

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2004年2月4日（14:00～15:42）

2月5日（9:00～11:52）

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（4日）
	山本有二	財務副大臣（5日）
内閣府	中城吉郎	政策統括官（経済財政一運営担当）（4日）
	谷内 満	政策統括官 （経済財政一景気判断・政策分析担当）（5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
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（5日9:00～9:25）
企画室調査役	加藤 毅
企画室調査役	清水誠一
金融市場局金融市場課長	栗原達司（5日9:00～9:25）

I. 開会

福井議長

では、定刻なので2月の政策決定会合を開催する。

(午後2時開会)

今日、明日と二日間のセッションであり、今日は金融経済情勢に関する執行部説明を行う。明日、金融政策の運営に関する討議を中心に色々予定している。本日は、政府の方から財務省は津田総括審議官にお越し頂いた。有り難うございます。宜しく願います。内閣府から中城政策統括官にお越し頂いた。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は全て記録をさせて頂くことになっている。委員及び政府からのご出席者は、そのことを宜しく踏まえてご発言頂きたいと思う。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

それでは早速だが、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をして頂いて結構である。最初に、金融調節、金融・為替市場の動向について、白川理事と中曾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）

中曾金融市場局長

では、手許の追加資料-1、2に沿って説明したい。まず、図表1-1、日本銀行当座預金残高の推移だが、前回決定会合でターゲットが引き上げられた以降だが、一方で資金供給オペの頻度を引き上げて、他方で売手などの資金吸収オペのオファーの停止をして、この期落ちを利用する形で徐々に残高を増加させる運営を行ってきた。この結果、23日には32兆円台に、それから28日には当面の中心レベルとして意識している33兆円台に到達している。2月3日、昨日は34兆円近くまで上昇している。ただ、

本日は税揚げ日で不足幅が大きくなっているため、今日の当預は恐らく 31 兆円台まで下落する見通しになっている。それから指標レートの無担オーバーナイトだが、これは当預ターゲットの引き上げ後も 0.001% ということで全く無風状態であり、極めて落ち着いた状況が続いている。次に図表 1-2 で主体別の当預の保有状況をご覧頂く。前回決定会合以降、都銀が大きく増えて外銀が減っているということが特徴である。まず、都銀については 1 月半ば頃、当預は 9 兆円程度まで圧縮をしていたが、足許では 15 兆円近くまで拡大をしている。その背景は、第一は、決定会合以降、先程申し上げたが売手による吸収を行っていないので、次々に既存の吸収オペが期落ちを迎えており、これが当預に積み上がっているということである。第二に、積み上がった当預を運用しようにも追加緩和の影響で、後で申し上げるが FB レートもレポ・レートも低下しており、資金放出の旨味が薄れているということである。一方、外銀の方だが、この減少は円転コストのマイナス幅が縮小していることが背景というふうに分かっている。次に図表 1-3 で最近の資金需給面の動きを見る。実は 1 月の資金需給については、当初は 7 兆円の資金不足を見込んでいた。ところがこの表にあるように結果的には +0.5 兆円と若干の余剰になっている。これは一つは銀行券の需要が相変わらず弱くて、1 月中も当初私共が見込んでいたよりもさらに 7,000 億円位余剰に振れたということである。しかし、これに比べても何と言っても、月間 7 兆円を超える大規模な為替介入によって財政の払いが大幅に余剰に振れたことが要因としては大きいという状況である。ただ、この先なのだが、3 月上旬に掛けては税揚げだとかそういった資金不足の谷が深くなる見通しなので、これに向けてオペ残を増加させていく方針である。次に図表 1-4 は最近のオペ結果であるが、前回決定会合以降、各種のオペを動員して資金供給を行っている。まず、手形買入オペについてだが、全店、本店を組み合わせながら実施をしている。このうち全店ではやや長めの資金の供給を行っている。調達サイドは安心感が隔々まで広がっているという感じであり、応札倍率の方をご覧頂くと 1 月半ばの本店オペでは 4 倍を超えるものだったのが、直近、2 月 3 日オフィアの全店手形

オペ盛りでは2.5倍位まで低下をしてきている。それからオペレートの方もこれは平均落札レートベースで見ると、全店、本店とも直近のものでは0.003%といったところまで低下をしている。CP現先オペなのだが、シャドーを付している1月27日オファー分が札割れになった。これは資金余剰が元々根強い中であって、CPのオペ適格玉がちょっと少なく、また3月期末よりも手前にオペの期日をセットしたので、こういった盛りが嫌気されたのかなと考えている。調達サイドでは期越えが欲しかったということだと思う。それから同じく、2月2日オファーの国債買現先オペなのだが、こちらは期越え資金であったにもかかわらず資金余剰感が強く、都銀勢の応札がほとんどなくて札割れになった。短国買入の方は決定会合以降、週2回のペースで買い入れを行っており、ここに示すようにオペレートはかなり急ピッチでこの間低下をしてきている。供給オペについては今後も時々札割れが生じることはなかなか避けられないようにも思うが、私共としては何とか色々と工夫をしながら、実際幾つか工夫の余地も探っているところだが、量的なターゲットの道を確保しようと考えている。それから吸収オペの方なのだが、前回決定会合以降、先程申し上げたようにオファーを行っていない。資金不足期に差し掛かっているということもあり、国債の売現も含めて2月2日には残高がゼロになっている。次に図表1-5である。ABSの買い入れなのだが、前回決定会合以降、新規のオペは実行していないので、ここについては変化はないが図表1-7で示すように、前回会合で緩和された要件を満たすものが1件であるが新たに現われている。この結果、ABC Pの適格プログラム数は1件増えて合計6件になっている。図表2-1以降は金融・為替市場の動きであるが、まず図表2-1で短期のターム物のレートの動きを見て頂く。今回の当預ターゲット引き上げの影響はどこに出ているかということだが、一つは金先レートである。それからもう一つは短国レートである。まず、金先については一頃は0.15%位だったものが足許では0.125%というところまで低下をしている。短国なのだがFB3M辺りが特にそうなのだが1月20日位までは2月発行分のFBから1回当たりのロットが従来の4.2兆円から4.7兆円に引き

上げられるといったことを嫌気し、若干荷もたれ感があり高止まっていたのだが、その後の量的な緩和政策の決定、それからこれを受けた短国買入を含めた供給オペの増加に伴って、足許ではレートが低下している。F Bについては1月28日に初めて4.7兆円の入札が行われたが、金額が増加した割には応札倍率も高く、割合としっかりとしていたなという感じである。なお、2月2日に至って財務省では3月のF Bの1回当たりの発行額をさらに引き上げて4.9兆円ないし5.1兆円とすることを明らかにしている。それから図表2-2は外銀の円調達コストを左右する円転コストだが、円転コストの動向で示すように1月半ばに一旦大きくマイナス幅を拡大させた後、縮小傾向にはあるのだが、暫くやや開き気味になっているという感じがする。これは恐らく円資金の余剰感の強さもなにがしか寄与していると考えている。このためコールのマイナス取引自体もある程度の頻度で成立しており、実際、今年の初めから昨日までの21日の営業日中、数えてみたのだが15営業日でマイナスコールの取引が成立している。最近では一部の外銀はマイナスの円転コストを利用して調達した円資金を日銀当預であるとか、あるいはコールだけではなくてF Bなどの運用などにも回して、中にはマイナス金利で、つまりオーバー・パーでF Bを買うようなケースも散見されているようである。先程申し上げた最近の短国レートの低下にはこうした外銀勢の積極的な買入姿勢も反映しているのではないかというふうに考えている。それからフォワード・レート・カーブは、前回決定会合以降、破線から黒い太線まで若干ながら下方ヘシフトしている。次に図表2-3で長期金利を見ると、黒太線、10年債の利回りはほぼレンジ内の動きだが、その下の細かい実線で示す5年債の利回りは、実は都銀勢が多少買いを入れているということもあるので徐々に切り下がっている感じがする。それから昨日今日に掛けては円高、株安も債券相場を支援しているように見える。インプライド・ボラティリティもこのところ低下傾向を続けており、不確実性が後退しているという意味では投資環境は総じて整ってきていると見ている。図表2-4で前回決定会合以降のイールド・カーブの形状の変化を見ると、あまり変わっていないのだ

が、グレーの線から太実線へ僅かながら下方へシフトしている。イールド・カーブの潰されている部分は(2) イールド・カーブの変化幅で示すように主として中短期ゾーンであり、この部分が潰れた分、イールド・カーブはややスティープ化しているという状況である。中短期ゾーンがフラット化しているのは、主として先程も申し上げたように都銀勢が中期ゾーンの投資を多少前向きに行っていることを反映しているとみられる。これを裏付ける一つの指標が(3)のグラフで示すスワップ・スプレッドなのだが、黒い太線で示す5年物のスプレッドというのはこのところ縮小してきている。これは、都銀勢がこれまで続けてきたスワップによるリスクヘッジが一巡していることが背景かなと見ている。都銀勢は、それと同時にいわゆるインカム狙いで中期ゾーンを買い増す投資戦略を採り始めていると見ている。クレジット・スプレッド関係で次に図表2-5だが、これに関しては民間企業債の対国スプレッド、それからクレジット・デフォルト・スワップ・プレミアムは、低格付け銘柄が若干縮小しているが総じて見れば横這い圏内の動きというふうになっている。ただ、銀行債については、次の図表2-6、対国スプレッドそれからクレジット・デフォルト・スワップ・プレミアムいずれもUFJを巡る報道を契機に幾分拡大をしてきている状況である。次に図表2-7、株価である。株価は1月上旬以降米国の株高、これは(2)のグラフに示しているが、我が国の景気回復期待から上昇しており、1月19日なのだが一回は11,000円台に乗せている。しかし足許ではUFJの報道であるとか、あるいは円高懸念、さらに昨日辺りからはデジタル家電銘柄に関する材料出尽くし感といったものも重なってきて、今日は10,500円近傍まで値を下げている。誰が買って売っているかという点について図表2-8をご覧頂きたいのだが、主体別の売買動向である。外国人投資家なのだが、これが1月に入ってからかなり積極的に買い増しをしている。1月は3週までの統計しかないのだが、これを足し上げると3週までで1兆円を超えている。ちょうど去年の夏頃に外国人勢の買いがピークに達した頃というのは月間1兆円~1.6兆円位買い越しがあったから、1月のペースはほぼこれに匹敵するようなペースと言う

こともできると思う。ただ一方、国内投資家サイドなのだが信託の欄にあるように、これは年金基金の代行返上の換金売りであるとか、銀行、事法、こういったところが持ち合い解消売りもここが売り場と見ているのだと思うが、この間かなり売り越し幅が膨らんでいる。いずれにしてもこのように外国人が買って国内投資家が売るという構図が足許では極めて、改めて鮮明になっているというのが最近の特徴であろうかと思う。業種別なのだが、幅広い業種で前回決定会合以降、下落をしている。銀行が気になるのだが図表 2-9、UFJの株が下落したことに連れて他の主要行の株もここへきて軟化している。今日辺りも結構UFJは落ちていて、40万そこそこ位まで下落をしているようである。最後、図表 2-10、為替の関係なのだが、為替はG7を前にして神経質な相場展開となっており、太い実線はドル/円だが基本的にドル売り圧力が根強い。2月3日には2000年9月以来のドル安水準となる105円22銭を瞬間ベースで付けている。それから昨日辺りはいわゆる本邦資本筋、生保などだと思うが、こういった先がヘッジ比率を若干引き上げてドルを売ったといったことも言われており、そういう要因もドル売りを後押ししたとみられる。一方、当然介入警戒感も強くて、足許で105円を破るのかどうかといった点が強く意識されている状況である。(2)ユーロ/ドルについては暫く一本調子のユーロ高が続いていたが、1月中旬以降トリシェECB総裁を初めとする通貨当局者によるユーロ高牽制発言が相次いでいたし、FOMCの後には一時的にドルが買い戻される局面もあったので、一服商状にあったが、昨日辺りからまたアメリカでのリシン騒ぎが材料視されているほかG7で主要国の足並みが本当に揃うのだろうかという見方が出てきているので、ユーロが買われがちな展開になっているようである。G7後の展開というのは、もとより読みづらい訳なのだがドル/円に関する限り市場のセンチメントはやはりドル安方向を向いているようである。この点については図表 2-12をご覧頂きたいのだが、そういったセンチメントが現われている一つの指標は(1)のIMMのポジションである。IMMポジションをご覧頂くと円ロングポジション、ドルショートポジションが積み上がっており、引き

続きドル安センチメントの根強さが表われていると思う。それから (3) リスクリバーサルはオプションから抽出される市場の方向感を示す指標だが、最近、日本の輸出業者それから先程申し上げたように資本筋などがドル売りのオプション購入を強めているといったことがあるようであり、そういったことを反映して黒太線で示すドル/円の指標はこのところドルのベア方向、プット・オーバー幅を拡大させている状況である。以上である。

福井議長

何か質問があればどうぞ。

田谷委員

図表 1-2 の外銀の当預なのだが、若干は下がっているのだが一頃に比べればかなり高い水準が続いている。当初、これが積み上がり始めた時は、円投によるドル債投資のヘッジというかそういうものが多いと言われたのだが、その後状況は随分変わっていると思う。こういうかなりの残高が続いている背景と同時に、もしできればどの位これはサスティナブルとみられるかというところをコメント頂きたい。

中曾金融市場局長

円転コストなのだが、恐らく中期的、トレンド的に見ると一つは邦銀の信用力が上がってきている。邦銀、外銀の間の信用力格差が縮小しているということ。それから第二は邦銀のドル建て資産と言うか邦銀のエクスポージャー自体が縮小してきているので、恐らく方向としては円転コストのマイナス幅は縮小していかざるを得ない。それは多分、円の当預残高については低下方向に力が働く訳なのだが、それは中期的な話であり、実際、円転の開き具合をご覧頂くと、そんなにこの間縮まっているという感じではなくて、むしろ開きっぱなしという感じがする。これは図表 2-2 だが。従って、それ以外の幾つかの短期的な要因も働いているのだろう。恐らく

それが一つは前回決定会合で申し上げたがアメリカの市場のドルの資金需給、二番目が為替介入によるドル調達需要の高まりといったこともあるのかなというふうに思っている。こういった一時的な要因が円転コストのマイナス幅を拡大させているといったことがあるのではないかと。また、前回もこれは申し上げたのだが、最近、市場をモニターしていると、ソブリン・リスクは改善しているので外銀が日銀当預の上限を少し引き上げているという部分がある。それから同じく邦銀の信用が多少改善しているので、外銀から見た場合のスワップのカウンターパーティ・リスク、そのラインを少し拡大するという要因もあるようなので、外銀にとって従来よりも幅広い邦銀から円転ができる。そういった要因も、当預については積み上げ方向に作用しているのかなと思う。さらに直近では先程申し上げた介入資金というのが外銀に滞留している部分もあるのではないかと。こういったことが外銀の当預の足許では引き上げ要因になっているのではないかと。恐らく外銀にとってみると円転をマイナスで引っ張ってきて当預に積んでおく、あるいはコールに放出する。これは割とイージー・マネーで、どうも聞いてみると収益源としてもそれなりに彼らは重視している。逆に言うと、積み上げるインセンティブは今の環境であればそれなりにあるという感じだと聞いている。それからさらに言うと、日本の投資家には銀行だけではなくて資本筋というのがいて、こういった人達はいわゆるヘッジ付き外債投資もそれなりにやっているようであり、例えばこれは図表 2-11 なのだが (1) わが国を巡る資金フローの表の対外公社債投資は、ここへきてまた 2,017 億円とプラスになっている。こういった一部は多分、機関投資家によるヘッジ付きの円投外債投資も含まれていて、その相手方というのは多分外銀なのかなと。こういう要因から外銀の当預をそれなりに積み上げる要因も今は作用しているというふうに思っている。ただ、冒頭に戻るが、中期的に見ると円転コストはマイナス幅を縮小する方向にトレンド的にはあるのではないかと。現に、外銀の当預のサステナビリティという点になるとこの 2 週間で 3 兆円位下へ振れている。もっとも、一番高い時は 9 兆 6,000 億円、今が 6 兆なにかがしかであるので 3 兆

円位あつと言う間に落ちているので、それなりにボラタイルな面があるということは十分に留意しておく必要があるかと思っている。

白川理事

今の中曾金融市場局長の説明と同じなのだが、自分の言葉で言ってみると、円転コストのマイナスを左右する要因は大きく二つ。一つは、日本の金融システムに対する不安感、もう一つはスワップ取引が円資金とドル資金の交換であるから、円資金、ドル資金の需給そのものに規定される。この両方があると思う。純粹に金融システム不安要因の方は、大きな方向としてはこれは改善方向であり、縮小する方向にある訳である。ただ、一方で需給という観点から見る、円を大量に供給すると、民間の誰かがそれを持つ訳であるが、大量に供給した円資金を持つにはスウィートナーが欲しいというふうに言う訳である。外銀から見てマイナスで円転できるという、いわばそれがスウィートナーになっている訳である。従って需給によって規定されている点と両方あると思う。そういう意味で金融システム不安要因が解消した場合に、円転コストのマイナスが消えるかという問いを発した場合には、多分、円資金を沢山出している、なにがしかやはり円転コストのマイナスが残るのだろうと思う。また、仮に円資金の供給が少ない場合、しかしその場合でも金融システム不安要因があれば、これもまた円転コストのマイナスは残ると思う。そういう意味でその二つの要因があつて、そのせめぎ合いだなという感じがする。いずれにせよ、今は金融システムが改善はしているけれどもベースとしてはまだ悪い訳であるし、そうすると取り敢えずラインが増えた分はやはり日本銀行に置き易い部分がある。そういう意味で繰り返しになるが、純粹にドルと円の需給の話と、それから金融システム不安要因、その二つの多分せめぎ合いだなと思う。

須田委員

都銀の当預残高の増加だが、前回の説明でも少しでも減らそうという話があったし、先程も減らそうとしていたとの話があった。それが逆に積み

上がるのは、一つは先程説明されたように売手オペがないから仕方なしにということ、あるいは他に運用しようとしたが金利が低いかもしれない、低くなってしまっているという部分があると思う。そこでまた売手オペを少し再開したら、当預残高を少し減らそうとするのか、それとももう諦めてしまってそのまま持つということになるのだろうか。

中曾金融市場局長

実は2月の来週位、1回余剰に振れる局面がある。年金の定時払いというのがあり、ここに掛けては売手オペを我々としても打っていこうと思っており、当然マーケットもそれを知っているので、我々が聞くと、本当にそれを楽しみにしていると言っているのです、売手オペを打てば相当応札してくると思う。

須田委員

この間の金融調節に関する懇談会に参加させてもらった時も、金融機関の方から、これからはもう当預残高を減らしたいのだという話を伺った。でもやはり減らしたいと思っても難しい局面に入ってくるということになるのか。

中曾金融市場局長

供給オペの方か。

須田委員

いや違う。もし当預残高を減らしたいと思っても、我々の供給が多いということもあって、都銀としてはやりづらいというふうになってくるのか。

中曾金融市場局長

なかなか一般化はできにくい。と言うのは、色々なニーズがある。オペを彼らは色々なニーズに使っている。金繰りという単純な部分もあるし、

ある種ALM的に使っている場合もある。例えば去年の夏に　　がヘッジ手段としてオペを使ったというのが一つなのだが、それ以外にも例えば、系統機関ではオペで調達して国債に運用している。それから一部の都銀ではオペで調達して今度はFB、TB、それから2年債位までに運用している。そういった部分もあるので一概には言いにくいと思う。そういったニーズというのは構造的にあるから。

須田委員

ニーズがある場合は良い。当預残高を落としたいといった時に個々のレベルで落とせるかということである。

白川理事

それが先程、私が申し上げたことと関連すると思うのだが、一方で例えば都銀が当座預金に対する需要を落としていく。一方で日本銀行は供給しているから、そうすると必ずマーケットのどこかにある訳である。そうするとどこかにやはりいかないといけない訳である。そうすると持つ人は、では自分が持つ代わりに何かスウィートナーが欲しいという訳である。それがマイナスの円転コストであるから、そういう意味では多分、仮にある都銀が保有残高を落としたいと思ったら、その他の金融機関の誰かが、そのカウンターパートになろうというところまで多分、円転コストが調整するということだと思う。ただそれもどこまでいけるかは分からないが、取り敢えずのメカニズムというのは多分そうだろうと思う。

中曾金融市場局長

あるいはイールド・カーブでもそうである。イールド・カーブを潰しに掛かるという、要するに長いところを段々投資対象を広げていこう、そういう投資戦略を持つ主体があるとすれば当座預金の保有コストというプライス面に反映するかもしれない。当預水準の維持をやろうと思えばできるということだと思う、逆に言えば。

田谷委員

先程のご説明で、外銀の当預残の積み上げの一部は介入とも関係あるとおっしゃったが、仮に介入で円売り、ドル買いをして、そのカウンターパーティとして外銀が取引を行った場合に、その逆の取引を例えば先物でやることによって、通貨のエクスポージャーを高めない、一定にしておくというようなことをするのか。あるいは、それ以外のマーケットで何らかのカウンターアクションを起こしているのか、その辺りはどうなのか。

中曽金融市場局長

多分組み合わせではないかと思う。先物を使ってエクスポージャーをヘッジする部分と、持った円を例えば円高予想みたいなものを持っていればそのまま持つておくというような。

田谷委員

そういうことはないのではないか。要するに、外銀が円の資産を増やせばライアビリティを増やすか、あるいは簿外でヘッジするはずである。円の投機というのは基本的に銀行のバランスシート上で行っていないのではないか。

中曽金融市場局長

基本的にはヘッジするのが大原則だと思う。ただ、全くポジションをとらないかと言うとそういう訳でもなくて…。

田谷委員

一日の中では。

中曽金融市場局長

然り。

白川理事

その瞬間でスワップレートが動いて、その瞬間に色々な裁定を行うのだと思うが。

田谷委員

主として、では先物でヘッジしている訳か。そうするとそれは簿外になる。

中曾金融市場局長

キャッシュの部分もあると思うが、先物が主体であろう。

中原委員

今の関連なのだが、介入で流動性が偏在ということをよく聞くのだが、現実的にこれを見ると必ずしもその傾向が出ているとは思えない。もし、偏在がありながらこういう数字になるとすれば、かなりやはり信用リスクが縮小してインターバンク取引が活発化しているというようなことがあり得るのかもしれないとも思うのだが、マーケットのアクティビティはやはりかなり信用不安の後退とともに活発化しているのか。

中曾金融市場局長

マージナルではないかと思う。確かに年末に掛けて若干ターム物ができた。2週間から1か月位のところ。ただ1か月から先は日本銀行の独壇場みたいな状況が今も続いている。そこは変わっていない。であるから、信用不安の後退というのはマージナルに表われているということは言えると思う。このところこの毎日の数字を見ていると、無担コールの出来高とかは確かに増えている。どうしてかなと思いちよっと見てみたら、どちらかと言うとむしろオペレートが先安感が広がっているので、取り敢えずは無担で転がしながらオペを待つ。一方で先程申し上げたような短国である

とか2年債、そういったものを運用している。そういうことに伴うどちらかと言うとオーバーナイトの拡大なのかなと。であるから、そこは必ずしも信用リスクの後退というのは非常にはっきり表われている訳ではないので、出てきた兆しは勿論あるがまだ恐らく兆しであるということかと思う。

植田委員

今の中原委員の質問の最初の方だが、先程言われたように介入によって普段と違って短期金融市場の目詰まり感が強まったというような兆候は、兆候というと言い過ぎかもしれないが、感じておられたか。

中曾金融市場局長

あまり感じない。これは感覚論に過ぎないのだが。と言うのは介入の結果、多分相当ヒットした相手というのは邦銀が多いと思う。それが巡り巡って外銀に回っている部分もある。偏在しているのでオペ需要が高まるとよくそれは理由として言われるのだが…。ただ実際は、そこまで偏在しているのかという感じである。

中原委員

介入は外銀が多いのではないか。

中曾金融市場局長

いえ。

白川理事

邦銀が圧倒的に多い。

福井議長

宜しいか。次は海外経済情勢についてである。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

では、本日配付したお手許の資料 3（参考計表）（追加分）をご覧頂きたい。図表 1 である。米国の主要経済指標であるが、いつものとおりシャドーが掛かっているのが前回会合以降判明した計数である。僅か 2 週間の計数だが米国で景気拡大が進んでいる姿を引き続き示している。まず 1. 実質 GDP 成長率だが、2003 年第 4 四半期、年率 4% 成長となった。この点については後で幾分詳しく報告する。ここでは 2004 年 1 月の計数について見たい。7. 消費者コンフィデンスは 96.8、それから 11. ISM 製造業は 63.6 とともに非常に高い水準を記録している。ISM の内訳に雇用指数というのがあるが、これも 3 か月連続して分岐点の 50 を上回っている。なお、6. 1 月の自動車販売は、これは業界速報値だがアメリカの北東部の大雪の影響が出ており、1,600 万台あまりと低めの数字となっている。次に図表 2 で経済成長の中身を見たいと思う。第 3 四半期には減税の効果に支えられて個人消費が大幅に伸びた訳だが、第 4 四半期も増勢を維持した。同時に住宅投資も引き続き高い伸びを示している。また、設備投資も機械投資を軸に 3 四半期連続でしっかりした伸びとなった訳である。さらに輸出が幅広い品目で顕著な伸びを示したために、ネット外需が 2 期連続で成長に寄与している。このように政策的な刺激の直接効果が持続する中で、その一次波及と見られる企業の設備投資ならびに在庫投資、さらに海外の景気回復を受けた輸出の増加も加わって、アメリカ経済は第 4 四半期もしっかりとした拡大を示した訳である。計数的には直前の市場予想よりも低い訳だが、内容的には主に政府支出と在庫投資が下振れているということであり、景気の持続力については予想どおりという評価が可能かと思う。この間、物価だが、個人消費デフレーター（コア）年率 0.7% と 1962 年第 4 四半期以来の低い伸びとなった訳である。図表 3 でユーロエリアの経済指標を見たいと思う。3. 小売売上数量、それから 5. 消費者コンフィデンスなど個人消費の回復の鈍さが表われている。他方、生産については

11. 製造業PMIを見ると1月も52.5と拡大を続けている。ただし、現在ドイツで行われている大手金属労組と経営者との間の賃上げ交渉が仮に長引いて大幅なストが起こるといような事態が起こればだが、生産に障害が出る可能性もある。図表4-1でアジア経済について実質成長率を見ると、中国ではSARS明けの第3四半期に急成長した後、第4四半期も前年比で10%の高度成長を示した。また、フィリピンは2期連続で高い成長となっている。その後の状況について韓国の輸出が1月出ている。12.7という数字にあるようにハイテク商品が好調、さらに当月は船舶がそれに上乘せされてかなりの伸びとなっている。次に図表4-2で生産を見ても、四半期別の第4四半期のところをご覧頂くとおしなべて高い伸びを示している。消費者物価だが、あまり変化はない。一点だけタイをご覧頂くとタイについてはガソリンなどエネルギー価格にキャップ制を設けて、その影響で1月の消費者物価が前年比1.2%とそれまでに比べて伸び率が大きく低下している。ただ、このうちコア部分については然程変化はない。タイの場合はコアはほとんど前年比ゼロ周辺でこのところ推移している。さて、金融指標に移りたい。図表5、(5)FF金利のところをご覧頂きたいのだが、夏場に掛けてのFedの利上げ観測というのは実は前回会合から一旦強まったのだが、ここへきてまた前回会合並みのところまで落ち着いてきている。と言うのも1月28日のFOMC後のステートメントでそれまでの「かなりの期間緩和を続ける」とした表現から「辛抱強く緩和」と変わったことから市場ではFedの緩和に関する時間的制約が弱まったという見方が一旦は広がった訳である。しかし、その後12月のFOMCの議事要旨が公表されて12月当時からステートメントの変更について突っ込んだ議論がなされていたということが明らかになった。市場ではFedの政策スタンス自体は大きく変わった訳ではないのではないかという声も聞かれるようになった。さらに昨日については議会でリシンが発見されたということで利上げ観測は再び弱まっている。(1)の長期金利を見てもFOMC前は10年物の国債利回りが4.0%まで一旦低下した訳だが、FOMC後一旦4.2%まで上がり、昨日は4.1%という水準に戻っ

ている。(2)の株価だが、FOMCステートメント発表直後に値を下げた訳だが、その後は好調な企業収益の発表もあってその辺りの水準で揉み合っている。次に図表6でヨーロッパの金融指標を見ても、長期金利、株価ともほぼアメリカと並行した動きを示している。この間、短期金利の予想について(5)ユーロ先物金利のグラフにあるように、実はこれもアメリカ同様、秋に掛けての利上げ予想が一旦強まった訳だが、再び最近では前回会合並みまで後退している。しかし、表には載せていないが見方によらつきがあった。年末に掛けて金利据え置き、あるいは利上げという予想が勿論多い訳であるが、一部には利下げといったものを予想する向きもある。なお、前回、それから前々回のMPMでもご報告したが、英蘭銀行についてはこの水・木のMPCで25bpの利上げを決定すると広く予想されている。最後に本日の資料に載せていないが、FOMCステートメントの表現の変更に伴ってラテンアメリカを中心にエマージング債の対アメリカ国債スプレッドが拡大している。とりわけブラジル債は僅か数日の間に3.5%から5%程度へと1%ポイント以上の幅で急拡大している。しかし、FOMC以前にはそもそもこのスプレッドが1997年アジア危機以前の水準まで低下していたということを考えると、起こるべき調整が今起こっているというふうなことを言う向きも市場では少なくないところである。この間、アジアにおける鳥インフルエンザの影響は今のところ手掛かりに乏しく判然としない訳だが、死者が増加しているタイでは株価が急落しており些か気掛かりではある。纏めて結局、前回から2週間の間に幾つかのイベントがあった訳だが、眺めると世界経済の拡大が広がっている様子が引き続き確認できるということである。以上である。

福井議長

質問があればどうぞ。

中原委員

アメリカの情報化関連投資は非常に活発になってきたというのだが、若

干腑に落ちない。シリコンバレーなどは様変わりだという話を聞くのだが、そもそも通信などというのは大変な過剰設備であるという、その辺りはどうなってしまったのか。また、投資はほとんどやはり生産性向上のための機器設備等の更新投資、2000年問題から3年経つのでその辺が中心なのかなと思うが、情報関連投資の実態というのをどうぞ覧になっているか。そして、コンピュータ、電子機器の受注が相当伸びているが、これはまた例によってバブル的な要素がないのか、この辺りはどのような感じで見られるか。

堀井国際局長

昨日もちょっと昼、夜とアメリカからきた著名エコノミストとも話していたのだが、まず計数的に申し上げると、図表1のところ、今日は説明を省略したが、9. 非国防資本財受注、11月、12月というのは実は2か月連続でマイナスになっており、四半期を括ると第4四半期では+1.3%ということではある。中身は通信機器というのは実は第3四半期で受注がめちゃくちゃ伸びて、この11月、12月のところは反動減が実はちょこっと出ている。そういうことを考えると、ブームとかバブルという感じはむしろなくて、しっかり下値を切り上げるような形で上がってきているのかなと考えている。DRAMの値段とかを見ても比較的しっかりしており、そういうことから全体として堅調なしっかりした拡大が続いていると考える。過剰設備がかつてあったはずなのにということにはまさにおっしゃっておりなのだが、様変わりと言ったら様変わりなのだが何と言おうかそういうものだというふうにしか申し上げることができないのだが、やはりアウトソーシングが一方で物凄く進んでいて、そのためにビジネスモデルがガラガラ変わって通信機が必要になってきているという例は随所で話を聞く。ご承知のように大手インベストメント・バンクのうち一つのインベストメント・バンクが5年以内に全世界のワークフォースの25%をインドに移す。既にアメリカ国内のコールセンターはインドに全部移管しているが、さらにそれを倍位のペースで5年以内にリロケイトしていくというこ

とをやっている。そのためには当然、通信網の再整備というのが大事だということで、他の会社も競争してそういうことをやっているということを知っている。

中原委員

更新投資と考える方が良いのか。それとも能力増強投資か。

堀井国際局長

プラス、ビジネスモデルを変えている。しかもアメリカの場合は金融界——商業銀行、それからインベストメント・バンクこぞって——が、まずそういうビジネスモデルの変革をリードしているということを何人ものエコノミストが言っている。それを他の業界が追い掛けていくというような形で、更新投資の機を捉えてビジネスモデルも変えていっているということではないかと思う。

平野理事

全体のピクチャーとしては、コンピュータ、半導体周りの受注・生産が比較的早めに立ち上がり、かつ堅調に推移している。通信については、まだ調整未了という分もあり、確かに増加はしているのだけれどそのテンポはなお見極めにくい、という状況ではないかと思う。

岩田副総裁

今のご質問とはちょっと関係ないが宜しいか。インドの経済というのはフォローはしていないのか。

堀井国際局長

計数はお届けしている資料の中には入れてある。

岩田副総裁

入れてあるのか、そうか。

堀井国際局長

この国際金融の点検資料というところに。

岩田副総裁

ああ、点検資料か。

堀井国際局長

なかなか分析までは手が回らないというのが、正直なところである。

岩田副総裁

それからもう一点、ユーロ圏なのだがちょっと思っていたよりも回復が遅れているのではないかという見方もある。輸出の方はまあまあなのだが、国内需要の図表 3 というのを見ると小売りの売上とかあるいはコンフィデンスの方もあまり改善していないので、ややスロー、思っていたよりもちょっと遅いのかなという説もあるのだが、その辺はどのように見ているか。

堀井国際局長

おっしゃるとおり、先程も少し触れたが、輸出、生産のところは比較的しっかり。計数上はこの輸出のところが第 4 四半期に落ちた感じになるが、受注の数字、それから PMI の中身などを見ると、輸出は比較的まだ順調に伸びていると見て良いと思うが、それがなかなか内需に波及していかないというのは恐らく正しい見方だと思う。ただ、一つだけ計数的な見方で補足すべきは、ヨーロッパも去年の冬、11 月、12 月は物凄く暖冬であり、衣料品がフランス等々で非常に売れ行きが悪い。それから物価の方も、これは生産者物価も出ているが、実は生産者物価は、図表 3 で 13. のところ

に-0.1%とあるのだが、これも非耐久消費財の衣料品の値下がりというのが効いている。この辺、年明けてから寒波になっているのでシーズン遅れと言えばシーズン遅れではあるのだが、今年の暖冬の影響が少しアクセントを加え過ぎているという感じになっている。

岩田副総裁

もう一点すまない。為替レートでドル安が相当進んでいる訳だが、実質GDPのベースで言うとリアル・ネット・エクスポートと言うのか、これは2四半期続けてプラスに寄与しているので、ドル安によって、あるいは貿易相手国の回復によって、数量ベース、実質ベースで考えると、いわば貿易収支の赤字が底入れのような状況になっていると思うが、名目でそういうのはいつ頃出てくるとお考えか。

堀井国際局長

それは先月も少し申し上げたのだが、この図表1で申し上げると10.財・サービス貿易収支の数字がある。GDPはこの10月、11月までの月の数値で速報値は作っている訳だが、11月にこの-380億ドルということに久方振りに-400億ドルを切った。

岩田副総裁

かなり高水準だったのか。

堀井国際局長

去年1年間ほぼ実はずっと増えてきた訳ではなくて、もう既に高原状態で横這っていた訳である。それが11月にかなり落ちてきたというところがその動きかと思う。ここには岩田副総裁がおっしゃったように海外景気の拡大というのがかなりある。それがなければ何せ前期比で年率20%の伸びを輸出、グロスの輸出はしているので説明が難しいかと思う。

福井議長

宜しいか。では、国内経済情勢についてお願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それではいつものように資料 4 の参考計表と本日お配りした雇用関係の計表を出して頂きたいと思う。今回は資料の発出が1月30日ということであったので、実はほとんどのデータが出たばかりで、一部情報が足りなくてやや推測で文章を書いているところもあったけれども、その後分かったことも含め、補足しながらご説明して参りたいと思う。恐縮だが、まず厚い方の図表 5 をお開き頂きたい。いつものように輸出からであるが、ご覧のとおり第 4 四半期の輸出は、前期比で 7.9% という非常に高い伸びで着地した。(1) 地域別にご覧頂いても相変わらず東アジアが高い伸びをしていることに加え、この第 4 四半期は米国もヨーロッパもみな増えているということである。ただ、前から申し上げているようにこの恐らく 7.9% という伸びはやや実力以上の伸びだと思うので、そのベースラインの部分と一時的なものをむしろこの下の(2) 財別のところでご説明したいと思う。まず、いわばベースラインの部分としてお考え頂いて良いのは、下の二つ、すなわち情報関連及び資本財・部品といったところだと思う。これは IT 需要に支えられて半導体製造装置を含む資本財・部品まで含めて好調であるということ。例えば図表 6 の(2) 世界半導体出荷辺りご覧頂くと、これは業界見通しに比べてやはり足許も業界見通しを上回るような伸びになっているということである。他方、もう一度図表 5 に戻って頂いて、一時的だと思っているのは、一つは消費財である。これは前から何回も申し上げたと思うけれども、何分にもデジタル家電の影響で前期比 2 割増というとんでもない伸びになっている。これはベースラインは、消費財については明らかに上向きではあるが、幾ら何でも 1 四半期で 2 割増えるというのは一時的なものであって、これは季節性の問題であるというのは何回か申し上げたとおりである。ただもう一つ今回の場合は、その上の自動車

関連もやや一時的であろうかと思っている。自動車は実は日本メーカーの車は米国市場を中心に世界的に販売好調である。しかしながら、基本的に海外需要の増加は現地生産の対応ということであるので、ベースラインは実は横這いである。そうした中であって四半期毎で結構プラスマイナスがついているのは、これはあくまで現地での販売と現地生産の立ち上がりのタイミングのずれの部分と、それから在庫の部分ということになる。たまたまこの第4四半期は米国を始め現地在庫の積み増しをやったのでここはかなり高い伸びになったけれども、これが続くという訳ではないということである。だから全体としてお考え頂くと、輸出は勿論増加基調にあるけれども、この年率30何パーセントとかいうのはやはり一時的なファクターがかなり影響しているということである。

それから輸入については大きな動きがないので、図表13、設備投資関係に移って参りたいと思う。まず最初に(1)資本財出荷は第4四半期6.8%の増加ということになった。前から何人かの委員からご指摘があったと思うのだが、これまで設備投資関係の数字の中で、機械受注とか法人季報に比べて資本財出荷が遅いなという話があった訳だが、一応今回は随分追い付いたということが言えるかと思っている。図表14、先行指標関係がある。(1)機械受注は前回ご紹介したところから変わっていないので、(2)建築着工の方だが、建築着工は10~12月は若干の減少になった。ただ12月単月でかなり取り戻したので、流れとして見ると底固い圏内かなという感じである。特に非製造業はさすがに今回落ちたのだが、製造業のところはそこそこ工場の建設等行われているので伸びている。目盛の関係で何かあまり伸びていないように見えるけれども、これは実は数字では二桁の増加である。それから図表15、次に時々ご紹介している中小公庫の設備投資実施企業割合についても申し上げておきたいと思う。ご覧のとおり10~12月の水準は高水準持続という感じである。確かに4~6月、7~9月に比べると一段と増えてはいないのだが、前にもご説明したと思う、この4~6月、7~9月は恐らく例の排ガス規制に伴うトラックの買い替えが数字をかなり押し上げていると思うので、その辺も考慮してお考え頂ければ、

中小企業のところでも設備投資はますますではないかなとこのように思っている。それから、今度は企業収益であるけれども図表 17 をご覧頂きたい。この方に関してはあまり大きな変化はない。一番上にある大企業の収益については、これも前回申し上げたとおりだけれども、確かに円高にはなっている訳であるが、企業業績の下方修正は起こっていない。すなわち円高の部分と恐らくは海外景気の良さ、輸出の増加等が、いわば相殺し合って大体予想どおりの企業収益が実現しようとしているというふうにお考え頂ければ良いと思う。中小企業についてもこれまで申し上げているとおりである。相対的に製造業が多く中堅企業が多いものについてはそこそこ良くなっている。一方で零細企業が多く非製造業の多いところは、足許ちょっと改善しているかもしれないけれども大したことはないということである。ただ後程申し上げるように、最近新型のクラウンが随分売れているという話を聞くので、これは多分恐らく中小企業の収益も少し良くなっている兆候であろうと私は思う。

次に図表 18、個人消費であるけれども、個人消費は 10~12 月ほとんどのデータが出揃った。出揃った結果として申し上げますと、前期比の三角カッコのものについてはプラスのものが多いというふうに申し上げて良いかと思う。家電関係が引き続き良い他、百貨店とかスーパーも 10~12 月で括って見ると僅かなプラスということである。ただし百貨店、スーパーは 7~9 月が落ち込んだ後なので、均して見ると一進一退、横這い圏内の動きであろうかと思っている。なお一点、上の方にある家計調査の消費水準指数が、12 月、随分落ち込んだ。これは所得が、例の社会保険料のボーナス時徴収ということに伴って、可処分所得が大きく落ち込んだ。その結果もあって消費が落ち込んだということである。だから 10~12 月に括って見ても消費水準指数はマイナスになっているのだが、ご承知のように GDP の計算等では車の有無とか仕送り金等々については調整が行われるので、実はそこを調整した部分についてはこの水準指数の 10~12 月はプラスになっている。なお、1 月については計数は一昨日車が出ただけであるけれども、この車については恐縮だが数字を出していないが、季節

調整は変わってきて、前から数字は変わっているのだが、1月は結構高い伸びである。前年比でもプラスであったし、前期比は大体10~12月対比+10%位ということである。先程もちょっと申し上げたように、オデッセイとかあと先程のクラウンとか、この辺が売れているので、出荷額ベースとかで考えると大きめの伸びになっているのではないかと考えている。あと百貨店、スーパーについては、まだデータはないが一応ヒアリングの感触を申し上げておくと、恐らく1月はあまり良くなく、前年比マイナスだが10~12月対比では少しプラスかなという感じである。初売りがまあまあだったのと、それからそれに加えてそこそこ11、12月に比べると1月は寒かったといったことで少しプラスかなとこのようなことである。以上纏めた数字が後ろの図表21にあるけれども、ご覧のとおり(1)販売統計合成指数、あるいは(2)消費財総供給いずれをご覧頂いても、7~9月がちょっと弱かった後10~12月はそれに対して戻していると、このような姿である。

続いて図表25、生産に参りたいと思う。生産、まず10~12月の着地であるが、10~12月の着地はご承知のとおり前期比3.6%増というかなり高い伸びになった。生産予測指数対比では若干の下振れ、しかしながら私共の企業ヒアリング対比では若干の上振れ、最近よくあるパターンの着地ということである。ただ先行きについてちょっと予測指数が荒れているという感じである。ご覧のとおり1月が+3.6%、2月が-4.5%と随分大きく増えたり大きく減ったりしているようだが、これは多分若干の季節調整の問題で数字が荒れているのではないかというふうに思っている。多分1月、休日出勤やお正月休みを返上した企業があったとか、あるいは2月は今年が閏年なので、閏年の季節調整というのは勿論季節調整法がちゃんとあるのだが、やはりどうしても上手くいかないことが多いので、そこでデータが荒れているのではないかという感触である。どうもその後企業ヒアリングをした感じでは、企業はあまり1月増やして2月減らしているという気持ちにはなっていないのだが、計算上はそうなっているという感じである。ご覧頂いたかと思うが私共の企業調査のヒアリングの感触は、1~3月の

生産は1%強ということである。従ってこの予測指数でいくとほぼ横這いになってしまうが、企業調査の感触を合わせて考えると、生産は増勢持続である。ただし、やはり10~12月は先程の輸出の特殊要因とか、資本財の大物のスポット関係で実勢以上に押し上がっていて、それとの対比で見ると1~3月は減速。そういう意味では前から申し上げてきているようなストーリーで良いというふうに基本的に思っている。それからもう一つ、図表28、在庫のところをちょっとご覧頂きたいと思う。こちらは11月の時はちょっとここが変な形になっていた。ご記憶だろうか、11月は出荷が減って在庫が増えていたために、この絵でいくと例えば一番左上の(1)鉱工業全体で第一象限に引っ掛かっている、一応普通に読むと在庫積み増し局面入りと、それから生産財その他では実は45度線を引っ掛けていて、ある種在庫調整局面入りという変な形になっていた。前回多分これは振れではないかというふうに、恐らく輸出船待ち等に伴う振れではないかと申し上げていたが、今回12月の数字が出て、やはりそう見て良かったということである。12月は、輸出、出荷が出て在庫が減った。特に影響しているのはやはり車と鉄のところ、輸出の船待ち在庫が捌けたという感じである。従って結果として10~12月を締めて見ると、左上の(1)鉱工業にあるように、前から少し申し上げてきたがずっと原点に向かっていった後、目先は少し右横へ動くのではないかというようなことを以前申し上げたことがあるかと思うが、差し当たり右横に動いている。そういう意味では、依然として企業の在庫投資は慎重であって、そういった生産姿勢が維持されているということを改めてデータで確認できたということになる。ただし、何分にも在庫のレベルが相当低くなっているのも、今後とも時々在庫の前年比がプラスになったりそういった動きをするかと思う。ちょっと注意して見ていかなければいけないと思っている。

恐縮だが、ここで薄い方の雇用関係の数字を出して頂きたいと思う。雇用関係は実は今月やや複雑な動きになっている。最初に図表30、労働需給の絵をご覧頂きたい。労働需給の中での相対的に敏感な部分に関して申し上げますと、結構な改善が見られている。まず上段にある有効求人倍率だ

が、カーブをご覧頂いても、相当な勢いで改善している。先般 2000 年のピークを超えて、96、97 年のピークに接近していると申し上げたが、もうあつと言う間に 96、97 年のピークを超えて 93 年以来 10 年振りの水準に今あるということである。さらに所定外労働時間とか新規求人、これは中段でも良いが、左下の季調済のレベルでご覧頂いた方が良いかもしれない。これをご覧頂いてもこの改善は勢いとしてはかなりなものである。恐縮だが、そこで図表 29、この辺から読みにくくなってくるのが中段の労働力調査である。労働力調査も数字面を単純に見ると、まず下にある完全失業率が 4.9% ということで、2 年半振りに 5% を下回っている。それから真ん中辺にある雇用者数、これは前から前年比ゼロ近傍で推移していると申し上げていた訳だが、12 月単月では +0.7% ということでかなり高い伸びになっている。従って、この労働力調査の数字を先程の求人倍率等と関連付けて読むと、労働市場はかなり急速に良くなっているように見えるが、そこはもうちょっと留保しておきたいと思っている。前から何回も申し上げるようにこの労働力調査の数字はよく振れるので、雇用者もプラスになったと思ったらマイナスになったり色々するので、ちょっとこれをそのまま真に受ける訳にはいかない。失業率も、恐らく少し下がり始めているのは本当だと思うが、4% 台が定着するかどうかは引き続きクエスチョンマークということだと思っている。それが証拠にと言うのは何だが、直ぐ下に毎月勤労統計の常用労働者数、前から申し上げているようにもう少しコアに近い労働者数のところをご覧頂くと、12 月の前年比が -0.4%。このところずっとマイナス幅が縮んでいて、確報で変わるかもしれないからマイナスが拡大したと申し上げるつもりはないが、ここを見る限り雇用者数のはっきりとプラスに転じているという感じはしないということである。さらに賃金の方をご覧頂くと、12 月の賃金は確かに所定内給与は相変わらずマイナス、ゼロ近傍。それから所定外給与はプラスと、この辺変わっていないが、12 月の特別給与は -2.8% になってしまった。その結果、雇用者所得全体で見てもちょっと 12 月単月はややマイナス幅は拡大したということである。この点については恐縮だが、このお配りした図表の一番最後の

図表 32-1 という枝番のついたところをご覧頂きたいと思う。この結果冬のボーナスは今のところ 11 月と 12 月合わせて -2.5% という数字である。日本経団連とかでプラスの数字が出ている中で我々は多分ゼロ近傍だろうと申し上げてきたのだが、ここまで出た数字はゼロ近傍よりももうちょっと悪いという数字にとどまっている。恐らく残り 1 月がある。1 月の数字はしばしば二桁の変化をするのでもうちょっと数字が変わるかもしれないが、ゼロになるためには 1 月が 5 割増とかにならなければいけないということで、ちょっとこれはなかなか考えにくい。そういう意味ではゼロ近傍と申し上げてきたのがそんなに大きな数字になるとは思わないが、やはりマイナスで着地する可能性が高いということである。業種別に見て頂くと、ご覧のとおり製造業はまあまあだが、非製造業はマイナスであること、それから 30 人以上と 29 人以下ご覧頂くとやはり中小が悪いということで、大体非製造業と中小は悪いだろうからそう簡単にはプラスにならないと申し上げたのだがそういう形になっている。ただ一点、恐らくこの -2.5% という、夏が -0.4% だったのでそれに比べて悪化したというのはどうだろうか。と言うのは夏の -0.4% というのは 2002 年の夏が -9.6% に対する -0.4% であり、冬は -4.7% に対する -2.5% だから、夏に比べて一段と悪くなったというのはそうではないかもしれないが、改善していないということは事実だと思っている。恐縮だが厚い方にお戻り頂いて、最後に物価面について若干申し上げる。

図表 34 である。企業物価指数は先般ご紹介したところであるので、今回は主に市況について申し上げておきたいと思う。国際商品市況はご覧のとおり上昇している。私共の国際商品指数は 90 年の秋以来という水準になっている。C R B 指数はもっと前の、80 年代半ば以来だったと思うので相当高い水準になっている。ほとんど軒並み高いのだが、特徴的なところを申し上げておくと、ご覧のようにまず原油価格が高止まっている。原油の高止まりについてなのだが、背景は幾つかある。一つはやはりイラク情勢。確かにイラクの原油生産は実は結構戻ってきている。が、輸送手段、パイプラインとかが相当やられているということに加えて、やはりまだ政情不

安定ということであるので、テロ懸念は収まっていないということ。それからあと米国サイドの理由があって、米国は元々在庫水準が低いのだがそこへ持ってきて、先程堀井国際局長からも紹介があった大寒波がきたということ。この辺が押し上げ要因になっているということである。加えて、やはりドル安が影響している。OPECは、一応OPECのバスケット価格というものがあって、一応それが28ドルを20日間越えると自動的に増産するという話になっていた。実はそのバスケット価格は既に40日を越えて28ドル以上で推移しているがまだ増産していない。OPECの言い分は、ドルが安くなってしまい目減りしているので前の28ドルでは嫌だというロジックになっている。現に来週のOPEC総会でも生産枠は据え置きと言われているし、どうもさらに春に掛けては不需要期に入るのもむしろ減産だという声さえ出ているということである。加えて非鉄だとか船舶レートとかは非常に上がっている。これはもう世界景気の反映、勿論一部投機資金の流入もあるがということである。その結果ということもあって、図表36、国内商品指数についても同様に上がっている。一部海外商品市況の上昇は円高によって相殺されているが、それでもやはり非鉄価格は上がっているし、国内で最も堅調なのは鉄鋼の上昇ということである。どうもフレート、船舶レートが物凄く上がってしまっているために裁定が効きにくいということも起こっている。例えばスクラップもそう簡単には入ってこないというようなことが起こっているようである。従って、国内企業物価については、基調的には目先強含みかなというふうに思っている。ただし厄介なのは、一方において、米の卸売価格はどうもピークアウトの雰囲気である。しかしその一方で、例のBSEだの、その鳥インフルエンザで牛、鳥、豚と皆上がっている。従ってその辺の綱引きの関係でCGPIはどんな数字が出てくるか、なかなか予想するのが難しい状況になっているというのが正直なところである。CPIだが、図表39、相変わらずゼロ近傍ということである。10月以降+0.1%、-0.1%、0%ということで、本当に実は動いていない。四捨五入の関係で上行ったり下行ったりしているので実勢はほとんど同じだとはご覧頂ければ良いかと思っている。図表40

に東京の動きがある。ちょっとご紹介しておきたいと思う。実は東京が、数字上1月-0.3%ということでもっと大きめのマイナスになっているものだから、これが全国に対して何かインプリケーションがあるかないかということなのだが、実は東京の1月が下がっている理由は幾つかある。一つは(2)財のところ、縦線が大きくマイナスになっている。これは被服の下落である。多分1月のセールの影響である。それからもう一つは(3)サービスのところで、グレーの家賃がまた少し大きめに下落している。それからなぜか東京に関して見ると、1月は肉類がむしろ下落していた。そんなこんなでこういうことになったのだが、過去の経験則で言うと、被服、家賃、それから肉類と、いずれも全国と東京の相関のない、全国と東京はいつも同じように動くものと割と全然違うように動くものがあるのだが、いずれも関係のないグループで下がっているということなので、これをもって直ちに1月の全国が弱いということにはどうもならないということだろうと思っている。最後に段々細かい話になってしまい恐縮だがそのようなことである。

全体感であるが、大体これまでに申し上げていることからそれ程大きな変化はない。確かに10~12月に関して申し上げるとかなり強い数字になった。生産、輸出ともに相当大きな伸びになったし、恐らく今月出るGDP統計も高い成長になるだろう。昨日、今日、報道が出ていて、年率5%というのが出ているけれども、一応民間のコンセンサスはそのような感じであるし、我々もそんなに違和感を持っていない。輸出も伸びているし、資本財出荷から考えると設備投資も高い。今月の18日、発表であるけれども、純輸出が高い、それから設備投資が高い、それから個人消費も先程申し上げたように、消費財総供給が増えているし、調整後の家計調査も増えている。ということで恐らくそういった高い数字になってくると思う。さらに先程ご覧頂いた一部の労働市場の数字なんかを見ると、何となく、緩やかじゃないじゃないかという感じすらする訳だが、しかしやはり全体として考えると基調は緩やかだと我々は考えている。理由は大きく分けて二つ。一つはまさに数字の話であって、先程来申し上げたように恐らく輸出も一

時的な要因が入っている。それから設備投資、生産等々についてもそれぞれ一時的な要因があり、現に例えば生産予測指数及び企業ヒアリングによつては1~3月の生産は10~12月対比ではかなりの減速ということになっているということである。二番目は数字というよりももう少しメカニズムに即して見た場合ということなのだが、いわば製造業のところからそれ以外の分野への波及ということに関して申し上げますと、現時点で非製造業についてはよく分からない。ただ家計部門への波及について見ると確かに限界的な労働需給の改善というのは、これは顕著なものがある。しかしながら雇用者数がはっきり増えている訳ではないし、むしろ賃金について見れば先程来申し上げたようなことであるので、そういう意味では計数上あるいはメカニズム双方に即して見ると、基調的にやはり緩やかな回復である。こういうことになるかと思う。以上である。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

それでは一点だけ。最後の雇用のところなのだが、雇用関連指標の追加資料4の図表29というのは、毎勤統計の方がカバレッジなんかは良い訳だ。それで私が見ているのは常用労働者数というところなのだが、それも前年比で見るかあるいは前期比で見るかという問題はもう一つあって、私は両方見るべきだと思っている。その10~12月を前期比で見ると+0.1%で、7~9月が0%と、前期比ベースで見るとむしろ非常に緩やかとは言え、プラスの方向に動いている。そしてその常用労働者のカバレッジなのだが、これは単に正規社員というのではなくて、パートも入っている訳だ。だから相当カバレッジが広い。常用と言いながら相当広いカバレッジで見ている数字でこうで、しかもその時間外の労働時間というのも、前年同期比で見ると5%かそこらで伸びている。これは生産とほとんど平行に変化しているから、生産の伸びが第4四半期高かったとすると、時間外労働も恐

らく前期比でかなりプラスになっていて、そうすると、いわゆる労働投入というもので考えると、前期比ではかなり増えているのではないか。

早川調査統計局長

もうほとんど下げ止まりというところまでは賛成するが、この前期比0%の後の+0.1%というこれを増加と言うかというところ、我々は恐らく毎月勤労統計で見てもほぼ下げ止まりというところまでは行ったというところはそう思うが、その前期比0%の後の+0.1%で増えているというのはちょっと…。勿論ご承知のように所定外時間のウエイトが小さいので、それが数パーセント増えても極く小さな寄与であるので、下げ止まり位までは行っていると思うが、なかなかはっきりしてこない。

岩田副総裁

そうか。それは今最後にお話になったGDPの数字とも関連があって、GDPの伸び率というのは経済全体の生産性の伸びとそれから労働投入の伸びな訳だ。労働投入の方は私は分からないけれども、前期比1%近く増えているという計算もあるようだ。生産性の方は勿論サイクリカルに動くので分かりにくいですが、これもまあどうか、前期比でやはりある程度伸びているのだろうと思う。それでもう一つ図表25を見て頂くと、私がもう一つ気にしている全産業活動指数なのだが、最近これと実質GDPの伸びというのはかなり乖離があったとは言え、今回の数字を見ると7~9月が0%近傍だったものが、今度は1.6%なので、前が低過ぎたのでちょっと戻しているということはあるかもしれないが、実質GDPの代替指標としてそんなに悪くなければGDPはこの位伸びていると仮定できる。その中の内訳は生産性の伸びと雇用の伸びの両方に分かれていると考えられる。これが全部生産性の伸びというのはちょっと考えにくく、 $1.6\% \times 4$ 倍とやると年間で6%も7%も生産性が改善しているというふうには、幾らボラマイルに動くと言っても、そこまでの伸びは考えにくいので、雇用もある程度伸びていると考えた方が良いのではないか。

早川調査統計局長

その点は恐縮だがお手許の資料、薄い資料の3枚目、図表31に雇用者数のグラフが掲げている。これをちょっとご覧頂くと良いのだが、ここには実は労働力調査の雇用者数と毎月勤労統計の常用労働者数が合わせて書いてある。ご覧頂いてもお分かりのように、労働力調査の雇用者数というのは、1四半期1四半期結構振れるので、ひと月ひと月の単位では相当あてにならない統計である。ただし傾向値をご覧頂くと、非常に面白いことは、このいわば労働力調査の雇用者数と毎月勤労統計の常用労働者数との差が一種のサイクルになっている。元々これの定義を見ると、毎月勤労統計の常用労働者数と労働力調査の雇用者数とそんなに違わないので、どうしてこんなに振れるのだろうと思っているが、やはりそうは言ってもある種の限界的な労働力をより多く含んでいる労働力調査と、より少なく含んでいる毎月勤労統計と我々は見ている訳だが、そうすると今みたいに景気が少し良くなった時には、いわばパート、日雇い等々こういったところを、あるいは派遣、そういうところで増やす。逆に景気が悪くなるとそういうところを減らすというような調整をするとやはりこの労働力調査と毎月勤労統計の間に乖離が出てくる。足許もやはりそう。先程の労働力調査の+0.7%を私は真に受ける気はないと申し上げたが、そういうことかなと思っている、だから生産性というのをどちらで見ようか。要するに恐らく毎月勤労統計の世界で見ると私はせいぜい下げ止まり位だと思うが、労働力調査まで行くと僅かにプラスなのかもしれない、このような位に労働投入サイドを考えているということである。だからやはり、しかしそうは言っても労働力の増加はどう考えても極く僅かであって、相当部分が生産性の上昇になっているということも間違いないと思っている。これはある意味でいつぞやもお話したかと思うが、日本だけではなくて米国もそうである。ある種、前申し上げた国際商品市況の世界などを見ると物凄く何でも物価が上がっているけれども、特にユニット・レーバ・コストの世界から見ると、むしろそちらはかなり低い。生産性が上がっている割に賃金が伸びていないというような世界だと思う。

岩田副総裁

その毎勤で一言だけ。労調と毎勤の差だが、それはプロ・サイクリカルで、景気が良い時にはプラスの差になり易い、そういう意味か。

早川調査統計局長

然り。ご覧頂いても振れがあるので、労調が振れてしまうからギクシャクするのだが、非常に綺麗なサイクルが見出される。我々の、何か若い人達は、これを労毎乖離と呼んでいる。労働力調査と毎月勤労統計の乖離、労毎乖離。この労毎乖離自身が一種の景気指標だと、うちの若い人達は言っている。

福井議長

他にあるか。なければ金融環境についてお願いします。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

山口企画室審議役

手許の資料5（参考計表・その2）といういつもの計表だが、それに即してご説明する。今回は貸出関係、従って民間部門の総資金調達、それからマネーサプライ、広義流動性、こういった数字はまだ分かっていない。従って現時点で判明しているのは、これから申し上げる計数にとどまるということである。まず図表1だが、資本市場調達。最初は例によって（1）CP・社債の発行段階における対国債スプレッドということであるが、CPについてはご覧のとおりであって、やや相対的に信用度が低いところについてもスプレッドが小さくなり、年度末越えを含めて低水準で安定的に推移しているという状況である。それからその下、社債の方であるが、これについては12月から1月に掛けてスプレッドが拡大するというような状況である。多少財投機関債の発行が集中したということから、投資家需要が極く一部であるが社債からシフトした。この辺りがスプレッド

に反映したということであるが、ご覧頂いても水準としてはかなり低いという状況に変わりはない。それから中程のグラフが、(2) 社債の流通段階での対国債スプレッドであるが、これをご覧頂いても、相対的に信用度の高いところについては低位で安定しているし、それから信用度のやや低めのところについても、1月は幾分スプレッドが下がるという状況である。社債の発行段階については対国債スプレッドが広がっているということをご申し上げたが、流通段階と合わせて考えれば発行環境に大きな変化はなく、これまでの良好な環境が続いているとこのように見て宜しいかということである。それから下の方が(3) 公募社債の発行額であるが、12月は年末ということで少し発行量が落ちた訳であるが、1月は多少また戻ってきたということである。いずれにしてもCPについても社債についても発行環境は良好な地合いが継続していると、このようにご覧頂いて良いと思う。それから次が、図表2、企業金融関連である。金融市場局のローンサーベイの結果が出たのでまずそれをご説明したいと思う。銀行から見ての企業の資金需要の動向についてであるが、第4四半期は企業の資金需要全体としては+1で、2000年の7~9月以来の増加超ということである。背景としては、売上が少し伸びてきている、それから設備投資も少し増えていると、このような辺りからなにがしか資金需要に繋がる部分が出てきているということのようである。企業規模別に見ると、大企業についても中小企業についても、ともに資金需要は一応増加方向での動き。特に中小企業についてはプラスの世界に入ってきているといった状況である。それから個人向けについては、第3四半期の+16と変わらず、やや大きめの増加超の状態が続いている。都銀を中心に住宅ローンについては金利を優遇するというようなことをやっているのも、その辺りも資金需要を掘り起こす効果が出てきているようである。それからもう一つは、企業向けの貸出の運営スタンスはどうかということである。これは銀行側に聞いていることであるが、第4四半期は大企業それから中小企業向けともに緩和方向ということである。ここには載せていないが、利鞘の設定スタンス、それから信用枠の設定スタンス、ともに緩和方向での動きとなっている。以上が

ローンサーベイの結果だが、その下に中小公庫、国民公庫の調査結果ということで、企業から見た銀行の貸出態度判断というのを載せている。この1月は、非常に小さな動きではあるが引き続き貸出態度については緩やかになる方向という感じである。国民公庫についてもマイナス幅は大きいのだが、方向としては今申し上げた中小公庫と同じような方向ということである。従って、銀行の貸出運営スタンスも積極化の方向にきているし、企業から見た銀行の貸出態度についても、中小企業、それから相対的にさらに小さな企業の方から見た感じも、緩和方向での動きになっているということである。次に企業の資金繰りの判断であるが、中小公庫についてはご覧のとおりであって、依然マイナスで厳しいことは厳しいのだが、余裕含みの方向へ一応動いているということである。商中も一高一低はあるが均せばじわじわと好転方向。それから国民公庫についてもマイナス幅は大きいながら、方向は今申し上げた中小公庫、商中と同じような方向での動きになっている。それから図表3、マネタリーベースであるが、1月は、前年比13.6%ということである。銀行券については前回までにご説明したとおり、伸び率がじわじわと小幅化してきており、結局1月は2.6%ということである。11月が4%台、12月が3%台、この1月は2%台と漸次伸び率が縮まるという状況である。それから(2)は銀行券発行残高の足許の動向であるが、2月に入ってから3日間の平残は+2.7%ということである。1月が2.6%であるから、その辺りでの動きが2月に入っても取り敢えず続いているという状況である。それから図表4、これまでもご報告してきたものであるが、金融機関、保険会社、家計、それから一般の企業、この辺りの安全資産に対する選好度、これがどうなっているかということである。まず(1)国内銀行の方からご覧頂くと、ちょっと見にくいのだが、一番上の太い実線の折れ線グラフ、これが安全資産の合計の動きを示しているが、これまでのトレンドが維持されており、安全資産を選好するという動きに大きな変化はないということである。国債の保有が増加するというのも、グレーの部分であるが、継続しているということである。それから(2)生命保険・損害保険であるが、安全資産比率について

はやや頭打ちというような感じになってきている。国債に対する投資姿勢が頭打ちになってきた。それを反映しているということであるが、一方で、これまで申し上げてきたように外債についてはこれを投資対象としていくという感じが強まってきている。それで結果として安全資産比率が頭打ちになっているということである。それから家計の方、(3)であるが、これについても安全資産の比率がどんどん伸びていくという感じではなくなりつつあるということである。縦線の部分が、流動性預金で、薄いグレーが定期性預金ということであるが、流動性預金の増加テンポが鈍化しており、定期性から流動性にシフトするという動きに一服感が出てきている。これが家計の安全資産比率の伸びを抑えることに繋がっているということである。(4)、これは一般の非金融法人企業であるが、これについては家計に比べるとまだなお安全資産比率が高まるという感じである。もっとも、直近についてはその感じが少しずつ緩やかになっているということである。一般企業についても、定期性から流動性へのシフトにブレーキが掛かってきているという状況である。ちょっと申し忘れたが、家計の外債投資はコンスタントに増加している状況である。さすがに安全資産をどんどん選好する度合いは国内銀行を除くと変わってきており、頭打ち感が出てきているということであるが、さりとてリスクをどんどん取っていくというような状況になってきている訳でもないということである。以上ご説明したとおり、あまり新しい数字もないが、企業金融周りの動きとして、金融市場局のローンサーベイの結果などを見ても、企業の資金需要の減少テンポにややブレーキが掛かっていると言うか、減少テンポが緩やかになるという感じが出ている。これまでもずっと申し上げてきたことであるが、そういう感じが少しずつ固い動きとなって出てきているかなとこのように見ているということである。私の方からは以上である。

福井議長

どうぞ、お尋ねがあれば。

岩田副総裁

二点程宜しいか。一つ目は企業の資金の過不足、図表 11 についてである。企業の財務状況なのだが、依然として余剰キャッシュ・フローであるということだけれども、大企業と中小企業を分けると、何か中小企業の方はかなりこのフローの余剰の分がなくなっているというようなものを見た覚えがある。ある意味では設備投資が少し中小企業は良くなってきて、貸出が中小企業向けにどの位増えているかという時に、恐らくインディケーションがあるのではないかと思っているのだがこれは如何か。

山口企画室審議役

金融機関の方からのミクロ情報ということであるが、中小企業についておっしゃられたような形でその資金不足感が強まる、あるいは資金余剰感が縮まってきていて、それが資金需要に結び付くといったような感じはまだなお全般的な動きとしては出てきていない。勿論設備投資をやるとか、あるいは売上が増えてきているので増加運転資金的な需資等が出てくるというようなことは極く一部あるようだが、これも限界的な動きにとどまっている感じである。

岩田副総裁

もう一点は図表 18 の日銀券について。これは市場の方でも予測が違ってしまったという話なのだけれども、前年比だと今 2% 台というようになっているのだが、ここは前期比もやはり見るべきだというふうに——経済指標もそうなのだが——思っている。マネタリーベースというのは当座預金が今みたいな政策モードだと物凄く振れてしまうので、季節調整はあまり適当でないとは思っているのだが、日銀券の方は比較的季節調整をやっても意味があるのではないかと思っている。例えば季節調整済みだと、私の推測なのだが、これはよく分からないのだけれども、図表 19 の残高の方を参考に見ると、前期比伸び率が若干マイナスになっているということはないのだろうか。

白川理事

季節調整は内部的には掛けて勿論そういうものを見ている。ただその過去何年で季節調整するかということにもなるが、ここのところ、この5年間を振り返ってみても色々な金融システム不安があり、Y2Kあり、それからRTGSと色々な要因があつて、季節調整は掛けられるのだが、あまりそこで有意な情報がなかったし、自信もない。勿論数字は見ているので後からまたお届けするが。先程の大企業、中堅企業、中小企業だけれども、短観でいつも企業に対し先行き債務の返済をするかというアンケートをやっている。これを見ると、勿論大企業の方がまだ返済をするという度合いが強い。ああいうのを見ていると、やはり収益が相対的に好転してきている。そうするとキャッシュ・フローの改善を借金の返済に充てていこう、それだけ余裕があるから借金の返済をしていこうという感じが出ているのかなという感じがする。

福井議長

宜しいか。では今日はこれにて終了する。明日は午前9時に再開する。宜しく願います。それから、決定会合への信認確保の観点から、皆様方の厳正な機密管理を宜しく願います。以上である。有り難うございました。

(午後3時42分中断、5日午前9時再開)

福井議長

それでは定刻なので、政策決定会合の第二日目を開会する。今日は政府の方から、財務省山本副大臣にお越し頂いた。宜しく願います。内閣府からは谷内政策統括官にお越し頂いた、宜しく願います。今日の議事だが、最初に日銀の担保関係のもので新しい措置についての説明を聞き、かつこれを決定事項にしたいと思っている。その後、いつものとおり金融経

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、政府からのご意見も頂戴しながら最終的に議案を取り纏め採決に持っていきたいと思っている。その他金融経済月報の検討等がある。いつも申し上げているが、この会合の中でのご発言は全て記録をさせて頂く。それを前提にそのことを踏まえながらご発言をお願いしたいと思う。それでは最初の案件であるが、「国債の条件付売買基本要領」の一部改正等に関して、執行部からの説明をお願いします。

Ⅲ. 「国債の条件付売買基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と決定（資料-7）

前原企画室審議役

それではお手許にある二つの資料のうち「国債現先オペへの金銭担保の導入について」（資料 7）という配付資料に沿ってご説明したいと思う。国債現先オペへの金銭担保の導入ということだが、現在本行が行っている国債現先オペにおいてマージンコールの担保は「国債」に限定されているという状況である。金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、本行が受入れる担保の種類に、「国債」に加え「金銭」を追加するために、「国債の条件付売買基本要領」の一部改正を行って頂きたいということがご決定頂きたい案件である。なお、本件の実施に伴い、業務方法書の一部変更も必要となる。考え方の1番の四角であるが、現在、市場参加者間の現先取引におけるマージンコールの担保の取扱いについては、担保を差入れる先が国債および金銭のいずれかを選択して差入れることができ、金銭が担保として差入れられた場合には、これに利息を付す扱いとなっている。オペ先からは、本行現先オペについても市場慣行との整合性を図る観点から、金銭担保の差入れを可能とするよう要望が寄せられてきているところである。こうした状況下、大きな矢印の下の四角であるが、オペ先のニーズを踏まえ、国債現先オペの受入担保に「金銭」を追加し、市場慣行との一段の整合性を図ることは、国債現先オペの利便性向上ひいては金融市場調節の一層の円滑化に資するもの、という具合に考える。概要、2番のと

ころであるが、(1) 担保種類の追加として、金銭を受入担保の種類に加えるということである。なお、個々のマージンコールに際して受払いをを行う担保の種類については、担保を差入れる先が選択する、という慣行になっている。なお、本行がオペ先に差入れる必要が生じた場合の担保の種類については、現行どおり国債のみとしたいと思っている。次に(2) 金銭担保への付利、という項目であるが、金銭担保が差入れられた場合には、付利を行うということである。付利のレートについては、市場慣行に則り、鉤カッコ内、無担保コール翌日物の金利から $\alpha\%$ という一定の $\%$ を引いて算出したものとしたい。ただし、下限金利をゼロとするということである。 $\alpha\%$ についても特段の事情がない限り市場慣行、これは現状0.25%ということになっているが、これと同じ水準に設定したいと考えている。なお、現状では金利は下限金利ゼロ%ということであるので、金銭担保が差入れられた場合についても、付利はゼロ%ということなので、金利は付かないという状況である。次の黒ぼちであるが、付利対象の金銭担保の残高は、本行がオペ対象先に対し有するネットの与信の解消に必要最低限の金額に制限したいと考えている。この点については、別紙という表がある。金銭担保の付利対象残高である。仮設例であるが、仮に本行がオペ対象先Xに対し、ネットで与信100を保有しているということになると、オペ対象先Xは本行に対し、その100の分だけ担保を差入れる必要が生じるという状況である。最も単純なケースとして、仮に全額金銭で入れたとすると、その下の四角であるが、ケース①はちょうど100だけ金銭を入れた場合ということで、この場合には、一番右の欄にあるように、付利対象残高は100全てということになる。ケース②-1、その下の段であるが、この場合は余分に入れたということで、仮に150入れた金銭担保があると、付利対象は100ということで、50については付利対象とならない、という扱いであるという意味である。国債との組み合わせというのが②-2であり、仮に100の純与信の額に対して、オペ対象先が150の担保を入れた中で、国債を60、金銭担保を90という組み合わせで仮に入れてくると、私共としては、まず国債の全部を担保として全部充当するとい

うことで60充当して、なお手当しきれていない担保の額については、金銭の方を充当するという考え方である。従って、金銭担保の付利対象残高というのは100から60を引いた40であり、この40の分については金利を付すが、残余の50については金利を付さないということに制限したいと考えている。今説明した必要最低限の金額に制限するという趣旨であるが、仮に制限しない場合については、この棒のところに書いてあるように、①として、無利息の本行当座預金からの資金シフトを招き、金融調節上支障が生ずる可能性があるほか、②として、付利レートが市場金利の下限としての性格を持つことになる、という問題が生じかねないという趣旨である。

3番目、今後の日程であるが、今般ご決定頂ければ、基本要領の一部改正の内容を踏まえ、基本約定の改正など所要の準備を進め、本年4月末までに本措置を実施するということで進めたいと考えている。4ページであるが、政策委員会付議文を読み上げさせて頂く。「『国債の条件付売買基本要領』の一部改正等に関する件。案件。金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、国債の条件付売買における担保として金銭を受入れ得ることとし、そのため下記の諸措置を講ずること。記。1.「国債の条件付売買基本要領」を別紙1.のとおり一部改正すること。2.「日本銀行業務方法書」を別紙2.のとおり一部変更すること。以上。」である。次に、今申し上げた別紙1.、基本要領の一部改正（案）ということで、横線のとおりに改めたいという案である。そのあと一番最後のページ、別紙2.ということで業務方法書の一部変更（案）ということで、横線のとおりに改めたいという具合になっている。私からは以上である。

福井議長

ご質問があったら出して頂きたい。少し技術的な話でもあるので、マージンコールとは何か、純与信とは何かについて、もう一言分かりやすく説明して頂きたい。

前原企画室審議役

マージンコールは、元々2002年に新しい現先のシステムが導入された時に、リスク管理の一つの手段として現先オペに導入された。現先は国債を先方に渡しその代わりに資金を受取るという取引である。受渡される国債と資金は同じ価値で当初スタートはするけれども、受渡した国債の価格が日々変動することによって、ずれが生じてくる。そのずれが生じたものをその都度担保の受払いにより調整して常に現先の時価と売買されている国債の時価とが同じようになるようにする仕組みがマージンコールということである。具体的には、マージンコールをしたいというコールを掛ければその部分については補正して同じ額にするように不足している方が相手方に行わなければいけないという仕組みである。純与信というのは、先程申し上げたずれの部分であり、ネットの与信と呼ばれている。

福井議長

どうぞ、ご質問、ご意見あれば。特にご意見はないか。それでは一応ご了承頂いたと思うが、もう一件、適格担保扱いの件があるので、採決は後で合わせて行いたいと思う。第二案件の「適格担保取扱基本要領」の一部改正に関して説明をお願いします。

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

前原企画室審議役

それではお手許にある金融政策決定会合用資料 8、「物価連動国債の適格担保化について」という資料に沿ってご説明させて頂く。「物価連動国債の適格担保化について」という資料の冒頭からである。金融市場調節の一層の円滑化を図るという観点から、本年3月に発行開始が予定されている物価連動国債を適格担保とするために、「適格担保取扱基本要領」の一部改正を行って頂きたいというのが案件である。背景について1番に簡単に記述してあるが、まず財務省では本年3月10日に、物価連動国債の発

行を開始する予定となっている。15年度、本年度の発行予定総額は1,000億円、来年度の発行予定総額は6,000億円となっている。次に、発行される物価連動国債の商品性については、一番目として想定元本が生鮮食料品を除く消費者物価、コアの消費者物価に連動しているという面がある。二番目として償還の時に額面の保証はないということで、それが変動するという特徴がある。それから三番目として、税捕捉の観点から一般事業法人及び個人への譲渡を禁止するという形で譲渡制限が付いているといった特徴がある。検討のポイントであるが、まず、こうした物価連動国債の商品性が基本要領に定める「信用度」及び「市場性」という適格基準を満たすかどうかという点が一つ目である。次に、仮に適格基準を満たすとした場合には、担保価格を算定する際に用いる掛け目をどのように設定すべきか、という点が二つ目の検討ポイントである。なお、海外の主要中央銀行においては、物価連動国債を適格担保として取扱っているということであって、アメリカ、イギリス、あるいはECBでもそのように取扱っているという形になっている。もう一つ付け加えれば、本行が適格担保として認めない場合には、発行時や売買時において同時担保受払機能も利用できないことになる。適格担保として認められればそうした機能も利用できるということであって、市場における流動性の面でネガティブな影響を避けることができるというメリットがある。次に適格担保化の可否ということで、先程申し上げた検討ポイントについてやや詳しく申し上げたい。

(1) 信用度であるが、基本要領では、信用度の要件として、「元利金の支払いが確実であると本行が認めるものであること」という具合に定めている。物価連動国債については、物価の変動に伴い元利金の金額が変動する訳であるが、予め定められた算式によって計算された金額の元利金の支払いが、債務者である国により確実に行われるということであるので、信用度の要件を満たすと考えて良いと思う。なお、こうした考え方については、利子が半年毎に変動する変動利付国債を私共が適格担保として認めた際も同じような考え方に基づいている。(2) 市場性についてであるが、基本要領の上では、市場性の要件として、「換価処分による資金化が容易であ

ると本行が認めるものである」と定めている。物価連動国債について、先程申し上げたように譲渡制限が税捕捉の観点から掛けられていては、一般事業法人及び個人への譲渡のみを禁止している訳であるけれども、換価処分が著しくこのことによって困難化させられるものではないので、市場性の要件も満たしていると考えて良いと思う。(3) 担保掛け目の設定であるが、基本要領の上で国債の担保価格は「時価」を基準とし、残存期間に応じた掛け目を乗じて算出するという扱いになっている。現在の国債の担保の掛け目であるが、これは国債の時価の洗い替え周期、これが9日程掛かると考えられる。それと換価処分、資金化するために必要と想定される期間として5日程度あるということで、14日間、約2週間の時価変動リスクをカバーする水準に設定されている。次に三つ目のぼちであるが、物価連動国債の時価は、理論上は名目利回りではなく実質利回り、実質利回りは名目利回りから理論上は期待インフレ率、それからさらにインフレリスク・プレミアムというものを引いたものと考えられる訳であるが、これによって決まるという点で他の国債とは異なっている。こうした時価の動きというのを1997年から物価連動国債を発行している米国において見てみると、物価連動国債の時価変動率は固定利付国債と比べると小さいというような実証分析結果が発表されているところである。ただ、こういう物価連動国債が発行された当初の状況を考えると、実際のデータに基づく検証ができないという面、それから市場規模などの制約から流動性リスクが通常の利付国債よりも大きいと当初見込まれるので、十分なデータが蓄積され、市場規模が相応に拡大するまでの間は、保守性の観点からということで、通常の国債に比べてやや低めの担保掛け目を適用することとしたいと考えている。なおこの扱いについては、2002年12月に分離元本振替国債及び分離利息振替国債、いわゆるストリップ債であるが、これを私共が適格担保化した際と同じである。別紙4をご覧ください。ここに書かれたのは、担保の種類および担保価格であって、基本要領の別表1から抜き書きしたものである。上の1が国債、通常の国債であって、1-2が分離元本振替国債および分離利息振替国債、ストリップ債の担保の価格ということ

で表示されている。物価連動国債は満期が10年であるので、このシャドーを引いた部分で比較して頂くと、通常の国債であると時価の96%の担保価格ということで設定していて、ストリップ債はこの下にある(2)、時価の95%ということで、1%下回る担保価格に設定している。物価連動国債についてもこの時価の95%ということで、通常の国債に比べて1%下回る価格に担保価格を設定したいと考えている。3、4ページ元に戻って頂いて、4番の実施日ということである。この基本要領の一部改正については、お認め頂いた場合には平成16年3月末までの総裁が別に定める日から実施することとしたいと思っている。先程申し上げたように、物価連動国債の第1回発行は3月10日の予定ということであって、関連システム、私共の方は3月1日にカットオーバーする予定ということになっている。なお、最後の棒であるが、発行開始当初は物価連動国債の市場規模が小さいということが予想され、オペの中立性が確保されないリスクがあるため、現段階ではオペ対象資産とすることについては見送る方針としたいと考えている。別紙1が物価連動国債の商品性という表である。先程申し上げたような部分を取り纏めてある。それから別紙2、これは主要国における中央銀行の物価連動国債の担保・オペ上の取扱いに関する表であるが、FRB、ECB、BOE、いずれも物価連動国債を適格担保として扱っている。それから別紙3は国債DVP同時担保受払機能の概要を書いた絵である。ここで見ると一番右上の国債譲受人においては、今回適格担保となるとこの担保差入というところに物価連動国債が使えるということで、日中当座貸越が利用できるといったようなメリットが生じる訳である。それから別紙4であるが、これは今申し上げた担保の種類および担保価格ということである。8ページが政策委員会付議文なので読み上げさせて頂く。「『適格担保取扱基本要領』の一部改正に関する件。案件。金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、物価連動国債を適格担保とするため、「適格担保取扱基本要領」を別紙のとおり一部改正すること。以上。」。別紙であるが、基本要領のうちの一部改正案ということで、別表1を横線のとおり改めたい、ということである。それから最後のページであるが、担保の種

類毎の適格基準ということで、別表2を横線のとおり改めたいということである。私からは以上である。

福井議長

どうぞ、ご質問、ご意見等あれば。宜しいか。それではご承認を頂いていこうと思う。決裁をしたいと思うので準備をお願いする。

[「国債の条件付売買基本要領」の一部改正等について
事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

[「適格担保取扱基本要領」の一部改正について
事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁
岩田副総裁
植田審議委員
田谷審議委員
須田審議委員
中原審議委員
春審議委員
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。両案件とも賛成9、全員一致である。

福井議長

両案とも満場一致で可決した。それでは第三番目の案件である、金融経済情勢、それから当面の金融政策運営に関する討議に移りたいと思う。まず討議の前提として、事前に配布している金融経済月報（案）について執行部から簡単に説明頂きたいと思う。

V. 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

それではいつものA3の紙でご説明する。景気の現状判断であるが、昨日早川調査統計局長からご説明したように、10～12月の経済活動はかなり強かったと考えられるが、1～3月はその反動で減速すると見込まれること、それから家計部門への波及がまだ弱いということで、景気回復が自律的な姿になっていないということ踏まえ、今月は「わが国の景気は、緩やかに回復している」とこれまでの判断を踏襲している。この表現は12

月から使っているの、今回で3か月連続ということになる。需要項目であるが、輸出について、10~12月かなり高い伸びになった。1~3月は減速が見込まれるので、「基調的に伸び率は高まっている」と言ってしまうと言い過ぎになるが、「このところ大幅に増加しており」ということで、ここを変えさせて頂いている。あとは設備投資、鉱工業生産、雇用者所得、個人消費、全て同じである。それから先行きであるが、先行きについても、「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」というこれまでの判断を変えていない。こちらの表現は展望レポートの直後の11月から使っているの、4か月連続ということになる。「すなわち」以下の説明についても一切文案を変えていない。それから物価であるが、国内企業物価はそもそも前回決定会合以降新しい指標が出ていない。それから消費者物価については、今回は0.0%であったので、「ゼロ%近傍」という表現を変更する理由は基本的にはないと思っている。物価の先行きについても変更点はない。実体経済は以上である。

櫛田企画室参事役

続いて金融面である。金融面についても全体として緩和された状態が続いている、企業金融を巡る環境がやや緩和される方向にあるといった判断については変わっていない。修文上の変更として、二点である。まず、アンダーラインの部分であるが、民間の資金需要について、減少テンポが幾分緩やかになってきている点を新たに記述した。これは金融市場局が実施している主要銀行貸出動向アンケート調査において——これは銀行から見た企業の資金需要ということであるが——、2000年7~9月期以来、小幅ではあるが増加超に転じたこと、これを受けたものである。やや実態面に即して申し上げると企業の借入金圧縮スタンスはなお継続しているが、設備投資が増加するなど企業活動が上向いてきている。こういった動きを反映したものと見るができるように思われる。続いて為替・資本市場の動きについても記述を若干修正している。特に本日朝、配付させて頂いたが、ここ数日株価が幾分下落しているため、こうした動きを踏まえた表

現に修正している。以上である。

福井議長

これを踏まえながら討議して頂きたいと思う。内容的なこと、あるいは文章修正については、後程また議論をさせて頂きたいと思うが、取り敢えず、これを前提とするに当たって何かご質問があればどうぞ。宜しいか。もし、ご質問がなければ討議に入りたいと思う。

VI. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

では、金融経済情勢に関する各委員の意見表明を頂きたいと思う。いつものとおり大体、一人5分ずつ位という時間制約でお願いしたいと思う。今日は、武藤副総裁、岩田副総裁、福間委員、中原委員、須田委員、田谷委員、植田委員そして春委員の順番でお願いできればと思っている。最初に武藤副総裁からお願いする。

武藤副総裁

先月の決定会合後に明らかになった経済指標の動向を見ると、海外経済の回復を背景に、輸出や生産の増加と設備投資の緩やかな持ち直しが続いていることが確認され、我が国経済は概ね順調な回復過程を続けていると言える。従って、経済情勢の総括判断は、我が国の景気は緩やかに回復しているということで良いかと思う。なお、展望レポートで示した標準シナリオからの上振れあるいは下振れを点検する中間評価については、前回の会合で行ったところである。今回は中間評価を行う会合ではないので、標準シナリオとの関係で特段申し上げることはない。海外経済については、東アジア、米国を中心に全体として回復傾向を辿っている。米国は昨年10～12月のGDPにも見られるように、個人消費に加えて設備投資もIT関連を中心に明確に増加していて、バランスの取れた回復となりつつある。

東アジアでも、中国が高成長しているほか、一頃減退していた韓国も取り敢えず外需に牽引されて生産が回復するなど、ほとんどの国・地域で回復の足取りが強まっている。さらに欧州でも景気の底入れが明確になりつつある。こうした海外経済情勢のもとで、我が国の輸出は、IT関連財のほか消費財、自動車関連財なども含めて大幅に増加しており、地域別に見ても、いずれの地域向けも高い伸びとなっている。また設備投資も、半導体製造装置などIT関連を中心に回復していて、こうした需要動向を受けて、生産・出荷は生産財、資本財やデジタル家電などの消費財を中心に大幅な伸びとなっている。個人消費は、若干持ち直しの指標も見られるが、基調的には横這い圏内の動きである。こうした中、やや変化が見られるのは、雇用関連指標の動向である。有効求人倍率が1993年以来の高い水準になり、また失業率も2年半振りに5%を下回るなど、労働需給を示す指標に改善の動きが目立ってきているが、雇用関連の統計はかなり振れがあるので、その点を踏まえて基調判断をしていく必要があるだろう。いずれにしても、企業の人件費抑制意欲は根強いので、生産の増加、企業収益改善の好影響が家計部門にどのように波及していくのか、景気回復の裾野の広がりという観点から今後とも注目していきたい。物価面の動向であるが、12月と、それから10～12月の生鮮食品を除いた消費者物価指数の前年比はゼロ%となった。需給ギャップの大幅な縮小が見込めない中で、今後も基本的には小幅の下落基調が続く、と見るのが妥当であるが、米、肉類の価格動向とともに上昇を続けている内外商品市況、あるいは企業の価格設定スタンスなど、物価を巡る環境は今後も丹念にフォローしていく必要がある。次に金融・資本市場の動向についてであるが、短期金融市場は本行の一層潤沢な資金供給の効果もあり総じて低位で安定的に推移している。債券相場、株価は最近少し下がっているものの、概して小動きである。長期金利については10年物が1.3%前後の狭い範囲で推移する一方、中期金利はやや低下しており、中短期ゾーンのイールド・カーブは若干フラット化している。為替市場は105円～106円台での揉み合いが続いている。G7を控えて市場は小動きとなっているものの、米国の「双子の赤字」、あるいはイ

ラク情勢への懸念などからドル安センチメントが強い状況は続いていると考えられる。このように金融・資本市場は足許比較的落ち着いた動きとなっている。ただ、為替市場を中心に市場の動きは神経質であるだけに、今後の動向と企業マインド、輸出を始めとする実体経済面等への影響については引き続き注目する必要があると考えている。以上である。

福井議長

今、標準シナリオとの関係について、武藤副総裁が一言おっしゃったが、標準シナリオとの比較判断というのは、特段の事情がない限り、原則3か月のインターバルでやるということになっているので、勿論標準シナリオとの関係に触れて頂いても結構であるが、必ずそれに触れなければいけないという硬直的なものでもない。そこはとらわれることなく、ひとつ柔軟にご発言頂ければ議長としては非常にハッピーである。では、岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

それでは四点程申し上げたい。一番目は海外経済だが、まずアメリカの第4四半期のGDPが4%となった。私は前回、足許4%ないし5%で第4四半期、第1四半期動くのではないかというふうに申し上げたが、大体その範囲で動いている。ただし、4%というのは予想レンジの中では低い方だった訳だが、これは財政支出が思ったより伸びなかった、あるいは在庫が思ったよりも弱かったということなので、民間の最終需要の面ではほとんど事前の予測どおりだったというふうに思う。ということで予想どおりの拡大を続けているということかと思う。それからアメリカの貿易収支の赤字について安定化傾向が秋以降出ているのではないかというふうに思う。また、アジアの方であるが、鳥インフルエンザの影響がやはりリスク要因として今出てきている、特にタイ、あるいはベトナム。これは注意する必要があるのではないかと思う。その一方で、従来あまり触れられていないのだが、インドの成長率がかなり高くして今7%ないし8%で成長して

いる。GDPの規模は中国の三分の一だが、購買力平価で見ると日本の8割位ある。中国はご承知のように日本の1.5倍あるということで、人口は中国とインドを合わせると世界の4割なので、一人当たり所得が世界の平均に近付いていくと、いずれ世界のGDPの4割の経済になる。潜在的には大きな役割をこれから演じていくということなので、もう少し注意を払っても良いのではないかと思う。それからヨーロッパの方は、ユーロ圏が内需がやや思ったより、特に個人消費が予想よりも不振である。そういったことが私はユーロ高の悪影響というものを、懸念をより強めるという可能性もあるのではないかと考える。それが今度のG7の声明にどういうふうに表示されるかということに注目をしている。以上、海外経済である。二番目は日本の輸出なのだが、今回の回復局面はやはり輸出主導なのだけれども、中国の役割がかつてない程大きいと思う。2003年全体で見ると、輸出増加の8割は香港を含んだ中国向けだということに注目をしている。それから、鉱工業生産の伸びは第4四半期前期比年率だと15.2%ということで、1976年以来のいわば驚異的な伸びだと私は思う。中身を見ると、資本財生産が年率で32.5%伸びているほか、耐久消費財が18.7%伸びているということに注目している。これはGDPの数字にも、第4四半期だが、意味があることだと思う。三番目には、雇用に少し改善傾向が出てきたと思う。それは先程武藤副総裁の方からご指摘があった新規求人、失業率に加えて、私はGDPの数字、第4四半期やや強めになると思うが、その裏側に雇用が前期比で緩やかだけれども増加しているということがあるのではないかと考えている。第4四半期のGDPの数字は間もなく発表になる訳だが、民間の予測を見ると1.0%~1.7%ということで、頭の中で何遍か計算しているのだが、最終需要だけ足して、強いものだけ足すと2%近くになってしまって、あとマイナスは公共投資と在庫なので、あまり言うところ危険なのだが、1.5%に近いのではないかと考えている。全産業活動指数も前期比今のところ11月までだが1.6%と増加ということなので、そうなっても不思議ではない。10月末に私の予測した実質GDPの数字は、やや強めに私自身も見たのだが、そのラインで大体動いているのかな

と思う。

福井議長

そのラインとは幾ら位だったか。

岩田副総裁

私は2.7%を予測していた。デフレータの調整があったのでそれから少し下がっている。それから最後に四番目は物価である。企業物価の底打ちでしかも3か月前比で見ると、思ったよりも少し強めに推移してきているのかなど。これも実は私の10月の時点での予測と傾向として大体合っているかと思っているのだが。川上で既に価格は上昇、一次産品価格の影響も現われているが、中間財の企業物価が底を打って既にゼロ近傍にきているのではないかと思う。最終財の方はそれがなお遅れている。で、価格転嫁が果してどういうふうに行われるのか、生産性で吸収されるのか、利潤が圧迫されるのか、これは大きい論点かと思うが、私は今回の回復局面では、需要が牽引している部分がかかなりあるので、価格転嫁がこれから半年位掛けて最終財に波及していくのではないかというふうに考えている。以上である。

福井議長

次は、福間委員。

福間委員

景気情勢については前回会合から間もないこともあり大きな変化はないが、引き続き外需主導で高水準の生産が続いており、金融経済月報の基本的見解も執行部から先程あった案で良いのではないかと思っている。ただ設備投資については、前回、予想以上の広がりや強さが見られると述べたが、ここへきて資本財や機械等の一部業種では工場の増設が目立っており、こうした動きは昨年12月、昨日説明があったけれども、民間非居

住用建築着工床面積が前年比 22% という高い伸びを示したことにも表われており注目している。当面の景気情勢については、設備投資の堅調に加え、一部在庫補填のための生産増も見込まれることから、景気は底固いものの、一方で主要輸出先の中国では、電力・水不足、交通渋滞等が、やや生産のボトルネックになり不透明感が出始めていることや、後程述べる鳥インフルエンザの影響も懸念されることから、中国向け輸出はスローダウンするのではないかと考えている。また、昨日の執行部の説明にあった第 4 四半期の一時的な要因が剥落することもあり、景気は全体として短期的に踊り場を形成するものと予想している。景気回復が持続していけば、構造問題も徐々に氷解していくと期待されるが、経済成長持続のためには規制改革や歳出改革等一連の改革を通じ、外需依存経済から内需と外需のバランスの取れた経済に転換し、景気回復の自律性を高めることが重要であり、その間、本行も忍耐をもって量的緩和政策を継続していく必要があると考えている。先行きのリスク要因としては、為替円高と中東を巡る地政学的リスクに加えて、ここへきて米国内での猛毒リシンの発見や、鳥インフルエンザの感染拡大も気掛かりな材料である。為替円高については、昨年半ば以降、日米金利差が縮小し、ドルのショート・ポジション造成や、キャリーに関わるコストが低い、すなわちドル安にもかかわらずベア・スクイーズのメカニズムが働かない状況である。また市場では大統領選を前に米国政府がドル買い介入を行う可能性は低いとの思惑もあることから、昨日の執行部の説明にあったように、投機筋のドル・ポジションに圧縮の動きはほとんど見られず、結果的には、介入不安はあるものの過熱感もなくじりじりと円高ドル安が進む展開となっている。目下市場は G7 の為替相場に関するステートメントに注目しているところである。一方地政学的リスクについては、イラク国内におけるテロ多発に加え、ここへきて欧米の航空会社が飛行をキャンセルするといった動きも見られ、また米国内では先月来ホワイトハウスや上院で猛毒リシンが発見され、テロの可能性があると不安を持っており、このような国際的なテロの脅威は世界経済や国際金融・資本市場にも影響を及ぼす可能性があるため、引き続き見過ごす

ことはできないと思っている。さらに鳥インフルエンザについては、FAOが憂慮するように感染の制御からはほど遠い状態と言われ、今後人から人への感染を含む被害の拡大が懸念される。既にアジア株は、観光・ホテル業、航空業、小売業等への影響を懸念して下落しており、我が国の景気回復は中国、アジア諸国の経済成長によるところが大きいだけに、SARS同様本件の影響にも注意が必要だと思っている。この間、物価の先行きについては、為替円高も手伝って、物価下落は根強く残っているとの見方に変わりはないが、かねてより指摘してきた国際商品市況や海上運賃の高騰が続いているため、素材産業を中心に第二弾の製品価格への転嫁を図る構えにあり、CPIへの影響が注目される。ただし、企業間競争がグローバル化している中で、素材分野では一部で企業の価格支配力が回復しつつあるとは言え、コストアップをフルに製品価格に転嫁することは難しい。一部には原料高・製品安の結果出てくる赤字を回避するため、減産するといった動きも見られており、ここへきて来期の収益見通しについて、昨年末に比べてやや慎重な見通しを持っている企業も出てきている。金融面については業績好調の企業はキャッシュ・フローが潤沢であるため、借入ニーズは未だ乏しく、またここにきて業績が回復してきた企業も新たな返済を本格化させようとしているために、銀行は貸出姿勢を非常に積極化しているにもかかわらず、貸出残高が思うように伸びない状況が続いている。以上である。

福井議長

次、中原委員お願いします。

中原委員

前回会合以降、まだ日も浅くて基本的な判断を変える材料はないと思う。まず、海外経済だが、先進諸国、エマージング経済、総じて改善が顕著である。その一方で、米国のいわゆる双子の赤字、中国経済の過熱あるいは経済のボトルネック、為替相場の不安定、あるいは商品市況の高騰などの不

均衡が少しずつ高まってきた感じを持っている。その是正は先送りされている中で、改めて中東情勢を中心とする地政学リスクに加え、鳥インフルエンザなど新しい不透明要因が強まってきたというのを感じている。米国経済について第4四半期のGDPを見ると、伸び率こそ市場予想を下回っているが、全体として需要項目を見るとバランスのとれた成長軌道に乗り始めたという感じを持っている。問題はやはり雇用と双子の赤字問題である。雇用の改善は見られ始めたということではあるが、過去の回復時に比べると大幅に遅れている。また、回復の業種が非製造業の教育とか医療、あるいは不動産というような、やや広義の金融・サービスに限られているようで、今後、生産性向上が雇用と所得環境の改善を通じて最終的に消費の持続的成長に寄与するのかどうか、まだ自信が持てないと言って良いと思う。経常赤字については、そもそも為替レートで調整することはかなり困難なのではないかと思うが、米国の需要が世界経済のメインエンジンという状況の中で、不均衡是正と世界経済の回復モメンタムの維持というのは、お互いにトレードオフの関係にあるとも言える。現在のドル安がオーバーシュートした場合、金融資本市場が不安定化して、国際的資本フローに偏重をもたらし、米国の景気のみならず世界景気回復の腰を折るリスクも考えておかなければならないと思う。来週G7ということであるが、米国の双子の赤字問題の解決が極めて短期的には困難な中で、欧州、日本、アジアにはなお一層の内需拡大の圧力が掛かる訳である。世界経済は極めて狭い選択の中で舵取りを迫られているということが言えると思う。我が国の経済については、輸出が引き続き増勢を維持していることを背景に、生産・出荷の基調は総じて強いようである。特に、生産財の出荷水準は、前回景気回復局面のピークを超えてきたようである。ただし、12月単月の鉱工業生産を見ると、IT関連は比較的好調であるが、一般機械とか金属製品工業等で一服感も出ており、今後の外需の動向にもよるが、季節的要因も加わり、輸出・生産は1~3月に掛けて増加テンポが鈍る、やや停滞感が出てくる可能性があると思っている。設備投資については、今後の企業収益、円高の動きに留意する必要があるが、現在の機械受注の動向、

稼働率の上昇、潤沢な企業のキャッシュ・フローを見ると、今後も緩やかな増加基調が続くとみている。以上のような経済の川上部門の堅調さに比べ、消費はなお横這い圏内を脱しきれていない。昨日も説明があったが、最近の労働力調査、毎勤統計などを見ると、失業率、有効求人倍率の改善など、需給面の悪化は歯止めが掛かっているが、正規雇用のパート代替も進んでいるようだし、人件費の圧縮による固定費引き下げの企業努力が続いている。いわゆる、ジョブセキュリティに対する信頼感はさらに今後も薄れていくと思う。今後、川上部門の改善が所得の増加を通じて家計に広がるというシナリオは、簡単には期待しがたいと思う。いわば内需による自律的な回復のメカニズムが働き始めたとの確認は、まだできていないと言わざるを得ない。物価についても、デフレ解消を確信を持って予測できる状況にはない。地域別の失業率などを見ると、前回の景気回復時に比べて、改善の度合いに格差がより広がっており、明らかに経済の二極化が進んでいる。中小企業、非製造業の回復は、特に零細企業を中心に大幅にラグしているし、商工中金調査の中小企業景況感にも頭打ち傾向が出始めているように思われる。輸出・生産の増勢テンポが、ある種の停滞感が出る中で行われる3月短観にどのように出てくるのか注視する必要がある。金融資本市場は総じて落ち着いているという評価ができると思う。先日のローンサーベイにおいて、資金需要DIの好転が注目されているが、約定金利等には改善の動きはないし、実態は株価の上昇、一部銀行の公的資金の投入からリスクテイク能力が改善して、健全化計画に関わる金融監督庁のスタンス等もあって、貸出の量的競争がかなり激化しているということを示唆しているのではないかと思う。市場面では、中期ゾーン金利が低下していること、あるいは株価の上値が極めて重いということ、ドルベアのセンチメントが引き続き強いことが挙げられるかと思う。中期ゾーンの金利低下は1月の当座預金目標の引き上げが時間軸効果にポジティブな影響を与えたことであろうかと思うが、一瞬、昨年春のような長期金利のオーバーシュートを心配する訳だが、現在のところその兆候はないと思う。大手銀行や地方銀行に今後の金利上昇に関するリスク管理上の問題はないよう

であるが、それ以下の中小金融機関については十分なモニタリングが必要ではないかと思う。株価については、これだけの景気回復と企業業績の回復がサポートしているにもかかわらず、10月の戻り高値を抜けていない。モメンタムは弱まっているようである。非居住者の買いが続いている中、期末を展望して持合い解消の流れが強まっているのか、代行返上の動きなど非常に読みにくいと感じているが、いずれにしても上値超えには新しい材料が必要と思う。欧米の株価に比べても、ビハインドしている状況であろうと思う。為替相場は政治的要因の影響も強い訳であり、引き続き大きな不透明さを抱えるリスク要因の一つとして状況に変化はないと思う。以上である。

福井議長

では、須田委員お願いします。

須田委員

金融経済状況については、昨日の執行部説明に違和感はなく、基本的見解の総括判断も先行きについても前月と同じ表現で良いと思う。金融政策運営方針のパートに時間を多く割きたいと思うので、ここでは米国の財・サービス収支の赤字と国内経済の二極化傾向について一言ずつ触れておくだけにしたいと思う。米国の財・サービス収支の赤字については、どこまで縮小すれば懸念材料でなくなるのか定かではないが、縮小の兆しも見えなくもない。それは世界経済の景気回復に因るところもあるが、Jカーブ効果もあるので、2002年第1四半期以降の米ドルの実質実効レート減価の効果が漸く出始めているのでは、という視点も持つておく必要があると思っている。

次に日本の景気回復が自律的なものになるためには、日本経済の二極化傾向が縮小していくことがポイントとなっているが、国民生活金融公庫調べの「全国小企業月次動向調査」の採算DIの推移を見ると、公共投資による地方への所得分配が期待できなくなる中で、中小零細企業、非製造業

の立ち直りは大企業製造業の波及効果だけでは難しいことが示唆され、なかなか緩やかな景気回復から抜け出せそうもない。政府はそれら企業が廃業し易くなる工夫ももっと心掛ける必要があるのでは、と思っている。

福井議長

次、田谷委員お願いします。

田谷委員

世界経済は拡大を続けている。途上国を中心にして、成長率見通しはこれまでのところ上方修正されてきている。先進諸国経済も拡大を続けているが、各国とも、雇用情勢の改善が遅いようだ。現在、G7ミーティングを前にして、ドル安が議論の焦点となっている。これは日欧の問題でもあるが、多くの途上国の問題でもあり、中国、アジア、NIEsをはじめとした主要途上国は大規模な為替市場介入を行い、為替レートの安定化に努めているようだ。この問題の行方は、今後の先進諸国経済ばかりでなく、多くの主要途上国経済を含めた世界経済の行方を左右することになると思う。まず、米国経済であるが、消費は堅調を維持しているし、設備投資は情報関連を中心に増加傾向を辿っている。住宅投資は、なぜこれだけ強いのか分からない程である。問題は雇用である。この点は中原委員も今触れた点である。確かに雇用情勢は改善してきてはいると思う。新規失業保険申請件数が減少傾向にあるし、企業の人員削減計画の公表も昨年辺りに比べると減少してきた。失職の惧れは小さくなってきていることが読み取れる。しかし、実際の雇用者数の増加は緩慢だし、求人広告指数も底入れしているようだが、なかなか上向いてこない。新規雇用の創出力が弱いようである。これは、主として、タイムラグの問題なのかもしれないが、雇用の低賃金国への移転が軽視できなくなっているのかもしれない。この点を今後ともフォローしたいと思う。ユーロエリアでは、外需の持ち直しを起点として前向きの循環に入り始めているようだが、外需が日本と比べても若干弱いようで、その分足許の景気は力強さに欠けるように見える。

もともと、金融機関を含めて、企業が抱える負の遺産は日本に比べて小さいだろうから、今後の景気回復のテンポは日本と似たようなものではないかと思う。東アジアでは、輸出の好調を背景に、中国、韓国、台湾における生産の前年比増加率は二桁になっている。鳥インフルエンザの影響も気になるが、全体としては順調である。東アジア各国とも、為替レートの安定化に努めており、外貨準備が相当増加している。中国とアジアNIEsを合わせた外貨準備の増加額は、去年は日本のそれに匹敵するまでになっている。東アジア以外の国で、昨年外貨準備の増加が比較的多かったのは、先程岩田副総裁が触れたインド、ロシア、ブラジルなどである。まさに前回福間委員が言われたBRICs、すなわちブラジル、ロシア、インド、チャイナとアジアNIEsということになる。日本ばかりでなく、これらの国の外貨準備の増加の大きな部分が自国通貨の対ドル相場上昇を抑制するための為替介入を反映したものとすれば、外国公的当局による対米資金還流は一般に考えられているよりも大きなものである可能性があるように思う。国内景気についての基本的見方に変更はないし、先程の執行部の月報の表現にも違和感はない。昨年第4四半期の生産は、好調な輸出もあって高い伸びとなった。今年前半も、マイクロヒアリングの結果などを見ると、昨年第4四半期程ではないにしても、情報関連財を中心にそこそこの伸びが続き、輸出の増加を起点とした前向きな循環は続くことになりそうだ。気になるのは、我が国でも雇用である。職安統計こそ順調に改善してきているが、どうも労働力調査の数字あるいはそれ以上に毎月勤労統計の改善が遅れているようだ。賃金の回復も予想以上に遅いようだ。これらが、どの程度タイムラグの問題なのか気になるところである。また、ドル安・円高の行方が当面非常に重要なことは言うまでもない。以上である。

福井議長

次、植田委員お願いする。

植田委員

全般的な状況としては、去年の第4四半期がかなり高い成長になったとみられた後、やや成長率は低下するのだとは思いますが、今年の前半もそこそこいくであろう。ただ、それ以降はまだ読みにくいということに加えて、第4四半期の若干の反動も予想される第1四半期の反動の程度が少し読みにくくなっているという面があるかと思う。債券市場、株式市場の動きはこういう景況感を反映しているものと読めなくもないと思う。付け加えるとなると、これは田谷委員もおっしゃったが、毎勤統計に見られるように、賃金、例えばボーナスの動きがやや予想していたよりも少し下かな、という感じがある。これは、輸出・生産増加の波及効果を弱めるという面がある一方で、企業部門のリストラも続いているという面もあり、どう評価するかは微妙なところかとは思う。話が飛ぶが、須田委員も指摘されたが、ここ1年前後のドル安の影響が北米、あるいは欧州その他地域の輸出入に若干の影響が出始めたと見られなくもないような動きがあって、為替によるグローバルなインバランスの調整をどう評価するかということも絡んで、今後も注目かと思う。あと一つ、やはり焦点は米国経済の中期的な動向であるが、これがどんどん良くなっていくということになると、それに伴ってFedの金融政策スタンスの変化の可能性を、今でも若干そうだと思うが、市場が読み始め、ある種リフレーションをテーマに動いてきた、少なくとも一部の市場動向は、かなり様変わりになっていく可能性も読んでいく必要があるかと思う。以上である。

福井議長

それでは最後に、春委員お願いします。

春委員

足許の景気については、米国、中国等好調な世界経済の中で輸出・生産、企業収益に次いで設備投資も増加している。その中でこのところ一部の雇用環境に好転の兆しが見られているが、所得環境の方はなかなか期待どお

り改善していない。消費は一進一退の動きかと思う。総括して緩やかな回復が続いていると思う。先行きについても、概ね 10 月の展望レポートの標準シナリオに沿った緩やかな回復の動きを続けると考える。根強いドル安円高の動きが米国の予算教書の大幅財政赤字の発表あるいは今度の G 7 の結果を受けてさらに加速することが懸念材料と思う。鳥インフルエンザについては、リスク候補といった格好である。

何点かコメントさせて頂きたいが、まず時々話題になる、福間委員も触れたが、中国の電力不足についてコメントさせて頂きたい。中国の電力需要は日本の約 2 倍であり、人口 10 倍、電力消費 2 倍という感じで、米国に次いで世界第 2 位である。元々中国政府は電力供給力の増強に非常に積極的であり、三峡ダムの大水力発電所計画とか、西部大開発の一環としていわゆる西電東送計画などを中心に推進していた。90 年代の末に中国経済が一時減速した際には、電力が余剰気味になり企業等の電力消費を促進する政策を採った例もあった。だが、その後経済成長が再び加速して、生活水準の向上もあり、電力消費も再び加速して、2000 年、2001 年、2002 年と 3 年間年率 10% 前後の増加をした後、2003 年の 1 月～7 月では 15% を上回る増加になった。設備の不足に加え、主力の燃料である石炭の受入が遅れたこともあり、昨年夏以降かなりの地域で電力不足の状況になっている。電力の需給調節は原則として省単位で行われているが、特に深刻なのは上海周辺から広東省に至る沿海部南部地域と、重慶周辺を含む内陸部の南部地域であり、昨年 12 月現在で全国の半数以上の省で何らかの電力の供給制限を行っている状況である。電力制限の方法としては、街路灯やネオンの制限とか百貨店、ホテルの空調の制限、あるいは消費抑制型の電気料金設定などを行っているようだが、典型的なのは企業に対して週 2 日の休業日を指定する形が多いようだ。特に浙江省の杭州市では、外資系の企業にも週のうち 3 日休業させるという例もある。また上海市では昨年夏何回か輪番停電を実施しているし、各地で供給力不足を原因とする停電も発生している模様である。政府としても既に計画を見直して、発電所や送電線建設の大規模な前倒しを開始している。中国では現在全国規模で電気事

業体制改革が進行しており、その中で電気料金制度の見直しとか建設資金の確保、その関連で外資の導入等が課題とされている。深刻さの程度を定量的に把握するだけの材料が乏しいが、電力不足は2006年までは続くという見方もあり、当分の間生産等の経済活動に何らかの影響が出続けることは避けられないのではないかと思う。

もう一点簡単に触れさせて頂く。個人投資家の株式投資の状況であるが、取引所発表の売買状況から見ると、2003年は個人は1兆8,000億円という大幅な売り越しになっている。これは金融市場局のレポートで拝見したが、1月に日本証券業協会の越田会長が明らかにされたところでは、公募・売出、IPOなどプライマリーのマーケットでの個人の買いを加味すると、個人は2002年も2003年も僅かながら実質的に買い越したと発表されている。今年はエクイティ・ファイナンスも相当増加すると思うし、新規の上場案件やNTT、JTなど政府保有株の売却なども予定されている。証券税制の改正によって、いわゆる貯蓄から投資への環境も大幅に改善されているので、個人による長期保有の投資拡大に期待したい。以上二点である。

福井議長

これで各委員のご意見を一通り承った。内外の経済ともこれまでのところは良い方向へ向かって動いている。これは十分確認できたのかなと思う。当面は、前回の政策決定会合の時に皆でシェアしたおおまかな枠組みとしての景気認識をほぼ維持しながら、暫くより厳密に情勢点検しようという姿勢と受取った。現実の動きは少なくとも10~12月の指標を見ている限り、国内について言えば生産の動きが比較的強めに出ている。結果的にGDPの数字にも幾らか反映するのではないかとの感じのようだが、1~3月の動きがどうなるかということと、やはり少し引き伸ばしてみないと、直近の回復の実勢トレンドは少し読みにくいところがまだ残っているかもしれないという感じがあったと思う。そして今年の後半以降ということになると、海外経済情勢を含め、やはりもう少し洞察力をもって見ていく必要があるという感じだと思う。国内経済の自律的な回復メカニズ

ムをより幅広くより強固にという観点については、色々な視点があると思うが、一つの重要な視点はやはり家計部門への波及という部分で、雇用面では限界的な事象は出始めている。しかし、いわゆる、賃金等の面ではボーナスが予想以上に慎重だったし、多分この春の春闘についても企業は相当慎重な態度に出ていくことが予見されるので、家計部門への好影響の波及については、まだかなり未知数のところがある、という感じだと思う。我々の政策に深く絡む物価情勢は、コアのCPIがここ数か月ゼロということで、分水嶺を微妙に歩いている。良い方向に山を登り続けて欲しいと思うが、なお分水嶺を歩いているということだから、これは慎重にウォッチする必要がある。岩田副総裁から少しエンカレッジな話があったが、是非その方向に行って欲しいと思うが、やはり見極めが必要という面があると思う。マーケットの方も、金融市場は我々の追加的な流動性供給の効果もあり非常に落ち着いているということだが、株・為替の動きなどはG7を控えてかなりナーバスになっていて、G7が終わってその硬直性が解きほぐれてみて初めて実勢が出てくると思う。株の動きなどは、海外の株の動きについても恐らく今年の後半以降を睨んだ展開になってくると思うし、国内の株価については、1~3月以降、12月までの良い動きがどういうふうな屈折度合いをもって先に繋がるのかということは今慎重に見極める段階に既に入っているのかなと思うが、G7とか期末要因とかいう硬直性要因が解きほぐれた段階で実勢が出てくる可能性があると思っている。従って、全体として、リスク要因はまだまだ一杯あるが、アメリカとの関連で言えば、アメリカの景気はどれ位ロバストでどれ位持続性があるか。一方インバランスの問題もあって、この問題は国際的な資本移動に対して、どれ位攪乱的な影響を本当にもたらすのかもたらさないのか、その点が一番大きな注目点だと思う。それから、我々は今まであまりカウントしてこなかった、福田委員その他の委員からご指摘のあった鳥インフルエンザとかリシンとかいう話は、これは全く恐怖のシナリオで言えば非常に大きな不確定要因であるが、やはり今のところ未知数ということでよく見ていかなくてはならない、と取り敢えず思うところである。今週末にG7

に行ってくるが、私自身は肩を凝らさないように行ってきたいと思っている。どうぞ引き続き議論をして頂きたい。如何だろうか、お互いに違和感のある見解等があったらもう少し討議して頂きたいと思うが。

須田委員

一つだけ、別に違和感でもなんでもないので、双子の赤字のインバランスの問題で、国際資本移動にどう跳ねるかという懸念に関して、それが為替レートに与える影響ということに少し関心が集まり過ぎていると思うが、やはり私はアメリカの金利に与える影響の方が結構怖いのではないかと思う。と言うのは、この間のFOMCの問題で、少し金利が上がった時のブラジルへの波及効果等を見ると、結局基軸通貨であるドルの長期金利が上がってしまうということがもたらす影響が凄く大きいなということ、その例を見ながら感じた。金利で調整するか為替で調整するかというのがマーケットである。だからマーケットに任せた場合に、そちらの方も怖いなということを一言述べておきたいと思う。

福井議長

私が今申し上げた趣旨も、どちらかと言えば為替というよりは金利の方を強く意識した。SARSの時も福間委員からその影響について非常に先見性のあるご意見を伺ったので、鳥インフルエンザについてもご意見があれば伺いたい。

福間委員

SARSの影響の方は、色々な企業が事務所を閉めたりしたのではっきり分かったのだが、鳥インフルエンザは、人から人への感染などということが起こると、影響ももう少し明確に分かると思うが、それはないように今は思っている。ただ、まだ分からないとWHOも言っておりあまり断定はできないので、コーシャスに見ておく必要がある。今のところファイナンス・マーケットへの影響が一番大きいのではないか。香港ハンセン、

台湾、タイ、インドネシア等鳥インフルエンザの出たところは株価ががたんと落ちている。勿論アメリカはアメリカでテロの問題がある訳だが、そういうことで米国の影響もあるとは思いますが、大体アジアの株式市場のコメントを見ていると、ここ1週間皆鳥インフルエンザのことばかりが書いてある。出張する人は警戒している。そういう面ではアジアだけに我々は少し気を付けていないといけない。先程岩田副総裁が言われたように、昨年の我が国の輸出の伸び率の約8割位が中国向けの輸出であるので、アメリカ以上に我が国経済への影響が大きいという部分があると思う。雇用の問題だが、実は昨日の調査統計局の早川調査統計局長と岩田副総裁の話聞いて、私の実感もどちらかと言うと岩田副総裁に近くて、意外に自動車メーカーとか電機とか、フリーターのカムバックよりは首を切った人にもう1回帰ってきてくれと、これをかなりの数でやっている。あくまでも臨時工という格好だから正式社員ではない。常用ではないのだが、そういう格好の人々がかなり帰っている。これは昨日もあったように自動車の生産が増えているとか、あるいは一部電機等では落とすだけ落としてしまって少しやり過ぎてしまって呼び返さなくてはいかんといった事情が背景にある。しかし、呼び返そうと思ったら中国に行ったり、韓国会社に就職していたというケースもあり、やや言い方は極端なのだが、労働需給のミスマッチにより、少し人手不足現象が一部のところで起きている。そのようなミクロの話を書くものだから、どうも昨日は岩田副総裁の話の方が私の耳にはよく入ってしまった、これは感想であるが。ただ賃金はまず上げない。今、企業は賃金総額は上げる気は全くないといって良いのではないかと。せつかく落とした陣容をITでもって代替しようというのは、これは一つのビジネスモデルであるので、BPR等をやってとにかく人を増やさない、もう一つは、掛ける賃金の総額を増やさないということ。当分経営サイドからはそういうものが出てくるのだと思う。所得の増加は当面はあまり期待できないのではないかと。ただ、働く喜びが出てくるので少しは良いのではないかと思う。

福井議長

国内の株価はともかくアメリカの株価はどうか。I T関連を中心にこのところ利益確定売りが多い。これはI T関連株が先行した部分のスピード調整なのか、植田委員がおっしゃったように多少先行きを読んだアジャストメントが始まっているのか。

植田委員

様式的には良いニュースは織り込んだということではないか。

福井議長

いつ頃までを織り込んだと思うか。

植田委員

今年前半位までの収益の増大が織り込まれていると思う。

福井議長

年前半位までの増益見通しが既に織り込まれているということか。

福間委員

NASDAQの上昇が早かった。去年の5月頃からずっと上がっていた。大体ここまできて織り込むものを織り込んだ。業績が良いとのニュースが実際に出ると利食ってしまうというパターンだから。今のアメリカ市場では業績で買うとやられてしまう。日本もややそれに似ていて、先程どなたがおっしゃったが、評論家風に言うと、非常に変わったのが一つは持合い株。企業間の持合い株は実は今、解け合ってきている。企業は、銀行との持合い株とはやや違った観点から持っていた株式があるのだが、このところどうも企業間の株式持合いを見直す動きが出ている。この他にも雇用についても常用が増えずにできるだけ専門職あるいはフリーターとかというような格好で採用するようになっており、雇用形態が変わってきてい

る。こういうことは、物の本にも書いてあるのだが、実際に企業はそういう形に変わってきているのではないか。良い人材だけは採ると。昔のような形の採用ではなく。そうした企業の変化の中で株の方では、企業間の持合いが崩れ始めているというのがこの局面での特徴だと思う。

須田委員

今のこと一言だけ。多分定義の問題なのだが、データの方の常用雇用というのはパートとかかなりの範囲が含まれていると思う。

福間委員

そうであろう。それは分かる。

須田委員

多分先程お話された自動車のケースは、常用雇用に入っているのではないかと思う。間違っていたらご指摘頂きたいが。

福間委員

そうかもしれない。

福井議長

自分も常用雇用に入る話だと思う。

福間委員

入る可能性はある。コールバックの方はそうだと思う。

須田委員

かなり定義が幅広い。

福井議長

毎勤統計の方はそのとおりである。他に宜しいか。ではコーヒーブレイクにしよう。中途半端な時間だが、35分再開でお願いします。

(午前10時25分中断、午前10時35分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

それでは後半の討議に移りたいと思う。次回の政策決定会合までの金融政策の運営方針について、今、議論した情勢判断をバックグラウンドにしながら討議をしたいと思う。改めて各委員から意見を表明して頂きたいと思う。武藤副総裁からお願いします。

武藤副総裁

先程申し上げた金融経済情勢についての判断を踏まえると、金融政策運営は現在の調節方針を維持することで良いと思う。前回、当座預金ターゲットを引き上げたが、これはデフレ克服に向けた日本銀行のスタンスを改めて明確に示すことによって、金融市場の安定を確保して、緩和的な企業金融環境の維持などを通じて、今後の景気回復の動きを、より確かなものにしていくことを狙ったものであった。実際、その後の状況を見ると、金融資本市場においてはやや長めの金利がさらに安定したほか、1月28日のFOMCのステートメント変更を受けた米国の債券市場の金利上昇の後も、我が国の債券市場は落ち着いて推移している。また、企業のマインド面についても、前回の支店長会議で好影響を与えているといった報告もあった。今後、こうした効果がどの程度の広がりをもって、実体経済面にどのような影響を及ぼしていくかということに注視していきたいと思っている。以上である。

福井議長

では、岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

それでは三点程申し上げたいと思う。結論的には今回、特に新たな政策は必要ないということだが、まず一点目は、私が最近注目しているのは、日銀券の伸びがスローダウンしていることである。それが恐らくマネタリーベースの減速だけでなく、M2+CD、少し広義のマネーサプライにも影響を与えているのではないかと思っている。精査が必要だというふうに前から申し上げているのだが、私自身は、不良債権処理の進展とともに期待デフレが後退しており、現実にはコアのCPIでもゼロ近傍というところになってきたというのは、やはり-1%程度で推移している時代とは期待デフレの様相がかなり異なっているのではないかと思っている。それで問題は、この先どうなるかということなのだが、縦軸に物価上昇率をとって、横軸にマネタリーベース割る名目GDPの比率を置くと、現在のところ、グラフの形状は流動性の畏的な状況、すなわち横這い、水平になっている訳だが、問題はこれがどういうふうにこの後推移するかということだと思う。急激にマネタリーベースがマイナスになっていくというような事態があると、恐らく横這いになったところをそのまま左に移動していくということになりデフレを脱却できないという経路かと思う。もう一つありそうなのは、左上の方に戻っていくという、これはマネタリーベースの伸びもマイナスだが、そのマイナス幅、減速は緩やかで、だがその背後で金利は上がって、デフレ率も縮小して少しプラスの方に向かっていくというシナリオ。ただ問題はその経路で考えると金利上昇の速度が速過ぎると、もう一回デフレ均衡に逆戻りしてしまうというリスクが生まれると思う。私が望ましいと思っているのは、右の上の方に暫くの間上がっていくというもの。図も書いて考えていたのだが、現在のところ実はその望ましい方向に進んでおり、つまり-1%位のデフレだったのがゼロに近付いている。マネタリーベースと名目GDP比率も増えているということなので、右上

の方にあっており、私は少なくとも物価上昇率が+1%程度になるまで、このような右上の方にあって、やれやれというところで少し左の方に次第に戻っていくというのが望ましいと思っている。前回の本行の措置はそうした望ましい経路に向けての措置であったというふうにも私は考えている。その面でもソフトランディングというか、デフレ均衡から正常な均衡に向けて一つのステップとして極めて望ましいものだったのではないかと考えている。デフレ克服に向けて望ましいものだったというふうにも考えている。二つ目は、アメリカのFOMCが表現を変化させたただけなのだが、これがやはりインパクトを与えていると思う。簡単に言えば、選挙前であっても利上げの余地が、あるいはもうちょっと言い方を変えるとフレキシビリティの余地を広げたということかと思う。連邦準備は金融緩和を持続するというコミットメントによって、現実の市場の長期利子率を低い利子率、恐らく均衡の利子率よりも低い利子率に据え置くということを実現する一方で、市場の関係者には、現在のインフレ率、物価上昇率というのは低過ぎて下限すれすれとなっており、将来はより望ましい高い物価上昇率が実現する、ということと同時に確信させるという離れ業に挑んでいるのだと私は思う。日本もそういう離れ業を必要としているのだと思うが、実際に離れ業をやっていて、半ばそれを実現しつつあるのではないかとこのように考えている。それから金利についてこのようないわばフレキシブルな対応をやるということと、それから实体经济が強くなっていくということとを組み合わせると、どちらかと言うと恐らくアメリカの長期金利は上昇に向かっていくと思う。その過程でこれは順序が問題なのだが、私はドル安をむしろストップさせる要因になり得ると、これは先程須田委員がおっしゃったことと若干反するかもしれないのだが、これ以上のドル安の歯止めになる可能性があると考えている。もう少しアメリカの長期金利のことを眺めてみると、例えば、スワップションのボラティリティとあって、スワップとオプションを組み合わせたもののインプライド・ボラティリティを見ると、2002年以降、かなり上昇している。それと対照的に株式の方のインプライド・ボラティリティは急速に低下する。それでリスク・プレミアムが減

少するという、こういう非常に対照的な動きを示している。国債のボラティリティの上昇というのは、いわゆるコンベキシティ・ヘッジングという要因等があるが、それだけではなくて均衡値からの乖離が大きいとボラティリティがやはり拡大する可能性がある。これはちょうど、株価で言うと1996～1997年にグリーンSPAN氏が「根拠なき熱狂」と呼んだもののある意味では似ているところがあると思っている。それから現実のインフレ率と物価連動債のブレイク・イーブン・レートとの乖離、言葉を変えて言うと現実のインフレ率と物価連動債で示されている期待物価上昇率の差が今1.5%程である一方で、物価連動債で期待されているインフレ率が2%を上回っているということも、マーケットの名目金利が均衡から乖離しているということの意味していると思う。それは徐々に是正されていくのではないか。ただ、その過程でボラティリティがさらに高まる可能性もあるので、そこはなかなか難しい舵取りの要るところかと思う。ただ、全体としては良い方向と言うか、ドル安にストップを掛ける要因になり得るというふうに考えている。最後に、日本の金融政策だが、Fedが今やっているような離れ業と言うか、現実の名目の長期金利、市場金利はできるだけ低い水準に据え置くという、そういった効果が前回の措置でも明らかに中期、短期には現われていると思うので、非常に望ましいことだと思う。離れ業の一部をやったと私は思っている。重要なことはもう一つ、市場の関係者に望ましい物価上昇率、中長期的に望ましい物価上昇率とは何なのかという点も同時に確信して頂くというところの組み合わせが本当に重要なのだ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

短期金融市場は本行が前回会合で当預残高目標値を引き上げ、その後、期間の長い手形買入オペを中心に市場への資金供給を優先したことが奏

功し、足許は落ち着いた展開となっている。また先月も触れたことだが、一部の銀行間のDD取引ではあるが、グループ内や親密先の銀行との間で2か月位のターム物が稀に出てくるというような動きになっている。この間、金先のフォワード・レート・カーブはブルフラットニングしており、時間軸効果に対する市場の見方も安定している。以上を踏まえると、今次会合では現行の金融調節方針を維持することが適当と考えている。ただし、市場ではFBの発行と為替介入が今後さらに増加していった時に、本行が市場のニーズにマッチした金融調節を継続するかどうかについて不安を持つ先が引き続きある。すなわち、本行はこれまで余剰感の強い短めの資金を吸収する一方で、インターバンクでの調達が困難な長めの資金を供給するというツイスト方式で金融調節をしてきたが、為替介入に伴う円売りの一段の増加により、本行の期間の長い資金供給オペが減少するのではないかという不安が大手行の資金担当部署からも聞かれている。また、金融システムについては預金保険法102条や今後導入が予定される2兆円の公的資金注入制度等、セーフティネットもありシステム全体としての安定性は高まりつつあるが、個別に見ると地域金融機関や大口の問題先を抱える大手行には未解決の問題が残されている。こうした観点から、このところ当該銀行やその関連企業の株価下落が見られるが、こうした動きが限定的なものであるかどうか、あるいは大手行に対する特別検査を巡って、どのような動きが出てくるか注目されるところである。以上のことを踏まえると、少なくとも来年4月にペイオフが全面解禁となり、金融システムの安定性が確認されるまでは本行としては銀行のALM管理に配慮した従来のツイストオペを継続していくことが必要であると思っている。以上である。

福井議長

中原委員、願います。

中原委員

景気の足取りは想定シナリオより強めということである。消費者物価は様々な特殊要因から足許下落幅が縮小しているが、先行きデフレ解消に繋がるまで需給ギャップの縮小が安定的にまだ続くかどうか確信の持てる状況にはない。加えて、金融システム不安の再燃のリスクも否定できない。円高が実体経済の腰を折りかねないリスク、さらに世界的な種々のイベント的リスク要因を考えると、引き続き現在の最大限の緩和姿勢を継続して、かねてからの課題である目詰まり解消にも改めて工夫を凝らし、回復のメカニズムに油を差して足腰をスムーズに強くしていくことが必要だと思う。今回については、前回会合で追加緩和を行ったばかりであり、実体経済と市場動向に目を凝らしつつも、現在の調節方針継続で宜しいと思う。なお、前回の緩和について、市場では日銀は対話の努力に欠ける、という批判をはじめ、中にはかなり感情的な批判も強いが、一部にやはり政策の予測可能性と説明責任を果たすということとを同義に捉える考えがあるとするれば、若干違和感を覚えざるを得ないと感じている。金融資本市場の動きが実体経済に影響を与える蓋然性が高まった場合、プリエンブティブに対応をするということは当然のことであろうと思う。ただし、この点が政策に裁量余地を与えて予測可能性を減ずるということはそのとおりだろうと思う。金融政策の有効性は、やはり実体経済の状況によって異なってくる訳であり、金利のある世界においても貨幣需要の金利感応度合いが低い場合には、金融政策は効果を持たないということになるし、その逆は逆である。量的緩和の効果も同様であろうと思う。人々のインフレ期待がいささかでも芽生えて、あるいはデフレ期待が弱まり、実体経済が回復過程に入ってデフレギャップが縮小する過程では、量的緩和は一定の効果を発揮してくるであろうということは、これまで我々も説明してきたところである。当座預金残高引き上げにより市場の不透明感が除去されるというメカニズムは、既に金利のボラティリティ低下として証明されているところである。勿論、ターム物、長期金利については、為替と同様に金融政策で直接コントロールすることは困難であるというのはそのとおり

である。金融政策において特別に大きなネガティブショックの加わった緊急の場合を除いては、基本的には短期金利を通じた裁定効果の他は、過度の金利のボラティリティを除去することを通じて安定化を図っていくしかないと思う。逆に、実体経済に見合った金利の上昇を金融政策によって封じ込めるということもすべきではないと思う。ただ、現実には市場金利が実態に先んじてオーバーシュートする傾向があることは十分注意していく必要があると思う。いずれにしても、今後デフレが解消し、時間軸解除条件が満足される前に景気が逆戻りする懸念も払拭できていない現状から、イグジットのシナリオを描くと同時に、一方では不測のネガティブショックに備え、今後の追加緩和の手段をどのように考えるべきか、その限界、副作用も含めて検討を迫られることも覚悟する必要があると思う。このような状況のもとで、市場とどのような対話を進めていくか、今後の極めて重要なポイントであると自覚している。以上である。

福井議長

次は、須田委員お願いします。

須田委員

金融政策運営方針について、前回の政策変更の反響を踏まえて意見を述べておきたいと思う。対外公表文、総裁の記者会見や国会での答弁などにもかかわらず、前回の政策変更の狙いについては不透明感が漂っており、市場やマスコミからは依然として戸惑いの声が聞かれる。狙いは政治的な批判回避のためであるとか、ベースマネー批判への対応であるとか、姿勢を示すことで心理的効果を狙ったものなど、見方は多種多様だが、中でも多いのは円高、ないしは介入対応であるという見方だと思う。

政策変更の効果については、それが個々の経済主体の行動に直接与える影響については定かではないので、足許における市場での効果に限って申し上げると、限定的であるという見方がかなりある一方で、供給オペの増加からオペレートが低下するという指摘や、景気回復局面でも金融緩和が

あり得るとか、市場機能の低下がより一層進むという認識の広がりなどを背景に、量的緩和政策の解除時期が一段と後ずれするとの見方から、中短期ゾーンの金利に低下圧力が掛かるという指摘も少なくない。実際市場の反応を見てみると、株価や為替レート、長期金利には特段の反応は見られなかった。他方、金利については昨日の説明にもあったように、F Bレートやユーロ円金先レートが低下した。イールド・カーブについては中短期ゾーンではフラット化しており、カーブが僅かながらスティープ化している。また、政策変更後、市場では、資金供給オペが増えるためいつでも資金がとれるだろうとの思いから供給オペに対する需要が以前に比べ弱くなっているようだ。確かに札割れ、応札倍率、レートを見ても市場に資金余剰感が漂っているように見受けられる。日銀当預残高を見ると、ターゲット引き上げ分は主に都銀に歩留まっている形になっている。都銀は金融システムが落ち着いてきていることもあり、資金運用効率化のために当預残高の圧縮を図ってきた。しかしながら吸収オペの期落ち等で資金が戻ってきても、短期金利の低下のもと、リスク許容度の範囲内での運用先が見出せず、今のところ都銀は当預を「あきらめ保有」せざるを得ない状況になっているとのことである。以上、先月の政策変更の狙いについての見方とその足許の効果について簡単に述べさせて頂いたが、この政策変更について、これまでの市場の反応だけをもって評価を下すのは適当でないと思っている。ただ、先月の政策変更が市場に我々の想定外の期待を醸成させている可能性があり、こうした期待の中には今後の金融政策の手足を縛ることになるような期待の芽があるように思うので、その点について述べておきたいと思う。

期待の芽の一つ目は、円高が進んだ場合あるいはさらなる円高予想が生じた場合、日本銀行は追加緩和を行うというものである。これまでも、政策決定会合で申し上げたとおり、日本銀行は為替レートそのものを金融政策の目的とはしておらず、円高に過剰反応して政策を誤らせた過去の過ちを繰り返してはならないと強く思っている。その一方で、円高が問題になると追加緩和が行われるという期待は10月及び先月の政策変更でかなり

強いものになっている。このため、今後円高が問題視され、大量の介入が行われるような場合に追加緩和を行わなければ、いわれのない批判を受けたり、市場が混乱する可能性がかなりある。他方そのような市場の期待どおりに量的緩和を強めていけば、過去の過ちを再度犯すことになりかねない。

また、日本銀行が長期金利の安定化へ踏み込むという期待も形成されつつある。長期金利がオーバーシュートしたり乱高下することは問題だが、景気の回復に応じて上昇すること自体は自然のことだということは、皆様も異論はないと思う。ただ、先般の記者会見における総裁の長短金利についての発言を深読みし、景気が回復しても日本銀行はデフレ脱却を目指して量的緩和を強化し、長期金利を低位安定させるとの期待を膨らませている向きも少なくない。その中には、日銀による長期国債買入の増額を視野に入れているものもある。また、先程も指摘したように量的緩和政策からのイグジットが後ずれするという見方もある。その結果これまでは2年債位までだったものが5年債位までの中短期債や先物に買い安心感が広がっているようだ。この状況が行き過ぎた場合、その修正過程において昨夏の長期金利の急騰という悪夢の二の舞になり兼ねない。長期金利が急騰した時に、「市場が我々の意に反して勝手に解釈して走った結果だ」と突き放せないことは昨年経験済みである。

いずれにしてもこのような期待は見当違いなものであると私は思っている。従ってこうした期待は見当違いであることを丁寧かつ繰り返し説明することで、芽を早く摘み取る必要があると思う。そもそも時間軸効果の強化を通じて長期金利を低下させることは、先月の政策変更の狙いの中にはないと私は捉えている。

と言うのは、中間評価で標準シナリオどおりと判断をしているもとの、もし今回の追加緩和策がデフレ対策として一定の効果があると言うのなら、我々の提示したイグジットのための必要条件からすれば、デフレ脱却の時期が前倒しされることはあっても後ずれするはずはない。つまり先月の政策変更によって時間軸が短くなるのが必然だと言える。ところが実際

にはそれとは逆に時間軸が長くなったのは、そもそもこの政策変更自体の効果が先に述べたように、限定的であると捉えられているだけでなく、追加緩和や総裁の答弁を受けてまだ我々が明確化していない、イグジットのための十分条件についての判断を市場が勝手に行い、時間軸を長くしたということだと思う。

しかしこのような形で時間軸に影響が及ぶのを放置しておく、昨年10月に決定した「金融政策の透明性の強化」の効果を損なう。そこで我々が示した条件だけでは、我々が想定するイグジットが早いと市場が誤解しかねない状況に現在あるなら——勿論、私はそのようには認識していないが——、量を増やすとか、出口についての総裁の答弁に依存するよりも我々がもう一段、イグジットのための条件を明確化し透明性を高めることが本筋だと思う。

前回の決定会合後、辛口の市場関係者から、「今後は、政策決定会合＝イベントリスクと考えざるを得ない」とまで言われてしまったが、「金融政策の透明性の強化」に則った透明性の高い金融政策を貫き、政策決定会合がイベントリスクと言われるような不本意な状況から一刻も早く復する必要があると思っている。以上である。

福井議長

田谷委員、お願いします。

田谷委員

政策運営としては、現在の当預残高目標を維持することが適当だと思う。短期金融市場は安定を保っている。一部の金利はさらに低下した。多額の為替市場における介入も、市場に逼迫感をもたらさなかったと思う。供給オペの一部で札割れも起こった。短期金融市場の資金余剰感は、さらに強まったかに見える。今後の資金供給オペは、期間、オペ手段を選んで、また、吸収オペと併用して資金ニーズのあるところに供給していくことで、残高目標を維持していくことで良いと思う。企業金融の現状については、

資金需要面でほとんど変化はなく、あったとしても限界的なものだと思う。資金供給面では、支店長会議でも何人かの支店長が触れておられたが、大手行を中心にボリューム志向を持っているようだし、CP、社債の発行環境も良好のようである。ただ、最近の銀行株価の軟化の影響がどう出るかには注意が必要だと思っている。以上である。

福井議長

植田委員、お願いします。

植田委員

私は次回までの調節方針は現状どおりということで良いと思う。前回の措置の影響について、私なりに評価してみると、概ねは大体予想どおりの影響だったということだと思う。すなわち、措置自体はややサプライズな面があった訳だが、達観すれば、株式、外為市場にはほとんど影響がなかった一方、短期金融市場の一部及び短期債、中期債の辺りは少し影響が見られたということだと思う。また、複数の方が触れたが、市場まわりのエコノミスト、マスコミ等の一部で、手厳しい評価がなされた面もある。ただこれは、中原委員もおっしゃったように、そのまた一部は誤解に基づいたものという点もあると思う。ただその誤解を解こうとして説明していくとなかなか難しいことになるという面もあるかと思う。それと関連するが、短期金融市場及びその周辺への影響は、やや私が思っていたより大きかったかな、という気がしている。この解釈だが、二通りあり得るかと思う。一つは、短期金融市場にここ一年前後、もう少し長いかもしれないが、いわゆる目詰まり現象が発生している。何かあると長めの短期金利に上昇圧力が掛かる。そうするとそれを打ち消すようなオペが有効である。そうだとするとある種の有効性はあるのだが、そういう目詰まりがなかった時と比べて本格的に追加緩和効果があるかということ、必ずしもそうではないということになるかと思う。もう一つの解釈は、もっと達観すると、オーバーナイト金利は動かなくなってしまったのだが、少し長めの短期金利等は、

当預目標拡大につれて段々低下してきている。つまり、量が出て金利が下がってきている、ということがまだずっと継続しているのだ、という解釈もできなくもないと思う。ユーロ円レートとか、短国レートである。そうするとこれはある意味普通の金融政策をやっているという解釈になるのだが、微妙な点が幾つかあると思う。例えば、オーバーナイトより長めの金利に働き掛けようとする、とすると、当預の量だけでは駄目で、その長めのところの需給に働き掛けないといけない訳である。従ってオペの工夫が必要だということになるのだと思う。それから、もう少し微妙な点として、これは須田委員がおっしゃったことと関連するが、長めの金利に軟らかな形ではあるが、そうやって働き掛けていくということは、ある種時間軸政策とはまた違うメッセージをマーケットに対して送っているということになる。両者の整合性をどう考えていくかというのが難しい問題としてあるかと思う。以上である。

福井議長

春委員、お願いします。

春委員

前回会合で当座預金の目標を引き上げ、残高も 33 兆円台まで引き上げられている。現状、短期金融市場は引き続き落ち着いた状況にある。昨日の説明によれば、相当の工夫は必要としても、当面は現在のオペ手段を活用することでこの水準は維持可能である、と受け止めた。次回会合までの金融調節方針は現状維持とし、当預残高は 33 兆円程度を中心にレンジを有効に活用して、なお書きの適用も含めて市場の需給に応じて機動的かつ柔軟な調節を続けることが適当かと思う。

私も前回会合での目標引き上げについて三点程申し上げたい。第一に、概ね今回の決定の目的は理解されて肯定的に評価されたのではないかと思う。先日の支店長会議における各支店長の報告にもあったが、特に経済界においてデフレ克服に向けての日銀の強い意志が理解されて歓迎され

たと思う。また、通信社による直前の予測調査でも政策変更との見通しが、割合は少なくとも12月比では明確に増加していたことや、結果として短期金融市場や債券市場でも大きなサプライズとしては受止められなかったということも事実として重要なのではないかと思う。

第二点であるが、とは言っても、皆さんが触れたように、いわゆる専門家筋と言うか、そういった方々から疑問、批判、あるいは深読みに類することが少なからずあったことも事実であり、こうしたことに対し皆様の発言にもあったように、引き続き粘り強く適切な説明を行って、社会や市場との対話を深める機会として、むしろ活用していきたいと思う。

三点目としては、今回の決定についてある市場関係者から、上限の引き上げは良かったとしても、より柔軟な金融調節のためには下限の27兆円は据え置いても良かったのではないか、という意見を頂いた。もう既に執行部では色々こういった点についての検討はしていると思うが、将来に向けての一つの検討課題と私は受け止めた。

また、最後に前回会合で決めた資産担保証券の買入の見直しであるが、既に1件、新しい要件での審査が完了したという報告があった。今後、今回の要件見直しが資産担保証券市場の拡大に繋がることを期待するとともに、さらなる工夫を続けていきたいと思う。以上である。

福井議長

これで皆さんの意見を一当たり頂戴した。共通して言えることは、今回は現状維持が適当ということであったと思う。今日、つい先程確認した金融経済情勢判断は前回の会合以降取り敢えずは大きな変更を加える必要はないという判断に基づく政策的な見解の形成ということだったと思う。従って、さらに議論して頂くが、もしそういう結論であれば、我々としてはより詳しく説明する努力は続けながら、政策効果については自信をもってこれを浸透させていく姿勢が非常に大事だと思っている。如何だろうか。お互いのご意見をぶつけて、もう少し議論を深めてもらいたい。

岩田副総裁

宜しいか。幾つか須田委員のご発言について。いつも反対のことを言うのは申し訳ないが、マーケットの関係者がどういうふうを受け止めているかという、まず株式市場の関係者は皆大歓迎なのではないか。やはり一番厳しいのは短期金融市場の関係者であって、これはもう出口が遙か彼方まで行ってしまったと。つまりデフレがずっと続くと思っている人にとっては、まだまだデフレの可能性がある限りは絶対やると、断固としてやると言った訳だからとてもかなわない、そちらの方の反発はそれ自体よく理解できる。それは量的緩和政策あるいはゼロ金利政策というものが持っている宿命だと思う。それからもう一つ、いわゆる日銀ウォッチャーの方の批判があって、これは言ってみると過去の、というか、発足してからのゼロ金利政策だとか、そこで色々してきた説明の仕方と今回は違うのではないか、という。しかし私はむしろ違うということをはっきりさせた、という意味で画期的だと思う。つまりデフレを克服するために今回の措置をとるというのは、私が調べた限りでは初めてなのではないかと思う。そこに自ずから色々な違和感が出てくるのはやむを得ない面もある。だからそれで誤りだったということではないと思う。現実にはFBのレート、スワップ市場、先物市場、こういうところはむしろ安定化させるように働いたと思う。多分少数意見だと思うが、私は量的マネタリーベースが将来も安定的に増えてくるという安心感を与えるということが、やはりマーケットの期待を安定化させる方向に働いたのではないかと考えている。日銀券が減速しているというのも、逆に言えばそういう安心感があるからこそ、というところがあって、ではそういう政策を全然やらないで止めてしまおうと言ったら、本当に自然に今と同じことになっているかどうかというのは、そこはまさにマネーというのは供給と需要が両方絡まり合って決まる話だから、とても区別が難しい。事前の関係と事後の関係というのはとても入り組んでいて難しいのだが、金融当局が一貫して安定してマネーを出していくという安心感を作り出すからこそ日銀券の伸びが減速するというふうに、私は因果関係を捉えている。それから、私が興味深いと思ってい

るのは、年末に連邦準備のエコノミストのオーファンニデス氏によって研究された日本銀行の2000年8月の金融政策と1930年代半ばの連邦準備の金融政策との比較である。それによれば両方とも誤りであったと。どこが間違っただろうか。私の理解するところでは、その論文の言っていることは、両方とも共通しているのは銀行の超過準備が増えても何の効果もない、と判断した後の対応の問題である。30年代半ばの時は金の流入が起き、超過準備がどんどん膨れ上がった。こんなものは何の効果もない。それでむしろ必要準備率を上げて引き締めてしまった。しかし引き締めた時に引き締めたと思わなかった。むしろイクストリームリーに必要準備率を上げた時点で何を言っていたかと言うと、ステートメントではこんなに超緩和を我々は続けている、という声明を発表した。私は日本でも2000年8月に0%から0.25%上げた時に、そのように日本銀行も声明したと思う。景気は強い、0.25%というのは低い金利だ、超緩和である、というメッセージ。私はそこは間違っていたと思う。一般的にはオーファンニデス氏もそういう量の変化は効果があると言っている。それは勿論金利を通じてということであり、短期、長期にインパクトが生ずるという意味で有効性があるという立場を彼はとっているが、そこで重要なのは、量を動かした時に現実にリバランシングを通じる効果と、期待を通じる効果と両方あること。期待の方はこれは間接的なものである。現実の量の効果は、デフレ期待がかなり強いままである、あるいは過去に誤りを犯してクレディビリティが十分でない、という時は恐らくその量の動かし方は沢山ないといけない。しかしクレディビリティが極めて強ければ、ほんのちょっとした現実の政策の変化でも動かすことができると思う。もう一つの期待の変化というのは、将来に向けて金融政策が今後首尾一貫した政策を採るのかどうかということが重要だと思う。内閣府でインフレ期待あるいはデフレ期待についてのスタディがあるが、アンケート調査で価格変動に影響を与える最大の要因は、景況感が50%。残りの四分の一は金融政策とコストだと答えている。一般の方は量的緩和で当座預金を3兆円引き上げたらどうなるのだろうといった金融政策の中身を然程理解していないと思う。しかしながら

メッセージは大事で、断固として日本銀行はデフレを脱却するまでこの拡大的な政策を続けるという態度、そこが私はポイントだと思う。その意味で今回はそうした政策をきちんと採った。期待の面、これはもしかすると植田委員がおっしゃった長期物の需給とかに関係しているところかもしれないが、というふうに思う。

須田委員

少し誤解されている面もあると思うので申し上げる。別にどこの市場の評価が良い云々というのは、彼等の商売に関わることでもあるので、それについて私は関心はない。ただ、私はこの政策において、結局トランスミッション・メカニズムが何なのか、ということが見えないというのが問題だと思っている。期待に働き掛けるとかいうのはあるのだろうが、では实体经济において今まで量の効果がどう出ているかという、それはあまり見られない。そのもとではなかなかその効果を信じてもらうというところには行けていない。さらにこのことが狙いが分からないと伝わって、それに対しての批判も出てきている。また、その捉え方も色々な反応があり、これは様々な狙いがあるに違いないということに繋がっていると思う。もし前回の会合で、これで本当にデフレ脱却のためには、それができるためにはどんどん量的緩和を続けていくのだという位の判断を皆さんがされたのならそれも一つのやり方だとは思ふ。しかし、今言ったようなトランスミッション・メカニズムが分からないなら、一体いつやるのかとかどこまでいくのかとか、歯止めができない。量的緩和から脱却が遅過ぎるリスクが凄く大きくなるのではないかという判断も出かねないと思っている。首尾一貫しているということは非常に重要だと思うのだが、この量的緩和を前回決めたことによって、今後もずっと増やし続けるのだということを、今本当に言えるのかどうか。そういうことを意識しながら前回の政策変更を決定したかという、私はそうであるとは思っていない。従って、その辺をきちっとできないところが外に出ているのではないかと私は思っている。つまり、ベースマネーをこれからどんどん増やすというようなこと

を、皆さんが思われて動いたとは思っていない。勿論これは多数決で決めていることであるから、政策委員会の意見はそうだと言っているのなら、それはそれで良いのだが、そういうことでないということであると。

福井議長

一言良いか。両者の意見について言えば、トランスミッション・メカニズムというのは金利機能がワークしている時と、量的緩和の場合とでは明らかに違うのであって、同列には論じられない。もし同列のことを予測している人がいるとすると、それは理解不足だということにならざるを得ない。そして、量的緩和のトランスミッション・メカニズムというのは、過去のトラックレコードがないから、金利政策時代のようにトラックレコードに基いてきちんとした説明はできない。その二つの制約があることは事実だと思う。かつまた、トランスミッション・メカニズムについては、今、急に云々というのではなく、この量的緩和政策に踏み切った以降、この問題を持ってきているという訳である。我々は途中から船に乗ったが、途中から船に乗ってこの問題の難しさを初めから認識しているのだが、だからと言って政策を自己否定しては何もならないという部分は一つしっかりあるのではないかと思う。もう一つは、何か外から迫られてやるということは、政策委員会で物事を決める以上は私はもう一からあり得ないと思っている。そういう気持ちを持たないで我々は議論すべきであって、必要がない時はどんなに要請があったとしても断固やらないという覚悟がないと、我々のレーゾンデートルが本質的に問われると思う。それから、イベントリスク云々という話があったが、私はむしろイベントは昨年の方が多かった。戦争あり、SARSあり、りそなの問題あり。今回は、イベントはむしろなかったと思っている。今後ともイベントは多分去年より少ないのではないか。より本質的にデフレに真っ当に対抗していく、量的緩和のメカニズムをもってデフレと闘うという本来の姿が表に出てきているにすぎないのではないかと、とも思う。続けて議論をして頂きたいと思う。

岩田副総裁

では一言だけ宜しいか。本当に一言なのだが、私はやはり中央銀行が自分が政策をやって、それが効果がないと自分で言うのが一番クレディビリティを損なう最大の問題で、私はこれは前からの問題だと思っている。誤りだと思う。それから量的緩和の効果はある。これは1930年代のアメリカのゼロ金利の時もそうだし、今度量的緩和に入ってから政策というのは、私は有効性があったと思っている。

須田委員

勿論そうである。

岩田副総裁

須田委員がそういうものの効果が分からない、トランスミッションが分からない、そんなものは効果がないとおっしゃること自体が私はクレディビリティを損なうと思うというのが一つ。それから、デフレの克服については声明文ではっきり克服を目指してやるということを行っている訳であるから、そこは何か問題外のような気がするが。

中原委員

宜しいか。

福井議長

どうぞ。

中原委員

あまり生産的ではないので一言だけにします。まず、将来に向かった政策展開のシナリオ、結果、副作用、全て分からなければ新しい政策を打てないというのであれば、これはもう量的緩和に入らない方が良かった訳であり、そういう意味では私は、その場、その場に応じて適切な判断をして

いくというしかないだろうと思う。それから量的緩和の効果については、私は2001年3月にはいなかったが、効果があると信じて日銀が新しい政策に踏み切ったというふうに外部からは了解されている訳である。勿論、その限界と副作用ということは常に頭の中にある訳だが、その議論を完全にしなければ新しい追加緩和ができないという状況ではなかったし、これまでもその考えのもとで5兆円から30兆円まで増やしていった訳であるから、私はその議論は何も我々のコンシステンシーに関わるどころでは恥じるところはないのではないかと思う。それから岩田副総裁、須田委員がちょっとおっしゃっていたので一言だけ言いたいのだが、確かにデフレ克服ということを非常に明示的にして追加緩和をしたのは今回が初めてだとは思いますが、デフレ克服というのが現在の最大の政策課題ということは、これは前総裁時代からずっと変わらぬ方針であり、従って、量的緩和拡大の都度、それがデフレに対して効果を持つかどうかの議論については、いわば金融政策のみでもってデフレ解消は難しいけれども、一方で金融のこれだけの緩和、量的緩和を進めない限りデフレ脱却はやはりできないだろう、そういう環境作りをしていくために積極的な緩和をできる限りの流動性供給という形で進めてきたところだろうと、私は理解している。こういう意味では、今回の政策変更、先月の追加緩和が従来の説明と基本的に大きく矛盾を生じているものとは私は考えていない。ただ一つ言えるのは、課題と展望におけるシナリオがどういう位置付けかということは、はっきりと外部に説明していなかった面があるだろうと思う。展望で緩やかな回復を示しながらデフレは解消しない。この現実的な矛盾をではどう対応するのかと言われたら、日銀できちんと説明がされたかということ、それについては若干内心忸怩たるものを感じながら2年位過ごしてきたという感じもしている。

福井議長

今のシナリオと我々の政策対応との連関性について、一般の理解が十分でなかったことは大きな反省事項だと思っているのだが、これはやはり全

く新しいやり方が、そんなに難しいことではないのだが十分理解されていなかった。去年の10月に、これからの我々の情勢判断は、上方修正した、下方修正したというやり方ではなくて我々の示したシナリオとの対比で経済がそのとおりであるか、上振れしているか、下振れしているかということを示すことにした。それは、情勢判断をよりクリアにするためであった。そのことと政策運営との連動性ということから言えば、最初の段階から私は記者会見で明確に言っており、シナリオがデフレ脱却展望が明確であれば、それはある意味で理想のシナリオであるから、上振れている時に追加緩和ということはありません。デフレ脱却展望を示し得ていない時には、シナリオどおりであっても、あるいは多少上振れても追加緩和の可能性はあるということは明確に言ったのだが——記録には残っていると思う——、しかしそのことは、私は100万回言ったかと言えば100万回は言っていない、だから十分に伝播力を持っていなかったのかなという反省はしている。

福間委員

今の点だが、11月の議事要旨の中に残念ながら私の発言であまり大きな声にならなかったのだが「ある委員」の発言として既に同じことを書いている。要するに、景気が拡大していても、デフレ脱却までは当預を増やすことはあると、それは議事要旨の中に入っている。いや、それはもう見方の違いであるから、これは丹念に見ていかなければいけないということだと思うが、ただ、「サプライズ」と言うのは如何かと思う。私もトレーダーを長い間市場でやっていたけれども、確かに彼らは中央銀行が自分と同じことを思ってやってくれる、そう考えてポジションをどちらかに取るため、右にとって左にこられたら、これはやはりサプライズである。中央銀行のスタンスをどの程度読むかというのが市場であって、トレーダーである。一方、今批判が出ているのは、BOJウォッチャーとか呼ばれている人達からで、彼らは自分のシナリオに多少予想しなかったことが起きたということで批判している。だがこの人達は市場参加者ではない。確かに

分析者ではあるが。であるからその人達のために我々が仕事をしている訳ではない。中央銀行の人とそういう人との間に開きがあったら、その辺をはっきりと政策変更をした時に説明していけば良いことである。そこがアカウンタビリティの問題だと思う。私は今回の政策変更について、この程度の反響かと実はあっけなく思った。

田谷委員

私も一言。

福井議長

どうぞ。

田谷委員

マーケットの人が色々なことを言うのは当然なのだが、やはりその後、どうしてそういうことをしたかについての解釈がああでもない、こうでもないという如何にも多かったような気もする。であるから、そこら辺、誤解なら誤解ということでその誤解を解く努力が必要であろうし、量的緩和というのが全く効かないというようなことを我々が言うのはそれは建設的ではないと思うが、どうして効くのだということがポイントだと思う。私は今までずっと量的緩和というのはそれなりに効いた、効いてきたということ以外あまり言ったことがないのだが、その理由も三点あって、一つはマネーマーケットの安定化に貢献してきた。二つ目はリバランス効果を通してFBレートだとかクレジット・スプレッドをそれなりに縮小した効果はあったのではないか。三点目に十二分な流動性供給をすることによって金融市場の安定化にもそれなりに効果があったと思う。この三点に即して、例えば前回の追加緩和が必要であったか、必要でなかったか、どの位効果が見込めるかということを考えて時、私はちょっと疑問に思う、ネガティブであるということ結論を出したのだが、その上に岩田副総裁は、いや、そういうこととは外れて、私が三点言ったがもっと他にもあるのかもしれ

ないが、普通の人はそのような難しいことは分からないから、量的緩和というメッセージが伝わるのが大事だとおっしゃったが、そこは議論のあるところだと思う。そうだという人もいると思う、ただ、私はそれはひょっとしたら誤解に基づく期待ないし、何と言うのか…、期待と言うのだろうか、そういったものによるものではないか。そうすると、そういうものに乗って政策を行うことは、必ずしも適切なことではないのではないかというふうに考える。今後とも、総裁がおっしゃるように物価が下がっている状況下で何か有効な手立てがあったらいつ何時でもやって不思議はないということは全くそのとおりののだが、そこで今、私は個人的にはその三点から考えて、有効であるとすれば賛成するし、有効でないと判断すればそうではない。であるから、将来、当座預金残高目標を引き上げるという議題が上っても賛成するかもしれないし、そうではないかもしれない。ただ、最後に一言だけ。一番最初に申し上げたように、色々な人が色々なことを言っている。それはもう構わないのだが、彼等がなぜやったかということについて色々な憶測を持っているという事態はちょっと困るなど。どういう事態になれば良いかと言うと、我々がこういう目的のために当預残高目標を引き上げたということがはっきり分かることであって、それに対して反対するのは自由だと思う。だが、この当預残高目標を引き上げた目的が円高対応だとか介入で資金が逼迫するからそれを緩和するためだとか、いや、それ以外の先程須田委員がおっしゃったような色々な理由を挙げて、如何にも何かこう混乱しているという部分がどうしてもあったと思う。そのところはやはり、我々は矯正していかなくてはいけないと思う。

福井議長

確かに我々は、スタンスとしては一貫したものを持っていて、そのとおり実行していると思っているが、局面変化は刻々とある。特に今は、やはりデフレ一色で経済が走っている時に比べ实体经济が上向いている。そこに物価情勢の好転が十分キャッチアップはしていないけれども、経済そのものは好転しているという大きな局面変化、ターニングポイントに差し掛

かっている時であるから、一貫した政策であってもこれに対する理解がここ暫くは非常に乱れる可能性がある。であるから、ここはやはりよく説明していかなければいけないし、説明だけで混乱を回避し得るかどうかは分からないので、我々として大事なことは、一貫した姿勢を貫くことで、吸収できる部分がかかなりあるのではないかなとも思う。

田谷委員

もう一言、言い忘れたことがある。植田委員が先程ユーロ円レートであるとか、F Bのレートに影響があったのではないかと言われたが、ユーロ円レートはこの間全く動いていない訳ですよ。

植田委員

少しだけ。

田谷委員

ユーロ円。

植田委員

然り。極く僅かだが。

田谷委員

ユーロ円にも動きが…。

植田委員

先物は。

田谷委員

F Bはちょっと動いたのだが、今までもF Bで0.001%なんていうこともあったし、これが下がり始めたのが20日から数日経ってからというこ

ともあって、まだちょっとこう確かにあったかな、なかったかなというところはまだ議論があるところかなとは思う。

植田委員

それもあって先程二通りの解釈というふうに申し上げたのだが、今の議論に関して私もちょっと宜しいか。外にどう言うかは別にして量的緩和の効果の評価については我々は冷静に見ておかないといけないと思う。効果があるという場合に、恐らく誤解に基づいた主張と実態がある部分と両方だと思う。誤解の方は私の見る限り、ここずっと見てきて段々と誤解の程度は低下してきているように思う。であるから、逆に言えば誤解があるからそれに乗ってやれば効くのだ、というところはあまり重視しない方が良く思う。本当に効くのだという面もあるのだと思うが、私の考えではそのかなりの部分は時間軸政策とオーバーラップしていて、追加的な効果というのはそれ程ないのだと思う。それでも効果がある面があるのだと思うが、それについての解釈を先程私は二種類申し上げて、それぞれやや難しい問題もあるのだということを申し上げたつもりである。

福井議長

では、今日の討議は一応この辺にしたいと思うが、前回の決定会合の時にも私は明確に申し上げたのだが、量的目標値の追加というのはやはり回数を重ねる程、限界効用は減るかもしれない。逆に、限界コストは増えるかもしれない、ここは冷静に判断していこう。そして一貫した姿勢でタイムリーに、やはりやっていくべき時にはやっていかななくてはならないということを申し上げた訳だが、今後とも局面はさらに変わっていくと思う。それを織り込みながらやはり慎重に判断していかななくてはならないと思っている。取り敢えず今日は現状維持という方向であるし、これまで我々が採ってきた政策については改めて申し上げるが、自信を持って効果浸透を図る、ここはやはり一枚岩でなければ、自らの政策の価値を削ぐという面があると思う。それではここで政府の方からご意見を頂戴したいと

思う。

財務省山本副大臣

初参加で本当に今日は良いご議論を聞かせて頂き、有り難うございました。政府の見解である。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。政府としては、今後とも、各分野における構造改革を着実に推進し、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。

景気が着実に回復している中、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。

日銀は、先日の金融政策決定会合において、「景気は緩やかに回復している」との認識を示されつつも、我が国経済が依然としてデフレ状況下にあることを特に重視され、市場の大方の予想に反して、当座預金残高目標の引き上げを決定された。

政府としては、この決定は、デフレ心理の転換に寄与するとともに、中長期金利の低位安定にも繋がるという観点から、景気が回復局面にある中での、デフレ克服に向けた日銀の強い決意の表明であると評価している。

日銀におかれては、このような政策スタンスを一層明確化し、金融政策の実効性を高めるとの観点から、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て頂きたいと考えている。

今後とも、政府との意思疎通を密接にしつつ、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。

福井議長

有り難うございました。それでは谷内内閣府政策統括官お願いします。

谷内内閣府政策統括官

第一点目は景気の現状判断だが、日本経済の現状については、設備投資

と輸出に支えられて着実に回復しているという判断で、この点は、今、山本副大臣が説明されたことと同じである。政府としては、引き続き為替レートなど金融・資本市場の動向に留意する必要があると考えている。

第二点目は、経済政策の運営に関してだが、日本経済の重要な課題はデフレを早期に克服すること、それから内需主導の自律的回復を実現することである。このため政府としては、経済財政諮問会議において我が国が目指すべき経済面での「この国のかたち」について2月、3月に集中的な審議を行い、4月、5月に重点政策の具体的検討を行う。そうした検討を踏まえて、6月初旬を目途に「骨太方針2004」を取り纏める。また、民間主導の経済成長を実務的に推進するために「改革工程表」を3月を目途に取り纏めることとしている。デフレ克服のためには、政府が構造改革政策の一環として進めている、より強固な金融システムの構築に向けた取組みと同時に、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て、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。先般、閣議決定した「構造改革と経済財政の中期展望—2003年度改定」においても、政府・日銀が一体となった取組みによってデフレ圧力は徐々に低下し、2004年度までの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。

三点目は、金融政策についてである。日銀におかれては、先般、日銀当預残高の目標の引き上げ等の措置を採られたが、今後とも変化する金融経済情勢に応じて、より効果ある調整手段の実施を含め、適切、機動的な金融政策を行って頂きたいと思っている。また、物価の安定を含めて「中期展望—2003年度改定」で示したような中期の経済の姿を実現するために、金融政策運営の基本的枠組みの検討を進め、2005年度のデフレ克服を目指す観点から、さらに実効性ある金融政策運営が行われることを期待している。以上である。

福井議長

有り難うございました。政府のご意見に何か委員の皆様方からコメント

があればどうぞ。宜しいか。では、議案の取り纏めに入りたいと思う。議長としては金融市場調節方針に関して、現状維持に関する提案をさせて頂きたいと思っているが、さらに議案提出のご意向の方がいらっしゃれば。いらっしゃらないか。では議長案をご用意頂きたいと思う。議長提案を読み上げて欲しい。

[事務局より議案配付]

櫛田企画室参事役

では議長案を読み上げる。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。日本銀行当座預金残高が 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。以上。」。続いて別添である。「2004年2月5日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成多数）。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。以上。」である。

福井議長

それでは採決に入るので、誠に恐縮だがほんの瞬時退室をお願いします。

[政府からの出席者退室]

では、お願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：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

採決結果を報告する。賛成9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決した。では、白川理事と金融市場局長には、今定められた方針に則って調節に努めて頂きたい。それから先程申し忘れたが、最初に決定を頂いた「『国債の条件付売買基本要領』の一部改正等」と「『適格担保取扱基本要領』の改正」は、適宜、執行部から対外公表させて頂くが、適宜とは一体いつ頃どういうことを考えているのか。

白川理事

今日決定したものをホームページにアップする。技術的にややこしい案

件なので、技術的に解説したものをちゃんと説明に付けてホームページにアップする。記者に対しては集合レクはしないが、個別にくると思うのでその時にまた説明したいと思う。

福井議長

記者会見までには公表されているのか。

白川理事

勿論、公表されている。

福井議長

そういうことである。では、政府の方をお願いします。

[政府からの出席者入室]

恐縮であった。原案どおり可決をさせて頂いた。では、金融経済月報の基本的見解について検討し、決定の運びとしたいと思う。

VII. 金融経済月報の検討

福井議長

先程の基本的見解の文章だが、本日の議論を踏まえて如何か。この文章を修正する必要があると思われれば是非おっしゃって頂きたいと思う。

田谷委員

一つ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

田谷委員

今、ふっと思ったのだが「輸出はこのところ大幅に増加しており」となっているが、多分、年前半、この増加ペースは落ちると予想されるが。

門間調査統計局参事役

然り。

田谷委員

そうすると、それをまた元に戻すのか。

門間調査統計局参事役

基本的にはそうである。それはその時の指標の出方を見て、その時点で一番適当と思われる表現を考えるが、基本的にはそういうことだと思っている。

田谷委員

そういうことで良いのかな。

福井議長

おっしゃっている意味は何か。もし先行き一時的にペースがダウンした時に、表現の仕方によって、過度にディプレッシングな影響を与えかねないというご懸念か。

田谷委員

然り。

門間調査統計局参事役

鈍化したとか、そういうことを明示的に敢えて言わずにサラッと増加している、増加を続けているという言い方で言っていけば、それ程違和感は

なく受け止められると思うが、そこはその時の状況をよく踏まえてその段階で一番適当と思われる表現を考えたいというふうに思っている。

田谷委員

私はどちらでも良いのだが、一回こうやって、またこうやるというのは、ほとんど確実に分かっているのであれば初めから放っておいた方が良いのではないかなと思った。

門間調査統計局参事役

ただ、1～3月の減速の程度がまだはっきりとはしない。均してみた場合に結局、比較的高い伸びが続くなという感じになる可能性もない訳ではないので、そうであるとするこの段階で少し方向転換の示唆というか、この辺で少し変わってきたという証跡を残しておくというタイミングかなという感じもする。であるから、その辺はまさに1～3月、植田委員もおっしゃったが、非常に反動の出方が読みにくいので色々な可能性を考えて、この程度であればどのようにも対応できるのではないかという気持ちである。

福井議長

この点を含め如何か。

福間委員

良いと思うが。

福井議長

宜しいか。田谷委員如何か。

田谷委員

結構である。

福井議長

では今のご意見は十分テイクノートしておいて欲しい。次回になるのかもうちょっと先になるのか分からないが、その時のために。他にあるか、宜しいか。では、これについては皆さんの同意があるということで決裁をしたいと思う。

[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

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決した。ただ今、決定させて頂いた基本的見解だが、これは即日公表、本日の 15 時に公表させて頂く予定である。なお、背景説明

の方については必要に応じ執行部で修文したうえで6日金曜日の14時に
対外公表する予定である。

VIII. 閉会

福井議長

本日の議事は全て終了した。次回は2月26日、一日だけの開催である。
宜しく願います。なお、いつも申し上げているが、機密保持のことであ
る。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含めて厳に出席者限
りということである。これは議事要旨、それから議事録と一定のルールに
沿って開示する取扱いとなっているので、その点宜しく願いたいと思
っている。決定会合への信認を確保するという観点から、本席にいらっ
しゃる方々全て厳正な機密管理をお願いしたいと思う。では閉会する。

(午前11時52分閉会)

以 上