

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2002年2月28日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席者：議長 速水 優 （日本銀行総裁）
藤原作弥 （日本銀行副総裁）
山口 泰 （日本銀行副総裁）
三木利夫 （審議委員）
中原伸之 （審議委員）
植田和男 （審議委員）
田谷禎三 （審議委員）
須田美矢子 （審議委員）
中原 眞 （審議委員）

政府からの出席者：

財務省	谷口隆義	財務副大臣（9:00～13:54）
内閣府	小林勇造	内閣府審議官（9:00～13:54）

（執行部からの報告者）

理事	松島正之
理事	増淵 稔
理事	永田俊一
企画室審議役	白川方明
企画室参事役	和田哲郎
企画室参事役	雨宮正佳
金融市場局長	山本謙三
調査統計局長	早川英男
調査統計局企画役	吉田知生
国際局長	平野英治

（事務局）

政策委員会室長	橋本泰久
政策委員会室審議役	中山泰男
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室企画第2課長	梅森 徹
企画室調査役	衛藤公洋
企画室調査役	清水誠一

I. 開会

速水議長

それでは定刻になったので金融政策決定会合を開催する。

(午前9時開会)

本日は、最初に、「ペイオフ解禁に伴う流動性預金金利の上限規制の件」について、執行部の説明と決定を行なう。その後、いつもどおり、金融経済情勢に関する執行部の報告、続いて委員方による金融経済情勢と金融政策運営方針についての討議、もしあれば、政府からの出席者の発言、そして金融市場調節方針の採決と進めて参りたいと思う。最後に、前々回の会合の議事要旨を承認して頂く予定である。政府からの出席は、本日は財務省から谷口副大臣、内閣府から小林審議官が出席されている。予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録することを前提とするとしている。委員および政府からの出席の方々におかれては、そのことを踏まえて発言頂くよう宜しくお願いする。

II. 「ペイオフ解禁に伴う流動性預金金利の上限規制の件」に関する執行部からの報告と決定 (資料-1)

速水議長

それでは、「ペイオフ解禁に伴う流動性預金金利の上限規制の件」について、討議および決定を行ないたいと思う。まず、金融審議会からの答申の内容などについて、増淵理事および企画室の白川審議役に簡単に報告をしてもらいたいと思う。ではお願いします。

白川企画室審議役

本年4月のペイオフ解禁から1年間に限り、普通預金や当座預金、別段預金といった流動性預金については、全額保護が続けられることになっている。一方で金融機関が全額保護の流動性預金に高利を付けて取り漁ると

いったモラルハザードを防止するため、先週 21 日、金融庁長官および財務大臣から日本銀行に対し、臨時金利調整法の枠組みに沿って、流動性預金金利の上限を定めるよう発議が行なわれたところである。政策委員会は翌 22 日、臨時金利調整法に基づいて本件を金融審議会に諮問し、これを受けて金融審議会は今週 25 日に本件についての答申を行なった。答申そのものは、資料の 3 ページにあるが、細かい説明なので答申の概要について申し上げる。

まず第一に、当座預金への付利についてはこれまで同様禁止されている。次に普通預金および別段預金であるが、これは二段構えの上限設定になっている。一つは、各金融機関において普通預金の金利は自行の定期預金の金利、期間 1 年、金額 300 万円未満であるが、この金利を上限として原則として上回ってはならないということとする。これは全額保護の普通預金の金利が部分保護の定期預金の金利よりも高くなるのはおかしいという考え方によるものである。ただし、言うまでもなくこれだけではモラルハザードの防止にはならない。すなわち、金融機関が本当にモラルハザードを起こす時には、当然定期預金の金利を上げたうえで普通の預金の金利も上げるはずだからである。そこで答申ではもう一つの上限金利が用意されている。すなわち基準日というものを設定し、その基準日における各行の定期預金金利に、その後の民間金融機関全体の平均的な定期預金金利の上昇幅を超えたものも普通預金金利の上限となる。これによって各金融機関は、いわば民間金融機関全体、世の中全体の定期預金金利の水準に比べ、自行の定期預金金利の水準だけを大きく引き上げることで、流動性預金金利の引き上げを可能にするといった戦略はとれなくなる。従って現実にはこちらの方が上限金利として機能すると考えられる。なお、幾つかの細かい点について二、三付言すると、まず上限金利の計算の基準となる基準日は、2 月 25 日とされた。例えばこれを 3 月末としてしまうと、金融機関はこれから到来する 3 月末その日に限って、期間 1 年、300 万円未満の定期預金金利だけを引き上げ、流動性預金金利の上限を上げておこうという行動をとることも考えられる。そこで基準日を答申が行われた 25 日とす

ることによって、そうした意図的な金利引き上げができないようにしたものである。

第二に、基準日において既に定期預金金利よりも高い普通預金の取り扱いについてである。現実は今そうした付利を行なっている金融機関もある。金融審議会の答申は、平たく言うと現在提供している預金商品は基本的に認めるという考え方に立っている。こうした流動性預金の金利の上限は、基本的には基準日時点における当該商品の金利に、その後の世の中の定期預金金利の上昇幅を加えたものとなる。私からの説明は以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

意見はないか。それでは本件については、政策委員会として金融審議会の答申どおりこれを決定することにしたいと思う。それでは採決して下さい。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

三木審議委員

中原伸之審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

決裁が終わった。

速水議長

本件の対外公表は本決定会合の終了後、適宜行ないたいと思う。

Ⅲ. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

それでは次に、金融経済情勢等に関する執行部からの報告に移る。最初に金融市場局から前回会合以降の金融市場調節の実績と、最近の金融・為替市場の動向について説明してもらおう。増淵理事と山本金融市場局長にお願いする。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-2、3）

山本金融市場局長

まず、金融調節の運営実績について報告する。最近のオペの実績であるが、最近は基本的に年度末越え、すなわち、3月期末を越えるオペを原則として実施してきた。応札倍率が1を割っているのが、いわゆる「札割れ」である。足許応札状況は若干改善の方向にあるが、引き続き札割れとなるオペが非常に多い。ただ、オペ自体の頻度をかなり上げてやってきたため、当預実績そのものは15兆円程度の水準が維持されている。

この間、超過準備の保有状況をみると、保有主体としては引き続き外銀が多い。邦銀の円投の裏側として、外銀は比較的有利なレートで円転を行ない、それを当預に積み上げて、いわゆる鞘を抜いている。外銀の超過準備の保有水準は約6兆円であり、当預15兆円のうちの6兆円を占めている。以上がオペの実績である。

次に、金融経済情勢である。最近の短期金利の動向をみると、無担コー

ルのオーバーナイト・レートは、私共の潤沢な資金供給を反映して、0.001%という水準で引き続き張り付いている。短期国債の流通レートも3か月物、6か月物、1年物まで全て0.001%という最低水準で張り付いている。潤沢な資金供給が、担保の信用力の高いものについて、全て0.001%のところまで張り付かせているという状態である。ただ、このように、全体として金利水準が非常に低位にある中で、ユーロ円レート——いわゆる銀行間の無担保の資金取引レート——は、年度末越えのところは僅かながら上がってきている。3か月物のレートは、2月6日前後には0.10%という水準であったが、足許は0.18%というところまで上昇している。銀行間の資金のやり取りは、現在は年度末越え、すなわち、3月期末越えが注目されている訳であるが、例年に比べ期末越えの資金取引は遅れめできている。ペイオフの解禁ということもあるし、金融システムそのものについても不透明感があるため、出し手の方が比較的慎重なスタンスで臨んできている。このため、都銀の資金調達などは例年に比べ若干遅れめである。漸く先週辺りから取引が徐々に本格化しつつあるのを反映して、年度末越えの金利はここへきて少し上昇している。出し手の方もいつまでも金利の付かないところに置いておく訳にはいかず、徐々に3月期末越えを出しつつあるので、どんどん金利が上がっていくという情勢にはないが、信用リスクに対しては比較的ナーバスな地合いが続いていることから、この辺りの展開を注目してみてもいく必要があると思っている。

次に、債券相場の動きであるが、前回の決定会合時までは、債券安、株安、円安というミニトリプル安の状況が続いていたが、その後ミニトリプル安がほぼ一服し、債券金利の方は一高一低を続けながら、2月7日のピーク水準の近くのところで動いている。都銀の決算対策売りなどの要因は一巡してきたが、一方で、大きく買い戻す材料も少なく、やや神経質な地合いが続いている。イールドカーブの変化幅をみても、特段年限別に大きな動きもなく、全体としては前回決定会合並みの水準が続いている。ただ、信用リスクについては引き続きナーバスな動きが続いている。社債流通利回りの対国債スプレッドは、一旦エンロン・ショックで低格付けの物が大

きく売られてスプレッドが開いたあと、その後も横這い、ないしここへきてまた少し拡大方向にある。マーケットの信用リスクに対する見方には引き続き厳しいものがある。

さらに、銀行セクターに対するマーケットの見方も、銀行社債の対国債スプレッドは、一段と厳しいものになっている。興銀の利金債も対国債スプレッドは0.8%弱のところまで再び拡大しており、マーケットはこの辺りについて非常にナーバスにみている。

株の動きであるが、こちらの方は前回ミニトリプル安のもとで、一旦2月6日に9,420円を付けた後、いわゆる公的資金再注入を巡る思惑などもあり、一高一低の動きを続けていたが、足許反発の地合いを強めている。足許については、いわゆる空売り規制強化のニュースが、株価を押し上げていると言われている。いわゆる空売り規制——直近価格以下での空売りを規制する、あるいは貸し株についての品貸し料を引き上げる——といった動きが株式を売り難くしているとマーケットでは言われており、これが最近の反発に繋がっている。

最後に為替相場である。為替相場は、最近はやや膠着状態にあり、特段の大きな動きはない。足許については、アメリカの景気底入れ期待が非常に強まっており、それ自体はドル買いの材料と言われている。ただ、一方で、135円近辺では内外から円安に対する牽制発言が出てくることへの警戒感もあるし、アメリカの方も——景気に対する見方はやや強気化しているが——、株価そのものは会計疑惑などもあってなかなか上がっていかないため、ドルを一本調子で買うという動きにはなっていない。132円～134円台の半ばのところで一高一低を続けており、為替相場については余り大きな動きなくここまできているという状態である。簡単であるが私からの報告は以上である。

速水議長

ただ今の説明について、質問があればどうぞ。

当座預金の外銀の超過準備残高というのは6～7兆円ある訳だが、外銀

は大体何行かに決まっているのか。

山本金融市場局長

銀行としては欧州系の銀行が多い。

速水議長

大体同じ銀行か。

山本金融市場局長

ある程度長めの物でスワップを組んでいるので、その期間中はその銀行はずっとそのまま当預に積んでいる形になっている。顔ぶれ自体は余り変わっていない。

山口副総裁

金融機関の流動性に対する需要というのは、3月末に接近していくにつれてどういうふうになる可能性が強いというふうに予想するか。

山本金融市場局長

従来都銀の資金調達では、3月末越えというのは大体1月下旬ないし2月上旬位から始まっていた。今回については、一つは期末に向けて金融システム不安みたいなものがあり、出し手の方が期末越えを非常に敬遠する形で、2月の中旬位までは余り動きがなかった。また出し手の中には、例えば投信はMMFの解約が多く自分自身の解約がどれ位になるかを見極めたいということもあった。また、地銀についても、ペイオフ解禁に備えて自分自身がどれ位流動性が抜けていくかを心配し、資金を手元に残しておきたいということもあった。このため、投信とか地銀はどうも3月ぎりぎりまでなかなか期末越えを出してこないという雰囲気である。ただ、一方で、大手である簡保は、2月の中旬からあるいは下旬に入ってやや積極的に出しつつある。従って個別の問題か何かで大きなショックが起こら

ない限りは、そうしたところが年度末越えの資金を足許から徐々に出し始め、3月のぎりぎりになれば投信などが出してくるという形で、年度末越えのところはそう大きな波乱なく出ていくのではないかと一応みている。

増淵理事

副総裁のお尋ねがそういうことも含めてトータルとしての当座預金に対する需要がどうなるかということであるとすれば、色々なまだみえていない事情があるが、今のマーケットの雰囲気から言うと、年度末にかけてやはり予備的な需要というか、ある程度当座預金に資金をおいておこうというような動きが強まるのではないかというのが、今の時点での見方である。結果としてどうなるかは分からないが、今の15兆円という当座預金の残高を上回るような需要になってもおかしくないというか、そういう可能性は相当高いのではないかというふうに思いながら日々のマーケットをみている。

植田委員

ロンバート型の貸出であるが、前に説明してもらった時はほとんど予行演習みたいな使い方ということだったが、最近はどうなっているか。

増淵理事

現時点でも変わらない。

須田委員

都銀の超過準備であるが、さっきの話だとこれはどういうふうに解釈したらいいか。つまりいつもよりも遅いというのは、主体的に当預の超過準備を持ちたくないと言ってこの額なのか、それともやはり本当はもっと積みたいたいが取れないでこうなっているのか、どちらで考えたらいいか。

山本金融市場局長

当座預金自体は、銀行によって早めに積んでしまいたいと思っている先では、もう既に積み終えている先も出ているし、焦って取りに行く必要はないだろうと思っている先、あるいは金利を大きく押し上げてまで取りに行く必要はないだろうと思っている先は、積み自体をゆっくりとしたペースで進めている。いわゆる年度末越えの資金需要が現在の当預水準に何か反映されている訳ではない。

須田委員

都銀自体はやはり超過準備を持たないようにという努力はしているのか。

山本金融市場局長

それは銀行による。超過準備を持たないようにしている大手の銀行もあるし、早めに積み終えてしまおうとしている先もある。

三木委員

社債の発行市場の動きでは、3月は大分償還が出てくるであろう。

増淵理事

社債の発行については、後程企画室の方から報告させて頂きたいと思う。

速水議長

それでは次に移る。国際局から海外金融経済の動向について説明してもらおう。松島理事と平野国際局長にお願いする。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-4）

平野国際局長

まず、全体感であるが、ご案内のように米国においては景気の底入れを示

峻する指標がかなり多く出てきている。東アジアでも総じて輸出、生産が下げ止まる傾向がみられているということで、景気の足許はかなり固まってきたという印象を持っている。

それでは、直近の米国経済について、民間の見通しと昨日公表された Fed の見通しについて若干コメントしたいと思う。ブルーチップの2月号によれば、米国の2002年の経済見通しは1.5%ということである。今回の景気後退局面が今年の3月から始まったと仮に置くと、今回の後退局面において初めて上方に修正されたという動きになっている。その中心は第1四半期がかなり上方に修正されたということであり、コンポーネント毎のパスをみると、第1四半期は在庫が大きく寄与して1%台半ばの成長になる。その後、個人消費、設備投資といった民間最終需要も回復してきて成長率が徐々に高まり、第3四半期、第4四半期では3%台半ばの成長率が達成されるというイメージを、いわばコンセンサス・フォーキャスト・ベースでは置いているということである。これに対して、昨日グリーンSPAN議長の議会証言に合わせて Fed の景気見通しが公表された。これは半年に一度公表される訳であるが、その要約をみると、Fed の GDP 見通しは2002年の第4四半期の前年比という格好で出てくる。このベースで Blue Chip を置くと2.9%ということであり、一方で Fed の中心レンジが2.5%~3%なので、民間の見通しに比べて概ね同じか、気持ち慎重という感じだろうと思う。気持ち慎重というところは失業率の見通しにも表われており、コンセンサスよりも若干高めまで失業率が上がるという見通しになっている。因みにアメリカにおける過去7回の景気回復局面において、景気がボトムを打ってから1年後の成長率の平均は約7%なので、今回の回復力はそれに比べれば相当弱いと考えていることになる。グリーンSPANは昨日の議会証言の中でもその要因を幾つか指摘しており、pent-up demand が今回はないであろうということとか、過剰設備、あるいは海外景気不安、あるいは金融資本市場におけるリスク回避的な動きというようなことを指摘している。昨日の議長証言をどう読むかであるが、全体としては景気の先を慎重にみながらも明るいトーンだったなという感

じがしている。これまでの言い方に比べるとほとんど変わっていないかなという印象を持っている。

それでは指標の説明に移る。図表1-1、米国の主要経済指標をみると、前回決定会合以降、1月の指標が幾つか公表されており、鉱工業生産とか小売売上高、住宅着工などが出ている。小売は、自動車の反動減ということがあり、全体では前月比で-0.2%の減少になったが、自動車を除いてみると前月比+1.2%のかなり大幅なプラスになった。住宅着工も1月は天気が良かったというようなこともあり、大きく伸びている。それから1月の中古住宅販売も相当好調に推移しており、全体として家計支出は堅調であると言えるのではないかと思う。ただ、住宅については既往の低金利と、住宅価格がずっと上がってきており、この上昇期待とが住宅投資を支えているというようなことを言われているが、その持続性についてやや疑問視する声もある。生産をみると、1月の生産は前月比-0.1%ということで引き続きマイナスではあるが、マイナスがずっと小さくなった。鉱工業生産のうち製造業だけ取り出すと前月比+0.0%になる。在庫調整の進捗に伴って、生産はIT関連財を含めて下げ止まりつつあるとみて良いのではないかと思う。

金融市場に移る。図表2-2、先行きの金利観であるが、FF先物のイーランドをみると、FRBが年央以降利上げに転ずるのではないかという市場の見方に変化はない。しかし、ユーロドルの先物金利辺りに一番顕著に出ているが、年後半から来年にかけてのユーロドルの先物金利が低下しており、インプライド・フォワード・レートも全般に下方にシフトしているということがある。敢えて言えば、年後半以降の景気回復テンポに対する市場の見方は、前回よりも若干慎重化しているともみえる訳である。

株価であるが、株価は全体としてはもみ合いということだと思う。ただ、ダウとNASDAQをみると、ダウは横這い、NASDAQは下落という格好になっており、銘柄別にみてもウォールマートといった消費関連株は非常に強い反面、ハイテク株は会計疑惑の浮上もあり、軟調ということで、やや二極分化的な様相を呈している。

ユーロエリアについて簡単に説明する。前回決定会合以降、12月の鉱工業生産、輸出などの指標が公表されている。四半期ベースの数字でみると、なお景気の減速が続いている姿とみて良いと思う。年が明けてからも米国や東アジアに比べれば、立ち上がりやや遅れているという印象を持っている。なお、昨日ドイツの実質GDPの第4四半期の数字が公表されたが、前期比年率で-1.0%であった。第3四半期が多少下方修正されて-0.7%、第3四半期、第4四半期とも前期比年率で1%弱のマイナスということが確認された訳である。

東アジアに移る。今回からちょっと表の体裁を若干変更したのでそれを簡単に解説する。まず、GDPとか輸出等の表については、他の表と平仄を合わせて上段に季節調整済みの前月比、前期比の数字、下段に前年比の数字を記載するという事で揃えた。それから、新たに東アジアの主要国の生産の表を追加した。

全体として、韓国は既に景気の底入れということ政府も言っているし、そういうことで良いのではないかと思う。前回決定会合以降では、まずGDPのところでは、台湾、インドネシアの第4四半期のGDPが出ている。それから昨日マレーシアの第4四半期のGDPが出て、これは前期比年率で+5.5%、前年比で-0.5%ということである。この輸出、生産のところも合わせてみると、IT関連財の在庫調整進捗を背景として、総じて輸出、生産が下げ止まり、景気の悪化に歯止めが掛かりつつあるということが言えるかと思う。台湾の昨年第4四半期のGDPは、前期比年率+6.4%であるが、これは2000年第3四半期以来のプラス成長である。設備投資はまだ減少しているが、輸出がテロ事件後の急減の反動増もあり大幅に増加したことが背景になっている。

それから、ここのところ気になっているのが中国であり、輸出の伸び率鈍化を背景に一頃よりも成長率は鈍化している。年率瞬間風速で言うと+5%程度の成長は続いているが、これは中国にしては低い訳である。物価をみると、中国の消費者物価は11月以降マイナスに転じており、この1月は-1.0%とちょっと大きなマイナスになっている。1月のマイナスは、

実は去年は1月が旧正月であり、今年は2月であるが、旧正月は少し物価が上がるのでそのベースエフェクトもあって、多少マイナスが大きくなったという面もあるが、基本的には農産物とか食料品価格が下落を続けていることに加え、輸出の鈍化に伴う供給過剰傾向がこの物価面に影響してきているのかなとみている。中国では農村部の所得の伸びも非常に鈍いことを当局も気にしており、失業者の増加というものも悩みの種になっている。こうした状況の下で、中国人民銀行では景気刺激のため2年8か月振りの利下げを行なった。

最後にアルゼンチン情勢を簡単に報告する。2月11日に完全な変動相場制へ移行した訳であるが、ペソは一応1ドル2ペソ近辺で安定的に推移をしている。しかし、これは前から報告しているとおり、預金引き出し規制とか海外送金規制等により、ドル需要を押え込んで何とかペソの下落を抑えているというのが実態である。ペソの先安感は極めて根強いということである。この間、実体経済は一段と悪化して、1月の生産や税収は前年比約2割の落ち込みであり、失業率は20%を越えている。色々なニュースは出ているが、IMFは一貫してサステイナブルな政策パッケージが提示されない限り、融資再開の交渉はできないというスタンスを貫いているということである。まだ非常に不安定な状況は続いている。簡単であるが以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

中原眞委員

中国の悪さというのはどういうセクターで、落ちる傾向というのはどういうセクターか。

平野国際局長

産業セクターとして大きく捉えると、一つは農業部門がずっと悪いと言

える。それからやはり輸出が落ちてきているので、その分輸出セクターについての稼働率が下がっているというようなことは言えるのではないかと思う。それから勿論構造問題としては、国有企業セクターということであり、言ってみればコンスタントに足を引っ張る要素として働いているかと思う。中国は結局のところ、農業部門とか国有企業部門の問題は構造的な要素が大きいので、新しく伸びてくる部門が経済全体を相当引っ張らないと全体のバランスがなかなかとれないという難しい状況にある。従って、輸出セクターを中心とするところの稼働率が落ちてきているというところに当座の心配の種があるということではないかと思う。

中原眞委員

輸出は月別ではかなりアップ・アンド・ダウンがあるが、前年比で大幅に伸びている。また、37 ページの図でも実質がそう落ちてきているという感じはない。

平野国際局長

この数字の見方だが、例えば中国の輸出の 2000 年は前年比で 2 割、3 割と伸びた。この 2001 年の四半期をみると、一桁になっており、1 月はたまたま伸びているが、均してみるとまだ数%の伸びということである。これは苦しいということではないかと思う。

須田委員

台湾とか香港とかシンガポールの物価の下落に関しては、日本に比べてかなり大きな下落だが、今後どのようになると考えておけばよいか。

平野国際局長

まず香港については、これは家賃のウエイトが相当大きい。家賃が引き続き下がりに続けているということが物価の足を大きく引っ張っていると言われている。その家賃がなぜ下がるのかということについては、これは

香港の構造的な要因もあるのではないかという見方がされている。一つは例の 97 年の中国返還ブームに沸いて、あの頃不動産、バブル的な投資が非常に起きて、その後まだ後遺症が残っているということと、加えて、中国との関係で、相対的に香港の地盤沈下が指摘されており、その面でも少し苦しくなっているという要素がある。さらに、香港は経済全体として、製造業部門がほとんどなく、国全体としていわば商社のようなファンクションを負っていると思う。そのように考えると、世界貿易そのもののがかなり回復してこない、なかなか香港経済は持ち上がってこないという部分があって、それが循環的に効いているのかなというような感もある。他方でカレンシー・ボードの下で、ドル高に伴うある種のプレッシャーもあるろう。政策的にどうこうできるという部分は、相当限られているのではないかという感じがする。他方で台湾の方は、ある程度サイクリカルな要素が作用していると思う。台湾は相当これまで景気が落ち込んでいたが、漸くここへきて少し立ち上がりつつあり、この先、米国経済の回復につれて順調に輸出・生産が立ち上がってくれば、デフレ・プレッシャーというものもある程度緩和されてくるのではないかという感じがしている。

中原眞委員

インドネシアは先行きどうみているのか。

平野国際局長

インドネシアの場合は、基本的に農業部門のウエイトが相当大きいという要素もあって、逆に言えばIT依存度が小さいということでもあるが、そういう意味では米国景気後退の影響を台湾のようにシャープには受けなかった。要するに落ち込みもそれ程大きくなかったということが言えるのではないかと思う。逆に言えば、その分台湾のようにあるいは韓国のように急速に立ち上がってくるということではないが、世界経済が米国経済中心に明るさがみえてくれば、そこそこラグを持って上がってくるという感じではないかと思う。財政もかなり出ていて、その部分が経済を下支え

しているという部分もある。GDPの推移をみても、何かペタッとした感じで余り分からないなあという感じだが、世界景気後退の影響が比較的軽微に止まっているのは、繰り返しになるが農業セクターが非常にウエイトが高いということと、それから財政要因だと考えられる。

中原眞委員

国際収支に関して問題となり得るような事象はないのか。

平野国際局長

ない。38 ページでアジア通貨の対ドル相場をみると、国によって多少デコボコがあるが、この数か月は驚く程安定しているという感じである。この要因として挙げるとすれば、多分二つ位あって、一つは外国からの株式市場への投資が結構コンスタントに入っているという感じがしている。それからもう一つは、対外バランスがもの凄く安定していて、この間、景気後退の中にあって一貫して黒字基調を維持し、外準は少しずつ積み上がっている。元々レベルが高いところに積み上がっているのも、その辺が非常に好感されて外人投資家が入ってきている。そこがこうした為替の安定の大きな背景になっていると思っている。

三木委員

ASEAN諸国、NIEsも入れて概観すると、今中国、韓国は一頃よりも成長率が鈍化しているが持ち堪えている。それからIT関連のウエイトが高い台湾とシンガポールについては、アメリカから始まったITの影響を大きく受けたが、逆に言えばプラスの影響が出てくればそれによって立ち直る。事実、その動きが出てきているという理解で良いか。

平野国際局長

まさにそういうことだと思う。

三木委員

それからそれ以外の諸国。マレーシアについてはあれだけ輸出比率が非常に高いという中でGDPが下がってきていたが、依然としてその輸出の回復にはまだ時間が掛かるという中で、ある程度GDPがこの位のプラスの数字を予測しているというのは、その間はやはり内需によって支えるのか。

平野国際局長

マレーシアは財政である。財政はかなり機動的に刺激策を打っている。

三木委員

財政が大きいのは、インドネシアとマレーシアか。

平野国際局長

然り。それからタイもそうである。韓国も財政支出を相当活発に行なっていて、それが経済を支える一つの大きな要素になっている。

三木委員

財政とやはり一部民需だな。民需はしかしこれは余り変わっていないということか。

平野国際局長

民需は韓国なんかでみると、結構…。

三木委員

韓国は相当出てきている。

平野国際局長

雇用対策で結構財政支出を打ったことがやはり消費マインドを支えて、

それが消費の底固さに繋がっているというような循環もあると思う。

三木委員

それが今の姿だということか。

平野国際局長

然り。

三木委員

後はこれでその輸出が…。

平野国際局長

輸出がそれに乗っかってくると株価が上昇し、マインドは好転して、それがまたさらにプラスの影響を与えるというようなことになってくれば、底入れあるいはその回復の姿がもっとはっきりみえてくると思う。この間、韓国の政府が公表しているピクチャーは、今年の後半には+5%位の成長に戻るだろうというようなことであるが、その背景はそういうロジックである。

中原伸之委員

ユーロランド全体の第4四半期のGDPの見通しはどうなっているのか。

平野国際局長

ドイツとフランスがマイナスなのでマイナスになると思う。

中原伸之委員

それは分かっているが、大体のベースはどれ位になるのか。

平野国際局長

それは後程、報告させて頂く。イメージとしては、フランスも結構大きなマイナスなので、ドイツとフランスを足して2で割ってちょっとプラスをつける位の感じではないかと思う。

田谷委員

そんなものだろう。

速水議長

物価は上がっているのだろう。

平野国際局長

食料品には少し特殊要因があって、食料品価格などが上がっている。それから前年のベースの要因もあって上がっている。ECBは、一時的だという見方をされていて、いずれ下がってくるというようなことを言っているが、我々も一応そのようにみている。

中原眞委員

ユーロの利下げは打ち止めとみてよいか。

平野国際局長

市中は次の政策理事会は据え置きとの見方をしている。そんな感じがかかり強いのではなかろうか。

速水議長

それでは次に移る。調査統計局から最近の国内経済情勢について説明してもらおう。永田理事と早川調査統計局長お願いする。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-5）

早川調査統計局長

まず、全体について先に一言で申し上げておくと、ただ今出た生産指数も含めてこれまで申し上げてきている判断を大きく変えるようなところは余りないということではないかと思っている。

早速計数面の説明に入るが、図表4、貿易統計の動きだが、実質輸出のグラフをみると、ずっと落ちてきたのが、落ち方が鈍くなってきて、止まったとまでは言い切れないが、かなり下げ止まりに近い形になっている。他方、輸入の方は以前から申し上げているとおり、若干の色々な要因があって、ややぎくしゃくしているが、流れとしてみるとまだ少し減少傾向ではないかと基本的には思っている。輸出の中身の方だが、まだ1月単月なので全てが巧く説明できるという形にはなっていない。1月だけの特徴を申し上げると、1月の10~12月対比を財別にみると、中間財の輸出が増えている一方で自動車は落ちている。中間財は先程説明があったように、アジア諸国、韓国、中国が中心だが、財政支出とそれに加えて若干の円安という両方が重なって、鉄鋼とか化学辺りのアジア向けの輸出がかなり伸びている。ただし、環境的には伸びると思っているが、+10.7%というのはかなり大きくてやはりこれは単月の数字が大きく出ているのだろうと思っている。他方で車のマイナス二桁ということに関して申し上げると、アメリカの自動車販売については確かに数字面は少し落ちているようにみえるが、1,400万台レベルというのはキャンペーンで盛り上がる前のレベルに過ぎない訳で、むしろ落ち込み方は比較的浅いので、一頃懸念していたような大幅な自動車輸出の減少はないと今思っている。従ってあくまで単月の要素がかなり大きいということである。他方で若干気になるのが、情報関連がまだマイナスが続いているということだが、この点については情報関連財の輸出入の図をみると、1月の情報関連財の輸出減少の中身は、実はコンピュータで、これはパソコンが少し増加に転じたのだが、電子部品がまだ日本の場合はマイナスをつけているということである。しかしながら、NIEsの情報関連財輸出は去年の第4四半期から前期比でみると

プラスに転じている。これは思い出してみると、落ちる時も実は1四半期ずれがあって、NIEsは2000年第4四半期から落ちたが、日本は2001年の第1四半期から落ちたということがある。従ってかなりの程度、同じような意味でのずれではないかと理解している。現にDRAMの市況などをみると、今概ね4ドルということで高いところを推移しているので、世界的な環境からみて単に落ちているというよりは、やはり若干遅れているという評価でよいのではないかと思っている。

次に海外経済だが、アメリカについては、ただ今平野国際局長から説明があったとおりである。日本の輸出ウエイトで組み直した世界輸出の見通しについては、前回決定会合で、本当に久し振りに2002年が僅かながら上方修正になったと申し上げたが、今回また半月で少し上方修正になった。アメリカは勿論だが、加えてアジア諸国が、例えば韓国、台湾辺りでさらに上方修正になっているので、世界景気の流れも少しずつ変わっているということ踏まえると、輸出については、だんだん下げ止まりに近づいてきているという判断で良いかと思う。他方、輸入については、やはり思っていたとおりで、財別をみると、前回決定会合で食料品とか消費財とかは、多分10~12月は一時的に伸びたのだろうと申し上げたが、その反動減が出ているので、全体としてマイナスになった。ただ、少しマイナスが大きめに出ているかもしれない。例えば、資本財部品のところでは飛行機の落ちも影響しているので、その方は恐らく一時的なものだと思っている。情報関連は輸入に関しては下げ止まりの動きが既にみられているので、その分だけ輸入の減少テンポは少し緩んでくるかなと思っている。

続いて設備投資関係については、図表10、機械受注の数字をみると、10~12月は-7.8%と7~9月に続いてそこそこ大きめの減少になった。ただし、先行きについては、一応-0.4%ということで、ほぼ横這いという動きになっているが、この辺はまだ実際をみなければ分からない。10~12月の実績については引き続き製造業が大きく減少していることに加えて、これまで底固かった非製造業もそれほど極端ではないが少し落ちたかなという感じを持っている。

物価関係ではC S P Iが出ているので、これについて一言だけ申し上げておく。C S P Iは全体で前年比-1.5%ということで、全体としてはマイナス幅がやや拡大している感じであるが、これは実は外洋貨物に関する若干イレギュラー・ファクターが影響しているということで、いわゆる国内需給要因というところをみると、このところ大体前年比-1.4%~-1.5%と同じ幅で下がっている。従って、ここへきて特に下落が加速しているという感じはないが、少し気になるのは、例えばこの前年比でも、あるいはまた3か月前比でも、一般サービスがこのところ少し弱いという感じである。一般サービスというのは、一つ一つはたいしたものではない。しかし社会保険労務士とか自動車修理とか警備とか細々したところで少しずつ下がっている。これは従来も企業収益が落ちて企業のリストラの動きが出てくると、こういうところを値引きして頂戴という動きが広範に拡がっていくという傾向があって、そうした動きが出ているのかなと今思っている。

追加資料の個人消費に移るが、個人消費は正直言って個別の数字をみると相変わらずばらばらしているが、全体としては引き続き弱めに推移していると思っている。具体的に申し上げますと、例えば全国百貨店でみると、1月の10~12月対比は前年比+0.6%で、引き続きそれなりに健闘しているという感じはあるが、例えば家電販売がやはり弱いし、このところコンビニもやや弱含みということである。今回非常に困ったものは、全国チェーンストアの数字が店舗調整後でみると4%の増加、店舗調整前でみると4%の減少と変なことになっているが、これは実はマイカルがチェーンストア協会から脱退したために数字が不連続になっている。従って、従来私共では、カバレッジが大きいということでこのチェーンストア協会の数字をみてきた訳だが、こういう脱退とかということが起こってくると、その数字を継続的にフォローしていくのはなかなか難しいと思うので、来月からは経済産業省が以前から調べている全国スーパー——これは脱退しようがないので——、大型小売店——これは届け出しなければいけないので——、その数字をみていこうかなと思っている。因みにその数字で

申し上げますと、1月が前年比-3.5%、それから10~12月対比の店舗調整後が+1.6%、調整前+3.6%ということである。一見すると良いようにみえるが、実を言うと10~12月にこの全国スーパーでみてもかなり落ちているので、それ対比で少し戻っているという程度で決してスーパーが良いという感じではない。全体をみると、余り特徴はないが少し弱めの動きが続いているという判断で良いのではないかと考えている。ただし、12月のボーナスが大きく落ちたということを経済に入れた考えると、いわば所得の落ち対比でみての個人消費という観点からみると、弱いにしてもせいぜい所得の落ちの範囲内位ではないかと思う。すなわち、マインドが悪くなったとか色々なことによって貯蓄率が上がっていることによって、いわば景気の悪さを消費面から加速するようなことは特に起こっていないと思う。最後に本日出た鉱工業生産である。鉱工業生産は、少し読み難い動きになっており、1月の数字が-1%で、これは予測指数が+1.4%だったので実はかなりの下方修正である。ただし、先行きは2月が+4.7%ということでかなり大幅な上方修正になったために、1~3月を括ってみると+2.3%ということで、今日の数字が出る前の数字と全く同じである。これをどうみるかということだが、若干中身についてまず申し上げておくと、足許の下方修正は、一つはやはり電機が相変わらず下方修正になっているということである。電機の中身をみた感じを申し上げますと、例えば電子部品の世界をみると、シリコンウエハーという段階では増えているが、集積回路というところで少しマイナスになっている。それからコンピュータのところをみると、パソコンは実は1月は増えているが、ミッドレンジと汎用コンピュータが落ちている。それに家電が少し弱いという感じなので、実は恐らく流れが少し変化しつつあるのだと思うが、先程輸出のところでも申し上げたように、まだ少なくとも日本においては、明確に1月の段階でその電子部品関係とかがプラスになるに至っていないという、大体そんな雰囲気の数値ではないかと思っています。それに加えて生産・出荷の減少に関しては、鉄鋼みたいに一部例外はあるが、全体としては素材関係が前月比マイナス、修正率でも若干マイナスという感じが続いている。これ

はしかし同時に、そういったところで軒並み在庫が減っているために、ある程度生産を抑制して在庫を減らすという動きが続いているものと思っている。そういうことで在庫のところをみると、在庫は今月も順調に低下しており、恐らくこの数字よりも実勢はもう少し在庫が低下していると思っている。と言うのは、先程みたら今月自動車の在庫がもの凄く増えている。これは各社の発表によると、実は1月に輸出向けの生産をかなり行なっている。にもかかわらず先程通関統計でみたように、自動車の輸出が落ちている。これはたまたま1月末という段階では船待ちの在庫になったものと思っているので、輸送機械で10%在庫が増えていることを考慮すると、恐らくもう少し大きな在庫の減少が起こっている。在庫率をみても、今回109ということで高いと言えば高いが、在庫率というのは元々在庫率のピークというものが生産のボトムに対してほんの少しだけ先行するというような性質の数字なので、以上申し上げたことの全体を纏めてみると、現時点では、この+2.3%というような形で1~3月に明確な生産の上昇が起こることについて、私共は依然として懐疑的である。現に1月も下方修正になった。他方、しかしながら、生産の減少がかなり小幅化している、あるいは下げ止まりに近づいているということもかなり真実味を増しているのではないかと思っている。例えば、1月の実現率は-3.7%であって、2月も3月も同じようなことになればこれは僅かなマイナスになるが、逆に言うとそれ位にならないとマイナスにならないということである。現に今月は、1月の予測実現率マイナスに対して2月の修正率はプラスということなので、生産は輸出と同様に、下げ止まったと判断するにはまだ早いと思うが、それに近づきつつあるということを示すデータではないかと思う。私の説明は以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

中原伸之委員

先程の全国スーパーの数字をもう一度言って欲しい。

早川調査統計局長

スーパーの数字は、チェーンストアのところの欄で、前年比-2.8%に対して-3.5%、それから店舗調整後の+4.0%に対して+1.6%、店舗調整前の-4.3%に対して+3.6%ということである。ただし先程申し上げたように、10~12月が弱いので、これだけをとって強いというのは言い過ぎだと思う。

三木委員

今、早川調査統計局長から自動車の生産に関する説明があったが、実際のトヨタ、日産、ホンダの具体的な動きは全くそのとおりである。彼等の今の計画は、とにかく落とすものは人も含めてある程度落としてきてしまっているし、リスクを避けるためということもあるのだが、均して生産しようとしており、3月はいずれにしても期末の大拡販に皆走るので、1月、2月で作ってそれを全部溜めて、そして3月で売るという計画になっている。輸出も全くそのとおりで、だから1月、2月の生産はそういう意味では増えているのだが、それを以って安閑とはしてられないということとは間違いない。

早川調査統計局長

自動車に関しては各社が公表している生産の数値をみると、輸出向け生産が増えていて、通関でみて輸出が落ちているので、可能性としてはその分が船待ちになっているということだと思う。

三木委員

電機、電子部品、それからIT関連に従前からのいわゆる家電製品、事務機器も入れて全体をみていると非常に今悪いが、ここへきて急にと言う

訳ではなく、ずっと悪い。一方で、前にも聞いたことがあるが、ここに出てくるNEBA統計の季調済の統計は、常時プラスで出てきており、全然相反してしまう。この辺の見方について、もう一度聞かせて欲しい。

早川調査統計局長

これは指摘のとおり金額で見るとマイナスである。パソコンの値段が3割も4割も下がっているためにそれを実質化するとプラスになっていて、生産と動きを合わせるためにこういうことをしているが、確かに売手サイドからみると恐らくそういうプラスという実感はなくて、弱いということだと思う。ただ、難しいのは、先程もチェーンストア協会の話をしたが、消費の実態を捉える統計というのは非常に難しく、例えば、ではNEBA統計というのは本当にその家電の販売の実態をよく表わしている統計なのかということになると、必ずしもそうではない訳である。前にも申し上げたと思うが、いわゆる家電販売系の何社か、およびカメラ屋系の何社かというのは実はここに入っていないので、いわゆる元気の良い会社はこのNEBA統計には入っていないと言えよう。先程のチェーンストア協会という数字も、チェーンストア協会と経済産業省のスーパーの売上げを、ここ2、3年間みると、僅かではあるがほぼ一貫してチェーンストア協会の方が悪い。要するに、いわば協会に加盟している人達なので、例えば外資系などの新規出店が起こっても、これは恐らく協会には加入しないということで、NEBA統計も同じだが、協会統計みたいなのはどうも最近そういう傾向を持ちつつあると思っている。ただ、指摘のように少し実質化した数字は強すぎるのは間違いなくて、例えば名目でみれば、家電販売は前年比も悪いが前期比で見てもマイナスであるということだと思う。

三木委員

先程の鉱工業生産の方の説明では電機関係は下方修正だったが…。

早川調査統計局長

家電は悪い。

三木委員

そういう意味で最初の方の説明と合わない。

早川調査統計局長

ただ実を言うと、もはや家電に関しては国内生産比率は相当落ちた。

速水議長

宜しければ次に移る。企画室から最近の金融環境について説明してもらおう。増淵理事と雨宮企画室参事役お願いします。

4. 金融環境に関する報告（資料-6）

雨宮企画室参事役

それでは金融環境を説明するが、実は前回の会合以降、新たに出された統計はほとんどない。貸出、マネー関係、倒産関係を中心に説明する。まず図表1、クレジット関連の指標だが、前回の決定会合の2日目に計数だけ報告したものである。5業態合計の貸出残高は、12月-2.1%の後、1月-2.3%という形で若干マイナス幅を拡大させている。これは金融機関の計画計数等からもみても、恐らく少しずつマイナスを拡大させる方向であろうとみている。ヒアリング調査で、この間金融機関からみた資金需要の特徴点を三点申し上げると、一点目は設備関係の需資が一段と減速しており、これは特に中小企業で甚だしいということ。二点目は、若干社債・CPからの振り替わりの資金需要というのがあるようだが、ロットが非常に小さく全体のトレンドを変えるには全く至っていないということ。三点目は、期末を控えた企業の運転資金需資も非常に落ち込んでいることで、都銀のヒアリング等では1、2割の落ち込みというところが多いようである。これらが特徴点であり、引き続き資金需要の減退傾向は続いている。

CP・社債の動きである。図表3、CPのグラフをみると、CPの残高自体は引き続き既往ピークを僅かながら更新しており、1月は22.1兆円である。ただ、昨年の半ばから伸びは止まっていて、前年比の伸び率という意味では、一時37%までいったものが、足許の1月は13%まで落ちてきている。社債は、引き続き1%台の低い伸びである。先程質問があった社債の発行環境だが、2月までの復習ということで纏めさせて頂くと、前回の決定会合で2月までの状況としては、12月、1月の起債環境の悪化傾向が一応一服した感じであると報告した。その材料としては三つ位あって、一つ目は、低格付け社債のスプレッドの拡大が、あの段階までは一服したということ。それから二つ目は、1月から2月にかけてシングルA格の発行再開がみられたということ。三つ目は、トリプルB格についても一件発行がみられたこと。もっともこのトリプルB格の一件とは日産で、今やこれはリストラの星というか人気銘柄なので、若干特殊要因かもしれない。ただ、いずれにせよ幾つかの要因で一服したという感じが市場関係者からも聞かれたところである。しかしこの後3月に向けてどうかということだが、先程山本金融市場局長からも報告があったとおり、流通市場における低格付け社債のスプレッドは足許また拡大する兆しをみせている。さらに、この3月はやはり期末で、むしろ金融セクターの方の資金繰り等の問題もあるので、2月、3月を比べると、どんどん悪くなるということではないが、2月前の悪化一服がむしろ若干悪い方向にまた動く可能性をみておく必要があると考えている。今のところこのトリプルBでまた大きなものが出るという話は聞いていない。それから今日報告する大きな数字というのは、図表5、マネー関係のマネタリーベースである。マネタリーベースをみると、2月の伸びは27.4%で、これは24日までの平残だが、26日までの平残でも27.5%なので、ほぼこんな感じで着地するだろうと思う。いまや3割近い伸びになっている。中身は日銀券、銀行券の発行高が12.3%、日銀当座預金は254%ということだが、一つ着目されるのが本文の方にある金融機関保有現金の数字である。最近やや目立った動きは、このマネタリーベースのうち、金融機関が自分で持っている現金の伸びが高まっている

ることである。数字をみると、昨年4～6月が+6%、7～9月までが+7%位の伸びだったものが、足許1月は前年比で+20%という高い伸びを示していて、今の金融システムの状況、懸念を背景に金融機関が自分で保有する現金を伸ばしているということもこうしたベースマネーの高い伸びに寄与し始めていることが最近の特徴かと思われる。図表5、マネーサプライだが、これは投信の解約の影響が平残ペースでまだ残っているということもあって、12月+3.4%の後、1月+3.6%と伸びを高めている。それから、各種金融商品の内訳について、最近の特徴を三点だけ申し上げると、郵貯のマイナスがどんどん深まるという傾向は、そろそろ一服ということで、昨年11月-6.1%をつけた後、マイナスはマイナスだがマイナス幅は少しずつ縮んできている。これに対して投信のマイナス幅が1月は-20%ということでMMFの解約を中心に大きく落ち込んでいる。それから外債の伸びがかなり高まっているということも特徴である。ただこの数字は、円換算なので円安要因も入っているが、ドルベースでもやはり伸びを高めているというのが特徴である。

最後に、倒産の数字が新たに出ている。図表10、企業倒産の1月の数字をみると、1,543件である。1,543件という数字は少なくみえるが、1月というのは元々倒産の少ない月で、季節調整をかけると1,766件ということなので、四半期計数をずっとフォローしてみると、昨年7月まで1,500件台でずっと続いてきた訳だが、これが10～12月に若干増えており、少しずつ増えるという傾向が続いていると思われる。今日は発表計数が少なく、以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

マネタリーベースは3月になるともっと増えてくるのか。

雨宮企画室参事役

定義的なことを申し上げると、銀行券の動向がどうなるかということと、

先程山本金融市場局長からも説明があったとおり、当座預金がどの程度の規模になるかということで変わるので、今からどの位になるのかということは予想し難いが、20%台の高い伸びが続くことはまず間違いないし、場合によってはさらに上回る可能性もあると思う。いずれにせよ、前回報告したが、銀行券は今足許12%伸びているが、仮に10%位の伸びを続けると前提を立てて、当座預金が10兆から15兆円の間で動いたとしても、マネタリーベースの伸びは平均的に2割位は続くので、期末月等で当座預金が積み上がればさらにその伸びが高まるということである。

速水議長

ほかにないか。それではここで一休み、コーヒープレイクにする。10時35分に再開する。

(午前10時23分中断、午前10時35分再開)

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは、これまでの報告等を踏まえて政策委員会としての検討に入りたいと思う。本日は今月で二回目の会合なので、討議の形式は金融経済情勢に関する見解、当面の金融政策運営にかかわる見解、それを合わせて一人5分程度を目途に発言頂きたいと思う。次回は3月19日、20日であるが、この20日になると、もう年度末の対策には間に合わないから、本日の会合で期末越えの対策を討議する必要があると思っている。どうかその辺を踏まえて討議して頂ければと思っている。今日は田谷委員から願います。

田谷委員

まず金融経済情勢については、前回会合時から大きな違いはないと思う。敢えて言うとならば以下の点である。米国経済について景気の底入れを示

峻する指標が増えてきたように思う。ただ、年後半以降の米国経済については、依然として慎重な見方が強いようである。欧州経済については、景気減速が続いているが、一部の景況感指数に改善傾向がみられるようになってきた。東アジア諸国では、一部にIT関連財輸出が増加に転じつつあることなどから、輸出全体としても底打ち気配が強まってきたようである。そうしたこともあって、東アジア株の好調は続いている。一方、国内経済については、輸出面からの景気下押し圧力が弱まりつつあり、在庫調整の進展もあって生産は底打ち時期を探る展開になっている。しかし、株価はこの間、こうした循環要因の改善傾向に余り反応してこなかった。昨日来の上昇は空売り規制強化に関連したものと思うが、その長期的な影響はまだ分からない。昨年来相対的に日本株が上がらなかった理由、日経225に対してTOPIXがより上がらなかった理由は、主として銀行株の不振にあったと思う。また、銀行セクター債の対国債スプレッドが拡大傾向にある。不良債権問題がそれらの根っこにある。さらに民間最終需要の先行きも明るくなっている訳ではない。機械受注統計は弱いものだし、消費関連指標も弱めの基調となっている。以上、輸出環境は足許改善方向にあるし、輸出実績からみてもこの面からの景気下押し圧力は減退し、生産は底打ちを探る展開になっていきそうである。しかし、最終需要の先行きは厳しく、循環要因のみから楽観的にはなれない。

政策運営については四点申し上げようと思う。その第一点は、日銀当座預金残高目標と長期国債の買い切りをどうするかということである。当座預金残高はオペ未達の頻発にもかかわらず、目標レンジの上限近辺で維持できている。金融市場が安定化したとは言えない中であって、超ゼロ金利を維持し、強い緩和姿勢を維持するためにもこれまでの努力を継続することが望ましいと思う。この面から今直ぐ長期国債買い切りの増額が必要になるということではない。また、買い切り増額を外から言われてからやるということでは、日本銀行の信認が問われるリスクもある。ただ、年度末以降の当座預金需要を考え、しかも既に短期インストルメントを使ったオペに「札割れ」が頻発していることを踏まえると、若干なりともオペ負担

を軽減するために長期国債買い切りを増やすことを考えても良いと思う。政府がデフレ対策を策定し、金融政策面での協調を要請されているこのタイミングで実施することが良いのではないかと思う。増額が債券相場にどう響くかは不透明だが、現状では短期的な反応を別にすれば、そうマイナスにはならないのではないかと思う。増額するとして幾らにするかは、やるかやらないかを含めて後程議論したいと思う。第二点は、年度末に向けた資金需要に関連して、当預残高目標をどうするかである。これまでも当預残高は個人的に予想していた以上の高さで推移してきた。今後年度末に向けて金融市場の安定を維持するためには、15兆円を上回って資金供給をしなければならない日も2日、3日ではなさそうである。そうした状況が事前に予想できるのであれば、「なお書き」で対処するよりもそうする旨を予め公表するのが良いのではないかと思うし、それは何程かマーケットに安心感を与えるのではないかと思う。第三点は、金融機関の年度末越えをサポートする観点から何か技術面から考えられることがあるかどうかという点である。ロンバート貸出の利用上限日数の引き上げなど、執行部の方で検討していることがあったら聞きたいと思う。第四点は、前回決定会合で、短国オペにおける落札足切りレートをゼロにしてはどうかということを行ったことに関する点である。状況によってはそうしたことも考えなければならないかもしれないと依然として思うが、その後の当預残高の推移をみると、そうした手段を採るには時期尚早と思うし、また、長期国債の買い切り増額を考えるのであれば、暫く状況の推移をみようと思う。以上である。

速水議長

次に植田委員お願いします。

植田委員

金融経済情勢にそれ程大きな変化はない訳だが、田谷委員も言われたように世界的にはやや明るい兆しが幾つか、あるいはそこそこ出てきている

ということだと思う。IT関連、あるいは製造業の調整が終わりに近づきつつある。この中で生産、あるいは貿易、特に輸出面でやはり底入れから一部では上昇の気配がみえているということかと思う。また、在庫調整も終わりに近づきつつあることから、今後は成長率にはプラスの貢献が見込まれている地域もあるということかと思う。しかし、そのうえで回復が起これるとすれば、その持続性については最終需要、特に消費、設備投資の動向次第ということだと思う。こういう構造は日本もかなり似ている訳であるが、二、三付け加えるとすれば、一つは、在庫投資が経済成長に対してプラスの貢献をして、それが経済を引っ張るという力は、アメリカ程には見込めないという気がする。減っているにしても、昨年アメリカのようなもの凄い在庫の削減をしたという訳ではないように思う。それから消費等の最終需要についても、例えば特にアメリカ等と比べるとまだまだ弱いということかと思う。それからやはり金融面で金融システム、あるいはあるレベル以下の借り手のクレジットリスクに対する不安が引き続き根強い、あるいは足許若干増す傾向にあるという点が懸念される。現象面としては、銀行セクターを含む社債のスプレッド、あるいはユーロ円ターム物、特に期越えのところの上昇、先程説明があった金融機関手持ち現金の上昇等かと思う。こうした中で株価は僅かに上昇の気配をみせているが、田谷委員も述べられたように空売り規制の影響が強いと思う。また、前回会合比ではほぼ横這いだが、債券のイールドがやや12月末から上がってきているという点も、期末を前にした金融機関のリスクテイクの能力低下ということの影響が多いように思う。

政策運営に移ると、特に金融システム問題が経済の足を引っ張っている。しかもここまでのところは、残念ながら抜本的な手が打たれていないということである。という中で、我々としてもできる範囲で金融不安を起こさないためのぎりぎりの努力を続けるべきかと思う。その内容については田谷委員が述べられたこととかなりダブることになる。すなわち、基本的には3月期末に向けての流動性供給に万全を期すということだと思う。先程来あったように、場合によっては、期末にかけて15兆円を上回る当座預

金需要が一時的に発生するかもしれない。これに対する供給体制を万全にしておくということだと思う。私は、目標自体が今 10~15 兆円ということだが、これは明示的に変える必要はないと思う。ただ、市場に安心感を与えるために、田谷委員も言われたような「なお書き」部分の再確認ということがあって良いと思うし、またより技術的にはロンバート貸出制度、あるいは資金供給のための担保の取り方等について工夫の余地がないかどうかということをご皆さんと議論してみたいと思う。その際、国債買いオペを増やすべきかは微妙なところである。流動性供給のためという意味では、当座預金に対する需要が増えるのであれば一応不必要ということになるかと思う。ただし、3月初めの資金不足日、あるいは期末明け後の、場合によっては急速な需要後退というようなことへの前もっての備えという意味はあるかもしれない。勿論、これについては必要とあれば、その時に執行部に判断してやってもらうというやり方もあり得るかと思う。しかし、現時点で前倒して安心感を与えるという判断もあるかと思う。さらに付け加えると、国債買いオペは資金供給策としての意味もあるが、リスク・プレミアムへ働き掛ける策という意味もあるかと思う。この場合はつまり、長期金利低下を狙うということである。私自身はこの意味での買いオペの位置付けに必ずしも反対ではない。しかし、何度も議論してきたように、このやり方は効果の大きさだけでなく、方向についても非常に不確実であるという問題がある。例えば、長期間に亘って中央銀行が財政当局の言いなりになるというリスクを市場が感じ始めると、反応は逆となって、金融緩和の積もりでやったことが実は引き締めになってしまうという可能性まである訳である。従って、関係者はこういう点に関する発言に、特に事前の発言に十分注意頂きたいというのが、ここ数週間の経緯をみての私の感想である。これは、前もって色々言われてしまうと、単にサプライズが無くなるということだけではなくて、今申し上げたように政策の効果が削がれてしまう、あるいは逆方向になってしまうというリスクも考えられるからである。最後に買いオペのサイズについては、もしやるとすれば、ステップはこれまで通り位の規模でいいのかなというふうに思ってい

る。沢山やれば効果もその分大きいという程単純な政策手段ではないということも頭にあるからである。以上である。

速水議長

次、中原伸之委員をお願いします。

中原伸之委員

総論的には、日本経済は依然として景気の悪化が続いている訳である。特にこれまでの生産・輸出中心の景気後退から、いよいよ消費型の不況に移行しつつあるというふうに私は思っている。そうした中でアメリカ経済については、この第1四半期については色々特殊要因があって、強い訳だが、株式の動きから判断すると先行きは非常に微妙であって、私は依然これまでの見方を変えていない。アメリカ経済は依然として非常に苦しい状態にあると思う。ユーロ経済についても現在のところ弱含んでいるので、世界的に依然として要警戒の場面にあると思っている。そういった中で世界的にデフレがどうも広がりつつある。例えば、アメリカの1月のPPI対前年比は1.1%で、これは1965年以来の最も低い値であり、恐らく本年の末にはイヤ・トゥ・イヤで0%位からマイナスになるのではないかと思うし、日本の1月のPPIもイヤ・トゥ・イヤで-2.6%、これは1950年以来の最大の下げである。また、中国でも今年の1月はイヤ・トゥ・イヤで-1%、これは1999年12月以来最大の下落であり、シンガポールも1月は-1.1%であり、世界的に物価下落の様相が強まっている。日本経済であるが、今申したように景気の現状については悪化が続いている訳であり、そうした中で一致系列の個別系列を眺めて判断すると、生産関係を中心に幾つかの系列がボトムを付けつつある可能性が高いのは事実である。恐らく本年の前半のうちに11系列のうちの過半がボトムを付け、景気の谷を本年の前半までに付ける可能性が出てきている。しかしながら、遅行指標の雇用等は、過去最悪の状況にあること、あるいは春闘、夏のボーナスが期待できないことなどから先程も申したように消費

といったものが春以降さらに落ち込む、そして物価もさらに一段と下落するという可能性がかなり高くなったと予想している。消費については、1月の全国百貨店売上高が前年比-0.7%、全国のスーパー売上高が-2.8%といずれも弱い数字であるが、特に問題なのは、昨年12月の季調済みの消費水準指数であり、全所帯は94.8と、これは1986年12月以来の低い水準である。勤労所帯については95.1ということで、これも同じく1986年の12月以来の15年振りの低水準であり、トレンドからみてもはっきり下向いている。さらに、目先の雇用・所得環境も、春闘、夏のボーナスも悪い。夏のボーナスは恐らく2桁減になる可能性が高いと思っているが、失業率もさらに上昇するというので、GDPの約6割を占める消費が一段と減少することは避け難い。生産・輸出面である程度持ち直しても景気全体はかなり厳しい状況にあると私は思っている。設備投資についても、前々から申しているように中期循環の面からみて多くは期待できないし、短期的にも余り期待できるような動きはない。いずれにしても、日本がどうもユニット・レーバークストの面で非常に高くなっているということは、これまでも申し上げているが、失業率が高まっているということは、日本人の労働力が世界的にも売れなくなってきたということの一つの表われでもあるので、この点は非常に心配しているところである。1999年を100とすると、2000年については日本のドル建て名目賃金が60%増えたとか、PPIでデフレートすると30%増えているとか、CPIでデフレートしても20%増えているとか、こういうふうな数字が残っている訳である。それから問題なのは、国債のクレジット・デフォルト・スワップのレートであるが、これもかなりジリ高になっていて、2月の15日には、5年物で36bp、10年物で56bpというところまで上がっている所以要警戒である。

アメリカについては先程ちょっと申したが、この1~3月というものが在庫調整後のリバウンドという面もあるし、次の五つの面で異常であったと思う。第一は、タックスのリファンドが1月の1日から2月の15日まででイヤ・オン・イヤで15%増えて510億ドル、第1四半期全体で

は恐らく1,150億ドル、年度に直すと4,600億ドルと大変大きなことである。第二に、連邦支出が恐らく二桁の増大になっていると思う。第三はアジャスタブル・モーゲージ・レートが4.96%ということで、1994年以来最低の水準にある。第四にリファイナンスも依然として高いレベルで行なわれている。第五は、暖冬であった。この四番目と五番目の理由でシングルユニット・ハウジングのパーミットが1月に非常に高くてレコードを作ったということである。こうした中でもう一つ心配なのは、名目GDPが非常に下がってきているということであり、第4四半期の名目GDPをみると前年比で+1.9%ということであり、これは1961年第1四半期以来の低い水準である。それから前期比の年率でみると-0.1%ということで、これは1982年第1四半期以来の低い水準である。いずれも名目ベースでは非常に不振である。それから後二、三付け加えると、一つはやはり、不動産投資が行き過ぎてきているということがあり、商務省の統計で貸家の空室率をみると去年の第4四半期は8.8%ということで、1961年以来の最も高い水準になっている。コマーシャル・オフィスは去年の第3四半期で10.1%ということであるので、これも非常に高い水準になっていると言えらる。それからミシガン大学、コンファランス・ボードと共にコンシューマー・センチメントも下がってきているということである。従って、私はアメリカの先行きについては依然として厳しくみている訳である。

それからユーロランドは先程申したように、プラスの材料があつて、例えば為替相場が優位である、マネー・サプライも急激に伸びている。それから実質短期金利も比較的低下水準にあるが、非常に緊縮的な財政政策もあり、あるいは家計の実質可処分所得が去年の半ばから停滞していることもあつて不振が続くのではないかと思っている。

原油については現在、20ドル台を固めているところであるが、アメリカの北東部において2月の後半に厳しい干ばつがあり、これが天然ガスと石油の需要を刺激し、現在の状況が続くと恐らく夏の間需要期に向けた在庫積み上げができなくなる。今年の冬にかけて価格高騰の恐れがあると

思っている。

エンロンの影響もなかなか払拭できていない。エンロンの一番の問題は非常な短期間に巨大なデリバティブ・ポジションを作り上げたことであり、1999年の末から2000年の末にかけて50～60億ドルであったものが500億ドルという大変な投機が行なわれたということになる。それからアメリカの株式で先程ちょっと申したが、一番心配しているのは1月の7日の高値が10,300ドルであるが、ここ数日間の動きがもっともクリティカルであるが、ダウがもしそれを抜けないと、S&P500、NASDAQは共に不調であるので株価全体が下降する恐れが非常に強いということをごここで申し上げておきたいと思う。

それから金融政策であるが、今申したように物価の下落が継続しており、失業率も上がっている。それから実体経済指標の全般的な悪化等があり、需要の弱さというものが目に付いている訳である。そこで3月の期末を捉えて、私は先般の提案のインフレーション・ターゲティング、それから外債を買うということの他に、当座預金のターゲットを18兆から20兆円に引き上げるということを提案したいと思っている。その際に、国債の買い切りオペは、これまで8千億から1兆円へと申し上げていたが、それを8千億から1.5兆円に増やすということをご提案したい。それからロンバートだが、これはモラル・ハザードにならないように期末に限るという条件付きであるが、最大5日から倍の10営業日にするとということをご提案したいと思う。以上である。

速水議長

次、三木委員お願いします。

三木委員

まず、これは何回も申し上げているが、今の日本経済の最重要課題はやはり金融システム不安を解消して安定化させることである。特にこの3月の年度末、4月のペイオフ凍結解禁を控えて足許の金融政策のプライオリ

ティはまさにプルーデンス政策である。二つ目は同時に、デフレ脱却から景気の回復がある訳である。これは、民間と政府と日銀の三者の合わせ技での対応が不可欠である。その意味で金融政策としては、今動くべきタイミングにあると思う。健全なスキームの中で、もはや限界に近い対応になるが、底打ち感の出る政策を打つ必要がある。景況感になるが、これは量の下落が止まるのかということと、価格の下落が止まるのか、これが実体経済の今の最大のポイントになる。まず、量については、製造業についてはまだらではあるが下げ止まりの動き、これも一部に出てきていて、何となく底這いの感じになりつつある。これが2月の後半以降の姿である。ただ、底打ち感はまだ出ない。一方、価格はまだら模様であるが、製造業では下げ止まり横這いの動きが出てきており、一部の財には底打ち感があり、また、値上げの動きもある。非製造業では、まだ下落が止まらない。高コスト体質の是正があるからである。この背景だが、一つはやはり在庫調整の進展で需給アンバランスが改正されて是正されつつあるということ。二つ目は企業再編が進む中で限界費用まで低下した価格を是正しようという意志が企業に働き始めている。三つ目は、円安で内外価格差が解消しつつある。中には世界で一番割安な財も出てきている。こういう中で、企業マインドはここにきて逆に萎縮からさらに慎重さが加わっており、非常に悪くなりつつある。前回会合以降3週間での経済の最大の変化点は、この企業経営者のマインド変化である。1か月前までは企業経営者のマインドには、3月さえ乗り切れば4月以降は立ち直れるという、意志と期待感があった。従って、今期でともかく膿は全部出し切ると、その代わり来期はその分がフローの収益に効いてくると、こういう期待感を持って、またそういう意気込みを持っていたが、今は4月以降はどうもよく分からないという不安感が急速に台頭している。この企業マインド悪化の背景であるが、四点指摘したい。一つは株安である。持合い株式の銀行株の下落が顕著で、企業収益にも大きなダメージを与えるということから、この3月の期末の株価に焦点が移っている。二番目は政治不安である。予算の遅れに加え、構造改革の道筋に翳りが出てきはじめているのではないかという政治不

安。三番目は不良債権処理のトーン・ダウンである。先送りによって金融システム不安がなお継続するのではないかと懸念されている。それから四番目は国債の格下げ、ジャパン・プレミアム上昇に対する不安感。この四点に集約されるであろう。企業マインドは、雇用、春闘の賃金交渉への悪影響を通じて家計に波及し、個人消費の抑制要因になる。このマインド変化、これをやはり消さなければならないと思う。次にそういう中での不良債権処理と構造改革だが、株安の主因は銀行株が安いということであるが、これはやはり不良債権処理の遅れによる銀行経営の不安感の高まりの表われだと思う。銀行は、不良債権をオフバランス化して最終損失を確定するという抜本処理に踏み込まない限り将来の二次ロス不安が残り続ける、という市場の警告と解するべきであろうと思う。そして債務者についても、市場原理の中で市場から退場すべき企業については、いたずらに先送りするのではなくてこれも確定させろという市場の催促と受け止めるべきだろうと思っている。今こそ銀行は、不良債権について引き当てを厳格に行なうとともに、RCC活用等によってオフバランス化するといった処理を大胆に進めるべきだと思う。そして自助努力で増資ができない、あるいは増資してもそれでもなお足りない、こういった時は公的資本を注入すべきだと思う。それからマーケットは競争力のない企業が市場から粛々と退出すべきであるということを求めているのだろうと思う。1997～98年と違ってこのマクロの金融システムのセーフティ・ネットというのは既に相当整備されているし、このセーフティ・ネットを前提にミクロ面で必要なところに必要な手を大胆に打つべき局面にきていると思う。

それから円安問題だが、円安は輸出企業への収益寄与、内外価格差解消による価格引き上げ環境の整備——これは鉄鋼等素材業界に今顕著であるが——、こういう面でここまでは日本経済にプラス効果が出ている。しかし、為替は相手のある話で、日本のプラス効果の裏返しとして海外勢が痛みを受けるという点に注意が必要な局面にある。既にアメリカの自動車業界からは円安に批判的な声が出ているし、東南アジア市場で日本と競合する中国、韓国からも円安を問題視する声が高まりつつある。こうした局

面では政策当局は意図的に円安を誘導していると受け取られかねない発言は慎むべきである。しかるがゆえに、本行による資金供給手段としての外債購入も、今は政策としては採れない。これは目的は違うが、一度ドルに替えるという手段が介入と全く一緒になるため、為替政策とやはりダブってくる。また、円建てで外債購入すればこの点は避けられると思うが、市場が本行に外債を売却した場合は、それで空いた穴を埋めるべく外為市場で結局外貨手当てをして、さらに外債市場で現物を手当てするという行動に出るのが通常である。そうすると、その結果として、やはりこの影響というのは避けられないのではないか。こういう点も慎重に考える必要があると思う。最近のこの円安はWPIの下げ止まりにはある程度寄与していると言える。例えば、この原価低減戦略を打ち出してわが国の素材・部品の価格下落の契機を作ったとも言われる某自動車メーカーでは、ここに来て再び向こう3年間で今度は15%の原価低減戦略を打ち出している。今、これが産業界では非常に大きな波紋を呼びつつある。この要求が通れば価格下落がさらに続くということになる訳だが、円安による内外価格差の解消を背景にして値下げに抵抗できる環境ができ上がってきている。従って、下落をある程度止められる財もある。円安で内外価格差が解消されたり、在庫調整が進んで需給バランスが取れてきているということが背景にある。ただ、過剰な供給能力をなお温存させたままの危うい需給バランスであることには変わらないので、この点を踏まえるとやはり価格の下げ止まりはまだらであって、底値感が出るにはまだまだ時間がかかると言わざるを得ないだろうと思う。そうすると次の問題は、結局やはり総需要だと思う。今求められているのはデフレ脱却から景気の回復へということだが、金融面では金利をここまでゼロにして量もジャブジャブに供給している。しかし、最後は需給バランスで価格が決まる以上、この金が財・サービスに使われて需給が締まってこそ、価格が戻る訳である。今は金融面の刺激だけでは金が使われないと、こういう以上、どうやって総需要を作っていくか、これが問題解決の鍵になると思う。やはり、これには合わせ技で対処するという事かと思う。合わせ技のポイントについて、これも前に

申したが、今回は政府の方からあれだけのデフレ対策——小泉首相に言わせれば、まず第一弾という話である——が出ているが、敢えて申し上げると、一つはやはり企業である。企業は何と言っても技術力である。そして、飽くことなく技術力に挑戦するということ。それから消費ニーズを刺激するような商品開発、技術開発、これは不可欠であり、それと物流コスト、ITを使った物流コストの極小化によるコスト・ダウンということだと思う。それから二番目は銀行である。銀行はやはり、不良債権の抜本処理、自己資本増強を行なって信用創造機能を発揮できる体質に持っていき、業務純益を確保できる体質に持っていき、そして株式市場から正当に評価される経営、これに復すべきであろう。それから三番目は政府である。今、医療の問題が色々と議論されているが、医療、年金等の先行き不安を除去すること、これが先行き不安を消すという大きな点であると思う。それから民需を刺激する財政出動と政策減税だと思う。さらに言えば、市場原理、競争原理の導入という意味での規制緩和である。こういった構造改革による環境整備そして雇用のセーフティ・ネット、これが今政府に求められることだろう。金融政策は、四番目だが、これは公的資本注入も含めて金融システムの安定化、金融システムの安定化に向けてのLLR機能に万全を期すこと、そして潤沢な流動性の供給に当たること、こういうことだろうと思う。

金融調節方針であるが、今大事なことは、あちらの出方をみてからこちらが動くというようなことではなくて、やはり合わせ技の中で、できるところができることを進めていくことが重要だと思う。政府のデフレ対策、これを念頭に置きながら、金融政策としても合わせ技で対応していくことが求められる。健全なスキームの中でのギリギリのところまで底打ち感の出るような措置を打つことが今必要だと思っている。そういう中で具体的中身になるが、ディレクティブは今の10兆～15兆円という現行政策を継続する。そして、より潤沢な流動性の供給に努めるということでもいいと思う。ただし、何人かの委員から話があったが、3月、期末の流動性需要対応に万全を期すということをややはり鮮明に打ち出す必要があるだろうと思う。

そのために、ディレクティブの中の「なお書き」についてはそういう表現に変えていくということを是非、今回提案したいと思っている。そしてできれば、これを別途声明文公表の場で口頭でマーケットと企業マインドにアピールすること、これが大事なことである。今までにも、過去 2000 年問題の時に 23 兆円出したケースもある。今回はどの位になるか事前にはなかなか読めないのは分かりきっていることだが、少なくともそういう必要な時には必要な量を出すというケース、こういうのも例示として、総裁から口頭で話して頂くということも必要かなと思っている。

次は、こういった潤沢な資金供給を担保するという意味で国債の買い切りオペを増額するということを考えたい。銀行券の発行残高という縛りの中でギリギリ出せる限度ということで、月 4 千億円まで追加することを考えたいと思う。この問題を含めて実務のテクニカルな点もあるので、この辺は執行部に諮問したいと思う。国債の問題は過去何回もここで議論されてきたことだが、やはりオペ増額による長期金利への影響、これが一番の大きな問題だろうと思う。市場が財政規律喪失への一步前進とかインフレ政策の始まりというような受け止め方をすると長期金利は上昇するリスクがある。一方、需給面では長期金利の下げ要因になると思う。最近の企業センチメントをみると長期金利の上昇リスクの方がやや強い感じがある。しかし、長期金利上昇の根底にあるのはインフレ警戒であるから、今のデフレの中で現実にインフレの兆しがなく、近い将来上昇懸念もない限り、その懸念は少ないと思う。また、長期国債の上限值という縛りを設けている。それからさらに政府サイドも発行額 30 兆円という財政規律の一つの縛りをはっきり小泉首相は打ち出しておられる。こういう点でも、懸念すべきリスクは小さいのだろうと思う。

最後の問題だが、この財政規律の縛りが緩みに繋がると、ズルズルと日銀が押し切られて財政規律の崩れに対して歯止めがかからなくなるのではないかという、内外からの大きな懸念の声がある。であるから、この際、最後に決めるのはやはり日本銀行であるという、こういうけじめの姿勢をはっきりさせる必要があると思っている。先程植田委員からも話があった

が、昨今の動きをみていると、政府サイドから本行に対してこういうことについての要望、あるいはこういうふうにしたらどうかという意見、それらについては何ら否定するものではないが、それがあたかも通るかのようにはマスコミにああいう形で連日のように出されるということは、誠に如何なものかと思う。そうすると、先程申したような財政規律の緩みにどんどん縛りがかからないままに日銀はいつてしまうのではないかと懸念に対して、結果として、政府サイドの声に追随するような形で決定するということは、懸念の拡大に繋がるのではないかと、この点を今非常に実は恐れている。先程底打ち感の出る対策を打つべきではないかと申し上げたのは、そこのある訳で、そういう意味で、4千億、つまり1兆2千億円までの増額によって底打ち感を出すということ、日銀としてそこまで腹を括って対処したのだということを出すべきなのではないかと考えている。それから後は、健全なスキームを維持するという前提の中で運用の面であと何ができるかということでは、執行部から色々な運用手段を出してもらったが、例えば預保向けの貸付債権、交付税特会向けの貸付債権、こういったものの適格担保化もあろうし、それからロンバートの緊急対応の期限の見直しもあるだろうから、こういった問題もギリギリのところまで執行部に諮問したいと思っている。それから最後であるが、プルーデンスの面で今必要なのはやはり、金融システム安定に万全を期すということであるから、日銀がLLR機能をいかに発揮するという旨の明確な声明を出すこと、これも必要だろうと思う。ちょっと長くなって申し訳ないが以上である。

速水議長

それでは次、中原眞委員お願いします。

中原眞委員

景気の現状は前回の総体的な判断と変わるところはないと思う。生産・在庫の調整の進展、輸出の持ち直しの兆し、こういうものがみられるが、

川下部分の調整圧力は依然として強まりつつあるということである。先行き厳しい展開が続くという予想を変える材料もない。企業のリストラの動きはここにきてさらに先鋭化しており、特にやはり雇用過剰感、名目賃金の高さ、これを改めて経営者が認識している状況だと思う。こういう雇用・所得の環境が一段と悪化する中で、デフレ傾向にも歯止めは掛からないと思う。

海外経済であるが、米国経済の最近の見方であるが、要するに戦後の景気後退の中で最も浅く軽微なものだったという議論もあり、かなり自信を強める向きが増えてきている。また一方で、ユーロも先行指標の底入れ示唆など、一応底打ち感が出始めた。あるいは東南アジア、NIEs、ASEANも輸出を中心に回復が始まってきたということで、日本を巡る外部環境、国際環境は良くなってきていると言って良いのだろうと思う。

米国の問題について言うと、やはり基本的な問題はまだまだ不確実で、将来のリスクを孕むものが強いという気がしており、何とか消費が堅調なうちに企業収益が回復するかどうかはまだ分からない。今後のポイントとしては、まず世界的なデフレ傾向がどういう影響を各地域に与えてくるのかというのは大きな問題である。ただ、米国の状況に限ってみても、個人の資産価格、あるいはデット・オーバーハングがどういうふうな動きになるのか、また、エンロンの破綻というものをきっかけとした企業会計への不信が資本の流れ等にどういう混乱的な要因をもたらすのか、さらにまた最近のアメリカの株の軟調というのは先行きを示唆するものとして非常に気になるといった点を注視していく必要があると思う。

わが国の金融資本市場については、若干小康状態という感じだと思う。しかし、中身をみると、信用リスクが強く認識され、信用リスク・プレミアムが拡大しはじめているということ、それから邦銀の外貨資金繰りは現実問題として相当厳しくなっており、事実上調達はできていないというような現実がある。それから国債の格付けが今月中にも再引き下げがアナウンスされるのではないかというような恐れが強まっている。金融機関が期末の接近とペイオフ開始から手元流動性を極めて厚く持っているという

状況で、マーケットが流動性という点ではこれだけ潤沢な供給が行なわれているにもかかわらず、極めて歪んだ形になっている。それからやはり有効なデフレ対策が手詰まりの中で、財政規律が失われるのではないかという心配がかなり高まっているというのが現状だろうと思う。

金融政策であるが、まず12月の緩和政策の現状評価という点で一言申し上げると、やはりターム物金利の低位安定化、リスク・プレミアムの安定化という面では効果があったが、マネーサプライの増加、ポートフォリオ・リバランス効果というところについては、まだ顕現化してきているとは言えないと思う。こういう中で、期末接近に伴って、金融システム危機の懸念、流動性不安というものが高まってきている訳であり、ユーロ円、無担ターム物の金利が上昇圧力に晒されはじめた。それから先程申し上げた財政規律懸念とか、格付けの問題とか、ペイオフに備えるとか、こういう点から金融機関がデュレーションを相当短くしてきており、ポジションも圧縮しているというところから、長期債が売られている状況が続いている。それから信用プレミアムも先程申し上げたとおり拡大をはじめている。こういう中で何をやるかということであるが、四点挙げたいと思う。まず第一点は、リバランス、マネーサプライ増加というような効果はみられないけれども、現在の当座預金目標の下で潤沢な流動性供給を根気よく続けるということがまず基本として大事だと思う。それから第二点は、資金需要のあるところには必要な資金が円滑に回るように最大限の工夫と努力がいるのではないかということである。三番目は、期末を控えて流動性不安が高まっており、システミック・リスクの発生ということも懸念されているが、これを未然に防止する。それからこれに対して強くコミットするという必要だろうと思う。また四番目であるが、信用リスク・プレミアムの拡大をやはり金融政策として抑えるべきではないか、不安感を除去していくことが必要ではないか。こういう考えの下で、金融政策の提案としては、現在の10~15兆円の目標を維持しつつ、可能な限り15兆円の目標を意識としてはピンポイントの考え方で維持するべきである。デフレ対策として、2月の27%というベースマネーの増加、これが果たしてこれ

で不足なのかという点については私はそうは思えない。これを着実に続けていくことがまず必要ではないか。二番目であるが、期末を控えて徹底的な流動性供給について強い意志を改めて中央銀行として表明することが必要だと思う。三番目にロンバート等の期末対策として、ロンバートの期間延長を行なうこと。問題なのはやはりロンバートを活用すると、状態の悪い金融機関・銀行であるとどうしてもみられがちであるので、もう少し使い易く、かつそういうような風評不安を引き起こさないような使われ方はないものかということを考えている。四番目は、信用プレミアムの問題について何ができるかということであり、換言すれば必要なところに資金供給することだ。このために、預金保険機構、あるいは交付税特会、さらには株式買い取り機構の資金調達に対して、日銀としてその円滑さを担保するための方策を考えていくべきではないかという気がする。同時に信用リスク・プレミアムという意味では、手形、社債、CP、要すればETFも含めて民間信用の担保の適格性について検討を行っていくべきではないかと思っている。ただ、この点については、システム対応、業務上の対応もあって、この期末に間に合うかどうか分からないが、恐らく現在の信用不安というのは、この春先、決算発表の時期に近づく場合にも、改めてまた出てくると思われるので、関連事務局の検討をお願いする次第である。

長期国債の買い切りについては、私は植田委員の言われたことに賛成である。ただ、現在15兆円が達成されており、ベースマネーが30%近い伸びを示している状況で、果たして長期国債の買い切りを改めてここで増やす必要があるかという点については、私は疑問に思っている。また3月の緩和のレジームの延長戦で考えるとすれば、これは必要ないということになる訳だが、もし敢えてここで長期国債の買い切りを増やすとすれば、その買い切りの目的を、需給あるいは金利に直接影響するというコンセプトに変える必要があると思う。この辺は中央銀行としての説明責任という点で、どのように決着を付けるのか難しい。それから長国の買い切りについては、これまでの経緯からみていて、日銀がかなり具体的な金融政策のディテールについての外部の声の介入に屈するという市場の受け止め方

は最近非常に強まっている訳であり、これは日銀、それから政策委員会そのものの信認が問われることにもなりかねないという危惧を抱いている。勿論、長期国債の将来の買い切り増額を否定するものではない。当然ながら期明けには達成した当座預金残高が落ちることが考えられるし、予め増やしておくという必要もあろうかと思うが、当然そういう将来の増額を十分に想定したうえで、改めて検討して宜しいのではないかと考えている。ただ、本件は議事の内容ではないので、やや形式論議であるが、現在でも基本的には事務当局にその権限を委任している訳であるので、今後必要に応じて機動的にこれを増額していくということは可能であろうと思う。

最後に、二点ばかり、皆さん既に言われたことであるが、付言したいと思う。このところやはり政策の具体的な内容について、予めメディアを通じて相当強い日銀に対する要求というものが報じられている。これは、政策の意外性というのも重要であるのに、その効果を減殺すること、あるいは決定会合上のルールという点からも問題があろうかと思う。また、決定の結果がそれを採用するに至るかどうか、あるいは至らない場合もある訳だが、いずれにしても日銀、政府双方を含めた政策全般に対する信認を損なうことになりかねないという気がする。それから付け加えたいことの第二点は、本当にデフレを克服するためには、やはり税制それから財政、減税と財政支出を、またはそれを組み合わせたような本当に需要を創り出す政策が必要であるが、ここについては今後もまだ工夫する余地はないかという気がしている。また当面金融政策に頼らざるを得ないということも理解できるが、そういう金融政策が安心して発動できるような環境を作っていくこと、その有効性を発揮するような環境を整えるということが必要だろうと思う。そのために必要なことは、第一はやはり前に出た財政構造改革法が凍結されているという状況の下ではあるが、しっかりとした国債管理政策を行なっているという市場の信認を得ることが大事である。これがあれば日銀の金融政策もかなり自由度を持ってやることができると思う。それから第二の条件は、やはり不良債権が確実に処理されるということを市場に対してきちんと理解せしめることだろうと思う。厳格な

資産査定、それからRCCを利用したバランスシートからの切り離し、こういうものはできるだけ早く効果のある方法で実施するべきであろうし、必要であれば公的資本の注入も果敢に行なうべきだろうと思う。またこういう分野に日銀としてより積極的に協力するという姿勢をさらに強める必要があるだろうと思っている。私からは以上である。

速水議長

山口副総裁お願いします。

山口副総裁

経済情勢の判断については、特に申し上げることはない。政策論について若干の意見を申し上げるということにしたい。最初に強調したいことは、いわゆるデフレ対策ということを考えるのであれば、まず需給バランスの改善に資するようなこと、結局は景気回復であり経済成長の復元ということだと思うが、そういうことがまず重要だということを強調したいと思う。物価の下落は、表面的、表層的な事象ではなくて、経済全体の動きと一体になって出てきていることであるから、経済成長がよみがえってくるということがない限り、その是正はなかなか難しいと思うし、敢えて言えば多少の経済成長率が戻ってきても、完全に物価の下落が止まるかどうか予断を許さないと言う位の難しい問題ではないかと思う。そういうことに資するような金融政策ということを見ると、できることとして、金利を極限まで下げる、流動性を極めて潤沢に供給するというようなことは既に実行してきており、これ以上できることはほとんどないと思う。それが第一点。

それから、とは言え年度末が接近するにつれて、金融市場の安定を崩さずに維持していくということは、将来に向けて景気回復の基盤を崩すことなく、漸進的に用意していくというような意味合いからも非常に重要なことだと思う。我々は予てから金融市場の大きな混乱、あるいはシステミック・リスクということが顕現化してしまうと、デフレ・スパイラルに落ち込んでいくリスクが非常に大きいというような議論をしていたと思うが、

そういうリスクを未然に防ぐという観点からも、年度末に向けて、金融市場の安定に万全を期していくということは非常に意義のあることだと思う。今日議論すべきことは恐らくそういう観点から何ができるかということだと思う。その場合、金融システム対策として色々やってもらいたいこと、やるべきと思われることというのはある訳だが、そういうことと我々の金融政策における措置ということをリンク付けて考えることは必ずしも適当ではないというふうにも思う。年度末に向けての金融市場の安定という観点から色々考えてはみても、皿数は非常に限られており、既に各委員方が提起された諸問題にメニューは限定されていると思う。そこでそれぞれについて若干なりのコメントをしたいと思います。

まず、流動性供給に万全を期すということが非常に大事だと思う。しかし、流動性需要の変動の見通しについては現在でも、やはりこれは非常に不安定だというほかない状況が続いている。恐らく3月末にかけて流動性需要が強まっていき、4月に入るとそれは金融システムサイドに特段の大きな変化がない限りは流動性需要としては落ち着いていくということが考えられるが、それについてもかなり大きな幅をもって想定しておく必要があるだろうと思う。そう考えると、10~15兆円というレンジはこのまま維持しながら先程数人の委員が言われたように、「なお書き」の弾力的な適用ということで対応するのが適当かと思うが、いずれにしても市場に対して日本銀行は流動性供給に万全を期すという強い決意を持って臨むということをインプレスする必要があると思う。予想としては恐らく3月末にかけて15兆円を遥かに上回る資金供給が必要になってくることが考えられる。そういうことを何らかの形で表明するということが検討されてよいと思う。その場合に、第二点だが、長期国債オペの活用をどう考えるかということがあろうかと思う。昨年3月来のフレームの中で過去2回オペの額を増額してきた訳だが、振り返ってみると、8月それから12月と2回増額した後、マーケットで何が起きたかということ、10年債の流通利回りはいずれも上昇した。12月から今日まではその上昇のトレンドが続いていると思う。長期金利引き下げの道具として使うことはやはりできない

だろうと思うし、位置付けとしてはやはり流動性供給の一つのチャネルということにならざるを得ないのではないかと思う。今、そういう意味で長国の買いオペを増やす必要があるかと考えると疑問のように思う。しかし、期末に向けて流動性供給に万全を期すということを確認し、市場に向けてもアナウンスするというところに仮にするのであれば、長期国債の買いオペをどうするかということが、ある種流動性供給の決意を示すシンボルになってしまったというような側面は頭に入れておく必要があるかと思うし、敢えて言えば、政府と中央銀行との協力関係を示すような意味でのシンボルになってしまっているというようなことも事実としてあろうかと思う。なぜこういう状況になってしまったのかということについては既に何人かの委員から指摘があったように、やはり政府要人の方々が金融政策のディテールについて公の場で発言されるというような、やや異常な状況が起きており、そういう状況の中でこういうことを議論しなければいけないのは大変残念なことのよう思う。実際問題として我々が政策的な措置を決める場合に、諸々のその環境条件の中でそういうことにどの程度のウエイトなり意味付けを与えるかということが具体的に問題になる訳であるが、もし今私が申し上げた延長線上で敢えて結論を自分の頭の中で纏めるとすれば、ミニマムの増額であれば良いかなと思うが、ここは先程中原眞委員も言われたように議決事項ではないので、最後色々な意見が出尽くしたところで議長に判断して頂ければ良いと思う。その他技術的な改善の余地があり得るところでロンバートの適用金利の問題、あるいは公定歩合を適用する期間を延長して 3 月末に安心感を与えるという思想を補強するということは考えて良いと思うし、また適格担保の拡大というようなことについても同様の趣旨で技術的な改善が可能なことがあれば当然考えて良いと思う。以上である。

速水議長

次、藤原副総裁お願いする。

藤原副総裁

景気の現状については前回会合での判断を変更する程の材料はないと思う。ただ、金融面で幾つか留意すべきポイントについてそれを若干指摘したうえで当面の政策運営についての考え方を述べたいと思う。第一に、銀行経営に対する懸念が引き続き高まっているということ。銀行株価は低迷していて、銀行の各種リスク・プレミアムも拡大傾向にある。このところ表面的に落ち着いていたかにみえたジャパン・プレミアムも幾分上昇してきている。第二に期末越えのターム物金利に上昇圧力がかかっているということである。特に無担保コールやユーロ円金利が強含んでいるということは先程説明があったとおりである。こうした動きはそれ程急激なものではないが、年度末あるいはペイオフ解禁を控えて市場が緊張感を高めていることの表われとも考えられる。こうした点を踏まえると、当面金融面の脆弱性に起因するダウンサイド・リスクに細心の注意を払うべき局面だと思う。金融政策運営面では期末越えの資金供給に万全を期すということで、金融市場の安定を確保することが何よりも重要だと思う。これについては、委員の方々からも期末対策の必要性に関する指摘が幾つかあったが、私なりの考え方も述べてみたいと思う。まず調節方針だが、現在の「なお書き」でも何か起これば当座預金を増額できる訳だから、それで対処する。しかし、金融市場において現に神経質な兆候が表われているということを考えて、何らかの形で「期末に向けてより踏み込んだ資金供給を行なう用意がある」といった趣旨の姿勢を明確にしておくことが有効だと思う。同様の趣旨から去年9月と同様にロンバート型貸出の公定歩合による利用日数上限を一時的に緩和しておくということも先程提案があったが、資金調達への安心感を高め、市場の安定に資すると思う。長期国債の買入れ増額についても様々な意見があった。まずオペの入札状況からみると、期越えレートの上昇で一頃より緩和しつつあるとは言え、なお短期オペの「札割れ」が続いている。この点を捉えると長期オペの増額により多少なりとも短期オペの負担を軽減することには意味があるかと思う。一方、「札割れ」が発生していると言っても、かなり高いリザーブがキープできている点の方に着目すると、長期オペの増額は必ずしも必要でないと言える。

このように円滑な資金供給のため、必要性という観点からはどちらの対応もあり得るかと思う。私自身はここで潤沢な資金供給ということをアピールするためには、増額しても良いかなと思っている。具体的な金額はこの後の議論や執行部の報告を踏まえて判断したいと思う。ただ、潤沢な資金供給のアピールという表現を使ったが、これは期末に向けて市場の安心感を確保するという意味に加えて、政府のデフレ対策との関係も意識して使用した。これ程まで長期国債の買い切りオペの問題が世の中でクローズアップされてしまうと、この段階で政府と日銀との関係がまるでぎくしゃくしているような印象を世の中に与え、市場や人々のマインド面への悪影響を懸念せざるを得ないからである。しかし率直に申し上げて、一部政府首脳や政党筋の金融政策に関する発言によってこうした状況になってしまったということ、この点には憂慮を、何人かの委員の方とシェアしたいと思う。こうなると、日銀がオペを増額してもしなくても市場に悪影響を与えるリスクが高まってしまう。今回の場合、現在の8千億円というオーダーを1兆円に上げるという一つの具体案が随分前から一人歩きしてマスコミに翻弄されている感、誇大に翻弄されている感がある。誇大にというか虚大にという印象をどうしても感じてしまう。特に私は4年前までマスコミにいて、マスコミのあり方ということについての反省をも踏まえて、今度はこういった立場に立って事態をみていると、本当に憂慮に堪えない。政策決定のメカニズムというものに対するその透明性がいかに希薄かという、日本の社会全体の未成熟な度合いというものも感じてしまう。いや、この点について縷々述べるのは本意ではないので戻ると、本来金融政策に関する政府の意見はあくまでこの政策決定の会合の場で何うことになっている。本日も出席されている訳だが、これは単に制度上そうになっているというだけに止まらない。金融市場という大変扱い難いものを対象にしているからこそ関係者の発言には十分な慎重さが求められているものだと思う。私からは以上である。

速水議長

では、最後になったが須田委員お願いします。

須田委員

ほとんど言いたいことは皆さんが述べられたので、繰り返しになるところがかなりあるが、私の意見を言わせて頂く。まず、金融経済情勢については、執行部の説明に違和感はない。時間の制約もあるので、本日は金融政策運営に絞って私の考え方を申し上げる。まず、私は基本的に現在の金融市場調節方針を続けることが適当であると考えている。なお、今後年度末を控えて、しかも予定どおりのペイオフ解禁となると、予備的な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可能性もある。そうした場合には、柔軟に一層豊富な資金供給を行なうことが適当である。

さて、皆さんも言われているように、このところ政府がデフレ対策を取り纏める中で、政府首脳の方々から「日本銀行は長期国債買い切りオペを2千億円程増額することが適当である」という非常に具体的な発言が聞かれた。そこで私は、この問題について少し意見を述べたい。

まず、現時点における長期国債買い切りオペ増額について考えたいと思う。現在、当座預金残高は2月中も平均して15兆円を若干上回る非常に高い水準で推移している。この間、「札割れ」は頻発したが、結果として当座預金残高の目標範囲の中でも上限を維持している。今後も当分目標は達成されると考えられるから、長期国債買い切りオペ増額が当面のベース・マネーの増加には直接的には結び付かない。さらに重要なことは、そのベース・マネーの機能が低下しているということである。IMFの金融統計マニュアルによると、ベース・マネーというのは、通貨、信用を増加させる基礎となる金融手段とあるが、日銀当座預金が超過準備として放置されている限り、日銀当座預金にベース・マネー本来の機能を期待し難いのが実情である。この場合に、日銀当座預金のベース・マネーとしての機能が長期国債オペ増額によって高まるとは考えられない。資金の最終的な出し手、取り手、それにそれらを仲介する民間金融機関の三者全てがリス

ク・テイクに非常に消極的になっていることに根本的な問題があるからである。この問題について別の見方をすると、現状での長期国債オペ増額は、日本銀行が短期債の購入を減らすことに繋がることになるが、それは差し当たり、民間のポートフォリオの中で短期債の残高を増やし、長期債の残高を減らすということになる。理論的にはこれは、長期金利と短期金利の関係に何らかの影響を与え得ると言えるが、これと同じ効果が財務省の国債管理政策で達成可能であるということとは言うまでもない。財務省もこれから国債管理政策に積極的に取り組む姿勢のようであるが、このような長期債と短期債の組替えが財務省にとって望ましいと考えるのであれば、自らがやればよいのではないか。また、大まかに議論すれば、同じ国債を一方で売って、他方で購入してもその平均金利に影響が及ぶとは考えられないので、それが緩和効果をもたらすということにはならないということではないか。ただ今申し上げたような理由から、私は現状では、長期国債オペ増額を追加的な金融緩和と位置付けることには無理があると考えている。

他方、長期国債買い切りオペについては、金融調節手段の一つに過ぎない。不適切な言い回しかもしれないが、そもそも月々2千億円増やすかどうかについて政策委員会の場で喧々囂々と議論するようなことなのか、本来は金融市場局長あるいは金融調節課長が考えるようなことなのではないかというような思いも禁じ得ない。長期国債買い切りオペを月々2千億円増やしても、年間で2兆4千億円の増額である。その額は中長期国債の発行残高はもとより年間の発行額に比べても僅かなものである。従って私としては、この程度の長国オペ増額は害も益もほとんどないと申し上げたいところである。ところが、今回は果たして害がほとんどないと言えるかどうか、やや心もとない感じがする。何度も出てきたが、マスコミは、「政府関係者が非常にストレートな形で日本銀行に対して、長国オペ増額を要請した」と盛んに報道している。こうした中で、仮に国債買入増額に踏み切ると、それは政治判断の結果とみられるのが自然である。今回のことで今後、金融政策はマネタイゼーションに向けて一歩、また一歩と近付い

ていくだろうという観測が市場参加者の中で強まるかもしれないと危惧している。長期金利に織り込まれる財政リスク・プレミアムは海外を含め、市場参加者の評価次第であるし、詰まるところ今後の財政運営次第であるが、財政節度に対して現在、十分にマーケットの信認が得られているとは思われない。しかし、政府は今回、市場参加者の視線が一段と厳しさを増すリスクを十二分に理解したうえで、敢えて日本銀行との一体感をアピールし、デフレ克服に向けた政策を強い決意をもって打ち出していきたいと考え、そうしてそのシンボルとして2千億円の長国買い切りオペ増額を求められたのだと思う。そういうことであれば、私は理屈ではやる必要はないと思っているが、政治判断として政府の申し出のとおり長期国債買い切りオペを2千億円増額することを甘受できない訳ではない。ただし、そのような申し出を決定会合の場ではなく、公の場で一方的にやるということは、やはりルール違反だと思う。何のために政府の代表者がこうやって決定会合に参加されているのか分からなくなる。私としては、この場で政府の意見を真摯な態度で聞いて、議論を深め、議事要旨という形でその議論を公にすることが定められたルールだと思っているので、非常に不愉快に思っている。

最後に少しだけ話題を切り替える。現在、短期金融市場では取引相手の信用リスクが非常に強く意識されている。リスク・プレミアムが非常に大きくなっている一方、市場金利はゼロ近傍まで下落しているので、市場に資金を放出することが割に合わなくなっている。こうした中で、政府が予定どおりに4月以降ペイオフを解禁する場合には、短期金融市場における債権についての全額保護も保証されないため、無担保の資金放出が一段と慎重化する可能性が高いと思う。仮に、これが杞憂でないとする、マクロ的には豊富な資金を供給しても、その資金が市場の中で偏在し、巧く行き渡らない可能性がより一層高まることも否めないと思う。私は特に4月以降を結構懸念している。そこで、日銀法の範囲内でできる対応をできる限り幅広く考えておく必要があると思う。差し当たりは皆さん言われたようにロンバートの期間を延長するというようなことも安心感を与える

一つの工夫だと思うし、もう一つの工夫として、適格担保の拡大というのもあり得ると思う。それについては、一つは交付税特会向けの貸出債権について譲渡制限が外されるという話も聞くので、それを適格担保として受け入れる方策も検討する余地があると思う。さらに、私としてはかねてから証券会社の資金繰りにも注目している。資金繰りが苦しくなると不良資産の狼狽売りをもたらしかねないからである。その資金繰りに役立つ、あるいは証券会社を通じてマネーが世の中に流れることに資するような適格担保の拡大などの工夫はないものか思案中であるが、是非、執行部にも考えてもらいたいと思う。以上である。

速水議長

これで一応一巡したが、ここで追加的な意見を伺っても良いが、先程から事務方から国債買入、期末対策それぞれについて少し説明を聞いたらどうかという意見もあったようなので、ここで事務方から説明をしてもらおうかと思う。そのうえでまた皆さんから意見を伺うこととしたい。

中原伸之委員

その前に私がさっき申し上げるのを忘れていたので付言させて頂きたい。上限を撤廃していなくても現在の銀行券の発行残高が 63.9 兆円で、保有国債残高は 49.5 兆円であるから、差額は 14.5 兆円ということで、これまで考えられていたよりもかなり増えているというふうに私は理解してさっきの提案をした。

増淵理事

それでは、私の方から委員方から指摘のあった幾つかの点について、実務的な観点から若干申し述べさせて頂きたい。四点あって、一つ目は、当面の市場調節方針についての考え方ということである。二つ目はロンバート貸付について、三つ目は適格担保範囲の拡大、それから四つ目は国債の買い切りオペについてということである。

まず調節方針、ディレクティブについてであるが、今ある 10 兆円～15 兆円という目標は変えないという話をされた委員が多かったように思うので、その前提でということであるが、いまの「なお書き」でも金融市場が不安定化するといったことが起これば目標を上回る当座預金とすることは可能であるが、これから年度末を控えて相当当座預金需要が膨らむ可能性はある。また現実は無担のターム物の金利が上昇気味であるということも、市場局長から報告したとおりである。年度末に向けて、さらなる金利上昇、市場の不安定化を未然に回避するという事に力点を置くと、調節上はできるだけ年度末越えのオペを打つ、その一方で足許の資金吸収オペは行なわないといったような対応を採ることが考えられる。そうすると、年度末にかけて相当当座預金残高を引き上げていく、あるいは引き上げざるを得ないということは十分に考えられることである。2000 年問題の時にも、ディレクティブのうえでそれを明確にして頂いたことがあるので、その時と同様な対応を採る方が、調節の現場としても有り難いという感じはする。具体的には現在のなお書き、「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。」、これが現在のなお書きであるが、そこを例えばであるが、「当面、年度末に向けて金融市場の安定を確保するために、現在の当座預金残高にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。」といった表現を入れることが考えられるのではないかと思う。それが一点目である。

それからロンバート貸付についてであるが、これは昨年 9 月にも、9 月末、中間期末を控えているということ踏まえて、利用期間の延長ということを決めて頂いた。その時は現在の上限 5 営業日に対して 9 月末越えを十分カバーするという意味で 10 営業日とした訳である。今回もしロンバートの利用期間の日数を延長するということを考えて頂くとすると、これから年度末までまだ 1 か月位ある。それから実際の短期金融市場での資金需要は、一積み期間を単位として考えるという面が相当強くあるので、9 月末と同様の 10 営業日というよりは、明日以降 3 月末を含む積み期間

終了時まで、すなわち4月15日までは公定歩合を適用して利用することが可能であるというふうにすることが、期末に向けて市場安定を確保するというメッセージが明確に伝わることになるのではないかと思う。

それから適格担保の点であるが、何人かの委員から指摘があったとおり、当面ある程度大きな金額で担保拡大効果が見込めるものとしては、預金保険機構向けの貸付けと地方交付税特会向けの貸付けが考えられる。これらについては、金融機関、それからそれぞれの発行体からも担保適格化の要望が事務段階であるが寄せられてきている。いずれも政府向け、あるいは政府保証付きのものであるので、信用度という面で問題はないが、これまでは譲渡制限が付されているため市場性の面で問題があるということで適格としてはこなかったという経緯である。ただ、最近財務省などからは譲渡制限を外すなどの対応を採ることを考えるので、適格担保として認めることはできないかという実務レベルでの相談が持ち掛けられているので、これから関係先との調整を行ないながら検討を進め、適格担保化を図ることが適当ではないかと思う。いずれにしても今日この場では、基本方針を確認して頂くということに止まらざるを得ないとは思ふ。なお、付け加えて申し上げると、預金保険機構向けの民間の貸付けは17兆円程度、それから地方交付税特会向けの貸付けは16兆円程度、合わせると33兆円程度ということで、相当大きな金額になる。

最後に長期国債の買入れの点であるが、これは様々な意見と幾つかの数字も出てきた訳であるが、私が聞いた限りでは増やした方が良く、あるいは増やしても良いという意見が多かったように思う。先程申し上げたとおり、3月末にかけて15兆円を相当大幅に上回る当座預金残高とする必要があるということを展望すると、そうした資金供給を極力円滑に実施するという観点、あるいは4月以降になると、今度は当座預金需要が急激にと言うか相当落ちてくる可能性も否定できないと思う。そうした中で、短期オペの「札割れ」が今以上に激しくなるという可能性もあるので、そういった点を踏まえて、資金供給力を強めるという観点で長期国債の買入れを増やすということは、現在の枠組みの中で可能なのではないかと執行部とし

ては判断できると思う。具体的な金額は、何人かの委員から指摘があったとおり、最終的には総裁以下執行部に任せられているという現在の枠組みであるので、最終的には執行部の長である議長に判断頂くということになるのかなと私の段階では思う。私からは以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

須田委員

先程、中原眞委員と藤原副総裁がジャパン・プレミアムの問題をちょっと指摘されたが、あの部分については私も新聞とか色々なものをみるから問題かなと思ってチェックしてみたら、思ったよりもどんどん進捗が進んでいて、私は何かとんでもないことが起こらない限り外貨繰りは問題ないというふうな判断になったので、ちょっとそこは認識が違うかなということを一言、言いたかった。

中原眞委員

期末の資金繰りはかなり目途がついているようである。ただ取引条件が相当厳しくなっている。まずデリバティブ取引はもう完全に担保を要求されているし、日本国債がシングルAになれば、厳しい銀行からは、日本国債の担保さえも拒否される可能性があると思う。だからこれは期末だけの問題ではなくて、現在の不良債権の状況がこういうことで問題先送りの形で長く続くと段々厳しくなる。そこに格付けの低下が加わるとアセットスワップなども非常にやり難くなると思うし、問題である。それから前に申し上げたとおり、日本の銀行が自ら外貨運用を落としているし、それから円投も相当増やしている。だから外貨資金調達をユーロのマーケットで実際に行った場合、リレーションシップが非常に強い、例えば発展途上国の中央銀行とか、あるいはアラブの金持ちとかから取る場合は取引が大きくても成立しているが、欧州銀行の大手とブローカーを通じてマーケットで

取引をしようとしたら大変なプレミアムを要求される、あるいは取引拒否をされるというのが現状ではないかと私は思っている。

藤原副総裁

私からは付け加えることはないが、前回の決定会合で月報の記述を巡って中原眞委員から指摘があって、実態はどうかと思って執行部に尋ねたところ、今中原眞委員が述べられたような状況をああいう形で表現した。

中原伸之委員

今の増淵理事の説明の中でも出たが、JGBの買い増し額については、一応は執行部に委ねられている訳であるが、やはり決定会合の場で予め各委員の内意というか同意を得ておく必要があると思うので、この場でそういうことを決めておいた方が良いと思う。

山口副総裁

一つ確認であるが、長期国債の買入れを増やすと短期の札割れ防止になるのかどうかというのは、やや技術的に、これは判断の問題と実績をどういうふうに読むかというので両方あるかと思うが、どうも資金供給のパーマnentな底上げということには当然なる訳であるが、短期の資金が回転していく時に札割れ防止になるのかどうかということについて、現時点での評価はどういうふうに見ているか。

増淵理事

実は今やっている調節自体がまさに前人未到の世界、やや実験的な面のある調節であるので、決定的なことは申し上げ難いという点がある。であるが、多少頭の中で考えて申し上げると、今は日々当座預金残高を15兆円程度にしているが、先程申し上げたとおり今後資金需要が増えるということは大いに考えられる訳であるが、今時点而言えば、かなり一杯一杯の

予備的な、あるいは様々な需要に対する供給ということになっているのではないかと思う。そういうことを前提とすると、仮に長期国債の買入れを増やすということになると、副総裁が指摘のとおりいわば底を固める効果というのはそれなりに強いものがある。その分、短期のオペの札割れ度合いはその分だけ強まる可能性が高いのではないかと思う。結局トータルとしての当座預金残高、それは資金供給残高であり資金需要残高でもある訳だが、それはほぼ変わらないで長期と短期の構成が変わるといようなことになるのではないかなというのが、今咄嗟の判断である。

山口副総裁

さっきちょっと言い忘れたが、長期国債の買いオペ増額に何を期待するかということに関連して、須田委員が言われたことに私も同感であるということだけ付け加えたい。効果として何を期待するにせよ、政府が国債管理政策の枠の中で長期国債の発行から短期の方にシフトしていくという選択をなされれば、現在の金融市場の中では短期金利はゼロであるから、ゼロコストで長期国債の供給量を減らすことが可能になる。現にそういうマーケットになっている訳で、しかも政府による国債の発行額というのは、日銀の買いオペ額に比べて遥かに大きい訳であるから、もしその効果を本当に期待できるのであれば、政府がなさる方が一層大きな効果が出るはずであるというふうに私も思う。

三木委員

中原伸之委員から先程話があった点だが、この長国の買い切りオペを増やすのかどうかというのは既にディレクティブの問題として、一応決めている訳であるから、そこから後は執行部の方である程度やれるというふうにはなっている。ただ、私もやはり、これだけ大事な問題であるから、大事な問題というのはさっき申し上げたように、ずるずると財政規律を失うことによって、いずれインフレになったら大変だという点がマーケットでみられているし、それがまた国債の格付けにすぐ繋がっていくという海外

からの目もあるという状況であるから、少なくとも幾ら増やすのかというところまでは、このボードできちっと議論をして、ボードの議長が執行部の長としての判断もそこに入れて頂いて、最後判断する、というふうにするべきだろうと思う。そのうえで、その買い方として、何回買うのかとか一回どの位買うとか、これはテクニクの問題であるから、明らかに執行部の問題として、こう考えたいということだけ報告をしてもらえばいいと私は思っている。

速水議長

今までも毎月 8 千億買ってきているが、買う日とか金額は何回かに分けていて、今は月二回だったか…。

増淵理事

月四回で一回 2 千億円でやっている。

速水議長

買い方は、もう決まっているのか。

増淵理事

月 8 千億円ということで今やっている中で、それを何回に分けてやるかというのは実務的な問題であるが、これまで一回 2 千億円というロットでずっとやってきていたので、それを踏襲して今は月四回やっている。

藤原副総裁

必要ならば増額あり得べしということは既に決定済みであり、それは今回のヴォーティングの対象ではない訳であるから、この問題は口頭でディスカッションしてコンセンサスというか結論が出たものを、対外公表文みたいなものが別途あるとすれば、その中に増額の数字なり何なりを明示して表現するということになるのではないか。

増淵理事

今藤原副総裁が言われたとおり、私の理解もそのとおりである。今の枠組みは、必要があればというその条件に合う範囲で長期国債の買入れ額を仮に増やすとして、それは総裁以下執行部に一応委ねられていることであろう。そのこと自体を政策委員会として別の決め方をすることは勿論可能であるが、今はそういうことだろうと思う。そのうえで本日の議論の内容を纏めると、当然マーケットその他に対してこういうことであるということのアピールする必要があると思うので、ある種の対外発表文が必要になると思う。その対外発表文の中には、長期国債の買入れを仮に増やすとすれば幾ら増やすというようなことが明示されるべきだと思うので、そういう運びになれば、対外発表文そのものはこれまでのやり方に倣うとすると、最終的にこの場での承認を頂くということになるだろうと思う。その中に長期国債の買入れ額というものも含まれるということだろうと思う。

速水議長

去年の3月に4千億円に増やしたのだったか。

増淵理事

去年の3月には増やすことはあり得べしということを決めて頂いて、実際に増やしたのは8月と12月である。

速水議長

銀行券の残高をピークとするというのはいつからだったか。

増淵理事

それは3月に決めて頂いた。

三木委員

そこで今の銀行券の残高という縛りを付けてきた訳であるが、その残高

までいく増え方、その辺の感じはどうか。

増淵理事

これは色々な前提を置かないとこうであるということは確定的には言えない訳である。先程中原伸之委員から指摘のあったとおり、現在の残高は長期国債の保有残高 49 兆円、銀行券発行残高は 64 兆円、その差約 15 兆円ということである。先程の雨宮企画室参事役からの報告にもあったとおり、今銀行券は相当高い伸びになっているが、仮にもう少し銀行券の伸びが下がって、例えば 8% これから伸びていくということを前提とすると、仮に今より 2 千億円買入れ額を増やして、つまり毎月 1 兆円とした時に、その買っていくものの中からある程度毎年償還されていくというようなことまで前提とした場合には、上限に達することはないと、隙間があるまままで推移するということである。

植田委員

長国買いオペの位置付けに関する議論がやや混乱していると思うが、今日出た話では買いオペを増やすとすると、その理屈として三つのものが提出されていると思う。一番目は資金供給を円滑にするためにやる。二番目は私もちらっと申し上げたが、長期金利の低下をちょっと狙う。三番目に、特に今日に限って、政府のその他の政策との協調のシンボルとしての役割である。議論があったようにどれも色々問題があるのだと思う。もしやるとすれば、私はここは第一番目の理屈で、少なくとも公式には押していくしかないのではないかと思う。そうでないと大混乱になる。ただ、そのうえで今日色々な議論があったということは議事要旨に当然残しておいて、次回以降また長国買いオペに関する議論は色々な段階で出てくると思うので、今日の議論を当然踏まえたうえで先に進むということかなと思う。付け加えれば、先程出たように長国を買っても短期の方がほぼ同額札割れするということが仮に絶対的に正しいのであれば、現在のフレームワーク自体が成り立っていないということになる訳であるから、そういうことも

含めて、今後きちんと議論していかないといけないと思う。今日増額するとすれば、やはりこれまでの理屈でいくしかないのかなと思うが如何か。

速水議長

さっき山口副総裁が言われたが、8月と12月に2千億円増やした時に、金利は上昇したのか。

山口副総裁

8月の時は1.30%ちょうど位だったが、そこでオペ増額を決めて、一旦1.4%位まで上昇し、それが12月半ば頃にかけてまた1.32%位まで低下した。そこでまたオペ増額を決めたが、今度は今日の1.5%台になるまで割合上昇トレンドになったということである。

田谷委員

ただ、12月の時は、初めの1日半位はちょっと下がった。その後上昇に転じたということで、なかなかどういう因果関係にあるかというのは難しい。

山口副総裁

言われるとおりでである。それは当然長期国債の利回りの話であるから、色々なファクターがそこに入り込んでいる訳で、これの影響だけ取り出すということとはできない。ただ、そういうマーケットの経過を観察すると、やれば下がるというものではないということはあると思う。

速水議長

やはり日本銀行が買ったから価格が下がったということなのだろう。買い手がないから日銀が買ったのだと、だから他の需要は出てこないということで、価格が下がって金利が上がったと、この二回の実績はそういうふうに考えて良いのだろう。

植田委員

そういうふうに解釈できる時もあったということではないか。

中原眞委員

現実には8月の時と12月の時と金利が上昇した要因というのは似ている部分があると思う。というのは、8月はもう9月の中間期末、それから今回、12月は3月末を展望して、特に12月の場合には金融危機、それから株が下押ししているというような状況と、加えて円安ということから、非居住者の投資家が先物を中心に売ってきていた。だから日銀の政策そのものが財政規律の喪失に繋がったということは後講釈であり、私は基本的に日銀が買ったから皆が売ったのだということには、少なくとも今までのところはなっていないと思う。これは常時売買の口実に使われており、現在ではボックス圏の中で少しずつボックスを上を上げていくという流れがあるので、危険な部分はある。段々とその口実に使われる度合いがやや増えてきている。今回の場合には、特にやはり政府からの強い主張によって日銀が基本的な考え方を後退させたという点に、やはりマーケットへのインパクトはあるのではないかなと思っている。しかし、そうかといってこれで買い増し、買い切りを増やしたから金利が急騰すると、例えば2%を越えていくような状況になるかとなると、恐らく可能性はまずないだろうと思っている。基本的には今のところはまだ安心はしている。だから今回、これをやったからと言ってここで直ぐ金利が上昇するとは私は考えていない。

山口副総裁

仮にこういうことを決めるのであれば、理屈付けの点では植田委員が言われたように、期末に向けての流動性供給を強化するための施策の一環としてという説明しかないと思う。その他、私も色々言ったが、自分の発言に関して言えば議事要旨で残したい部分と議事録までとっておきたい部分と両方ある。

増淵理事

一言だけ、余計なことかもしれないが、私が長期国債の買入れ増額について申し上げたことも、長期国債の買入れを増やすということの意義付けをどうするかというのは委員方の判断であるが、仮に増やすとして、金額にもよるかと思うが、そのことは資金供給の円滑化のためという枠組みで捉えることが執行部としては可能と思う、ということをお願いしたかったということである。

田谷委員

一つ、今山口副総裁が言われた点であるが、年度末に向けた資金供給の一助とすると言われたが、しかし長国を増やすということは資金供給の根雪の部分を増やしていくということであるから、年度末に向けてさらにその先もという意味もかなり強いと思う。ではなぜ今やるかという理屈を考えた時、結局、年度末に向けての一助というのではなくて、こういう札割れ状況その他を考えて、今後の当預供給の一助とすると、もう少し何か一般的で、もう少しタイムフレームが長いのではないかという気はする。であるが、基本的には「資金供給のため」ということに限定しておいた方が私も良いと思う、今のところは。

須田委員

私は余りこの問題を前から大きくしたくないというのがあって、もし言うのであれば、本当に技術的にこれだけ沢山オペをやっているのに大変だろうから、少し長期で買ってあげていたら楽だろうという、その位の意味しか言えないと思う。

田谷委員

だから同じことである。

速水議長

私も今まで国会でも、それから経閣協でも、2千億円増やしたらという話が出たら、今は特に国債を買って2千億円の供給を増やさなければならぬ理由は特になく、それからもう一つは、それをやって国債を日銀が買うことが、国債にとってプラスになるのかマイナスになるのかは、それはその時の情勢によって違うのだという二つのことを言って、いずれにしてもそんなに大きな問題ではないのだという言い方をしてきた。それからもう一つ、今回会合のかなり早い時期から8千億円を1兆円にという話が出ているが、私は直接聞いておらず、これは皆プレスを通じて流されたものである。私が一昨日大臣に会った時には、「皆さんの前では、あれは言わないで下さい」ということを言った。大臣は私に直接1兆円にしてくださいということは言われていない。私からは、やはりああいうふうに流れることは良くないし、色々解釈をする人もいるし、これは日銀が金融政策として決めるべきことであって、それを余り要請したとか、あるいはこうして下さいということと言われたい方が良く思う、却って国益に反すると思う、とまで言わせて頂いた。昨日も諮問会議ではデフレ問題をやったが、大臣は言われなかった。そういう経緯はあったが、確かにプレスにかなり早い時期から流れていた。これは、プレスの方が語らせたという面もあるのかもしれないが。

三木委員

やはり今の問題というのは、我々としては、流動性供給、これしか手段が残っていないという中で考えた時に、日銀の信認を念頭においた健全な金融政策で考えた時にどういう調節手段があるのかが求められている訳だし、そういう中で10兆円～15兆円というレンジでやっているが、あれだけ「札割れ」が出ているということである。しかもその「札割れ」もかつては、ある部分で「札割れ」が出るということであれば、少しタームを伸ばしてみたらどうだとか色々な工夫をしてもらいながらやってきたということである。そういう中で期末という問題はあるが、これは田谷委員

の言われるように期末の問題だけではない。期末が終わると、今のまま放っておいたら、15兆円はあっという間に13とか12兆円に下がっていくことも予想される。さらに「札割れ」になると思う。そういった時に将来的にこれだけの量を出すのだということを念頭に置いた時に、調節手段として後何が残っているかということだと思う。その何が残っているかというところで、たまたま期末という問題もあるから、手段としてそれを使い切ると言える。逆に言えば、健全なスキームの中でそれを使い切るという局面まで今の日銀は追い込まれているのだと思う。しかしそれは、あくまでも合わせ技の中でやらなければならないことである。これだけではないが、残念ながら金融政策に頼らざるを得ない今の政府にはなかなか具体案が出てこないという点もあるのだと思う。であるから、やれるところはやれるところまでやるということ、日本経済がこのデフレの危機から脱却するのは、もうそれしかない。だから、そういう意味での対象を、健全な日本銀行の信認に置いた中で、どういう調節手段があり、そこをぎりぎりまでやりましょうということに尽きると思う。これは単に年度末対策だけではない。

田谷委員

私は、まだ金額その他について申し上げていなかった。確かに三木委員が先程言われたように底入れ感を出すというのは私も随分考えた。実際、去年の12月に当預残高目標を引き上げた時、私は長期国債買い切りを4千億円増やした方が良いと言ったことがある。色々話題に出たが、長期金利は若干需給を変化させることで動くのかということであるが、理屈から考えればマージナルにあることはあるんだろうと思う。それと局面によってはそういう影響力を及ぼすこともあり得ると思う。であるが、今回の局面はそうではないのではないかというふうに思う。私も色々な金額を考えてみたが、この局面では2千億円程度に止めておくことが適当ではないかなという見方をしている。そんな細かいことを一杯言っても致し方ないのでカットするが、総合的に判断するとそういうところである。

速水議長

それではちょっとコーヒープレイクにして、それで結論を出そう。昼食前に終わらせたいと思うので、40分まで休もう。

(午後12時34分中断、午後12時40分再開)

速水議長

それでは再開する。ここで私の見解を述べたいと思う。皆様の意見を聞いたうえで話を纏めさせてもらった積もりである。前回の会合以降、新たに得られた指標はそれ程大きな変化はなかったと思うし、前回の判断を変更する材料はなかったように思う。その一方で、年度末が近づいてくるにつれて金融面の動向には一層の注意が必要になってきたように思う。株価は1万円前後で神経質な動きを続けているし、社債の信用スプレッドも再び拡大し始めている。最大の懸念材料はやはり銀行セクターを巡る動きであって、ペイオフ解禁を控えて銀行債の対国債スプレッドが一段と拡大するなどの動きが出てきている。こうした不安心理は短期金融市場にも徐々に表われてきているし、ターム物金利が0.15%位、幾分頭をもたげてきているようである。今後、年度末を控えて金融市場における不安が拡大するようなことになると、これまで粘り強く行ってきた金融緩和の効果浸透にも支障をきたす恐れがあると思う。こうした金融面でのリスクの高まりというのは、やはり金融機関の不良債権処理の遅れに起因するものだと思う。政策当局や金融機関は、金融システムに対する内外の信認を回復させるに足る措置を、できるだけ早急に講ずる必要があると思う。この点は、私が、これまでも繰り返し訴えてきたところであるが、今後とも関係者に対する説得を続けていきたいと思う。

同時に日本銀行としても、金融政策運営面で金融市場の安定確保とそれに通ずる緩和効果の浸透に全力を挙げて取り組む必要があると思う。そこでまず当面の金融市場調節方針について、基本となる10兆～15兆円という目標は維持しながら、年度末に向けて金融市場の安定確保に万全を期す

ために、一層潤沢な資金供給を行なう旨を明らかにしてはどうかと思う。このことは先程来、何人かの方々も指摘になったところだと思う。

これに加えて資金供給に万全を期す観点から、本日議論された幾つかの措置を採ることが適当であると思う。まず、3月1日から4月15日までの間、公定歩合によるロンバート型貸付制度の利用を日数の制限なく可能にすることが有効だと思う。また先程執行部からも説明があった適格担保の範囲拡大も、担保面から市場参加者の流動性調達を順便化していくことが期待されると思う。さらに、期末にかけて相当大量の資金供給を行なう必要があること、一方で、期明け後の資金需要動向がどうなるかは、これは不確実性がかなり大きいことを踏まえると、長期国債の買入れについてもここで増額を図っておいた方がよいかと思う。増額幅は先刻来の委員方の意見も踏まえて、2千億円増額して月1兆円ということが適当と判断する。以上は金融政策運営面からデフレ脱却のための政府の取り組みを支援するという観点からみても、現時点で採り得る最大限の措置ではないかと考える。

しかし、経済がデフレから脱却するためには、やはり民間経済活動の活発化を通じて経済の持続的成長を実現することが不可欠だと思う。政府におかれては、不良債権処理、税制改革、公的金融の改革など、日本経済のより根本的な問題の解決に向けて、具体的な成果を早急に上げられるよう強く期待したいと思うし、そのことも今回の発表文には書いておきたいと思っている。なお、最近、政府首脳が金融政策運営に関して具体的な発言をなされる例が目立った訳だが、これは日銀法の枠組みからみても問題であるばかりか、わが国の経済運営全体に対する信認を著しく傷つけていると言わざるを得ない。場合によっては、非常に非生産的な結果になる恐れもある。本日、政府から出席の方々には、金融政策運営に関する政府の意見はあくまで決定会合の場で伺うことにして、それを議事要旨の形で公表するというルールを厳守して頂くように私から重ねて申し上げたいと思う。以上が私から申し上げたいことだが、これまでの討議を踏まえてさらに意見、議論があったらどうぞお願いする。

中原伸之委員

若干申し残したところがあるので話をする。一つは量的な緩和の効果だが、ほとんど出ていないという話もあるが、私はやはりかなり出ているのではないかと思っている。一つはやはり、緩和の結果、円安傾向をもたらしている。それが輸出の下げ止まりに繋がっているのではないかということが第一点。それから第二点は、株価だが、これがやはり底割れをしないで済んでいるということは、マーケットに対してそれなりの量的効果、あるいは心理的な効果を与えていると思う。それからもう一つは、M2+CDだが、少なくともこれまでの動きで判断する限りは、郵貯の満期解約等色々あるが趨勢的には反転して上がってきている。今日企画室から配付された資料の中で7ページにグラフがあるが、前年比でみると、やはり2000年の半ば過ぎから年末にかけて底が入ってきて、段々上がってきているということだから、具体的にどういう影響、リンケージがあるかということとはなかなか分析が難しいが、これで見ると、M2+CDが上昇トレンドになってきているということは、私は確認できているのではないかと思う。それから広義流動性だが、これはまだM2+CD程はっきりしていないが、一応1年位遅れて底が入って反転しているような格好になっている。私がいつも申し上げているように、本当に量的な緩和が始まったのは、昨年9月からだと思っているが、じわじわ効いてきているのではないかと思っている。それが一つ。

それからもう一つは、これは直接の金融政策とは関係ないが、空売りのことで何回も申し上げているが、アメリカでやっているようなアップティック・ルールがやはり当然だと思う。現在のところ依然として、信用取引および貸借取引がその例外になっているということは大変におかしなことであって、これは早くアメリカ並みにすべきであると思う。それからこれも申し上げているが、何しろ逆日歩の付いている銘柄が多すぎる訳で、これは勿論売り需要が多いということもあるが、制度についての一つの根本的な欠陥があるのではないかと思う。色々個々の株式について些細な煩瑣なルールを作っても、これは自由なマーケットを害するだけであ

るから、自由なマーケットの働きをなるべく活かせるような意味で貸借制度を見直すべきであると思う。それからこのような見直しを行なうと、市場の一部からは商いを細らせると、介入だと言ってけしからんという訳だが、現在のやり方の方が介入している訳である。元来フリーなマーケットに持っていくというのがルールだと思うので、そういう方向で進むべきである。便宜的なやり方を幾つか考えて商いを増やしても余り意味がないのではないかと思う。以上である。

速水議長

今言われた量的緩和が効いていないとは、私は国会でもそんなことは言っていないし、量的緩和は金融市場では非常に効果を上げている。ただ、それが市場外というか、銀行貸出、企業、家計、こういうものにまだ浸透して行って需要を伸ばすところまではいっていない、そういう言い方をしている積もりである。

中原真委員

今回の長期国債買い切りに関し、色々な意見が出ているが、敢えて重複を避けてもう一回申し上げたいことを確認しておきたい。長期国債の買入れというのは、目的ではなくてあくまで手段という了解で去年の3月以降続けてきている訳で、これから問われるのは、これ自身を目的とするのか、これをあくまで手段として位置付けたままでいくのかという問題である。年度末に向けて潤沢な供給の一助としてというのは分かるが、これは今後ずっと続けることになる訳であるし、またこれを年度末で止めるということになると、大変な混乱を市場に起こすことにもなり兼ねない。そういう意味では、長期国債の買い切りの効果と目的について改めて議論することが必要だろうと考えている。今回2千億円という買い切りの増加については、量的な調節のサポートという位置付けを変える訳にはいかないということだが、恐らく誰の心にもあるのは、現在のわが国の厳しい状況の下で、政府・日銀一体となってという政治的な判断に基づく結果であっても、そ

れ程大きな効果も量的な意味ではないだろうし、害もなかろうという程度だろうと思う。ただ、今回こういうものがメディアで散々報道されているが、この金融政策決定会合の場に正式に提案されたものでもないとするれば、むしろそういうメディアに躍らされた日銀あるいは金融政策決定会合という誇りも受けることを覚悟しなければならないだろうと思う。さはさりながら、私自身今の状況をよく分かっている積もりであるし、また今後の増額についてはもし実施に踏み切るとすれば、次の段階では恐らく今までのような金額単位ではなく、かなりレジームの基本思想を変えたステップが必要になってくるのだろうと思う。その時期が3月中にくるのか、あるいは4月、5月になるのか私も分からないが、もう少しその辺に向けて議論を詰めておくべきではないかという気がしている。こういうような発言を議事録に残すことについてためらう方もおられると思うが、私は私の意見ということではっきり議事録に残して頂きたいと思う。

速水議長

ちょっと聞こえなかったのだが、次の段階からはレジームを変えてと言われたのか。

中原眞委員

現在、長期国債の買い切りの目的は、あくまで調節の手段ということで割り切っているし、マーケットもそういうふうを受け止めている訳である。だから、これをもし位置付けを変えたとすると、当然銀行券発行残高の上限という問題とも絡んでくる。現在は上限までなかなか到達しないからまだ余裕がある、2千億円程度の買い増しであれば、これははっきり言って毒にも薬にもならないという意味では、まあいいやということになるが、本当の意味での効果を狙うのであれば、三木委員が言われた4千億円、あるいは中原伸之委員が言われた1兆5千億円とか、そこまでいけるのかどうか分からないが、ここまで考えて議論すべきではないかということをし添えたいと思っている。

速水議長

その気持ちは私もよく分かる。ほかに意見があればどうぞ。

三木委員

オーソドックスに今度のアプローチを考えると、やはり今、これだけ日本経済が非常に厳しい状況の中で、政府も考えなければならないし、日銀も考えなければならないし、銀行も民間もそうである。そういう中でまず、やれるところがやれるだけの手を打って、ここは何としてでもデフレを止めなければ仕方がない。止めてから今度は上げることを考えるという局面になってきている。それが一つと、その前に残念ながら、3月の年度末ということを抑えての金融システム不安というものを、特に海外から強く指摘されている。こういう状況だから、そういう中で日銀としてはやれることはやっぱりやるということをつつタイミングだろう、というのがまず基本の一つである。それで、次に危惧は何かというと、今までこれだけやってきてなかなか量の浸透効果が出てこない。つまり本当に金が使われるようになるには金融システムから外に出ていかななくてはならないのだが、これがなかなか進まないという状況に今なっている。もしそこで需要が出てくれば今のこれだけの金融のスキームというのは爆発的に効いてくるはずである。それがなぜ出ないのかというと、需要が全くないと、だから需要をどうやって作るかということを考えないと駄目だということを強く言っている訳である。そういうことを考える中で、それにアプローチできるようなことは何だというと、結局金融システムの辺りをぐるぐる回っている金を金融システムの外に行くような手段を考えなさいということなのだが、残念ながらここまできたうえで考えると、後は民間資産の信用リスクを採るという不健全な政策しか残っていない。だけど不健全といっても程度がある。一番不健全なのは土地を買うということである。しかし、そちらの方に行かざるを得ないという局面まできているということだから、そういうところまできた中で、やっていかななくてはならない。政府の方の施策もなかなか具体的なものが出てこない。しかし、一所懸命に考え

てはいるということだから、そういう中で金融当局として、今の局面は健全な日本銀行の信認と銀行券の信認をおいた金融政策のスキームとしてはもう限界ですよと、これで終わりですよという底打ち感のある手を打つのが今かなと私は考えた訳である。そういう意味でいくと、最後に残った手段として運用の問題がある。それから後残るのは長国の買い切り位しかそういう手段としては残っていない訳だから、これについてはそういう底打ち感が出るようなところまで買うということを考えないといけないのではないかと思っている。しかし、これは、では、どこまでかということなかなか数字的に言えないので、そういう意味では銀行券の縛りの最後までというところが、唯一の判断かなという感じがする。だからそういう意味でいくと、2千億にするのか3千億買うのか、4千億あるいは5千億なのか、余りその差はないと言えればそれまでだが、できるだけ底打ち感が出るようにということであれば、相当思い切ったところまで私は跳んだ方がいいかなと思う。しかし、大事なのは、我々は、そういう底打ち感が出るところまでの手段を考えて、限界としてそこまではやりますよ、という姿勢は今度示さざるを得ない。だから、事前にああいう形で非常に不愉快なマスコミの論調に連日やられた訳だが、これはこれとして、そういう中で最後の砦としての日本銀行の信認ということだけは、きちんと繋がるような形でやるためにはどうするのかということになると、ここで仮に長国の買い切りは今のところは効果がないからとか、あるいはまたこれはやらなくても今のスキームで、20兆でも25兆でも需要が出てくれば年度末に応じられるので、ここで長国の買い切りを止める、手段として採用しないということになった場合のデメリット、これは非常に大きいと思う。だから、ここは何としてでもこれについては踏み切らざるを得ないと思う。だからその踏み切る場合に何となく全部できたやつを後で追認して踏み切ったということにならないようにというのが底打ち感を出せという意味なのだが、残念ながらそういうところまではなかなか踏み切れないというのであれば、2千億円やったところでそんなに効く訳にはいかないが、しかし少なくともやはりそれだけの手をこちらは打ったということは示される

訳である。やらないよりはいい。

速水議長

流動性供給の一つの手段だから、何もこれでデフレを無くそうということではない。諮問会議でも小泉首相がずっと言い続けているのは、「構造改革なくして成長なし」と言っているが、私共はむしろ物価だけ先に上げていくというのは無理であり、「成長なくして物価上がらず」、あるいは「成長なくしてデフレは解消せず」というふうな感じで、構造改革の下押しをするのだと思う。

三木委員

だからやらないという訳にはいかないという意味は、我々の問題としてここはやるべきであり、この買い切りに踏み切るべしというのが一つある。では、金額を幾らにするのだという問題、それは底打ち感が出るようにしようということになれば、相当問わなければならないし、いや、そこまではどうしても踏み切れないということで、今回仮にこの2千億ということになれば、残念ながら日銀は政治判断で決めたと、追認しただけだということになるだろう。しかし、一方ではやはり合わせ技ということで、これだけ我々はやろうと言って政府と一緒にやっている訳であるから、そういう意味では敢えてそのところは甘受すると、マーケットの評価はそうなるだろうが甘受することしか止むを得ないかなとは思ふ。いずれにしてもこれは、議長が執行部の長として決めて頂ければ良いと思う。

中原眞委員

私は決してその長期国債の買い切りという手段が全く意味がないとか、やらないとかいうような気持ちではなくて申し上げている。

三木委員

いやいや、分かる分かる。

中原眞委員

今、この時点でやるのかどうかというだけの判断、それと金額の点とであるが、先程の市場局の見通し等を伺っていると、3月末までに場合によっては20兆を越えるような状況が続く可能性がある訳である。今後、短期オペがどうにも回らなくなった時には、私は長国の買い切りを思い切って増やす、併せて、この前、田谷委員が述べられていたゼロ金利ということも検討すべきだろうと思っている。ただ、今この時期にメディアの報道されたとおりに動くことのデメリットというのは、かなり大きいのではないかということをお心配している訳である。そもそも授權されている訳である。私は、必要があれば3月に政策委員会で臨時にやっちゃっていいのではないかという気さえしている訳である。

速水議長

この辺りでちょっと、政府から出席の方々からの意見を頂いて纏めておきたいと思う。最初に谷口副大臣、遅くなって申し訳ないが、宜しく願います。

谷口財務副大臣

申し上げます。わが国経済は、穏やかなデフレが継続しており、デフレ克服に向けて日銀、政府一体となった取り組みが求められている。政府は2月13日の総理指示を受け、昨日の経済財政諮問会議において、不良債権処理の促進、金融システムの安定、市場対策、貸し渋り対策等の取り組み状況を纏めたところであり、合わせて日本銀行においても思い切った金融政策を行なうよう要請する旨、盛り込まれている。

日本銀行は、当座預金残高が概ね15兆円程度となる潤沢な資金供給を行なっているが、今後とも、経済・市場動向や金融情勢について十分注視し、金融システム安定にも配慮する必要がある、こうした観点からも特に年度末に向けての資金需要に的確に対応し、流動性確保に対して市場の不安が生じないように一層潤沢な資金供給を行なって頂きたいと考えている。

さらに、物価下落に反転の兆しがみられない中においては、従来の短期国債を中心とするオペの実体経済に与える効果は限定的であることから、例えば長期国債のさらなる買入れ増額等、金融政策に当たりさらなる工夫を講じること等により、継続的な物価の下落を阻止し物価を安定させていくとともに、わが国経済がデフレ・スパイラルに陥らないよう思い切った対応が採られるようお願いしたいと考えている。

ここまでの、この政府の発言要領であるが、また付け加えて私の個人的な意見を若干申し述べさせて頂きたいと思う。一つは、今回の日銀の金融政策決定会合は大変注目されているところである。そういう意味からして金融調節事項については、市中にサプライズを起こすといったような観点での金融政策を願いたいと思う訳である。このところ速水総裁には、国会にきて頂いて答弁を願っている機会が多い訳であるが、国会においては与野党の議員を通じて日銀に大変な期待をしているところである。先程、総裁の方からも国益の観点でというような発言があったが、是非そのような観点を願いたいと思う訳である。二点目は、極めて技術的なことであるが、ロンバート型貸付については先程も委員の中から風評の問題に言及された方がいらしたが、このロンバート貸付と風評の問題は大変重要なことであるので、このロンバートが機能しないといったようなことがないようにそこは是非お願いしたい。以上である。

速水議長

小林審議官をお願いします。

小林内閣府審議官

内閣府として意見を申し上げたいと思う。先程谷口財務副大臣から話があったように、昨日の経済財政諮問会議において、総理から指示のあった「早急に取り組むべきデフレ対応策」について、竹中経済財政政策担当大臣から報告をさせて頂いた。政府としては、今後とも経済・金融情勢の変化に即応し、引き続き具体的で実効性のある施策を大胆かつ柔軟に展開し

ていきたいと考えている。特に、現下の最重要課題である不良債権の処理については、特別検査を踏まえた具体的進捗を図るとともに、金融危機を起こさないためにあらゆる手段を講じることにより、「いわゆる不良債権問題」の早期終結に目途をつけたいと考えている。金融政策においては、その効果の発現において日本銀行のコミットメントが重要な鍵を握っていると考えており、政府としては日本銀行と一体となって構造改革とデフレ克服に取り組んでいるという信認を確実なものとして参りたいと考えている。具体的な政策手段の選択については、日本銀行が判断されることであるが、政府としては総理の施政方針演説とデフレ対応策の指示を踏まえ、資金供給を増加させるための思い切った方策を検討頂き、是非実行に移して頂きたいと考えている。以上である。

速水議長

それではここで議案の取り纏めに移りたいと思う。先程の委員による検討によると、当面の金融市場調節方針について、当座預金残高目標を引き続き 10 兆～15 兆円程度としたうえで、従来のなお書きを「当面、年度末に向けて金融市場の安定確保に万全を期すため、現在の当座預金残高目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う」といった表現に変更することにして、そのうえで、3 月 1 日から 4 月 15 日までの間、全ての営業日を通じて公定歩合によるロンバート型貸付制度の利用を可能にすべきであるという意見が大勢を占めていたように思うので、私の方からその旨の議案を提出したいと思う。他に正式な議案を提出される方は中原伸之委員であるか、他にはないか。それでは事務局の方から中原伸之委員の議案と私の議案を配って読み上げて欲しい。私の議案は多数の委員の方の考えを集約してあるが、これで宜しいか。最初に中原伸之委員の議案から読んで欲しい。

雨宮企画室参事役

では、中原伸之委員の議案 3 本を読み上げる。まず、1 本目は、「金融

市場調節方式の変更に関する件」である。「案件。2001年3月19日決定の「金融市場調節方式の変更に関する件」（別添）について、下記のとおり変更すること。対外公表文は別途決定する。記。1. 別添の2. を、次のとおりとすること。2003年10～12月期平均の消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年同期比を1.0～3.0%にすることを目的として、1. の金融市場調節方式による金融市場調節を行うこと。2. 別添の4. を5. とし、別添の4. として新たに次の一文を加えること。また、上記1. の金融市場調節方式のもとで、日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、実務体制等の準備が整い次第、外債（海外で発行された外貨建て債券）の買入れを開始すること。以上。」。別添は3月19日の決定文であるので読み上げは省略する。

中原伸之委員案の2本目である。「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すること。対外公表文は別途決定する。記。日本銀行当座預金残高が20兆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。

中原伸之委員案の3本目である。「臨時措置として補完貸付制度における上限日数を引上げる件。案件。1. 平成14年2月16日から始まる1積み期間（準備預金制度に関する法律（昭和32年法律第135号）第7条第3項に規定する1月間をいう。）及び平成14年3月16日から始まる1積み期間においては、臨時措置として補完貸付制度基本要領（平成13年2月28日付政委第22号別紙1.）5.（2）に定める上限日数を10営業日とすることとし、平成14年3月1日から実施すること。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。

次いで議長案2本を読み上げる。まず、1本目、「金融市場調節方針の決定に関する件」である。「案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。日本銀行当座預金残高が10～15兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、当面、年度末に向

けて金融市場の安定確保に万全を期すため、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。2. 対外公表文は、別途決定すること。以上。」である。

議長案の2本目である。「臨時措置として補完貸付制度における基準貸付利率の適用期間を拡大する件。案件。1. 平成14年3月1日から同4月15日までの間、臨時措置として、補完貸付制度基本要領」、カッコ内は読み上げ略させて頂く、「に基づき同期間内に実施する貸付けについては、基本要領5. の定めにかかわらず、全ての営業日において、基準貸付利率を適用する扱いとすること。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。

速水議長

それでは、追加的な質問があれば、あるいは討議があればどうぞ。採決に入って宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、議論が出尽したようであるので…。

中原伸之委員

それでは、ちょっと提案事由を述べておく。第一の点は前回と同じであって、プライス・レベル・ターゲティングからインフレーション・ターゲティングへ変更すると、前回の会合からそういうふうに変えている。理由は前回も申したので簡単に申すが、一つは、物価上昇率で示した方が国民にとって分かり易いことと、二つ目として、プライス・レベル・ターゲティングを導入した場合、過去の下がった分を取り戻すのはなかなか困難であるので、政策運営上もインフレーション・ターゲティングの方がよりフィージブルであると考えられること。それから三つ目の理由は、世界の中央銀行においてインフレーション・ターゲティングの方がプライス・レ

ベル・ターゲティングよりもより一般的であるという理由である。

次に外債であるが、これは今日のデフレ的な状況がかなり長期化するというふうに見られており、今後さらに金融緩和を数次に亘って行なわざるを得なくなる、あるいはその手段を用意しなければならなくなると思うので、2~3千億円程度の定時定額の購入であれば、規模的にも時期的にも介入とは一線を画すことができるし、法律的にも問題はないと考えている。日銀法40条の2項は外国為替市場とあるが、外国為替というのは決済の手段であり、外債とは全く別の存在である。日本銀行が外債を保有者から購入するというのであれば、日銀法第40条第2項に抵触しない、全く問題ない、という見解は内閣の法制局の見解があるということを経済内部から聞いているし、また、有力国会議員が確かめたところ、内閣の法制局が口頭でその旨コンファームしたということも聞いている。

それから、日銀保有の国債残高について、先程申したが、現在の差額は14.5兆あるので月8千億から月1.5兆円まで買い切りを増額するということは問題ないので、それを手段として申し上げている。それでインフレーション・ターゲティングと外債購入と買い切りオペのことはワンパッケージで実施するというように考えている。ピース・ミールなアタックではなくてワンパッケージとして、政府の総合的なデフレ対策に対応させてやっていきたいということである。

それからディレクティブを20兆円に引き上げるということは、これはもう既に15兆円がずっとできてきている訳であるので、そういった現状をはっきりと上回る当預残高を目標とする。それによって、現在期末を控えて危機的な状況が起こる可能性が非常に高いだけに、これをできるだけ未然に防ぐと、金融面から強力に経済をバックアップする必要があるということから提案する。

それからロンバートの引き上げについては、モラル・ハザードの防止等の観点から考えて、これはやはり無制限ではなくて上限日数を現在の5営業日から10営業日にするのがせいぜいだと、これが限度であるというふうに思う。従ってこのような提案を考えた。以上である。

速水議長

それでは、採決に入る。中原伸之委員案、金融市場調節方針に関する議長案、公定歩合によるロンバート型貸付制度の利用期間拡大に関する議長案、この順で採決することとする。異議はないか。異議がないようなので、それでは採決する。政府からの出席者は、恐れ入りますが、ちょっと別室に願います。

[政府からの出席者退室]

まず、中原伸之委員の議案について採決する。事務局は正式の議案を持ち回って委員から決裁を得た後、その結果を報告して欲しい。

橋本政策委員会室長

それではまず、中原伸之委員提出の1本目、「金融市場調節方式の変更に関する件」についての決裁を頂く。

[中原伸之委員の1本目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：中原伸之審議委員

反対：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

三木審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 1、反対 8、反対多数である。

それでは、引き続き同じく中原伸之委員提出の 2 本目、「金融市場調節方針の決定に関する件」を採決する。

[中原伸之委員の 2 本目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：中原伸之審議委員

反対：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

三木審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 1、反対 8、反対多数である。引き続き中原伸之委員提出の 3 本目、「臨時措置として補完貸付制度における上限日数を引上げる件」についての採決を行なって頂く。

[中原伸之委員の3本目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：中原伸之審議委員

反対：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

三木審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成1、反対8、反対多数である。

速水議長

それでは、ただ今の議案は否決された。次に私の提出した議案について採決して欲しい。まず事務局は、金融市場調節方針に関する私の議案を持ち回って委員から決裁を得て、その結果を報告願う。

[議長の1本目の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員が
サイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁
山口副総裁
三木審議委員
植田審議委員
田谷審議委員
須田審議委員
中原眞審議委員

反対：中原伸之審議委員

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 8、反対 1、賛成多数である。なお、反対は
中原伸之委員である。

速水議長

それでは、もう一つ、公定歩合によるロンパート型貸付制度の適用期間
拡大に関する私の議案を持ち回って、決裁を得て欲しい。

[議長の 2 本目の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員が
サイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁
山口副総裁
三木審議委員
植田審議委員
田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

反対：中原伸之審議委員

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 8、反対 1、賛成多数である。なお、反対は中原伸之委員である。

速水議長

それでは、中原伸之委員、もし反対理由があれば纏めてお願いします。

中原伸之委員

先程申したように、まず第一は、昨年 12 月の政策変更以降、ほぼ正確に 15 兆円程度の当座預金残高を維持してきており、大きい日でもせいぜい 3 千億ないし 4 千億の誤差でしかない訳であるので、10~15 兆円という 5 割もの幅を持たせるということは如何なものか、ピンポイントにすべきであると思う。それから第二に、15 兆円程度というのは積極的な金融緩和からは程遠く、資金需要にアコモデイトしているという面が強い訳であり、不十分であると思う。私はデフレ・スパイラルの初期であると申し上げているが、マーケットも期末にかけて危機的な状況になる可能性が十分に考えられるので、少なくとも 20 兆円程度に引き上げるべきであると思う。それから、第三として、先程から政府の発言あるいはマスコミ報道について、意見が述べられたが、政府がデフレ策を打ち出して、その後、あるいはそれと同時に日銀に対して圧力をかけているというふうなマスメディアの報道もなされ、あるいはマスメディアが色々大騒ぎしているが、そういった圧力を受けるのは日銀という独立した一つの権力機関である以上、当然である。従って、そういうものに左右されることなく、やはり

フォワード・ルッキングに打つべき手は打っていくべきであり、政府とのパワーゲームというふうなことは考えるべきではないと思う。今次局面では、経済が一段と悪化しているということで、そういった意味でフォワード・ルッキングな手を打つべきであるというのが反対の第三の理由である。

ロンバートに対する反対の理由は、一つは過去の実績であり、過去に10日間延ばしたがその時もほとんど利用されていない。最近になってもほとんど利用されていない訳であり、恐らく3月の積み期一杯までやっても、それ程大きな利用価値はないのではないかとということが一つ。それからもし利用された場合には、10日間というふうに限るべきであり、この期間全てやるということについては、モラル・ハザードの点から非常に問題があると思う。以上である。

速水議長

それでは、採決が終了したので政府からの出席者を呼んで欲しい。

[政府からの出席者入室]

ただ今、政策委員会として、当面の金融市場調節方針として、日銀当座預金残高が10～15兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、当面、年度末に向けて金融市場の安定確保に万全を期すため、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う、とする議長案が、賛成多数で決定された。また、3月1日から4月15日までの間、全ての営業日を通じて、公定歩合によるロンバート型貸付制度の利用を可能にする、議長案が賛成多数で決定された。増淵理事と金融市場局長は、ここに定められた方針に則って調節に努めるよう、これをもって指示するのでお願いする。

V. 対外公表文の決定

速水議長

ちょっと遅くなったが、続いて対外公表文を審議して頂きたいと思う。

対外公表文の原案を配って欲しい。事務方で読み上げをお願いします。

[事務局より対外公表文配布]

白川企画室審議役

それでは読み上げさせて頂く。「本日の措置について。1. 日本銀行による思い切った金融緩和策の結果、金融市場では、短期金利がほぼゼロ%に低下するなど、極めて緩和した状態が続いており、マネタリーベースも前年を3割近く上回る伸びとなっている。2. しかし、年度末を控え、株価動向などの展開如何では、流動性需要がさらに高まる可能性がある。金融市場の安定確保に万全を期すことは、デフレ・スパイラルに陥ることを未然に防ぎ、景気の持続的回復を目指す上で、極めて重要である。3. 日本銀行としては、こうした観点から、以下の措置を講じることとした。(1) 年度末に向けた一層潤沢な資金供給。当面、年度末に向けて金融市場の安定確保に万全を期すため、日本銀行当座預金残高目標(10~15兆円程度)にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う(別添参照)。(2) 長期国債買い入れの増額。資金供給を円滑に行うため、長期国債の買い入れを、これまでの月8千億円(年9.6兆円)ペースから、月1兆円(年12兆円)ペースに増額する。(3) ロンバート型貸付制度における公定歩合の適用期間拡大。3月1日から4月15日(3月積み期間終了日)までの間、すべての営業日を通じて公定歩合による利用を可能とする(従来は、積み期間中、5営業日)。(4) 適格担保拡大の検討。預金保険機構向けおよび地方交付税特別会計向け貸付債権の適格担保化について、譲渡制限の撤廃を含めて関係先との調整を行いつつ、実務的検討を早急に進める。4. 日本銀行の思い切った金融緩和が経済全体に浸透していくためには、迅速な不良債権処理を通じて金融システムの再建を図るとともに、税制改革、公的金融の見直し、規制の緩和・撤廃等により経済・産業面の構造改革を進めることが前提となる。この点について、政府および金融機関をはじめとする民間各部門の一段と強力かつ果敢な取組みを強く期待したい。5. 最近の物価の

継続的な下落傾向は、輸入依存度の上昇等の供給構造の変化に加えて、経済全体の需給バランスの悪化を反映している。日本経済がデフレから脱却するためには、上記4.の措置を含む抜本的な対応により、民間経済活動の活性化を図り、わが国経済を持続的成長軌道に復帰させることが不可欠である。6.日本銀行としては、今後とも、潤沢な資金供給を行うこと、および「最後の貸し手」としてシステムミック・リスクの顕現化を回避することの両面において、中央銀行としてなし得る最大限の努力を続けていく方針である。以上。」。次のページは別添である。読み上げは省略させて頂く。

速水議長

意見等があればどうぞ。

田谷委員

2.のところであるが、「しかし、年度末を控え、株価動向などの展開如何では、流動性需要がさらに高まる可能性」と書いてあるが、余りにも限定し過ぎるかなという気が、初めに読んだ時にした。これは「年度末を控え、金融資本市場などの展開如何では」の方が良いのではないか。リスク・プレミアムの問題であるとか、色々なことが指摘されているし、それとの関連で流動性需要が出てくると思う。

増淵理事

今の指摘は、株価も含めて金融資本市場という広い概念でということか。

田谷委員

ということで如何か。

速水議長

今度は銀行は時価評価になったから株価が一番心配である。

田谷委員

特に株価ではあるが…。

山口副総裁

ここは確かに私も「株価」と狙い撃ちしない方が良いかなと思った。ただ、「金融資本市場の展開如何では、流動性需要がさらに高まる」というのは、若干トートロジーのような部分もあって、「株価動向などの展開如何では」というのを、単純にとってしまうというのはどうか。

白川企画室審議役

「年度末を控え、流動性需要がさらに高まる可能性がある」という提案か。

須田委員

基本的には高まるのではないか。「展開如何では」と言う場合によっては、高まらないこともあり得るという意味にも読めてしまう。

増淵理事

それは可能性としては今のところは入れて考えている。

須田委員

そうか、それを入れてあるのか。

増淵理事

多分、高まると思っているけれども、山口副総裁の指摘はとることかもしれないが、「金融資本市場などの展開如何では」というふうに入れておくことで、諸々の不確実性が入るという考え方もあろうかとも思うが。

速水議長

それではそうでしょうか。「金融資本市場などの展開如何では」と。宜しいか。

白川企画室審議役

後から纏めて読み上げるが。

山口副総裁

皆さん違和感がなければよい。

速水議長

他に。

三木委員

違和感はない。

山口副総裁

この3.の(1)の何々にかかわらず…、の書き方であるが、こうして読んでみて「(別添参照)」とあって、(別添)のところを参照してみると、人によっては、「10~15兆円程度」と何か違う一時的なターゲットをもって資金供給を行なうかのように受け取る向きがないではないかなという印象をちょっと持つのだが。

増淵理事

「一層潤沢な資金供給を行う」、「日本銀行当座預金残高目標にかかわらず」という表現が、むしろない方が宜しいか。

山口副総裁

いや、それはあってよいと思うが、「にかかわらず、流動性需要の一層の」、

流動性需要が上にさらに高まる可能性があると言っているので、「流動性需要がさらに高まった場合には、流動性需要の高まりに応じ一層潤沢な資金供給を行う」とか、要するに需要にフレキシブルに応じていき、ほとんど青天井で資金を供給するということを言いたい訳である。

増淵理事

はい。

山口副総裁

私がちょっと言ったような誤解が生じなければこれでも良いのだが。「期すため、…かかわらず」の次に、「流動性需要の増大に応じ」を入れるとか。

速水議長

そういうことを一言入れるのだな。

山口副総裁

そうしてはどうかと思うが、如何か。

速水議長

宜しいか。

三木委員

はい。

中原真委員

4. で「金融システムの再建」、これはいつもの言葉であるか。「再建」という言葉だが、金融システムはまだ崩壊していない。「強化」とかそういう趣旨である訳であり、「再建」となるとアルゼンチンのような感じに

なってしまう。

白川企画室審議役

多少、今回は強い言葉を使ったのは事実である。前回は「健全化」である。「健全化」というのはおとなしい表現であるが、ただ何となく今の状況では「健全化」というのは何となく、ややマイルドに過ぎるかなという感じがした。

中原眞委員

システム全体ではない。極く一部の、まあ極くとは言い難いが、金融システムを構成する一部の主体が相当問題を抱えているということであり、全体が崩壊したら、これはもうこんなんびりしたことは言っていられない訳である。

それから、この「長期国債買い入れの増額」は、私は先程も申し上げているとおりに反対なのだが、対外公表文としては決定されたことを正確に文字に落としたという趣旨において、敢えて反対はしない。しかし、議事の中で申し上げたことをここで改めて表明する。

小林内閣府審議官

昨日の政府の対応では「金融システムの安定」になっている。「金融システムの安定を図るとともに」の方がいいかもしれない。

田谷委員

しかし、何かもう少し強い言葉を使いたいという趣旨も分かる。シェイキーな部分があって、それを強めると、「再建」と…。

三木委員

ここはだから、そういう意味を出すのならば、普通の民間のビジネスで使うのは「再構築」である。

藤原副総裁

いや「再構築」は。リストラクチャリングである。

三木委員

そういう意味で言えば。

藤原副総裁

では、「強化・安定」とか「安定・強化」とか。

増淵理事

「安定・強化」か。

三木委員

政策機関としては、やはりそちらの方がフィジカルである。「安定」だけで弱ければ、「安定・強化」とかその方が良い。

増淵理事

「安定・強化」。

中原伸之委員

いや、逆ではないか。

須田委員

「強化・安定」である。

増淵理事

「強化・安定」。

田谷委員

「強化・安定」。

速水議長

「強化・安定」。

三木委員

その方がいいかもしれない。

増淵理事

「強化」ポツ「安定」であろうか。

速水議長

はい。他にあるか。

白川企画室審議役

それでは取り敢えず今の段階で修正箇所についてのみ読み上げさせて頂く。「2. しかし、年度末を控え、金融資本市場などの展開如何では、」。それから 3. (1) 真ん中の行だが、「当座預金残高目標にかかわらず、流動性需要の増大に応じ、一層潤沢な資金供給を行う。」。それから次のページ 4. である。「迅速な不良債権処理を通じて金融システムの強化・安定を図るとともに」である。

速水議長

三か所、それで宜しいか。

中原伸之委員

もう一回念のため言って欲しい。

白川企画室審議役

「2. しかし年度末を控え、金融資本市場などの展開如何では、」。「3. (1) 当座預金残高目標にかかわらず、」の次だが、「流動性需要の増大に応じ、」、それから2ページ目の4. の上から2行目、「金融システムの強化・安定を図るとともに」である。

速水議長

それではこれで良い。

山口副総裁

最後の6. のところだが、昨日の政府の対策において「風評等により金融機関が資金繰り困難に陥った場合には流動性供給に万全を期して欲しい」というようなことを要請された後だけに、6. のところが少し微妙になって、かえって気になってしまったかなという感じが少しあるが、中央銀行としてなし得る最大限の努力、できることとできないことがあるが、できることは最大限やっていくというふうに読むのか…。

増淵理事

そういう意味も込めている。

山口副総裁

そういう意味か。それなら良い。

速水議長

それではこれで宜しいですね。

[全委員が賛意を表明]

それでは事務局は正式の対外公表文を持ち回って委員から決裁を得た

後、その結果を報告して欲しい。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

三木審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

反対：中原伸之審議委員

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 8、反対 1。賛成多数である。なお反対は中原伸之委員である。

速水議長

中原伸之委員、反対理由は。

中原伸之委員

反対理由は先程も申し上げたように、議長案に反対したためである。

速水議長

宜しいですね。

中原伸之委員

結構である。

速水議長

それでは賛成多数で対外公表文が決定された。対外公表については、会合終了後直ちに行なうことにする。なお、対外公表文は執行部で合わせて英語に翻訳して公表することとする。また本件については、本日私が政策委員会を代表して記者会見を行なうので宜しくご了解下さい。

VI. 議事要旨（1/15、16日開催分）の承認

速水議長

最後に前々回の会合の議事要旨の承認をして頂きたいと思う。手許に配ってあると思うが、前々回1月15日、16日の会合の議事要旨を承認頂きたいと思う。手許の議事要旨に異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としてこれを承認することとする。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

三木審議委員

中原伸之審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

決裁が終わった。

速水議長

この議事要旨は3月5日の火曜日の午後2時に公表する。

VII. 閉会

速水議長

以上で本日の議事は全て終了した。本日は遅くまで申し訳ない。どうもありがとうございました。

(午後1時54分閉会)

以 上