示した現在のカーブは、直ぐ上の前回決定会合時に比べ中長期ゾーンで幾分フラット化しているところである。それから(2)のインプライド・ボラティリティなのだが、先行きの不透明感が後退しているので段々低くなってきている。投資家にとっては買い易い状況になっているかというふうに思う。それから(3)のグラフで5年物のスワップ・スプレッドを見ると、黒い太線だが、このところ縮小してきている。これは都銀の抱える国債のポジション調整に目途が付きつつあるのではないか。従って、スワップによるヘッジが徐々に低下しているのではないか、そういったことを示唆しているというふうに見ている。実際都銀勢なのだが、このところ若干債券の買い増しに動いているようであり、15日に実は5年債の入札が行われたのだが、この入札においても大手行が全体の2割位、かなり纏まったロットを落札している。図表2-6の社債、クレジット・スプレッドの動きについてだが、既にスプレッドの方はかなり圧縮された状態となっていることでもあるので、大きな変化や動きはない。このグラフで示すように、民間企業債の対国債スプレッド、(2)のCDSプレミアムは、ほぼ横這いで推移をしている。図表2-7、銀行セクターについてもほぼ同様であるが、(2)のグラフで示すCDSのプレミアムは、年末から年始に掛けての銀行株価の上昇を反映して足許ではさらに幾分縮小しているという感じである。次に図表2-8の株式市場の動向であるが、(1)のグラフでも示すように年

末から年始に掛けては上昇していて、現在日経平均は大体1万1千円近い水準で推移している。株価の上昇の背景は(2)で示している米国株価が上昇していること、それから我が国の景気回復期待、そういった点を反映しているのであろうと思っている。主体別の売買動向、次に図表2-9で見るが、買い手としては引き続き、右の方にある海外投資家が中心である。12月中は盛んにファンド筋が売っているというふうにも言われていたが、結果的には買い越しであった。それから1月に入っても、年金基金、ユーロ勢といったところや、ファンドが引き続き買い越ししているようである。それから国内投資家の方だが、個人投資家は信用買いの手仕舞売りをしていることから売り越し幅が拡大をしている。一方、投信なのだが、株式投信の新規設定を受けて、10月以降3か月連続で買い越しになっている。業種別に見ると、内需関連、それから海運、こういったところも含めてほとんど全ての業種で上昇している。銀行株について若干図表2-10で詳しく見ると、大手の銀行株は足許総じて底固く推移している。一方地銀なのだが、下段のグラフで示しているが、太実線で示す地銀平均は概ね横這いで推移している。ただ、一部財務内容が良くない先、つまり一番下のレベルの線であるが、ウィークネームズ、こういった先の株価は最近さらに下方向へ乖離幅が広がってきていて、要すれば選別色が強まってきている、そういった様子が窺えるところである。

最後に為替の動向、図表2-11であるが、全体にドル安のセンチメントが強い中であって、(1)のグラフの太い実線のドル/円について見ると、基本的には介入警戒感が強くて106円台の水準が維持されている。年明け後の大規模介入の際には、ドルは一時的に108円台まで上昇する局面もあったのだが、大量の輸出予約などに押されて流れが変わるには至っていない。次に、(2)のユーロ/ドルの相場なのだが、介入がない分ユーロについてはこれまで上昇ピッチが早かった訳であり、1月12日には既往最高値の1.29近くのレベルに達している。ただその後、通貨当局のユーロ高牽制発言というものが相次いでおり、これを契機にユーロが足許では売り戻されている。そういう意味で若干今調整局面に入っていて、先週末の海外で

は1.23のミドルまでユーロが下落をしている。これに伴って、ユーロ/円でもユーロが売られるといった展開になっている。ただドル/円では107円台に輸出予約が待受けており、対円でのドルの上値というのは大変重くなっているようである。市場の感じを見ると、今暫くはドル安調整局面、若干ドル安が修正される局面が続くと見ているようであるが、基本的にはドル安のセンチメントが強い状況に大きな変化はないというふうにみている。以上である。

福井議長

どうぞ、ご質問等があれば。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。F Bレートなのだが、先程0.007%だったか、若干ちょっと荷もたれ感というか、そういうのが出ているのではないかという話があったのだが、資金需給の方から見ると、当座預金にとってはむしろ今は緩和している訳である。それにもかかわらず若干上がっているというのはどういうふうにお考えか。

中曾金融市場局長

恐らく、先程ちょっと申し上げた一頃のF Bレートの0.001%とか0.002%とかは、やはりそうは言っても低過ぎる、あまりにも低下していたということだと思う。それが適正水準にむしろ戻っている。オペレートからの関係で見るとこの辺の方が居心地の良いようなレートなので、そこへむしろ調整が働いたというふうに見る方が良いのではないかと考えている。

須田委員

こういった金利が付くと、当預に積まないでこういった資産に運用しようという流れが強くなるのではないかと思う。その辺は如何か。

中曾金融市場局長

金利が付くと。

須田委員

然り。FBに。

中曾金融市場局長

そういう面は非常にあると思う。若干レートが少し強含むような部分、FB、あるいはレポなどがそうだと思うが、そういったところがあるとそちらに金が流れるという局面は過去何回か見てきたところであって、今回も潜在的にそういう可能性があるというふうに見ている。

福井議長

宜しいか。では、海外経済情勢についてお願いします。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

それでは、本日お配りしたお手許の資料、決定会合資料-3、参考計表、（追加分）をご参照頂きたい。図表1で米国の主要経済指標を確認したいと思う。まず、全体としては米国で景気拡大が進んでいる姿を示している。まず5. 小売売上高は、12月に0.5%増加し、10~12月を括って見ると、前期比1.1%の増加となった。つまり第3四半期に減税の効果から2.8%と大きく伸びた後、さすがに増加ペースはスローダウンしているが、堅調な動きを示している。7. 消費者コンフィデンスも、12月は前月に続き90を上回っている。表には載せていないが、ミシガン大学調査の1月速報が出ていて、これによると、103.2とその前の月から10ポイント以上も上昇して、2000年11月、つまり景気後退以前の水準にまで達している。その下の8. 住宅着工であるが、11月年率換算で207万と、1984年2

月以来の高い水準となっている。この間 9. 設備投資の先行指標も月々振れる統計ではあるが、四半期で括ってみると、第3四半期、第4四半期と回復が一段と明確になっている。なお、10. 貿易収支についてであるが、2003年初以降、月平均で大体400億ドルあまりの赤字水準が高原状態で続いてきた訳であるが、11月には輸出が拡大した一方、輸入が原油中心に減少して、ここにあるように380億ドルと赤字幅が縮小した。輸出拡大の裏には海外景気の回復があると見ている。供給サイドに移る。11. ISMの製造業は12月に一段と上昇し66.2と、これも1983年12月以来の高水準を記録した。内訳計数で雇用というのがあるが、これも11月、12月と2か月連続して分岐点の50を上回っている。ISMの非製造業であるが、これも58.6と拡大を示している。さらに鉱工業生産も11月に1%も増加した後、12月も0.1%増加した。同時に企業部門全体の在庫積み増しが確認されているところである。15. 雇用者数であるが、12月は前月比1千人の増加に止まった。この点、金融市場などでは、アメリカの景気拡大力の弱さと捉える向きが一般的ではあるが、この季節通常増えるはずの小売業の雇用が昨年は然程伸びなかったために、季節調整済みの計数ではかなりの減少となったことが響いている。つまりクリスマス商戦のパターンの変化が、季節調整の系列に十分織り込まれていないことの影響が大きいと考えられ、この分は1月に反動増が出るのではないかと私共では予想しているところである。この間物価面では、17. CPIはエネルギー価格の振れを反映し、11月-0.2%の後、12月は+0.2%となった。その中にあるように、コアは11月は-0.1%。このコアのマイナス自体が実は1982年12月以来の21年振りの出来事であるが、その後12月にはこの分戻して0.1%の上昇ということで、この2か月均すと、ゼロである。コアの方の前年比を見ても、11月、12月とも前年比1.1%と低い伸びになっている。四半期別の推移をご覧頂いても、漸次伸び率が落ちてきている様子が分かる。因みに今申し上げた前年比1.1%であるが、1966年2月以来の低い伸びである。表にはないが、実はPPIの原材料というのはドル安、それから資源価格高の影響から、第4四半期には5.4%上昇している。PP

Iの最終財の上昇幅というのはこの16. PPIにあるように、この四半期のところをご覧頂くと1%である。17. CPIは0.2%、コアだと0.3%だが、第4四半期のこの原料の値上げは、生産性の向上による収益アップというのが同時に起こっているので、その中で吸収されていると見られる。次に図表2であるが、アメリカのクリスマス商戦を纏めてみると、結局後半に掛けて持ち直した。(1)週間チェーンストア統計のグラフをご覧頂ければ明らかだと思うが、全体としてまずまずの仕上がりとなった。(2)の表に各業界の集計値がある。減税の効果からハイエンド、ここにもニーマン・マーカスの数字を入れてあるが、ハイエンドの商品が売れたということである。図表3でアメリカの金融指標を見たいと思う。(2)のグラフにある株価であるが、景気回復拡大への期待と、それから企業収益の拡大というものを受けて上昇傾向を示している。一方、(1)の長期金利であるが、昨年秋から今年の初め位まで、10年物の利回りで4.2%~4.4%位のレンジで推移していたが、先程紹介した雇用統計が発表されると、雇用の拡大が弱いと市場では見て、利回りが急落している。さらにその前後に、Fedの複数の高官が金融緩和の長期化を匂わす発言を繰り返したことも重なり、最近では4%前後の水準にまで低下している。市場での期近の金利観を(5)FFのフューチャーズで見ると、本年半ばまでフラットとなっていて、利上げ観測は相当程度払拭されていると言って良いと思う。この間、(3)社債の対国債スプレッド、それから(4)株価のインプライド・ボラティリティであるが、両方とも市場のリスク回避姿勢が後退している様子が窺われる。実はこのことは、エマージング市場への投資についても当てはまって、リスク回避度の低下を背景にして、エマージング地域への資金流入が続いている。このため、各エマージング市場では米国債とのスプレッドの縮小、それから株価の上昇、通貨の上昇といった現象が起きている。アジア、ラ米、ロシアなど、多くのエマージング諸国でこういうことが起こっている。図表4である。ユーロエリアの経済指標、1.実質GDPのうちドイツにシャドーを掛けてある。2003年が-0.1%になったという発表である。ただ、四半期別の計数はまだ明らかになっていない。第

4 四半期の成長率が前期比で 0%~0.5%の間のプラスということだけ関係当局が明らかにしている。ユーロエリア全体としては、前月の報告のとおり、輸出・生産が回復していて景気全体としても底を打ったと見られるが、回復の足取りは引き続き鈍いところである。2. OECDの先行指標、11月は引き続き回復している。それから 11. 製造業PMI、12月も 52.4%と 4 か月連続して 50%を上回っている。この辺で景気回復の姿が出ている。この間物価面では、ユーロ高の進展にもかかわらず変化が見られない。次に図表 5 のヨーロッパの金融指標であるが、株価はアメリカと同様に上昇基調を辿っている。一方、ユーロエリアの長期金利であるが、年の初めまではドイツ国債 10 年物の利回りを見て 4.3%~4.5%位のレンジで動いてきた訳であるが、その後アメリカの長期金利の低下と歩調を合わせて低下している。最近では、4.1%強といったところになっている。この間、1月 8 日に ECB は政策据え置きを決定した訳であるが、その後の市場の金利観を一番下のグラフで見ると、こちらの方も本年半ばまでの利上げ観測はアメリカ同様に払拭されている。他方、ここには載せていないが、イギリスであるが、最近の CPI の前年比が 1.3%位になっていて、2 年あまり先を想定したインフレ・ターゲティングのインフレ率というのは、イギリスの場合 2%±1%である。従って、その 1.3%の実績というのは下限に近い訳であるが、金融市場では 2 月 5 日の BOE の政策決定会合で 25bp の利上げというのが行われるのではないかという見方が強い。内外景気の回復に加えて、低金利下での家計の債務の累増を懸念しての利上げの予想である。最後に図表 6-1 の (1) 実質 GDP であるが、中国の欄には、まだ予測の 8.9%という数字を掲載しているが、実は先日税務当局の責任者より、2003 年の実績が 8.5%であるという旨が漏らされた。これを元に当方で逆算すると、ここに書いていないが、第 4 四半期の前年比も同じ 8.5%という数字になって、それを元に換算すると、前期比年率にして 7%近い成長というのが第 4 四半期で出てくる。実際、第 4 四半期に出ているのは、この下にあるシンガポールであるが、シンガポールも 7.9%の高い成長が記録されている。(2) の輸出についても、第 4 四半期には多くの国で高い

伸びが記録されている。ただ、この中国については、例の増値税の還付率の引き下げというのが年初から実施されているが、その前の駆け込みの影響が出ている。とりわけこの12月の前年比50%を超える輸出というのは、実勢よりも上にいっていると思う。次に最後だが図表6-2であるが、(3)生産を見ても11月のところは各国で設備の補修とか特殊要因で振れているが、4Qで括ってみると拡大が鮮明になっている。この間物価面では、当月判明したデータから変化は見られない。このように世界経済全体として回復している。また、これまで考えてきたリスク要因の多くも、その程度は弱まっている。なおSARSの再発に関しても、経済活動、市場の反応ともに、これまでのところはさしたる影響は見られていない。以上である。

福井議長

どうぞ、ご質問等あれば。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。アメリカの貯蓄率なのだが、一時少し高まってきて2.3%位ということで出ているのだが、最近またそれがちょっと下がってきているように見える。通常減税をやると差し当たり貯蓄率はむしろ上がると、直ぐには使わないということだろうと思うのだが、反対になっているので、逆に言うとこれは消費がかなり強いということか。可処分所得の伸びを上回っているというふうを考えて宜しいか。

堀井国際局長

この追加分の図表1のところに家計貯蓄率を計算していて、対可処分所得比、4. 家計貯蓄率である。第3四半期2.3%になった後、1.7%、1.8%。第3四半期に減税が出ていたが、大体このベースでいくと寄与度で1%位、実質可処分所得を押し上げるというところであって、従って、調整してみても4Qは1%程度は落ちるはずのところ、1.7%程度位にしか落ちてい

ないということである。4Qに減税はない。

岩田副総裁

逆か。減税があるので可処分所得が増えた。

堀井国際局長

可処分所得は増えて、使わないものだから貯蓄率は上がる。

岩田副総裁

上がるはずだね。普通は上がるはずだね。

堀井国際局長

現に3Qに上がって、上がるというか横這いであるけれども、それを4Qに引き続き使って、使ったおかげで貯蓄率が下がったということである。

岩田副総裁

もう一点。アメリカの財なのだが、コアのPCEとかコアのCPIとかある。これを財とサービスに分けると、財が確かコアのPCEでも2%位下がっている。日本よりも下がり方が大きいのではないかと思うのだが。

堀井国際局長

前期比しか手許にはないが、2%位だと思う。大勢として今起こってくるのは、財の前年比のマイナス幅はちょっと縮まりつつあるが、サービスの方の前年比、これはプラスなのだが、プラスの伸びがぐんぐんと落ちてきている。それで、全体としては先程申し上げたように、コアの前年比の伸びが落ちてきている、といったことになっている。

岩田副総裁

前年同期比でも多分そういうような。

堀井国際局長

財のコアは-2~-3%である。

岩田副総裁

ということは、まだ財については、サービスも含まれるかもしれないが、つまりデフレ、デイスインフレという現象では、まだデフレ、財だけ取るとデフレな訳だ。暫くはそういう状況が続くというふうに考えて宜しいか。

堀井国際局長

今のところ、先程申し上げたのだが、その根っこの原材料品価格などは上がっている訳だが、同時に今第4四半期の企業収益がS & P 500のうち100弱発表されているが、非常に決算が良い。従って、原料品が上がっていても決算が良いということだから、やはりかなり生産性のところで吸収されて、最終財の価格は上がっていないという構図になっている。だから、このところコスト・プッシュの圧力というのが、溜まっているようで実は溜まっていない。4Qの今までの材料を色々合わせた時の、企業収益とか合わせて見た時の結論である。

福井議長

サービスの価格がここにきて弱含んでいる格別の理由というのは何か指摘されているか。

堀井国際局長

賃金の伸びが非常に低い。今も名目で2%位である。ジョブレスリカバリーとこれまで言われた数字は今申し上げたが、やや下に振れ過ぎているが、ただ大勢として、やはりジョブのクリエーションは遅めであることは間違いない訳だから、そこのスラックの状況を映じて賃金のところが上がらない。労働生産性は、ここにあるとおり前年比7%とかそういう凄いペー

スで上がっているから、ULCがどんどん落ちてきているということが、サービスのアウトプットの価格の低下に影響している。

須田委員

住宅絡みだったか、住宅関連のサービス価格はどうだったか。

堀井国際局長

住宅関連も月々上がったり下がったりしている。帰属家賃については、これは少しテクニカルなのだが、借家の家賃と基本的には横並びにする訳であるが、借家家賃にはエネルギー価格も含まれているので、今みたいにエネルギー価格が上がれば上がる程、差し引き計算でいわゆる純然たる帰属家賃分というのは下がっているように見なしてしまう。そういう、ちょっとトリックがあって、帰属家賃の方も、伸びがどんどん小さくなっている。

岩田副総裁

財だけ取ると、要するに、素材と言うか原材料の価格が上がって、最終財の方はむしろ下がっているというふうになっていて、企業にとっての交易条件は結局悪くなっている訳だ。人によっては、日本でも企業の交易条件について、似たようなことが起こっているのだから、悪くなってくると、息切れすると言う人がいる。ラグがあるのだけれども、1年後には息切れすると。それで秋口から悪くなるというふうにおっしゃる方がいるのだが、やはりアメリカについても同じようにそういうことを心配する方はいるか。

堀井国際局長

いや、あまり聞かない。

福間委員

グリーンスパンがベルリンの演説で、ちょっと言っているだろう。今後注目されると。それは注意しないとイケない。

堀井国際局長

インフレと…。

福間委員

今どうこうではないが、やはりデベロップメントには注意しておかなければいけない。

岩田副総裁

今のお話を伺うと、収益の方も良くなって、あまりプロフィット・スクイーズをやられているというのではなくて、生産性で吸収してしまっているという印象は持つのだが。

平野理事

仮説の域を出ないが、確かに他の条件を一定とすれば交易条件の悪化は、マージンの縮小を通じて、収益に響くということになる。その一部は生産性の上昇で吸収されているとは言え、設備投資の動きがこれまで鈍かった一つの背景には、そういう事情があるのではないかということも言われていた。また、企業が雇用に慎重な背景にも、そういうことがあるのではないかともし言われていた。ただ、その影響の出方については、もう少しデータを見てみないとよく分からないなという感じがする。

春委員

一つ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

春委員

中国については、このところ外資系のアナリストが割と厳しい見方をされるケースが多い。金融引き締め、預金準備率、過剰生産、過剰在庫とかで、ロンドンにいる中国担当者が非常に厳しい見方をしていると言う方が多い。私は基本的には非常に強いということで良いと思うのだが、何かコメントはあるか。

堀井国際局長

今の投資が、どこまで将来の生産性向上に繋がる投資なのか、それとも無駄なものを作っているのかということに関して、我々も人から話を聞くしかないものだから、なかなか判断の基準がない。中国では以前そういう非生産的な投資をやってしまったことが結構あるものだから、いずれブームはバーストする、ということが投資銀行中心に言われているのだと思う。

春委員

無視できない要素としてあることはある。そういう実態か。

福井議長

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

では説明する。お手許にある資料4、（参考計表）と（追加図表）、これはC G P I 関係であるが、これを出して頂き、主に図表に基づいてご説明したいと思う。最初に（参考計表）の方の図表4、実質輸出入の動きだが、このとおり足許は実質輸出がかなりの勢いで増加している。同時に、勢い

はそれ程ではないが、輸入サイドもそれなりに着実に増えているということをご覧頂きたいと思う。図表5でその中身を見ると、輸出サイドに関しては、地域別に見ると、引き続きアジア向けの輸出が高い伸びをしているということに加え、前から申し上げているように9月辺りから米国向けの輸出も少し増えてきているということで、全体としては10月、11月の第3四半期対比が6.3%増という、かなり高い伸びになっているということである。もう一点、財別にもご覧頂くと、全て増えてしまっている訳だが、ポイントは、一つは情報関連及び資本財・部品である。この資本財・部品には半導体製造装置も含まれているので、この辺が引き続き高い伸びをしている。この辺は、アジア向けを中心に伸びている訳だが、世界的なIT需要の強さを反映したものである。もう一点は、消費財のところは10月、11月、とんでもない伸びになっているということである。これは前回もお話したと思うが、これを見ると、一昨年（2000年）の第4四半期も非常に高い伸びになって、その後3四半期ほぼ横這いの後、また去年（2001年）の第4四半期に非常に高い伸びになっているということである。これは先程もちょっと似たような話がアメリカについてあったが、季節パターンの変化に対して、恐らく季節調整が十分に対応できていないということだと思う。デジタル家電、特に薄型テレビというのは高額商品なので、どうしても売れる時期がクリスマス商戦に集中するということになるのだが、その結果、この時期に急に伸びて、後は季節調整済みで横這いになっていくということである。そういう意味では若干、この第4四半期の輸出の伸びは過大評価されている可能性がある。多分、デジタル家電に関して言えば、恐らく第4四半期は非常に高い伸びの後、第1四半期は多分かなり減速するのではないかと考えている。その後、今年の第2四半期に多分、アテネオリンピック絡みでもう一回増えるのではないかと。ちょっとこう、ぎくしゃくした動きになるのではないかとというのが一応、業界の見方になっている。図表10に為替レートのグラフがある。申し上げるまでもなく、足許は対ドルで円高になっている訳だが、実質実効レートで見ると勿論、円高ではあるがこれ位の円高である。従って、勿論、影響がないとは申し上げないが、現在程度

の相場であれば海外の需要の強さのもとで、輸出自体が伸び続けるような環境にあると思っている。企業も大体そのような認識である。ただ、企業の中には、外貨資産を円評価すると目減りしてしまうので、B/Sに対する影響をちょっと気にしているという声は聞くが、フローのオペレーションがこれ位の円高で非常に大きな打撃を受けるという感じではなさそうである。次に図表 11、輸入サイドだが、輸入もこのとおりに着実に増えている。(2) 財別で見ると、素原料だけは減っている。これは去年の前半までイラク戦争のための備蓄であるとか、あるいは原発の関係で原油の輸入が増えた訳だが、足許は原発の再稼動とか暖冬とかで原油の輸入が減った。しかし、下の方は大体皆増えている、情報関連辺りはいつものことである。輸出と輸入が世界的な分業を背景に両方同じ方向に動くという傾向がある訳だが、もう一点、最近では消費財についても似た様な色彩が出てきている。家電製品とかについては先端のデジタル家電を国内で生産する一方で、ちょっとでも古いものは直ぐに海外生産に出してしまっていて、それを逆輸入するものだから、どうも輸出入両建てで増えていくという傾向があるようである。加えて足許のところでは、一部自動車メーカーが海外生産の逆輸入をしているので、その数字なども押し上げに寄与しているようである。

次に、図表 13 で設備投資関連に移りたい。(1) 資本財出荷だが、このとおりに足許かなりの勢いで増えている。実は何か月か前まで機械受注などが増えている、あるいは例えば法人季報でも設備投資が増えている割に、どうもこの資本財出荷の動きが鈍い。トラックを入れれば少し増えているとは申し上げたのだが、ちょっと鈍いなと思っていたのだが、ここへきて急に追い付いてきたというような数字になっている。今度は図表 14、先行指標関係だが、機械受注はご承知のとおり 11 月単月ではかなりの減少になったが、10、11 月で見ると 7~9 月対比 10% 増ということで、かなり高い、業界見通し並みの伸びになっているということである。ただ、業種別に見ると、製造業が見通し対比かなりの上振れの一方で、非製造業が見通し対比かなり下振れていて、全体としてはほぼ見通し並みになっているということである。(2) 建築着工床面積を見ると、これまでクォーター・バ

イ・クォーター、上がったたり下がったりして4～6月、7～9月と2四半期
続けて増えたので、どうしたことかと思ったのだが、やはりまた11月は
落ちてしまったということなので、基調としては横這い圏内かと思っている。
図表16で企業収益を見ておきたいと思う。まず、(1)大企業のところだが、
このとおり証券会社等の見通しでは2003年、あるいは来年ともに二桁の増加
ということなのだが、見にくくて恐縮だが、ここ何か月間かの修正状況を見
ると大体予想どおり、ないしは物凄く細かく見るとほんの僅かに上方修正とい
うことである。この9月位から考えると、かなり円高が進行している訳なので、
言ってみれば、円高が一方で進行しつつも企業収益は概ね予想どおり、ど
ちらかと言えば上振れ気味で推移しているということだと思っている。では、
中小企業はどうかということなのだが、中小企業はなかなか正確なデータが
掴みにくいのだが、DI等で見てみると、中小公庫のところはやはり着実に改
善している。これは中小企業の中では比較的規模が大きめであり、製造業の
ウエイトの高いところではこういう動きになっているということである。他
方で、国民公庫の数字は相変わらずパツとしない。ここは中小企業の中でよ
り零細に近く、非製造業のウエイトの大きいところということで、その辺の
差がやはり昔からあるのかというふうに思っている。

次に、図表17、個人消費関係である。個人消費関係については、先だっ
て10月は総じて良かったと申し上げたのだが、11月はどちらかと言うと反
動減になっているところが多いと思っている。特に、百貨店とかスーパー
一辺りは11月が暖冬と言うにはちょっと早いかもしれないが、相当気温が高
かったということもあって、売り上げが落ちているということである。し
かし、10月、11月、一部12月が出ているものを含めてみると、全体とし
て横這い圏内、ないしは微増位の感じで推移しているということかと思っ
ている。なお、図表20でアグリゲイトの指標を見ておきたい。販売統計
合成指数、あるいは消費財総供給ともにアグリゲイトしてみると7～9月
は一旦弱かった後、足許はちょっとまた戻っている、伸びているという
ような感じの動きになっている。

さらに図表 24、生産だが、特にお配りしていないが、ご承知のように、鉱工業生産指数の確報が出て、ほんの僅かに上方修正されている。11月の生産は0.8%と書いてあるところが1.0%になり、この結果、計算上10～12月の生産予測が3.8%ということである。私共のヒアリングも大体3%強位の伸びというふうに見ているので、一頃5%、6%というところでもない予測指数だったのだが、下方修正されて大体、我々の感触では、この限界で着地するのではないかと考えているところである。そういう意味では予測指数対比では下方修正になっているが、我々の見方としては大体、以前に見たよりもむしろ若干強めという位の感触である。ただ、これも先程ちょっと申し上げたように、デジタル家電等も含めて、恐らくさすがに10～12月はちょっと強い数字になっているが、1～3月は、私共のヒアリングの感触では、伸び率はかなり鈍化するのではないかと考えている。この間、在庫だが、図表 27、在庫循環の絵を見てみると、(1)の鉱工業全体で辛うじて第一象限に入ってきて、何となく在庫積み増し局面入りの感じがするのだが、これは前のグラフを見れば分かるのだが、在庫水準が相当下がっているために、ちょっと増えると前年比でプラスになってしまうという位の感じであって、業界の話を聞いてみると、あまり在庫に対する姿勢が積極化したという感じではない。従って、私共としてはあくまで極く僅かに増えた振れの範囲内ではないかと考えている。さらに(6)のその他生産財を見ると、これでは形のうえでは在庫調整局面入りという感じなのだが、具体的には、鉄鋼の輸出船待ち在庫の増加等が若干影響していることもあるし、各種商品市況の状況を見ると、在庫調整局面入りとはとても考えられないので、これもあくまで在庫水準が相当下がってしまうと、このようなことが起こるといふことかと思っている。いずれにしろ、在庫水準がこれだけ下がってしまった時に在庫循環の従来の経験則がどこまで上手く働くのかということも含めて、今後、在庫がどう動いていくのか暫く注意して見ていきたいと思っている。

次に図表 29、雇用関係である。雇用関係で一つの大きな特徴は図表 29の(1)失業率、有効求人倍率にあるように、求人倍率がかなりの勢いで

上がってきている。足許の 0.74 倍という水準は 2000 年のピークを上回って、実は 1996~1997 年の一番高いところにもう接近しつつあるということである。(3) 新規求人、あるいは (2) 所定外労働時間ともかなり増加しているということである。しかしながら、労働雇用関係の数字が全てそういう形を表わしている訳ではなく、例えば (1) の失業率を見ると、確かに一頃よりはほんの僅かに水準は下がっているが、失業率は高水準を続けているということではある。それから図表 28、例えば労働力調査の雇用者数というのは、前年比ゼロ近傍であり、なかなかはっきりしたプラスにはなっていない。それから毎月勤労統計の常用労働者数も、前年比のマイナス幅は縮んではきているが、まだマイナスということで、新規求人、あるいは有効求人倍率の動きと全体の動きは必ずしも一致しないような気がする。これには勿論、若干のタイムラグはあると思う。元々新規求人とか有効求人倍率というのは、いわゆる先行、一致指標と言われる系列であり、他のものは遅行系列に入るので、若干、先行、遅行関係があるということがあるかと思う。それ以外にもやはりパートの利用等で雇用の回転率が相当高まっているために、求人で人がきてまたそれが契約が切れて、また求人というようなことが繰り返されているところとか、ミスマッチの結果として、有効求人が残高として溜まってしまっていると、このようなことが色々起こっているように思う。それからもう一点、細かいことで恐縮だが、以前、労働力人口が少し減っていることについて、多分統計の振れではないかと申し上げたのだが、その後も労働力人口は前年比で見てマイナスを続けている。これは詳しく見てみたら、何が起こっているかというと、どうも高齢者の方々の労働力率がずっと下がっているということのようなので、ちょっと循環的な現象ではないかもしれない。だとすると、我々はこれまでどういうふう考えていたかというと、普通は景気回復局面においては労働力率は下がらないので、労働力人口は恐らく横這い、ないしは微増でいこうだろう。そうした中で雇用者数は若干増えるだろう。ただし、自営・家族が減るだろう。その結果として就業者数はあまり増えないので失業率は高水準だろうと。これが大体ずっと考えてきたシナリオだっ

たのだが、労働力人口が減ってしまうと、ここはなかなか辻褄が合わなくなって、起こり得ることは、なかなか雇用が増えないということである。これは現に起こっているとおりになるのか。さもないければ、今回は実は失業者がやはり減ると考えるのか。さもないければ、先程申し上げたように、実は高齢者の方々の労働力率の低下なので、自営・家族のところはかなり思い切り減る形で全体のバランスがとれるのか。まだよくデータの動きが分からないので、もう少しその辺の動きをよく見ていき、景気が回復していく中での全体の雇用のバランスというものについて、仮に労働力人口が落ちるとするとどうなるのかも考えていく必要があると思っている。次に、図表 31 の所得面だが、所得サイドは前から申し上げているとおりである。前年比でマイナスがほぼなくなりつつあるが、なかなかプラスになってこない。恐らく、この冬のボーナスも製造業・大企業ではプラスだと思うが、中小企業とか非製造業まで入れるとゼロ近傍を出ないのではないかと考えているし、春闘はまだこれからだが、なかなかそんなに大きく賃金上がる状況ではないのではないかと考えている訳である。

恐縮だが、(追加図表)で物価のところを見ていきたい。図表 32 で国内企業物価の全体だが、前月比で 0.2% 上昇し、この結果、3 か月前比で見ても 0.2%、強含みの動きになっているということである。図表 33 でその背景としては、まず国際商品指数を見ておきたいと思う。ご承知のとおり商品市況はかなりの上昇である。原油価格も高止まっているが、それ以外にも非鉄とかは相当上がっているし、船舶レートとか色々なものが上がっているという感じであり、例えば、私共の国際商品指数、OCI と呼んでいるものだが、このレベルは 90 年の秋以来、フセインが暴れていた頃以来の水準に今なっている。次に図表 34 で輸入物価を見ると (2) の 3 か月前比で見ると、まだ下落である。これは国際商品市況の上昇よりも円高が勝っている。ただ、細かく言うとこれは 10 月に円高で相当下がって、その後 11 月、12 月は僅かではあるが、上がってきているので、今これを 3 か月前比という定期的な見方をすると 1 月以降は、この為替と商品市況の綱引きで、場合によってはプラスに出てくる可能性もある。今度は図表

35 の国内の商品市況だが、国内の商品市況も上がっている。去年の春まで上がって、その後横這ってきてから去年の秋以降また上がってきている。特に上げが目立っているのは鉄鋼関係、及びこれは国際商品市況の反映ではあるが、非鉄関係といったものが上昇している。これを踏まえて、図表 36 の国内企業物価を見てみると、まず最初にちょっとだけ申し上げておきたいのは、この結果、国内企業物価は前年比で見ると、前年比 -0.1% になった。そういう意味では消費者物価と同じ位になったということである。2000 年には 1 回前年比僅かにプラスを付けたことがあるのだが、当時はいわゆる前の WPI のモデル末期であったために、いわゆるラスパイレスの上方バイアスがかなり強くなっている時期にあったということ、それから品質調整法の拡大によって、新しい C G P I の方がどちらかと言うと下げ易い性質を持っているということを考えて、恐らく実力としては既に 2000 年の時よりも少し強めになっているという位の感じではないかと思っている。機械類は相変わらず下落している訳だが、鉄鋼・建材関連、素材、これは先程申し上げた商品指数の上昇を反映して上がっているということに加えて、その他、グラフの白いところだが、これが結構上がっている。これは米が相変わらず 12 月まで上がっていたことに加えて、12 月は肉も上がった。B S E 絡みで牛肉も若干上がったのだが、豚肉が結構上がり、この辺が稼いでいるという感じである。目先も国内の商品指数はかなり基調が強いし、肉関係はまだ少し上がるかもしれないので、当面、市況次第ではあるが強含み圏内の動きになっていく可能性が高いと思っている。最後に、(参考計表) 図表 38 の消費者物価である。消費者物価については、ご承知のように 10 月 $+0.1\%$ の後、11 月は -0.1% であった。ただ、10 月にちょっと申し上げたように、10 月はほぼゼロだと思っていたのが、花が上がったために四捨五入で $+0.1\%$ になってしまった。逆に今月はその花が下がり、加えて外国パック旅行とかがちょっと下がったものだから、今回は逆に四捨五入で -0.1% になってしまった。そんなに大きく -0.1% 、 $+0.1\%$ と動いているというよりは、大まかに言うとゼロ近傍のところではほんの僅かな動きがプラスになったりマイナスになったり、とい

うことだにご理解頂ければと思う。計数の説明は以上である。

経済情勢は全体にもう安定化してきているので、特にサムアップしなければいけないということはあまりない。まさに緩やかながらも着実に回復しているということではないかと思っているが、二点程コメントを述べておきたい。一つは、「緩やかに」に関わる勢いの話なのだが、これは10～12月に限ってみると実は必ずしも緩やかではなかったかもしれないということである。鉱工業生産は3%台だとすると、年率10数%になるし、現時点ではまだ早い。2月に出るGDP統計も結構高いのではないかと予想される。先程ご覧頂いたように純輸出は結構強い。資本財出荷の動きをご覧頂ければ、設備投資も高いだろうなど。それから消費財総供給を思い出して頂ければ、個人消費も7～9月よりは強いだろうなどということなので、ポンポンと積み上げていくとそこそこの数字が出てきそうだなという感触である。そういう意味では10～12月に限ってみれば結構高い水準になるかと思っている。ただ、これも繰り返しになるが、恐らくそれは幾つかの特殊要因、例えば先程のデジタル家電の季節性の問題であるとか、あるいは資本財出荷はどうも11月辺りに大物が纏めて出荷された感じがあるので、そういったものが稼いでいるので基調としてそれだけ強くなっているという訳ではないかと思っている。他方、むしろ前から申し上げているような製造業から非製造業への波及とか、あるいは家計部門への波及といった観点から見ると、必ずしも足許、その辺が非常に強いというような示唆は出ていないので、基調としてはやはり緩やかな回復局面にあるという理解で良いのではないかと思っている。もう一点は物価に関して、まさに先程国際局の説明の時に出てきたイシューである。私共が今、注目しているのは片方において内外の商品市況の上昇ということであり、この辺は先程もちょっと申し上げたように、CPI等にどんなふうに出てくるか注目しておく必要があるかと思っている。他方でしかし、そのことが全般的ないわゆるデフレ方向からインフレ方向への変化という訳でも必ずしもなくて、例えば日本についても、いわゆるユニット・レーバ・コストみたいなものを考えて頂くと、 $L \times W =$ ほぼゼロの一方で、鉱工業生産にし

でも実質成長にしてもそこそこになっているので、実はU L Cはかなり下がっているということで、そういう意味ではある種、資本集約財の世界とこの労働の世界の間に相対価格が大きく動いているので、この辺が最終的な物価に、綱引きなのだが、どういうふうに出てくるのか、もう少しデータをよく見ていく必要があると思っている次第である。以上である。

福井議長

質問があればどうぞ。

岩田副総裁

最後の物価のところなのだが、今、輸入物価が、第4四半期は-4.9%ということになっている。国際商品市況は結構上がっているのだが、日本に入ってくるものは先程のお話にあったように円高が進んでいるので、むしろ-5%位になってしまっている。輸入物価が5%マイナスになった時、例えばC G P Iとか消費者物価にはどの位マイナスのインパクトが生じるとお考えか。

早川調査統計局長

まず第一に、特にC G P Iまでの影響というのは本当は相当時間が掛かるし、物凄く影響が薄まってしまうということに加えて、先程ちょっと申し上げたように、これはたまたま3か月前比で測ると、9月、10月のところで円高がポコッと一回いっているだけで、それが出てしまっているだけで、多分、その後は11月、12月は前月比で見ると若干上昇なのである。だから、恐らく1月位までいくとこの影響はほとんどとれてしまう。むしろそれをご覧頂くのに都合が良いのは、図表33である。ここに輸出入物価のレベルが出ているが、確かに9月、10月のところで円高の影響で一回カクッと下がっているが、これは恐らくどんどん下がっていく性質のものではないので、これがそんなにC P IとかC G P Iをどんどん下げていくという感じではない。交易条件は、なかなか微妙なところで行ったりきたり

しているという感じである。

岩田副総裁

ただ、もう一回ボコッと円高になることもあり得る訳だな。

早川調査統計局長

そういう意味では、ややこしいことを言うと、もし本当に円高であるとまさにその分だけ輸入物価がガクッと下がるという感じになるのだが、ご承知のように基本的にこれはドル安であるために、実はドル安の分が逆に国際商品市況を上昇させるような傾向がある。

岩田副総裁

ドル建てだから。

早川調査統計局長

然り。その傾向がある。それはどういうことかと言うと、例えば、先日のOPECなどがそうだが、OPECは自分達で言っているプライスバンドの上限は28ドルなのである。ところがプライスバンドの上限28ドルを超えてかなりの期間になるにもかかわらず、約束の増産をする予定にはない訳である。何を言っているかと言うと、要するにドル安のせいで目減りしてしまった。3ドル分位目減りしてしまったので、今30ドルを超えているのだが、本当は27ドル台位だと。だから増産する必要はないのだというふうに言っている訳であり、ある種、ドル安の分、逆にその分だけ国際商品市況が上がっているなので必ずしも全部輸入物価の下落には出てこない感じはある。

岩田副総裁

もう一つ。CGPIなのだが、特殊要因を除くと何%なのか。

早川調査統計局長

どれを特殊要因と見るかだが…。

岩田副総裁

米とそれから豚肉。

早川調査統計局長

一応、図表 36 のグラフで見て頂き、上に出ている白い部分を特殊要因だと仮にすると、特殊要因を抜いてみればまだマイナスである。ただ、これもよく見ると、ではマイナスはなぜかと言うとそれはほとんど機械であって、これは逆に言うといわゆる品質向上分なので、何をもって本当に物価らしい物価というのは難しい。この縦線のところとか。要するに上に出ているところは米と肉である。下に出ているのは機械類の下落で、機械の値段がどんどん下がっていると言うよりは、能力の向上分を下落とみなしたということなので、どれを実勢にしようかと。ことほどさようにちょっと今、色々な物が物価を見るのに錯綜している。物価というのは、特殊要因だけではない。商品市況系列は皆上がっている。他方で、ULCのような形で賃金サイドを見ていくと、これは日本だけではなくて皆下がっている。相当大きな相対価格の変化が起こっているの、その相対価格の変化をアグリゲイトするやり方によって、ある物価指数は上がり、ある物価指数は下がるというようなことになりがちなので、ある指標を見た時に自分達はどのようなものを今見ているかということを考えながら判断しないといけないような状況になっていると思う。

岩田副総裁

私の解釈は、この白抜きでもこの6月位からちょっと上へ出ているから、その分を剥がすと白抜きの半分位が特殊要因で、そうすると0.1%位。ウエイトが23%あるからその位かなと思っている。それからもう一つは、輸出も25%位年率で伸びて、生産が年率だと10%乗せている。そうすると

仮に、実質GDPが1%位前期比で伸びる。それが2期続くとするとも2.2%とか2.3%、年度でもその位だと思っただが、今の話だと10~12月が1%位だったとしても、1~3月がまた下がる可能性の方がそれより高い。そうすると、2.2%に届かないということなのではないか。

早川調査統計局長

その辺は正直言って、そもそも10~12月が幾つになるかも分からない。ただ、どちらにしても、もう2003年への影響というのはここから先、そう根こそぎ効いてくる訳ではないので。ただ申し上げたいのは、恐らく10~12月はかなり高い数字になる。それはそうなのだが1~3月は恐らく、まだ何も分からないが、いわゆる企業の生産計画等から見ていると、10~12月のような伸びにはならない。従って、恐らく今後GDPの10~12月などが出てくると、とんでもない数字が出るかもしれないが、基調として均してみれば緩やかな回復の範囲内ではないかと思っているということである。数字が幾つになるかというのは、ほんの少しリバイスすると直ぐに変わってしまうので、あまり…。

岩田副総裁

それはそうである。もう一点だけ。図表30の雇用なのだが、雇用が労働力調査と毎月勤労統計でかなり乖離がある。労働力調査の方がちょっと振れが大きくて、多分、毎月勤労統計の方がより実態に近いのではないかと思うのだが、常用雇用なども3か月前比とか、つまり前年比で見るとまだマイナスなのだが、季節調整して3か月前比などで見るとまあまあ増加、微増していると考えて良いのではないかと思うのだが。

早川調査統計局長

然り。まず、一つはこの図表30を見ると、ここ90年代に入って労働力調査と毎月勤労統計の雇用者数とで乖離が出る癖がついている。かつ、我々はこの乖離を棒グラフで表わしているが、乖離というのがかなりの程

度、循環的である。これはどういうことかと言うと、勿論、労働力調査、毎月勤労統計ともに、パートは入っているのだが、程度を見ると毎月勤労統計の常用労働者数の方が、より正規労働者に近い。それから労働力調査の雇用者の方が、よりパートだとか色々なものを多く含んでいるという感じなので、最近では景気の変動に伴って、正規雇用は、景気が良くても増やさない。しかし、景気が良くなればパートその他を沢山採る、逆に景気が悪くなるとそれを減らすということをやっているのです、そういった景気の循環部分がこの差に表われてくるというのが最近の傾向だと思う。従って、先に労働力調査の方が少し上がってきて、今、おもむろに毎月勤労統計の方が前年比で僅かなマイナス、前期比で見るとゼロ近傍になっているということではないかと思う。そうは言っても、やはり正規雇用に近い方は季調後で見てもまだゼロ近傍である。そこそこ成長してゼロ近傍である。賃金は先程来申し上げているように上がっていないので、恐らくULCはかなりえぐれているということである。

春委員

二点程教えて欲しい。一つは今も話に出ていたが、図表 28 で、雇用者所得が毎月勤労統計から言ってもなかなか増えない。それから消費もなかなか強さが出ない。しかし、今の話だと、パートなどを含むとちょっと上乘せになる。イメージとしては、パートまで入れても雇用者所得トータルで改善というのはやはり難しいのか。

早川調査統計局長

こういうことになろうかと思う。確かにこれは掛け算をするのだが、賃金は毎月勤労統計しかないから、毎月勤労統計の賃金とそれから労働力調査の雇用者数で掛けると、これよりももうちょっと上になる。それでも大体ゼロ近傍というところからはあまり出てこないということだし、実を言うと本当はパートが増えているとすると、平均賃金はもうちょっと下がっていることになる。

春委員

掛けてはいけないということか。

早川調査統計局長

単純に掛けてはいけないということがあって、恐らく、どう計算しても今現在の雇用者所得というのはゼロ近傍にはきているがはっきりしたプラスになっていないということは、間違いなのではないかと思っている。そういう意味では、繰り返しになるが、やはりその分だけ企業収益の方が良い。

春委員

もう一つ。10月末に2003年度、2004年度の予測とリスク要因を出して、四つのリスク要因の中で今日のご説明にもあったように、海外経済要因は確かに下振れリスクが小さくなっていくと言えらると思うが、四つのリスク要因を全部総合して、結論的にそのリスクは小さくなったと、やや感覚的だが、思われるか。

早川調査統計局長

この辺はなかなか、まさに皆さんがご議論されるもので私が勝手にどんどん言うものでも…。ただ、私自身はやはりオーバーオールに見ても、どちらだと言われれば、少し小さくなっている方向かなと思っている。ただ、はっきり変化が出ているのはやはり海外経済のところだし、それから特に金融システム辺りは文章の世界では皆さんほぼ同意されている訳だが、一人一人がどれ位の程度において心配されていたかは、恐らく人によって少しずつ違うのではないかと思う。どれ位心配していたかに応じて、現状がどれ位安心できるかというのも少しは違うのではないか。ある意味では、文章の世界では皆さんほぼアグリーといった感じなのだが、細かく心の底を開いてみると多分温度差はあると思うし、まさに景気もそのような感じ

である。先程も申し上げたように、いつぞや総裁が上目遣いにという言葉をおっしゃったが、そうであろう。要するに、想定の範囲内ではあるが、どちらだと言われれば、私は個人的にはちょっと気持ち上かなと。どちらかと言えば気持ちそうかなというふうに思っている。

福井議長

他に宜しいか。では金融環境に移る。白川理事と山口企画室審議役お願いします。

4. 金融環境に関する報告（資料—5）

山口企画室審議役

では、お手許に資料 5（参考計表・その 2）があろうかと思う。それに即してご説明する。まず、図表 1 だが銀行貸出と民間の総資金調達の表である。12 月については、銀行貸出は -1.9% ということである。前年比マイナス幅という意味では 10 月、11 月と同じである。結果的に 10~12 月、四半期で見ても -1.9% ということであり、流れとしては 4~6 月、7~9 月、10~12 月と前年比落ち込み幅自体は縮小されるというような傾向が続いているということである。それが加速するというような状況には勿論なっておらず、ダラダラとしたマイナス幅の圧縮が続いているという状況だということである。それから民間部門の総資金調達だが、12 月は -2.5% ということであり、これはまた 10 月、11 月と同じマイナス幅ということである。結果として 10~12 月も -2.5% ということであり、流れとしては銀行貸出で申し上げたようなことである。裏を返せばこれは企業の資金需要ということだが、大企業の資金需要は減少幅が一応縮小傾向ということだが、そのピッチは極めて緩やかということである。次に図表 2 では、一方で資本市場での企業の調達というのはどういう状況かということである。まず、CP・社債の発行残高である。12 月は、CP・社債を合わせて、前年比 1.9% ということである。多少、10 月、11 月とぎくしゃくはしているが、この 7~9 月、10~12 月と比較してみると、7~9 月が CP・

社債を合わせて1.3%の前年比プラス、10~12月が+1.4%の前年比であるから、ほぼ同じということであり、特にここにきて発行残高が増えるというような状況にはなっていないということである。CP・社債の発行段階での発行環境がどうかということでスプレッドを出している。CPについてはA1格のみ、社債についてはAA格のみを掲げているが、全体の感じとしては、まずCPについては、12月を見ても分かるとおりの、低位安定で横這いということである。第4四半期通して見ると、第3四半期に比べてスプレッドが縮まるという状況である。CPの発行金利については、比較的信用度の高い企業については、もうこれ以上下がり様がないところまで下がってきている。それから社債については、AA格で見ても12月0.07%ということであり、スプレッドは圧縮されている。四半期10~12月というベースで見てもこのようなことであり、第3四半期に比べてスプレッドは縮まっている。このようなことで、全体としてCPの発行環境は引き続き良好ということだし、社債についても、7~9月夏場に掛けての長期金利の上昇がどのような形で影を落とすかということが一応の注目点であった訳だが、結果的には緩和感が強まるという方向での展開になったということである。それから、社債のフローの発行額を見ると、12月は起債額が季節性もあってやや少なめということである。10~12月通して見ると、それでも4千億円をちょっと超えるような発行額になっており、4~6月に比べて7~9月がかなり落ちた訳だが、その7~9月に比べれば少し回復するというような状況になっている。それから前回の決定会合でも申し上げたが、エクイティ・ファイナンスの状況だが、12月については転換社債の発行が5千億円を超えるということであったし、それから公募増資、新規公開による資金調達、こういったものも2千億円を超えるということであり、当然のことながら四半期で見ても、その前の期に比べてかなりの増加というようなことになっている。12月についてはソニー、NECといった大型案件が集中したことが効いているようだが、株価が比較的高い水準になってきていることを眺めてエクイティでファイナンスしようという動きが多少出てきている。次に図表3、資金繰り判断だが、

中小公庫と商中の数字が出ている。中小公庫については-10.7%ということであり、引き続き水面下ではあるが改善方向である。それから商中についても同じような状況であり、これを四半期で見ても、中小公庫は-11.1%、商中は-3.5%ということであり、なお水面下ということなので厳しさは残っている訳だが、方向としては改善に向けての動きが続いているということである。それから、企業から見た金融機関の貸出態度判断DIは、12月は22.2%ということであり、前回のピークが2001年の6月、20.9%であったから、そのピークを上回るところまで緩んできているということである。四半期の流れとして見ても、この夏場以降、緩和感が少しピッチを早めているというような感じの展開になっている。以上が企業金融周りである。次の図表4で、マネタリーベースである。マネタリーベースは、この表にあるとおり、直近の1月15日までの計数も載せているが、まず12月を見ると、13.2%ということである。中身を見てみると、銀行券の伸びは3.3%であり、これまでも申し上げてきたところだが伸び率が少しずつ鈍くなるということだし、当座預金については、一昨年の12月の伸びがかなり高かったということなので、その裏が出る形で日銀当預の伸び率は落ちるということである。それらの結果として、マネタリーベース全体としては13.2%ということになった訳である。10~12月、四半期で通して見ても16.7%であり、7~9月の20.6%を取り敢えずのピークとして下がってきているということである。銀行券の発行残高の動きということでグラフを付けている。折れ線グラフは、7日間の移動平均の前年比だが、昨年末から今年初めに掛けて前年比が急速に小さくなるという展開だった訳である。要因的には、実は今回、月報にBOXを設けてその中で銀行券の伸びの状況について解説しているが、そこでも触れているとおり、伸びの鈍化の背景としては二つある。超低金利による需要押し上げ効果というのがジワジワと薄らいできているというのが一つであるし、もう一つは、金融システムに対する不安感が後退してきている、この辺りが効いているのだろうということである。因みに、私共の金融広報中央委員会の作った「家計の金融資産に関する世論調査」というのを見てみると、そ

の中で、貯蓄をより安全にするためにとった行動としてはどのような行動をとったかということでアンケートをやっているが、昨年の6~7月の調査によれば、現金で持つことにしたというのは、その時点でも少しずつウエイトを下げています。りそなにとしては少し早過ぎる感じはない訳ではないが、そのような形で現金需要が低下する、走りのようなものが感じられる。次に図表5は、マネーサプライだが、12月は1.5%であり、このところ1%台半ばの推移を続けているが、それが継続したということである。結果として、10~12月を通して見ても1.5%ということであり、7~9月に比べると伸び率が1.8%から1.5%に低下している。M2+CDの要因分解を見ると、10~12月については、その他要因が7~9月の0.3%から0.0%ということで寄与度が小さくなっている。これは主として代行返上要因で、7~9月はM2+CDを押し上げたが、それも10~12月に入って消えたということが大きな要素としてある。ただし、単月で12月辺りを見てみると、預金から国債等へのシフトということも、はっきりした証拠は掴めないところがあるのだが、そのような感じの動きも見られるようである。当月は、1~3月についての見通しを出すということだが、実際には見通しと実績とがかなり乖離しており、どの程度この見通しを出すことに意味があるのかということもない訳ではないが、一応1~3月については1.4%、対外的な表現としては+1%台というように考えている。全体感としては企業の資金調達行動というのは、引き続き減少幅が縮小する方向ということで、マネーサプライを多少とも押し上げる方向に効いてこようかと思うが、先程申し上げた代行返上分が今後はむしろ国庫納付されるというようなこともあるし、個人の国債購入もそこそこ出てきそうだというような感じがあるので、それらが相打ちになって大体1%台半ば、対外的な言い振りとしては1%台ということで見通している。それから広義流動性の要因分解を載せている。広義流動性は、10~12月3.5%ということになった。12月は3.6%となっている。結果的に7~9月3.4%と、ほぼ変わらないという状況である。要因のよく分からない債券現先であるとかレポといった動きが効いている感じがある。この辺りをもう少し分析できないか考え

たいと思っているが、その辺りが計数的には効いているということである。なお、安全性が高い資産の寄与度ないしそのウエイトを載せているが、これまでも申し上げてきたように、頭打ちから若干下振れる感じでウエイトを下げている。

以上が計数絡みだが、振り返ってみて10～12月、特に企業金融周りについて、どのような感じで見えていたかという、一つは銀行貸出がどのような形で出てくるか、多少、量の方に軸足をシフトしたい、このような話もあった訳であり、その辺がどのような形になってくるか。それからもう一つは途中で申し上げたが、資本市場絡みで夏場の金利上昇の影響がどのように消化されていくか、この辺りを見ておく必要があると思っていた訳である。実際には銀行の貸出についても少しずつマイナス幅が圧縮されるというトレンドは維持されているが、しかしそのペースが速まるというような感じにはなっていない。先程も申し上げたがダラダラとした状況が続いているに過ぎないと、このような感じである。一方で、資本市場の方は、社債については一応、夏場の金利上昇の影響は払拭されて、かなり緩和的な状態に復したと見て良いのではないかと思うし、CPについても、先程申し上げたように、かなり緩和された状況になってきているということだろうと思う。その間、投資家の投資態度としても多少リスクをとる動きというのも出ていない訳ではないが、かと言ってCPと社債を合わせて発行残高が大きく膨らむかと言うと、そういう状況にもなっていないという状況であったと思う。その背景としては、企業の資金需要としても、引き続き有利子負債の圧縮姿勢というのが継続中であるし、設備資金とか、あるいは増加運転資金というのが台頭するという状況にはまだなっていない感じである。説明は以上である。

福井議長

ご質問あればどうぞ。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。銀行券なのだが、半年前から私はずっと気になっていて、何度か同じことを繰り返し言って閉口させているかと思うが、5%位あったのが90年代の半ばでも7~8%だったのだが、今、5、4、3と落ちてきて1月が2になって、もしかすると1になりゼロになり、マイナスになるかなと思う。私は半年前から本当にマイナスになると信じているのかと何度も皆さんにクエスションを投げ掛けて、閉口させたのではないかと思うのだが、その可能性をどの位見ておられるのか。分析でちょっと抜けていると思うのは、やはりデフレの幅ではないか。金利も勿論そうなのだが、金利も勿論反映するが、金利はあるところまでいくとゼロ近傍でもう動かなくなるから、その後はデフレの進展とかデフレが緩和するとかで、それで銀行券に対する需要というのが動いてもおかしくないと思っている。それからもう一つは、むしろ、名目所得などの点で、名目所得が伸びているような状況になると、私はマイナスになることなどないと、半年位ずっと言ってきたつもりなのだが、名目所得がはっきりプラスになる以前に、今、企業物価も恐らくゼロなのだと私は思うが、もしかするとそういうデフレの動きによって、マイナスになる可能性もあると思っているのだが、どう思っておられるか。

山口企画室審議役

実際にマイナスになるかどうかというのは、なかなか難しいところである。方向として、先程も申し上げたが、12月で3%位、直近でいくと2%位まで伸び率が低下している訳だが、これがさらに小さくなって圧縮されていく可能性はあるだろうと思う。勿論、場合によってはさらにマイナスという可能性もこれは否定できないと思う。特に、名目GDP対比の銀行券というようなことを考えた場合に、これがノーマルな世界に移るということで単純に考えると、現状の発行残高の6割減とか5割減とかいうようなところまで銀行券が落ちてても不思議はない訳であり、これは極端な話だ

が、そういうことを視野に置くと、おっしゃられるようにマイナスということが起きてもおかしくはないと思う。差し当たっては、銀行券というのは結構見通しが難しい世界なので、ジワジワと伸び率が落ちる可能性の方が高いと見ている位の答えにさせて頂けたらと思う。

白川理事

一点、今の山口企画室審議役の説明に付け加えると——ちょっと別の要素だが——、通常、銀行券について需要関数を決める時は、所得とか金利があつて、それに対して一意的に水準が定まってくる訳である。その水準よりも多ければそれを調整しようとか、少なければ多くしようという調整が働く訳である。ところが、金利がここまで下がってくると、調整すること自体にコストが掛かるから、一旦出てしまつたら溜まってしまふ。何となく淀んでいる。何かプラスのショックがあるとまた戻ってくるという面がある。ただ、何らかの形で今まで溜まっている銀行券があつて、それが例えば経済が活性化すると、今は在庫で持っているお金を使えば良いということで、そういう形で調整が少しずつ働くのだらうと思う。そういう意味で、銀行券は、一般的に読みにくいということに加えて、現在は、そういう要因でさらに読みにくくなっているということもまたあると思う。

須田委員

日銀券が還流するスピードというのが、少し想定より早いのではないか。日銀券の戻りというのはまだ依然として続いているのか。銀行券が結構盗まれるようになって、もう少しコストを掛けても日銀に戻そうという動きが高まるということはないのか。

山口企画室審議役

否定はできない。

白川理事

理屈の上では、現金が溢れ返ると、最後は今おっしゃったことも含めて有形、無形コストが掛かるからどこかで飽和点があるのだろうと思うが、今直ぐ飽和点にぶつかっているかと言うと、そうではないと思う。今、受け入れの数字について須田委員からご照会があったが、直近の月で、前月対比受け入れの金額は-6%の減少という数字である。2003年になってからこのマイナス幅が少しずつ拡大してきているということである。もっとも、支払の方も勿論減っている。

中原委員

10月はエクイティ・ファイナンスが活況だと言われている。特に、IPOがかなり多くて、中小企業の経営者にはIPO長者が出ているという。この図表2のエクイティファイナンス、特に転換社債の発行額と、公募社債発行額、それから図表1の社債の前年比伸び率辺りをどういうふうには整理されているのか。

山口企画室審議役

まず、図表1の民間部門総資金調達額の社債は、本当に小さな動きしか示していないので、こういった動きであるとしか言いようがない。図表2でエクイティファイナンスというのはこのような状況であった。ただし、12月に掛けてかなり増加した後、1月になってもこの状態が継続しているかと言うと必ずしもそうではないようであり、一時的とまでは申さないが、10~12月に掛けてのエクイティファイナンスの増加というのが、この春先に掛けても継続するという感じではないと見ている。

中原委員

単に数字の関係なのだが、事前配布資料の中の図表7の社債発行額は転換社債を含んでいるのか。

山口企画室審議役

然り。

中原委員

それでこの公募社債発行額は…。

山口企画室審議役

ここは普通社債だけである。

中原委員

そういうことか。勿論、この資金調達の子債の前年比、これは普通社債ということか。

山口企画室審議役

資金調達というのは図表1の方か。図表2の子債のベースは、海外での発行分、それから転社、私募債も含んでおり、このベースで民間部門の総資金調達の方も採っている。

中原委員

転社については含んでいない。

山口企画室審議役

いや、含んでいる。

中原委員

含んでいるのか。事前配布の図表7では随分12月は大きい。このような数字になるのか。何かちょっと思ったよりも数字が整合的でないように思うが。

山口企画室審議役

ここの計数は、実は、払込日ベースの数字であり、それから図表2の公募社債の発行額というのは起債日ベースであり、そういったところで少し計数の感じが違ってきているということである。

中原委員

では、基本はこの民間部門総資金調達に見られるようにということで、大きな動きは見られないということか。

山口企画室審議役

然り。それで結構だと思う。敢えて公募社債の発行額という形で普通社債の水準を載せているのは、発行段階での環境と言うか、発行環境というものをスプレッドと合わせて見てみようというようなことで一応ここに掲げてあるということである。

春委員

新生銀行の新規上場などは、ここに入ってくる訳か。

白川理事

確認するが…。来月、統計上は…。

春委員

J Tの政府株の話とか、随分供給が心配されているようだが。

山口企画室審議役

それはちょっと確認させて欲しい。

春委員

これからの話である。

福井議長

宜しいか。本日予定した審議は終了した。明日は午前9時に開会する。宜しく願います。決定会合への信認を確保する観点からこの席にいらした皆さん方は、全て厳正な機密管理を宜しく願います。それでは閉会する。有り難うございました。

(午後3時41分中断、20日午前9時再開)

Ⅲ. 「資産担保証券買入基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と決定 (資料-7)

福井議長

それでは定刻であるので、政策決定会合の第2日目を開始する。今日は政府から、財務省石井副大臣にお越し頂いた。有り難うございます。内閣府から伊藤副大臣にお越し頂いた。宜しく願います。今日の議事であるが、昨日金融経済情勢に関する執行部からの報告を聞いた訳だが、今日の議事は最初に「資産担保証券買入基本要領」の一部改正に関して、まず執行部から説明を受けて議論し、決定をしたい。その次に金融経済情勢に関し、昨日の執行部の報告を受けて、ボードメンバーによる討議をしたいと思う。続いて、当面の金融政策運営、次の政策決定会合に至るまでの金融調節の方針等について討議をしたい。そして議案を取り纏めて、採決をしたい。この間、政府のご出席の方からもご発言を頂戴したい。なお、残りの時間で金融経済月報の検討、それから12月15、16日に開催した政策決定会合の議事要旨の承認と、それから最後にもう一つ、金融政策決定会合の開催予定日のうち一部を変更する件についてご承認を頂きたい。議事内容が沢山ある。議事進行にご協力頂ければと思っている。なお、この会合

の中での発言は全て記録をすることが前提となっている。委員及び政府のご出席者はそのことを踏まえてご発言頂ければ幸いである。それでは早速議事に入りたいと思う。最初が「資産担保証券買入基本要領」の一部改正等に関する件である。まず執行部の説明を聞きたいと思う。これは、前回会合において資産担保証券買入基準を見直すことを検討してはどうかという議長指示に基づくものである。今回の決定会合までに報告することをお願いした件である。宜しくお願いする。

前原企画室審議役

それではご報告する。お手許にお配りしてある「資産担保証券の買入基準見直しについて」というペーパーに沿ってご説明させて頂く。今回の検討の結果として、資産担保証券買入スキームの実効性を一段と高める観点から、現行の要件の一部見直しを行いたいと考えていて、そのために本日「資産担保証券買入基本要領」及び「資産担保証券買入における買入対象先選定基本要領」の一部改正を行って頂きたいということをお諮りする次第である。今回の見直しの背景であるが、昨年6月に制度が導入された時に、買入スキームについては、その後の取引動向あるいは日本銀行の財務の健全性等を勘案しつつ必要に応じて見直すという旨を表明している。さらに、その後、これまで資産担保証券の買入の実施を通じて様々な経験を積んできているということに加え、昨年11月より開催している証券化市場フォーラム等の場において、市場関係者より買入基準の見直しを求める声も出されていることが背景にある。多少元に戻るが、基本的な考え方というのを簡単に振り返ったのが1ページの下の方にある2番である。導入時の考え方としては、まず資産担保証券市場の発展というのは、信用仲介機能の向上を通じて、経済の持続的成長に貢献するとともに、金融緩和効果の浸透を図る上でも意義がある。こうした観点に立って、本行としても市場の長期的な発展に貢献するため、基盤整備の動きをサポートしてきた。それから、本行財務の健全性を確保するというのも当初の基本的な考え方である。三番目として、価格形成を歪めないということがある。以上のよ

うな基本的な考え方に則って、見直しの案として提示したのが3.である。見直しの内容としては四つある。まず一番目は、中堅・中小企業関連債権比率の要件である。現行要件としては、現在特定資産に占める中堅・中小企業関連の割合が金額ベースで5割を下回らないこと、次に中堅・中小企業は資本金10億円未満の会社、と定義されている。見直し案としては、その下にある5割の算出ベースを金額または件数に拡大するというところで、件数ベースでも5割以上あれば可である、ということである。それから、中堅・中小企業の定義を、資本金10億円未満または常用雇用者数999人以下という会社に拡大するというのが見直し案である。考え方としては、基本要領上の中堅・中小企業の定義というものをより肌理細かく定義するために、資本金の規模だけでなく雇用者の規模も勘案することが望ましいのではないか、ということと、中堅・中小企業関連債権を特定資産に組入れるインセンティブを高めるという趣旨を実現するためにも、件数の比率をクリアした場合には買入対象に含めておくということも望ましいのではないか、ということである。二点目の見直しは、正常先要件である。(2)にあるように、現行要件では特定資産に貸付債権が含まれる場合には各貸付債権の債務者が自己査定上の正常先に分類されていることとなっている。見直し案としては、本要件を撤廃したいと考えている。考え方としては、本来資産担保証券の信用力というのは、裏付となる資産プール全体のリスク分散効果などを勘案して評価されるということであり、非正常先向け貸付債権を裏付資産に含む資産担保証券についても、信用リスクデータの蓄積が徐々に進んでいるという状況の中で、証券化の仕組みや外部格付の信用力についての一定の担保がなされてきているという具合に判断している。従って、本要件を撤廃しても、本行財務の健全性等の面で特段の問題は生じないと考えられ、むしろ、資産担保証券の円滑な組成を促して政策効果を高めるメリットが期待できると考えている。次に(3)の格付要件である。現在のところA B C P等はa-1格相当の格付を複数取得していること、A B S等はB B格相当以上の格付を複数取得していること、が要件である。見直し案としては、A B C

P等は単数の格付取得でも可とする、こととしたいと考えている。本要件はそもそも本行財務の健全性維持の観点から設定したということであるが、A B C P等については、短期債務であるということ、かつ高い格付を要求しているということ、さらに買入スキーム自体が時限的措置であるということ等を勘案すると、単数格付を取得するというだけでも良いのではないかと考えた。一方、A B S等は主に長期債務であるし、相対的にB B格相当以上ということで低い格付まで適格としているため、複数の格付取得を要件とするという現行の扱いは維持したいと考える。四番目が買入対象先の選定頻度であるが、現行要件は原則として1年に1回ということになっているが、見直し案としては、随時選定、カッコの中にあるように毎月1回の追加選定を導入するということである。考え方としては、選定頻度を高めることにより、資産担保証券の組成等に向けて体制整備を図ってきた先を機動的に買入対象先に加えることが可能となり、政策効果が高まるということが期待できるということである。なお、本件は、ご決定頂ければ1月20日より実施したいと考えている。次に、別紙であるが、証券化市場フォーラム全体会合において参加者から出された意見を掲げている。これらの意見は、ただ今説明したような考え方の中に随時織り込まれている。ただ、最後のところで、買入額の増加は価格形成を歪めるリスクがあるため、見直しに際しては十分配慮し慎重に検討をお願いしたいという意見もあったということも付記している。今のような考え方に基づいた、政策委員会の付議文の案文を読み上げさせて頂く。『資産担保証券買入基本要領』の一部改正等に関する件。案件。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ることにより、金融緩和の波及メカニズムを強化するため、下記の諸措置を講ずること。記。1.『資産担保証券買入基本要領』を別紙1.のとおり一部改正すること。2.『資産担保証券買入における買入対象先選定基本要領』を別紙2.のとおり一部改正すること。以上。」ということである。次のページに具体的な基本要領の改正案ということで、別紙1.については「資産担保証券買入基本要領」のうち一部を横線のとおり改めたいと考えている。その後、別紙2.については、「資

産担保証券買入における買入対象先選定基本要領」のうち一部改正案ということで、3. の部分を横線のとおり改めたいと考えている。なお、今ご決定を頂いた場合の対外公表文の案文をご説明させて頂きたい。案文を読み上げさせて頂く。「資産担保証券の買入基準見直しについて。1.」として「日本銀行は、昨年12月の政策委員会・金融政策決定会合における議論を受けて、資産担保証券の買入基準に関して見直しの余地があるかどうかについて検討を行ってきたが、本日の金融政策決定会合において、買入基準の見直しを決定した（全員一致または賛成多数）。2. 金融緩和効果の浸透を図るためには、金融資本市場の機能が十分に発揮されることが不可欠である。日本銀行では、こうした認識の下、資産担保証券市場の基盤整備に向けた市場参加者の様々な努力を支援しており、資産担保証券の買入れもそうした支援の一環である。3. 今回の資産担保証券の買入基準の見直しは、実際の買入れを通じて蓄積してきた経験を踏まえ、市場関係者から寄せられた意見も参考にしつつ判断したものであり、資産担保証券市場の長期的な発展に資するものと考えている。以上。」である。

福井議長

実施日は1月20日か。

前原企画室審議役

ご承認頂ければ、1月20日に実施したいと考えている。

福井議長

以上、要件緩和ないし撤廃が四点、実施日は1月20日という説明があった。ご質問、ご意見があればどうぞ。

須田委員

意見と質問がある。今回の見直しは、金融政策のトランスミッション・メカニズムを強化すべく、これまでよりも証券化市場の育成に軸足を置い

たものであると認識している。もしそうだとしたら、中堅・中小企業関連債権比率要件も正常先要件もいらないとする方がよりすっきりすると思う。中小企業関連の証券化市場への政府系金融機関の取組みが活発化してきた今日、中小企業の資金繰りという政策的な面は政府系金融機関に任せて、日本銀行は、そのうちこの条件を外して証券化市場全体の育成を目指すということで良いのではないかと思う。他方、正常先要件については、これを外すことに私は躊躇していると前回述べたのは、これを外すと財務の健全性を確保するという基本的な考え方が損なわれるのではないかと考えたからである。私の知る限りでは、これまでダブルB格の公募ABSの発行はなく、正常先以外での債権の評価方法は未だ確立されているとは言えない。裏付資産の中に倒産確率の高い債権が組入れられた場合には、リスクリターン分析に基づく適正な価格設定がより難しく、かつメザニン部分の購入比率がこれまで想定していたより高くなる可能性がある。従って、私としては、この種の公募債券の発行量が増え、正常先以外の債権の評価方法がもう少し確立するまで、倒産確率の高い裏付資産まで組入れを認めるのは時期尚早ではないかと思っている。あるいは、今直ぐ正常先要件を撤廃するのであれば、ダブルB格については購入比率を定めるか、格付要件をトリプルB格に上げて、正常先要件を外すというのが財務の健全性をも考慮に入れると望ましいのではないかと思っている。しかし、執行部に時期尚早ではないと言える自信があるのであれば、そのような付帯条件なしに正常先要件を撤廃することも一考に値すると思う。要するに、正常先要件を外した場合、資産担保債券の信用度、仕組み等についての基準、つまり、「特定資産から生じる金銭等が特定資産の信用度またはこれを補完する措置に照らして、資産担保債券の元利金支払に十分であると認められること」という基準が執行部にとって一投資家としてより重たい意味を持つと思う。執行部の買入に掛かるリスクチェック体制は十分整っていると考えて宜しいのだろうか。まずそれについてお答え願いたい。

福井議長

二点質問があった訳だ。要するに、市場発展ということであれば、中小企業要件というのは必ずしも入れる必要はないのではないかという質問と、正常先要件を外すからには、資産担保証券の本来のリスク分散機能がきちんと働いているという段階にもう達しているかと判断できるのか、という質問だ。

白川理事

最初の、前段の方からだが、昨年の春に資産担保証券の買入を検討した時に、二つ流れがあって、一つは中堅・中小企業金融の円滑化ということ、もう一つは資産担保証券全体の発展を支援していくという二つがあって、両者は勿論ある程度重なっているが完全にはイコールではないという関係にあった。翻って考えてみると、日本銀行が買入を行うことというのは、勿論即物的な効果というより、少し長めで見ても効果を出していくという話だと思うのだが、その際に、現実には大企業と比べた場合に中堅・中小企業の方に金融上の問題が現実にあるという関係を踏まえると、多少中堅・中小企業に対してウエイトをかけてやっていくということはそれなりに合理性があるのかなという感じがする。それで、今時点でその判断を変えないといけないということではないと思う。元々、この措置自体の目的が、長い目で見ても資産担保証券市場の発展を育成し、そうしたメリットを、特に中堅・中小企業に対してサポートしていくことにある。だから敢えてここで外すまでもないのかな、という感じがしている。ただ、この措置自体は、先程前原審議役からも説明したが、今回仮に現行案でいったとしても、日頃の状況を見て、もし必要があれば、これから見直していくということだと思う。それから、後者の点だが、この点は、実はこれを提案した執行部としては最も考えたところである。日本銀行が買い入れたり、あるいは担保として受入れる民間債務だが、これを審査する際には日本銀行の資産の健全性を確保する観点から、信用度や、あるいは市場性が十分か

どうか等について厳正かつ詳細な点検を行っている。資産担保証券については、通常の証券、債券以上に複雑な面がある。プログラム自体が幾つもの契約関係から成り立っていて、金融市場局の担当部署では、審査の際に多数の書面を先方から頂き、そのプログラムが本行の買入基準を満たしているかどうかを、実は 30、40 という項目があるのだが、そういう項目に沿って逐一点検している。現在、金融市場局には、その信用リスクのグループに男性、女性合わせて 10 名いるが、相当数の人員を投入してこの審査を厳正にやっている。今回買入基準が仮に変更となっても、政策委員会で決められた裏付資産の状態が資産担保証券の元利払いに十分であるという趣旨がちゃんと満たされるかどうか、審査事務に遺漏がないように、可能な限り経営資源を投入しながら、従来同様万全を期していくという覚悟でご提案している。

須田委員

分かった。それなら賛成する。今後は、非正常先債権を含む資産担保債券、とりわけメザニン部分が持ち込まれるようになれば、さらに厳しいチェックの目が必要になると思うので、日頃からドキュメントの審査に汗を流している現場のスタッフの皆さんは大変だろうが、是非、より一層頑張ってもらいたいと思う。また、市場や一般の人々の中には、正常先要件の撤廃により日本銀行は不良債権の購入に踏み切ったといったような印象を持つ方々がいるかもしれない。そういう人々に対しては、今回の要件見直しは、リスクな債券の購入に一步踏み出したものでは決してなく、信用度の条件は不変であると説明して頂きたいと思う。

福井議長

中小企業要件については、長い目で見ても裾野の広い市場の育成ということにきちんと繋がるような要件であるかどうかというのは、絶えずチェックして行って欲しい。

白川理事

そうですね。

田谷委員

宜しいか。

福井議長

どうぞ。

田谷委員

一言。今総裁がおっしゃったように、中小企業要件については、これからも見直していくということをして是非私もお願いしたいと思う。もう一点。正常先要件のことだが、やはり全く問題がないという訳ではないと思うが、マーケットを育成するという観点がそれに勝ると私も思うので、この改正案に私は賛成する。

福井議長

どうぞ、中原委員。

中原委員

結論としては妥当な緩和方針だと思う。まず一つは、これも議論が出ているが、恐らく買入残高を積み上げるということはかなり難しいのではないかと。銀行の資本制約が大分緩んできている中で、流動化の玉、イシューも減っていくのではないかと気もするし、残高にあまり気を取られる必要はなく、適格なものをできるだけ増やしていくという方が良いのではと思う。それから、聞く話によると、適格性を得た場合に若干、市場でプレミアムがついているという話も聞いているが、そういうことを考えると、資産の個別性をなくすという流動化証券、プールした流動化証券の位置から言えば、中小企業とか大企業とか、学校とか病院とか、個別債権のネー

ムによって適格性を判定するというのは、ある意味では市場メカニズムに中央銀行が介入するということにもなりかねないので、私は目詰まりを解消するという趣旨もあるし、須田委員もおっしゃったように、本来は中小企業というような条件は撤廃すべきではないかという気がするが、やはり一般的な意味での納得性、その他を考えると、条件としてはこれで良いかと思う。しかし、将来的には、市場育成という観点からいけば、対象資産のネームの条件をもっと緩めるべき、あるいは撤廃すべきではないかと思う。それから正常先以外の債権は、評価基準、評価方法がまだ確立されていないというご意見もあるが、私はどちらかと言うとここに来てかなり蓄積が進み、リスクの評価基準、評価方法というのは相当進んでいるのではないかという気がして、プール資産、あるいは格付けというものを中心に対象資産の適格性を判断していくという前提に立てば、正常資産、正常債権、不良債権ということで条件を付けるのは理論的には意味がないのだろうと思う。

福井議長

他にご意見はあるか。宜しいか。概ね内容的にご同意頂いたと理解して宜しいか。それでは本件の採決をさせて頂きたいと思う。この基本要領の一部改正の内容と対外公表文がこれで良いかどうか。対外公表文については、後でもう一回お諮りするとして、まず内容についての採決をしたいと思う。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：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

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

それでは全員一致でただ今の件は可決した。続いては、本件の発表文である。先程執行部から読み上げがあったこの文章については如何か。どうぞ。

中原委員

中小企業という言葉が一言も入っていないのだが…。

白川理事

ここは先程の須田委員と中原委員と同じような気持ちを私自身も有していて、軸足を中堅・中小企業よりは資産担保証券市場全体の長期的な育成ということに力点を置いて、そういう意味でこういう文章にしている。勿論、中堅・中小企業という目的自体はなくなった訳ではないが、色々な個別の質問に対しては勿論答えていき、説明するが、発表文としてはこういう形の方が良いのかなと考えた。基本的なエッセンスはこういうことかなということである。

福井議長

もしこのままの文章でご承認頂ければ、記者会見等の場で私がそのところは補いたい。宜しいか。それではこれも採決をしたいと思う。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：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

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

福井議長

発表文についても全員一致で可決した。この件については本日のこの会議終了後、速やかに公表をさせて頂く。次に、金融経済情勢についての討議に移りたいと思うが、議論の前提として、事前に配布をしている金融経済月報について、執行部から簡単に説明をして頂きたいと思う。この際、

その基本的見解の中に盛り込むこととしている、いわゆる中間評価案についても合わせてご説明を頂きたいと思う。

IV. 金融経済月報に関する執行部説明

門間調査統計局参事役

それでは、A3の紙でご説明させて頂く。まず景気の現状判断、総論であるが、前月、「わが国の景気は、緩やかに回復している」、という表現にして、これで一種、景気の局面としては安定飛行状態に入り、今月は変更なしということである。「わが国の景気は、緩やかに回復している」ということである。その下の各論についても、輸出以下、今月はご覧のように変更点はない。前月は、企業収益及び企業の業況感について記述しており、今月はそれがないが、これは単に、前月は法人季報とか短観という材料があったが、今月はそれがないということだけである。先行きについても、今月は前月と同様の表現を使っている。「景気は回復を続けるが、そのテンポは緩やかなものにとどまると考えられる」ということで変更はない。

「すなわち、」以下の説明についても変更はなく、海外経済は高めの成長、それから輸出、生産、設備投資は前向きな表現、しかしながら構造要因とかあるいは個人消費への波及の弱さ、それから公共投資の減少といったことも書いている。物価については、これも変更はなく、「国内企業物価は、米価格の上昇や内外の商品市況高から強含んでいる」ということである。消費者物価であるが、今月は、「米価格の上昇など一時的な要因も押し上げに働く中、ゼロ%近傍で推移している」という表現である。前月の直近が+0.1%で今月の直近がマイナスであるが、これはプラス、マイナスというよりは、ゼロ近傍ということで、判断に変更なしということである。物価の先行きについても、前月と同様で、国内企業物価は目先強含み、消費者物価については当面ゼロ%前後であるけれども、基調的に考えれば小幅のマイナスということで、前月と判断は変わっていない。实体经济部分は以上である。

櫛田企画室参事役

続いて金融面であるが、企業金融を巡る環境を含め、これまでの動きに大きな変化は窺われていない。こうした中で、このところ銀行券の伸びが逐月低下傾向を辿っているため、今月はその背景も含めて、銀行券の動きについてマネタリーベースの伸び率と合わせて記述した、というのがアンダーラインの部分である。次に、一番最後のパラグラフの中間評価についてであるが、これは昨年10月に決定した透明性の強化において展望レポートで示した標準的な見通しに比べ、上振れまたは下振れが生じていないか3か月毎に検討して、基本的見解の中で公表することとしたものである。従って、内容としては、現在までの経済・物価の推移を踏まえて、先行きを含めた経済物価の標準シナリオを修正する必要があるか否かということが中心である。そこで冒頭部分では、その評価を記述している。ここでは選択肢を①、②、③と示しているが、執行部としては①の案、すなわち「わが国の経済・物価動向は、昨年10月の『経済・物価の将来展望とリスク評価』で示した経済・物価の標準シナリオに概ね沿った動きを続ける、と予想される」とする案が適当であると考えている。そうした考え方のもとで、案全体を作成している。足許だけを見ると、昨日も説明したように、海外経済の好転を背景に輸出・生産の回復は想定以上とも言える状況ではあるが、これには一過性の要因も含まれていること、また民需の回復力がさらに強まっていると見る根拠に乏しいということで、①の「概ね沿った動きを続ける」という表現で良いのではないかという考え方である。次に、リスク要因について記述している。リスク要因については、引き続き展望レポートで記述した四つの要因を挙げている。このうち、海外経済の動向については、これまでの推移・展開等から見て、「下振れるリスクが展望レポート公表時に比べ小さくなっていると評価」することが適当という考え方のもとで、このような記述としている。なお、最後に、中間評価の記述の仕方であるが、あくまで実態判断に則してどのような構成・書き振りが良いか、その都度検討することが適当であり、今回①、②、③と選択肢を示しているが、次回以降もこういったパターンで考えるということでは

必ずしもない。この点は当然のことではあるが、念のため付け加えさせて頂く。以上である。

福井議長

今の説明は、要するに中間評価として、10月に我々が打ち出した標準シナリオに概ね沿った動きを続けているということで良いのではないかと、という説明であった。また、中間評価の記述の仕方については、今後ともあまりパターン化せず、フレキシブルにその時の状況に合わせてやっていく、ということであった。それでは討議に移りたいと思う。各委員から金融経済情勢について、見解を披露して頂きたいと思うが、その中には今の中間評価に関するご見解を必ず入れてご発言頂きたいと思う。なお、基本的見解の文章そのものについては最後に皆さんのご意見を入れて修文の過程を取りたいと思っている。今日のご意見だが、春委員、武藤委員、岩田委員、福間委員、中原委員、須田委員、田谷委員、植田委員の順番でお願いしたいと思うが、時間の関係でできる限り5分以内ということでご協力頂きたい。まず、春委員からお願いします。

V. 金融経済情勢に関する討議及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

春委員

2004年の最初の政策決定会合で、一番にご指名頂いて光栄である。2004年が、日本経済の再生元年となることを期待しながら、微力であるが力を尽くしたいと思っているので宜しくお願いしたい。

景気指標については、これまでほぼ11月分が出揃ったという状況である。昨日も説明があった、また、ただ今も基本的見解の説明があったが、足許の日本経済は、米国を中心とした好調な世界経済を背景に、輸出・生産や企業収益の増加が見られ、設備投資も増加している中で、消費は一進一退の動きを続けている。今月の基本的見解については、前回同様、景気は緩やかに回復している、また先行きについては、そのテンポは緩やかな

ものにとどまる、という表現で宜しいかと考える。また、今回初めてであるが、10月の展望レポート標準シナリオの中間評価としては、全体として、これも執行部提案のとおり、①の概ね標準シナリオに沿った動きを続ける、で良いと考える。次にその後のリスクに関する記述であるが、執行部の原案のとおり、四つのリスク要因というのは概ね現在も該当するものであるが、中でも海外経済の下振れリスクは、事実として薄れていると言えると思う。ただ、この表現のまま公表すると、トータルとして下振れリスクの減少という評価が強く受取られる可能性があるのではないかと思う。記載された内容に特段の異論がある訳ではないが、現時点でそのことを敢えて強調することの適否については、検討の余地があるのではないかと思う。皆様の意見を伺いたい。以下、若干各項目について簡単にコメントをさせて頂く。

まず、設備投資については、資本財出荷が半導体製造装置に加えて大型のスポット案件等もあり、10～11月を通じて前期比増加のペースを上げている。10～11月では機械受注も大幅増、設備投資は着実に回復を続けていることを確認されたと思う。ややお話的だが、日本経済新聞によると、主要スーパー15社の2004年度の出店計画が約150店ということで2003年度比約5割の増加ということであった。非製造業における設備投資の動き、あるいは下落が続いている商業地地価の動き等に繋がるものかどうか注目したいと思う。

次に個人消費であるが、10月は全般に底固かったと思うが、11月は暖冬などの影響で不振であり、全体としては一進一退の状況と考える。なお、2002年度の家計貯蓄率は、過去ピークの1991年度は15%だったそうだが、その半分以下の6.2%と前年度よりさらに低下して過去最低を更新したということである。雇用者所得が引き続き低下を続ける中で、家計は貯蓄率を下げて消費を支えているという形になっている。このところ堅調な株価はプラスかと思うが、今後は税負担の増加や年金の保険料引き上げなど家計を圧迫する材料もあるだけに、現在、一進一退を続けている消費の先行きは楽観できないのではないかと思う。

次に、生産について、鉱工業生産は10～12月も前期比+3%台の推移も見込まれ、7～9月から伸び率をさらに上げる見通しである。稼働率を見ても、2000年基準で9月の98.1から10月に99.8まで上昇していて、設備投資の増加を裏付ける状況となっている。なお、電力について一言申し上げるが、11月のIIP前年比が+2.6%と相当な伸びであった訳だが、自家発電を含む産業用大口電力量は+0.3%と低い伸びであった。さらに自家発電を除くベースとなると-0.2%ということで10月に続いてマイナスという状況であった。

最後に簡単に為替について申し上げたい。ドルはほぼ全面安の状況であって、対円で精力的な介入にもかかわらず下落傾向が続いている。ドル安の一方で対円で見るとユーロ高が進んでいることや、日本の輸出産業においても構造改革やグローバル化による国際分業が進展していること、さらには為替予約におけるオプション等ヘッジ手段の多様化などドル安の直接的な影響は従来に比べて緩和されていると考えられるが、このところのドル安圧力を考えると、さらなるドル安が日本経済の回復にブレーキとなる懸念は禁じ得ないと思う。以上である。

福井議長

次、武藤委員お願いします。

武藤副総裁

春委員からご丁寧な前置きがあったが、気持ちは同じということで本論に入らせて頂く。中間評価を行う月なので、総裁からそれについても触れるようにということであった。結論から言えば、第一に我が国の景気は緩やかに回復しており、先行きもそうした状況が続くということ、第二に消費者物価は小幅の下落基調を辿るといった標準的なシナリオは概ね維持されていると考える。我々の想定した回復のメカニズムは、海外経済の回復を背景に、輸出・生産・設備投資の好循環が生じるというものであるが、10～12月はこれらのいずれについても比較的強めの数字が出ると見込ま

れる。海外経済については、米国で生産・設備投資が回復し、雇用もこのところ一部弱い指標が見られたが改善傾向にある。米国経済はバランスのとれた成長の姿になってきていると思う。また、世界的なIT需要の回復が国際分業体制の中でNIEs諸国にも好影響を与えている。中国も少し過熱の心配もあるが、高い成長を続けている。こうした海外の影響は、我が国の輸出・生産・設備投資にも明確に表われている。輸出は東アジア向けのIT関連財、資本財、米国向けのデジタル家電などを中心にかなりの増加となった。10～11月2か月間の前期比で+6.3%である。生産もこうした財を中心に大幅に増加している。設備投資も半導体製造装置などIT関連を中心に回復している。10月の展望レポート公表以降の回復のペースは輸出を中心にやや強めの滑り出しになっていると考えるが、これをもって標準シナリオが上振れているとする程ではないと考える。理由の第一は、ここまでの好調な動きは、米国において高価なデジタル家電がクリスマス商戦に集中して売られたことや、設備投資についてボイラー、タービンといった大口スポット案件が見られたことなど、一時的な要因が重なって出てきている面がある。これは事務方からも、1～3月の生産はそういうこともあり増加するにしても伸び率は鈍化するのではないかと、との報告があった。第二に雇用・所得環境や個人消費への波及が限定的であることである。賃金は全体として下げ止まりつつあるが、所定内給与が僅かながらマイナスを続けているなど、当面は伸び悩むと思われる。これから先、社会保険あるいは税負担が増えることを加味すると、可処分所得は抑えられることになる。そうしたもとで個人消費は横這い圏内の動きを続ける可能性が高いと考える訳である。そういう意味で標準シナリオの上振れという判断まではいかないと考える。物価面であるが、当面は内外商品市況や米、肉類の価格の上昇をよく見ていく必要があるが、基調的には需給ギャップの大幅な縮小は見込めず、小幅の下落が続くと思われる。リスク評価は、海外経済が下振れるリスクが小さくなっている、という記述については、米国、東アジアの先程申し上げたようなIT需要の堅調さ等を勘案すると、違和感はない。そのうえでこれから注意していかなければなら

ない点として、金融資本市場の動向を挙げたいと思う。とりわけ為替市場では米国の双子の赤字への懸念等からドル安センチメントが強い状況が続いている。今後の動きとその影響には注意が必要であると考え。最後に金融環境の面でマネタリーベースの伸びが鈍化していることがある。これには、このところの銀行券残高の伸び率が低下していることも影響しているが、その背景には、超低金利が長く続いたために、この面からの銀行券需要押し上げ効果が徐々に薄れてきていることや金融システムに対する不安感が後退していることから銀行券残高の伸び率が低下しているのではないかということであり、今月の金融経済月報では簡単な解説を付している。しかしながら、銀行券の動き、その背景、意味合いは、一般的には非常に分かりにくいと思うので、この点についてはよく説明をしていく必要があると考える。以上である。

福井議長

次に岩田委員お願いします。

岩田副総裁

標準シナリオとの関連あるいは基本的見解について異論はない。リスク要因、四つが存在する。一方で、海外経済については若干上振れと言うか、リスク要因がやや縮小、ということかと思う。ただ、為替レートについてはアメリカの不均衡拡大ということもあり、潜在的にはリスクはかなり高いものだと考えている。まず、世界経済についてむしろリスクがやや縮小しているということについては、アメリカの経済の成長率が私が想定していたよりやや強い点がある。2003年の下半期は恐らく年率で6.0~6.5%ではないか。従来私は5%と置いていたが。足許はいずれにしても昨年の第4四半期、今年の第1四半期、足許4.0~4.5%で成長しているという姿かと思う。とりわけ注目しているのは労働生産性だが、トレンドで見ると、労働生産性は恐らく3.5%はある。労働力人口の伸びが1%あるということになると、潜在成長率が4.0%~5.0%ということになる。そうい

うことで、仮に現実のアメリカの成長率が、4.0%~5.0%で動いたとしても、需給ギャップの縮小速度は極めて緩やかだということになるかと思う。それにもかかわらず、今年の年央以降はデスインフレ傾向は止まると考えている。その基本的な理由は、自然利子率、つまりマネタリーなファクターがないとした場合の実物資本に対する収益率が、恐らくアメリカの経済は現在の市場の実質利子率でみると恐らく3.0%~3.5%で動いていると思うが、それよりも自然利子率の方が高い。自然利子率は計測不可能で見えないので何とも言えないが、プロクシーとして例えば潜在成長率ということを考えれば4.0%~4.5%というのはおかしくない。そうすると自然利子率の方が高いので、必ずやこれはヴィクセルが考えたとおりの、いつかデスインフレがとまって反対方向に動くと考えている。中国は好調だし、アジアも6%、中国を除いても成長するということだろうと思うし、ユーロ圏も1.5%あるいはそれを上回るような成長に乗っかってきていることで、恐らく今年是世界同時回復の年となるであろうし、私自身は、これまで80年以來続いてきたデスインフレが終わる年になるのではないかと思う。一つの証拠としては、80年代以降アメリカの名目成長率と名目長期金利とを比べると、デスインフレの時代では名目成長率がかなり低かったのであるが、若干だが極く最近時点で逆転しつつある。これはインフレの時代にそういうことがあった、というふうに思っている。以上が海外経済である。日本経済の方についてどう考えるかということだが、標準シナリオだと思うが、この間デフレータの調整があったので何パーセントの成長率を基準に考えるか、幾らかテクニカルに面倒臭いことがある。デフレ脱却ということを考えるのであれば、2.5%の成長が必要だと考えている。潜在成長率を1%上回ることが必要だと思う。そういった観点からすると、第4四半期の数字は2月に発表だが、仮に前期比1%、その次も1%ということだと2.3%ということになって、2.5%を若干下回る。逆に1.5%が二期続けば2.7%で2.5%を超過する。2.5%になるのはその中間位ということで、前期比続けて1.2%~1.3%が続かなくてははいけない。そうしたことが今展望できるかということ、ややちょっと力不足なのではな

いかと思う。その時に特に問題のリスクとしては為替レートであるが、円高がさらに進むということがあると、デフレ脱却が一層困難になると考えている。デフレの要因に、物価の動向を考えるうえでは、まず、需給ギャップの水準、これは展望レポートが1%位とみている。次に速度制限、実質成長率と潜在成長率の差がある。これは実質成長率が1%位を2年続けて上回るということがあればデフレ脱却が可能になると考えている。その要因にさらに輸入物価、これは円高によって輸入物価が下がるものだが、そして消費者物価が下がってしまう、というこの三つの要因を考えるべきだと考えている。例えば、10%の円高で消費者物価が幾ら下がるか、これは計量モデルのシミュレーションだと0.1%ということになっているが、私の単純な弾性値を使った計算では0.3%下がる訳であり、恐らく最大限で0.3%ということだと思う。2002年の初めから比べると円は21%円高になっている。これは実効レートにすると半分位だから実際10%位。従って0.1%~0.3%位実は引き下げる力が働き続けているということだと思う。さらにまた将来同じように下がるということがあるとすると、さらにそれが加わってくることになり、デフレ脱却がより一層難しくなるということ強調したいと思う。最後に、経常収支だが、このレートの動向を考えるうえでアメリカの経常収支の不均衡とレートとの関係をどう考えるか、これはグリーンSPAN議長がホームバイアスがなければ、あるいは薄らいでいるので今でも上手くファイナンスができていているということをおっしゃっているようだが、理想的な世界を考えると、摩擦のない世界を考えれば、グローバル・ミューチュアル・ファンドと全ての個人が全て世界共通のポートフォリオ・バランスを持つというような世界を想定すれば、ドル建て資産は今世界で50%あるので、まだまだ経常赤字5%は何でもない、世界の貯蓄のうちの10%にしかならないので、経常赤字はまだまだ大丈夫、こういう話になる。しかしながら、現実の世界は理論の世界と幾らか異なっていて、現実にはホームバイアスがある、ということである。アメリカの実質実効レートは、85年の時期には30%下がるということで経常収支不均衡の調整をした。現在、5%の不均衡になりつつある。当時は3.5%

だったので、さらに大きい。一つのエンピリカルなエビデンスは、実質実効レートが10%下がれば経常赤字が1%縮小するという計算がある。オブストフェルドとロゴフはその半分位でも良いと言っているのだが、一つ標準的にはそういうふう言っている。既に実質実効レートは2001年から比べると、25%、実は減価している。全部為替レートでやろうとすればさらに25%下がらなくてはいけないということになる。全部は下がらなくても経常赤字縮小がGDP比で2%位いってれば残りはそれ程でもないけれどもやはりかなりのレートの調整が必要だということになってくる、というのが一つの要因である。もう一つ要因として考えるべきこととしては、コアの消費者物価、そのうちの財をとると、アメリカの方が日本よりもデフレ率が拡大しているということがある。仮に貿易収支、財の部分だけ着目すると、実は実質ベースで考えると、これまでは日本は実質の為替レートをデフレによって切り下げてきたのだが、それが逆転しつつあるということで、逆に言うと名目レートの調整は少なくとも良いというインプリケーションがあると思う。さらに最後に大統領選を考えると大統領になるためにはドル高の方が良いという側面もあるという三つの要因を考えていく必要があるのではないかと考えている。以上である。

福井議長

次は福間委員をお願いします。

福間委員

我が国の経済情勢については、世界経済が順調に回復する中、実質の伸びはここ数期、期を追う毎に高まっており、これに伴いデジタル家電等IT関連や機械類、素材の生産は一部では需要に追いつかない状態で、設備投資も予想以上の強さと広がりを示している。金融セクターには未だ解決すべき問題があるが、こうしたIT、機械、素材産業は大企業のみならず中堅中小企業を含めて業績が回復するなどムードは明るくなっている。展望レポートの関連で言えば、景気は標準シナリオの範囲内ながら、その上

限で推移していると評価している。ただし、景気回復イコール全企業の業績回復という状態にはなっておらず、同業種の中で企業間格差がむしろここにきて拡大しているという面もあり、経営戦略の格差が業績格差に繋がっているということをお話している。アジア地域は中国の電力不足やSARSの再発が若干気掛かりであるが、アジア各国の金融緩和の持続により一段と内需が拡大しており、中国を含む域内の貿易拡大に一段と弾みがついているほか、ブラジル、ロシア、インド、中国のBRICsと言われる成長市場が最近高い成長を示している現状を踏まえると、現下の前向きな景気循環は一過性のものではなく、先程岩田委員がおっしゃったように、米国の双子の赤字等を背景に為替レートがどう動くかといったリスク要因はあるが、ある程度の持続性を内包したものと考えている。もっとも、世界経済との接点の少ない地方経済や企業については、典型的には小売業、温泉旅館業、建設業を中心に低迷が続いており、自らの特色を生かし、差別化を図らなくては生き残りも難しくなっており、地域金融機関の中には取引先企業が突然、民事再生法の適用申請に踏み切るケースが多発していることから緊張感を持っている先も見られる。このような、地域間、産業間、企業間格差や不良債権問題、財政再建等の構造問題は、景気回復が持続することにより、徐々に氷解していくものと期待され、生産性上昇により潜在成長率が高まり、一段と高い成長を取り戻せば、構造問題氷解の時期も早まると思われる。景気回復持続のためには、一連の改革を通じて民間の活力をさらに引き出し、雇用の拡大を通じて個人消費も一段と活発化させることにより、外需依存型経済から内需と外需のバランスのとれた経済に転換し、地域経済への波及を含めた景気の自律的回復を図る必要がある。本行としても量的緩和政策を堅持し、金融面からのサポートをしていく必要があると思う。こうした中、当面のリスク要因として、引き続き為替円高とイラクを巡る地政学リスクに注目する必要があるかと思う。このうち為替円高についてはこれまでも申し上げているが、実効為替レートは対ドルレート程には急激な円高になっておらず、また世界経済の回復という所得効果もあって現状程度の円高が企業業績に与える影響は限定的と

考えられる。しかし、主要通貨が対ドルで上昇を続ける中、円に相対的な割安感が出ていること、投機筋が対ユーロで円のショート・ポジションを積み上げていることなど、為替市場には円高のマグマが蓄積されており、現実に円高が一段と加速すれば、輸出や企業業績、景気、株価への影響を通じ、経済に一層のデフレ・インパクトを及ぼすことが懸念される。こうした観点から、今月の基本的見解における中間評価では、為替円高のデフレ・リスクに対する警戒感を示しておくことが適当で、具体的には末尾の「評価できる」に続いて、「一方、為替円高が我が国の輸出や企業業績に与える影響を慎重に見守る必要がある」という趣旨の表現を加えることが適当ではないかと思う。この間、物価の先行きについては、米や牛肉等の一時的要因を除いても、これまで述べてきたように、国際商品市況や海上運賃の高騰を受け、製造業では中小企業を含めてコスト上昇を製品価格に転嫁するという価格政策の変更を行う動きが出ていること等から、マイナス幅は展望レポートより若干小さくなる可能性がある。ただ、為替円高も手伝ってデフレは根強く残るものと予想される。金融面については、銀行はこれまでも述べたように下期に入って大企業、中堅中小企業問わずキャッシュ・フローが見込まれる先への貸出姿勢は積極化しているが、企業サイドではキャッシュ・フローの範囲内で設備投資を増加させるなど、手許資金は潤沢で、またここにきて今まで不振であった企業の中にもリストラ効果がやっと現われてきたとか、あるいは市況回復からキャッシュ・フローが大幅に改善したために、借入返済を銀行側に要請しているが、受入れてもらえず苦慮している先も見られている。このため、銀行の貸出姿勢の積極化にもかかわらず、貸出は伸びにくい状態になっている。一方、短期金融市場では為替介入の増加により、F Bの発行額が恒常的に増え、それに伴い市場規模が拡大するという変化が見られ、こうした中で本行の金融調節は複雑化しており、市場参加者からは為替介入による円売りのため日銀の資金供給オペが先細りする可能性があるという声が少なからず聞かれるなど外部から見て本行オペが分かりづらくなってきている。以上である。

福井議長

次は中原委員をお願いします。

中原委員

前回会合以降、景気判断の修正を迫る大きな材料はないように思う。展望とリスク評価の関係においては、全体として標準シナリオの範囲内。ただ、先行きも概ねこの標準シナリオに沿った動きを続けるという予想、それから先行きのリスクも不変という点は宜しいかと思うが、為替動向などは先行きの不透明要因はむしろ高まっている部分もあり、この点を評価にどう表現するか検討したいと思う。以下、内外経済について若干コメントすると、まず国内の企業部門、引き続き輸出と生産の基調が強い。10～12月のGDP成長が第3四半期よりも加速するとの見通しが増えているが、一方鉱工業生産の中身等を見ると、素材産業を中心に生産の減速感が出てきている。在庫の積み上がりも見られる。また一部業種の実現率、このマイナス幅が拡大するということで、生産が当面のピークを打つ懸念も否定できないと思う。それから企業収益については、一部海外部門の比重の大きい大企業製造業や商社などが史上最高益を謳歌しているということであるが、法人企業統計を趨勢的に見ても大企業の収益シェアは高まっており、構造的な二極化はなお進行している。構造的な二極化と企業間格差はなお拡大している。企業リストラの意欲はなお強い訳で、このような中で景況感の改善の裾野が広がるにはなお時間を要するかと思う。ここへきての円高は、ユーロ高によってその影響が減殺されているようであるが、今後の動向次第では大企業の連結収益に与えるネガティブな影響が懸念される。また、さらなる生産の海外シフトの動きが加速する。これらがラグを持って中小企業にインパクトを与える。先行きの不透明要因はここへきて高まってきている。この中で企業のマインドは、慎重さを増しているように感じる。雇用環境は全体として改善が進んでいるが、企業業績の大幅な向上の影響が所得面全般に波及する気配は感じられない。既に前哨戦が

始まった春闘の動きを見ても、経営者の態度は極めて固いということであり、まして2004年度に掛けて企業収益の伸びが減速する方向の中で為替動向などの不透明要因が高まっている、このような状況のもとで企業業績が所得環境の改善を通じて家計へ波及するチャンネルに多くを期待することはできないのではないかと思う。また、このところ株価の全般的な回復とかIT関連、IT企業の成長、あるいは一部地価の上昇、金融システム不安の後退等から消費者のマインドには改善が見られるのだが、個人の分野においても資産格差がやはり進行、拡大しているとみられ、消費態度にも二極化が出ているという話を聞く。天候要因はあるが、販売統計は全体として年末に掛けて不冴えだったと思う。海外景気は米国・アジアを中心に展望とリスク評価の標準シナリオの上限を走っていると言えると思う。また、原油を始め、一次産品の価格上昇を受けて中南米あるいは産油国、ロシア、エマージング諸国の経済は総じて順調で、グローバルな景気回復が進んでいると思う。その割に全体として過熱感、あるいは金融資本市場での大きな歪み、不均衡の弊害があまり具体的に顕現していないのは先進国において構造改革や労働生産性の向上が進んでいる一方、グローバル化の進展の中で余剰資源のモビライズ等再配分がスムーズに行われている、そしてドルの米国への還流が順調に行われているということ的背景にしていると思う。その米国経済であるが、2004年後半に掛けて潜在成長率を上回る安定成長のペースに収斂していくというシナリオの蓋然性は高いようにみられる。ただ、米国の回復のプロセスは、幾つかの極めて微妙なバランスの上に立っているということであり、まず第一は大統領選挙の年であるという政治環境、二番目には雇用の回復を犠牲にした生産性の向上、三番目にドル安に傾く市場センチメントを適当に調整しながら時間軸効果により低金利を維持し、資本流入を図って資産価格の下支えをするという、極めてナローなパスを進んでいるという感じがしている。この点、この微妙な均衡が今後どう維持できるのか注意していく必要があると思う。金融市場の動きだが、前回会合以降総じて安定的と思う。長期金利については市場は押し目買い、戻り売りのスタンスだが、去年の金利上昇の

しこりは解消し、株価が上昇したこともあり、銀行のリスクテイク能力は高まってきた。また世界的な長期金利の低下、スプレッドの縮小、国内的には資金需要が弱いということから中期ゾーンを中心に相場観をやや切り上げていく投資家が増えているようである。銀行の国債保有残高が一段と上昇していて、デュレーションの短期化も一服しているし、今後の金利上昇に伴うリスクが少しずつ増え始めている、というような感じがする。市場の動きの中で為替動向が最大の不透明要因かつリスク要因だと思う。主要通貨対比でのドルの実質実効為替相場はかなり下がったという見方もあるが、また一方ユーロ高に反転の兆しが出ていること、これが循環的なドル安の終焉とみるのか、あるいは円に対するドル安の流れが強まる兆候なのか注意したいと思う。ただ、米国の構造的不均衡の問題は、90年代半ばの円高時に比べても深刻であるように思う。為替相場は今後の米国のビヘイビアと国際通貨外交の帰趨に振り回されることになるかと思うが、それだけにこれが不透明要因として企業マインドに与える影響には注意が必要だろうと思う。以上である。

福井議長

次、須田委員お願いします。

須田委員

我が国の経済動向を見ると、足許に限れば緩やかな回復というより、もっと勢いがあるように思われる。まず輸出環境である海外経済について見てみると、米国景気についてはクリスマス商戦は好調だったとのことであるし、住宅や設備投資関連の指標、コンフィデンス指数など公表される指数からは足許景気拡大が進んでいることが窺われる。中国経済も強く、またそれ以外のアジア、ラテンアメリカ、ロシア、中東欧など多くの国、地域で景気回復が見られる。勿論リスクもある。米国経済について言えば、12月の雇用統計からは景気回復の持続性についての疑念は残るし、双子の赤字に端を発するドル資産からの逃避や地政学的リスクの顕現化と

いった、通常の景気判断に織り込みにくいリスクもある。中国経済については、電力、石油、石炭等の供給制約が経済成長の足を引っ張るリスクがある。とは言え、世界経済の景気回復が持続する蓋然性は高まっており、海外経済については下振れリスクが減退していると言える。一方、国内に目を転じると、海外経済が予想比強めであることから、輸出が好調であることや、10～12月の機械受注や資本財出荷も高水準であることから、設備投資も回復傾向にある。また、雇用・所得環境が厳しいため、先行き暫くの間、明確な回復には至らないと思われる個人消費でも、デジタル家電が好調であり、足許は予想より強めであると思っている。これまでのところドル安円高の企業収益への影響は輸出増で吸収できている。問題は景気回復が広がりを見せるかどうかであるが、このデジタル家電はアナログ家電の更新という大きな潜在需要があるほか、我が国が得意とする半導体の固まりのようなものであるため、我が国経済にとって予想以上に裾野が広いのではないかと指摘もある。また、上場企業のROEやROAは、バブル崩壊後の山と同じレベルまで回復している。さらに設備売却の積極化等により、生産能力指数も低下しており、企業が選択と集中を進めた結果として債務圧縮が進んでいる姿も見通される。そのような動きは、国内民間需要を上振れさせる可能性があると思うが、他方非製造業の機械受注については見通し対比下振れているし、企業収益も中小零細企業では捗々しくない。今のところまだ上振れリスク要因として位置付けておきたいと思うが、その蓋然性についてじっくり見極める必要があると思う。このように海外経済の好調さや国内消費の芽生えを映じ、足許我が国の経済は実勢では上振れており、物価の下落圧力も着実に減退していると思われる。物価の先行きについては、内閣府消費動向調査において、低くなる、やや低くなる、との回答が減少傾向にあるなど、デフレマインドにも変化が見えつつある。内外商品市況の上昇、米や肉の価格の上昇の影響もあって、実際の物価は予想以上に強いものとなる可能性もある。ただ、国内経済については好調だった10～12月の反動が1～3月に出る可能性がある。またGDP統計におけるデフレーターバイアスが前回QEより1%程度から

0.5%程度に縮小したため実勢では標準シナリオから上振れしたとしても数字の上ではそうならない可能性がある。それらを総合して考えると、我が国の景気回復は現状も先行きも緩やかだという前月と同じ表現で良いと思う。また、今月初登場の展望レポートの中間評価だが、実勢としては上振れ気味だと思うが、数字の問題もあるので、今回の表現としては「わが国の経済・物価動向は、昨年10月の」「経済・物価の標準シナリオに概ね沿った動きを続ける、と予想される」という①の表現で良いと思う。なお、リスクについては、金融システム不安についてはかなり後退していると思う。それは短期金融市場において足利銀行問題発生時や年末に資金の取り急ぎやプレミアムが生じなかったことにも表われている。他方、FBについては大規模介入に伴う大量発行をマーケットが気にし始めつつあり、少し金利が上昇している。また、金融為替市場の動向について、債券市場についてはボラティリティが落ち着きを取り戻しつつある一方で、為替レートの先行きについてはより神経質になっているように思われる。このように、リスク評価は一項目の中でもそれぞれ色々あるが、中間評価では顕著な変化が見られるもののみを記述すれば良いと思っている。その意味でリスク評価について私は「海外経済については、下振れるリスクが展望レポート公表時に比べて小さくなっていると評価できる」ということで良いと思っている。以上である。

福井議長

次、田谷委員お願いする。

田谷委員

海外経済金融情勢がさらに改善するもとの、国内経済情勢は、輸出、生産の増加を起点とした前向きな循環が働いており、これまでの想定に沿った展開を続けていると思う。ただ、為替市場の動きは懸念材料である。ということで、私はこの中間評価については、「標準シナリオに概ね沿った動きを続ける」という表現で良いと思う。リスク評価の表現については、

今須田委員がおっしゃった点にほぼ同意する。ただ、福間委員、中原委員がおっしゃった為替リスクについて入れるのか入れないのか、入れるとしたらどういう表現にするか、後程議論させて頂きたいと思っている。まず、海外経済情勢、国内経済情勢の順で少しお話をしたい。まず、海外経済金融情勢は、全体として成長率見通しの上方修正が続き、株価は上昇を続け、金利は低位で安定しており、順調な展開となっている。米国経済については、年央からの景気減速があるのか、あるとしてどの位の減速になるのかは依然として不透明である。しかし、緩やかながら昨秋からIT関連を中心として設備投資は増加傾向を見せているし、雇用情勢の改善傾向も定着してきている。こうした傾向が続く限り、米国景気の回復は続くと考えられる。企業収益も好調なようで、株価もハイテク関連を中心として騰勢を強めている。成長率見通しの上方修正、株高、ドル安にもかかわらず、長期金利は低位安定を続けている。これは金融緩和の長期化に対する思惑や、昨年から続く海外金融当局のドル買い介入資金の流入にも関係しているように思う。金融緩和長期化の思惑は、高い生産性の伸びや労働・設備の Slack が依然として大きいことなどにより、コアCPIの上昇率の低下基調が継続していることによるものと思われる。一方、ドル安傾向は、米国の経常収支のインバランスにもかかわらず、日欧などがさらなる内需刺激策を取りにくく、米国も当面内需抑制策を取りにくいもとでは、所得面からの調整を政策的に後押ししにくいいため、為替面での調整圧力が強まっていることの反映と考えられる。その結果として、海外金融当局のドル買いが続く展開となっているが、何らかのきっかけで米国の長期金利が上昇することになった場合、そのインパクトは米国経済だけでなく、世界的に非常に大きなものとなる惧れがあるように思える。この点が要注意と思っている。東アジア諸国経済は、IT関連財を中心に輸出、生産の増勢を続けている。中国における金融政策運営や金融システム安定化措置とそれらの効果に注目している。その他では、最近ソフト面でのインドの存在が再浮上してきている。また、須田委員あるいは福間委員がおっしゃった点だが、中東の一部などを除く途上国全体の経済金融情勢の好転も目立ってきて

ているように思う。株高は世界的現象であるし、多くの国のソブリンリスクに対する市場の評価も好転してきている。ユーロ経済圏の景気も底を打ったようであるし、世界的な経済金融情勢もより明るくなってきたと思う。国内景気については、輸出、生産の増加基調が続いている。伸び率で見れば、昨年末の高い伸びに対する反動もあって、年初、低下するかもしれないが、輸出環境はさらに好転しており、問題は今のところ少ないと考えられる。消費は横這い圏内の動きであるし、設備投資は緩やかな増加を続けそうだ。また、雇用・所得面でも緩やかな改善を続けそうだ。全体として、国内景気はこれまでの想定範囲内の動きを続けているということだと思う。このところ、マネーサプライの伸び率の低下が話題となることがある。確かに、このところ、現金、M1、M2+CDの伸び率が低下してきている。これは、これまで様々な要因から少々高過ぎた反動が出始めたものと考えられる。この点は、武藤副総裁もおっしゃっていたが、現金の伸び率の鈍化は、主として保有コストの低下効果の減衰や金融システムの安定化に伴って起こっていることで、将来、伸び率がさらに低下していくとしても、自然な動きだと思う。M1やM2+CDの伸び率低下も、金融情勢の安定化に伴って、より高いリターンを求めた資金シフトに因るところが大きいと思う。広義流動性は比較的高い伸び率を維持しており、狭義のマネタリーアグリゲートの伸び率低下だけを取り出して、問題視することは必ずしも適切ではないと思う。最近では、金融機関の貸出姿勢も若干前向きになってきているし、信用供与の多様化も進んできている。金融機関の信用供与をさらに促進させる方向での働き掛けを考え、結果としてマネーサプライを高める努力は必要と考えている。以上である。

福井議長

最後になったが、植田委員お願いする。

植田委員

全体の判断、すなわち基本的見解あるいは中間レビュー周りについては

執行部、あるいは皆さんがおっしゃったことと同感である。すなわち輸出や設備投資に牽引された緩やかな回復が続いていくだろう。その中で物価に関しては、基調的なデフレ傾向は弱まる方向であるが、まだ暫くは続くということで良いかと思う。金融面については、これは前月からの変化ということで申し上げれば、あまり大きな変化はないと私は見ている。為替の問題を皆さん触れられたが、為替レートの動きの程度はたいしたものではない。ただ勿論、裏で大きな介入が存在していると報道されていることもある。それから、何人かの方が触れられたが、金融システム周りで若干不安感の後退があり、これが現金需要の伸びの低下とか、あるいは短期金融市場の若干の落ち着きの傾向、その中での極く僅かながらではあるが、仲介機能の上昇というようなところに表われているかと思う。ただ全体としては、金融システムの問題はまだまだであるということかと思う。こうした中で、リスク評価のポイントは、前回のレポートどおりで良いかと思うが、前回比どう書くか、ということは皆さん議論されたが微妙なところで、海外の実体経済のところはやや上振れ、ただ、今後を展望した場合に為替のより大幅な変動のところが若干のリスクである。一つの書き方としては、それを両方相打ちにさせて何も書かないという手もあるかなと思う。あと残った時間で余談的ではあるが、グローバルな動きについて一部他の方もお触れになったが、二つの側面から触れてみたい。一つは価格変動の側面、もう一つはインバランスの側面である。グローバルな価格変動については、一頃の大きな不確定要因として中国とアメリカの動向があるように思う。中国については言うまでもなく、大量の潜在的な労働力の存在に加えて設備投資ブームということ。それからアメリカについては生産性の上昇が大幅で長引いているということかと思う。中国の設備投資ブームはそれに伴う様々な財、エネルギー等への需要が増大して、その面ではその周辺で価格上昇圧力になっているかと思う。通常はこれにつれて賃金も上がる訳だが、これは労働者がある意味無制限に存在するということが顕在化していないということだと思う。結局、商品市況の上昇やエネルギー等のボトルネックとなって表われている一方、新規設備が次々立ち上がって

くるので、最終生産物の価格はなかなか上昇しないというある種、相対価格変化が起こっているということだと思う。この現象、すなわち素材のインフレ圧力、そして製品のデフレ圧力が各国にも波及しているということだと思う。全体としては交易条件の悪化で皆さん苦しくなる訳だが、例えば米国では先程申したように、高率の生産性上昇が続いているということであって、価格部分のインフレ圧力を吸収してなお、一般物価に比して企業収益率は伸びているということだと思う。日本はやや苦しい訳だが、それでも賃金・雇用等のリストラで何とか吸収しているということだし、逆に言えば当面、雇用者所得の大幅な上昇の余地もないということだと思う。このような変わったバランスが世界経済の物価動向ということだと思う。これが変わってくるとすると、一つは中国での供給サイドのボトルネックが、可能性は低いと思うが、最終財のインフレへ繋がっていくケース、あるいはその前に中国企業の収益低下、経済活動の低下に繋がり、それがむしろデフレ的な圧力を世界に及ぼすケース、あるいはアメリカの生産性の伸びが一巡してこうした動きがインフレへの可能性に繋がるケース等が考えられるかと思うが、今後、注意深く見ていきたいと思う。最後にグローバルなインバランス、特にアメリカのインバランスを中心に皆さんお触れになったが、これについて考えてみると、一つにはアメリカの例えば経常収支赤字がこれ位でも、あるいはもうちょっと増えても大丈夫という背景ないし動きである。一つはアメリカの設備投資に回復の気配が見られる。設備投資中心の回復であれば少々の経常赤字に耐えることができる訳である。それから複数の方がお触れになったが、グローバルな資本移動の程度が上昇しており、そうでない場合よりはより大幅な経常収支赤字がサステイナブルであるということ。それからこれは苦しい訳だが、アジア、日本の介入でもってインバランスを支えているということが、良いか悪いかは別の問題にして、あるということである。逆に現状、あるいは今後を見た場合にアメリカの経常収支赤字が縮小していく可能性としてはアジアやヨーロッパの内需が拡大するという可能性。それから逆にアメリカの内需が低下するという可能性。あとその背後には財政赤字が減ってきたり、

あるいはアメリカの金利全般が上昇するという可能性がある。最後に、為替レートの変動で経常収支不均衡が小さくなっていく。これらの幾つかの可能性が考えられる訳だが、アメリカの内需の大幅な低下を除くと、ある程度少しずつ起こって現在の不均衡を支えている。その結果、今のところ取り敢えずだがサステナブルになっているということだと思う。ただ、今後についてはそれで充分かどうか、あるいはこれらの動きの中のどこかに非常に集中して大きな負担が掛かる可能性が出てくるのかどうかという点を注意深く見ていきたいと思うし、世界経済としてのリスク要因であるとも思う。以上である。

福井議長

一通りご意見を頂戴して、私も同意できるところが非常に多いと率直に感じている。現状は海外経済、特に米国と中国を先頭にして事前の予想よりはやはり強めに経済が走っている。米国についてはグローバル・インバランスの源になっている要素もあるが、今のところ綻びを見せないで動いているということであるし、中国の方は少し過熱気味ではないかという話があるが、中国人民銀行はやはりそこを察知しながら非常にソフトな形で調整を始めている。成功するかは別にして、始めているところがあるように思う。そして、日本経済の場合には、かねてのシナリオである輸出の増加が生産の拡大、そして国内設備投資の回復に繋がるという、このような前向きの循環メカニズムが予測どおり働き始め、かつ、このメカニズムがやや強化される形で動き始めているということではないかと思う。そういう意味ではデフレ脱却への展望をこれからより確かにしていくために新年としては好スタートを切っていると言えると思うが、多くの委員がご指摘のとおり、この動きについてより裾野の広い動きになっていくべきだと思う。非製造業、ないしは、中堅中小企業に、そうしたセクターの構造改革を伴いながら如何に上手くこの良い影響が波及していくかという問題が残っているし、これは別の面から言うと、中央・地方の格差問題とも表裏一体をなしていると思うが、そういう問題が一つある。それから家計部門

と企業部門との関係からいくと、企業収益が如何にして家計所得により強く還元されるような形となるかという大きな課題が残っているということである。なお、デフレ脱却という点からいくとそういう形で経済全体として裾野のより広い形で自律的な回復のメカニズムがより強く働く、過去の大きな需給ギャップを着実に消しながら、いつの日にかデフレ脱却、我々の方から言うとイグジットに近付くというシナリオにどうしても今年は持っていかなければならない。そういう出発点の大事な情勢判断であったというふうに思っている。もう少し色々な点でお互いに議論があろうかと思うので進めて頂きたいと思うが、一つだけクラリファイさせて頂きたい。岩田副総裁の話で2.5%というのはマストであるという話だが、変更後の新しいデフレーターでなおかつ2.5%とおっしゃったのか、そうではなくて、そこは変更前のデフレーターを前提にそれを調整して考えて良いとおっしゃったのかちょっと分からなかった。

岩田副総裁

修正した後で2.5%である。

福井議長

修正した後で2.5%。修正する前も2.5%ということだったか。

岩田副総裁

前は、もう少し高めを見ていた。

福井議長

分かった。標準シナリオとの関係で言えば、私自身も執行部提案の①、概ね標準シナリオに沿った動きを続けるということで良いのではないかと思っている。それからリスク・ファクターについては海外の要因は少し下振れリスクが後退しているということは妥当だと思うが、金融資本市場の動向、それが経済に与える影響についてのリスク要因、これをやはり表

現すべきではないかという春委員、中原委員、それからもうひと方、ふた方いらっしゃった。この点は検討に値すると思うので、後程、この案文を取り纏める段階できちんと議論したいがその前に、今の段階でさらに追加的にご意見があればおっしゃって頂きたい。

中原委員

そのこの表現の仕方については、私はどちらかと言うと表現した方が良いと思うが、円高が日本の実体経済にとって将来ネガティブなショックとなるリスクということにポイントを置くのか、国際的なインバランス、特に米国を源とする国際的なインバランスの中で国際資本の流れが変化していく、その過程で一部にはマーケットにも来年第ニプラザ合意があるというような説を言う人もいるのだが、そういう大規模な国際間の通貨調整が起きて、その影響を日本が受けるというようなところまで問題を広げて表現するのか、まずその辺の問題意識の絞り方があるだろうと思う。あまり問題を広げてアメリカのインバランスの議論をするのも、またこれからG7が行われるようなところで問題を大きくする必要も私はないと思うので、やはり極めて単純にして、為替円高が実体経済面に出てくる懸念があるということが良いのではないかと思う。海外経済の上振れとの、どなたかおっしゃったが、相打ちという形でバランスをとった表現にしておけば良いのではないかと思う。

福井議長

おっしゃるとおり、もし表現に盛り込むとすれば、どうしてもやはりある程度シンプルな表現になると思うので、我々の問題意識を全てカバーするような複雑な表現にはならないと思うが、ただ、この議論を行う際のメンバーとしての頭の中の構造は、かつてのように円高、即、日本経済へのダメージというようなストレートパンチでなくて、やはりこのグローバル・インバランスの問題が出発点であり、それがどういう形で世界経済、ひいては日本経済に影響を及ぼすかという構図はどうしても持っていない

ければならない。また、その場合の経路も中原委員がおっしゃるように最終的な次のプラザ合意からくるのか、その前の段階からマーケットがより深くこの問題を認知して、マーケットの反乱という形で色々な問題が出てくるのか、あるいは為替相場そのものの動きが本当に日本経済にストレートパンチを及ぼす部分が出てくるとか、少し複雑な構造だと思うが、これは今後の推移を見ながら、やはりさらに我々、議論していかなければならない点だと思う。しかし、いずれにしても、どういう表現を採るにしてもバックグラウンドは、非常に大きなものという認識はシェアしておく必要があるのかなという気はする。

須田委員

少し宜しいか。

福井議長

どうぞ。

須田委員

為替の問題、私は皆さんが懸念されているということは分かるが、やはり書くというのは凄く難しいと思っている。やはりグローバルに見てアメリカの経常収支の赤字というのは修正されなくてはいけない、あるいは日本経済は内需主導型にならなくてはいけないということであるならば、実質為替レートが本当はファンダメンタルズ・レートから今、乖離しているかもしれない訳である。そうすると、その円高への調整は正しい調整であって、何がいけないかと言うと、やはりボラティルで大幅な急激な変動はいけないということは確かだから、そういうことは書けると思うのだが、水準の話と言うと、なかなかファンダメンタルズの調整とそうではないところを、どう上手く簡単にリスク・ファクターとして書けるのかということについてはちょっと難しいと思っている。

福井議長

そうだな。

福間委員

私が先程申し上げた表現では、マーケットとこの問題を共有する、リスクを共有するという趣旨から非常に軽い表現にした。あまり深く表現して、第二プラザのようなことになっては困る。昨日の夕べも、欧州においてユーロに関しどういう声明を出すかで揉めていたようだが、結局、今朝見ている限りでは何も出ていない。26日に次官会議をやって、それでG7に臨むというのがどうも段取りになったような感じがする。先般のBISでも為替問題が出たように、今や日本が為替問題について提示しなくてもある程度ポイントは共有されるようになっている。これが前回のドバイと随分違う。何もG7のことだけを言うのではなくて、マーケットの状況がそういうところまできているから、アメリカ側に注文を付けるというのも難しいが、とにかく長期金利が上がるということだけは何としても回避する必要がある。これはアメリカのデメリットであるし、結局は米国に依存している他の国々にとっても相当のデフレ効果が出てくる。今度の会議のポイントは、出席国がウィン・ウィンとなるためには、やはり協調が必要になると思う。オフィシャル・リサイクルにしても今は中国がけしからんとか、あるいは日本がけしからんとか言うが、あのリサイクルがなければアメリカも経済が持たない。そういう中で、今日の107円まで戻したのは、これはG7を前にしたポジション調整で、何もこれでもってマーケットが落ち着いた訳ではない。恐らくG7ステートメントがあまりサブスタンスのない表現になるともう一回、セリングがくるということだと思う。アメリカにとって何か行動を起こすとすればそこが起点になると思う。これまでもこの場で色々議論があったが、ドル安からきた為替動向だけに、アメリカが少し出ると言うか、「我々もリスクを共有している、政策アロトメントはこう考えている」というところまで——大統領選前だからなかなか言いにくいだろうけれど——言ってもらった方が良く。その辺ま

で含んだ問題だから、逆に言うところではさらっと触れた方が
良い。それで先程言ったような表現にした訳だが、おっしゃるような大き
な問題であるし、しかもG7前だから、あまり大上段に構えるのは良くな
い。

福井議長

あまり狭い点だけを我々が意識していると理解されない方がよいこと
は確かである。全体の構図は植田委員が先程示された。その中でどうい
う形でリスクが発現するかは少し未知数。アメリカのインフレ懸念という
ところまでいって、それをマーケットが感じて金利が反応してくるという
のが一番恐いかなと私などは思う。

福間委員

然り。

春委員

この最後の中間評価なのだが、現状維持という案と金融・為替市場に対
する懸念を書き込むという案と二つあって、植田委員のおっしゃった相打
ちというのは、私…。

福井議長

これは今日出てきた第三の案である。

春委員

「このうち」以下を削ってしまうという案か。

植田委員

私のはちょっと思い付いただけである。

春委員

今回は、第一回ということもあってできるだけ簡潔なものが宜しいという気がする。もう一つ、これから皆さんと検討する今後のアクションとの関係もある訳で、少なくとも中間評価で上方修正したという受取られ方をしないことが重要なのではないかと思う。その第三案も有り得るのではないか。

福井議長

検討に値するということか。では、後半のこれからの政策アクションをどうするかということと絡んできちんと結論を出さなければいけないと思うので、前半の議論はこれで一応締め括らせて頂く。暫くコーヒープレイクを取り、10時55分から再開する。

(午前10時45分中断、10時55分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

宜しいか。それでは前半の情勢判断の議論を頭に置いて頂いたうえで、次回政策決定会合までの金融政策運営についてご意見の表明をお願いしたいと思う。先程と同じ順番で、春委員からお願いしたいと思う。時間の制約はやはり1人5分以内ということをお願いする。

春委員

では申し上げます。前回会合以降、佐賀銀行に対する風説メールといった事件はあったが、潤沢かつ機動的な資金供給及び金融システム不安の着実な後退によって、短期の金融市場は全体として平穏な動きを続け、年末プレミアムが全く見られない状況で波乱なく新年を迎えた。この間、大規模な為替介入で大量の資金が市場に流れ込んでいるが、昨年10月以降、目標レンジを活用した柔軟な調節ができる体制を作っておいたことが効果

があったのではないかと評価している。

現在の平静な市場の状況からすれば、次回会合までの金融調節方針としては 27 兆円ないし 32 兆円の当座預金残高目標を維持しながら、必要があればなお書きを適用して超緩和的な金融環境を維持していくことが基本案と思う。ただ、その中で当面懸念されるのは、皆さんも触れておられたように市場における強いドル安圧力がさらなる円高をもたらし、日本経済の回復基調にブレーキを掛けることである。その意味から、今回あるいは、次回の会合で当座預金残高目標を引き上げ、日本銀行が金融面から景気の回復をさらに確実にする方針を示すことも検討に値するのではないかと思う。これも皆さんのご意見を伺って判断をしたいと思う。

なお、先程決定をした日本銀行の資産担保証券の買入れについて、先程、話も出たように、今後、資産担保証券市場全体の発展に向けて努力を続けるということかと思うが、マスコミ等からは、とにかく買入実績をもって、この仕組みの成果が評価されている面も見られるように思う。当然のことだが、日銀による買入れは市場原理を生かしながら、資産担保証券市場で取引される商品種類を多様化したり、市場全体を拡大する、つまり、厚みや幅を拡大するということをもって評価されるべきだと思う。その意味で既に 12 月から貸出債権市場取引動向の統計公表を開始したところだが、引き続きそうしたデータの把握や公表の努力も続けたい。以上である。

福井議長

次に武藤副総裁、お願いします。

武藤副総裁

前半の議論で、中間評価に対する委員の皆さんの考え方は概ね標準シナリオに沿った動きということであったように思う。すなわち、景気面では緩やかな回復、それから物価面では小幅の下落基調ということである。言い換えれば、当面回復は緩やかなものにとどまるということと、デフレ脱却はまだ展望できない、ということかと思う。日本経済や日本銀行にとっ

での課題はこうした景気回復の動きをより確かなものとしてデフレ克服を目指していくことであろうかと思う。そこで、金融市場調節方針については、この中間評価の機会に、当座預金残高の目標レンジを30~35兆円程度に引き上げてはどうかと考えている。日本銀行の量的緩和政策の効果については、様々な議論があることは充分承知しているが、いずれにしてもこれまでの流動性懸念の払拭、あるいは長めの金利を含めた金利や信用スプレッドの低位での推移など、金融市場の安定や緩和的な企業金融環境を維持することに寄与しており、その意味で実体経済に対して下支え効果は少なくとも発揮していることは間違いないと考える。今回、一段と潤沢な資金供給を行うことを通じて、そうした、今申し上げたような効果をさらに一層強めることに加えて、日本銀行のデフレ克服に向けたスタンスを改めて明確に示すことによって、市場や人々に安心感を与えてポジティブな行動を促すことを期待する、すなわち、経済主体のマインド面への好影響を期待することとしてはどうか。この、期待への働き掛けといった要素については、伝統的な金利低下の効果のように波及のメカニズムがはっきりしている訳ではない。それだけに、この効果や副作用というのは引き続き十分に点検しながら政策運営を行っていかねばならないと思う。なお、先程以来、話題になっている為替リスクの表現方法については、私自身は取り敢えずは原案で良いのではないかと考えているが、なお引き続き議論をしたいと思う。その際、そういう影響に対する懸念を共有するかどうかということと、仮に共有したとして、それをリスク評価という形で表記するかどうかという二つの問題があるので、そこをはっきりと区分していくことが検討の手続きとして重要であると思う。そのうえで、表記するとして、どのような表記方法があるかということも議論してはどうかと思う。引き続きこの点は議論させて頂きたい。以上である。

福井議長

次、岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

結論から申すと、今、武藤副総裁からご説明があったように、3兆円ずつ上限、下限を引き上げるということに賛成をする。理由としては、こういう量的緩和の政策効果について色々なご議論があるということだが、私自身はずっと一貫して申し上げているつもりなのだが、量的拡大でマネタリーベースが増えるということが、将来の動向も含めて考えると実質残高効果、あるいはリバランス効果というものが働いて、ポートフォリオに対してだけではなくて、実体経済にも影響を与える。現実それで日本の貯蓄率は急激に下がってきているのではないかというふうに考えており、有効性は普通の方が考えておられるよりは、私は高く評価している。その理由として幾つか挙げてみると、一つは、標準シナリオの話なのだが、実質成長率の方で言うと、デフレ脱却ということ考えた場合、今、一押しが必要な状況ではないかと思う。これは先程私が申し述べたとおりだが、今のGDP統計で2.5%程度、エッセンスとしては潜在成長率を1%上回るということにある訳だが、そういうことを2年位続けるということがデフレ脱却には必要だということである。それからもう一つは円高のリスクというものが、またこれから10%、20%円高になるというようなことが仮にあるとすれば、それはデフレ脱却を著しく困難にすると私は考えているので、デフレ脱却ということについて市場に明確に意思を表明するという意味でも、行動で示すということ、はっきり能動的に増やすということが必要だというふうに思っている。それから、少し付言すると、一つは円高ということに対して、介入政策が今、マッシブに行われている。既に昨年20兆円あまり使ったが、これはアメリカの2003年度の財政赤字の半分位、48%に相当する。それから、今回色々介入資金を準備されるということで、合わせると61兆ということになり、2004年度の赤字の120%に当たるような資金を用意されたということだと思うが、介入政策だけに頼っていくというのは、色々な問題を孕んでいると思う。市場機能が果たして十分続けるのかどうか。一つのマーケットだけであまりに介入額が大きくなることはどうか、あるいは一度介入を深くやり過ぎると、その後、いわ

ばイグジットするにはどうすれば良いのかというような問題点も同時に孕んでくるというふうに思っている。私は、現在の介入政策というのは不胎化しても不胎化しなくても、日本銀行が外債購入を行うのと同じだというふうに経済的には思っている。バランスシート上の違いはあるが、ファイナンス・ビルがマネーに非常に近い代替物だというふうに考えれば、日銀がマネーを出して外債を買おうが、財務省がファイナンス・ビルを出して外債を買おうが、経済効果としては同じだというふうに思っている。その意味では、景気回復促進効果があると私は思っている。ただ、介入をドルだけに対してやるということだが、ではユーロに対してはどうなのか、色々な問題が出てくる。私は為替レートを安定化させるということに対しても、金融政策というのは効果があると思っている。これもまた色々な議論が、色々なラインからこの二つについて結構厳しいご批判があると思うが、両方とも私は有効性があるというふうに思っている。それから最後に、先程のマネーサプライ、マネタリーベースの低下傾向というものをどう考えるかということなのだが、皆さんがご指摘になったとおりだと思う。私自身はやはりデフレの幅の縮小というのがある程度作用し、それから金融システムの安定化に向けた動きとかが強まっていると思っている。理論で考えて、私が考えるその姿というのは、名目の公債残高がプラスで伸び、そしてマネタリーベースがプラスで伸びているということは、デフレ均衡下の横断性条件が破られるので、それでデフレ均衡から出られる、というシナリオである。そうしたら青木昌彦先生から官邸コンファランスで「そういう横断性条件を満たされないのは困るんじゃない」というようなコメントがあったのだが、敢えて破ることによってデフレ均衡から抜け出せるというふうに思っている。一番困るのは、マネタリーベースの伸びがマイナスになってしまうことで、そうするとデフレ脱却のシナリオが壊れてしまうというふうに思う。あるいは財政政策があまりに早く引き締めになってしまうということになると、これも壊れてしまう。マネタリーベースがあまり早い時期にマイナスになってしまうというのは、私はやはり望ましくないというふうに思っている。以上である。

福井議長

福間委員、お願いします。

福間委員

短期金融市場では、このところの為替介入の増加に伴い、本行の資金供給オペが減少する一方で、資金吸収オペが増加している現状を捉え、市場参加者の間では本行の資金供給オペが先細りすることを心配する声が聞かれ始めている。手形売出オペの応札倍率が一時は6倍程度だった訳だが、昨日は1.9倍、手形買入オペの応札倍率は一方3倍前後で、落札レートも0.09%程度に強含んでいる。前半のパートで述べたように、為替介入の増加に伴うFB発行額の恒常的な増加により、外部から見て、本行のオペ動向が分かりづらくなってきていることを示唆している。今後、為替介入が一段と増加すれば、こうした市場参加者の疑心暗鬼がさらに強まる可能性がある。実際、本行としては、FB発行とその後の為替介入による円売りという資金需給面のこぶに対して資金供給オペあるいは吸収オペを行いつつ、市場の当預需要の変化に応じて、追加的な資金供給オペや吸収オペを行っていく必要がある。さらにそれらのオペの期日到来は先行き、新たな資金不足、余剰要因ともなり、このような状況下で現行の当預残高目標レンジを維持した場合、本行の金融調節が再度、窮屈化する可能性がある。万が一、金融市場に外的なショックやあるいは市場の動揺が起きた場合には、金融調節負担が増えるとともに、外部からも本行のスタンスが一段と見えにくいということになり、市場との対話が困難になる惧れがある。この間、我が国の金融システムは全体としては、安定化の方向にあるものの、個別に見ると、地域金融機関や大口問題先を抱える大手行等に未解決の問題が残されており、今後、大手行に対する特別検査や2兆円の新規公的資金注入に関わる国会審議、さらには来年4月のペイオフ全面解禁を巡って、金融システム問題が再浮上することも十分予想されるなど、予断を許さない状況である。このように、向こう約1年間で金融システム問題の総仕上

げの時期に当たることを踏まえると、金融システム問題が経済に与える影響を最小限に抑えるため、この段階で金融政策上の保険を掛けておくことは適当と考えている。以上述べたように、第一に、為替介入の増加に伴うFB発行額の恒常的な増加により本行の金融調節が窮屈化し、市場との対話が困難にならないよう、当預残高目標値に十分な余地を確保しておく必要があること、第二に、為替円高が一段と進行した場合のデフレ・リスクに対して、今後とも、柔軟かつ機動的に対処する用意があることを対外的に明示する必要があること、第三に、向こう1年間で金融システムの総仕上げの時期に当たることを踏まえると、金融システム問題が経済に与える影響を最小限に抑えるために、金融政策上の保険を掛けておくことは適当であること、これら三つの理由から、先程、武藤副総裁から提案のあった30兆～35兆円への引き上げについては賛成である。ただ、その程度の引き上げで十分かどうかは今後の金融システムを巡る動きを踏まえて柔軟に考えていきたいと思う。なお、最近の銀行間の相対取引であるが、極く一部にグループ内や親密先の銀行に対して、2～3か月物のターム物資金をオファーする銀行が出始めるなど、市場の自律性回復の萌芽が期待される動きも見られ始めている。日々の金融調節においてはオーバーナイト物から1か月程度まで比較的短めの資金については、市場の自律的な取引を促すことに留意しながら、必要に応じて余剰資金を吸収する一方、長めの資金については既存の資金供給を着実にロールオーバーし、市場の当預需要の動向を踏まえて必要があれば新規の資金供給を行うことが適当であるという点を申し添えたいと思う。以上である。

福井議長

次、中原委員お願いします。

中原委員

景気は瞬間風速でやや強めに推移している。全体として標準シナリオの範囲内。こういう意味では敢えてここで追加緩和の必要性があるかどうか

議論があり得ると思うが、以下申し上げる四つの理由から、私は当座目標引き上げに賛成である。

第一は、為替動向など实体经济に対してネガティブなショックを与えかねない不透明要因が増加していると判断していること。二番目はデフレ克服への日銀のコミットメントを改めて示し、期待への働き掛けを強めることが回復過程にある経済を下支えすること。三点目は、これは武藤副総裁も言われたが、経済主体が前向きなモメンタムを持ち始めているこの時期こそ、期待への働き掛けの政策がより有効に働くと思われること。四点目は、福間委員がおっしゃったが、吸収オペが相当増えており、オペ負担、それから介入資金による流動性の偏在等も感じられているというところである。このようなことから、当座預金目標を3兆あるいは5兆、私はどちらかと言うと5兆と思っていたが、引き上げては如何かと考えている。10月に上限のみ引き上げたことについて、これは追加緩和ではなくオペの機動性を高めて市場との対話をよりスムーズなものにするということが趣旨であったと理解すれば、目標を上限35兆～37兆として当面の運用用途を33兆～35兆といったところかと思う。ただ、3兆か5兆かの議論については、いわば小出しでアリバイ作りという印象を避けるため、やるからには思い切った数字でやった方が明確ではないかという気がする。この緩和が直接的な為替対策としての追加緩和と受け止められて、さらに今後政治圧力等を招きかねない懸念はあるが、一方で現在の状況を判断すると、まず第一に消費の環境は基本的に厳しい。設備投資も業種の偏りがある、かつ為替動向次第で海外シフトしてしまう可能性がある。少なくとも非製造業で過剰感がまだ残る中では、今後設備投資に牽引力の多くを期待するのは難しいと思う。従って、基本的に現在の景気の牽引は輸出が中心であるということである。二点目は、企業の平均採算レート、経産省のアンケートでは110円ということになっているが、既に採算ラインをかなり割り込んでいる。企業は新しい円高対策を既に考え始めており、これがさらなるデフレ圧力を招きかねないと思う。三点目は、円高が海外連結ベースでの大企業収益にマイナスの影響を与え、今後の円高がさらに続け

ば、既に大幅な減速が予想されている 2004 年度企業収益の伸び、この足を強く引っ張りかねないということである。こういうことを考えると、将来のリスクの芽を一部でも摘み、また回復過程を下支えするとの趣旨で追加緩和を正当化することは可能だと思う。ただし、量的緩和の効果に対する欧米投資家のポジティブな見方が強いところから、若干杞憂ではあるが当座預金目標の上限拡大が円高に弾みをつけないかという点は心の中にある訳である。また、目標引き上げが量的緩和からのイグジットをさらに困難なものとするとの観測を市場に生じさせて、長期金利を逆に不安定にする惧れもなしとしないと思う。このイグジットの議論を公式に行うことは事実上難しい訳であるし、現実問題として封印されてしまったに等しいと思う。しかし、今後の実体経済の回復の足取りがさらに確実なものとなって、期待インフレ率が高まってきて現実の解除時期が近づいたと市場が判断するのは、恐らく我々がCPI見通しにポジティブな数字を出す前であって、量的緩和解除条件が満足されたことが明らかになる前に市場が先行して動いてしまうということだろうと思う。その意味で出口論封印の意義というのは、私はあまり感じていないのだが、いずれにしろ出口における金融市場のボラティリティの上昇を抑えて、軟着陸するためには新しい形の何らかの時間軸効果というものを考えていかなければいけないと思っている。この点、私は以前から申し上げておおり、望ましいインフレ率を幅を持って明示していくということが必要なのではないかと改めて付け加えさせて頂く。以上である。

福井議長

次、須田委員お願いします。

須田委員

景気実勢は標準シナリオの概ね範囲内であるが、上振れ気味であること、短期金融市場が安定していること、金融システム不安はかなり後退していること、また大手行の経営体力は株価上昇、貸出資産価値の上昇もあって

改善し、漸く前向きに資金運用を考えられるようになってきていることなどを念頭に置きながら、今回追加緩和策を採るべきかどうか、その効果と副作用を考慮に入れながら考えてみたいと思う。

量的緩和政策は金融システムの安定性の維持、景気の下支えに貢献してきたが、短期金融市場の機能をかなり犠牲にしてきた。また、IMFの指摘にもあったように、不良債権問題に対しては量的緩和政策がマイナスの効果を持ったことも否めない。金利が低いと問題企業は退出しないので生き延びることが可能だし、ゼロ金利下でのイールド・カーブのフラット化は銀行の収益強化、経営体力の強化を難しくし、銀行の不良債権問題への取組みを遅延させたと考えられるからである。さらに金融機関に対し、日本銀行や行政当局が収益強化を叫んでいる一方で、無利息の日銀当座預金を多額に保有させることは、整合的ではないとも思われる。ある都銀は行政当局から、「どうして収益を生まない日銀当座預金を多額に保有するのか」との質問が投げ掛けられていると聞くし、実際、都銀は当座預金残高を減少させてきている。また、先行き量的緩和政策からどのような方法でイグジットしていくかは全く分からないが、量的緩和政策を景気回復下でも強化し続ければ、イグジットでの調整コストが大きくなる可能性が高まる。

他方、このように量的緩和政策のコストも考えながら量的緩和政策を行っていくと、量の拡大に慎重になるため、量の拡大に意味があると考えているマネタリストからは批判されることになる。実際、マネタリーベースやマネーサプライの伸び率は低下傾向にあるが、それに伴いマネーサプライを増やすことが重要なのだという意見もよく聞くようになった。

因みに、マネタリーベースとマネーサプライのデータが揃う一番古い時期である1970年からゼロ金利政策が採用される前の1998年までのマネタリーベースとマネーサプライの年平均伸び率を求めたところ、マネタリーベースは+8.7%、マネーサプライは+9.1%の伸びであった。それに対して量的緩和政策を採用する少し前から足許までの3年間、すなわち、2000年12月から2003年12月までのマネタリーベースは年率+16.5%で伸び

ている一方で、マネーサプライは+2.3%の伸びに止まっている。仮に今後2年間、銀行券が年+3%という低い率で伸び、当座預金残高を含むその他の条件が現在のままであるとして試算してみると、2000年から2005年までのマネタリーベースはゼロ金利採用前を上回る年率+10.5%の伸びになる。つまり当座預金残高をこれから2年間積み増さないという仮定を置いたとしても年平均に均してみれば暫くは過去を上回るマネタリーベースを供給することになる可能性が高いということになる。勿論銀行券の伸びがどのように変化するか分からないので、一つの試算でしかないが、既にかかなりのマネタリーベースがストックとして供給されていることは確認できると思う。もし、量的緩和政策移行後のマネタリーベースの年平均の伸びを過去と同じ程度に維持し、かつ過去の経験が成り立つと言うのなら、いずれ景気が回復するにつれて年平均でこのレベルにマネーサプライが上昇してくるということになるが、現在の経済成長のもとではそのような伸びは高過ぎるということではないだろうか。

要するに、足許金融システム不安は後退していることに加え、先程申し上げたとおり金融機関の当座預金に対する資金ニーズも高いとは言えない。短期金融市場も落ち着いている。また、これまでのアナウンス効果もあって市場の時間軸に対する信認はかなり高いものだと思う。こうした中、先程も申し上げたとおり、足許の景気は標準シナリオの概ね範囲内にあるとはいえ強含んでいる。今はこうした変化が過去の経験に比して十分供給されているマネタリーベースの流れ、つまりお金の巡りを加速させ乗数を大きくさせるかどうかをつぶさに観察し、結果的にマネーサプライの増大に結び付いていく芽が出てきていると言えるかどうか見極める時期にあると思っている。また、芽を育てるにはどうすれば良いかを考える方に軸足を移す時期にきていると思う。量的緩和政策が人々の期待に働き掛けることを含んでいるのであれば、その効果が現われるのを政府・日銀が一体となって見守る時期ではないだろうか。

従って次回会合までの金融政策面については現在の調節方針を継続することが適当であると考えている。以上である。

福井議長

次、田谷委員お願いします。

田谷委員

経済金融情勢がほぼ想定に沿った展開を続けており、短期金融市場の安定は続いている。政策運営としては現状維持が適切と考える。まず、短期金融市場だが、金融システム不安が若干後退していることもあって、資金余剰感が強い状態が続いている。為替市場へのドル買い介入も短期市場の逼迫要因にはなっていない。大手銀行の一部には、マーケットでの資金調達に対する自信、預貸戻の好転や運用難などもあって、日銀当預残高を圧縮する動きもある。将来、日銀当預残高を最近積み上げている外銀の当預需要が落ちてきた場合、供給オペの札割れすら有り得る状況ではないかと思う。市場の状況はこのようなものであるが、我々の目標はできるだけ早期のデフレ脱却である。現在のところデフレ脱却の見通しが持てない状況下で、デメリットよりもメリットが大きい有効な緩和策があれば、それを実施することには賛成である。しかし現状、当預残高目標の引き上げはそうした手段とは思えない。そもそも、量的金融緩和の効果は、第一に、短期金利を超低位で安定させ、第二に、日銀当預先の資産選択に影響を及ぼして、いわゆるポートフォリオ・リバランスを起こさせ、第三に、流動性不足による金融システム不安の回避に貢献すること、などにあると思う。さらに付け加えれば、当預残高目標を引き上げる過程で、国債の買い切りを増やしてきたが、その長期金利に対する影響も考えられる。これらの効果は、それなりにあったと思う。第一の短期金利に対する働き掛けは、高い残高目標を維持するため、長めの供給オペを多用することで時間軸効果を除いて考えたとしても、ターム物金利の低位安定により直接的に寄与してきた。第二のポートフォリオ・リバランスについても、キャッシュ潰し、あるいは資金潰しといったことがマーケットで言われてきたように、多額の日銀当預を他の資産に振り替える動きが一部見られ、短国レートのさら

なる低下圧力となったり、社債の対国債イールド・スプレッドなどを多少なりとも縮小させた可能性がある。第三の金融システム安定化効果も一部あったように思う。しかし、これらの効果は、今、当預残高目標を引き上げれば、それだけ強まるという状況には必ずしもないと思う。量的緩和の効果がそれなりに期待できる状況にない現在、当預残高目標を引き上げることを説明することは難しいと思う。量的緩和は、マネタリーベースの伸び率を引き上げたり、維持するために行ってきたものではない。平時、つまり、短期金利がそこそこのプラスの水準にある下では、金融政策運営方式としてマネタリーベースを安定的に維持するというところに力点を置くことも一つの議論として成り立つ余地はあるかもしれない。しかし、短期金利がほぼゼロに張り付いてしまっている下では、マネタリーベースと成長率、物価変化率、あるいは為替レートなどとの関係は理屈のうえでもはっきりしない。また、特に90年代半ば以降は経験的にもはっきりしない。ここで当預残高目標を引き上げると、日銀がマネタリーベースの伸び率の低下を気にしていると解釈されかねないと思う。それ以外にも、政策運営に対する様々な誤解が生ずるリスクがあると思うので、残高目標引き上げには賛成しかねる。以上である。

福井議長

最後に植田委員、お願いします。

植田委員

私の考え方は、今、田谷委員がおっしゃったこととほとんど同じだが、結論的には、当預目標を今回引き上げるということに、やや消極的ではあるが賛成ということにしたいと思う。景況感が徐々に良くなっていく中で、金融緩和政策を発動するということは、段々説明が難しくなる。ただ、基本的には、デフレ圧力は弱まりつつも、まだ存在している。そういう中でどの程度経済を後押ししたいかという点の判断次第かと思う。今日、中間レビューで確認したように、来年度中には恐らくデフレ脱却が展望できな

いという見通しの下では、一般論としては追加緩和政策というのはいり得るとのことだと思ふ。この点、やや難しく申し上げれば、標準シナリオに沿って経済が動いている時に政策変更が有り得るかどうかという点とも関連すると思ふ。我々がもつとはっきりとしたインフレ・ターゲティングのようなことを平時においてやっているのであれば、それはあまりあり得ないということになるかと思ふ。つまり、前回の見通しで、ある標準シナリオを考え、その下で経済が目標に到達しないと判断したのであれば、それを修正するような政策発動をしたはずである。従つて、標準シナリオが変わらないのなら、政策発動前の条件の下での標準シナリオが変わらないのであれば、今回、政策発動するという必然性はない訳だが、今のところは、我々の取り敢えずの目標は田谷委員もおっしゃったように、なるべく早くデフレから脱却したいということである。しかし、いつ頃までに、どれくらい早くという点については様々な問題があるためにはっきりしていない訳であり、従つて、標準シナリオに沿っていても、当面デフレが続くということになっている。であるから、デフレ脱却という大まかな目標に照らしてみれば、追加政策発動というのは、ある意味いつあつても不思議はないということだと思ふ。ただ、悩ましいのはやはり、政策手段としてそういう引き上げということ考えた場合に、それがどの程度の経済の後押しになるかという点が極めて不確かであるということだと思ふ。これは、通常の金利引き下げというような政策発動であつても不確かであるという点に変わりはない訳だが、普段以上にそうであるということかと思ふ。そう申し上げたうえで、さらに今回やった場合に、極く短期のアナウンスメント効果を除いてそれ以上のものはあまり期待できず、いよいよ、こういう政策手段に頼る政策運営が行き詰まってしまうというリスクはあると思ふ訳だが、それを意識しつつやるということ、消極的にやっても良いかなということ——よく分からない理論展開かもしれないが——である。そのうえで申し上げれば、今後を睨んだ場合に、やはりベースマネーを出してもマネーサプライが伸びないということは問題である。しかし、これは日銀の持っている手段で修正できる余地は限られている訳

であり、民間の銀行部門及び政府の他の政策でもって徐々に直していった
頂くことに期待する部分が多いということが一つである。それから、
我々のオペへの応札の内容を見ていると、やはり流動性ニーズに基づいた
ものというものもあるが、ALMの観点からのものも増えてきているとい
う辺りも着目して、今後の政策運営について考えていきたいと思う。以上
である。

福井議長

一通り意見が出されたが、少し意見が分れているところがある。基本的
に次回の政策決定会合までの金融調節として、消極的賛成意見も含めると
5人の方から当座預金目標を30兆円～35兆円、あるいはそれ以上に引き
上げてはどうかという意見が出ているし、お二方からはその必要はない、
反対という意見が出ている。春委員からは最初に現状維持が基本であるけ
れども、今回ないし次回の引き上げについて検討に値するというご意見が
あった。春委員には、今までの各委員の意見を踏まえられ、さらに追加的
に何かご意見あればお願いする。

春委員

話を伺ったが、私の感じは植田委員のおっしゃったこととかなり近い。
難しい理論を全部理解したうえの話ではないが、結果として近いと思う。
今回、執行部の皆さんがそういう方法を探りたいと言われた考え方も踏ま
えて、やや消極的ではあるが30～35兆円の引き上げに賛成をしたいと思
う。

福井議長

それぞれ少し意見を戦わせて頂ければと思う。量的緩和の量を追加する
ことの功罪については、確かに両面ある。ただし、これは従来からも両面
あったということだと思うが、今の局面でその両面のポジティブ・サイド、
ネガティブ・サイドのどちらの方がより強いかということをやはり厳密に

議論して頂く必要があるのではないかと思います。

福間委員

宜しいか。

福井議長

どうぞ。

福間委員

植田委員がおっしゃったように——私は委員になって以降ずっと言っているのだが——、やはりALMの問題がある訳である。と言うのは、やはりもう少し格付けが上がらないと、ユーロ円市場でターム物がとれない。今でもターム物はほとんどとれない。要するに、先程も言ったようにDD取引で僅かにターム物取引に手を出した。これでも恐らく1年半振り位だと思ふ。これは変化としては極めてポジティブで、市場の自律性が回復する芽が出始めたということの方により注目しておかなければいけない。出口がいつにしろ、この期間中に何とか市場の自律機能を、とにかく高めるような動きをしておかなければならない。短いところはできるようになってきた訳であるから、長めのとれないところをカバーしてやる。短いところはできるだけ銀行間でやってもらうということではないか。私は元々この量的緩和についてこの議論に加わった時から同じことを申し上げているが、各行の格付けが上がってくることが重要だと思ふし、それが段々と遠くなっているのではなくて近くなっていることは確かなので、もう暫く後押しが必要なのではないかと思ふ。マネーサプライについては——これはいつも議論しているように——、私はやはりバランスシート調整がまだ残っていると見ている。バブルの後遺症というのは我々が予想する以上に残っている訳である。ここの部分をあまり無視する訳にはいかない。その総決算をやることについては色々議論あるが、私は減損会計だと思っている。そこをクリアしないとバランスシートはきれいにならない。そこが

マネージャブルなレベルまで落ちてくると後は通常の成長の中で消えていく議論だと思う。けれどまだ土地が下がっているとか、そういう現状を踏まえると、数字は確かではないにしても、やはり資産が約1千兆円減ったと言われるような中で、まだまだバランスシートにこびりついている減損資産というのは相当ある。であるから、こういう部分を減損会計でできるだけ切ってもらって——シュリンク・トゥ・グロウではないが——、そうやってバランスシートの悪いものを取っていかないと企業は前向きに出て行かない。これはもう、やはり守りと攻めを同時にやってみろと言っても、やれる度胸の人もいるが、どちらかと言うと、ある程度整理整頓が付き始めたなという段階にならないと前向きな投資はやらない。今やっている企業をご覧になっても、ほとんどバランスシートに問題ないところが、あるいは直りつつあるところが出ているということなので、やはりこのバランスシート調整というものをバブル・バーストの後遺症として、もう少し金融政策上も認識しておかなければいけない。金融政策上も、と言うのはマネーサプライを見るうえでという意味である。もう一つは、これは先程須田委員が70年代からのことをおっしゃったが、モデルが違うのではないかと思う。過去のモデルと今のこれだけの——言ってみれば大変な資産を失った後の——モデルでは、経済モデルが違うのではないか。これはもう実に感覚的な話で申し訳ないが、私はそう思っているし、であるから私は個人としては減損会計に非常に期待している。そうしないとデフレ脱却もバランスシート調整の終焉もなかなか時間が掛かるのではないか。そういう面では2006年の3月31日というのは非常に期待しているところである。マネーサプライ議論はやはりバランスシート調整がある程度終わらないと議論しにくいのではないか。

福井議長

如何か。

須田委員

宜しいか。

福井議長

どうぞ。

須田委員

いや、モデルが違うというのはそのとおりで、そう思ってくれば良いのだが、マネタリストの人達はそのようなことは一切無視してマネーサプライだ、ベースマネーだと言う。今、この量的緩和で、年平均で見たら、過去以上に出しているのである。であるから少々下がったからまだ増やさなくてはいけないという議論の方がおかしいのではないかということが言いたくて申し上げた。そしてもうかなり資金を出しているという認識の下で、これがどれだけ有効に使われるかということにもう少し関心を持って良い時ではないかということをおっしゃって頂いた。それから先程、総裁がおっしゃったが、やはりコストは前からあったが、景気が下振れている時、あるいは金融システム不安がある時、そういった時に量を増やしたことには私は効果があったと思っている。でも今、景気回復をもう少し確実なものにすると言った時の効果というのは私にはよく分からない。それから、量をどんどん、どんどん増やしていけばその分だけマージナルの効果は小さくなるということも勿論ある。それからやはりイグジットということを考えた時、その調整コストは山が高くなればやはり谷も深いといったそういうマイナスの効果もあるというふうに考えている。そういうことも考えると、もう少し私は軸足を如何に波及メカニズムを強化するか、つまり別な言い方をすれば、乗数を高めるにはどうしたら良いのかというところに、もうちょっと関心を寄せることが大事ではないかと思う。

岩田副総裁

宜しいか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

今、マネタリーベースの話が出たので、私がどう考えているかということを一応若干ご説明したいと思う。日銀に入って間もなく、ダイナミック・プライス・スタビリティ・ターゲティング・プログラムをやったらどうかというふうに私は提唱した覚えがある。その時考えていたのがどうということかと言うと、どうやったら上手くデフレ均衡から正常な均衡にソフトランディングができるかということであった。ソフトランディングを考える時に金利というのは0、1なのでショックが大き過ぎる。そうするとやはり量で考えていくのが良いのではないかと思う。そう考えると——量で考える時に当座預金で考えることもできるし、M2で考えることも、M1でも、マネタリーベースでも良いのだが——、私が見るところ、最近2～3年の金融経済理論は——これはマネタリストではないと思う、プリンストン大学の人達はほとんどマネタリストとは無縁だと思うが——、基本的にはマネタリーベースでお考えになっている。あるいは、マネタリーベースと公債残高の関係でデフレ均衡から脱却する処方箋を出しておられると思う。つまり、この前来たハバードもリンゼーも決してマネタリストではなく、一括りにするのは私はちょっと乱暴だと思うし、自分自身も私はマネタリストだとは思っていない、というのが一つである。それから問題は、ではマネタリーベースはどういう伸びであれば良いのかということについてだが、先程須田委員は例えば、平均すれば10%位になるのではないかというお話だった。何%なのかと言うとこれはとても難しい問題なのだが、一つのメジャーとしては、金利の方はテーラールールで考えるとすれば、量だとマッカラムという方がおっしゃったルールというのも一つの尺度にはなり得ると思う。ただ、マッカラムルールの問題というのはベロシティのところの判断が機械的である。4年の平均というようなこ

とで出すから、量的緩和をすればする程、必要とされるマネタリーベースの伸びが加速してしまうという問題があり、その見極めが本当に必要である。であるが、現実に名目GDPの望ましい伸びが幾らで、それとのギャップが幾らかあり、それを埋め合わせる伸びはどうしても必要だと私は思う。それとペロシティがノーマルにはどの位の率で下がっているのか——ここが一番難しい判断のところだと思うが——、そういうところをしっかりと見ていく。であるから、結論的には、須田委員がおっしゃっていることと決してそう変わらないと思っている。最終的にはペロシティがどのように動くか。その要因を分解していくとバランスシートの問題であり、トランスマッション・メカニズムが上手くいっていない問題であり、ということになるので、最終的には私は一緒になると思っている。というのがマネタリーベースについてである。もう一つ、標準シナリオということについての理解について話したい。これは植田委員の方からお話があった。私の標準シナリオの理解はどうかと言うと、いわば最終目標と今の標準シナリオについてギャップが生じているのは物価の見通しのところだけだと実は思っている。これは最初からそうなのだが、つまり、本年度の成長の見通しについて当初のシナリオで私は2.5%より少し高めの成長率を見ていたし、それが続くというふうに全体としては考えていた。その間にデフレーターが確報段階でちょっと微調整というか、テクニカルに変わったのだが、変わった後で対外的にどう説明するのかという、そういうデフレターの機械的な調整があった。それで前は2.5%というふうに言っていたのだが、今の段階では標準シナリオにおける実質GDPの伸びは2.2%である。目標としては実は2.2%で政府とほとんど同じであるという説明になるのか、それともそうではなくて、そういうテクニカルなものはあるけれども、それはある種誤差の範囲というような話だから、基本的には2.0%台半ばということでご説明されるのかということとかなり違ってくるが、私は2%半ばが維持できるのであれば、実はデフレ脱却が可能かと思っている。

福井議長

私自身の意見を申し上げないのはフェアでないと思う。十分整理されていないと思うのだが、取り敢えず、この年初の経済情勢を点検して、ほとんど一致した意見として経済が標準シナリオどおりに動いていることは極めて歓迎すべきことだと思っている。加えて我々の採っている金融政策の中身、特にこの我々のコミットメントが非常に明確になり、市場からもそこは信認を持って受止められている。つまり消費者物価上昇率が安定的にゼロ%以上になるまで今の緩和のフレームワークを維持するというこのコミットメントに強い信認が寄せられていることも心強い材料だと思っている。ただ、私の認識では、我々が認識している標準シナリオの性格は最終的に均衡ある経済に至る通過点である。消費者物価が安定的にゼロ%以上ということは、このこと自身が均衡点ではなく、均衡点への通過点だと思う。この通過点をフォーシアーブル・フューチャー、予見し得る将来に、確実に通過し得るといふ標準シナリオになっていない点は、我々政策責任者としては強く留意しておくべきではないかと思う。つまり標準シナリオどおり経済が動いているということで満足してしまつては、責任が果たせないのではないかという意識が大事ではないかということである。標準シナリオは通過点であつて、さらに最終的な均衡点へ経済を運んでいくことを保証していない点が重要な点ではないかと思う。そのように考えると、経済が少なくとも標準シナリオどおり動いてきている、場合によってはさらに上振れていく可能性すら含んでいるということであれば、この芽を大事に、できる限り金融政策の面からもバックアップしていくというのがとるべき姿勢ではないかと思う訳である。色々と新しいバックアップ運営が用意できればそれは非常に望ましいことだが——それは今後の我々の知恵の出し所だと思うが——、取り敢えず今まで実行してきている量的緩和と流動性の供給ということを機軸にしたこのフレームワークでいった場合、特にこの流動性の追加供給という点からいけば、回を重ねる程、そして流動性残高が大きくなればなる程、ご指摘のとおり限界効用は場合によって減り、限界コストはむしろ増えるという可能性があるこ

とは十分に認識しないといけない。私は、従来からもポジティブな面とネガティブな面と両方あったと申し上げたけれども、これは平坦な議論ではなくて、緩和が累積してきているというプロセスを考えると、そのプロセスを追う度に恐らく限界効用が減り限界コストは増えているという具合に我々は警戒心を持って対応すべき問題ではないかと思う。従って、今回仮に量的緩和を追加するといったような措置を採った場合には、一段とその問題意識を強める必要があるし、今後将来経済がどう展開するか知らないが、やはり量的緩和を単純に追加していくことの問題意識をさらに強めながら、おっしゃるとおり通貨の回転速度が直ぐに上がるような方策——これは福間委員のご指摘のとおりバランスシート調整を早く進めたいという意識がある以上、通貨回転速度が急に変わるというものではないと思うが——、とにかく追加する流動性が生きる方向に使われるような、つまり我々が俗に使っている目詰まり現象の対症療法面でさらに良い方策があればこれは必ずディベロップしていかなければならない宿題だと考える。私の頭の中の構図はこのようなところである。従って、皆様方の意見を伺いながら、私自身は、今回は追加緩和につきポジティブに考えるという方向で考えを形成している。

田谷委員

宜しいか。

福井議長

どうぞ。

田谷委員

今、総裁がおっしゃられた前半の部分は、私は全くそのとおりだと思う。フォーシーアブル・フューチャーに我々はデフレ脱却の見通しを持っていない訳だから、やはり何らか有効な手段があればそれを実施するという考えに全く同意する。ただ、今おっしゃられたとおり、現在、デメリット部

分、メリット部分がある訳だが、その比較考量だろうと思う。私はこういうふうに量的緩和を進めることでイグジットが難しくなるということについて、そのこと自体はあまり問題は大きくはないと判断している。であるから、そういう面から量的緩和を進めることに同意できないと言っている訳ではなくて、やはりこれから大事なのは、マーケットと色々コミュニケーションを図っていく時、彼らがどう判断するか——彼らも判断で間違えることはあるが——、そういう時、我々と判断をなるべくなら一致させながら政策運営できないものかということである。先程の植田委員のお話を伺うと、私とほぼ同じ意見だけれども、実は賛成だとおっしゃった。私も多分、そこら辺で、私はこちら側に落ちて植田委員は逆側に落ちられたのだらうと思う。であるから、ほとんど総裁のおっしゃったことに違和感はないのだが、ちょっと最終的な判断のところで違う。

福井議長

よく分かる。

植田委員

一つだけ補足を宜しいか。標準シナリオどおりでも場合によっては追加を打つというところは皆さん宜しいのだと思う。打つ手段の有効性についての問題だと思う。これまで発動した時の議事要旨ももう一回読んでみたのだが、一つは複数の方がおっしゃったように発動した時にはほぼ毎回到近い位、流動性に対する不安等があったり、あるいはオペの技術的な側面についてもうちょっと余裕を持たせてあげた方が良いのではないかというような配慮があって、供給量を増やした訳である。ただ、それと若干オーバーラップする訳だが、それだけではなくて、景気・物価に対する刺激効果を狙うという位置付けもかなりの追加緩和の時に持たせている。一人一人濃淡があると思うのだが、全体の公式見解としてはそうだと思う。であるから、勿論ここまでは景気が下押ししている時に発動してきている方が多い訳だが、景気が下押ししている時に効くのであれば、表面上の理屈は

上振れている時にも場合によったらそれ以上に効くかもしれない、ということである。そちらの方の理屈を100%消すのも、ここまでやってきたことと、それについての説明との比較では難しいのだと思う。ただ、本音ベースで追加緩和効果がどれ位ここからあるかということを見ると、先程総裁がおっしゃったように、あるかもしれないけれど段々追加的な緩和効果の大きさは小さくなっていくリスクがあるということかなと思う。その先は皆さんの判断の問題かと思う。

田谷委員

一つ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

田谷委員

私は追加緩和を続けている時、意識して景気と直接結び付けて話をしないようにしてきた。直接的に景気を後押しするために量的緩和を進めるといことを言わないようになるべくしてきたのだが、確かに議事要旨で全体の——例えば私が賛成した時でも——、議事要旨には多数意見としてそういう判断が裏にあったと読めることは何度もあった。であるから、その限りではそのとおりでと思う。

福井議長

量的緩和の一番難しい部分というものにかかなりウエイトを掛けながら判断していかなければならない局面になったという辛さはあると思う。金融不安が著しい時とか、景気が下向いて走っている、デフレがさらに深化しているというふうな局面と違って、少なくとも標準シナリオ通り景気は上向いている、デフレ圧力も基調的には少しずつ薄らいでいる、金融システム不安も後退しているということになると、量的緩和政策と金利政策—

—金利の変更のように過去のデータ蓄積もしっかりあり、あるいは理論的にも非常に明確に理解できる枠組み——の違い、本質的にちょっと分かりにくい部分がより正面に出てくるということではないかと思う。従って、マーケットとの対話とおっしゃったが、本当の意味での対話はこれからだと思う。そこのところは我々が自信を持って政策をやっていくかどうかということにかなり掛かってくる訳で、マーケットも本当のところは分かっていないところが多いのではないか。お互いに分かり合わない部分は分からないなりに、マーケットとの理解を交わしながら、やはり、よりポジティブな面を生かしていく。少なくとも金利政策と違って量的緩和政策の場合には、人々の期待に働き掛けていくという要素がより強いのだろうと私は思っている。そうだとすれば、その期待に働き掛けるという部分を少なくとも壊さないように、よりポジティブに築いていくような我々の物の言い方と行動が非常に大切ではないかと、このように思う。

中原委員

量的緩和と短期金融市場の機能低下という点で、これはもう随分前から言われており非常に気になるのだが、割り切って言えば、短期金融市場の機能低下という副作用は覚悟のうえで始まった政策だということはあると思う。日銀が際限ない量的緩和拡大に引きずり込まれるという、やや漠然とした惧れがある一方、現実の議論の中では、銀行が資金操作やディーリングの人材を失い、ノウハウがなくなるということが言われるが、私はこれは心配ない話であって、実際に金融システムが健康になり实体经济に前向きの改善が始まれば、インフラは当然ある訳だから、自然発生的に回復することは確実であると思う。問題は際限ない量的緩和に引き込まれ、日銀が流動性を配っていないともう世の中回っていかないというような状態になるかどうかである。過去のコール残高を既に上回るような水準まで量的緩和は拡大している。今後はむしろ札割れその他である種の限界が出てくる、また、实体经济の前向きの動きがそれを早めるというような流れになってくるような感じがしている。本当の意味で短期金融市場の機

能低下の副作用というのをどの程度シリアスに考えるか——私はかなり疑問と言うか、割り切っているのだが——、その辺の状況は皆さんどういうふうに考えていらっしゃるのか。

福井議長

多分、イグジットの段階から、あるいは場合によってはその前の段階から金融市場の機能回復ということのポイントにしながら、考えなければならぬ。我々はイグジット・ポリシーの一番のポイントはむしろそこに置いていかなければならないと思っている。これは、これからやはり我々がよく議論を尽くし勉強をして——議論の前に勉強をしないとこれはできないが——、やらせて頂きたいと思っている。

田谷委員

一つ非常にテクニカルなことであるが、福間委員が、先程、応札倍率について吸収よりも供給の方が高いではないかとおっしゃったが。

福間委員

最近である。それはこの表にも出ている。

田谷委員

ただ吸収は非常に短いところでやっていて、供給は非常に長いところでやっている。比較的短いCP買現先などの応札倍率を見るとかなり低い。

福間委員

昨日やったのは手形である。

田谷委員

であるから手形は長い。期間がかなり違うものの応札倍率でマーケットの資金余剰感というかその辺りを量るのはどうか。私もそう思ったのだが

やはり。

福間委員

それはネット・ネットで見るかどうかである。要するに例えば 90 年の初めとか 80 年代のようにターム物のファンディング・ケーパビリティがあれば、それはもうマーケットで幾らでもとれた訳である。2 年も 3 年も 1 年も 6 か月も。結局、今は日銀が今のような形でターム物を出していかないとマーケットでは出合いにくい。とにかく自立させるためには、今からマーケットの中でできるようにしなければいけない。先程も言ったように DD で 2~3 か月の取引ができたというのは画期的なことなのである。一昨年 10 月だったか当預を上げた時、あの時も DD ができなくなってしまっていた。だからあの時上げたのである。

田谷委員

私が申し上げたのは、介入との絡みでオペがやりにくくなっているというようなことを何人かの方がおっしゃったので。

福間委員

いや、回数が増えた。

田谷委員

何人かの方がおっしゃったので——昨日の金融市場局長の説明にもあるように、吸収はするが供給も週 1 回位でやるようにやっているの——、そういう意味で現状で特段問題がないと思ったので現状維持だということを使った訳である。

福井議長

では、議案の取り纏めの前に財務省石井副大臣と内閣府伊藤副大臣からご意見を頂戴したい。

石井財務副大臣

それでは申し上げます。政府は、これまでの構造改革の成果をさらに浸透させるとともに、構造改革の加速・拡大が重要であると考えている。こうした観点から平成16年度予算案においては、財政規律を維持しながらも、民間活力を引き出すことに重点を置くなど、メリハリある配分による予算の質の向上を図ったところである。

政府としては、今後とも、各分野における構造改革を推進し、民間需要主導の持続的な成長を目指して参りたいと考えている。

我が国経済の現状を見ると、設備投資や輸出の増加など、企業部門を中心に、景気は着実に回復している。このような中、依然として継続しているデフレの克服こそが我々の直面している最大の懸念である。

デフレ克服に向け、日本銀行におかれては、今般決定された資産担保証券の買入要件の見直しなど金融政策の波及メカニズムを強化するための取組みに加えて、デフレ心理の転換に向けて、一段と工夫を講じられないか、さらなる検討を進め、さらに実効性のある金融政策を実施して頂きたいと考えている。

また、今後とも、金利や為替の動向を含め、経済・市場動向について十分注視しながら、機動的な金融政策運営を実施して頂きたいと考えている。以上である。

伊藤内閣府副大臣

引き続き私からも発言させて頂きたいと思うが、景気の基調判断については、昨日の月例経済報告等関係閣僚会議において、「景気は、設備投資と輸出に支えられ、着実に回復している」と先月より上方修正して報告した。引き続き為替レートなど金融・資本市場の動向には留意する必要があると考えている。

日本経済の重要な課題は、デフレを早期に克服すること及び内需主導の自律的回復を実現することである。このため政府は、「平成16年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」及び「改革と展望—2003年度改定」

を昨日決定し、平成16年度予算案を国会に提出をしたところである。

デフレ克服のためには、構造改革の加速・拡大の政策努力を進める中で、政府の行うより強固な金融システムの構築に向けた取組みと日本銀行による金融政策の波及メカニズムの強化等を通じ、資金供給が拡大していくことが重要であると考えている。昨日の「改革と展望」でも、政府、日本銀行一体となった取組みにより、集中調整期間の後にはデフレが克服できるという経済の展望を示している。

日本銀行におかれては、消費者物価指数を基準とする量的緩和政策継続のコミットメントを明確にされているが、今後とも金融・資本市場の動向にも留意の上、「改革と展望」で示したような中期の経済の姿を実現するために、デフレ克服を目指してさらに実効性ある金融政策運営を行って頂きたいと考えている。

福井議長

有り難うございました。ただ今の政府のご意見に対して特にコメントがあればどうぞ委員の方。宜しいか。それでは議案の取り纏めに移りたいと思うが、議長として金融市場調節方針について議案を提出したいと思う。次回政策決定会合までの金融調節について、当座預金残高の目標レンジを現行比3兆円引き上げる、30兆～35兆円程度に引き上げてはどうかという提案である。実際のオペレーションの運営の目途としてはこのレンジの範囲内で従来同様中間点を狙っていく、均してみれば33兆円程度となることを目途として運営する、というインプリケーションを含みながらの提案ということにさせて頂きたいと思っている。他に議案提出をなさる方いらっしゃればおっしゃって頂きたい。いらっしゃらないか。それではただ今の議長提案について執行部から議案を作成のうえ、提出して欲しいと思う。それでは読み上げてみて欲しい。

[事務局より議案配付]

櫛田企画室参事役

それでは議長案を読み上げさせて頂く。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 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。日本銀行当座預金残高が 30～35 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。

福井議長

それでは採決に移る。大変恐縮だが、政府からのご出席者は一時退席をお願いしたいと思う。

[政府からの出席者退室]

それでは採決に移る。

[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

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：田谷審議委員

須田審議委員

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 7、反対 2、賛成多数である。なお、反対は田谷委員と須田委員である。

福井議長

それでは賛成多数で原案どおり可決した。少数意見の方、もし纏めて意見陳述をお願いできればと思うが宜しいか。

田谷委員

一言だけ。現在引き上げの効果が期待できる状況になく、様々な誤解を生む惧れもあるため、ということである。

須田委員

私は、景気実勢は標準シナリオの概ね範囲内であるが上振れ気味であること、短期金融市場は安定していること、金融システム不安はかなり後退しており、当座預金需要が減る兆候も見受けられること、金融調節上のテクニカルな問題はないことなどから、当座預金目標を引き上げることに反対である。なお、量的緩和政策採用後のマネタリーベースも年平均伸び率は、当分の間、日銀当座預金を現状維持とするとしても高いと想定されるので、量は残高で見て既に十分に出されていることを認識して、量的緩和政策の軸足を量の拡大から波及メカニズム強化にシフトさせることが望ましいと思っている。以上である。

福井議長

それでは可決された内容のとおり白川理事、金融市場局長におかれては調節に努めて頂きたいというふうに思う。政府の方をお願いします。

[政府からの出席者入室]

福井議長

大変恐縮であった。賛成多数で原案どおり可決した。それでは対外公表文の検討に入りたいと思う。まず文案を配って頂きたいと思う。

[事務局より文案配付]

それでは読み上げてみて欲しい。

山口企画室審議役

それでは読み上げる。「2004年1月20日。日本銀行。金融市場調節方針の変更について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、金融調節の主たる操作目標である日本銀行当座預金残高の目標値を、これまでの「27～32兆円程度」から「30～35兆円程度」に引き上げることを決定した（別添）。2. わが国の景気は緩やかに回復しており、先行きについてもその持続が見込まれる。ただ、回復のテンポは、過剰債務など構造的な要因が根強いもとで、なお緩やかなものに止まると考えられる。消費者物価は、需給バランスが徐々に改善しつつもなおかなり緩和した状況の中、引き続き小幅の下落基調を辿るものと予想される。この間、金融・為替市場の動きとその影響には注意が必要である。3. 日本銀行は、以上のような情勢を踏まえ、デフレ克服に向けた日本銀行の政策スタンスを改めて明確に示し、今後の景気回復の動きをさらに確かなものとする趣旨から、当座預金残高の目標値の引き上げを行うことが適当と判断した。以上。」。別添は読み上げを省略する。

福井議長

なお書きは従来どおり。

山口企画室審議役

然り。

福井議長

以上である。これをご検討頂きたいが、冒頭に議論した金融経済月報の基本的見解の表現とも絡む部分があるかなと思う。まず、この金融調節方針の変更についての発表文を固めたい。如何か。宜しいか。それでは採決をして欲しい。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：田谷審議委員

須田審議委員

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 7、反対 2、賛成多数である。反対は田谷委員と須田委員である。

福井議長

賛成多数で可決をさせて頂いた。反対意見について特にご意見表明は。

田谷委員

特にない。

須田委員

特にない。

VI. 金融経済月報の検討

福井議長

それでは次に、金融経済月報の基本的見解について、改めて表現の適否を議論頂いたうえで、必要があれば修正するというところでもう一度眺めて頂きたいと思うが如何か。執行部の方は今日の議論を聞いていて、この原案に対して修正の必要を感じているか。

山口企画室審議役

まず、私の方から申し上げますと、①、②、③と選択肢があるものについては①の「～に概ね沿った動きをしている」を選んで頂くということである。それと、あと幾つか中間評価に絡んでご議論があって、一つは植田委員が言っておられた、いわばプラスの上振れ要素とそれから下向きのリスクを相打ちにさせるというようなお話があった。もしそういったことで考えるとすれば、「海外経済については、下振れるリスクが展望レポート公表時に比べ小さくなっていると評価できる。」この部分を削除するというのが一つの案として挙がっている。それから、金融・為替市場についてリスクが潜在的にも存在しているのではないかというようなご指摘がかなりあった訳であり、それを踏まえるとすると、一つは、この「なっていると評価できる」の後に「また、」と繋げて、「金融・為替市場の動きとその影響には注意が必要である」というような書き方が一つあるかと思う。た

だ甚だ細かい話ではあるが、この接続詞の「また」を「この間」というふうに変えて、「この間、金融・為替市場の動きとその影響には注意が必要である」というような書き方もあり得るかというふうに思う。そこで、その「また」と「この間」の違いであるが、レトリックの細々した話で恐縮であるが、「また」とすると、リスクの話をしているのだなという感じがより強くなるかと思う。「この間」という形で書けば、リスクとの関係というのがやや曖昧な感じがする。その辺りはご判断の問題があらうかと思うが、そういう選択もあるかなということを一応申し上げたい。

福井議長

細かいことだが、「また」案でいく場合はその上の方に「また」というのがあから「またまた」となってしまうが…。

山口企画室審議役

厳密にはそこは削除して頂く。「また」を選ぶのだとすれば上の方の「また」は取って頂く。

福井議長

上の「また」は取る。

山口企画室審議役

然り。

福井議長

そうすると三案ある訳だな。原案どおり、「また」案と、相打ち案と。

山口企画室審議役

それから「この間」案と。

白川理事

四案ある。

田谷委員

なぜ「この間」というのを付け加えたのか。

白川理事

そこはまさに、委員方のリスクに関する認識の評価にかかってくる。もう一回整理すると、1月の段階で四つのリスクを認定した訳で、一個一個リスクについて上振れしたか下振れしたかということをチェックした時に、今日の議論だと、まず海外経済、これは良い方に変わった。金融・為替は、為替については悪い方向。それから長期金利等については若干安定した方かなと。不良債権については、これは多少評価が分かれるかもしれないが、どちらかと言えば良い方向の変化。それから国内民間需要、これは明確な評価はなかったかもしれない。そこで、一個一個こうやっていった場合に、全てのリスクについて評価をしていくとなってくると、多分なかなか評価は難しいのかなという感じがする。「また」にすると、その沢山あるリスクの中でその二つについては明確な判断をして、他については特に変わりはないということにもなるかなと思う。「この間」の方は、今の山口企画室審議役の繰り返しではあるが、リスク評価であるような感じもするけれども、ちょっとそれとは違うような次元で、もしこの後円高であれば心配である、というレトリックの世界ではある。それは両様に働いて、だから良いという世界と、逆に曖昧だから良くないということもある。これはそれぞれのご判断ではあるが。

武藤副総裁

質問をして宜しいか。リスクとしては、金融・為替市場の動向が挙げられると書いてある。上振れ下振れ両方あるので難しいが、リスクとしては指摘されている。そのうえで、そのリスクが小さくなっているとか大きく

なっているとかがということが一つのリスクだが、今の「また」にしる「この間」にしる、「注意が必要である」という言葉は、それはリスクに関する表現ということなのかどうか、そこはどう考えたら良いのか。

仮にリスクであれば、ここに表現するのは適切だが、リスクでないとすると、ここに表現することが適切かどうかという問題があるように思う。そういう意味で、それはリスクの一つだと考えるのか。

白川理事

「この間」というのは、リスクとしては海外経済で言っていて、為替についてはリスクという捉え方ではない位置付けに一応なっており、多少そちらの方に一歩踏み出しているという感じである。ただ、所詮ここに書いてある以上はリスク評価なのだ、という解釈も勿論可能であるし、そこは…。

武藤副総裁

そうすると、そこは曖昧のままになるということか。

白川理事

であろう。

植田委員

文章として変である。上で金融・為替市場の動向がリスクとして挙げられていて、もう一回ほぼ同じことを言っている。もっとはっきりさせるのであれば、リスクが増大しているとか、当面特に注意が必要だとかそういうことだが、そう書きにくい。

白川理事

多分、金融・為替市場の中で、リスク・ファクターが、長期金利と株価とそれから為替、それぞれが同じ方向を向いていけば書き易いのだが、向

いている方向が違う。従って、これはもう先程からの議論ですっともう出尽くした論点で、それを認識としてはある程度の収斂があったとして、それをどう表現するかということについては…。

福井議長

後で記者会見する立場から言わせて頂くと、これはリスク・ファクターでないが何か言ったというのは、非常に説明しにくい。何だということになる。

岩田副総裁

私もそう思うのだが。リスクと言って良いと思う。

福井議長

リスクとして置いて頂いた方が、非常に説明は分かりやすい。ただその場合も、植田委員のおっしゃるように抽象的リスクを並べて、後で性格付けたのか、ということもある。しかし、まだ少し舌をかむ部分があるにしても、リスク・ファクターだと言ってくれた方が良い。リスク・ファクターでない注目要因である、というのは、私は非常に説明しにくい。

白川理事

先程の植田委員の表現された相打ちで全て落とすという表現も有り得る。「また」で繋がった場合は、それ以外のリスク要因については今回特に大きな変化がなかったということをインプリシットに物語ってくるから、それはそれで会見をする総裁からすると辛いところはあると思う。そういうことを考えたうえでどれが良いか、ということを考えていくことになるかと思う。

福井議長

私の立場ばかり言うのも何だが、記者会見をする議長の立場からの逆提

案としては、せっかく今日これだけ議論した議論の中身を、相打ち案というのは魅力あるのだが、議論の中身が皆ドロップアウトしてしまうのもどうか。ラグビーの途中でボールを外に蹴飛ばしたようなものだ。せっかくゴールポストに向かって球を蹴るとしたら、少し舌をかむけれども「また」案でどうかな、と思うのだが。

武藤副総裁

それはそうだ。結局、「この間」案というのはむしろ採れないのではないかと思う。「また」案は両方あるというのではなく、リスク要因としてそういう影響に注意する、と言うか、不透明であることを強調することは、リスクの一つだという論理をしっかりとさえすれば良いのではないか。ここに、上振れ下振れと書いてあるから、要するに全く中立的にA、B、C、Dと並んで、特にあるものについては留意が必要だというのはリスクであることになる。ここが難しいのだが、そういうふうに考えることが、「また」で繋げるときには逆に必要になってくる。だからこれで共有するかどうかである。

福井議長

非常に複雑な文章のように思うが、10月の展望レポートで出した上振れるかもしれない、下振れるかもしれないという四つのリスク要因は引き続き存在している。まだこれらは、一方的に上振れ要因、下振れ要因と決め付けられないという意味で四つ並んでいて、だが強いて言えば、今時点どちらに向いているかと言えばこうかもしれない、という部分が二箇所ある、ということであれば説明できると思う。文章が上手くないと言われれば、それは仕方ないと思う。

岩田副総裁

私も「また」ということで付けて、プラスのものとやや警戒をするものと、両方言った方が良いのではないかと思う。それもリスク要因として

はっきり言ったら良いのではないかと思う。どうしてそういうふうになるのかと言うと、今回こういうふうに対策を採ったということが、こういうリスクに対しても対応しているという意味も持っているのだと思う。そういう意味で採った政策の基本的見解との整合性ということを考えればむしろちゃんと両方言った方が良いと私は思う。

春委員

私はどちらかと言うと相打ち説の方が良いと思うが、「また」と書いた場合、外国要因は下振れリスクが小さくなる、金融・為替市場要因は、敢えて言うと当初考えていたより重要性が増した、と普通に読むと受取られるのではないかと思う。トータルすると決して楽観視はしていないというニュアンスに受取られる可能性があると思うので、これでも良いと思う。

植田委員

うっかりしたのだが、公表文の方に為替の話を入れてしまったので、そうしたらこっちに受けても仕方ないなと思う。

福間委員

ここに綺麗に入っている。

須田委員

「この間」にと入っている。

中原委員

「また」以下の文章は先程植田委員もおっしゃっていたように、単にウエイトをリダナントに挙げるのではなく、やはりもう少し明確な問題意識を出した方が良いと思う。海外の方は上振れという評価をはっきり出しているの、ある意味ではこれと対照させる趣旨があるのだろう。

福井議長

文章を出してみたい。

山口企画室審議役

中間評価の部分だけであるが、お配りした資料で2ページが一番終わりの方である。

福井議長

「このうち」の方だ。

山口企画室審議役

「このうち、海外経済については下振れるリスクが展望レポート公表時に比べ小さくなっていると評価できる。また、金融・為替市場の動きとその影響には注意が必要である。」。

福井議長

割とあっさりしている。

福間委員

それではこちらの方かな。

福井議長

もし、概ね宜しければこれで了解頂ければ。

田谷委員

評価できるというのはプラス評価だ。「また」というのはどちらかと言うとネガティブだ。「一方」ではないのか。

福井議長

「他方」とか「一方」とかいうのでも良いのか。

山口企画室審議役

そこまでコントラストを強く出すのかというのもあるのかと思うが。

福井議長

私は「一方」で一向に異議はない。

福間委員

私もない。

福井議長

「一方」で宜しいか。宜しいな。

中原委員

「一方」の方がはっきりすると思う。

福井議長

では、「一方」ということで、それで採決を。

山口企画室審議役

そうすると非常に細かい話ではあるが、「また」が消えたので、上の「また」を消すか消さないかということだが。これはなくても文意は通じるので、なくても良いか。

福井議長

「また」はいらない。では、採決に移りたい。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：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

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

それでは、文章を全員一致で可決した。ただ今決定して頂いた基本的見解の部分であるが、即日公表ということで本日 15 時に公表させて頂く。なお、背景説明は必要に応じ執行部で修文したうえで 21 日水曜日 14 時に対外公表の予定である。

VII. 議事要旨（12/15～16 日開催分）の承認

福井議長

次に議事要旨の承認に移りたいと思う。12 月 15 日、16 日開催分の議事要旨である。既にお手許に配付済である。ご確認頂いたでしょうか。

異議はないか。それではこれも採決させて頂く。

[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

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で議事要旨は承認頂いた。この議事要旨は 23 日金曜日 14 時に
対外公表をさせて頂く。

VIII. 金融政策決定会合の開催予定日等の変更についての承認

福井議長

最後の案件だが、金融政策決定会合の開催予定日の変更である。お手許
にお届けしている。次回の政策決定会合は当初は 2 月 5 日、6 日となって

いるのを2月4日、5日とする件である。従って、基本的見解の公表も2月5日に修正ということである。G7の日程の関連でどうしてもこれを調整せざるを得ないということである。宜しいか。

[全員が賛意を表明]

それではこれも採決させて頂く。

[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

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決した。この件は本日の会合終了後、速やかに公表する。

IX. 閉会

福井議長

有り難うございました。本日予定されていた議事は全て終了した。次回の政策決定会合は今修正したとおり、2月の4日、5日である。お手許の記録を修正しておいて頂きたい。いつも申し上げているが、機密保持についてであるが、決定会合における議論の内容はご自身のご発言も含めて厳に出席者限りとしている。この中身は議事要旨あるいは議事録と一定のルールに従って開示する扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点からこの席にいらっしゃる皆様方全員に厳正な機密管理をお願いしたいと思う。以上である。ご協力有り難うございました。以上をもって決定会合を閉会する。

(午後12時40分閉会)

以 上