

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2004年2月26日（8:59～11:59）

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 石井啓一 財務副大臣

内閣府 中城吉郎 政策統括官（経済財政一運営担当）

（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

企画室調査役

山岡浩巳

企画室調査役

清水誠一

## I. 開会

福井議長

では、定刻前だがお揃いなので本日の金融政策決定会合を開催する。

(午前8時59分開会)

今日は、政府から財務省は、石井副大臣にお越し頂いた。内閣府からは、中城政策統括官にお越し頂いた。有り難うございます。宜しくお願いする。

本日の議事だが、金融経済動向についての執行部の説明をまず聞き、その後、金融経済情勢、それから当面の金融政策運営等に関する討議をしたいと思う。その後、議案の取り纏め、採決、議事要旨——これは前々回1月19日、20日の分だが——、この承認ということを予定している。会合でのご発言は全て記録させて頂く。委員及び政府からのご出席の方々もそのことを宜しくお踏まえのうえ、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

では、第一の議題。金融経済情勢についての執行部説明に移る。なお、各説明毎に質疑応答の時間を設ける。宜しくお願いする。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曽金融市場局長からお願いする。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1, 2）

中曽金融市場局長

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で日本銀行当座預金残高の推移からご説明する。当座預金残高は前回決定会合以降、引き続きある程度資金需給を反映させながらターゲットレンジを活用する調節運営を行っている。2月の初めには税揚げであるとかFBの発行などが不足要因になって、当座預金残高だが2月10日に31.8兆円と

ターゲット移行後のボトムをつけている。13日には年金の定時払いというのがあって、一転して17日には34.5兆円とピークに達している。その後は33兆円前後で推移している。それから無担オーバーナイトレートをご覧頂くと、ずっと0.001%で推移しているが18日に-0.003%とほぼ1か月振りにマイナス金利を付けている。これは、アメリカの方で17日が国債の発行日、18日が積み最終日ということだったのでドルに対する需要が強まって、円転コストのマイナス幅が一時的に拡大したことが背景である。このメカニズム自体はあまり新しい面はないのだが、このところちょっと目立つのがこのコールの取り手サイドに邦銀のネームが現われることが多くなってきた点である。多くなっている、増えているというのは頻度だけではなく、最近では新しいネームも加わっているところである。図表1-2で当座預金の保有状況を見ると、都銀が12兆円台、それから外銀が6~7兆円ということで比較的高水準で推移している。他に郵政公社もこのところ高めの水準で推移している。これは月央にあった年金定時払いが滞留していることが要因である。図表1-3で最近の資金需給を見ると、2月の月初来の資金不足幅はこの表で示すように4.4兆円の不足なのだが、銀行券の還流が実は当初予想していたより若干多い。それから外為介入も継続しているので全体としては需給は余剰方向に振れている。ただ、足許にかけては国債の発行があるし、来月初には税揚げなどがあるので、資金不足の谷が深くなる。これに向けた資金供給オペを実施してきているところである。そこで最近のオペの結果を図表1-4で見えていくと、まず手形オペだが全店と本店オペを組み合わせながら平均するとそれぞれ毎週1本、合計毎週2本の手形オペを実施してきており、このうち全店オペではどちらかと言うと長めの資金を供給してきている。オペレートの方はかなりこのところギリギリのところまで低下してきており、特に、例えば本店の2月12日のところを見ると、このオペではとうとう平均落札レートも落札決定レートも0.001%と下限になった。ただ、応札倍率の方はこの12日の分も含めて割合高い、3倍ないし4倍ということなので、長めの資金にはそれなりに調達需要があるのではないかというふうに思っ

いる。それからCP現先については前回決定会合以降、10日、17日、24日にオファーをした。17日、24日の方は、期越えの資金の供給であったにもかかわらず連続して札割れになった。24日のオファーについてはややタームを短くするなどして玉を拾う工夫も我々としてしたつもりではあるが、それでも割れたということである。その背景については、基本的には資金余剰感が非常に強いことを背景にCPなどのいわゆるクレジット物に対する投資家のニーズが一段と強まっていて、オペに持ち込める残高が減少しているといった点を指摘できるのではないかと思う。短国の買い入れについては前回決定会合以降、週1回ないしは先週については2回のペースで実施しており、こちらは相応に高い応札倍率が維持できている。吸収オペだが、2月の初めに一旦残高はゼロに落としたが、外為介入であるとか、あるいは年金の定時払いといった余剰資金を吸収するために、9日以降再開している。吸収には売手と売現を併用しているが、資金余剰感が非常に強く、平均落札レート、落札決定レートとも0.001%に張り付いたまま全く動いていない。応札倍率も総じて高く、2月12日の売手のオファーなのだがこちらは6.11倍という応札倍率になっており、オファー額1兆円のものとしては過去最高になっている。同様に17日の売現なのだが、応札倍率は4.93倍と売現先オペとしては過去最高である。次に図表1-5でABSの買い入れについてご覧頂くと、ABCオペについては前回決定会合以降、9日と16日の二度オファーをしているが、16日オファー分については応札額が買い入れ上限に届かなかった訳である。これは基本的には背景はCP現先オペと同様であり、いわゆるクレジット物に対する投資家の需要が強まっている、そういった点を指摘できるのではないかと思っている。このように足許では量的緩和による資金余剰感というのが市場の隅々まで浸透しつつある感じがしており、これがオペレートであるとか応札倍率とかクレジット関連商品に対するニーズの高まり、そういった様々な面に現われているような気がしている。次に金融・為替市場の動きについてである。図表2-1(2)の表で、まずターム物の短期金利なのだが、全般に極めて落ち着いている。ただ、短国レートのところをご覧頂きたいのだが、

2月中旬以降、僅かだが上昇している。これは2月16日の週にはTBの1YとFBの入札が重なったことがまず指摘できる。さらに財務省が3月発行のFBの入札を一回当たり現行は4.7兆円なのだが、これを5.1兆円に引き上げると発表したことも影響したというふうに見られている。5.1兆円ロットでの最初の入札は昨日あった。この入札結果を見ると、レートは決定レートベースで0.0059%位と若干上がったのだが、応札倍率で157倍ということで、まあまあ良い内容であったのかなとみている。図表2-2は先程申し上げた円転コストが足許少しマイナス幅が拡大しているという状況である。次に図表2-3、長期金利の動きだが、グラフをご覧頂くと分かるようにレンジが徐々に切り下がってきているという感じがする。10年債で足許1.2%程度と昨年8月半ば頃の水準まで低下してきている。背景なのだが、一つは契機となったのが1月20日のMPMで当預の目標を引き上げた訳だが、これ以降、量的緩和が継続するという買い安心感が広まっていて、外人の先物買いに先導される形で、預貸が改善している大手邦銀が、中期ゾーンにまず買いを入れてきている。この結果、相対的に割安感の出た10年債に対しても購入意欲が強まっているのではないかと思う。であるから、金利低下圧力が段々中期から長期ゾーンにも及びつつあるというのが今の状況ではないかというふうに考えている。次に図表2-4はボラティリティなのだが足許では落ち着いてきている。水準的にも去年の夏の長期金利上昇時に比べるとかなり低くなっている。去年の夏頃にはボラティリティが大きく上昇し、債券市場はかなり不安定化した経緯がある。流動性が低下したということも言うことができると思うが、そういった流動性が低下した状況のもとでは仲介業者によるいわゆるマーケットメイク機能というのが低下して、イールド・カーブの滑らかさが損なわれにくしゃくする。この点を示したのが(2)である。これは実際に観測される債券の利回りと理論値との乖離度を数値化したものである。去年の夏、一時的に乖離度が大きくなった局面がある。現在はどちらかと言うと落ち着いた状況に戻ってきている。次に図表2-5で国債市場の流動性という観点から国債の決済動向を見てみたのが(3)である。このグラ

フに示すように趨勢的に決済の残高、件数とも増加をしてきている。棒グラフが件数であるが、2003年には1日当たりの決済件数が約1万2千件、折れ線で示す金額が50兆円という規模に達している。かなり膨大な規模なのだが、国債の場合、資金の決済と異なり銘柄毎によって量的な制約がある。つまり、銘柄によっては無尽蔵に供給される訳ではない。従って、膨大な決済ボリュームの中で、時として特定銘柄に対して何らかの理由でヘッジニーズが起きる、何らかの理由で不足が起きるといったケースがある。(4)のグラフで示した債券の品賃料が跳ね上がっている去年の6月とか9月頃がその事例である。まず左側で跳ね上がっている6月の上昇なのだが、当時は長期金利が0.4%に向けて低下、スライドしていく最終ステージだったが、そういった中、特定銘柄に著しい品不足が発生したことが背景である。一方、9月位に掛けての品賃料の上昇というのは当時、今度は長期金利が上昇局面の中だったのだが、そういった中でメガバンクが大規模なヘッジなどによるポジション調整を行った訳である。そのツールとして使われた5年債などで品薄感が広がったことが背景である。今申し上げたように国債市場では金利の低下局面、上昇局面、いずれのフェーズでもこうした事態が生じ得る訳である。そこで時折生じるこういった事態に対して、市場の流動性を確保する、あるいは円滑な取引と金利形成をサポートする、そのために中央銀行として何らかの取り組みを行う必要があるのではないかと考えている。図表2-6でイールド・カーブの変化の動きを見ると、(1)または(2)のグラフで示しているように、この間、中期ゾーンから長期ゾーンにかけてのフラット化が進んでいる。それから(3)のグラフで示すように、黒い太線が5年物のスワップ・スプレッドなのだが、これはさらに縮小している。これは銀行勢などの現物債のポートフォリオのヘッジニーズが後退してきているとみている。それから細い線、10年物のスワップ・スプレッドも合わせて低下してきているのだが、こういった展開を見ると、単にヘッジを外しているということだけではなくて、新たにこの都銀勢がスワップの固定受けのポジションを作り始めている可能性もあるのではないかと見ている。図表2-7は社債の対国債スプレッ

ドそれからCDSのプレミアムなのだが、概ね横這い圏内ということで、こちらは大きな変化はない。次に図表 2-8 で銀行セクターの債券の対国債スプレッド、CDSプレミアムなのだが、こちらについてはUFJの株価の下落を契機に一時的に拡大をしたが、その後、銀行の株価が回復をしてきているので、拡大傾向は今は一服ということである。図表 2-9 の株価なのだが、株価は、我が国の第4四半期のGDPが予想比上振れたこと、それから円高調整局面の中で一時的に上昇する場面もあったのだが、国内機関投資家の売りであるとか、NASDAQが暫く軟調だったということもあって、なかなか1万1千円を抜いていく上伸力を欠いた状態が続いている。主体別売買動向を図表 2-10 で見ると、相変わらず海外投資家だけが買っているという構図に変化はない。2月2日の週に一旦マイナスになったが、9日週では外国投資家が再び買い越しに転じている。業種別株価動向でやや気になっていた銀行株の動きなのだが、次の図表 2-11 で示している。上段がメガバンクの株価なのだが、UFJの株の下落を契機に2月初め位までは下落基調を辿っているが、その後、悲観的な見方が後退し、回復傾向に現在はある。最後に為替相場の動きである。図表 2-12 だが、前回決定会合以降かなりめまぐるしく動いている。まず、前回決定会合以降、ドル安を促進する幾つかの出来事があった。一つは2月6日に発表された米国の雇用統計なのだが、これについては事前にバーナンキFRB理事が非農業部門雇用者数が大幅に増加する、ビッグ・ナンバーで増加するというふうを示唆していたのとは裏腹に実際は小幅にとどまったことがドル売り材料になった。それから今一つは、2月11日なのだが、グリーンSPAN議長が「ドル安は経常赤字縮小に貢献」と議会で述べたことからドルが売られた。しかし、(1)のグラフの黒太線でお示ししているドル/円なのだが、105円位まで円が高くなると、介入警戒感が極めて強くなって、それ以上の円高には歯止めが掛かった訳である。(2)のグラフに示しているユーロ/ドルなのだが、2月17日に1.28を突破してユーロ高の達成感が出てきていた。そうした中、ドル/円についてはファンド筋がフロリダG7前後から今後ドル安に弾みがつくだろうということから、

相当ショート・ポジションを膨らませていたのだが、結局第4四半期のGDPに良い数字が出てもなかなか105円を突破できないといったことを契機に、先週位に遂にしびれを切らしてショート・カバーに出てきた訳である。それでドルが買われて、一時109円を抜けるところまで上昇した訳である。さらに昨日辺りはドイツのシュレーダー首相が「ユーロ高対応で利下げを」と述べた訳であり、これで対ユーロで主としてドルが買われている。これにつれて円も売られているが、これに対しては輸出筋のドル売りが拮抗する形でドル/円については今、108円のハイ辺りでやや揉み合う、どちらかと言うと方向感を欠いた展開というふうになっているようである。そういった意味で今後の相場展開についてはなかなか読みにくいのだが、一つの手掛かりとして最後に図表2-14をご覧頂きたい。(3)でリスクリバーサルというものを示している。この指標はオプションから抽出される相場観を示す指標なのだが、黒太線の1か月物は直近では+0.05と僅かながらドル・コール・オーバーとなっており、目先1か月位はドルブル方向にセンチメントが振れているということが見て取れる訳である。ただ一方、薄い線の3か月物を見ると、縮小はしてきているが依然マイナス、つまりプット・オーバー、ドルベアというふうに見ており、中期的にはなお、ドル下落率が依然として意識されていることを示しているというふうに考えている。以上である。

#### 福井議長

今の報告の中で、日本の国債市場について取引ボリュームが非常に上がっている一方で、時として決済時点で特定銘柄が不足するという問題が示された。これは、市場の流動性の欠如を示す部分にもなる訳で、中央銀行として何か対処する必要があるのではないか、という問題提起があった。その点も含めて、今の報告に対しての質問があれば頂きたい。意見があれば後で意見表明の中で頂きたいとも思っている。どうぞ質問があれば。



#### 田谷委員

一番最初のところで、外銀がマイナス金利で放出していて、取り手に邦銀のネームが少し広がっているということだが、それは例えば2から3、4位に広がったのか、もっと広がっているのか、何か背景に新しい動きがあるのか。

#### 中曾金融市場局長

自分が承知している限りでは、去年辺りまでは出てくるネームというのは主として二つ。時々出てくるものを合わせて三つ位だったのが、今年に入って二つ位増えた。これは新しい動きである。背景は幾つか考えられるのだが、システム手当てができていなかった——要するにマイナス金利でコールを取るようなシステムができていなかった——ものをシステム手当てをしたというのが直接的な要因である。ただ、それをしたということは、あるいはその外銀がそういったところへ出すようになったということは、邦銀に対する信用が改善しているということもあるのではないか。つまり、放出先として邦銀をも含めるようになってきた、範囲が広がってきたのはそういう動きも反映しているのではないかと思っている。去年来、外銀の邦銀に対するクレジット・ラインを広げる動きが出てきているという話をしているが、それと整合的な動きなのではないか。

#### 白川理事

金融市場局長が説明したシステム対応というのは、これは結構馬鹿にならない要因である。実際に受ける場合には勘定としてマイナスが記録できないシステムだと、取引ができないから、そういった意味では大きなバックグラウンドがあって、かつ具体的にシステム対応をしていくということも要因としてはよく指摘されている。

岩田副総裁

一点宜しいか。図表 2-14 だが、先程のリスクリバーサルで見るとドル安が是正の方向に動いているようで明るいのだが、(1) の IMM ポジションの方を見ると、ロング・ポジションがまだほとんど動いていないように見える。その差はどのようにお考えか。

中曽金融市場局長

これは新しい計数が入ってくるのが少し遅れるみたいなので、多分、今後少し減っているのではないかというふうに考えている。新しいデータが出てくるのを待ちたいと思う。

須田委員

ユーロ／ドルのリスクリバーサルはどうか。

中曽金融市場局長

リスクリバーサルはユーロについても、短いところではユーロ・ベアである。ただ先行きは、ユーロについてはユーロ売りと言うかドル買いセンチメントが強くなってきている。やはり長いところになるとマイナスになっているので、円と大体同じような感じになっている。

福井議長

宜しいか。では、海外の金融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、本日配付したお手許の決定会合資料 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。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。ほとんど

が1月に関する統計であり、当時、東部並びに中西部を大寒波が襲っていたので、この影響が色濃く出ている。まず、6. 自動車販売だが1月は寒波豪雪の影響から年率で1,648万台と減少した。このために5. 小売売上高も前月比-0.3%となった。自動車の寄与度が-0.9%なので、それ以外では+0.7%と堅調な増加を続けた。2月に入って7. 消費者コンフィデンスだが、雇用の伸び悩みに一般の関心が集まったことから低下した。一方、表には載せていないが、週間小売統計が中旬まで見る限りかなり伸びている。従って全体として天候要因などで一時的に振れてはいるが、消費の地合いはしっかりしていると見ている。8. 住宅着工は1月は190万戸とこれも落ちた訳だが、これも寒波の影響と見られる。現に地域別に見てみると北東部、それから中西部で前月に比べて1~2割減少している一方、西部ではほぼ横這いということである。また、これも載せてはいないが先行指標である着工許可件数というのがあり、これも高水準を維持している。次に12. 生産だが、これも寒波の影響が見られ、電力、ガスなどの生産が伸びたために、この表にあるように、1月は前月比0.8%とかなりの増加となった。これを除いたベースでは0.3%の増加である。雇用面だが、14. 失業率は順調に低下している。雇用者数については今回、季節調整替えというのがあった訳だが、依然調整の歪みが残っているために、計数上は昨年12月は僅か1万6千人の増加、その後1月は11万2千人とまずまずの増加となった。1月の雇用に関しても寒波がなにがしかマイナスの影響を及ぼしていると思われる。17. CPIだが、これも寒波の影響もあってエネルギー価格の急騰で、全体では前月比0.5%と高い伸びとなった。しかし、コアではそこにあるように0.2%、これは四捨五入の関係で0.2%になったもので下まで計算すると0.15%である。また、3か月前と比べたコアの風速というのを計算してみても年率0.8%にとどまっている。この間、10. 貿易収支だが、前月の11月に航空機の輸出が伸び原油の輸入が減った訳だが、このそれぞれの反動が出て当月は赤字額が跳ね上がっている。もっとも、四半期を均すと月大体4百億ドル強が続いている。次に図表2、ユーロである。ユーロエリアの経済指標を見ると1. GDPは昨

年第4四半期に前期比で見てここにあるように0.3%となった。年率はまだ公表されていないが1%あまりとみられる。国別にはドイツで年率0.9%、フランスで1.8%とそれぞれ前期並みの成長率となった。一方、載せてはいないがイタリアはゼロ成長となった。その後の経済情勢を探るために先行指標を見てみると、6. ドイツの国内投資財受注、それから8. 海外受注ともに第4四半期は比較的しっかりとした伸びを示している。つまり、輸出と設備投資を軸とする回復という姿に変化は見られない。しかし、他のところ、個人消費等々を見ても回復のモメンタムはかなり弱い動きである。14. 消費者物価面では然したる変化はない。図表3-1、(2)をご覧頂きたい。アジアの輸出であるが、中国では1月に増値税の還付率が引き下げられたことが影響し、前月比-5.1%と減少した。前年比で見ても駆け込み輸出があった12月の5割増から1月は2割に伸びが縮んだ訳である。しかし、これには今年の旧正月が1月22日と昨年の2月1日よりも早かったことが響いている。にもかかわらず、この程度の振れにとどまったということから見ると中国の輸出の堅調さが逆に浮かび上がってくる場所である。台湾、シンガポールでも旧正月のマイナス影響にもかかわらずしっかりした輸出の伸びが続いている。図表3-2、(3)では生産の方でも旧正月の影響で振れている。(4) 消費者物価だが、中国のCPIが12月、1月と前年比で3.2%と高めの数字となった。しかし、内容を見ると食料品が前年比8%と高い伸びを示した一方、それ以外は0.7%と比較的落ち着いている。また、シンガポールの1月1.3%という数字もずっと上がっているが、これは消費税率が4%から5%に引き上げられたことなどが響いている。他の国では基調的な変化はない。次に金融指標を纏めて見てみたいと思う。図表4だが、(2)でアメリカの株価を見るとS&Pはほぼ横這い、一方NASDAQは公式決算の発表が一巡するに連れて利食い売りが出て幾分水準を下げています。昨日は、この右端のところであるがちょっと上がっている。(1)の長期金利だが前回会合以降、幾分低下した後、横這い圏内で推移している。また、(3)、(4)のリスク関連指標もほぼ横這っている。なお(5)のFFの先物を見ると2月11日、

12日のグリーンSPAN議長の議会証言以降、夏場に掛けてのFedの利上げ観測が一段と後退している様子が見て取れる。図表5でヨーロッパの金融指標を見ても、ユーロの長期金利、株価ともほぼアメリカと同様の動きを示している。点線で英国を示しているが、株式、長期金利ともユーロエリアに比べると足許では景気の強さを反映して強めとなっている。この間、金融政策の先行きについては、載せてはいないがBOEに関しては5月の追加利上げというのが市場で予想されている。一方、ECBに関しては(5)のグラフに見られるように秋口までは据え置くという見方が大勢ながら、一部に利下げの観測といったものも出ている。最後に、本日の配付資料には載せていないが、エマージング債への資金の流出入の流れだが、1月末のFOMCの後に一旦流出に転じたが、最近では再び流入超に戻っている。個別国ではトルコについてキプロス問題の解決期待から株価が上昇しているほか、アルゼンチンについては債務リストラの進展期待から債券の対米スプレッド幅が縮小しているし、株価も上昇している。他方、政情がごたごたしてきたフィリピン、ブラジルでは逆にスプレッドが拡大している。それから鳥インフルエンザの影響が懸念されるタイでは、前回会合以降では株価、スプレッドとも横這いということで、エマージングの中の動きは区々となっている。以上である。

福井議長

どうぞ、質問等があれば。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

先程、消費者物価でシンガポールが消費税率を引き上げたという話があったが、裏側で法人税の引き下げを同時にやっているのではないか。増税だけか。法人税を20%に下げるという計画を持っていたというふうに理解していたのだが。

堀井国際局長

把握していない。

岩田副総裁

では結構である。もう一点宜しいか、ドイツなのだがI F Oの見通しが若干悪化しているが、これはユーロ高の影響か。これが景気悪化懸念に結び付き、もしかするとE C Bが為替介入するかもしれないとか、そういう憶測に繋がっているところもあると思うのだが、その辺のところはどういうふうに見ているのか。

堀井国際局長

I F Oの輸出受注に関しては落ちている。それに関してはユーロ高が影響しているとの理解が一般的である。先程、金融市場局長からも話があったように、昨日フィナンシャル・タイムズに対する独占インタビューでシュレーダー首相が「ドル安を直せるのは中央銀行だけだ。ただし、F e dの政策についてはとやかく言うつもりはない。E C Bについては、ユーロ高との関係は分かっている。輸出セクターの不冴えという関係はよく理解しているはずだ。金利がこの水準で正しいのかどうだろうか。」という言い方をしている。

中原委員

I F Oの統計手法が変わって連続性で問題があるという話を聞いた。

堀井国際局長

今迄は西ドイツ部分だけだった訳だが、東ドイツ部分も合わせた統計で発表した。ただ、中身もそれぞれ既に過去の系列が出ており、中身を見ても変化はない。

中原委員

アメリカの資本流入について、公的資金による介入資金が流入しているとよく言われているが、民間の資本流入はレベル的にはまだかなり高水準が続いているというふうに見て良いのか。

堀井国際局長

勿論、介入と言うか公的資金は目立つ訳だが、民間部門がアメリカ以外に出ているという感じではない。

中原委員

外に出ているということか。

堀井国際局長

然り。例えば、日本からの動きを見ても、これが必ずしもアメリカにいつているということではないのだが、株の方は、この2月は少しリバランス売りが出ている。債券についてはやはり個人の買い意欲が強くて、数千億円の単位で日本からまだ出ている。

福井議長

他に宜しいか。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）

#### 門間調査統計局参事役

それでは資料4に沿って説明申し上げる。図表の方を出して頂いて、まず図表1、実質GDPからである。10~12月の速報値は前期比1.7%。これは年率で申し上げますと7.0%になるが、バブル期以来の大幅な伸びになった。増えたのは、民間最終消費支出で0.8%。これは寄与度ベースでは0.5%の押し上げになる。それから設備投資が5.1%。これが寄与度では0.8%。それから下の方へ行って純輸出で、カッコ内寄与度で0.4%と、これで三つ合わせて1.7%ということである。輸出、設備投資を中心に、景気が回復していることを改めて裏付ける数字になるが、輸出や個人消費でデジタル家電が伸びたという10~12月ならではの要因もあるので、この数字をもって急に楽観的になるというところまではまだなりきれないのかなというふうに取り敢えずは思っている。1~3月にどの程度反動が出るかを、見極める必要があるように思う。ただし、そのうち輸出については既に1月分が出ていて、図表4を開けて頂きたいと思う。1月の通関ベースの輸出であるが、実質輸出は、ご覧のようにプラスになっていて、1~3月のところをご覧頂くと、これは1月の10~12月対比であるが、+4.8%と高い伸びになっている。1月については、実質輸入の方も+3.8%と比較的高い伸びになっている。これがグラフで次の図表5にあって、ご覧のように実質輸出は、昨年後半からずっと高い伸びが続いているという状況である。それから、この実質輸出の内訳を次の図表6でご覧頂きたいと思うが、2004年第1四半期の列をご覧頂くと、実は米国向けについてはマイナスになっていて、この部分についてはデジタル家電や自動車の反動が予想どおり出た。しかしながら、EU向けがこのところ伸びがはっきりしているということと、それから何と言っても東アジア向けが大幅な増加を続けている。1月は特に中国向けが非常に高い。2割を超える伸びになっているけれども、これは2002年以降毎年年初に実施されている段階的な関税引き下げの影響が今年も1月にかなり出たのかなというふう



思っている。それから下の方にASEAN4とあるが、ASEAN4向けの輸出もかなり1月は増えている。ただしこれはLNG船のスポット等結構大きな案件が入っているということである。従って、1月についても多少一時的と思われる要因もあるので、恐らく2月、3月まで行けば数字はもうちょっと緩やかになると思われる。しかしやはり基調的に見ても輸出は強いという印象である。これは基本的には、世界経済がIT関連を中心に少なくとも足許は予想以上に強いということが基本的な背景であると思われる。そのことは例えば次の図表7をご覧ください、その中段に(2)世界半導体出荷のグラフがあるが、ご覧のように10~12月の実績値は当初の見通しに比べかなり上振れて着地しているということで、この辺りに足許の世界経済の拡大基調の強さというのが表われているように思う。それから輸入の方も見ておくと、図表12を見て頂きたいと思う。輸入の一番上であるが、米国からの輸入は、1月、第1四半期で落ちている。これはBSEの影響で、牛肉を中心に減少している。しかし、輸入全体では1月の10~12月対比が+3.8%と、ここへきて堅調な増加になっている。これを(2)財別の方でご覧ください、足許増えているのが素原料7.4%。これは原油が中心であって、昨年秋口位まではずっと減ってきていたがここへきて増加に転じている。この間、情報関連あるいは資本財・部品、特に航空機を除くベースでご覧ください、引き続き堅調に増えている。これは基本的には、国内生産も増えてきているということで、国内景気のしっかりとした状況を反映してきているというふうに思われる。以上が輸出入であって、続いて内需である。図表13、まず設備投資関係で機械受注12月分が出ている。12月はプラスで、10~12月で見ると11.3%。これもバブル期以来の高い伸びになっている。グラフでご覧ください、図表15。ご覧のように10~12月はかなり急な角度で上がった後で、ばつ印1~3月の見通しも高水準横這いということであるので、均して見て順調な増加ということが言えると思う。製造業、非製造業ともに増加しているが、このうち非製造業については個人消費向けの携帯電話もかなり入っていると思われるので、実態的には設備投資は製造業中心に増加しているというふう

に申し上げて宜しいかと思う。次に個人消費関連である。図表 18 にお進み頂きたい。シャドーが 10~12 月にかなり掛かっているが、実はこれはほとんどが、速報から確報に変わったというものが多くて、あまり新しい情報はない。新しい情報ということでは、1月のところに都内百貨店の数字があるけれども、ご覧のように1月の10~12月対比は+1.7%ということで持ち直している。クリアランスセール等が好調だったというふうに聞いている。それから、実は先程入った数字なのだが、その都内百貨店の上の全国百貨店についても1月の10~12月対比は+0.9%ということで持ち直している。その他スーパー、コンビニ等も色々入っているのだが、乗用車が既に出ているけれども、そういうのも全部纏めた小売業販売額、上の方に1~3月のところが空欄になっているけれども、そこが今日入ったが、1月の10~12月対比が+2.7%。10~12月の0.7%の後の数字が2.7%ということで、1月の第4四半期対比はかなり高い伸びになっている。1月は車が随分増えたので、それもかなり影響していると思うが、こういう数字で見ると1月の個人消費は全般に強いと言える。それからさらに昨日出た数字で、ここにまだ入っていない数字なのだが、中程の家電販売。これも実は結構強い。10~12月に2.7%の後、1月の10~12月対比は+5.2%である。前年比では+19%になる。1月は引き続き薄型テレビ、DVD、その辺りが好調であるし、それから実はパソコンが年末少し弱かったのだが、これが1月は、春モデルの前倒しということもあって持ち直しているということである。白物家電も一部は好調というふうに聞いている。ということで個人消費の指標は、1月は全般に今までのところは良い指標が出てきている。それから個人消費関連で図表 21。ちょっと新しい指標を作ってみたのでご紹介する。(3) 消費包括指数というのがあるが、これが今回私共の調統局で新しく作ってみたグラフである。これは従来の販売統計合成指数よりもさらにもっと多くデータを使って、従って作成が結構大変なのだが、なるべくGDPの推計に似せて作ったものである。つまり需要側の統計と供給側の統計、家計調査、その他色々用いて全体を合成して、月次でもGDPに近い姿を取り敢えずできるということをして売りにしている

指標である。ご覧のように、結果的に非常に過去 2 年位 GDP と動きが合っていて、足許の第 4 四半期についても GDP 同様にちょっと角度が上がっているということで、我々がやってもやはり、10~12 月は強かったということである。基本的にはこれの反動が 1~3 月に出るというふうに思っている訳であるが、しかし先程の 1 月の指標を見ると、ここまでのところはあまりそういう感じは出ていないということかと思う。最後に物価について申し上げる。図表 34 に進んで頂いて、国内企業物価、輸入物価である。まず輸入物価であるが、ご覧のように 3 か月前比、四角カッコでご覧頂くと +2.0% と、1 月はプラスに転じた。その影響もあって、その少し下の国内企業物価であるが、3 か月前比の上昇率が 0.4% まで上がってきている。以下その背景を見ていく。図表 35 の (1) のグラフのところに国際商品市況があるが、少し前から市況はずっと上がってきていた訳であるが、(2) のグラフにあるように原油がジリ高、あるいは銅が昨年秋口以降かなり急速に上昇という状況であった。しかし輸入物価ベースでは、これが 9 月、10 月の円高で暫く相殺されていて出てこなかったのだが、3 か月前比の計算上、9 月、10 月の数字が剥落して、1 月から輸入物価ベースでもプラスに効いてきているということである。こうした国際商品市況の影響は当然国内にも波及していて、図表 37 であるが、ご覧のように国内の商品市況もかなり上がってきている。特に②のグラフで明らかのように、昨年末頃から鋼材と非鉄の上昇ピッチがかなり急になっている。例えば数字で申し上げると、2 月 24 日現在であるが、鉄のスクラップは、2 月初以来 2 割強、年初来だと 35% 値上がりしている。それから銅地金も月初来で 2 割、年初来 3 割上昇しているという状況である。こうした素材価格の上昇が、国内企業物価上昇の背景になっている訳であるが、図表 38 の右下、月次の 3 か月前比のグラフをご覧頂くと、白い部分で、米などが含まれているその他の部分であるが、ここが 1 月は若干縮小している。ただし点々の為替・海外市況連動型がプラスに出てきている。これは基本的に非鉄である。それから縦縞の鉄鋼・建材関連もプラス幅が拡大しているということである。それからもう一つ、1 月については機械類の

マイナス幅がご覧のようにかなり縮小している。これはこのところコンピュータの価格下落テンポが一頃程ではなくなってきたということと、それから1月はたまたまかもしれないが、一部の電気機械であるが、例えば業務用のエアコン等でモデルチェンジで実質値上げになるというケースが散見されているということである。単月の綾かもしれないが部材価格が上がっていること、それから需給バランスが緩やかに改善していると、そういったファンダメンタルな要因もじわじわと効いてきている可能性は否定できないように思われる。実は、米は多少反落しそうな気配が出てきたが、先程申し上げたように、2月に入ってからもお鋼材と非鉄が上がっている。そういったことも踏まえると、国内企業物価は当面強めに推移する可能性が高いのではないかとと思われる。それから図表 39、企業向けサービス価格。これは数字が入っていないが、昨日1月分が出たので数字だけ申し上げる。(1) 前年比、一番上の総平均のところ、12月-0.8%の後の1月が-0.9%である。それからその下、コアに当たる国内需給要因、12月-1.3%の後の1月が-1.2%ということで、CSP Iについては下落テンポにほとんど変化が見られない。以上申し上げたことを簡単に総括すると、やはり10~12月のGDP統計は強かったということであって、かつ、それは実体をかなり反映していると思うけれども、しかしながらたまたま10~12月にかなり強い要因が重なり合っていたということもあるので、1~3月にどの程度反動が出るかということについて、もう少し見極める必要があるということかと思う。それから二点目は、同じGDP統計の中で今申し上げなかったが、名目GDPが前年比で+0.9%となっているのに対し、そのうちの雇用者報酬がまだ前年対比で-0.2%であるということで、家計への景気回復の波及がまだ弱いということも同時に確認されている訳である。従って、基調的な景気回復のテンポがどうか、あるいは家計への波及というメカニズム面からどうかということについては、なお慎重に見ていく必要があるということかと思う。それから当然のことだが、CGPIの足許の状況が今後川下の物価情勢にどういう影響を及ぼしていくか、この辺がポイントになるかと思う。私からは以上で

ある。

福井議長

どうぞ質問等があれば。

田谷委員

一つだけ。消費包括指数というのを作られたということだが、その計算のタイミングというのはどのようなものにするのか。

門間調査統計局参事役

これは逐次入ったデータから集めて、分かる範囲内で作っていくということも可能だが、基本的に大体全部が入るのは家計調査の全世帯分が出た後。だから例えば、1月分で言うと3月の上旬ということになる。その辺りまでくると大体家計調査で全体の5割近いウエイトがあるので大まかな姿は分かるということになる。

岩田副総裁

残りは生産の指数か。

門間調査統計局参事役

然り。先程の図表の中では、図表21の(2)に実は元々よく見ている消費財総供給というのがあるのだが、これも結構使っている。10~12月に増えているのは、この総供給で見た耐久消費財が結構増えているということが影響している。それから因みに家計調査の方も教養・娯楽というのが増えていて、その中にテレビとかパソコンが入るので、恐らく耐久消費財が需給両面から確認されたということだと思う。

中原委員

統計はいつ頃、こういう新しい統計として公表するのか。

門間調査統計局参事役

公表については今検討中であって、そのできるタイミング、それから事務フローがスムーズにいくか、ちょっとまだ作り始めたばかりなのでもう少しそのパフォーマンスと合わせて、その統計作成過程も含めて少し慣れてから考えようかと。ただ可及的速やかにそういう方向性を検討したいというふうに思っている。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。国内企業物価の方は何とか順調と言うのもおかしいがしっかりと推移している。一方、消費者物価の方は私が想定していたよりもちょっともたもたしているのかなという感じがあるのだが、仮に前年比ゼロで今後3月まで推移したとしたら、年度としてはどの位になりそうか。機械的な計算で恐縮だが。

門間調査統計局参事役

基本的にこれまでの印象とあまり変わらないと思うので、どうだろうか。

岩田副総裁

私の大雑把な計算だと、年度で $-0.1\%$ か $-0.2\%$ の間かなという感じを持っているが。

門間調査統計局参事役

多分そうだと思う。 $-0.2\%$ かそのようなものだと思うが、勿論今年度はかなり特殊要因が効いているということになるので、その反動は来年度は一応出るということだと思う。

福井議長

宜しいか。それでは金融環境について説明をお願いします。

#### 4. 金融環境に関する報告（資料-5）

##### 山口企画室審議役

本日はお手許の資料 5、参考計表に沿って説明をしたい。まず、図表 1 のクレジット関連の指標だが、銀行貸出は 1 月は前年比 -1.9% ということである。左側をちょっと見て頂ければお分かりのとおり、このところ大体同じような数字でずっと推移している。金融機関の貸出スタンスとしては量を増やそうという方向での感じが出ているということを通じて申し上げてきているが、計数的に見ると、それがどんどん計数の裏付けを伴って出てくるという感じにはなっていない。やや一服という感じもあるように見える。それから民間部門の総資金調達の方は、1 月は -2.5% であり、これも貸出の動きとほぼ同じような感じである。そのうち、直接市場調達をご覧頂くと、寄与度は 0.2% ポイントということである。このところ大体この辺の動きということで変わりがないという状況である。この間、エクイティについては 12 月に大型案件が集中したということで転換社債とか株式による調達が増えたということをご報告したが、1 月はその後減り、それから 2 月に入って少しそれが復活してくるとこのような状況になってきているということである。資本市場調達の内訳、CP・社債がそれぞれのどのような感じかというのを図表 4 で見てみたい。まず (1) は、CP 発行残高（末残）の推移を示したグラフだが、折れ線のところをご覧頂ければ、このところ一高一低はあるが 1 月についても前年を若干上回る感じで着地している。それから (3) 社債の方だが、1 月については 1% ちょっとということであり、ここも少し振れはあるが前年を若干上回る程度の推移ということであり、こういう状況が先程、寄与度ベースでお話したような全体として CP・社債を合わせてみればあまり大きな動きのない展開に繋がっていくという状況である。それから図表 7 はマネー関連の指標である。マネタリーベースは 2 月は 16.3%。2 月と言っても 2 月 20 日までの平残ということである。前年比 16.3% であり、1 月が 13.6% だったのでここは少し伸び率が高まるということである。内訳を見てみると、

日銀券の方だが伸び率が鈍化してきているということを申し上げてきたが、2月についてはこれまで、20日までのところ2.8%で、1月が2.6%で着地したので、ほぼそれと同じか若干伸び率が高まる格好で今のところ推移している。日銀当預については1月に目標残高を引き上げていたので、その影響が2月から出てくるということで伸び率が高まっている。マネーサプライの方だが、M2+CDは1月は+1.6%であり、これもほとんど大きな動きがない。ただ、非常に小さな動きだが特徴的な動きとも見えることだけ付け加えておくと、これはともにマネーサプライを押し下げる要因だが、厚生年金基金の代行返上資金の国庫納付というのがこの1月から見られるようになっている。金額的にはまだまだ然して大きな額ではないが、マネーサプライを押し下げる要素として出ている。去年秋口に掛けて代行返上資金が預金に滞留する、その結果としてM2+CDが押し上げられるということがあった訳だが、その逆の動きが今年1月になって出つつあるということである。もう一点は、個人向け国債の販売が好調ということであり、この購入代金の払い込みで預金が少し落ちるといった動きも1月については見られている。3月からまた募集が始まり、4月払い込みで個人向け国債が出るので、この辺りもマネーサプライの押し下げ要因として出てくる可能性がある。それから最後に図表12、これは倒産の数字だが、1月は件数ベースで-18%ちょっとの前年比である。このところ2割程度の前年割れということで推移してきていたので、そういった状況がこれについても続いている。以上、前回決定会合以降、出た計数ということでご説明した。ご説明したとおり、特に大きな変化は見られない中での動きというようなことになっている。ただ、まだ確たる評価はできないところだが、貸出について先程申し上げたが、マイナス幅が圧縮されるという動きにちょっとここでブレーキが掛かっている感じがあるので、今後その辺がどういうふうになっていくのか注目していきたいと思っている。以上である。



福井議長

ご質問等があればどうぞ。宜しいか。ではちょっと早めだが区切りなので、ここでコーヒブレイクを取らせて頂く。10時10分から再開する。

(午前10時01分中断、午前10時10分再開)

### Ⅲ. 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

福井議長

さて、宜しいか。10分になったので再開をする。それでは、金融経済情勢と当面の金融政策運営方針について討議を始めたいと思うが、この中で先程、金融市場局長の方から話があった国債市場の流動性確保のための施策について、ご意見があればそれも一緒にご表明頂ければと思う。先程の説明で、中央銀行は本当は何ができるのかという部分で、もう少し追加的な説明の余地があるのであれば、最初をお願いしたいと思う。

白川理事

先程は、時間の関係で説明を十分にできなかったので、若干付言して申し上げたいと思う。金利の形成は、基本的には先行きの景気、物価の見通し、といったファンダメンタルな要因で決まってくる訳ではある。しかし、時々市場の動きというのは、そうしたファンダメンタルな要因に加えて、仲介業者がマーケット・メイキングをどの程度、円滑になし得るか、という短期の市場の要因にも依存するというふうに思う。実際、国債市場では「国債」というものがある訳ではなくて、あくまでも具体的に「何回債」という特定の銘柄を皆、取引をしている訳である。従って、マーケット・メイキングが円滑にいくということは、そういう個々の銘柄を調達したり、あるいはそれを円滑に処分できるかということがキーになってくる訳である。よくアメリカの市場関係者は、これはファイナンス・マーケット、つまり玉を調達する、あるいは資金を調達するという意味において、

ファイナンス・マーケットと言っているし、あるいはレポ市場というふうにも言っても良いと思うが、そうした市場を整備していくということがマーケット・メイキングにとって非常に大事だなど思っている。市場参加者はこれまでも色々な努力をやってきていて、フェイルの慣行を定着させようとか、あるいは、新現先を導入するとか、あるいは今、国債の清算機関を作るべく準備をしているし、色々な努力がなされている。日本銀行自身もそうした市場参加者の努力を後押ししており、国債の受渡しができなかった場合のフェイルの統計を公表したり、あるいは日本銀行が買いオペによってどういう銘柄を保有しているかということについて、毎月末の数字を月初に公表している。あるいは、レポ・レートについてオペ先から数字を聞いて集計してこれを公表するなど色々な努力を行ってきた。そうした努力に加えてさらに何かできることがあるだろうかということが今の問題意識である。先程中曾金融市場局長の説明にもあったように、この一年間をとってみても———そうしょっちゅうある訳ではないが———、時として特定の銘柄が調達しにくいとか、あるいは調達しにくくなるのではないかという予想でもって、国債の金利形成が円滑さを若干欠くという局面が見られた訳である。こうしたことは日本だけではなくて、海外でも時折起きており、中央銀行あるいは公的な債務管理当局というところが国債を補完的に供給をすると言うか、貸出をするというそういう制度が用意されているケースも比較的多いという感じである。皆さんもご存知だと思うが、日本銀行についても、過去数年間、市場参加者から時折こうした要望を受けている。現在、日本銀行は月 1.2 兆円、つまり年間 14.4 兆円の国債をマーケットから吸い上げていっているし、結果として特定の玉がマーケットで不足しやすいということも起こり得る訳である。そういうことを考えると、国債市場の流動性の向上、あるいは円滑な市場機能と言うか、マーケット・メイキングの機能を維持していくという観点で、先程も申し上げたような市場参加者の自発的な努力が大前提ではあるが、そのうえで、中央銀行として補完的に、それから極く一時的にと言うか短期的に国債をマーケットに供給し得ると言うスキームを導入するということにも意味

があるのかなというのが先程申し上げた事務方としての問題意識である。このように申し上げますと、それは総論としてはそうかもしれないが、それはなぜ今なのかというご疑問は勿論あると思う。これは極く短期の話とそれから少し長い話と両方に分けて申し上げた方が良いかと思うのだが、先程、特定の玉が調達できないということは、いわゆるフェイルの減少と関係している訳である。多少テクニカルになるが、フェイルをされた場合、つまり国債の受渡しを受けられなかったという場合、これはフェイルを受けた方、つまり国債を受けられなかった方は、経過利息は当初の約束どおり受けられるし、資金は相手に渡さないから、資金の運用益も自分が手にできる訳である。従って、フェイルを受けても経済的には別に十分インセンティブはあると言うか、報われる訳である。しかし、それは通常の金利環境であればそうなのだが、現在はゼロ金利であるから、従ってフェイルされたら何の良いこともないということになるので、フェイルはもう絶対に回避してくれということになり易い、そういう市場地合いである。そういう意味では、フェイルを恐れるがあまり、マーケット・メイキングが上手くいきにくいという側面が、金利的には若干あるのだろうと思う。そういう意味で、現在のこの金融環境が一つバックには勿論ある。それから二つ目には、日本銀行がオペで国債を沢山買っているということも勿論ある。しかし、そのうえでなぜ今なのかという疑問もあるが、これは逆に言うと市場がある程度落ち着いている時の方が制度を導入するのに適している。マーケットが上にも下にも大きく動いている時にはそれ自体、新たな制度の導入が混乱を招くということになっても困るので、マーケットが落ち着いている時にこういうことについての検討をしてはどうかというのが、先程申し上げた趣旨である。具体的には日本銀行が持っている国債を、バックアップ的に、非常に厳格な条件のもとにマーケットに対して供給し得るという道を残しておくという、そういうことを考えている訳である。以上である。

## 福井議長

それでは、今の説明も踏まえながら討議をして頂ければと思う。今日は、金融経済情勢と次回の決定会合までの金融政策の運営と両方について纏めてご意見の表明を頂きたいと思うが、一人5分程度とこういうことなのだが、今回合わせて二つ一緒にお話して頂くのでアローアンス1分とこういうことで、最大6分以内でお願いできればと思う。今日は、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、春委員、武藤副総裁の順にお願いできればと思っている。最初に、岩田副総裁からお願いする。

## 岩田副総裁

まず海外経済情勢からということで申し上げますと、アメリカ経済についてだが、恐らく2004年の第1四半期は4%台半ばの成長経路を歩んでいるのではないかと思う。雇用の伸びはやはり従来 of 回復局面よりは弱い。明らかにマンキューCEA委員長が述べられた260万人雇用増というのは過大な推定ではないかと思う。それにもかかわらず失業率が従来6%台だったのが今5.6%まで下がってきている。いつ自然失業率のレベル——これもグリーンSPAN議長は4%と言ったが、普通はマーケットは5%位に見ているのではないかと私は思うが——になるかは分からないが、いずれにしても低下している。これは雇用がそんなに増えていないので基本的には労働参加率が低下していることを示していると思うし、しかも移民が100万人を超えるような勢いで続いてきたが、ここへきて若干減速しているということで、失業率の低下はどちらかと言うと供給面によるところが大きいのではないかと思う。現在のアメリカ経済は、ちょうど1970年代のスタグフレーション経済の裏返しではないか。スタグフレーションの時にはインフレ率が高くて成長率が低いという組み合わせだが、現在は実質成長率が高くてインフレ率が極めて低いと、こういう組み合わせになっていると思う。そこで、そういう経済をもたらしている基本的な理由

は労働生産性の伸びである。従来 2002 年とかまで 4%台だったのだが、最近は 5%台に上がってきていて、極めて生産性が高いということである。この生産性が高いということの裏返しは、雇用が増えていないし賃金もそんなに上がっていないので企業収益の伸びが高いことである。言葉を変えて言うと、実物資本に対する収益率が高い。あまり私がアカデミックな言葉を使い過ぎるので記者が分からなくて困るという、そういうご指摘も受けているのだが、私の好きな用語で述べると、自然利子率という実物資本に対する収益率、すなわち、マネタリーな要因からは中立的な収益率という概念で考えると、明らかに労働生産性の高い伸びの裏側では自然利子率が高まっているというふうに考える方が自然ではないかと思う。一方で、市場の実質利子率というのは何%かと考えると、物価連動債が参考になる。アメリカの物価連動債のいわば実質利回りというのは今幾らかと言うと、2%位。一時 2.5%まで上がったのだが今 2%位ということになっている。それから、グリーンSPAN議長は、将来は実質フェデラル・ファンド・レートが中立的な水準に戻るというご発言をされていて、私は非常にこれを重大な発言だと思っている。マーケットはあまり注目していないように見えるが、言葉を変えて言えば、短期の自然利子率が上がってきますよという、それでそちらの方に合わせるように F F レートを誘導しますよということをグリーンSPAN議長はおっしゃったのだと私は理解している。仮に、自然利子率が市場利子率に比べて高まっているとすると、二つのインプリケーションがあって、一つは、デフレのリスクは極めて小さくなる。これは自然利子率と市場の実質利子率の差が、プラスであればヴィクセルの考え方で、むしろインフレ圧力になるということなので、デフレのリスクは遠のいているということが言えると思う。それからもう一つは、自然利子率が仮に高まっているとすれば、ドル安に歯止めを掛けるというインプリケーションがあると思う。また、物価連動債と一般国債の流通利回りの差であるブレイク・イーブン・レートというのが、期待インフレ率を大まかに表わすのだが、これについては最近非常に興味深いメモを頂いた。それによれば、実はアメリカの債券には元本償還のオプションがくっついてい

るので、そのオプション・プレミアムが乗っている。それから、インフレのリスク・プレミアムも考えなければいけない。あるいは流動性のプレミアムの分もあるというような指摘がされている。ちょっと複雑なのでブレイク・イーブン・レートの2%がそのまま期待インフレ率かどうか分からないが、しかし幾らか現実のインフレ率より高い所にあって、次第に名目利子率は、将来むしろ上がっていくという期待をマーケットが抱いても私はおかしくないと思う。そういうことがあるとすると、明らかにドル安には歯止めが掛かるといふふうに神戸市で申し上げたら、翌日からドル高の方向に動き出したのでちょっとびっくりしている。それは先程の説明でもフェデラル・ファンドの先物レートの方は下がっているが、外為市場のヘッジファンドは反対の行動をとっているという話と同じで、マーケットが果して私が解釈しているように読んでいるかどうか分からないが、少なくとも私自身はそのように考えている。もう一つ注目されるのは為替レートの関連で言うと、人民元が恐らくバスケット通貨制度導入を、これは随分前から検討していると思うが、ある時点で踏み切るのではないかと思う。その時に、資産構成のリシャッフリングを行う可能性があると思っている。そのインパクトをどう考えるか。既に日本を除くアジアの中央銀行には、外貨準備を合わせて1,200億ドル位あるが、連邦準備を通じて買っている国債の分と合わせると300億ドル位ギャップがあるので、その分は実はドルで持っていないで他の通貨を持っている。恐らくユーロなどを中心として、現実にはアジア諸国は多様化を進めているのではないかと思う。それに中国が加わるという形になるのかなというふうに予想している。そのインパクトがどうなるのかということに注目している。

次に日本経済であるが、成長率は、私は前回の会合で第4四半期は前期比1.5%位に近いのではないかと言ったが、それよりも少し強かったので、私自身も驚いている。私が最善と思うシナリオに非常に近い形で日本経済は動いていると思っている。ただこの1.7%という数字は、どうも設備投資が実質だと年率で22%伸びていることになっている。前期比のデフレーターで見ると、8.6%下落しているのだが、これは企業物価指数の動き、資

本財価格の動き、こういうものと比べてやや過大なマイナスになっているので少し違和感を持っている。第二次改定でどういう方向になるかは分からないが、法人企業統計季報で見る限り、名目で見ると、前期がマイナスの伸びだったのでこれはむしろプラスの伸びになると思う。そんなに変わらないが、デフレータのところは少し考慮の余地があって、結果的には私が当初言っていた1.5%に近くなる可能性もあるというふうに思っている。いずれにしても2003年度は3%近い数字、1~3月の数字は分からないが、今日の話でも1月はまあまあだということだから、3%程度はかなりあり得るシナリオだと思う。それと比べると、2004年度の政府見通し1.8%、あるいは民間の平均予測2.2%というのは、低過ぎる予測だと思う。単純に下駄と言うか、後半に伸びが高いから、恐らく1%程度の下駄は来年度に持ち越されると思うので、そうすると1.8%というのはどうも低い、2.2%でもどうも低過ぎるというふうに考えている。成長率が私の考えていた姿で今年度と来年度がいくということであれば、現在コアのCPIは恐らく2003年度、 $-0.1\% \sim -0.2\%$ の間で着地すると思うが、来年度は成長が持続するのであればむしろプラスになっていく可能性の方が増してくるというふうに思っている。これは展望レポートで1%ギャップが縮小すれば実は0.43%物価が上がるという、これを単純に適用してもそうだということである。勿論問題は需給ギャップの水準であるが、これも恐らくゼロに近付いてむしろプラスになっていく。需給ギャップの改善が物価押し上げ要因になる。需給ギャップが一度プラスに頭を出すと、前年同期比の変化がプラスになってくるので、両方押し上げ要因になって、今はフィリップスカーブが横這いになる要因として働いているマイナスの物価上昇率がプラスに転じれば、今度はむしろフィリップスカーブの形状を急峻にしてさらなる物価上昇率の押し上げ要因になってくる。恐らく長期のフィリップスカーブについて展望レポートではリニアでやっているが、現実の姿は恐らくノンリニアで、物価上昇率がゼロのところを境にむしろ傾きは急になる。それより下なら傾きは緩やかという正常なフィリップスカーブの形状で恐らく今後推移するのではないかと思う。

金融政策運営についてだが、短期金融市場、国債市場、外為市場いずれをとっても非常に安定している。一つ注目しているのは、日本銀行券の伸びが鈍化していること。伸びの鈍化が私が思ったよりは小さかったのでマネタリーベースの数字は良かったと内心ほっとしている。注目しているのは一万円札の動きであり、実はそれが鈍化の主な要因になっていると考えているからである。その一万円札の分はいわばキャッシュで貯蓄していた、つまり金融不安とかデフレなのでお財布に入れておいてもいいや、タンスに入れておいてもいいやと思っていた分、中には庭先に埋めておいたら腐ってしまって日本銀行に持ってくる方もいると聞いているが、その分が戻ってきている可能性があると思っている。金融政策運営については、今回は変更する必要はないと思っている。以上である。

福井議長

次、福間委員をお願いします。

福間委員

景気情勢については、世界経済が鳥インフルエンザの感染拡大等の不透明要因があるものの引き続き順調に拡大し、その中で日本経済もアジア向けを中心とした輸出の大幅な伸びに牽引される形で高水準の生産が続いており、設備投資にも広がりや強さが見られるようになっている。景気回復の中で、投資を行った企業と行っていない企業との間で業績格差が生まれ始め、それが投資を行っていない企業の投資を促すという循環も予想されるため、輸出拡大のもとで設備投資は当面堅調に推移すると考えられる。景気全体としては、第4四半期の7%成長の後だけに、通常は短期的な踊場にあると思うが、展望レポートとの関係では標準シナリオの上限をやや上回り気味かな、と評価している。エコノミストの中には個人消費の伸びに意外感を持つ向きもあるが、冷夏の反動や貯蓄の取り崩しに加え、昨年12月の会合で申したように、株価上昇に伴う資産効果も働いていることを考慮に入れると然程違和感はない数字だったと思っている。この間、今



年度の企業業績であるが、自動車、電機等の製造業が好調であることは大方の予想どおりであるが、東証第一部上場企業の経常利益予想を2002年度と比較すると非製造業の増益率は製造業を大幅に上回り、情報通信、陸海運、不動産、電力、商社、金融等では史上最高益を予想する企業も目立つなど業績回復は非製造業まで及んでいる。今後景気回復が相当期間持続すれば、構造問題も徐々に氷解し、持続的な成長軌道に入ることが期待されるが、そのためには第一に企業の生産性向上と第二に規制改革による医療、福祉、環境、教育等サービス分野や農業等での雇用増加を通じて国全体の付加価値創造力を一段と高めていく必要があると思う。そうした取組みを忍耐をもってじっくりと進めていけば中期的には家計の雇用・所得環境の本格的な改善も可能となり、景気回復の自律性を高めることができると思う。物価面については、川下の消費者物価下落率は水面近くまで縮小しているが、需給ギャップが残る中で当面下落傾向は残るとみられる。ただ、川上の国内企業物価が1月に3年5か月振りに前年比下げ止まったことが注目されるが、その背景にある鉄鉱石、鉄スクラップ、銅鉱石、石油、石炭等の国際商品市況と海上運賃の高騰には引き続き注意が必要である。国際商品市況と海上運賃は中国を中心とした実需の強さを背景に依然として高騰が続いており、国内でも原料価格の上昇を反映して鉄鋼製品、非鉄金属製品、化学製品等の製品価格は月に10%から30%値上がりする品目も目に付くようになってきている。中には鉄鋼製品のように品薄から売りのオファー自体を差し止めるという異常な動きも出ている。今後、国際商品市況と海上運賃の高騰が川下にある自動車、家電、一般機械等の最終財価格にどの程度波及するかを見守る必要がある段階にきたのではないかと考えている。また、これまでリストラを重ねて何とか生き延びてきた企業の中には、景気回復や市況回復により残存者メリットを享受し蘇った企業も目に付く一方、原料価格や海上運賃の高騰を製品価格への転嫁や合理化努力で吸収しきれない先では、原料高・製品安による赤字ないしは減益を回避するため生産休止または減産を行う動きもあり、企業業績への影響にも注意が必要かと思う。なお、為替相場は、為替介入の押し上げ、介入不安

からの投機筋によるドルのショート・カバーが入り、円安方向に修正されているが、一方で期末を控えて出遅れた輸出筋による実需のドル売りも相当程度出ており、当面はそうした需給関係の中で新たな水準を模索する動きになっている。短期金融市場は1月の当預残高の引き上げ以降、極めて落ち着いた展開になっており、期末越え資金の調達にも混乱は見られない。また前回申し上げたように、金先のフォワード・レート・カーブも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、このため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、長めのターム物資金の市場取引は今なお困難であるほか、一部の親密先の間で、ターム物資金のDD取引も金融システム不安や銀行の格上げの広がりや止まっていることを反映してか、増加する兆しは窺われていない。このため、短めの資金を吸収し長めの資金を供給するという本行のツイストオペは引き続き必要な状況である。この間、FB発行については、量的緩和と現状のごとく企業の資金需要が低調なもとでは、市場で十分吸収可能とみられるが、市場からは発行額の予測がつかないFB発行は、市場の攪乱要因で、日銀の短国買入の頻度や額は注目点であるとの声も聞かれている。短国買入を大幅に増やすことは、日銀によるFB直接引き受けの復活に繋がりにかねないとの懸念を惹起する恐れもあり適当ではないと考えている。ただし、FB発行により市場から吸い上げられる資金量が増えればその分本行の資金供給負担も増える。また、前回も指摘したように円売り介入の増加に伴って市場のニーズの高い本行の長めの資金供給オペが減らされるのではないかと懸念が市場で強まる可能性もある。このようにFBの発行増加とそれに伴う円売り介入の増加は、金融調節面での制約になり、円売り介入とは別に本行の長めの資金供給オペを望む声が強い場合には、それに応えていくことが市場の安定に繋がることを念頭に置いておく必要があると思う。なお、先程の国債のレンディング・ファシリティであるが、時として市場の失敗とか流動性の問題とか、市場機能が銘柄によってはフラップすることもあるので、そういう時に補完的に中央銀行が出ていくのは適切なことではないかと思う。ただこれはリー

ディング・マーケット・メーカーである市場筋との市場を通じての意見交換あるいは情報交換も必要で、日本銀行のこの機能はあくまでも補完であるという立場を中心にし、流動性とレンディング条件を詰めて頂きたいと思う。以上である。

福井議長

次、中原委員お願いする。

中原委員

世界経済の改善は総じて想定していたシナリオを上回るペースと思う。デフインフレ傾向はなお残る中、実体経済のスピードに比べて長期金利、金利は相当低く維持されている訳であり、過剰流動性のもとで市場は安定している。米国は実体経済のバランスのとれた回復軌道に入ったと言って良いと思うが、裏側にある貯蓄・投資バランスの不均衡はなお拡大方向にある。ただ、ドル安傾向の中で公的部門に加えて社債とか株式の民間資本の流入も比較的高水準を続けているようであり、今後よく注視していく必要がある。欧州は、企業部門の回復が始まっているがやはり家計が鈍い。中国は引き続き拡大しており、インフレ懸念も出ている面もあるが、今後上手くスピード調整ができるかどうかは鍵だと思う。為替相場レジームの変更が予想より早まる感触があるのだが、軟着陸に向けて銀行部門への改革なども進んでいるし、政府の取り組み姿勢を見ても当面大きな混乱は避けられるだろうと思っている。長期的には、レジームの変更に伴い、ドル安のプレッシャーが掛かる可能性もあるのでこの辺も注意していく必要があると思う。このような背景で、我が国の輸出環境は安定しさらに改善している。1月の輸出はアジア向けを中心に好調である。外需による回復パターンは基本的に変化はないのだが、ここに来て10~12月のGDPで見ると設備投資、消費も増加してきた。設備投資はデフレータの影響を無視できないという気はしているが、一方で機械受注などを見ると発注業種が相当幅広いものになってきている。また、代理店経由の中小企

業の発注も広がり、増加傾向が続いていて、この辺では設備投資の増加は確認されてきていると思う。地銀協の地方経済天気図でも、北海道を除く全地区で設備投資が始まったとか、持ち直していると表現されているようである。輸出、生産の増加の中で、設備のヴィンテージが相当高くなっていることからくる、ある種のペントアップ的な投資が中心ではないかと思うが、企業収益とキャッシュ・フローが潤沢になってきているので、今後さらに生産体制の効率化あるいは税制面でインセンティブのついてい技術開発、研究投資に広がっていくかどうか見ていく必要があると思う。消費は、政府の月例判断では持ち直していることになっているが、我々は横這い圏内という表現になっている。この辺、10～12月のGDPの消費の強い数字をどう判断するか難しいところではあるが、名目雇用者報酬はマイナスで、労働分配率が下がっているし、先程の説明にもあったが、やはり川上部門の拡大が家計に波及するメカニズムはまだ確認できていないという感じがする。また2004年、2005年に各年度1兆円を超えと言われていた社会保障関係費用の増加とか、あるいは税法上の各種所得控除の廃止の中で、消費は横這い圏内という判断を上方に修正するのは今のところ慎重にならざるを得ないという気がする。1～3月の消費が、多少思ったよりも明るいのではないかという説明もあったが、この辺をよく見ていく必要があるのではないかと思う。消費については、需要サイド統計でいつも実感との乖離が感じられる訳だが、先程説明のあった新しい消費包括指数は是非早い段階でその有用性、速報性を高めて、現実に使え物にしていて頂きたいという気がする。先行きのリスクとしては、課題と展望で挙げた世界経済、金融資本市場あるいは内需、金融システムの動向の四点、この構図は変わらない。しかし、それらが顕現する蓋然性はやや弱まってきたというふうに感じている。ただし、設備投資の回復の牽引力は結局外需であって、先程も申し上げたような川上部門の回復が所得の改善を通じて家計に裾野を広げる、消費を含めた内需の拡大を背景とした設備投資回復のモメンタムが働かない限り、片肺飛行ということが余儀なくされる訳である。今後の所得・消費の回復を見ていく必要があるが、この問題が企

業の過剰債務や高コスト体質の是正、あるいは高齢化、財政不均衡等の構造問題の解決の帰趨に影響されるところが大きい以上、内需主導による自律的回復のプロセスが確認されるにはまだ時間を要するものと思われる。当面の金融調節方針としては、現状継続で良いと思う。市場の動きについては、一部オペでの札割れの状況や吸収オペの応札倍率から見ても、市場、短期市場に極めて潤沢な流動性の供給は行われていて、期末接近に伴う不安感は見られない。福間委員もおっしゃったが、介入資金とオペとの関係については、今後も介入が続くとするとどう考えていくのか難しいところはあるが、引き続き注視していきたいと思う。ここへきて中期ゾーンを中心とした金利が一段と低下してきている訳だが、10~12月の好調なGDP発表以降、さらに低下したという理由は、如何にデフレータのマイナス幅が大きかったとは言えよく分からない、1月の追加緩和の影響が出ていると言う人もいるが、本来、追加緩和は景気の上昇過程であればむしろ時間軸の短縮が生じるはずであり、量的緩和の出口が遠くなったという市場の反応というのは、やや論理的に分かりにくいという気がする。もっとも、実務的なセンチメントとしては、基本的にだぶつく資金のもとでの運用難が続いていて、買いの口実を探しているということだと思う。昨年の反省もあり、実体経済の回復が顕著になる中でこれ以上のオーバーシュートの可能性は小さいと思うが、プラスの名目成長率の持続性が確認されていく段階では、ボラティリティの上昇には注意を払いながらも、実体経済の動きに応じた自然なイールド・カーブのスティープ化というのは容認していく姿勢で市場と対話していくべきではないかと思う。なお、国債市場のボラティリティの問題について、先程金融市場局長の説明を伺ったが、SLFは基本的には必要な施策であろうと思う。今までマーケットと十分な話し合いを進めてきており、国債市場の整備の一環だと思うが、たまたまのタイミングから見て出口政策との関連というふうに受取られかねないという懸念もあろう。その必要性、あるいは我々のスタンス等について、十分に市場に対する説明を行って頂きたいと思う。為替市場については基本的に高値警戒感によるポジション縮小の動きだと思うが、ファ

ンダメンタルズに変化の兆しも感じられない訳ではないので、大きな流れが変わったかどうか、もう少し時間を掛けて確認していく必要があると思う。

福井議長

次、須田委員お願いする。

須田委員

まず金融経済情勢だが、2003年10～12月期のGDP第一次速報値は年率で実質+7%、名目+2.6%と非常に高い成長率となった。デジタル家電の季節的な需要増や設備投資にはスポット案件があったことなどから、2004年1～3月期はその反動が大きく出ると考えられる。しかし、1月の輸出は関税率引き下げの影響もあると思われるが、中国への大幅な輸出増もあって予想外に強かったと言える。従って、現時点で来年度を展望すると実質GDP成長率は実勢でみて、展望レポート対比上振れる可能性が高く、また非鉄や鋼材などの値上がりや原油価格の高止まりのもと、国内企業物価も上振れる可能性が高いと思う。このような状況では、消費者物価についても上振れる可能性を無視できないが、現状では、私は、消費者物価が上昇するというシナリオの蓋然性はかなり低いと思っている。その理由について以下では消費者物価への価格転嫁は容易ではないことと、潜在成長率が高くなっている、あるいは成長と同時に高くなる可能性がある点に絞って意見を述べておきたいと思う。

消費者物価への価格転嫁については、足許、川上である鉄鋼、非鉄、化学の一部の価格が上昇を続けていることに加え、電池や電子部品も値上りしているが、現時点では小売価格までの波及は見られていない。未だ需給ギャップが存在しているため、企業と家計が交易条件の悪化を負担しているということだと思う。なお、悪者にされがちな「円高」だが、原油等輸入原材料はドル建てがほとんどであり、むしろ対米ドル円高メリットを享受してきた一方、輸出は円建てやユーロ建てが多く、実効レートでは対米

ドル程に円高とはなっていないため、ネットでみれば原材料価格の高騰を円高で減殺してきたとも言える。今後、輸入原材料価格の上昇が続くもとで、為替レートにこのような相殺効果を期待できないとすると、企業や家計の負担がより一層大きくなることが予想される。その場合、企業収益は数量効果である程度カバーできる部分もあると思うが、賃金は抑制され続ける可能性がある。そうすると、消費は盛り上がり欠けることにもなりかねない。

潜在成長率については調査統計局の論文で、慢性的にGDPギャップの大きい経済が生産要素のシフトを伴いながら、その状態を脱却していく場合には、潜在成長率の低い「古い経済」から潜在成長率の高い「新しい経済」に移行し終えるまでの間は、両者が相殺し合って潜在成長率が上昇するかどうか分からない「過渡期の経済」が存在すると指摘されている。実際、現在、潜在成長率が上昇しているかどうかは定かではないが、生産構造の高付加価値化へのシフトが進みつつあることを考えると、全要素生産性の上昇という形で潜在成長率が既に上昇しつつある可能性がある。従って、「成長率の上昇=GDPギャップの縮小」には直ぐには繋がらないと考えている。要するに、実勢では想定以上に経済成長が高まると思うが、雇用環境の好転が見通せない状況にあって、消費者物価の上昇という絵は当面描きづらいということだと思っている。

このように実体経済は今のところ想定以上の強さを示しているが、それにもかかわらず長めの金利は低下している。しかもその傾向が今後強まる可能性もある。以下では、最近の長期金利の低下の背景について、日本の金融機関の行動についての構造問題と時間軸の評価という観点から意見を述べておきたい。

日本の金融機関の行動についてであるが、機関投資家を含む金融機関では景気の回復を受けて、昨年のような急激な金利変動リスクを回避したいと考えれば、債券と逆相関にある資産の代表選手である株に運用をシフトさせるのが自然の流れだと思う。しかし、これまでの株価パフォーマンスを背景に負債や資本の制約からこのようなアセット・アロケーション

はあまり行われていない。また、株にしてもクレジットものにしても貸出にしても、全て企業のための資金であるのに、エクイティには非常に否定的であるためにデットに過度に集中してしまい、他方、企業サイドは債務圧縮に余念がないからスプレッドを潰してしまっているという状況である。金融機関はデュレーション・マッチングや業務純益に関心が高いこと、またペイオフ完全解禁時の預金の移動に備えた流動性の確保といったことを考えると、景気回復期であっても当分国債投資への依存体質は大きく転換するようには思われぬ。

なお、このような債券投資でリターンを上げるためにはデュレーションの長期化は否めない。そして現在、長期化の動きの安心材料にされているのが1月20日の追加緩和である。市場は昨年10月に打ち出したコミットメントの観点からだけでなく、当座預金残高の増大は当座預金を減らすのに時間が掛かるからとか、イールド・カーブから導き出された時間軸が伸びたからなどを判断材料にして追加緩和策が時間軸の強化策であったと解釈している。こうした状況下、2年債は既に昨年6月の水準にまで低下しているほか、VaRショックで抱えた含み損もこれまでのインカムと足許の金利低下を映じて確実に解消しているため、時間軸の外にある5年ゾーンまで投資し易い環境になっており、再び長期金利が低くなり過ぎてしまうリスクを懸念している。

従って、我々の金融経済情勢についての認識と時間軸についての考え方が市場に適切に伝わるように努力するとともに、長期金利の決定は市場に任せると言うことで、市場が行き過ぎる前にやんわりと警鐘を鳴らしておくべきだと思っている。なお、金融政策運営方針については現状維持で良いと思う。

最後に「保有国債を一時的に、補完的に供給する」ということについてだが、これ自体は進めて頂きたいと思うが、「供給」といっても、これは非常にテクニカルなものであり、「売るのではないか」というふうに決して伝わることはないようにして頂きたい。要するに市場を冷やすために日本銀行の保有国債を高く売るということを「供給」という言葉が示してい



るように思われるような説明振りにはしないで頂きたいということである。また、やはり市場に直接的に介入するということだから市場機能を損なわないようにして頂きたいということをお願いしたいと思う。以上である。

福井議長

「供給」という言葉の持つ意味に触れられたが、もう少し説明して欲しい。

須田委員

「供給」という言葉を使っているけれども国債を売る訳ではないということが伝わらないといけない。だが、「需要」と「供給」というのは「買う」とか「売る」とかいうふうに受取られかねない。このこと自体が非常にテクニカルであるが故に気を付けた方が良くと思う。

福井議長

日銀が売る訳ではないことを明らかにせよということか。

須田委員

然り。そういうふうに受取られたら、つまり日銀が沢山持っている国債を売りに出るのはではないかと取られる可能性を懸念している。

福井議長

承知した。では、田谷委員お願いします。

田谷委員

昨年末に高成長を記録した後、懸念されていた反動は比較的小さく、足許の国内景気は拡大基調を維持しているようである。年央以降についての内外景気の持続性についても、明るい材料が一部出てきているが、不透明

感が残っている。景気全体の判断としては、緩やかな回復が続いているということで良いと思う。内外の主要金融資本市場でも、株価は若干頭打ち感が出ているし、長期金利は軟調である。為替市場では、円が反落したが、円高圧力が再燃するかどうかということが注目点である。昨年第4四半期の実質経済成長率は高いものであった。設備投資の高い伸びは、デフレ率の低下が大きく出たところによる部分があると思うし、公共投資の下落が小さめに出たり、輸出が一時的要因もあって比較的高かったこともある。個人消費の伸びは所得対比で高めだったが、昨年1年間の名目個人消費の変化率が-0.3%と、最近数年間の傾向値と同程度になったことを見れば、そう違和感のあるものではない。全体としては、実力以上に高い成長率を記録したことは事実だろうが、各需要項目の動きとしては違和感のないものだろう。輸出、設備投資が景気を引っ張る一方、公共投資が減少を続け、個人消費が下支え役を続けている。1月の実質輸出は、東アジア向けを中心に高い伸びとなり、懸念されていた反動減にはならなかった。東アジア自体の輸出も増加基調を保っているし、今年の経済成長率見通しは上方修正されている。米国における雇用情勢についても、明るさが見え始めたようである。労働生産性の伸び率が第3四半期の異常な伸びから第4四半期には落ち着いたものとなった。最終需要の伸びが維持されれば、雇用が増える素地が出てきたようである。事実、新規失業保険申請件数の低下傾向は持続しているし、非農業部門民間雇用者数が増加気味となってきた。失業率も下がってきた。ただ、雇用者数の増加がまだ限定的なので、もう暫く事態の推移を見る必要があると思う。国内の設備投資については、12月の機械受注は強い数字であった。1~3月の見通し数字は、前期比ほぼ横這いだが、設備投資は増加基調を維持していると言って良いと思う。問題は個人消費、あるいはその背後の雇用・所得情勢だが、これまでのところあまり変化は見られない。労働市場の実態は、職安統計が示唆する程には改善していない一方、毎勤統計が示す程には悪くないといったところかと思う。職安統計では、求人が若干過大になっている可能性がある。毎勤統計では、分社化の拡大であるとか、派遣形態での就労の増加に十分対

応していない可能性があるように思う。また、実質賃金の1960年以来のトレンド線上への回帰であるとか、あるいは労働分配率の1990年辺りの水準への低下といった事実もあるが、内外の環境が変化しているもとの、今後の雇用・所得の先行きを考えるうえで、それらがどの程度の重要性を持つかは不明な点がある。所定外労働時間の増加、新規求人の増加、失業率の低下は事実だが、雇用・所得情勢の改善傾向はそれ程はっきりしていないと思う。この点は引き続きフォローしたいと思う。短期金融市場では、資金余剰感の強い状態が続いている。短い資金の吸収オペに対する応札倍率は相当高くなっている。一方、長めの資金需要については、それなりにあるようである。金利は低下余地のないところまで下がったが、手形買いオペに対する応札はそれなりにある。こうした状況下、政策としては現状を維持するということが良いのではないかと思う。長期金利が今年の9月、10月辺りから低下基調にあるが、低下幅は米国金利の低下幅とほぼ同程度となっている。日米欧、それぞれ9月、10月辺りからみると、大体30bp位下がったところに現在ある。株価はこのところ上値の重い展開となっているが、これもほぼ米国株の動きと軌を一にしたものだと思う。問題は円相場だが、これについては今後の展開に注意したいと思っている。以上である。

福井議長

次は、植田委員をお願いします。

植田委員

実体経済については、去年の第4四半期については皆さんおっしゃったように、一時的と見られる部分がある訳だが思った以上に好調だった。今年の第1四半期は若干の反動が予想される訳だが、今までのところはまだ大きな反動が目立った形で観察されていない。むしろ輸出、機械受注それから先程説明があった消費と、やや強めのデータが出続けているということだと思う。先程の消費に関する説明を聞いていて思った希望的観測だが、

雇用者所得が伸びていない中で消費が伸びているということは、消費性向が上がっているということである。そのかなりの部分は季節的なものかもしれないが、もしこれがある程度長続きする面もあるということだとすると、背景ではデジタル家電を中心に新商品、あるいは技術革新のようなものが起こっていて、それが輸出という海外需要だけではなくて消費という国内需要も刺激している。さらに生産、設備投資というある種供給サイドのところも刺激しているという新技術に伴って起こる好循環のようなものがやや起こり始めているという解釈も可能だと思う。これが今後どの程度の規模で続いていくかという点は注目している。それから複数の方がやはりお触れになったが、川上において、海外、国内の商品市況の上昇が続いているということである。これは勿論、中国を中心とする実需があるということではあるが、それに加えてかなり投機的な資金の動きも乗っていると見るべきかと思う。あるいは、別の言い方をすれば一部違う方向に動き出している国もあるが、世界的な金融緩和がある種のインフレを引き起こしているということだと思う。ただ、全般的なインフレに繋がっているというのではなくて、皆さんがおっしゃったような様々な理由で商品市況のところは今のところはとどまっているということだと思う。これが川下に波及していくかどうかは注目点だし、また逆に波及していかない場合に投機的な部分がどういうふうにかがつかっていくのか、その影響はどうかということも注意してみていく必要があるかと思う。金融政策については、現状維持で宜しいかと思う。そのうえで、二点付け加えると、前回、時間軸政策と量的緩和のある種の緊張関係についてコメントしたと思うが、それをもうちょっと付言してみると、両者を必ずしも矛盾、あるいは両者リダンダントだと見る必要もないという見方もできる。すなわち、オーバーナイト以外のターム物、あるいは中長期の金利を将来の短期金利の予想値で決まる部分とある種リスク・プレミアムで決まる部分に分けられると見たとする。すると、時間軸政策はどちらかと言えば前者に働き掛ける政策。それから量で、あるいはオペでやっていく部分というのは後者の一部の場合によっては働き掛ける政策と見るができると思う。この後者への働き

掛けについては、量的緩和の中、あるいはオペの工夫によって、特にマネーマーケットでは非常に大規模なオペレーションをやってきて、リスク・プレミアムのようなものの一部をかなり抑え込むことに成功してきた。逆に言うと、ここにえらく大量の資金が飲み込まれたなという感じである。勿論、その裏にはどなたかお触れになったように大量のF B等が発行されているという事情もあるかと思う。ただこれは短期金融市場に限らず、もっと長めのところについても原理的には同じようなメカニズムを考えることができる訳である。明示的に言っていくのが良いかどうかは別の話である。しかし、それをずっと延長していくと中長期国債を大量に買い占めるというようなオペレーションに繋がるという姿が遠い先には見えるような話である。そこまでいくと、また時間軸政策とある種矛盾してきてしまう、あるいは違うメッセージを強く送るということまで含まれている訳だが、経済実勢から言うとそういう話をする局面ではなくなりつつあるかもしれない。ただ、いずれにしても単純に言えば時間軸政策だけではイールド・カーブ全体がユニークに決まる訳ではなくて、上下にかなりの幅があるところに入るのだと思う。その幅の、例えば下の方をイールド・カーブの一部について狙うというところに量的緩和政策の一部が効くという見方は依然としてできるように思う。それがどの程度のものかとか、使うのは良いことかどうかというのはまた別問題だと思う。

最後に国債の貸出スキームのようなものに関してだが、これは皆さんおっしゃったような理由で市場を補完するものとして進め、考えて頂くのが宜しいかと思う。ただ、須田委員がおっしゃった問題に加えて、品貸料が非常に高くなるという銘柄は極く一部の銘柄である。特定の銘柄の品貸料が高くなるという現象を中央銀行はそんなに心配すべきかどうかという点は注意して説明していかないといけないと思う。つまり、一般論として一部の銘柄の品貸料の物凄い高騰が全体の価格機能を阻害するという説明で宜しいのだと思うが、さらに付け加えるとすると、品貸料が高騰した銘柄の例は先物の受渡適格銘柄に多いということだと思う。従って、先物市場の価格形成機能にはこの措置は場合によれば、理論的だがある程

度のプラスの効果があるのではないか。そういうことを通じて国債市場全体の価格形成機能に一般的な意味で特別の銘柄の話に限らず、プラスの効果を与えるということも期待できると思う。以上である。

福井議長

春委員、願います。

春委員

足許の景気に関してご報告があったが、10～12月のGDP第一次速報、12月の機械受注、1月の通関統計など海外景気の着実な回復を背景とする輸出と製造業を中心とした設備投資の主導する回復が確認されたと思う。先行きの回復の鍵となる個人消費については、GDPの個人消費については雇用者報酬が下げ止まっていない中でそれなりの伸びを示したが、季節的要因による押し上げもあり、一進一退の状況を脱したかどうかの判断は1月以降の実績を待ちたいと思う。実質GDP年率7%増は統計上のバイアスも含まれているようだが、名目で見ても年率2.6%増と3四半期連続で明確なプラスとなっているので、名目GDPについてもプラス基調が定着しつつあると見て良いのではないかと感じている。

以下、若干コメントをさせて頂くが、個人消費に関連して1月下旬の景気ウォッチャー調査では景気の現状判断DIは飲食関連の落ち込みが目立って47.8と3か月連続で50を下回った。BSEとか鳥のインフルエンザの影響が報告をされている。ただ、先行きに関してはやや意外だが飲食関連も大きく回復するなど明るい見方が強く、先行き判断としては51.2と3か月振りに50を超過している。アテネオリンピックを控えたテレビなどAV製品の荷動きが活発化しているとか、春物の新作アパレルやアクセサリー等が好調であるといった報告が寄せられている。先程1月の小売りのデータが非常に順調という報告もあったが、色々考えると一進一退という状況が続いていると思う。

物価に関しても企業物価指数は11月迄は前年比-0.5%を続けてきた

訳だが、12月の-0.1%から1月には0.0%ということで3年5か月振りに前年比マイナスから脱却をしている。最大のウエイトを占める電気機械が-5.2%という大きなマイナスになっているが、商品市況の上昇等がこれをカバーする形で0.0%ということになっている。これが今後、消費者物価のプラス、さらにデフレ克服に繋がる動きになっていくのか、何人かの方もおっしゃっているが下落が続いている川下分野における最終財の動向に注目したいと思う。

また、長期金利について、これも何人かの方がおっしゃっているが、引き続き低下傾向にあり、10年物で一時1.2%を割り込む水準まで買われている。これは本行の量的緩和に関する強い姿勢が市場に理解されたと見ることができるし、景気の回復を支える要因ともなっていると思うが、一方でこれ以上の金利低下があると将来の上昇圧力を蓄積するという懸念を感じている。

また、為替についてだが、先週後半以来ドルが反発して、今日も108円～109円で推移している。105円を割り込むような、さらなる円高のリスクは当面減少しているようだが、基調としてのドルの先安感は根強いものがあるように思うので、引き続き注意を要すると思う。

当面の政策運営方針については皆さんと同じ意見だが、本行の潤沢かつ機動的な資金供給によって、短期金融市場は現在のところ、年度末越えの資金調達にも不安はなく平静に推移している。次回会合までの金融調節方針は現状維持として、当座預金残高はこれも33兆円程度を中心にレンジを有効に活用して、年度末に向けて必要な場合にはなお書きを適用することも含めて市場の状況に応じ、潤沢かつ機動的な資金供給を続けることが適当と思う。

最後に、国債に関することでは、先程来、色々ご意見がある。国債市場の流動性を向上させるという観点からは是非実現に向けて検討を進めて頂きたいと思うが、これも何人かの方がおっしゃたように、市場機能を損なわない、ということをも十分念頭に置いて進めて頂きたいと思う。以上である。

## 福井議長

では最後に、武藤副総裁にお願いします。

## 武藤副総裁

経済情勢については、今までに色々なご意見が述べられており、特に私から付け加えることはない。大方の委員のご指摘のとおり前回会合時の判断同様、我が国の景気は回復してきており、先行きも緩やかな回復を続けるものと見込まれるということで宜しいかと思う。そのうえで、二点だけ付言したいと思う。まず物価についてである。これも既に何人かの委員がお触れになったが、1月の国内企業物価指数は世界景気のリバウンド等を背景とした原油や非鉄、鉄鋼、建材など内外の商品市況の上昇などから前年比がゼロとなったほか、3か月前比の上昇幅も+0.4%と拡大した。今のところこうした素材を中心とする国内企業物価の強含みの傾向が最終財価格や消費者物価に波及するには至っていない。しかし、今後の企業の価格設定スタンスがどのように変化していくか、消費者物価への波及がどうなるかということについてはよく注意深く見ていく必要があると思う。もう一つは金融資本市場の動向だが、円の対ドル相場は足許、昨年12月以来の安値圏である108~109円台に下落しており、やや値動きの荒い展開となっている。G7あるいは日米の景気指標発表といったイベントがあった後で、相場観が市場で様々な形で交錯していることかと思う。債券市場については、これも既にどなたかご指摘になったが、GDP統計等、景気回復を再確認する経済指標が出ているにもかかわらず10年債流通利回りは一時1.2%割れと僅かながら水準を切り下げているように窺われる。こうした市場の動きについては、市場参加者の景気・物価情勢、あるいは金融政策に対するどのような見方が反映されているのかが、今後の注意点かと思う。今後の金融政策運営に当たっては、今言った二点が大きなポイントになるのではないかと考える。金融政策の運営については現在の調節方針を続けることで良いと思う。春委員がご指摘になったが、年度末に掛け



て資金需要が急激に増大するような、仮に金融市場にそういう不安定化の恐れがある場合には、なお書きを機動的に活用することが適当であることを私としても申し添えておきたいと思う。それから、本行の保有国債を市場に「供給」という表現は適当でないという話が須田委員からあったが、確かに貸し出すということであるから、そこははっきりとそういうふうに言ったら良いと思う。しかし、この点については基本的に市場の問題は市場参加者が解決すべきという考え方は守る必要があると思うが、この一時的、補完的という仕組みが明確にされるのであれば、国債市場の流動性向上などのために日銀がなし得る貢献の一つとして意義があると思うので、前向きに検討して頂いたらどうかと考える。以上である。

#### 福井議長

一通りご意見を頂戴した。1分のアローアンスについても、大方の委員がフルに活用して頂いた。お話の内容だが、伺っていて、海外経済、日本経済ともに前回の会合以降、あるいは昨年の後半以降、引き続き順調に推移している。見方によっては、やや上振れながら推移しているという認識であったかと思う。当面の注目点として、10～12月の日本経済については高いGDP成長率の数字が出た訳だが、今走っている1～3月と均してみても実勢をさらによく確認したいということだと思ふ。特に輸出、設備投資を先導型として経済が動いているので、輸出の動向、設備投資の動向について、1月の数字で見ると反動落ちというのはそんなに大きくないのか、という気持ちを持ちながらこの後の動きを見ようということである。さらに重要なのは消費についてということで、10～12月のGDP統計の中でやや強めの数字が消費についても出ているが、裏付けを伴いながらの消費の増加に本当に繋がるのか。植田委員がおっしゃったとおり、確かに今、企業家の中では需要創出型の投資とか商品開発とかサービスの開発ということを非常に強く意識され、行動されているので、少なくとも、そういう面も本当に出てきている可能性はやはりあると思う。そこも含めて、しっかり検証していく必要があると思う。

物価の方だが、これも各委員ご指摘のとおりで、企業物価指数の落ち込みは一応終わったという段階にきて、次の展開ということになってきていると思うが、これが小売価格、消費者物価指数の段階にどう波及するか。これが我々の金融政策の立場から言うと最大のポイント。ここをしっかりと見ていこうということだが、同時に福間委員も少しご指摘になられたが、企業行動との関係では川上の物価が上がって、川下の物価がなかなか上がりにくいこの狭間にあって、それをエンジョイできる企業と、むしろ原料高製品安に苦しむ企業と、別の意味で企業間競争を促す側面を持ってきている。このインプリケーションをどう理解するかということも考慮に入れながら見ていく必要があるのかと思う。金融市場の方は潤沢な資金供給のもとで、流動性は隅々までほぼ充足されている状況かと思う。長短の資金を含め資金の需要と供給、その橋渡しは比較的円滑に行われているということだし、金利の形成もスムーズだし、市場の雰囲気も落ち着いていて、期末に掛けての不安感というのはおよそ窺われない、このような状況になっているのかと思う。従って、次回政策決定会合までの調節方針については、全ての委員が現状据え置きということで意見表明をなさったというふうな受け止めている。

それから、執行部の方から、今日話が出てきた、日本の国債市場の流動性向上のために、日本銀行として追加的なことができるのではないかという提案についてである。各委員の意見は市場機能を十分尊重し得るか、補完的な措置としてどういうデッサンができるか、かつ、そういうデッサンができるとしても、打ち出し方に誤解がないように、タイミングといい、意味合いといい上手く説明をしながら出さなければならないという注意があった。日本銀行の持っている国債を市場取引のために補完的に提供していく——提供でもいけないか——、そこを上手に説明していくということかどうかということだが、この点については今日なかなか結論を出しにくいし、もっとフィージビリティスタディをよく詰めなくてはならないと思うので、もし委員の賛同を得られるようであれば、執行部に対してさらに実務的な検討を行って欲しい、準備が整い次第、その結果を決定会合に報

告して欲しいという指示をしたいと思う。対応はそのようなことだが、今の指示するという点については如何か。異議はないか。では、そういうことについて、今日、外にもその旨を出しておいた方が良いと思うので、後から文章を作って頂きたい。では、政府の方からご意見を頂戴したいと思う。お願いします。

石井財務副大臣

我が国経済の現状を見ると、設備投資や輸出の増加に加え、雇用情勢にも持ち直しの動きが見られ、先日公表されたQ Eによると、昨年 10～12 月期の実質GDP成長率は、前期比で 1.7%増と 4 四半期連続でプラスとなるなど、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案であり、引き続き金融政策の役割は重要であると考えている。

日銀は、昨年 10 月の量的金融緩和政策継続へのコミットメントの明確化に引き続き、先月の金融政策決定会合では、景気が回復局面にある中で当座預金残高目標の引き上げを決定されるなど、デフレ克服に向けた日銀の政策スタンスを明確化することによって、市場や人々の期待に対して積極的に働きかけることに重きを置いた政策措置を講じてきておられる。

政府としては、こうした日銀の取組みは、中長期金利が低位かつ安定的に推移するなど金融市場の安定に大きく寄与し、金融政策の実効性を高める効果があるものと評価している。

日銀におかれては、引き続き、景気回復を持続的なものとするにはどうすれば良いかとの観点から、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。では、中城政策統括官をお願いします。

## 中城内閣府政策統括官

18日に内閣府から公表した平成15年10～12月期QEでは前期比1.7%の実質成長となった。これらを踏まえ、20日の月例経済報告では、先月同様、「景気は、設備投資と輸出に支えられ、着実に回復している」と判断した。一方、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。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。日本銀行におかれては、今後とも金融・資本市場の動向にも留意のうえ、より効果ある調節手段の実施も含め、適切かつ機動的な金融調節を行って頂きたい。また、現在の情勢を踏まえた物価の安定を巡る諸問題も含め、「構造改革と経済財政の中期展望－2003年度改定」で示した、政府・日本銀行一体となった取組みによりデフレ圧力は徐々に低下し、集中調整期間の後にはデフレが克服できるという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、さらに実効性ある金融政策運営を行われることを期待する。以上である。

## 福井議長

有り難うございました。政府のご意見に対して委員の方からコメントは如何か。宜しいか。では、金融市場調節方針の議案の取り纏めに移りたい。議長としては、次回決定会合までの方針だが、金融市場調節は皆さんのご意見どおり現状維持ということで議案の提出をさせて頂きたいと思っている。念のためだが、他に議案提出のご意向ある方はいらっしゃるか。宜しいか。では、執行部の方から議長提案の議案をお願いする。

[事務局より議案配付]

読み上げて欲しい。

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26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

では、採決に移るので、大変恐縮だが政府からの出席者は、一旦退席して頂きたい。

[政府からの出席者退室]

それでは、議決をお願いします。

[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

全員一致で可決させて頂いた。では、ただ今決まった調節方針に則って、次回決定会合まで円滑な調節をお願いします。

[政府からの出席者入室]

原案どおり可決させて頂いた。では、先程の国債市場に関する提案についてどういう形で対外公表するか、文案を検討して頂きたい。一応読み上げて頂けるか。

前原企画室審議役

では、読み上げる。「2004年2月26日。日本銀行。国債市場の流動性向上に向けた制度導入の検討。本日の政策委員会・金融政策決定会合では、国債市場の流動性向上や円滑な市場機能の維持の観点から、日本銀行が保

有する国債を市場に対し供給し得る制度の導入の是非について議論が行われた。国債市場においては、時として特定銘柄の調達困難化、ないしその懸念によって市場流動性が低下し、円滑な市場価格の形成が損なわれることがある。そのような場合でも、市場参加者による対応努力が基本となることは言うまでもなく、市場全体への悪影響を回避するための様々な工夫が行われている。ただ同時に、海外諸国では、市場機能を補完するものとして、公的当局による国債供給制度が用意されているケースが多い。決定会合では、わが国においても、日本銀行が一時的かつ補完的な供給という趣旨を明確にした上で本制度を導入することによって、国債市場の流動性向上や円滑な市場機能の維持に貢献し得る余地があるのではないかとの考え方が表明された。このような議論を受けて、議長は本制度の導入に関する実務的な検討を行い、準備が整い次第、その結果を決定会合に報告するよう執行部に指示した。以上。』。

#### 白川理事

先程、「供給」という言葉について須田委員からご指摘があったが、私共も文案を作る時にどういうワーディングにするか実は迷ったところである。今、マーケットの関係者がこういう制度について言及する時には、通常は「SLF」、セキュリティ・レンディング・ファシリティとか、あるいはアメリカでは「SLP」、セキュリティ・レンディング・プログラムという言葉を使うか、あるいは日本語では「品貸し」という言葉を使う訳である。ただ、「SLF」にしても「品貸し」にしても極く普通の人からすると馴染みのない言葉なので、それではどうするかということになる。「国債貸付け」ということだと、今度は国債担保の貸付けとなかなか紛らわしいという感じもする。最終的にスキームを作る時には正式名称を決めなくてはならないが、取り敢えず今日のところは「供給」という形で文案を作ってみた訳である。この後、制度に落としていく時だが、マーケットの実務としては、今、「品貸し」は主として現先や、レポと言うか、つまり条件付きの売買という形で行われている。そういう意味では条件付きで

はあるが売買という形式である。それから日本銀行の業務に引き直すと、国債については法律上貸付けという業務が規定されていないため、これは多分売現先という形になると思う。そういう意味で、経済機能的には貸付けだが実際のマーケットの実務としては売買になっており、そこをどう表すかということになる。もしこの「供給」という言葉が先程、須田委員がおっしゃったような懸念を生むということで他の言葉に換えるとすると、実体に着目して「貸付け」ということになるのだが、これはこれで別の懸念も生じるという感じがする。私としては「供給」という言葉を使い、今日の総裁の記者会見でその趣旨について説明をするということの方が取り敢えずは無難かなという感じもしたが…。

#### 福井議長

私は、先程の須田委員の話を伺っていて、日本語として少し柔らかく言えば、「市場に対し日銀が供給し得る」という意味ではなくて、市場が用いるところに供し得るということで、「市場の用に供し得る」程度の方が、誤解がないと思う。そういう柔らかい言葉は嫌かもしれないが。

#### 白川理事

いや、柔らかい言葉が嫌ということではなくて、「用に供し得る」というのは、何と言うか、補完的と言うかバックストップという感じよりは、もう少し皆さんのニーズに応じてむしろ、こちらから出ていくという感じが強い。「用に供する」というのは非常に便利が良くて、むしろ便利が良過ぎるようなイメージを与えてしまうかという感じが少しする。ただ、かと言って「供給」が良いというふうに言うだけの自信もないのだが。

#### 田谷委員

今日、一回総裁がご説明になれば、もう誤解は生じないのではないか。これは英語で言うと、セキュリティ・レンディング・ファシリティである、あるいはレンディング・プログラムであると言えば。今日誤解が生じなけ



れば、金輪際誤解は生じないと思う。

須田委員

私が気にしたのは、やはりそういった制度を知っていて読むのと、その制度を全く知らないでこのペーパーを読んだ時の違いである。我々は知ったうえで読んでいるから良いが、多くのそれを分からない人がホームページに載った公表文を見る訳である。総裁が幾ら記者会見で説明してその時は分かっても、それを知らない他の人はこの文章のみで理解しようとした時に大丈夫かということである。

白川理事

そうだと思う。ホームページに掲載するということを念頭に置いた時に、当初、実はタイトルを「補完的供給制度」というように考えたのだが、それだと今、須田委員がおっしゃったような誤解をホームページ上も招くと思ひ、あくまで趣旨は国債市場の流動性向上に向けた制度という、ここに眼目があるということでこのようにしてみた訳である。

武藤副総裁

先程の「貸出し」とか「貸付け」とか「貸与」とか言った場合、誰がどのように誤解するというのか。

白川理事

二つある。これはどういう人を念頭に置くかによって違って来るが、極く普通の人からすると、国債を担保とした貸付け、それから国債の現物の貸付けの区別が明確に付くかどうかということである。

武藤副総裁

保有する国債を市場に対し貸し出すと言って、国債担保貸出と間違われるという可能性は少ないのではないか。

白川理事

勿論それは少ないかもしれないが、ただ先程の「供給」が誤解を招くというのと同じような意味で、程度の問題は多少あるかもしれないが本当に知らない人が誤解を招くのではないかということである。それからもう一つは、経済機能的な貸付けなのだが、しかし実際のマーケットの取引ではこれは実は条件付き売買という形式をとっているということもある。

武藤副総裁

これは一般人向けの広報と言うか、発表文だから、そういう技術論ではなくてむしろ実体論に沿った方がベターなのではないか。

白川理事

そこは勿論、最終的なこのワーディングがどういうふう to 受取られるかということで、ご判断である。特にスティックするものではない。

福井議長

貸借契約の方の貸出と、リパーチャス・アグリーメントの取引と、法的性格が違うというふうに厳密に考える人はどれ位いるかということ。もしそこを厳密に考える人がいるのであれば、もうちょっとふわっとした言い方の方が良いし、そんなに大したことではないということなら「貸出」でも良いと思う。

武藤副総裁

「供給」はこの文章の中で三箇所出てくる。最初の二行目のものだけ手当てすれば、後は次の国債供給制度などというのは、国債流動性に向けた何々とか、それから補完的な仕組みや制度というようにすれば、何も「供給」という言葉をここで拘って使う必要はないと思う。従って、この二行目の市場に対し「供給」と言うのか何と言うのか、そこさえ間違わなけれ

ば後は文章上は対応できるように思う。

福井議長

「市場の用に供し得る」、というのはそんなにポジティブというか積極的な感じになるか。

白川理事

ここにいる方は皆そういう意味では何と云うかナリッジャブルな人であるが、極く普通の人がどういうふうに、どういう語感を受けるかというそのレベルで考えた時に、私の感覚からすると「用に供する」というのはラスト・リゾートというよりは、日銀がもう少し出ていくというような感じがする。

福間委員

マーケットで使っている言葉は「品貸し」であろう。

白川理事

然り。

福間委員

それで良いのではないか。

白川理事

一つは、「品貸し」なのだが、ただその「品貸し」が…。

福間委員

言葉が問題か。

武藤副総裁

「供給（いわゆる品貸し）」ではどうか。

福間委員

その方が良い。

須田委員

はい。その方が良いと思う。

白川理事

「供給」にして「(いわゆる「品貸し」)」にするか。

武藤副総裁

確かにこれは非常に重要なところではある。

福間委員

「供給」の形態をカッコの中で表わすということか。

福井議長

では「供給し得る制度（いわゆる「品貸し」）」とするか。

白川理事

そういうふうにして、そのうえで、先程武藤副総裁が指摘されたように「供給」という言葉が全部で三箇所出ているので。

福井議長

後は良いだろう。

白川理事

宜しいか。

福井議長

全部入れるか。

白川理事

いやそうではなくて、その他の「供給」という言葉について、先程武藤副総裁から「供給」というのは残像にあまり残らない方が良いので、「供給」という言葉を落としてはどうかというご指摘があったので。

福井議長

どことどこか。

白川理事

第2パラグラフの一番最後の行である。

福井議長

「公的当局による」のところか。ここにまだあるか。

武藤副総裁

「国債供給制度」という言葉がある。

福井議長

もう一つはどこか。

武藤副総裁

3パラの一行目の一番右である。

福井議長

これか。

白川理事

ここは「供給」を「制度」とすれば良い。

武藤副総裁

「補完的な制度」とするか。

福井議長

ここは「補完的な制度」が良いか。

武藤副総裁

それから、「公的当局による…」という部分だが、これはレンディング・ファシリティなどと言う時には本当は「国債品貸し制度」となるのか。将来、もし、はっきりとした議論をする時はどうなのだろうか。

白川理事

経済機能的にはこれは勿論「品貸し」であるから、そういう意味では「公的当局による国債品貸し制度」というのが一つのやり方であるが、ただ「品貸し」と言うにはちょっと何かこう…。

武藤副総裁

いや、それは今は適当でない。

福井議長

ここはだから、「海外諸国では公的当局による市場機能補完措置が用意されている」と置いておく。こうすれば簡単になる。

武藤副総裁

然り。それで良い。それでもうはっきりする。

白川理事

その場合は、市場機能補完というのがこの文面だと、どういう意味での補完になるのか。色々な補完があって、つまり補完するものとして公的当局が色々なことをやっている中で、「品貸し」という特定のことを言及しているから、今のお話だとちょっとあまりにも広がり過ぎてくるように思う。

中原委員

バックストップ的なニュアンスをあまり強く感じられない。

白川理事

然り。バックストップの方は補完で、それからあと具体的に何なのかというとそれは「供給」と言うか「品貸し」と言うかである。それ以外にも勿論色々な中央銀行の制度というがあるので。

武藤副総裁

「公的当局による国債市場の流動性向上に向けた制度が用意されているケースが多い」というのでは駄目なのか。

白川理事

ちょっとそれは広過ぎると思われる。

武藤副総裁

そうか、広過ぎるか。

田谷委員

でも、もう第1パラグラフで「供給」の後にカッコして「いわゆる品貸し」と書いてあるのだから、第2パラグラフの下にこういう同じ「国債供給」となっても、「品貸し」ということとして読めないか。

福井議長

読めると思うが。2回カッコを入れるのは幾ら何でもくどい。

田谷委員

だからそのままです。

岩田副総裁

あるいは、公的当局というのは海外のことを言っているので、海外の制度が要するにレンディング・ファシリティであるならば、「公的当局により国債を貸出しする制度が用意されているケースが多い」ということではないか。だから海外の場合は「貸出」という言葉を使っても良いのではないか。

白川理事

海外で貸付をやっているのはNY連銀である。他は全部レポ、つまり売買でやっている。ただ、経済機能的には勿論貸付であるから、要するに経済機能的に貸付であるというふうに考えれば、今岩田副総裁がおっしゃったようなやり方もあるし、それからもう一つは先程田谷委員がおっしゃったようにもう「品貸し」があるから、ここではもう誤解がないのではないかと割り切るかである。

福井議長

私は最初にカッコ書きで言っているからもう誤解の余地はないと思う



が。

武藤副総裁

私も誤解の余地はないと思う。

白川理事

ではもう一回…。

中原委員

第3パラグラフは、その「供給制度」に変えると「一時的」は取らないと。

白川理事

然り。そういう意味では。

岩田副総裁

そうか。「一時的」はおかしいか。

白川理事

「一時的かつ補完的な制度」というふうにやれば。つまり「日本銀行が」を取ると大丈夫である。

武藤副総裁

然り。

福井議長

「一時的な制度」となるとおかしくないか。

岩田副総裁

でも「一時的な制度」になるから、やはりちょっとおかしいか。

武藤副総裁

それはおかしい。

白川理事

おかしくなる。「補完的」という言葉があるから、もう「一時的」も含むということで。

武藤副総裁

「日本銀行が」という言葉を入れる必要があるのかどうかだ。

植田委員

全部「貸出」にしてしまえば。

福間委員

本当はそちらの方が分かり易い。

福井議長

「貸出」としても、今度実務的検討を終えて正式発表をする時は、技術的にこれはレポであるというふうに打ち出せるから良いかもしれない。でも、初めに言ったのと違うじゃないかと厳密に言う人がいるかどうか。

岩田副総裁

良いような気がする。

武藤副総裁

「貸出し得る制度」とし、もし何だったらそのうえで「(いわゆる品貸し)」とするか。

白川理事

私自身は先程の、最初の「供給」で「(いわゆる品貸し)」が良いかなと思うが、これは色々な目的がある訳である。一つは、一般国民に対して誤解を与えないというネガティブな要因。それからもう一つは、これを出すことによって、うちのオペ先も含めて市場参加者が一応こういう制度を念頭においているのだなど、それでもって彼等がアプローチしてくる訳である。その時に「貸付」という言葉が強くなり、今、彼等がしている売現先とは違うもので考えているというふうにも思われるとそれはそれで…。

福井議長

もう一度。最初のところはカッコして「品貸し」である。あと二つは原案どおりで読めないか。

白川理事

その方が私は良いかなと思うのだが。

武藤副総裁

最初にカッコをつけた以上、その方が良いな。形式的には以下同じであるから大丈夫であろう。

白川理事

それでは調整したものをスタッフに配って頂くが。

福井議長

それ以外の点は大丈夫か。全体としての文章は、比較的素人っぽい人が読んでも分かるかどうかという観点から見て如何か。

武藤副総裁

つまらない話だが、「ケースが多い」というところは日本語にならないか。

福井議長

そうだな。

白川理事

「用意されている」にするか。あるいは「多くの海外諸国では」。

福井議長

「事例が多い」。

白川理事

あるいは冒頭に、海外諸国の前に「多くの海外諸国では」とするか。

武藤副総裁

それでも良い。

福間委員

教科書的な解説は別にあるのだろうが、ただこの利用者というのは得意先であろう。勘定先であろう。だから非常に限定されていると言うか、だからプロの言葉の方がむしろ良いと思うのだが。これで良いのではないか。もう分かると思う。

福井議長

新聞記者が読んで何か誤解しそうなところはあるか。出口政策の用意第一号と誤解してしまうとか。

須田委員

「品貸し」と書いてあれば良いと思う。逆にこういう具体的なものが出た方が良い。

白川理事

それでは、今の二箇所を修正したものをもう一回確認のためにスタッフの方から配って頂く。

福井議長

今直ぐできるのか。

白川理事

手書きで。

前原企画室審議役

それでは三箇所だけ読み上げさせて頂く。まず第1パラグラフであるが、「本日の政策委員会・金融政策決定会合では、国債市場の流動性向上や円滑な市場機能の維持の観点から、日本銀行が保有する国債を市場に対し供給し得る制度（いわゆる「品貸し」）の導入の」。

白川理事

「品貸し」。いや「品貸し制度」。「品貸し」で宜しいか。「いわゆる品貸し」。

前原企画室審議役

「導入の是非について議論が行われた」。次のパラグラフであるが…。

秋山政策委員会室長

「供給」の後という話だが。

福井議長

「制度」の後だ。

秋山政策委員会室長

「制度」の後か。

白川理事

「供給」。

福間委員

「供給」の次が良いのではないか。

前原企画室審議役

もう一回読み上げ…。

福井議長

「供給」の後の方が良いか。

白川理事

先程皆さんがおっしゃったのは、「供給し得る制度」の後に「(いわゆる品貸し)」と。で、今あったのは「供給」の後に「(いわゆる品貸し)」と。私としてはこの座り場所としては「制度」の後の方が良いかなという感じ

がするが。

前原企画室審議役

では宜しいか。

白川理事

品貸しに鉤カッコをつけて。

前原企画室審議役

次のパラグラフを読み上げる。「国債市場においては、時として特定銘柄の調達困難化、ないしその懸念によって市場流動性が低下し、円滑な市場価格の形成が損なわれることがある。そのような場合でも、市場参加者による対応努力が基本となることは言うまでもなく、市場全体への悪影響を回避するための様々な工夫が行われている。」。次であるが、「ただ同時に、多くの海外諸国では、市場機能を補完するものとして、公的当局による国債供給制度が用意されている。」で、以下は変更はない。

福井議長

如何か。宜しいか。

山口企画室審議役

今言われた「多くの海外諸国」についてであるが、海外諸国の範囲が少し気になる。「多くの海外主要国」というふうに限定された方が良い感じがするが。

白川理事

どちらでも結構だが。「多くの海外主要国では」にするか。

前原企画室審議役

では、念の為にその部分だけもう一回読み上げる。「ただ同時に、多くの海外主要国では、市場機能を補完するものとして、公的当局による国債供給制度が用意されている。」。

福井議長

もし宜しければこれで採決をしたいと思います。

秋山政策委員会室長

直すので少しだけお待ち頂きたい。

田谷委員

結局この主眼とはショート・カバーがやりやすくなることだ。

福井議長

そういうことだ。

田谷委員

だから流動性が拡大することによって機能が改善するという理解は正しいと思う。ただ、売りを推奨するのかなどと言う人はいないだろうか。

植田委員

さあ、いずれにせよ出てくるのではないか。

田谷委員

出てくるかもしれない。誤解だと私は思うのだが。



福井議長

だけど次の買いも容易にできる。

田谷委員

それなのだ。

植田委員

売れないところでは買いも入らない。

福井議長

こういう気の利いた質問が記者会見でも出れば良いのだが。質問は出なくて後でそう書かれたら困る。確かに、売る方ばかり円滑化するのかという話で。

田谷委員

そういうことを言う人がいるかもしれない。

福井議長

市場を理解していないとそうなってしまう。今日はちょっと注意して説明してくる。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：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公表文を可決させて頂いた。なお、この公表文であるが、金融市場調節方針と同様にこの会議終了後直ちに公表することとする。また今日の記者会見の席上でも、こういった指示を行ったことについて誤解が起こらないように十分説明したいと思う。

#### IV. 議事要旨（1/19～20 日開催分）の承認

福井議長

それでは次に、議事要旨——1 月 19 日から 20 日分の会合分であるが——のご承認を頂きたいと思う。お手許に既にお配りして、ご覧頂いたかと思うが如何か。ご異議ないか。それでは採決をお願いする。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

#### 議決結果

賛成：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

全員一致で可決をさせて頂いた。この議事要旨であるが、3月2日、来週火曜日の14時に対外公表を予定している。

V. 閉会

福井議長

以上で今日の議題を終了した。次回は3月15日月曜日、16日火曜日と二日間に亘る会議である。宜しく願います。なお、いつも申し上げているが、機密保持関係である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め厳に出席者限りということである。議事要旨、それから議事録と一定の手続、ルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認確保の観点から、この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。ご協力有り難うございました。本日はこれをもって会議を終了する。

(午前11時59分閉会)

以 上