

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2003年4月30日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席者：議長 福井俊彦（日本銀行総裁）
武藤敏郎（日本銀行副総裁）
岩田一政（日本銀行副総裁）
植田和男（審議委員）
田谷禎三（審議委員）
須田美矢子（審議委員）
中原 眞（審議委員）
春 英彦（審議委員）
福間年勝（審議委員）

政府からの出席者：

財務省 谷口隆義 財務副大臣（9:00～13:29）
内閣府 小林勇造 内閣府審議官（9:00～13:29）

（執行部からの報告者）

理事	平野英治
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画室審議役	山口廣秀
企画室参事役	和田哲郎
企画室企画第1課長	櫛田誠希
金融市場局長	山本謙三
調査統計局長	早川英男
調査統計局経済調査課長	門間一夫
国際局長	堀井昭成

（事務局）

政策委員会室長	橋本泰久
政策委員会室審議役	中山泰男
企画室企画第2課長	吉岡伸泰（9:00～9:08）
金融市場局金融市場課長	大澤 眞（9:00～9:08）
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室調査役	衛藤公洋
企画室調査役	山岡浩巳

I. 開会

福井議長

おはようございます。政策委員会決定会合を開催する。

(午前9時開会)

今日の議事だが、手許にアジェンダを届けているが、適格担保取扱基本要領の一部改正という件がある。その他に通常通り金融経済動向、それから経済・物価の将来展望とリスク評価について、執行部からまず説明を受けることにする。それから討議として金融経済情勢、当面の金融政策運営等という順序になると思う。政府出席者からの発言も頂戴したいということだが、後の方で議案の取り纏め、採決を行ない、さらに経済・物価の将来展望とリスク評価についての採決、最後に議事要旨の承認、議事要旨は3月25日の分である。そういう順序で考えているので宜しく願います。今日も案件が比較的多岐に亘っているので、効率的な議事進行に協力を是非お願いしたいと思っている。早朝からだが、政府から谷口財務副大臣にお越し頂いた。内閣府からは小林内閣府審議官にお越し頂いた。ありがとうございます。いつも申し上げているが、この会合の中での発言は全て記録される。委員および政府からの出席者は、そのことを十分踏まえて発言をお願いしたい。それでは最初の議題だが、適格担保取扱基本要領の一部改正に関して、執行部から説明を聞きたいと思う。

II. 「適格担保取扱基本要領」の一部改正に関する執行部説明と決定

(資料-1)

和田企画室参事役

それでは資料1、産業再生機構に対する証書貸付債権の適格担保化についてである。説明資料をみて欲しい。まず、改正の概要である。産業再生機構に対する証書貸付債権を適格担保化することとし、「適格担保取扱基本要領」の一部改正を行なって欲しいというものである。二番目、経緯だ

が、産業再生機構法に基づいて、4月16日に設立された株式会社産業再生機構では、政府保証を付したうえで、資金調達を行なうことが予定されている。平成15年度予算では、10兆円の政府保証枠が計上されている。これを踏まえて、産業再生機構では、機構に対する証書貸付債権の適格担保化を打診してきている。金融機関サイドでも当該証書貸付債権の適格担保化を要望している先が多いようである。産業再生機構の市中借入だが、預金保険機構の市中借入と同様の方式、すなわち、政府保証付、競争入札の実施、証書貸付形式、譲渡制限の特約なし、といった形で行なわれることが既に決定、公表されている。三番目、適格担保化の意義・効果である。再生機構に対する証書貸付債権について、残高の規模は現時点では不明ではあるが、適格担保化によって金融調節の円滑化に資すると考えられる。また、機構の資金調達の順便化などを通じて、金融システムの安定確保にも寄与し得ると考えられる。四番目、産業再生機構に対する証書貸付債権の適格性だが、ポイントは二点である。第一に信用度であるが、この点については、政府保証が付されているために問題はないと考えられる。第二に市場性である。預金保険機構・交付税特会に対する証書貸付債権と同様に、競争入札を実施すること。また、譲渡制限特約を付さないことから、市場性は確保されるというふうに考えられる。五番目、担保価額・掛目だが、預金保険機構・交付税特会に対する証書貸付債権と同様にしたいと考えている。すなわち、担保価額は残存元本を基準にして、掛目は当初貸付期間に応じて96～60%となる。実際は、機構の調達は6か月物で行なうというふうに想定されているために、この場合、掛目は96%となる。六番目、実施日だが、本措置は4月30日から実施することとしたいと考えている。実際の借入実施時期、担保受入の開始時期は、現段階では不明だが、5月8日から業務が開始される予定と聞いている。次に付議文である。

「適格担保取扱基本要領」の一部改正に関する件。案件。金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、株式会社産業再生機構に対する政府保証付証書貸付債権を適格担保とするため、「適格担保取扱基本要領」（平成12年10月13日付政委第138号別紙1.）を別紙. のとおり一部改正する

こと。以上。」。以下内容は、ただ今説明したものと重複するので省略する。
説明は以上である。

福井議長

質問等あればどうぞ。宜しいか。では、採決をお願いします。

〔『適格担保取扱基本要領』の一部改正〕に関する議案について
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

橋本政策委員会室長

全員一致で決定した。

福井議長

では、この件については適宜執行部から対外公表をしたいと思う。次に金融経済情勢についての執行部説明に移る。最初に金融調節、それから金融・為替市場動向についてお願いします。

Ⅲ. 金融経済動向についての執行部からの報告

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

では、本日手許に配っている資料2、3（追加分）で説明したいと思う。まず、図表1-1、金融調節の実績の推移である。いつものように左端に日銀当座預金残高（実績値）がある。イラク戦の方は終息したが、短期金融市場では、いわゆる郵政公社による当座預金の多額の保有というものと、銀行株価の下落というこの二点が攪乱要因ということである。このため、金融調節面では、マーケットの動向および各業態の当預保有状況を睨みながら慎重な運営を行なってきた。左端の当座預金をみても、前回会合以降も一時28兆円台、その後27兆、26兆ときている。ただこの間、郵政公社の方も一時の当座預金保有7兆円台という数字から足許5兆円台まで減少している。結果として全体の当座預金も先週末以降25兆円台になっているという動きである。ただ、言うまでもなく現在のターゲットの17~22兆円程度との比較では、引き続きなお書きの発動中という状態である。図表1-2、当座預金残高と無担O/Nレート、下段に各業態の当座預金保有状況が示してある。一番右端が4月28日、一昨日の実績である。確認までだが、上から六行目、郵政公社、所要準備額1兆4千億円に対して現在の保有状況が5兆3千億ということである。それから上から二番目、都銀長信銀、所要準備額2兆8千億に対して10兆円ということで、引き続き高水準の当預保有である。都銀の方は銀行株価の下落持続ということであるが、これまでのところ、この株価の下落がきっかけとなってマーケットから資金が取れなくなったとか、預金が流出するといった事態は生じていない。後程述べるように銀行債の売れ行きなどはむしろ好調というか、銀行債の流通利回りなどは急激に下がっているというのが現状である。そういう意味で資金繰り自体は非常に安定しているが、各銀行自体、特に株価が低水準にきている銀行自体は、資金運用を抑えながら幾分厚めの当座預金保有を行なっているということで、期明け後にもかかわらず、

相応の当預需要があるというのが現在の足許の状況である。図表 1-3、最近のオペ結果の推移である。この4月のオペの特徴だが、供給オペ自体の頻度が少ないということである。一つは3月末にそもそも当座預金の水準が非常に高いところからスタートしているということ。それからバランスシートの関係でいくと、長期国債のオペの金額が相当増えてきている、その一方で政府の預金、政府の余資が相当圧縮されてきているということで、結果的に短期のオペ残というのは1年前に比べると大分減っている。それから3月以前は早めに年度末越えの資金を供給するというので、かなり長めの供給を行なってきたので、期落ち自体が減っているということである。その結果として4月から5月の半ば位にかけては、短期の資金供給のオペは基本的に頻度が少なくなるという理屈である。ただ、最近の日本銀行のオペというのは、一方で資金余剰と資金不足行の仲介をしているようなところがあるので、供給オペの頻度が少ないということ自体が資金不足行にとってやや不安感を持たせるというか、オペニーズを高めるといふ方向に作用している。そういうこともあって、市場の動向を睨みながら最近では、この供給オペを打ちつつ、吸収もやるという両建てのオペレーションを幾分増やしてきた。その結果ということで、資金吸収のオペの方は非常に頻度が上がっており、下の段の方をみるとほとんど連日資金吸収のオペが入るという状態である。レートの方もジリジリと上がってきて足許 0.010%程度の資金吸収の方のオペの決定レートである。ただ、この一週間程度は、この資金吸収のオペレートというのも 0.010%でほぼ張り付いており、これ以上上昇するような気配はない。結果的に少し以前に比べると 1/1,000%台からやや 1/100%前後で市場の地合いは安定しているという印象である。以上がオペである。以下、金融資本市場の動向である。まず、図表 2-1、短期金利の推移だが、下段の方のレートをみると、左端の無担コールレートは、こちらの方は 0.001~0.002%ということである。それからターム物レート全般をみると、例えば短期国債レート、3か月、6か月、1年といったところをみると、こちらの方も概ね3月半ば辺りの 1/1,000%台、5/

1,000%とか6/1,000%といったところから1/100%前後のところから3月末以降少し上がったところではほぼ安定しているということで、こちらの方も一種の均衡状態になっているという印象である。図表・2-3、株式相場の推移等である。株式市場の動向は、一番上段にあるように引き続き軟調な展開が続いている。20年来の最低水準の更新ということで、一昨日は7,607円ということであった。一番下の段に各国のマーケットの株価の状況をイラク戦開始後、3月20日以降の数字が書いてある。棒グラフでいくと、左側に書いてある黒い方の棒グラフが3月20日のイラク戦開始からバグタット陥落の4月9日まで、薄い方の棒グラフが4月9日以降、バグタット陥落以降の水準。ダイヤモンドで示しているのが、それを合算した3月20日以降足許までの水準ということで、ダイヤモンドをみると分かるように、海外のマーケットの方は強い反発ではないが幾分持ち直しという経緯を辿ってきたが、日本の方はむしろ軟化基調が現在も続いている。図表2-4、主体別売買動向等である。株式市場では、足許の材料としては一つはSARSの影響、それから北朝鮮の核保有の問題、それから企業業績、大手電気メーカーが企業収益見通しを少し下方修正するということがあったので、そうした企業業績に対する関心というのが、悪材料として認識されているということだが、むしろ長期的にみるとやはり、マーケットで特に材料視されているのが厚生年金基金の代行返上に絡む動きと、銀行株価の下落、あるいは銀行株価の下落にみられるように金融システム改革などの改革のスピードに対する懐疑的な見方というのが影響しているのではないかと思われる。上段に主体別の数字がある。右から二つ目に信託というのがあり、1月、2月、3月といったところをみると、1月から3月までは売り越しということである。4月に入っても若干売り越し気味の展開となっている。ここの信託の計数は公的年金が入っているので、基本的には公的年金の買いが継続している訳だが、なおかつ計数的にマイナスになってしまうということであるので、その分だけ、それを公的年金の買いを相殺する企業年金の代行返上分の売りが引き続き続いているということがここに表われているというふうに思われる。また、一番右側の海外投

資家、こちらの方も2月、3月というので売りで若干振れはあるが、基本的に売り越しの基調が続いているということである。図表2-5、規模別株価指数等の推移である。最近話題になっているのは、この企業年金の代行返上の動きと海外投資家の動きの連動性である。下の方の表は、年金が持っている大きな保有銘柄の大きな銘柄50銘柄、それから一方で外国人の保有比率の高い50銘柄をピックアップして株価の推移をトレースしたものである。下の表で点線が外人の保有の大きい銘柄、薄いシャドウが年金の保有の多い銘柄ということであり、ほとんど線が重なるというか、極めて近似した構成になっているということである。恐らく両者ともアクティブ系のものであるので、大型の優良株が組み込まれている割合が高いということである。それぞれが気が付いているので、特に海外投資家の場合には今後、代行返上による売りが出てくるというふうな認識があると、自分の持っている銘柄の値段が下がるかもしれないということで、むしろ前もってさらに売りが出てくるという構図になっているというふうに世の中では言われている。上段に規模別の株価指数の推移があるが、一番下に書いてある薄いシャドウが大型株で、年金や海外投資家が持っている比率が高いとされている大型株の下げ方が特に大きいということで、やはり代行返上の動きはそれなりのインパクトをマーケットに与えているというふうに認識している。次に債券市場、図表2-6、長期金利の推移等である。この下の方にも欧米の長期金利があるが、欧米の長期金利はイラク戦開始後反発してその後横這いという数字になっているが、日本の方は上の段、ご承知のように下げ続けているということである。特に上の段の図、上から20年債、10年債、5年債ということだが、4月入り後は超長期ゾーン、長期ゾーンの低下が特に著しいという状態である。やはり、株価の下落というのもマーケットでは意識されている。それから金利の絶対水準が低くなっているので、地銀、生保といったところが新年度の投資計画をできる限り金利水準のある長いものに入れてきている。最近では都銀なども20年債を買っているという話もあって、これらが金利の低下圧力として続いているということである。図表2-8、社債スプレッド等の動向であ

る。今申し上げたような国債に対する選好、あるいは金利リスクを取りにくいという動きは、徐々に社債の方のスプレッドにも影響が表われている。社債の方のスプレッドは一番上の図にみるように、ここのところ急速に縮小しているというのが足許の動きである。社債については、一連の銀行の増資、あるいは産業再生機構の発足ということで、企業の破綻の確率、あるいは企業破綻への警戒心が薄らいでいるという見方がマーケットに広がっている。こうした見方も踏まえて、やはり地方の金融機関などが国債の絶対金利水準の低下というのもあるので、社債などについてもスプレッドを取りにきているというのが最近の動きである。また、二段目をみるとこちらは銀行債の水準であり、こちらの方も同様の傾向を示して急速にスプレッドが縮小している。みずほCと書いてあるがいわゆる5年物の利付き金融債であり、スプレッドが0.2%台半ば。一昨日の水準が0.465%ということで、銀行株価の下落とは対照的にこちらの方は市場最低水準の金融債の流通利回りというところまで低下しているということである。一番下にあるクレジット・デフォルト・スワップのプレミアムの方も、従来は株価に連動する割合が高かった訳だが、最近ではむしろ銀行債への連動が強まっており、こちらの方もプレミアムが低下という状態である。図表2-10、主要為替相場の推移である。為替相場の方はイラク戦の終結にもかかわらず、ドル自体は軟化の基調が続いている。やはり、アメリカ経済における双子の赤字の懸念というものが為替相場の材料になっているということである。ただ、日本円の方も、今申し上げた長期金利の低下ということから、機関投資家は徐々に外債投資を一段と強めるのではないかという見方があり、結果的に円高方向には向かいにくいというか、マーケットの方は円高、円安どちらにも動きにくい展開ということである。全体として言うと、為替相場は高金利通貨、相対的にユーロ、あるいはオーストラリアドル、あるいはカナダドルといったところを買われて、ドルと円が相対的には弱いという展開に4月以降なっている。一番上の段をみると、この細い線で書いてあるのがユーロ/円だが、ユーロ/円は132円という水準まできている。一方で、ドル/円の方は120円程度でほぼ横這いということである。

ある。図表 2-12、わが国および米国を巡る資金フローの状況である。上段に対内外証券投資の数字がある。今申し上げたように、右から二番目に対外公社債投資の水準があるが、引き続き高水準である。特に 4 月に入ってから是一段と対外公社債投資が増えているということで、やはり国内長期金利の絶対水準の低下というのが国内の機関投資家の外債投資に向かわせる力を強めているということだろうと思う。ただ、今のところ大半の機関投資家は引き続き為替のヘッジ付きでの投資ということである。従って、欧米の長期金利の低下に期待しているという投資になっているということであり、円相場の上昇の歯止めにはなっているが、円相場をどんどん下押しする圧力はまだヘッジ付きの投資であるので弱いということである。私からの報告は以上である。

福井議長

質問等があればどうぞ。

須田委員

クレジット・デフォルト・スワップのプレミアムが、従来は株価に連動していたが、今は銀行債の対国債スプレッドとの連動が強まってきているという説明があったが、ちょっとよく分からなかった。そのところをもう少しお願いしたい。

山本金融市場局長

ここでは捨象しているが、銀行債だけではなくてクレジット・デフォルト・スワップ一般論から申し上げますと、基本的には海外などの動きでも社債に連動するのが基本になっている。つまり、デフォルト事由はむしろ社債のデフォルト事由とほぼ同一のものになっているので、むしろ社債との連動性が高いということだろうと思う。ただ、日本においてはこれまでむしろそうしたところが連動してこずに、株価との連動が高かったというのが事実であり、我々の方は投資家の層が違うというのか、クレジッ

ト・デフォルト・スワップの方は専ら海外の投資家によるマーケットということで、海外の投資家は専ら株価をみながらデフォルト確率などを計算しているというふうに理解をしていた訳である。ただ、ここへきて実は、銀行セクターだけではなくて、企業そのもののクレジット・デフォルト・スワップもほとんどこの銀行と同じように急縮小しており、株価とは別の動きになっている。これには結構クレジット・リンク債というものがどうも私募形式でかなり発行されており、その投資の主体としてこれまで海外、海外と言ってきたのだが、結構地域金融機関なども入ってきていることがあるようである。そのことが、結局、社債のプレミアムとの比較感からこのクレジット・リンク債のようなもの、クレジット・デフォルト・スワップに最終的には結びつく訳だが、そこのスプレッドの比較感でどうも最近では地域の金融機関や機関投資家などがマーケットに入ってきている。ここが新しい裁定関係を生み出してきているようであり、株価よりも社債との関係、連動性が強まっているということのようである。

田谷委員

補完貸付がちょろちょろと月末、あるいは期末でなく使われているが、これは何か特殊要因か。

山本金融市場局長

これは特殊ということでない。4月24日、4月28日とあるし、4月28日は国内の中堅証券会社、4月24日は外資系の証券会社の利用である。4月24日の外資系の証券会社の利用は、これは比較的頻度高く練習をしているところが、練習として出ているということだと認識している。4月28日の中堅の証券もこれも比較的頻度が高いところなのだが、マーケットで資金を取れない時は、資金を取ると補完貸付の金利よりも少し高いレートでの調達になってしまう先が直ちに補完貸付ということで、マーケットに取りにいかないという態度をとっているところがあり、いずれも頻度高く登場するところで、大きな動きとして出てきている訳ではないというふう

に認識している。

植田委員

短国周りのレートが一頃に比べると一桁違うということであり、ちょっと前の説明では短国の発行の影響であるということだったのだが、依然としてそれで良いのか、それとも若干流動性の問題があるのか。

山本金融市場局長

基本的には短国の発行量は4月も増えている。3月に7～8兆円増えた後、この4～6月にかけては蔵券というのか、資金繰り関係の発行が増える月であり、4月も恐らく7兆円位増加したというふうに見られており、3～4月の発行量はかなり大きなものだったというふうに認識している。その一方で、2月までのことを考えてみると、短国の運用主体の非常に大きなウェイトが都銀であり、都銀の方は一方で銀行株価の下落があって、少し慎重な運用気味であるので、その両者が絡み合って少し金利を一時的にプッシュアップしたかなという感じがする。ただ、この1/100という水準を超えていくとこれまで運用を基本的に見送っていた投信とか、あるいは地銀もあるし、そうしたところが比較的入ってくるような感じがあり、このようにほとんどこの4月以降になって動かない位の感じになってきている。一応ここで金利は安定しているという印象を持っている。

福井議長

他に宜しいか。では、海外の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—4）

堀井国際局長

それでは手許に本日配布した決定会合資料4（参考計表）（追加分）をみて欲しい。図表1である。まず、1. 実質GDP成長率は、本年第1四半期に年率1.6%と前期の1.4%に引き続き低成長となった。直前の市場

予想の平均が2.4%であったから、それを下回った訳である。GDPについては、後で少し詳しく述べることにして、この表では13. 生産の3月は-0.5%とかなりの減少となっている。これまでも循環的な拡大モメンタムが鈍ってきていると報告してきており、その趨勢に沿った数字ではあるが、当月は暖冬による電力生産の減少という特殊要因が大きく響いており、これを調整すると弱含み横這い程度である。次に18. CPIについてだが、ガソリン、燃料油の値上がりはピークアウトしつつあるが、電力、ガスの値上がりが響いて、当月は全体で高めの上昇となった。しかし、その下にあるコアは落ち着いている。図表2. 米国の実質GDPだが、下の表で需要項目をみると、第1四半期の個人消費は右側二行目にあるように前期比年率1.4%と低い伸びに止まった。中身について付言すると、既に明らかになっている自動車の減少に加えて、この時期に値上がりの目立った光熱の支出が減少した。また、旅行などのレクリエーションも減少した。いずれもイラク情勢の直接、間接の影響とみられる。この間、その下の住宅投資は好調を続けている。一方、企業の設備投資だが4.2%の減少となった。予て報告しているとおおり、昨年最終四半期には自動車メーカーのレンタカー会社への販売攻勢ということにより、設備投資が嵩上げされた訳だが、今期にはその反動が出た訳である。その他の機械のうち、非情報化投資の部門についても昨年中は各期、実はほぼ横這いであったのが今期第1四半期には大きく減少しており、イラク情勢を巡る不透明感の影響が出たものとみている。他方、情報化投資は増加を続けているし、工場やビルなどの構造物投資も減少幅が小さくなってきている。これは従来から申し上げているのと同じトレンドである。この間、政府支出は0.9と鈍い伸びに止まった。地方政府の支出は、この内訳である訳だが、減少している。それからイラク関連では、国防関係は既に前期最終四半期に在庫積み増しをずっとしており、今期はその在庫を取り崩しただけであるので、全体の伸びは鈍化したということである。この間、純輸出が増加しているが、これは前期大幅に増加した輸入が反動減となっており、これとその上にある民間在庫の減少が実は裏腹の関係にある。この表では、最後に物価

であるが、個人消費デフレーターは石油製品の値上がりから、かなりの上昇となったが、その下にあるようなコアではむしろ伸び率は低下して0.9となっている。図表3、米国株価・金利でアメリカの金融指標をみると、株価は前回会合以降ジリ高である。長期金利は横這い圏内の動きとなっている。地政学的なリスクという壊滅的なロスをもたらす得る極端なリスクが小さくなる中で、投資家のリスクの認識も後退して、つれて株式投資に前向きになっているのかもしれない。現に、ここに載せていないが株式および債券とも、オプション価格から観測されるインプライド・ボラティリティは低下しているし、また社債の国債スプレッドといったところもこのところ幾分縮小している。地政学的なリスクが収まり、その背後のファンダメンタルズが注目されつつある。それにつれて先行きのアメリカ経済に関して緩やかな回復に止まる、ないしはジョブレス・リカバリーといった姿が市場では浮かび上がってきている。そうしたもとの、労働生産性の上昇と分配率の低下から企業収益は増加を続けるだろうという見方も出ていた。こうしたことが長期金利は上がらないで株価がジリ高になっている背景かもしれない。因みにこうした景気展開は、我々が想定しているアメリカ経済の標準シナリオでもある。なお、一番下に市場の短期金利予想をみると、7月限のところは6月24日、25日のFOMCでの利下げというものが程度織り込まれている絵がここにある。次に図表4、ユーロエリアの主要経済指標についてであるが、前回申し上げたことに付け加える点は少ないのだが、5. ドイツの投資財受注が2月はかなり増加している。これを含めて3か月連続の増加となっていた。一時的要因という可能性もあるが、ストック調整がかなり進んでいるために、更新投資やリストラ投資が出はじめているのかもしれない。この点、現地でのミクロ情報などを一段と仔細に調べてみたいと思っている。それから9. の生産だが、欧州の2月は、実は欧州サイドは寒波でエネルギー生産が増加したということで嵩上げされており、実はこれを除くとこの左側にある1Qのところ、1~2月平均の前期比で0.6という数字があるが、この数字からエネルギーを除くと0.1になってしまう。横這い圏内ということかと思う。図表5、

欧州株価・金利、欧州の金融指標だが、このところ米国市場とほぼ同じ動きである。株価はジリ高、長期金利は横這い。ただし、アメリカに比べると長期金利は心持ち弱めである。先物市場では年央にかけての利下げがある程度織り込まれているし、さらにその後、年央以降であるが金利の反転上昇期待がかなり後退している様子がこのグラフからみてとれる。図表6-1、東アジア諸国・地域の主要経済指標、アジアの経済指標のうち、中国は既に報道されているが第1四半期の実質成長率は前年比カッコ内の数字でみて9.9%の高成長となった。それからここは付け加えることはないので、図表6-2、韓国、台湾、マレーシアの生産をみると、このところの鈍化の様子がみてとれる訳である。最後にこのところ韓国、台湾、香港、中国、シンガポールなどでアジアの株が下落している訳だが、言うまでもなくSARSが経済に及ぼす悪影響を懸念した動きである。そこで図表7、SARSの影響でそれを纏めてみた。先週発表のOECDアウトルックがSARSに言及しているほか、世銀の半期報告でも観光への影響に限定して試算をしているが、日本を除く東アジアの2003年の実質GDPをSARSで0.3%ポイント押し下げるという試算結果を出している。その下の表で民間の試算もあるが、これも0.5%ポイント位押し下げるということである。これらの試算はいずれも観光収入の減少の影響によるものであり、個人消費全般への悪影響、あるいは直接投資の抑制効果、さらには製品、部品の供給のトラブルといったところは考慮していない。あくまでも限定的な試算である。既に北京、香港では市民生活にも影響が及んでいる様子であるし、一方、サプライチェーン・マネジメントについては今のところ影響は限定的とは言われているが、アメリカ系企業の広東工場閉鎖のニュースもポロポロと出はじめている。これがSARSの現状である。以上、前回政策決定会合時の情勢判断に変更を迫る材料は見当たらないが、全体、海外景気は緩やかに拡大しているものの、イラク情勢を巡るリスクが後退した後も、依然経済の下方リスクが気になる情勢が続いているということである。以上である。

福井議長

質問等があればどうぞ。宜しいか。それでは国内経済情勢をお願いする。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－5）

早川調査統計局長

それでは本日配っている資料 5 の追加図表に基づいて説明したいと思う。時間の制約があるが伝えるべき計数も沢山あるので、ちょっと駆け足になることを許して欲しい。それからただ今配ったのは、本日、先程出た鉱工業生産である。まずこの厚い方の図表 3 をみて欲しい。貿易統計だが、実は先達て 2002 年の計数が年間補正を含めて確定した。これを捉えてデフレータについても 2000 年基準の C G P I で調整するということで、実質輸出入についての基準替えが行なわれたということである。その結果、このとおり実質輸出については 10～12 月期が 4.5% 増加の後、1～3 月期 0.8% の減少、それから実質輸入は 2.2% 増加の後 0.2% の増加ということである。足許それぞれほぼ横這い、やや弱含みの数字になっているが、前の四半期が上方修正されている。例えば実質輸出だと、これまでは 2.4% だったのが 4.5%、輸入の方は 1.7% だったのが 2.2% である。後ろの図表 12 をみると、これが新旧比較である。このとおり、輸出でいくと、去年の第 4 四半期のところが随分大きく上方修正された後、足許少し弱いということである。それから輸入については、輸入品について、機械類とかを沢山とっているんで、その価格の下落が大きくなって実質輸入が大きくなっている、こんな感じの動きである。従って足許ちょっと弱めの数字はみられるが、去年の第 4 四半期はかなり大きく上方修正されたことを踏まえると、少なくとも過去については緩やかな増加が続いてきたという判断で良いと思う。恐縮だが、図表 5 をみて欲しい。その輸出の中身の 1～3 月のところをみると、特徴点は地域別にみると米国向けの大幅な減少、それとアジア向けの増加である。中国向けはこのとおり、1 月に関税が下がるせいもあるが、大幅増加になっている。財別にみても増えているのは中間財、あるいは資本財・部品といったアジア向けのものが増えている。他

方減っている方は、自動車関連、情報関連、それぞれについて米国向けの影響が出ているということになる。ただ今足許までは緩やかな増加で良いと申し上げたばかりだが、気になることがないわけではない。次のページをみると、やはり具体的に申し上げるとアメリカ向けであって、このとおり第1四半期は車の輸出がかなり減った。ご承知のとおりその裏側には、1~3月期については現地の自動車販売が余り良くなかったということがある。勿論第4四半期に在庫補填をやった反動という面もあるが、下の方をみると在庫の水準はかなり高いということもあって、4~6月期に直ぐ輸出がまた増えるというような感じにはなっていない。情報関連だが、情報関連の輸出も少し減っている。一番下をみると、日本の情報関連の輸入は増えているのでやや割り負け感があるし、真ん中をみると、点々の世界半導体出荷はほぼ真横であるので、ここで割り負けている。ただし、実はこれは競争力という問題ではなくて、世界半導体出荷の中身をみると、実は日本は携帯関係の部品とかが良いので、比較的むしろ強めの数字である。だから今輸入が増えていても不思議ではないのだが、世界半導体出荷の中でこのところずっと弱いのはアメリカであって、世界半導体出荷は去年の第3四半期まで伸びた後、第4四半期、第1四半期と横這いだが、アメリカに限って言うと、去年の第3四半期から3四半期連続でマイナスになっているということで、この辺が影響しているというように思っている。従って、このアメリカ向けの減少について、イラク戦争の絡みの一時的なものであるというふうに考えれば心配はないが、そうではなくて何らかのファンダメンタルズの弱さを表わしたものだとするともやはり気になると言わざるを得ない。もう一点は改めて申し上げるまでもないが、これまで好調であったアジアについてSARSの影響が懸念されているということである。次のページの世界経済の見通し、これは民間のコンセンサス・フォーキャストだが、このように全般に下方修正になっている。米国とヨーロッパについてはこれまでも下方修正されることが多かったので余り驚かないが、今回はアジアについても水準は高いが下方修正になっている。これはこれまでどちらかと言うと横這いしないし上方修正が多かった地

域なので、やはりSARSのことが懸念されているということが分かる。という訳で輸出入に関しては、足許までは比較的底固い動きだったのだが、先行きを考えると必ずしも楽観できない材料がむしろ出てきているという感じである。

設備投資関係については図表の14、15にある。一致指標の資本財総供給については、後程申し上げるように鉱工業生産指数が新しくなったので、これまでギクシャクしたのがきれいに滑らかになって、極く緩やかに下げ止まりから上向きつつあるかなという感じ。次のページの機械受注についても2月単月はマイナスになったが、1、2月でみれば少しプラス。むしろこれ位の方が、よりもっともらしいと言うか、1月の単月の時は随分変な絵になっていたが、今はもっともらしい。この辺については余り大きな変化がないと申し上げて良いかと思う。

次のページが個人消費である。3月の数字がかなり出ている。一言で申し上げますと、3月だけ取り上げると、勿論車とか家電はまあまあなのだが、百貨店辺りを中心にちょっと弱い数字が多かったかなと思っている。ご承知のとおり3月はちょっと寒かったこととかが影響したと思われる。ただ1~3月を均してみると、三角括弧内は、縦でずっとみても、プラス・マイナスで、少なくとも現在の時点で基調に大きな変化が出ている訳ではない。ただ、旅行についてはこれは3月以降の数字が出てくると大幅に減少してくることはもう改めて申し上げるまでもないと思っている。個人消費について基調に大きな変化はない訳だが、気になるのは、図表21の消費者コンフィデンスで、このとおりどちらかと言うと全体に下を向いているものが多いということである。このうちの代表的な消費者態度指数についてみると、中段の寄与度分解にあるように、3月の数字の悪化というのは一番大きな影響をしたのは物価の上り方である。これはガソリンのせいなのか発泡酒、たばこのせいかわからないが、そういった物の影響なので、この分は割り引いてみる必要があると思う。ただ、それ以外についても全体に下向いているということになる。個人消費については、確かに所得の減少幅は少し小さくなってきているので、その分は好材料なのだが、

これまででき過ぎの部分もある。消費者心理については現在の株価情勢等を考えると、やはり気になる面もあるので、まだ当面は少し弱くなることはないだろうかという観点からみていく必要があると思っている。

鉱工業生産である。鉱工業生産についてはまず過去のところから申し上げたいと思う。これも既に皆さんご承知のとおり、4月18日に2000年基準の数字が発表された。これに伴って去年の第4四半期の生産は-1%だったのが+0.4%ということで上方修正されて、GDP統計同様去年1年間全ての四半期について生産は増加であったということが確認された訳である。この影響を見易い、4ページ先の財別出荷のところでも見て欲しい。基準替えが行なわれただけでなく、今回二つ位重要な変化があって、一つはご承知のように新製品がカウントされるようになった。デジカメとかそういうものである。その影響を見易いのが右側の上から二段目、耐久消費財のところをみると、前の指数に比べて顕著に数字が上にいっているということが分かると思う。それに加えて今回はいわゆるデフレーションの拡大が行なわれている。これまで例えば半導体とかを金額で計算していたものをCGPIで割り込んでいるということである。従って例えばこれ、右側の一番上をみると、2001年の落ち込みの程度が緩くなった。これはIT不況の真っ最中、実は値段が下がった分まで数量が減ったとカウントしたのを修正したということである。ということで、少なくとも過去形については、こちらむしろ、これまでみていたよりはどちらかというところ底固かった、という結果なのだが、先程配った鉱工業生産指数の新しい数字をみると、3月の速報が-0.2%になった。これは前の+2.8%というのは異基準値で旧指数ベースの予測だったので、本当の実現率のマイナスというのは-1.2%だから、そんなに大きい訳ではないが、やはり弱い数字である。先行きについても-0.9%、+2.1%ということで、これで単純計算すると第2四半期は-0.1%という計算になる。そういう意味では生産は過去において弱含みと言わないのは良かったと思うが、やはり足許も横這いという姿から出ていないということである。先程数字をみてみたら、やはり電機関係について実現率および先行きの予測修正率が弱い。こ

れまでどちらかという予測修正率がプラスになって実現率がマイナスになる傾向があったが、実は4月の予測修正率はマイナスである。この辺も先程申し上げたような輸出環境の変化などが影響している可能性がある。そういう意味では繰り返しになるが、これまでのところの比較的底固い動きに対して、とりわけ輸出、生産周りを中心にやや怪しげな動きが出てきているというふうに言った方が良いと思う。

それから労働需給に進む。図表 31、求人倍率は一番上にある。求人倍率は0.01ポイント低下して0.60倍、それから中段の一番下にある完全失業率は0.2%ポイント上がって5.4%、それぞれについて基本的には大きな変化がないとみている。求人倍率がついに下がってしまったという感じだが、所詮0.01ポイントであるし逆に失業率は前回の5.2%から上昇、これはまあ一時的なものだと申し上げたのでそれ自体は驚くべきことではない。ただ、次のページをみて欲しいが、細かくみると若干色々なところに変化が出ているなという気がしている。その一つは、中段の右側の新規求人の動きだが、やはり伸び率が鈍化している。特に製造業を中心に伸び率が鈍化している。生産の伸び率の鈍化が去年の第3四半期から第4四半期、第1四半期と続いてきたので、求人の伸びが鈍化してくるのは当然と言えば当然である。従って、いわゆる有効求人倍率はこれまで比較的順調に上がってきたが、これからはどんどん上がっていくとは限らないと考えた方が良いと思う。他方、右下の失業率のところ、失業率の水準には余り大きな変化はない。ただ、これまでは単に失業率が高いということだけではなくて、このように、非自発的失業が非常に多く増えていたというのがある意味で中身の悪さという点だった訳であるが、これについてはさすがに頭打ち感がある。実は失業保険の新規の申請の件数は随分前から下がっていて、その割にストックの非自発的失業がなかなか減らないと思っていたのだが、ある意味でいわゆるリストラの動きがそう大規模に行なわれなくなった影響がそろそろ出てきたかなということである。ただし、従来はこれが下がっても、逆に言うと下がると非自発的失業が増える傾向があるので、必ずしも失業率全体が下がるということにはならないかもしれない。

最後に物価関係だが、図表 37 である。輸入物価だが、輸入物価については足許までは上昇である。申すまでもなく、一番下のグレーのところを表わされているように、原油価格上昇の影響ということになる。ただし、ご承知のとおり原油価格については 3 月の半ばをピークに足許まで 10 ドル位下がった。従って入着ベースでいくと 4 月というより 5 月位から輸入物価がはっきり下がってくるという感じになろうかと思っている。今度は国内企業物価である。国内企業物価が一番上にあるように、前年比でみて 3 月 -0.7% である。去年の前半はこれは -2% 台後半だったのでそういう意味ではかなり下落率は縮んできたと申し上げて良いと思う。足許の 3 か月前比をみると、中段にあるように +0.2% ということで若干ながらも強含んでいる形になる。この主要な理由は下のグラフをみれば分かるとおり、二つあって、一つはその点々のところ、すなわち原油の影響、それからもう一つはそれ以外の鉄にしろ紙にしろ素材類の需給が引き締まっているということである。ただ、このうちさすがに国内の商品市況も足許は大体上昇が止まってきているし、原油価格の下落の影響がいずれ出てくるので、そういうことを考えるとこれから強含みでいくというよりはむしろ横這いから弱含みに転じていく可能性が高いのではないかと思っている。最後に消費者物価、図表 42、消費者物価については全国の 3 月の除く生鮮 -0.6%、遂に長期に亘る -0.7% から -0.9% のレンジから漸くはみ出たということである。上の方に出たということになる。3 月単月については、中段にあるように基本的にはこのグレーのところ、ガソリンとか灯油の値上がりによるものであった。ただ、皆さんご承知のとおり 4 月については去年の電力料金引き下げの裏、あるいはまた医療費負担の上昇ということなので、この数字がさらにマイナス幅が縮むということになる。因みにさらに 2 ページ先の東京のところをみると、東京は 3 月が -0.7% だった訳だが 4 月は -0.4% である。このようにこれまで下に出てきた白いところ、公共料金が上の方にポコッとひっくり返ったというのが最大の特徴になるので、こういうことを前提にするとどうだろうか。全国の 4 月はまた外れるといけないので余りいい加減なことは言わない方が良いのだが、

-0.3%、-0.4%、それ位かなと思っっている。なお、一点だけ。図表 35 に戻り、含む生鮮というのを普段はみていないが、このとおり、この図表 35 でみると、4 月の東京の含む生鮮の前年比は-0.1%である。実は全国は3月時点で除く生鮮-0.6%に対して-0.1%なので、4月に含む生鮮でプラスに出る可能性はある。ということなのでこの辺は念頭に置いてもらいたいということである。

以上のとおり、物価は今言ったような調子でマイナス幅が縮んでいるが、実体経済について言うと、やはり輸出・生産のところについては統計の改訂によって過去のところはむしろ上方改訂になって、これまでは比較的底固いというか、横這いの中でもどちらかという底固めに推移してきたということが確認された訳だが、足許については少し気になる動きがあって、とりわけアメリカがどうなのだろうか、要するにイラク戦争の部分と根っこの部分をどうみるかということと、それから皆が気にはしているが定量的には非常に把握しにくいSARSの影響、この二点がやはりかなり先行きに関する不確実要因になっているということかと思う。私からは以上である。

福井議長

どうぞ質問等があったら。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。鉱工業生産だが、これは1枚紙だが、第2四半期予測-0.1%ということなのだが、これは実現率などを考慮してもこの位ということなのか。過去の実現率を考慮するともう少しマイナスになるとか。

早川調査統計局長

もし過去の実現率を考慮すればマイナスだと思うが、実を言うと、基準改定に伴って予測指数も変わっているので、癖について全く分からない。

多分副総裁はご存知だと思うが、予測系列同士の前期比みたいなのが本当は知りたいのだが、それも少なくとも現時点では分からないので、ちょっと余りいい加減なことは言わない方が良いと思っている。過去であれば癖を考えたり、予測系列同士の前期比みたいなのを考える必要があるのだが、ちょっとそれが直ちにできないので非常に統計が変わるといえるのはどうしてもこういうことが起こってしまう。

春委員

色々と統計の基準値が変わったりした結果、10～12月まで足許の底固さは確認された感じという考え方で良いのか。

早川調査統計局長

然り。少なくとも去年の第4四半期については、従来、特に生産を中心に少し弱い数字が出ていて、それから景気動向指数も50割れが続いたりして、そのところは私皆さんに多分上方修正されると言っつつぱってきたので、結局上方修正されて私自身は安心したという感じがある訳だが、ただ足許のところをみると、むしろ輸出についても生産についてもやや弱めの数字が出はじめて、特に4～6月期に向けて、繰り返しになるがこれはまさに判断である。アメリカについて弱さの部分をイラクで考えるのか、ファンダメンタルズで考えるのか。ご承知のとおり日本企業はどちらかと言うと常にアメリカについては本当は弱いのではないかという見方が多いように思う。ということで繰り返しになるが、今後は戦争後の米国の数字、および企業ヒアリング、この両方を合わせる形で実勢を判断していきたいと思っている。

中原委員

電力料金の影響だが、一般の大口電力も上がるのか。消費者向けだけ上がるのか。

早川調査統計局長

上がるのではない。去年下がったので、要するに去年はマイナス寄与が立ったのが今年はなくなる。だから数字面、別に電力料金が、それは厳密に言うと、この4月ほんのちょっと上がった。電力料金は、春委員が詳しいと思うが、二つあって、燃料費調整制度といって過去の為替レートおよび原油価格の変動に合わせてちょっとずつ動かす部分と、それからいわば規制緩和というか、方向としての値下げ、効率化を背景にした値下げみたいな動きがあって、去年起こったのは、大きな意味では二番目の方のもので去年の東京電力が4月、それから後7月、10月と各社が下げたというのが。

中原委員

それは大口電力も含めてのものか。

早川調査統計局長

含んでいる。だから先程の全国のところで図表42、絵をみると一番上のグラフでずっと白いところが下に出ている。要するに民間のところだけだともう少しマイナスは小さいが、白いのがずっと下に出ている、大体この白いのがほぼ電力だと考えれば良いと思う。4月のところでマイナスに出て、あと各社の追隨に伴って大きくなってきている。これを逆に言うと、今年はなくなるということである。

岩田副総裁

もう一点だけ宜しいか。GDPの数字が来月の16日に発表になるのだが、日本の場合、仮にゼロだったとした時に今年度のというか、成長に対するゲタの部分というのはどの位になるのか。

門間調査統計局経済調査課長

0.5である。

岩田副総裁

分かった。

福井議長

他に宜しいか。それでは金融環境についてお願いします。

4. 金融環境に関する報告（資料-6）

山口企画室審議役

それでは手許に参考計表その2というのを配っているが、それに則して説明したいと思う。まず図表1だが、クレジット関連の指標とあるが、その一番上のところで銀行貸出の数字である。一番右側に3月の計数を載せているが、 -2.2% ということである。2月まで -2.5% ということだったので、若干マイナス幅が縮まるという姿である。業態的にみても、3月都銀等でも -3.8% 、2月が -4.3% だったので、都銀辺りの貸出残高のマイナス幅が縮まっているという姿である。四半期で見ても、1~3月期は結局銀行全体では -2.4% ということであって、それまでに比べればマイナス幅が圧縮されるという姿である。要因としては、これまで申し上げてきたところだが、中小企業向け貸出に関連して業務改善命令を受けた一部大手行を中心にして多少貸出態度を前傾化したという要因が一番大きかったということである。従って、その辺りが業態の動きとしても都銀等に表われているということである。それから民間部門総資金調達、下の方だが、これについては計数的にはほとんど大きな動きはないので省略するが、若干直接市場絡みで変化めいた動きがあるので、その点については図表2で説明したいと思う。まず上の方のグラフはCPと社債の発行残高のグラフだが、右端の方に向けてこれが新しい数字ということだが、全体としてちょっと前年比がプラス方向に振れているという姿である。CPと社債を合わせて3月は $+0.6\%$ ということになって、内訳としてはCPについて $+8.4\%$ 、社債が -1.1% というような形である。CPについてはご記憶のと

おり去年はペイオフの一部解禁を控えて多少金融機関のCP引受け姿勢が消極化したということがあったので、今年は逆にその裏が表われるというようなことで伸び率が高まっているということである。それから社債については98年頃に大量発行があった訳だが、これはグラフ左側にちょっと推移をみてもらえればと思うが、薄めの棒グラフが社債の部分だが、98年当時発行残高が伸びていく姿がみて取れようかと思うが、その部分の償還がこれから本格化する、この辺りが影響して社債の伸び率を下げるというようなことである。いずれにしてもCP、社債合わせてみれば、概ね前年並みの推移といったことである。そういう中で発行段階における信用スプレッドはどうかというのが下の図表であるが、これについては4月の数字を載せている。まずCPについては全体感としては総じて低位安定ということの良いと思うが、多少その格付けの低いA2格辺りでも3月0.46%から4月0.26%という形で、やや年度末に向けてスプレッドが広がるという動きがあった訳だが、これが再び縮小の方向に向っているということである。それから社債については、一番下にA格を載せているが、このスプレッドがこの辺りでも縮まるというようなことになっていて、投資家の購入姿勢が少し前向き化しているかなという感じが窺われるということである。以上がクレジット関連ということで、次に図表3でマネー関連である。まず一番上の表でマネタリーベースを載せている。4月の計数であるが、これは27日までの平残ということで、マネタリーベース全体としては11.7%ということである。3月10.9%から比べれば少し伸び率が大きくなったということである。要因としては銀行券についてはギリギリと伸び率を低めるという、このところのトレンドから変わっていないということだが、当座預金については4月に入って日銀が資金供給を増やしているの、それを反映する形で伸び率が拡大するということである。銀行券と当座預金、それらの動きは、方向としてはまちまちだが、結果としてマネタリーベースは12%弱位の伸び率に一応なってきたということである。それから下の方でマネーサプライだが、特段大きな動きはない。3月1.8%ということ、1月、2月、3月、四半期でみても+1.9%とい

うことである。それから広義流動性についても3月は1.5%ということで、多少今年に入ってから振れはあるが、均してみれば1~3月は1.4%ということで、大きな変化はないということである。そういう中で企業金融周りがどういう状況かというのは図表4だが、まず金融市場局で行なっているローンサーベイの結果ということである。まず企業の資金需要がどうかというのが一番上の表だが、第1四半期で大企業で-13%、中小企業で-17%ということなので、企業段階の資金需要としては下振れているという姿である。昨年末に掛けて不良債権処理の加速ということが金融機関で行なわれるだろうと、それを巡って企業段階でもかなり先行きの金繰りについて警戒感が拡がった訳だが、現実の金融機関行動をみていると、そうした警戒感も後退してきているという姿である。それを受けて実際の企業行動としては、一つは債務圧縮ペースというのを少し縮めようかという感じが年末に掛けてあった訳だが、それがまた元に戻ってきている。債務圧縮ペースを再び早めるというような動きが出てきているということが一つであるし、それからもう一つは資金確保を早めにやっておいた方が安全だというような、多少警戒的な動きも昨年末にかけてみられた訳だが、こうしたこともこの3月末にかけては後退してきている。そうした資金確保の動きも落ち着いてきている。こういった辺りが企業の規模を問わず全体として企業の資金需要を落ち着かせてきているといった背景にあるのかなとみている。それから金融機関の貸出運営スタンスということだが、まず大企業向けについては第1四半期についても3%ということで、流れとしては慎重化の方向ということであるが、中小企業向けについては35%と非常に小さな動きではあるが若干ながら運営スタンスを前傾化するという感じが出ている。この辺は冒頭申し上げた銀行貸出の計数面での動きと平仄が取れているということだろうと思っている。そういう中で実際に貸出条件についてどういう設定スタンスにあるかというのが参考1と参考2で示したところだが、まず参考1について、信用枠についてはどういう状況かということだが、大企業については格段の変化はない。ただ、中小企業についてはこのとおり緩和方向に設定スタンスを傾けているとい

う感じである。それから利鞘の方については、大企業については-7、それから中小企業については-16 ということ、共にマイナス幅、厳格化幅を多少小さくするという形になってきているということである。それから同じ企業金融周りだが、図表5、企業のサイドからみた金融機関の貸出態度はどうかということだが、中小公庫の調査と国民公庫の調査結果が出ているが、中小公庫については大きな変化はない。4月7.5%ということ、第1四半期6.1%だったのでそれとの対比で見れば多少企業からみても金融機関の貸出態度は前傾化しているという感じがあるかということである。それから実際に企業が金融機関の貸出態度が厳しいとみている割合はどうかということでも、4月多少それが緩む姿になっている。それから国民公庫、これは第1四半期の計数、3月の数字ということである。これまた水面を深く沈んでいる姿には変化はない訳だが、そういう中であっても、一応良い方向に貸出態度は緩む方向に動いているというような感じの結果が国民公庫の調査としては出ている。それからその一方で企業の資金繰り判断だが、これは中小公庫の4月-19.0%、国民公庫の第1四半期-37.8%ということであって、資金繰り判断としては共に厳しめの方に振れているという姿である。それから最後に企業倒産、図表6だが、このところ前年を1割方下回るような形で推移してきているが、3月についても結果的に-10.4%ということであって、このところの頭打ち感というか、1割方の前年割れというような動きが継続しているという格好である。計数としての説明は以上とおりであるが、多少の変化、微細な変化をみると幾つかあるかと思う。一つは、金融機関の貸出態度、特に一部大手行を中心にして中小企業向けの貸出態度が多少前傾化してきているということである。これは前回は申し上げたところだが、そうした傾向が継続中であるというのが一つである。それからもう一つは直接市場、資本市場についても社債を中心にして、投資家が購入姿勢を前向き化している。その辺りは先程も申し上げたが、信用スプレッドをみても、多少信用度の低いところについてもそのスプレッドがさらに縮まるといったような動きが出てきている訳であるが、そういった辺りに表われているという

ことである。それからもう一点は、昨年末に掛けて少し拡がりかけた企業の資金需要というか、多少金融機関の行動を先読みしてということがあった訳だが、そうした企業の資金需要というのも落ち着いてきているという、こんな感じだろうと思う。従って全体感としては、企業金融を中心として金融環境は緩む方向ということだが、いずれも動きとしては非常に微細な動きということである。私共としては中小企業を中心に企業金融は依然として厳しいという評価を変えるまでではないと思っているが、変化としては今申し上げたような動きが一応認められるという状況である。以上である。

福井議長

どうぞ質問があれば。

須田委員

社債のスプレッドが縮小しているのは、社債の発行額が減っているということが影響しているという話があった。ところで、社債の償還に企業はどのように対応しているのか。これから償還がどんどん到来するということになった時に、借換えるのか。それとも返済して有利子負債を減らすのか。去年、あるいは一昨年だったと思うが、借換え問題が企業金融について関心を集めた時期があったと思うのだが…。

山口企画室審議役

借換えの分がストレートに社債の発行という形が出るよりは、やはり今の流れからすると企業の債務圧縮姿勢というのが多分続こうかと思うので、3月の計数について大量発行分の償還本格化によって発行残高がマイナスになったということを申し上げたが、4月以降、当面のところはそうした動きがどちらかといえば続くのではないかと思っている。

福間委員

倒産はどうみれば良いのか。ここに書かれていたな。件数が随分減少している。

山口企画室審議役

多少先程も申し上げたが、件数としても前年を1割方下回るような感じになってきている。こうした状況というのはやはり続くのではないか、端的に言えば倒産件数としては落ち着いた推移という感じになるのではないかと考えている。

中原委員

実際倒産する企業は増えている。

山口企画室審議役

然り。ただ昨年、ご承知のように、佐藤工業の倒産、第一家電の倒産とか、1月から6月頃にかけてかなりの倒産がみられた訳だが、そうした動きからすれば、今年は良い方向での動きが続くのではないかと考えている。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。やはり社債のスプレッドの減少について、量的緩和の効果というのはどの位影響を与えていると、どういうふうを考えているのか。

白川理事

これは何回か前の決定会合でも議論したが、局面局面で違ってくる。大きく捉えた場合まずどうかということで見ると、量的緩和によって格付けの高い社債やCPでのスプレッドは小さくなったという感じがする。信用度の低いものについては、これまでのところ量的緩和によってスプレッド

が小さくなったという感じはどうもないように窺われる。一定の手法で計算してみると、格付けが高いものについて何がしかの効果はあったと言えるが、しかしそれも非常に大きなものではなかった。それから、局面毎の動きであるが、信用不安が拡がった時にはまず一番流動性が低く、信用度の低い社債から売られている。そのような局面において、量を潤沢に供給することは資金繰り不安を鎮め、やがて格付けの低いCP・社債のスプレッドについても一旦拡がった後、これを縮めていくという効果はあると思う。

岩田副総裁

それは国債についてもか。長期物についても余り効果ないのか。

白川理事

今申し上げたのは、信用のスプレッドである。国債については長、短のスプレッドということになってくると思う。これについてはこれまでずっと議論されたことだが、一つは景気自体が弱い、先行き景気が弱いという見通しに加えて時間軸が短期、中期のゾーンで強力に効いているということだろうと思う。それからさらに言うと、時間軸によってボラティリティが小さくなることによって、国債の魅力が増してくる、つまりイールド対比ボラティリティが小さくなるだけ、その分また結果として下げてくるようになってくるなという、その結果、結論としては長短のスプレッドも小さくなってくるということである。

岩田副総裁

最後の点、ボラティリティが小さくなって魅力が増すという面もあるが、ただインカムゲインというか、余りにその利回りが低くなって0.6とか、それで外債に向っているというか、つまり量的緩和を進めたが故に長短のスプレッドが縮まってそれで長期債の魅力が減って、それで外債の方に転換していく。いわゆるポートフォリオのリバランシングというか、という

のが出ているようにもみえるのだが。対外証券投資などの動きもみると。

白川理事

これもどの程度タイムスパンでみるかということだと思う。今日は時間の関係で説明していないが、この後議論する展望レポートで安全資産とリスク資産の比率表をとりあげている。安全資産の裏返しはリスク資産、その中には外債も入っているが、この動きがどうかとみてみると、個人や非金融機関部門については、趨勢値は多少上がっているが、レベル自体が非常に低い中で若干上がっているという程度である。民間金融機関、あるいは投資家については先程金融市場局長の説明にもあったとおり、主としてアメリカをはじめとする、海外の金利低下を期待した投資であり、為替リスクについてはカバーをしている。銀行は自らの体力を考えた場合にどういふふうリスクをとるかを考えている。その際、為替のリスクはちょっと恐いなと、しかし日本の国債については既にかなりインカムが小さくなって、海外についてインカムをとり、願わくばキャピタルも採りたいなという形で、為替リスクはヘッジしているという感じだろうと思う。

岩田副総裁

纏めて言うと、国債について言うと、量的緩和の効果は時間軸効果だということか。緩和は続くだろうという期待で下がっていると、それはデフレの期待が定着する、先程消費者物価は下げ幅がむしろ少し目先縮むということだと思うが、それとはやや逆さまなような感じもするが、そこは如何か。

白川理事

二つあると思う。一つは先行きこれまで景気が弱いという見通し、それ自体が全体としての長期金利を下げる、これは時間軸があってもなくても通常のマーケットの期待の効果として長期金利水準が下がっていくということである。加えて、日本銀行がプリマチュアに金融緩和を解除するこ

とはないという期待、そういうことがあってリスクプレミアムはその分小さくなっていく訳である。それが短期、中期のゾーンに強力に効いてくるということである。今質問の極く足許CPIが若干マイナス幅が小さくなっている訳である。ただ日本銀行はCPIが安定的に0%を上回るまで量的緩和を続けると言っているのだから、今マーケットの方では、日本銀行の量的緩和が近々外れるというふうな見通しは今のところ全くないと思う。その分の変化というのはまだ長期金利には出ていないと思う。

福井議長

他にないか。それでは「経済・物価の将来展望とリスク評価」に関する説明をお願いします。

5. 「経済・物価の将来展望とリスク評価」に関する説明

山口企画室審議役

それではまず手許に展望レポートの見直しについてという資料があるかと思うので、まずこれに則して説明する。透明性という観点から金融政策運営について国民、あるいは市場がどうみているかというところを整理したのが最初のところだが、まず本行の情報発信の頻度とか、あるいはボリュームという点に関しては一定の評価が得られているという、ここはそういうふうに見ていて良いのかなということである。二つ目(2)と書いたところだが、量的緩和政策の説明に関しては分かりにくいといった見方も根強いようにみられる。例えば横棒の所に書いたが、量的緩和の効果の限界とかあるいは不確実性を指摘しながらこれを進めているのは何故かといったような疑問というものもあるということである。それから三点目として日銀はデフレ脱却の展望を示していないといった批判も聞かれるということである。こんなことが非常に大雑把に私共の政策運営に対して国民、市場がどうみているかといったことを考えた場合に出てくる、纏められる整理ということである。そしてそういったことを頭に置いて、展望レポートの見直しというのを考えてはどうかということである。今申し上

げたような国民、市場の見方というようなことは、一つはここに書いたように、日本経済あるいは金融システムが置かれている状況、これに由来する、ここからくるものが多いということだし、それから金利のゼロ制約のもとでの緩和策のそもそもの性格というか、そういったものに発しているものも多いということである。従って、説明の方法とかツールを通じて私共の政策運営の透明性に関して投げかけられている疑問、あるいは批判を解決できる余地というのは自ずと限界があるのかなということである。しかしそうは言っても、今回公表することを予定している展望レポートにおいて、これから申し上げるような改善を図るということ自体は有益なのではないかということである。一つは(1)としたところだが、新たに金融政策運営と金融環境といったことについて記述するパートを設けるということである。現在の金融緩和策の効果が及んでいる分野、あるいは及んでいない分野、それからそれらについての背景、こういったものについて説明し、本行の政策運営の考え方とかあるいは波及メカニズムの強化といった問題意識に対する国民、市場の理解をなるべく促していく、こういったことである。それからさらに下の黒ポチだが、前回展望レポートで想定した標準シナリオとその後半年間に経済が実際に辿った姿との対比、これについて記述してみる、それから日本銀行が想定するデフレ克服についての展望についての記述も加えると、こんなことも考えながら記述について充実してみたらどうかというのが(1)ということである。それから(2)のところでは書いたのは、政策委員見通しの中央値を開示してはどうかということである。政策委員会を持つ経済・物価見通しのイメージをピンポイントの計数を示すことによって、より分かり易く国民、市場に伝える効果が期待できる、こういうことである。展望レポートの見直しというようなことについての資料の説明は以上である。これを踏まえて実際に展望レポートを配っている訳だが、今日手許に配ったものと、既に配っていたものとの間で若干修正があるので、それらの点についてまず説明しておきたいと思う。まず一点は、5ページである。海外経済の動向のところであるが、その最終パラグラフ、元々「さらに」というところは付けていな

かったのだが、意見を踏まえて「さらに、世界経済全体に不確実な要因が多いことを踏まえると、国際的な資金の流れとそれが為替レートなどに及ぼす影響についても引き続き注視していく必要がある」、この部分を付け加えたというのが一点である。それからもう一点は8ページの第二パラグラフである。「この政策の採用以降、日本銀行当座預金残高の目標値は、経済金融情勢を踏まえて徐々に引き上げられてきた」、既に配っていたバージョンでは「引き上げられ、現在は「17~22兆円程度」となっている」という部分があった訳だが、これは書くまでもないだろうということで「徐々に引き上げられてきた」というところで切ったということである。これが二点目である。それから今配ったバージョンで14ページ、一番最後をみて欲しい。これは中程に政策委員の大勢見通しというのを載せている。先程展望レポートの見直しということで中央値の開示ということをし上げたが、今回この政策委員の大勢見通しの三角括弧の中に政策委員見通しの中央値を載せている。例えば消費者物価指数でいくと、2003年度-0.5~-0.4に対して中央値は-0.4ということになる。国内企業物価指数、実質GDPについても同様に記載することにしたということである。それからあと修正点という意味では実は図表12、図表15、それぞれ名目長期金利と実質長期金利、それから図表の15は信用乗数の変化とその要因分解、委員の意見を踏まえて図表としてつけたものである。私の方からは以上である。

福井議長

この展望レポートの中身については後程討議の時に皆さんから意見を伺う。今は執行部の説明に対してもし何か質問があればどうぞ。宜しいか。それでは少し早いですが、区切りの良いところでコーヒーブレイクを取りたい。10分位、45分に再開する。

(午前10時33分中断、午前10時45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 福井議長

それでは会議を再開する。最初に金融経済情勢と当面の金融政策運営方針を行ないたいと思う。今回は展望レポートの公表も踏まえた議論ということになる。従って短期的なことプラスやや長めの視点も踏まえて金融経済情勢についての発言を頂きたいと思う。併せて次回の決定会合までの金融政策の運営と、これらについてそれぞれ委員の方から意見を頂きたいと思う。一人約 10 分程度ということでお願いしたいと思うが、今日は須田委員、田谷委員、植田委員、春委員、武藤委員、岩田委員、福間委員、中原委員、この順番でお願いしたいと思う。最初に須田委員からお願いする。

須田委員

まず金融経済情勢については、鉱工業指数の基準改定などから景気動向については、これまでに思っていたよりも若干底固く推移してきたと言えるが、足許輸出、生産が弱含みではっきりとした回復への動きはみられないという点についてはこれまでと変わらない。もう少し長い目で今年度の経済を展望すると、景気、物価、金融情勢とも展望レポートの標準シナリオ、リスク評価に違和感はない。以下リスク要因について幾つか述べておきたいと思う。

最大のリスク要因は不確実性の大きい海外経済だ。特に欧米経済が元々抱えている資本ストックやバランスシートなどの調整圧力が予想以上に大きく、新規雇用や設備投資にはなかなか結びつかず、回復力が極めて弱いものに止まるというリスクが少なくないように思う。米国の双子の赤字拡大を巡る議論がドルレートの調整をもたらすリスクもある。更に東アジア経済についても基本的には自律的な拡大の力は予想以上に強いと考えられるが、当面 S A R S の感染拡大が観光をはじめ経済活動に及ぼす悪影響が懸念される。この問題が収束するのに今年一杯かかるようだと、かなり経済的打撃を受ける可能性がある。標準的なシナリオの大前提である海外経済見通しについては民間見通しに比べかなり厳しめとなっているが、

それでもその蓋然性が最大のリスクだと思う。

次に国内面での下振れリスクについては、金融システム不安の強まりに伴うリスクと個人消費の下振れリスクを取り上げておく。まず、金融システムの問題だが、現在金融市場における資金余剰感が極めて強いもとの、97～98年のような急激かつ大規模な信用収縮が起こる可能性は小さいと思う。もっとも現在株価が値ごろ感がないままに大きく下落しており、先行き株価に底入れの兆しがみられない場合には、大手銀行の経営不安や企業の信用リスクに対する警戒感が強まり、設備投資や個人消費が圧縮される可能性も全く考えられない訳ではない。また、個人消費については雇用者所得を巡る環境が引き続き厳しい状況にあるし、今年度は医療保険料の引き上げや年金の物価スライドの復活などが可処分所得の押し下げ要因として働く。こうした所得環境の悪化が家計のコンフィデンスや所得対比強めの消費行動にどのような影響を及ぼすか、という点も注意が怠れないように思う。

ところで、現時点における標準シナリオとリスク要因について、昨年10月時点あるいは昨年4月時点と比較すると、基本的には変化していない。多少の綾はあるが、海外経済を巡るリスクも国内の金融システム問題も良い方向にも悪い方向にも顕現化することなく、同じリスク要因がずっと持ち越されていると言える。その結果として、景気が横這い圏内で推移しているとみることができる。ただし、内閣府の企業行動に関するアンケート調査によると、時間が経過しても不透明感が解消しない状況下で、企業からみた今後5年間の期待成長率は更に低下している。設備投資の決定要因として、内外の需要動向、収益水準が最も重要な要因として指摘されているので、中期的な期待成長率の低下そのものが現時点の設備投資の抑制など自己実現的な側面を持つことには注意を要する。

次に、当面の金融政策運営だが、足許輸出、生産ともに弱含みではっきりとした回復への動きがみられない中で、株価の低迷、特に銀行株価が一連の大型増資をきっかけとする下落基調に歯止めがかかっていないこと、SARSの影響などから、不透明感がむしろ強まっていること、郵政公社

による当座預金残高が依然として高い水準を維持しそうであること、などを踏まえると、当座預金残高の目標レンジを5兆円程度引き上げるとともに、なお書きと補完貸付については元に戻すことが適当ではないかと考える。当面、郵政公社の当座預金残高は4~5兆円が想定されているので追加緩和という意味では22兆から27兆のレンジの上半分、25兆円以上を目指すのが良いのではないかと思う。

ところで、市場関係者の間では日本銀行が最近金融緩和のトランスミッション・メカニズムが目詰まりを起こしているという問題意識を示していることについて、目詰まりを起こしているということは量的緩和が効かないということ自ら認めているようなものではないか、という疑念やとまどいがみられる。しかし、展望レポートに添付されている図からも、量的緩和政策のポートフォリオ・リバランス効果はそれなりに浸透しつつあるとみることにもできるように思う。ただし私が量的緩和政策という場合にはゼロ金利プラス量プラス時間軸といった政策フレームワーク全体で捉えており、評価する場合も全体で議論している。量だけを取り上げるという格好では評価はしていないし、それは非常に難しいことだと思う。そのうえで、量的緩和政策の効果をみてみると、量的緩和政策を採用した後、最初の約1年間は政策効果は短期金融市場に限られていた。しかしその後、長期金利が低下傾向を辿っている。現在10年物金利は0.6%台前半まで低下しているが、それが相対的に金利の高い超長期ゾーンへの投資を一段と活発化させ、これらゾーンの金利も顕著に低下した。そして最近では、長期、超長期金利がかなり低い水準まで低下していることを背景に、地域金融機関や機関投資家は期待収益率がより高い先を求めて動き出している。その一つの行き先がクレジット・リスクである。この結果、低位格付けの社債を含めクレジット・スプレッドは大きく縮小している。またクレジット・デフォルト・スワップ市場における民間企業や銀行に対するプレミアムも大きく低下している。もう一つの行き先は海外である。最近多くの市場関係者は機関投資家が一段と外債投資を活発化する方向にあり、高金利通貨に対する関心が高まっていると指摘している。米ドル建てよりもユーロ建

て、あるいはそれらよりも豪州ドル、あるいはカナダドルへといった動きである。銀行や生保などは為替リスクをヘッジしている模様だが、今後個人にも外債投資の動きがもっと拡がり、それが円安に作用する可能性は小さくないように思う。社債市場におけるクレジット・スプレッドの縮小については、投資家のリスク評価は大丈夫なのか、需給要因に引きずられ過ぎてはいないか、など気掛かりな点はある。しかしこうした動きを淡々と評価すれば、時間の経過とともに当初期待したように、リスクテイク行動の拡がりはみられると申し上げても過言ではないように思う。従って今後も経済状況によるが、質的緩和だけでなく量的緩和も続けていく必要があると思う。

このような評価をしているのにもかかわらず私自身、「量的緩和政策を積極的に推し進めるべきだ」ということではないのだが、その理由は、投資家のリスクテイク行動が実体経済活動の活発化や日本経済の回復期待を伴っている訳ではないと受け止めているためである。その象徴が株式市場の低迷である。しかし先行き不透明感が強く、かつ企業からみた中期的な期待成長率が低下している中で、株式投資が活発化することは期待できない。要するに日本経済自体の基礎的な力強さを引き上げない限り、量的緩和政策を採っても我々が期待するようなリスクテイク行動は拡がらないという厳しい現実には直面しているということだと思う。

なお、最近では銀行券の伸びが急激に落ちている一方、大量の長期国債を購入し、かつ長めの手形オペを打ってきたことなどのため、短期の資金供給オペが少なくなってきた。量的緩和政策の結果、短期市場機能が低下していることもあって、短国、レポ市場金利の無用の変動をももたらしかねない。短期供給オペを増やすためにも今回は長期国債の買切増額はすべきでないと思う。

最後に透明性の向上策について私が日頃考えていることを申し上げる。第一に日本銀行の金融政策の説明に対して分かりにくいという批判があるとすれば、それは情報発信の頻度とか展望レポートの書き振りに重要な欠陥があるというよりも、基本的には現在の金融政策運営のトランスミッ

ション・メカニズムそのものが非常に不透明であるということに起因していると考えている。私も一般論としては金融政策の透明性を確保するためには、実現を目指す目標を明らかにしたうえで、現状および先行きの経済情勢をどのように判断しているか、言い換えれば目標と足許の間の距離感を説明し、そのうえでどのような政策手段を用いて目標との距離を詰めていくのか、といった点を明らかにすることが重要であると考えている。しかし、現在の量的金融緩和政策については实体经济へのトランスミッション・メカニズムが不透明であるうえ、さらに金融緩和の度合いを計る共通の尺度さえ見出すことが難しいのが実情である。こうした中では透明性の向上といっても自ずと限界があると思う。たとえ今現在、中長期的に望ましいインフレ率を示すとしても金融政策の説明が分かり易いということにはなりにくいと思う。また、今直ぐに中長期的に望ましいインフレ率を示すことに伴うコストも無視できないと思っている。まず波及メカニズムが定かでないのにインフレターゲットに追い込まれてしまう可能性がある。また、今後消費者物価上昇率がゼロに近付いてきた時にその後どの程度のインフレ率を許容すべきかは、デフレ期間の長さや物価上昇のスピード、景気回復と物価上昇の順番、つまり回復が先なのか物価上昇が先なのか、あるいは資産価格の下落は止まっているのか、金融システムの状況はどうか、あるいは財政状況はどうか、などによって異なることにならざるを得ない。中長期的に望ましいインフレ率を示して、それで金融政策の透明性を高めようとするのであれば、たとえ中長期的なものであっても最初からそれを超えるインフレ率を許容せざるを得ない状況になるのでは、その目標は達成されない。従ってゼロインフレに近付いた時に経済状況を見てインフレ率の上限を定めるという方が望ましいと思う。

なお、展望レポートにおける我々の見通しの数字の取扱いについて念のため一言だけ申し上げておきたいと思う。今回政策委員の見通しの中央値を新たに開示するというのが案として示されている。当たり前のことだが、これは政策委員の見通しの上から五番目、下から五番目の数字に過ぎず、かつ選ばれた三つの数字の間には整合性はない。従って、仮にこのよ

うな形で公表するとしても、見通しを一本化した訳ではないこと、従って次回の展望レポートなど、今回の経済・物価見通しをレビューする際にはこの中央値と比較して評価しないこと、という二点をボードメンバーの間で確認し、認識を共有する必要があると思う。万が一、この中央値を示した後で、これについてもボードメンバーから様々な解釈、例えばこれが政策委員会が共有したピンポイントの見通しであるかのような解釈が対外的に示されることがあると、透明性の向上どころか却って混乱をもたらし、ひいては政策委員会における意思決定のあり方に対する不信にも繋がる恐れもあると懸念している。仮にそうした十分な意思統一が難しいという場合には、より透明性を高めるという観点から全ての政策委員の見通しとその推移を図示することが望ましいと思う。現在でも9名のメンバーの見通しのうち4名分の数字は事実上開示されている。ここで中央値の開示ということになると、さらに一つを開示するだけのことになる。とすれば、残る四つの数字を開示することを拒む強い理由も見当たらないと考えているからである。以上である。

福井議長

それでは田谷委員お願いする。

田谷委員

私は前回会合以降の金融経済情勢のレビューをまず行ない、展望レポートについてのコメント、それで最後に政策運営についてのコメントという順番で行きたいと思う。

前回会合以降の経済金融情勢の変化からはじめたいと思う。そのうち、まず輸出環境を概観したいと思う。イラク戦が短期シナリオどおりとなり、一つの不確定要因が取り除かれた。米国経済の先行きについては、年後半からの回復シナリオは維持できると思う。第1四半期の実質成長率は予想比若干下振れたが、年央以降は3%台半ばの成長に戻るという見方が有力である。前回会合時、アベイラブルだった2月の弱めの統計は、東部にお

ける大雪など特殊要因によるもので、それらの多くは3月以降堅調さが戻ってきた。自動車販売を含めた小売売上高、住宅着工件数、耐久財受注、消費者信頼感指数、消費者コンフィデンス指数などである。ただ、3月以降の統計でも生産、雇用関連指標は弱めの動きを続けており、本格回復はまだ先のようなのである。もっとも、株価はイラク戦以前の水準を上回り、堅調となっている。第1四半期の企業業績が悪くなかったことが背景となっているが、第2四半期の業績については市場の見方にまだ慎重さが窺われる。ユーロエリア経済については、弱気の見方が増えているようである。内需は弱く、各種コンフィデンス指数も悪化傾向にある。雇用情勢も悪化方向にある。種々の理由から政策対応が難しいこともある。株価は米国同様、戻り基調にあるが、その背景を域内経済の回復期待に求める向きはないようである。東アジア経済についても、輸出生産の伸び率鈍化がより目につくようになってきた。今後の東アジア経済の焦点は益々存在感を高めてきている中国におけるSARSの拡がりとその影響だろう。既にかかなり悪い影響が出つつあるが、全体としてどうなるかは不透明である。アジアNIEs、中国の株価は、欧米株価の戻り基調と逆に下落してきたが昨日は一部戻したようである。日本の株価もアジアNIEsの株価と同程度、あるいはそれ以上に下がってきた。SARSの影響が大きいと思う。日本の株価は欧米の株価と比べると、ここ2か月程、特に3月半ば辺りから弱さが目立つ。確かに日本の株式市場に特有な需給悪化要因があることも事実である。厚生年金基金の運用代行返上、自社株買いが鈍化する端境期にあること、持ち合い株の解消が続いていること、公的年金、郵貯簡保の株式運用が慎重化していること、銀行の最近の増資に関連して売りが出ていることなどである。しかし、市場規模は小さいものの、アジアの近隣諸国の株価も欧米株と異なり、日本の株価と同程度下がってきたのも事実である。共通項はSARSだと思う。昨日、アジアの株価がかなり上がったが、この先どうなるかは中国での展開、SARSの展開次第だと思う。国内の実体経済指標に大きな変化はないと思う。輸出・生産は足許までは概ね横這いの動きとなっている。消費は弱めの動きを続けているものの、設備投

資は緩やかな回復の動きとなっている。ただ、消費マインドや企業マインドが3月以来、若干低下してきている兆しがあり、要注意である。金融面で目立つのは株安のほか、金利が広範に下がってきたことである。国債利回りの低下が中期から長期、超長期に拡がり、社債の対国債イールド・スプレッドの縮小が高格付け債から低格付け債にまで拡がってきた。さらにそれらがデフォルト・スワップレートの低下にも繋がってきた。資金余剰感の強まりが基本にあると思うが、株安も背景となっていると思う。動きがかなり急なこともあり、これも要注意である。次に展望レポートについて若干触れたいと思う。字句についてのコメントは後でということなので、後程申し上げるが、レポート全体としては特に違和感はない。この第1四半期は純輸出がほぼ横這い、消費も横這いで設備投資が増加した姿を思い描いているので、実質成長率は横這いから若干のプラスと想定している。1~2月の全産業活動指数の10~12月比がプラスであることも整合的だと思う。そうすると、今年度に向けた成長率のゲタがあるので、相当固めにみても実質成長率は1%をかなり超えると思う。一方、中国におけるSARSの拡がりや影響については、かなり深刻に考えなければならないと思う。成長率予想はそれらのバランスのうえで考えた。消費者物価については幾つかの特殊要因もあり、これまでの下落率の半分程度になると考えている。その際、需給ギャップは明確には縮小しないと想定した。ところでこうしたレポートに物価変化率について望ましいと考えられる参照値といったものを入れてはどうかとの意見については、現在のところ必ずしも適当ではないと思う。その理由については前回会合で述べたので繰り返さない。最後に政策運営についてコメントしたいと思う。まず現在検討中のABSを含めさらに企業金融に関連してできることはないか、引き続き検討することが必要だと思う。オペ担保の拡充にしても産業再生機構向け貸付債権に止まらず検討を続けることが必要だし、オペ手段の拡充についても検討が必要だろう。ただ以下では主として当座預金残高目標の引き上げの可能性について議論したいと思う。マネーマーケットで、一時、一部金利が若干上昇したが、その後それらの金利も以前より若干高めのところ

はあるが落ち着いてきたようである。この面からは今直ぐ当預目標を上げなければならない状況ではない。現在の量的レジームはそもそも金利の若干の振れは容認するはずである。しかもこの間、中長期金利は広範に下がってきた。またマネタリーベースの伸び率を高め維持するために、当預目標を引き上げるというコンセンサスもこの委員会には現在のところないはずである。さらに郵政公社の預け金は当初の想定より遅くなるかもしれないが、秋口辺りまでには最初に想定された水準辺りに落ち着いてきそうである。であるとすれば、一旦当預目標を引き上げた後、下げることは引き締めと取られかねないため、必要とあらば、なお書きを適用しつつ、17～22兆円の目標レンジを維持することも可能だろう。一方、郵政公社のためとは言え、なお書き対応が長期化している。今回、なお書きを外して当預残高目標を引き上げた場合、将来、公社の預け金が減少していても、マネーマーケットの最近の動向などをみると、大手行を中心にまだ日銀当預の吸収余力はありそうである。銀行株価が大幅に下がり、そうした先はより多くの資金を抱えようとしているし、そうした際の日銀のオペへの依存も強まっている。当預目標を引き上げることも可能だし、それは短期金利の振れを未然に防ぐことにもなるだろう。もっとも、日銀への依存の強まりといい、短期金利の振れの未然防止といい、良い面と同時に好ましくない側面も併せ持っている。こうした点を含め、皆様の意見を聞きながら目標の引き上げについては決めていきたいと思う。ただ、引き上げとなった場合でも今回は長期国債の買い増しは必要ないと思う。ターム物のオペで十分対応可能だと思うし、最近の金融市場の状況からみて、増額が却って市場の不安定化をもたらす恐れがあるからである。最後にもう一点。日銀ウォッチャーと呼ばれる人達のほとんどが今回は当預目標の変更なしと予想していることなどを考えると、引き上げる場合、余程説明をしないと政策に対する信認が維持されないと思う。以上である。

福井議長

それでは植田委員お願いします。

植田委員

私は今回余り強い意見がないので極く簡単に申し上げたいと思う。世界経済を巡るリスク要因については二人が言われたようなことをやはり私も感じているし、それについてもう少しはっきりとしたことが分かるためには、もう1、2か月最低データをみてみないとということだと思う。国内経済については、これも調査統計局、あるいは二人の委員が言われた見方と同じようなものであるが、ここまでの経済活動指数はデータの改訂等もあって、まあ思っていたとおりに、あるいはそれよりもやや高めの水準を走ってきたが、足許から将来に掛けて、というか足許で、生産、輸出、あるいは労働市場の先行指標的な部分についてやや懸念される動きが出ているということは今後も注意してみていきたいと思う。それからインフレ率に関しては、デフレの程度がCPI等で予想どおりのタイミングで縮小方向に動きつつある訳だが、常識的に考えてそれがどの位続くかということについては予断を許さない状態だと思う。付け加えると、債券市場ではこういうデータの動きに対する反応が全くみられない。これは割合と私が今申し上げたようなデフレ縮小の動きの持続性に対する懐疑感からきているものかもしれないし、あるいは債券市場自体がそういうことにビビッドに反応する能力を少し失いつつあるということかもしれない。その辺今後をみていきたいと思う。株式市場の弱さが懸念される訳だが、これも先程説明があったように、短期の需給要因もあるがもう少し中長期的な日本経済の姿に関する悲観的な見方を反映しているとみた方が宜しいように思う。さらに関連して、株価は下落するが社債等は買われているという動きの背後に日本の大企業、大手金融機関が収益は出ないが、デット・ホルダーについては場合によっては国がちゃんと面倒をみてくれるというような雰囲気があるとすると、日本経済全体が極めて不健全な道を歩んでいるというリスクもあるのかなと思う。最後に政策関連だが、やや大きな話になるが、先程二人が触れられたので、量的緩和、流動性の供給というふうに見ると、私はその効果は極めてぎりぎり、限界的なところにきてい

と思う。言うまでもなく短期の金利がほぼゼロにきてしまったということに表われている。ただ、株式市場の弱さ、その近い将来への流動性需要に対する影響、それに伴う混乱等を見越して予備的に流動性供給を増やして今回対応していくということは考える余地があるかと思う。ただそれに伴う問題、田谷委員が言われたような問題があるので、これについては皆さんと議論してみたいと思う。長期金利が低下したことが社債、あるいは外債等へのある種のリバランス効果を発生させていることは事実かと思う。ただ、その規模が大きくないということと、長期金利の低下自体がかなりぎりぎりのところにきているということも事実かと思う。その先に行くと、3月末以来、議論していたようにあるいはそれ以前からもしていたように、日本銀行が政策として信用リスクを採るか、あるいは資産価格変動リスクを取りに行くかという問題に直面する訳である。この背後には民間部門のリスクテイクが十分でないという認識がある場合にはということだが、これも考えてみると非常に微妙なところかと思う。例えば、信用リスクについてみると、今日も議論があったように、社債等様々なところでスプレッドは非常に既に薄いところにきている。そこでさらに日本銀行が出ていって、リスクをとって、場合によってはスプレッドを薄くするというのをどう考えるか。あるいは出ていくにしても出ていく場所とか出て行き方を慎重に考えないといけないという問題があるように思う。株式市場では、株価はどんどん下がってきてリスク・プレミアムが上昇しているように見える訳だが、これも例えば持ち合い解消売りというようなことを考えてみると、これまで正当なリスク・プレミアムを要求してこなかった投資家が、マーケットから離れつつある中で平均的なリスク・プレミアムが上昇しているというような解釈の可能性もあって、非常に微妙な問題を孕んでいるように思う。取り敢えず以上である。

福井議長

それでは春委員お願いする。

春委員

では申し上げる。足許の実体経済の情勢だが、実質輸出、あるいは鉱工業生産の指標改訂が行なわれ、先程も質問したが、輸出は昨年10、11月は増加傾向だった。あるいは生産も緩やかながら増加してきたというようなことで、設備投資が持ち直していることも含めて、これまでの景気の底固さを確認する形になったと受け止めている。ただ一方で、海外情勢はイラク戦争が実質的に短期終結となったにもかかわらず、米国の1~3月期のGDPが予想を下回ったり、雇用や生産面などで厳しさを示す指標が出ていることとか、アジアでも北朝鮮の核問題に加えてSARSの影響拡大など懸念を強める形となっている。その中で国内の株価は一段と低下して、企業経営者や消費者のコンフィデンスの低下がみられるなど、リスクはさらに強まっている面もあると思う。現状認識としては前回会合のあった時点と変わってはいないが、リスクの高まりにおいて不透明感が強まっているのではないかと思われる。なお、毎回で恐縮だが、生産に関して言えば、産業用需要の大口電力3月でも対前年比+4.2%と、これは9か月連続のプラスである。繊維を除くほぼ全ての業種でプラスとなって、年度通算でも13年度は前年比-4.0%だったが、14年度は+1.9%とプラスに転じている。上下別にみると、上期は+0.3%、下期は+3.7%と高い伸びになっている。ただこれも毎回申し上げているが、設備の状況を示す契約電力は、東京だけのデータだが、3月まで14か月連続で前年比マイナスという状況である。消費者物価については、3月の全国、4月の東京都区部とも緩やかに前年比マイナス幅の縮小が続いているほか、国内企業物価指数の3月速報も2か月連続しての前月比プラス、3月の企業向けサービス価格指数もマイナス幅を縮小している。このところのマイナス幅の縮小には、原油価格等の影響もあるので、このまま縮小が続いてなくなっていく方向かどうかは分からないが、基調としてはマイナス幅縮小の方向ではないかと思う。短期の金融市場は、オーバーナイトのレートは安定して推移しているが、ターム物では若干上がったが、今は安定しているという説明だったが、やや不安定な面があったのではないかと考えている。現状、銀行社

債の対国債スプレッドなどをみても縮小を続けているので心配ないという面もあるかもしれないが、増資後のメガバンクで収益力強化の展望が開けないということが資本市場で強く意識されているという点は注意を要するのではないかと思う。債券市場の方は、10年物の長期金利が既往最低を次々と更新する中で引き続き20年、30年の超長期のものも買われ、その対比で中期債にも割安感が出てくるといった状況である。また社債の対国債スプレッドも縮小したようである。やや定性的というか印象的な言い方だが、債券相場は若干過熱状況といっても良いような状況ではないかという感じもする。当面のリスク要因としては、これも皆さん言われたが、海外情勢と日本の株価かと思う。米国については雇用とか生産の関連指標が若干悪化していて、イラク戦争が事実上終わってもなお景気後退のリスクが大きいという見方もあるようで、主要国際機関の今年の予測も下方修正が多くて、2%台前半から半ば位の成長率予測となっているようである。現状住宅着工は底固く、消費の改善のペースもなお堅調なので、不透明の要素は大きいとは思いますが、私は米国経済は2%台半ばの成長率を期待できるのではないかと考えている。アジアではSARSの影響が日増しに強まっていくようである。当初は観光とか航空業界への影響がみられていたようだが、さらには生産物流とか消費等にも影響が懸念される。国内の株価については、欧米の株価がイラク戦争の終息に伴って持ち直している中で、28日には7,600円寸前というような最安値の更新を続けた。各社の決算発表が本格化している中で、企業収益の持続性について市場はどう評価するかということが鍵ではないかと考えている。次に、展望レポートについてだが、執行部から提示された展望レポートの案について特段の異論はない。今回から展望レポートに金融政策の波及に関する評価のパートが入った訳だが、これは金融政策に対する理解を深め、その透明性を高める面で有意義だと思う。特に、デフレ克服に向けて企業、金融機関などの民間経済主体はもとより、政府・日銀がそれぞれの取組みを続けることが必要だということを改めて明確にしたということが重要と思う。ただ、政策委員の経済・物価見通しについて、これまでの上限、下限とそれから大勢

見通しに加えてさらに中央値を出すということで、特段反対する気持ちはないが、先程須田委員も言われたが、9個のうち5個までを出して、レンジを含めて三つの見通しというのが、ほかの主要中銀の出し方と比べてやや煩雑なのではないか。私は気づかなかったが、須田委員が言われたように中央値が出ると、どうしてもそれが日銀の委員の予測という取り扱われ方をする可能性が大きいと思う。三つある中央値相互間に整合性がもてないということだと、その点も気になる検討課題ではないかと思う。当面の政策運営スタンスだが、当座預金残高は4月8日の前回会合以降、なお書き対応の中で、ディレクティブの上限を上回る推移をしている。また、郵政公社等の動きをみても次回会合の5月20日までに現行のディレクティブの範囲内に収まることは見込めない状況のようである。このように会合を重ねる中でなお書き適用を続けていくということは、市場において日銀の目標への信認という面で望ましいことではないように考える。また、国内の株価が7,600円割れに近づくような状況にあるとか、短期の金融市場でターム物金利も若干不安定な動きをしているというようなこともあるので、前回会合では福間委員から提案があった訳だが、今回はディレクティブの目標レンジを引き上げることを考えても宜しいのではないかと思う。私からは以上である。

福井議長

では、武藤委員お願いします。

武藤副総裁

それではまず、景気の現状認識から話したいと思う。景気の現状については、全体として横這いの動きを続けているという前回の基本的な判断を変える材料はないと思う。仔細にみると色々指摘があったとおり、国内の足許の指標は生産や設備投資関連では底固い動きがある訳だが、一方、消費については弱めの数字も出ているので、現状認識を変えるというような材料はないように思う。先行きについては、国内経済が自律的に回復をし

ていくというモメンタムが働くような材料も窺われていない。一方、海外経済や株価などの面でまたダウンサイド・リスクが強まっているというのが現状だと考える。海外経済については、当面、最大の不確実要因と考えられていたイラク情勢が落ち着いてきたにもかかわらず、当面の回復力には慎重な見方が多いように思っている。イラクの戦後復興を巡る混乱、新たなテロの問題、米国経済がどういうことになっていくのかということについては、やはりまだ懸念があるということかと思う。東アジア全般に中国を中心に好調ではあるが、SARSが大きな脅威となって旅行や物流面への影響は既に指摘されている訳だが、アジア経済が減速ということになれば、わが国経済にも相当深刻な影響を及ぼす恐れがあるのではないかと思う。金融面では株価の下落、とりわけ銀行株の下落が大変大きな懸念材料である。現在は、パイオフ全面解禁の延期であるとか、日本銀行の潤沢な資金供給によって信用不安の拡がりや金融機関の流動性逼迫ということとはみられない。しかし、やはりこの現在の安定が崩れるリスクというのは常に意識しておかなければならないのではないか。そういうことで、総括的に申し上げれば、足許の認識は景気の現状に大きな変化があった訳ではないということになると思う。ただ、ダウンサイド・リスク、先行きについて特にこのダウンサイド・リスクというのがやはり無視できない、かなり強まっているという見方もできるのではないかということが一つの留意点である。そういう認識の上に立って、政策運営をどうするかということに話を進めたいと思うが、このダウンサイド・リスクに対して日本銀行として何らかの政策対応が必要なのではないかと、そういう問題意識を持つ訳だが、結局その際、当座預金残高目標値を引き上げるかどうかということだと思う。今、申し上げたようなダウンサイド・リスクが強まっているという認識と株価下落ということから、資金の出し手も運用を慎重化させているというような話も一時みられたし、今後、金融市場の安定を確保するために十分な流動性供給を行なっていくということを市場に明確に伝えるといったようなことも必要であろうかと考えて、この際、目標値を引き上げてはどうかと思う。引き上げ幅だが、5兆円引き上げて22兆

円～27兆円程度とすることが一番結論的には宜しいのではないかと思う。この引き上げ幅については、やはり郵政公社要因が色々指摘があったとおり、大変攪乱要因で判断を難しくしているのは事実だが、考慮すべきことは、4月の公社発足当初は巨額な当座預金があった訳だが、最近では少しずつ下がってきて今後多少フラクチュエイトするようだが安定的な状態になれば2兆円以下というふうに想定されるということが事実認識としてあるので、これを考慮に入れることが必要だというふうに思う。それからやはり、運用上の問題というか、そういうことを引き上げるにあたって実際の資金供給の手段との関係についても、その引き上げ幅を決める際には配慮する必要があるだろうということで、十分な引き上げというマーケットに対しても十分な意志が伝わる規模ということになると、色々あるが5兆円程度引き上げることが結論的には宜しいのではないかと思われる訳である。ただ、今までの運用は、この幅の中で上限に向かってできる限り努力するというようなことがあったと思うが、郵政公社要因を考慮すると、今回はその上限、例えば27兆円に張り付くように努力するというよりは、その幅の中の例えばだが25兆～27兆円の間に向けて収まるように努力するといったような若干の運用の弾力性を持つことがむしろ宜しいのではないかと考える。その際、長期国債の買入額については変更する必要はないと思う。現在のオペの状況を考えると、何人かの委員から指摘があったように短期の手段でむしろ対応することがこれは可能であるし、また、そうすることが適当だというふうに考える。なお書きは維持すべきだと思う。これは従来と同様、必要があれば上積みも辞さないという姿勢を明確に示しておくということと同様に、郵貯が仮に大きく振れた時にも引き締め要因にならないようにしなければならないということもあろうかと思う。ただ、今のなお書きには国際政治情勢などというイラク情勢を強く認識した表現があるが、これは現時点では必要ないと考える。それからロンバート貸付制度が弾力運用されている訳だが、これは余り利用されていないということだが、全体の今申し上げたような流れの中では、万全を期す観点から暫く現在の弾力運営を継続することで良いので

はないかと思う。政策運営については以上だが、次に展望レポートについて申し上げたい。前回の会合で透明性向上の切り口として、目的の透明性、情勢判断の透明性、プロセスの透明性という三つのことが言われた。今回のこの作業は、恐らく情勢判断の透明性ということだというふうに理解する。金融政策効果の評価とかデフレ克服への道筋といったような記述が加わっている訳だが、日本銀行が経済をどのように認識して、どのような考え方で政策を運営していくのかという点を説明するための試みとして評価できるのではないかと思う。新たにこの中央値を示すということについては、確かに色々議論があるように思うが、三つの中央値というものをとった時の三つの指標の間でどういう関連性があるのかということの指摘とか、色々確かに問題意識は持つ訳だが、結果的にみるとこの中央値というのがそれ程不自然な数字ではないという現実もあるように思う。私は、一つの議論のメルクマールとしては良いのではないかと、理論的な問題というのは幾つかあると思うが、そういうふうにも思う。勿論、この今回の展望レポートの工夫によっても国民の様々な日本銀行に対する疑問には答えきれていないというか、そういうことはある訳だが、その問題は透明性の問題という面もあるが、むしろその政策の枠組みをどうするかといったような、そういうもっと大きな問題なので、引き続き議論をしていく課題というふうに認識をする。それから内容についてはそんなに違和感はない訳だが、二点だけちょっと付け加えておきたい。一つはこれは日本銀行としてどこまで議論するかということがポイントだが、金融システムについての危機感というのをどういうふうに表現していくかということではないかと思う。金融機関の不良債権処理の潜在的な負担の大きさということに対して、市場の懸念は非常に強いものがある。一方、追加的な民間増資というのも難しくなっている訳だが、今はペイオフの解禁延期であるとかいうことで表面上安定が保たれているが、銀行株の下落というのは、銀行経営に対して極めて厳しい目が向いているということではなかろうかというふうに思う訳である。こういう状況のもとでは、金融緩和の波及効果も制約される訳であり、日本銀行としても、この波及メカニズムの強化

の工夫ということが課題であるが、そのためには金融システムの早期健全化ということをどのようにするかということに対して、これは日本銀行ばかりではなくて金融システムを担当する全体の立場から十分に取り組んでいく必要があるように思う訳である。それからもう一つは、株価の問題についてだが、この現在の株価水準は一体何を意味しているかということだが、勿論、行き過ぎた萎縮ということであるのかどうかということであるが、市場が日本経済の先行きに対してやはり、基本的に悲観的な認識を持っているということが根っこにあるのではないかという問題である。とかく、この株価を買い支えるとかそういうような議論が見受けられる訳だが、やはり金融システム問題をはじめとする構造問題の克服に向けた道筋が描けていない。後は誰がどのように描くかということが問題なのだが、描けていないということが基本にあるのではないかということである。最後にこの展望レポートは今の延長線上で粘り強い取組みを続けていけば成長期待も高まっていくというようなことである訳だが、あるいは様々な分野で政策強化が必要ということになるのかどうか。そこはこれからの課題として十分考えていく必要があるのではないかというふうに思っている訳である。以上である。

福井議長

次、岩田委員お願いします。

岩田副総裁

それでは三点について。一つは金融情勢、前回の決定以降どこが変わったかという評価。二番目は今度展望レポートがあるので、これについてのコメント。最後は金融政策運営という三点で話したいと思う。一つ目はまず、世界経済だが、新しい指標、出たものの一つはGDPだと私は思うのだが、実質GDPの成長率がやはりマーケットの期待——2.3%ないし2.4%というのが事前の予想だった訳だが——よりも下回ったという点がやはりややファンダメンタルズがどこまで強いのかなと疑問。つまりアメ

リカの経済というのは、まるで軍事行動がなかったかのようなケースで理想的に実は展開しつつあると私は思うのだが、しかしながらそれにもかかわらず出てきた結果はそれ程良くない。もう少し内需、外需に分けてみると、実は第4四半期は実質GDPが1.4%伸びているが、内需だけでみれば実は3%伸びていた訳である。ところが第1四半期は実質GDPは結果は1.6%だが、内需だけみると実は0.7%。なぜこうなっているかという、輸入が大幅に落ちている、7.9%も輸入がマイナスになったが故にGDPが押し上げられている。これだけで実は何と1.2%GDPが押し上げられるということになっているので、これはやはり内需の弱さをこのGDPの数字は物語っている。特に私が注目しているのは設備投資であり、先程事務局の方からレンタカーの関連ということで出し入れがあったと言うのだが、もう少し私は根が深いと思っており、つまり企業家の投資マインド、設備投資に対するマインドというのがやはり基本的には改善していない。収益が良くなっているにもかかわらず改善していない、この辺がやはりアメリカ経済のいわばファンダメンタルズのやや脆弱性といったら良いか、本当にその強い回復に向かうための条件が整っているのかどうかということについての問題点を実は炙り出しているのではないかというふうに考えている。このようなことで、アメリカの景気をみると個人の方は住宅が非常に強いということだが、生産・雇用、それから結果としてGDPの数字というようなものをみると、第1四半期、第2四半期は余り強い数字にはならないのではないか。2%台というような動きでいくのではないかと思う。そして、私がアメリカとの関連でやはり注目しているのは、日本の輸出であり、特に3月の輸出の減速というのは自動車関連を中心にして大幅に減少したということがあり、同時に在庫の方は積み上がっているという報告もあった訳であり、そうすると第2四半期のアメリカの製造業の生産というのは、恐らく弱含むのではないか。日本の輸出も勿論その時に同時に弱含むということが考えられる。さらに、日本の輸出はアジア向けでもってかなり支えられてきて、余り落ち込まなかったということが、事前程には落ち込まなかったということが言われるが、これも恐らくSA

RSの影響でさらにむしろマイナスの影響が及ぶ、例えば中国の実質成長率も第1四半期はすばらしかったが、第2四半期は、前期比年率で見ると多分マイナスになるのではないかというふうに思う。こういうことで、アジアの方もややこれも少し弱含みになるということを考えて、前回の決定会合で私は、第2四半期は生産、特に製造業等々の生産を中心にしてやや弱含みになる可能性が強いのではないかということをお願いしたが、それを言わばサポートするというか、改めて確認するようなデータが出てきたのかなというふうに思っている。そういうことで、第2四半期はむしろ日本の輸出・生産関連がやや弱含む可能性がむしろある。勿論、GDPの数字は全く分からないが、第2四半期に第1四半期よりも少し弱めになるという、これは消費のマインドが冷えてきているというようなことがあるので、頼りは設備投資だけということなので、ここが設備投資の本当に本格的な回復がはじまるのかどうか、これもアメリカと全く同様の問題だが、日本は問題をまだ孕んでいるというふうに思う。そういうことで、实体经济の方で言うと、先行き、特に第2四半期辺りに幾らか弱含むという下方リスクが改めて確認されたというか、それを確認するようなデータが出てきたというふうに私は受け取っている。株式市場の方は幾らかそういう実体面の弱さということもある程度影響している。さらに短期的な需給要因、年金基金の代行返上、これまで恐らく1.5兆円位売却があったというふうに言われているが、先行きもまだこれは下押し圧力の可能性があるし、北朝鮮のリスクも一部マーケットが気にしはじめたということもあるのではないかというふうに思う。株式市場がやはり長く停滞するということだと、あるいは下げ止まらないというようなことが続くと、やはり实体经济にまたマイナスの影響を加えるということなので、これは注意すべきではないかというふうに考えている。これが実体および金融情勢ということなのだが、二番目にこの展望レポートが出て、私は新たなセクションを設けたことは、非常に高く評価をしているが、まだ迫力不足だというか、私の観点からすると踏み込みが足りない。デフレを本当に克服しようというメッセージを日本銀行はもっと強く発するべきだと思う。私は物価の安定

について最終的に責任を持つのは、やはり日本銀行であり、ほかの人に最終的には転嫁することができないというふうに思っている。そういう観点からすれば、デフレ克服のための前提条件は何なのか、これは勿論ほかの財政とか規制改革とかいろいろな政策が勿論あると思うが、金融政策としては何なのか、何をやるべきなのか、こういうことをもっとはっきり堂々と主張すべきだと思う。であるから、政策目標にしてもより明確なコミットメントをきちっと示すべきである。日本銀行が望ましいと思っている物価安定の目標はどこなのかということと言わないというのは、私は中央銀行としての基本的な任務を放棄していると思えない。これはターゲティングとか何かとは一切かかわりなく、私はそういうふうに思っている。ということで、まず目標を明らかに明示すべきではないか、それでさらにその目標を明示したうえで、それではそれを実現するための政策のあり方としては、どういうものが考えられるのかという政策のメニューをやはり国民にきちっと提起すべきだし、それぞれの政策のメニューについて、その持っているコストとベネフィットというのを一覧表にしてきちっと論ずるべきだというふうに思う。私はこのことについては、以前にメモでダイナミックなポリシーゴール・ターゲティング・プログラムというのを採ったらどうかと申し上げた。政策の枠組みとして、言ってみればダイナミック・プライス・スタビリティ・ターゲティングというのをプログラムとして採用して、最終的な目標に到達するまでに色々なフェーズを採るようにする。ゼロにともかく到達するまでが一つだし、それからさらにややオーバーシューティングもあり得る局面が二つめ、最終的に落ち着くところが三つめで、その三つ局面に応じて、これは目標の重点の置き方も違うし、政策手段も違う、組み合わせも違うというふうに思う。そういうことをやはり、日銀として望ましいシナリオはこうであるということ、道筋を政策手段と併せて提示するということが説明責任を果たすことだし、透明性を向上させる最短の道だというふうに思っている。さらに、そうしたコンテキストの中で、参照値というのはやはり、これはターゲティングでなくても、中央銀行として望ましい目標値というのはどこにあるのか

ということを掲げることは、常に私は有用だというふうに思っている。これは前にも申し上げたが、中長期的な人々の期待物価上昇率のアンカーを与えることができるし、その最終的な均衡を望ましい均衡に至るまでの調整費用とか期間を短縮するうえで、極めて有用性が高いと思う。現在の量的緩和について、私は今回のレポートで反省点のところについて非常に私は同感するのだが、つまり日本銀行が何をやっているのかよく分からない、私にとって一番よく分からないのは、ゼロ以上のインフレ、ゼロ以上にすることを掲げて政策をやりながら、参照値を置く、望ましい数字を置くという議論になると、そこに至る明確な政策手段がないという訳である。それでは今、あなたは明確な政策手段はないのだと、ここで止まれば良いのだが、マーケットはさらにそれを読んで、「明確な政策手段がないと日銀が言っている以上、これはデフレは直らない、日本銀行は世界の中央銀行でも珍しい中央銀行で、デフレを克服したくないと思っている中央銀行である」というところまで私はマーケットが読んでいるというふうに思う。それで長期金利が名目で下がってきているのもこの一つの表われだというふうに解釈をしている。時間軸効果についてもそうだとすることである。それからややテクニカルになるが、これは別に皆さんにはメモで私の展望レポートに対するテクニカルなコメントを送ったので、それをまたよく読んで欲しいのだが、メッセージとしては、期待インフレというようなものについて、あるいはデフレ率についてはきちっともう少し議論をして欲しい。CPIだけでみるだけでなくGDPデフレーターも考えて欲しい。今回の展望レポートでも私は入れて欲しいと言ったのだが、日本銀行は伝統的にGDPの数字は一切信用しないという非常に強い伝統があるようで、デフレーターもそうだし、GDPも余り信用しないということだが、マーケットは必ずしも全面的に信用していないということではない。それもみて反応していると思う。それから私は実質金利についてとても気にしているのだが、それは名目金利が本当に下がってきてしまって、その時に何をみたらよいのかという話が須田委員の方から話があったが、それは一つは量があるし、もう一つは実質金利が厳然としてある。重要な核だ

と思う。デフレを脱却できるかどうか論ずる際に実質金利はどうなっているのかということが極めて重要だというふうに思っている。特に実質金利で申し上げると、資本コストが今も10%以上高止まりしている。2001年はむしろ微増気味である。この要因はまさに資本財、あるいは投資財の価格が下がっているということによって実質金利が上がって、従って資本コストが押し上げられている。こういう状況がある中で、設備投資が本当に強い力が出てくるのかどうか、これは私は問題があるというふうに思っている。さらにテクニカルには、テーラールールであるとか、あるいはマックラムのルールであるとかコンベンショナルに使われているものがあって、ややテクニカルだがそういったこともこの展望レポートの中で堂々と議論して欲しいというふうに思う。なぜなら今の当座預金のターゲティングというのは、私は危険だと思っている。それだけみるのは危険だ。なぜなら、当座預金が大きき時には、銀行のリザーブ・デポジット・レシオがむしろ上がるということで信用乗数を下げる訳である。今日新たに付けられた表の中にはそのことがはっきり示されていて、なぜマネタリーベースが増えても、長期のマネーサプライが増えないのか、それはそのところに問題がある訳であり、当座預金のところだけみているのは極めて危険であると思う。さらに、長期金利の決定要因について、より立ち入った分析がやはり必要だったのではないかと思う。現在の議論でも金利が異常な低さではないか、けれどそれはどこまで異常なのか、あるいは異常だとして、それをさらに量的緩和で進めた場合にどういう困ったことが起こるのか、マーケット・メカニズムが本当に死んでしまうのか、それともそうではなくて、そうしてはじめてそこまでギリギリ詰めた時に本当の量的緩和の効果が、実は顕現化するということも考えられる訳で、私は一部では外債の増額というようなところに民間がリバランスしはじめたというのは、ある意味ではそうした効果が出ている、染み出てきているのではないかというふうにも解釈をしている。ということなので、この長期国債の買入の増額とも勿論関連する。このところの分析を深める必要があるというふうに考えている。以上が二番目の点だが、最後に金融政策運営についてだが、

これは現在の 17~22 兆円ということについて、私はやはりこれは引き上げるべきだと思う。第一の理由は金融経済情勢の下方リスクが前回の会合よりもより明瞭になっているのではないかというふうに考えている。さらに株式市場は今日もちょっと戻っているが、やはり危険水域にあることは間違いないというふうに思う。そういったことを考えるというのが一番目。二番目は、逆に現在の当座預金残高を 17~22 兆円に据え置いた場合に何が起こるか、マネタリーベースに何が起こるか、マーケットは 17~22 兆円なのだと、マネタリーベースをそれであと銀行券の伸び率の数値を置くと、11%位だと。日本銀行は 11%位のマネタリーベースの伸びで良いのだな、とそうするとこれは先程のマッカラムのルールで言うと実は、中期的に望ましい 3%程度の名目成長率を維持するには足りない伸びであり、15 ないし 20%位というのが、これは事務局の方の試算だが、そういうものを維持するのであれば、むしろはっきり、かなりこの当座預金の目標も引き上げてマネタリーベースが 15%程度になるようなところに持っていくべきだというふうに思う。その 5 兆円を出した場合に、今度は逆に郵便貯金の関係で引き下げねばならないかということは、これは私は余りリスクはないというふうに思っている。その範囲の例えば 5 兆円程度増やすということについて、後で下方修正が必要になるような上げ幅ではないというふうに考えている。最後に、現実の当座預金が今、26 兆、25 兆というのがあるのに、やはり 17~22 兆というのはやや不自然な形ではないかというふうに考えている。以上である。

福井議長

福間委員、お願いします。

福間委員

全体的には、前回申し上げたとおりである。すなわち、対イラク武力戦争の短期終結により石油価格が下がっているという点では極めてエンカレッジングではあるけれども、一方で、テロとか S A R S とかそういう懸念

材料があり、コーシャスリー・オプティミスティックな状態である点は今も変わらない。ただ、前回と異なるのは、前回は、航空・旅行業、小売業が大幅に売上げが落ちることが出始めた時期であったが、今回は生産活動について、マンパワーを絞るといような格好で日本人中心に引き上げてくるとか、あるいは感染者が出た場合は、その工場を部分的に閉めるという動きが出始めているということで、前回よりはもう一段と進んできたという点である。物価面では、これまで一方的に上昇を続けてきた鉄鋼・化学品等の素材市況が、SARSの影響から上昇が一服し、高値調整の動きとなっている。但し、水準的にはまだ昨年末に比べて高い水準にある。また、中国では物流の停滞を背景として、生鮮食料品、保存食品を中心に物不足となっており、こうした要因も手伝って3月のCPIは大幅に上昇している。ご承知のように、昨年、中国のCPIは前年比-0.8%であったが、今年に入って1月が+0.4%、2月が+0.2%、3月が+0.9%で、4月はまだ出ていないが恐らくこれを上回るのではないかというようにも言われている。米国経済については、原油価格の下落、恐れられたテロが現在までのところ再発していないこと、さらには月曜日だったか、例の証券アナリスト不正問題についてSECとインベストメントバンク10社の間でセツルメントができたこと——これは市場にとっては非常に大きな要因であり、株式相場もその要因により月曜日は相当上がった——、それと昨日出た4月の消費者コンフィデンスが大幅に上昇したこと——湾岸戦争危機の終結以来の大幅な上昇であった——、こういうプラス要因がある訳だが、先程から皆さん言われているように、ファンダメンタルズが弱い状態で残っており、ブッシュ大統領も景気配慮型の景気対策、すなわち減税を打出したり、グリーンSPAN議長を早々に再任指名したり、あるいは何とかしてイラクの復興需要を独り占めとは言わないが、大部分を取りたいということ——これも広い意味では景気対策であるが——、こういうことを懸命に打ち出しているということである。今後の米国経済については、先程から色々言われている部分を除いて述べると、やはりここにきて地方経済が不振であるということが気掛かりである。ご承

知のように、アメリカは財政均衡法を地方が持っているので、税収が減ると支出を大幅に削減している。去年、ITバブルが崩壊した後、証券関連税収をはじめとして、税収がどんどん落ちている訳だが、その都度支出を削減しているということで、この部分も米国経済について注意しておく必要があると思う。欧州経済、アジア経済についてはもう先程執行部の方から説明があったので、特に申し添えることはない。ただ、アジアでベトナムのようにSARSのコントロールに成功する国が、次々とは出ないかもしれないが、広がってきて、先行きについてリスク・コントロールができるという状況になってくれば、明るさというか最悪の事態は避けられるというような見通しも出るかもしれない。ただ、現段階では予断は許さないということである。わが国の国内経済だが、これまでは中国その他アジア諸国向けの輸出好調を背景に、高めの生産が維持されてきたが、前回と異なるのは、SARSに関して関連航空・旅行業で大きな影響が出ているほか、受注の減少、現地工場閉鎖を見込んだ在庫積み増しなど、生産活動にも影響が出始めている点である。この間、物価については、予想通り、電力、ガス料金の改訂や医療費の自己負担率上昇等もあり、下落率は縮小傾向にある。ただ、縮小のペースは当初見込みと比べ、幾分速いとの印象を持っている。企業業績については、これまで色々と発表されているが、経常利益段階ではV字型回復であるが、純利益ベースでは株安を主因とする特損の発生により、緩やかな回復に止まっている。特にソニーショックは大きく、企業業績に対して一部の楽観的な見方が慎重化しつつあることが気掛かりである。こうした中、SARSの感染拡大に伴う企業業績の先行き不透明感も加わって、日経平均は連日バブル後最安値を更新しているが、就中、大手行の株価がほとんど反発なく下落を続けていることは非常に憂慮される。銀行株を中心とする一段の株安は、企業業績悪化の懸念を強め、また銀行株の下落は金融システム不安を深刻化させる。その動向には十分注意が必要であると思う。続いて短期金融市場だが、これも総じてみれば落ち着いた状態だが、銀行株安を背景に資金の出し手が慎重なスタンスを続けていることもあり、需給はタイトな状況である。大手行の資金繰りに

については、その流動性預金へのシフトに伴う預貸戻改善をもって流動性リスクはなくなったという見方があるが、これは去年4月以降ずっと言っていることだが、ALMの観点からみると、貸出の原資に全て流動性預金を充当することはリスクがあり、そういう行動を銀行は採れない。加えてターム物の資金市場調達が困難な場合には、預貸戻が改善しているからと言って、必ずしも流動性リスクがなくなったとは言えない訳である。本行としては、こうした状況を踏まえ、オペの期日落ちを待つことなく、ターム物の資金供給オペを行ない、その回数を増やす必要があり、目標レンジとの関連で必要があれば短期の売りオペを組み合わせたツイスト方式で対応し、引き続き銀行のALMに配慮し、その流動性確保に万全を期す必要があると思う。経済、物価の将来展望とリスク評価だが、本年度の経済展望については、先程から申し上げているように、SARSの影響から輸出が減速する懸念が大きいということに加えて、個人消費に生活防衛というような動きも見込まれるということで、極めて緩やかな景気回復に止まると慎重にみている。この間、物価については先程から申し上げたように下落率は縮小する見通しだが、SARSに関してはコスト・プッシュ要因として作用する部分と、中国をはじめとするSARSの感染地域での消費需要減少を通じて物価下落をもたらし、これが輸入物価に反映する部分があるが、ネットでは幾分下落率を縮小する方向に作用するのではないかとみている。リスク要因だが、これは項目だけ上げるとSARSの影響、これは再三申し上げている点である。それから先程武藤副総裁が言われた不良債権、金融システムの問題である。不良債権問題については、対策難ということなのか、一番重要な問題でありながら、先送りの議論が出ているところが非常に心配される。こうした動きは市場は非常に敏感に嗅ぎ取っている訳である。公的資金投入問題はよく出るが、前回の増資でこの方式は非常に採り難くなったのではないか。と言うのは、収益拡大の見通しがはっきりと立たない中では、銀行株のダイリューションを招くような公的資金の入れ方は難しいのではないか。残された方策としては、今度発足する産業再生機構やRCC等の既存スキームの活用を一段と

図ること。それに加えて、金融庁が要望している法人税の繰り戻し還付の導入が必要ではないかと思っている。キャピタルを増やすことが必ずしも現在の金融システムの安定に直結しない、むしろ株安を通じて再びロールバックされてくるといふようなところがある。それ以外のリスク要因としてはテロ再発懸念、双子の赤字とドルの動向、それと企業業績と設備投資の問題だが、設備投資も今、足許は非常に底固く緩やかな上昇を続けているが、企業業績に不安が出ると、設備投資は臆病であるので影響が出てくる。この点もリスク要因としてはみておかななくてはいけないのかなと思っている。続いて展望レポートの見直しだが、量的緩和のレビューは私は大変望ましいと思っている。二番目のデフレ克服の展望だが、内容については極めて穏当でこれで良いのではないかと思っている。中央値の問題だが、須田委員の言われるような問題は確かにあると思うが、それを入れたうえでも説明を十分しながら伝える、ピンポイントで伝えるということも一つの工夫ではないかと思って、然程違和感はない。ただ、弊害的な問題もあるので、先程須田委員が言われたようなところに気を付けながら、プレス等で説明する必要があるのではないかと思う。もう一つは、これは特にこの展望レポートの関係ではないが、今日この会合について主要紙が色々な、恐らく推測記事だと思うが、まだ正式に議論していないような問題を、あたかもここで何か決定されるが如き報道が続いたことは、私もまだ1年だが、こういうことは初めてである。であるから、色々な問題を執行部を通じて議論するのであるならば、ここでもって議論すべきだと思うし、大きな議題であればそれはそれとして、別途にやるべきである。実際は、ああいう形で報道が先走ったのだと思うし、新聞社の推測記事であることは十分分かっているが、やはり慎重に対応する必要があるのではないかと思っている。当面の金融政策だが、特に引き上げの理由については前回申し上げたので、申し上げない。引き上げ幅については過去の5兆幅でいくのか、あるいはこの前申し上げた25兆円、30兆円という切りの良い数字でいくのかこの辺は私としては特に拘らない。ただ、こういう状況の中でやはり、マーケットにある意味では緩和というニュアンスを出してポジティブ・サ

プライズを与え株式市場やSARSを中心とする不透明感について、日銀も、マーケットと不透明感を共有しているということを政策面からも伝える必要がある。そういう意味で、私は緩和という言葉も実は一言入れたら良いなと思っている。金融市場の調節方法だが、これはいつも申し上げているように、今の過熱状況をみれば長国ではなくて、手形で十分対応できるのではないかとと思っている。以上である。

福井議長

中原委員、最後になったがお願いします。

中原委員

内外経済を一言で言うと、イラク戦争の直接的な不透明さは解消したが、やはりこれ以外の地政学的要因、経済外的な要因、経済そのものの中に内在する循環的な要因、恒常的な要因、これらの要因からの不透明さが改めて浮き彫りになったというのが現状かと思う。米国経済は、私はまだ模様ということだと思う。わが国経済についても、川上部門、企業の部門でややまだ上方へのモメンタムを感じさせるものが残っているが、一方で輸出は明らかに頭打ち感が強まっているというふうに理解すべきだと思うし、SARSの影響も考えると、短観で企業が予想しているような、今年度二桁の経常収益増益というような楽観的なシナリオが果たして描けるようになるかどうか、自信がなくなったというところである。このような実体経済の回復に向けての不透明感が資本市場、株式市場の動きにも表われてきているが、何か感じとしてはやはり、実体の動きを大分、資本市場、株価の市場の方が先取りしていると言うのか、かなり乖離感をちょっと感じている。米国については、イラク戦争がベストシナリオで終了したと言って良いと思うが、株式市場はポジションが大体ニュートラルに戻った程度で、それ以上のポジティブな反応はできていない。イールド・スプレッドも相変わらずネガティブであるし、リスクアペタイトは出てきたと市場の人は言うが、少なくとも株のマーケットには回っていない。リスク回帰も

ある程度あるのかもしれないが、想定している以上に緩慢という感じがしている。それから、わが国の方も、実体経済が概ね横這い圏内で回復モメンタムが切れていないというのだが、株式市場はどうも底がみえないという状況である。株安は世界的な傾向だと思うが、これは地政学的要因、それから経済以外の色々なリスク要因が高まってきているということに加えて、やはり基本は企業業績の回復について市場が確信を持っていないということだろうと思う。グローバルな意味での競争激化、供給側の価格支配力の低下、あるいは過剰な供給力のもとでの調整圧力、デフインフレ傾向、こういう中で、企業業績の回復はやはり時間がかかるという見方が強まっているというのが各国共通の状況ではないか。これに加えてわが国の場合には、株価について需給の構造的要因、年金の代行返上、あるいは持ち合い解消という、この需給構造要因が大きく影を落としており、そこに加えて先程福田委員も言われたけれども、不良債権処理や構造改革が目に見える形で進展がない、マーケットからは先延ばしの流れが強まっているというふうに読まれており、やはり海外筋からの売りの一つの大きなポイントになっているような気がする。株価はもう既に危機ラインを超えつつあるというふうに私は理解しているが、資本の減少から、資産圧縮に取り組まざるを得ない、これはまた収益の毀損に結びつくというある種の悪循環がはじまる懸念が強まってきている。株式市場の危機、金融システム、それから実体経済、これが相互に影響を与え合う局面がはじまるのではないかと懸念している。若干長期的な観点で、海外景気の緩やかな回復を前提としたわが国経済の前向きな循環がはじまるというメインシナリオについては私も異論は特にない。イラク進攻後の欧米景況とか、市場の動きをみていると、当初の短期終結の見通しのもとで描いた楽観的シナリオは崩れたという感じが強いと思う。今後の海外景気の回復はかなり緩やかとみざるを得ないと思うし、タイミングも先ずれということになると思う。好調と言われたアジア経済も、このSARSのネガティブな影響は予想以上のものになるという感じがしている。また、内需も先日発表の消費動向調査、あるいは内閣府の法人企業動向調査をみると、先行きの厳しさを

示唆しているものが強いように思う。私は標準シナリオはこれで良いと思うが、ややダウンサイド・リスクが高いというふうに思っている。展望レポートの内容のうちの文章、表現あるいは透明性の構造の施策のうちの幾つかについては、後程また議論があると思うが、今回そのメディアンを表記するという、それから金融政策運営と金融環境というパート、それからデフレ克服への展望というこのパート、この三点が透明性向上という観点から付け加えられた訳だが、メディアンについては色々議論はあるようだが、私はそれ程これが意味があるかということについては疑問に思う反面、余り問題にすることもないというふうに考えている。金融政策運営と金融環境のパートについては、本来、透明性を高めるという趣旨であれば、前回のレポート以降採られた政策について、具体的な評価を行なう必要があると思うのだが、現実問題としてはこの程度の書き方でやむを得ないかなと思っている。しかし、最後のこのデフレ克服への展望のパートは、私はこの部分にはかなり抵抗感を覚えている。まず、余りにも総論的であり、金融政策として採り得るべき選択の範囲や有効性を高めるための条件を示し、あるいはデフレ克服に責任を持つ主体として、克服への意思をもう少し強く表明することが必要なのではないかという気がする。それから、二点目に民間の経済主体に対して、リストラ・効率化、国際分業の推進というような点について、これを評価している反面、さらに持続的な取り組みが必要ということを求めている。本来、デフレ克服というのは政府・日銀のマクロ政策において責任を採るべきものであり、企業が思い切って経営改革に取り組むことが可能となるような環境を作るのが我々の責任である。この点、民間の当事者としては勿論、このようなリストラを進めるというのは、デフレをむしろ加速しかねないものであるが、生きるためには個々のミクロの企業としては取り組まざるを得ないテーマである。そうした点を踏まえると、この言い方はしらせさせるものがあるのではないかという気がする。それから全体として、サプライサイドの構造改革に余りにも焦点を当てており、世の中でよく行なわれているデフレ克服と構造改革の推進という二元論の中で、構造改革論を強調するということは、我々

のスタンスに対して無用の誤解を与えないか。これは、やや取り越し苦労かどうか、その辺に懸念を感じているところである。最後に金融政策のところだが、実体経済でみる限り追加緩和の必要はないと思う。しかし、株価が大幅に下押しされており、今後決算発表の時期にかかるところで金融システムの不安定化を招きかねない懸念もある。それから短期金融市場では、潤沢な流動性供給が行なわれているが、個々のマーケット・プレーヤーの声を聞くとやはり、ALM的な観点から流動性に対する基本的な不安感が残っている。頻度が落ちているということから全体としてはカネ余りとは言いながら、資金繰りについては常時危機感を持っているという声が聞こえている。さらなる流動性の供給ということは、マーケットもこういう機能の低下をさらに進めることになるという副作用は勿論考えなければならぬが、当面、この不安感解消という意味では何かをする必要があるだろうと思う。その他、イラク戦争が終結した中で引き続き「なお書き」による運用を行なうことはディレクティブとして不明確という問題もあると思う。こういうことを理由に、私は、25兆円～30兆円のできるだけ高い水準を狙うべきだと思う。もっとも、22～27兆円で良いかどうか、この辺の違いは別にこれと言って具体的にかつ強力な立論はできないが、ここで議論したいと思う。長期債の買い切りは、私は必要があればやれば良いと思うが、現状では短期債でいけると思っている。長期債買い切りを増やすことには色々と懸念はあるが、金利の低下は既に限界で、長期債の買い切りを増やすと金利はむしろ安定するのではないかという、やや感覚的な見方をしている。今後の金融政策の問題として二つ申し上げたいと思う。第一は、やはり株価の問題であり、株価と金融政策の問題というのは難しいところではあるが、先程申し上げたように、株式市場と金融システムと実体経済が相互に影響し合うようなスパイラル的な不安定化が進行する懸念が高まっている状況のもとで、日銀というか、あるいは公的部門としてこのような負の連鎖を止める必要があるのではないか、ある種の危機対応シナリオも考えておく必要があるのではないかという点が第一点。それから第二点は、物価の問題だが、今回の課題と展望の中でデフレ克服

の展望の記載は、先程申し上げたように余りにも一般論、正しい訳だが、一般論あるいは他人事のように聞こえてしょうがない。私は日銀として、やはり参照値というかどうかは別としても、望ましい物価上昇水準を示すことは必要であり、プラスだと思っている。この是非はかつて議論したことがあると聞いているが、2000年10月の物価の考え方、それから2年半経つ訳でもあるし、改めてどういう物価指数が適当なのか、どの程度のバイアスがあるものなのか、どういうものを目標というか参照値というか、そういうものを考えていくべきかももう一度議論しておく必要があるのではないか。これは今までも何度か申し上げた訳だが、改めてここで追加して申し上げておこうと思う。

福井議長

一通りご意見を伺い、自由討議に移る訳だが、当面の金融経済情勢、金融政策の運営方針に関して少しばかり取り纏めの方向を試みながら自由討議に移りたい。金融経済情勢、特に経済の情勢については、皆さんの見解に余り大きな差はないという感じを持った。特に4月の月初会合の認識を大きく変えるような変化が現実には生じている訳ではないという点では、ほとんど意見の相違がなかったということである。ただ、足許の動きを仔細にみると、生産にしても輸出にしても、あるいは個人消費の動きにしても少し勢いが衰える兆しがあるのではないかと、そういうことではなかったかと思う。さらに先行きを考えても、前回会合以降、リスク・ファクターはむしろ多面的にやや浮かび上がってきていると、そういう感触かなと受け止めた。海外について言えば、イラクを中心に焦点を絞った形での地政学的リスクがイラク要因が消えると同時に、むしろ拡散している、しかし雲が完全に消えた訳ではない、テロのリスクを含め地政学的なリスクはむしろ拡散している面があるのではないか。また、海外の経済面では、米国経済のファンダメンタルズに注目が集まっているが、今後どういうふうに顕現化してくるか。特にストック面、あるいはバランスシート面での調整圧力がどの程度表面化してくるかという点について、いくばくかリスク要

因が含まれているのではないか。欧州経済についても、米国経済との関連でやはりリスク・ファクターを含んでいるという認識であったと思う。アジアについては、現状、かなり堅調であるが、前回会合時以降の状況をみるとSARSが経済に対して悪い影響を与えるような動きが具体的に少し出はじめているし、今後その影響がどれ位拡大するかという点で不確定要因は、むしろ大きくなっているということだと思う。一方、国内の方は、当面の生産、輸出の動き、あるいは個人消費についても然程悪い動きは出ていないが、今後やや長い目でみて民間需要の回復力がどうなるか。また、不良債権問題の処理も含めた金融システムの動向について、引き続き注目が怠れない、むしろリスク・ファクターとしてしっかりと受け止めなければならないという認識であったように思う。次に、金融市場においては、日本銀行による多額の資金供給のもとで、基本的にはやはり落ち着いた地合いを継続しているということだが、株価が前回会合時に比べてもさらに大きく下落していて、様々な不安心理を刺激している。特に銀行株価の下落が著しく目立っていて、多少危機意識が強まっているという状況ではないか。これまでのところ、これが具体的にどういう影響を及ぼしていくか必ずしも十分読めない。しかし、株価の動き如何によっては、金融市場、さらには投資家、企業行動などに目立って悪い影響が出てくる可能性もあるということで、十分注意していかなければならない。それに先立ってマーケットにおいては、流動性需要に対する変化も起こり得ると考えておいた方がよいのではないか。このような認識が大体共通のものであったと受け取った。それから、次回決定会合までの金融政策の運営方針については、ただ今申し上げたとおり、現状経済情勢に大きな変化はみられない訳だが、さまざまリスク・ファクターが出てきている。SARSの影響を含めた内外経済を取り巻くリスクがその一つであるし、国内的には銀行株を含めた株価下落が今後企業金融や実体経済に悪影響を及ぼしていくリスク、更には技術的ではあるが、郵政公社による高水準の日銀当預の保有が続いている、今後これがどういうふう収束していくかということはまだ若干不確定な要素が残っているということであり、この際、当

座預金残高の目標値を少し引き上げたらどうかという意見が多数を占めていたかなと感じた。引き上げ幅については、マキシマム 30 兆円という意見も出ているが、22 兆円～27 兆円と、5 兆円刻みの引き上げが中核的な意見になっていると受け取ったが、ここは更に議論願いたい点である。そうなると、なお書きについては当然、修正が必要になってくる。全く元のなお書きに戻すというのも一案かと思うが、イラクに焦点を絞った現在のなお書き、国際政治情勢など、という表現がしっかり入ったなお書きから、この国際政治情勢など、という表現を落として不確定要素を強調した現在のなお書きを続けるという案も考えられる。

あと二点だが、国債のオペレーションについては、少なくとも今回は変える必要がないという意見が多かったと思う。それからロンバート貸付の扱いについては余り意見が出なかったが、須田委員から元に戻せという意見があった。今回もし流動性の目標を追加する、リスク・ファクターを考えてそうする、といった場合に、ロンバート貸付は元に戻すことで良いのかどうか。むしろ全体の整合性から言えばこれは暫く続けるというのも一案であると思う。以上を前提にして更に議論をお願いします。

植田委員

調節方針だが、ここは増やすのは必ずしも反対ではないが、もう少し考えてみても良いのではないか。取り敢えず、今のところ流動性の問題にはっきりきている訳ではない。そういう可能性が懸念される状況ではあるのだが。これは、皆さんに怒られるかもしれないが、仮に当預を増やしたとしても根っこの株価の問題とか、SARSからくる様々な懸念に対してもの凄い有効打となる訳でもない。流動性の問題にきたとしても、一部の銀行の流動性の問題にまずいくかもしれない。そうであれば、一つの正統的な対応は、今出たロンバートをきちんと使用できるようにしておくという方が筋的にはすっきりとした対応のように思う。ただ、これまでやってきた対応でもあるし、増やすということはやぶさかではないのだが、やや足許の景況感、さらに短期市場の引き締め度合いとの関連が少し弱いか

な、という気がしないでもない。それから、話が飛ぶが、展望レポートに関してメディアのことは深く考えていなかったのだが、須田委員が言われた問題はあるなと初めて気が付いた。他方で、これを出していく積極的な意味があるのかなというのを考えてみると、必ずしもないように思われる。どちらでも良いのだが、やらないという選択もあるように思う。それから中長期の問題については、中原委員や岩田副総裁が言われた件だが、言われることはよく分かるのだが、そこら辺がぼやけている最大の理由は、前日も申し上げたが、到達する手段の問題について我々が自信ないということだと思う。できればそこについてもう少し建設的な事を言ってもらえれば議論が進むのかな、と思うがそう簡単ではないと我々は認識しているので、こういう状況にあるのだと思う。単純にマッカーラム・ルールで何%伸ばしていけば巧くいくと言われるとそれはちょっと、という反応にならざるを得ない。

福井議長

承知した。ほかに如何か。

岩田副総裁

今、植田委員からコメントがあったので、私の考えを改めて申し上げたい。一つは、中央値の件だが、外国の例が今日配られていると思うが、一番明朗なのはバンク・オブ・イングランドなのかなと思う。ある意味で望ましい最終目標というのがあって、それに照らして今どの位のところにあるのか、予測の面でも物価が2年後に例えば2.5%というところに目標を置いて政策運営をする、というところから、ベストな値をボードと事務局が一緒になって作るという考え方が一つあると思う。そこまでいかないまでも、アメリカでやっているジェネラル・テンデンシーとか、極端な値を除いておおまかに言えば大勢はこちらの方向だな、という出し方もあると思う。今の我々の議論の段階から言えば、例えばアメリカの中央銀行的な方向を示唆する、あるいは求めるということで中央値というようなものも意味がある

と思う。私はむしろ積極的に中央値を出すことをサポートしたいと思う。

あと、調節方針について植田委員から単純にマッカラム・ルールを用いれば巧くいくのかという話があった。私も全てが巧くいくとは考えていない。ただ、逆に我々がやっている量的緩和政策というのは何を期待して政策をしているのか、どういう効果があると思っただけでそのような政策をしているのか、というところが他の人にとって一番分かりにくいところである。何も分からないことをやっているのか、ゼロ以上になるということはある得ないと思いつつやっているのか、と。私自身は、そのところは単純な貨幣数量説は明らかに当てはまらないと思っている。だが、ある程度の期間、これはマネタリーベースでみれば良いのか、ブロードリー・マネーストックでみれば良いのか、これは色々な見方があり、私は当座預金ではないと明らかに思っている。幾らかアグリゲイトなマネタリーベースもそうだし、マネーサプライもそうだが、そうしたものを注意深くみて、それが望ましい方向に行くように、当座預金の調整とか、そういうことをやるべきだと広い意味で考えている。今のままで、例えば今回据え置いたとすると、郵貯の分は全く除いて、日本銀行が望ましいと思っているのは17～22兆円である、というふうに言った場合には、マーケットはマネタリーベースが10%ちょっとというところで良いのですね、と逆にマーケットに対してはシグナルを出すということになると思う。それは勿論去年のペイオフの問題もあって、伸び率が鈍化しているというのは分かるが、私は、持続的に色々なレベルのマネーサプライ指標があるが、それを安定的にある程度以上の伸びを維持するという事はデフレを克服するうえで極めて重要だと思う。これはデフレ期待とかインフレ期待がどういう事で決まってくるか、色々な議論があると思うが、極めて重要な事であるというふうに考えている。

福井議長

中原委員、どうぞ。

中原委員

私は、植田委員の言われるとおり量的緩和の効果という点については、今まで色々な場所で既に議論を重ねてきたという認識である。また、私自身も最近のマーケットの緩和度に関する関心の持ち方というのは、当座預金の目標数字そのものより、どうやってその流動性を供給するかという方法論の方に移っているという感じがしている。その意味で、当座預金目標の数字だけを上げる、長期国債の買い切りを増やす、目標だけを上げるということにどれ程の意義があるか、疑念を持っている点は確かにある。ただやはり、今の株価、これが当座預金の目標を上げることについてどういふ影響があるかということは、これはなかなかメカニカルに説明できないが、本来であれば株式市場に直接的に流動性供給するというようなことも考えるべきかもしれないが、株式市場の流動性は全く問題ないという意見も聞こえているので、いずれにしても、今の状況に対して日本銀行としての姿勢を示す方法論としては、当座預金の目標を引き上げるしかないと思う。そういう意味で残された手段として、これを選択する以外ないというのが私の考えである。福間委員が言われたように、現状 25 兆、26 兆の残高があるが、現状追認とみられるのであれば全く意味がない。私は 27 兆、30 兆のいずれにもこだわらないが、少なくとも、当座預金の目標を上げてなお潤沢な流動性供給について日本銀行としての意志を表示するという意味に判断の基準を置いて、今回は増額をした方が良いのではないかと思う。

福井議長

須田委員、どうぞ。

須田委員

まず、22 兆～27 兆と言ったときに、これから郵政公社が 4 兆～5 兆積みむということなら、25 兆以上にしておけば一応は追加緩和と言えると思っている。25 兆から 27 兆の間を動かすということである。ただ、私は将来

に対して悲観的にみているから量を上げれば良いと考えたのではなく、どちらかと言うと郵政公社要因から早く脱却したいということの方が大きかった。だから、なお書きも補完も元に戻して良いと。そうすることで、後は通常の形で量的緩和をやれるようにしておきたいという面が強かった。なお、なお書きのところは、皆さんの意見に合わせても構わないと思う。

後は、メディアンの話だが、岩田副総裁がFedのセントラル・テンデンスーのことに言及された。全体の見通しから端をとるという方法は我々が今やっているのと同じである。我々がFedのセントラル・テンデンスーを真似したというのが実情である。メディアンを出すというのがFedの考え方ではない。

また、この話は将来すれば良いのかもしれないが、GDPデフレータの話はちょっと問題があると思う。まず即効性に欠けるし、事後的にかなり改訂される。パーシェ指数であるために下方バイアスがあり、今度2000年改訂になったらもっと上方に修正されるだろう。変動が大きいし、輸入物価から直接影響を受けて通常の物価と逆方向に動くことがある。そういうことを考えると本当にGDPデフレータ——それはホームメイド・インフレーションの指標として考えているが——を他の指数と一緒に並べていくことが良いのかという疑問がある。確かに経済の活動を包括的に表わしているという点では、意味があるということかもしれないが、それであつたら内需デフレータの方が良いのではないか。

岩田副総裁

最後の点だけ、ちょっと一言申し上げたい。まさに上方バイアス、下方バイアスがそれぞれの物価指数でどれ位あるかということのを改めて吟味して欲しい。事務局の方にも吟味して欲しい。CPIに本当にまだ上方バイアスがあるのか、逆にパーシェ効果でデフレータは過度にデフレを強調し過ぎているかどうか。逆に内需デフレータであつたら本当にそういった問題はないのか。内需デフレータも基本的にはパーシェ効果自体は残る訳

なので、その点の吟味というのはとても必要である。それから、最終的には経済情勢を考えた時に、物価が上がっているとき、あるいは下がっているときにラスパイレスで見れば良いのか、パーシェで見れば良いのかこれもやはりどういう物価指数で我々は望ましいと思うのか、という事を議論するうえで極めて重要な論点だと思う。是非とも時間をとってこの望ましい物価の、上昇率を含めて、議論して欲しい。

須田委員

その点に関して、内閣府でも、チェーンウェイト方式もやってもらわないといけないと思う。

田谷委員

中央値は私も植田委員と同じで、須田委員に言われて初めて気がついたのだが、一つ余分の情報を出すということで、限界だとかを、我々もそうだが総裁に記者会見その他で言ってもらい、誤解のないような格好で使ってもらいたい。中央値そのものを出すことに私は特に反対ではない。二番目に、目標値、参照値、ということで、今回は申し上げなかったのだが、通常の状態であれば、岩田副総裁が言われたことは当然だと思う。目標値、参照値なりを持って、そことの距離感をいかに埋めていくかということを示すできればそれにこしたことはない。それができないということで非常に苦労しているという現状だと思う。しかし、だからと言って、この議論をこれから進めることには全く異論はない。第三点に、今回仮に当預残高目標を引き上げるにしても、同床異夢だなという印象を強く持つ。私にとっては須田委員の言われた郵政公社の問題とそして植田委員もちょっと言われた資本市場の不安定性が流動性需要を若干過去においても高めたし、これから高まる可能性があるのも、それに対応しても良いではないかと言われれば私は特に強い反対はないということである。ただ、先程色々申し上げたが、それなりに説明責任は問われると思う。あと、二つだけ。一点は、マネタリーベースの伸びをある程度維持するというのを

市場はみているのではないかと言われるが、市場のほんの一部ではそういう見方をしていると思う。だけど、問題はやはりマネタリーベースとマネーサプライ、あるいはマネーサプライと実体経済の関係が希薄化し、不安定化しているところが我々の悩みであって、なかなか岩田副総裁のように言い切る自信は私は今のところない。最後にどういうレンジで仮に引き上げるとしたら考えたら良いのかということだが、高い方が緩和感があって良いじゃないかという意見もあると思うが、これからマーケットも公社の預け金の残高というのはどんどん減っていくということを良く分かっているし、今度5兆円仮に上げるとすればかなり緩和であるということにもなると思う。しかも、何故こういうレンジで我々が示しているかということ、将来の金融資本市場の状況によっては、こういった当預残高を本当に実現できるかというのは、私は今もって自信がないところがある。だから、そういう意味でレンジを設けて今回は一挙にそういった一種のジャンプするような額よりもこの程度の額で状況をみた方が良いのではないかという印象を持っている。以上である。

福間委員

補完貸付については、金融市場が緊張していることは全く変わっていない、むしろ今の方が緊張しているかもしれないので、現行のものを継続して良いと思う。先程山本金融市場局長はレッスンと言ったが、こういう場合に使われるということはやはりポテンシャルには需要があるのだということとも言える。私は補完貸付について触れなかったが、これは触れた方が良いのではないかと思う。量的緩和の、当預の問題だが、我々はいつもいつもこの議論をしている訳だが、私が繰り返し申し上げていることは、97、98年の経験を二度と繰り返したくないということである。あの時のクレジット・シュリンクは何からきたかということ、要するに金融機関の手元流動性からきた訳である。今後も、金融機関の手許流動性の影響が出る事態が想定されるようなことがあれば、それに事前対応しておくということが必要だと思う。今回は株、特に銀行株に集中的にきているのが

第一点と、最近の手形の売りオペをみると、手許においても非常に金利は高い。そうすると決して資金はダブダブだとか、去年のような札割れが連日続くというような、そういう状態では全くない。このため、私は当預残高目標値を上げることについて、今特に必要性を認めており、引き上げの有効性については疑問だというような感じを私は全然持っていない。あと、例の物価参照値だが、これは将来議論するとしたら、岩田副総裁にお願いしたいのは、やはりそれを実現するためのツールをはっきりしてもらいたい。先程、植田委員が言うとおおり、目標を言うのは誰だってできる。どうやって実現するんだという、そこを議論しないと。日銀だって、私ができる前だが、いつだったか、2000年に議論されたのが残っている訳である。そこを議論していかないとやはり平行線で終わってしまう、幾らやっても。

岩田副総裁

一点だけ答えたいと思う。私はやはり 1930 年代、デフレを…。

福間委員

それは私も知っている。

岩田副総裁

デフレを克服した経験を持っていて、そこから学ぶべき事が多いというのは国会でも述べたとおりで、簡単に言えば金融政策の手段としてその時何をやったかと言うと、長期国債をマッシブに買った。これは日本もそうだしアメリカもそうである。その時に財政の方もサポートがあった。同時に為替レートも下がった。これが 30 年代のレッスンだと思う。だから私の答えはシンプルな、最もシンプルな答えはマッシブに買う、長期国債を。今はクリティカルなところへきている。さらにマッシブに買う。ということで例えば外債を民間がもっと買うようになる。これは一つだと思っている。ただその時のコストが、副作用が強いと思っているので、金利がその時恐らく反転する可能性があると思っているので、その時は国債管理政策

のサポートが必要だと思っている。これは当時の高橋大蔵大臣がやったことをモダンにやったらどうか。オプション、インデックス債へ交換可能なオプションをつけて金利の自動安定確保のための装置を組み込んでおくべきだと。だからそこに踏み込む時にはオプション付きの国債を出すというのをセットにしてやるべきであるというので尽きているが、それでも足りないというのなら私は外債を買うべきだと思う。以上である。

武藤副総裁

ちょっと議論を整理する必要があると思うが、一つは、田谷委員が 22 兆、27 兆という時に多少同床異夢と言われたが、この辺りについてピチッと整理するのは確かに必要だと思う。それで、公社要因だから受動的にこうやっていくというイメージではなくて、やはり積極的に緩和だということが結論的には必要、そういう位置付けが必要なのではないかと。ただ現実問題としては、公社の問題というものは無視はできないので、そこでどうやってそこを上手く両立していくかということだと思う。22 兆に対して 30 兆という意見もあるのも分からない訳ではないが、田谷委員もちょっと触れられたが、27 兆というのは実は既にかなり、もし 27 兆にすれば、郵貯要因を考慮してもなお緩和的だと私は言えるのではないかと。しかも、今はまだ多少残高は多いが、いずれ下がっていくということもある訳だから、そこで緩和だという表現のうえで、22 兆、27 兆ということが結論的には適当なのかなということ。ここをどのように理屈を整理するかというのが実はポイントだと思う。問題の発端は郵貯ということから起こったのは事実なのだが、しかし、基本的な位置付けは、そういうことで整理する必要があるのではないか、というのが私の理解である。それからもう一つは、メディアンについて確かに余りプレーアップするというのは如何なのかというのはそのとおりだと思う。特にメディアンの今回の表示は、中央値を示すということであって、参照値とかさらにその先の議論と結び付けると話がおかしなことになってしまって、我々の発信もそこを間違えないようにしなければいけないのではないかなと思う。今までの幅でもってや

るのがかなり幅の広さがあるものだから、なかなか議論する時に何と言うか、使い勝手が悪い。この幅が大きいと。従ってメディアンというものがあれば議論がやり易いというような意味で、これをやるというのであれば、それはそれで一つの前進と考えていくべきではないだろうか。その先の話まで結び付けるのは、少なくとも今はそういうことにはなっていないのではないかというふうに整理する必要があるのではないかと私は思う。

植田委員

今副総裁が言われたことに大体賛成だが、当預目標を上げるのであればやはり郵貯要因どうのこうのというよりは、やはり上げるのであれば金融資本市場の不確実性等に対しての対応だということで、緩和であるということを書いていくしかないなと思う。それから、岩田副総裁の言われた1930年代の話は、やや私は理解が違うのだが、また改めて議論させてもらいたいと思う。

福間委員

そうである。

春委員

後での議論という話なのだが、私は、例えば日銀が大量に国債を買うと市場では逆に金利が上がってしまうのではないかと思うのだが、そういう認識を持って、では物価連動債オプションを、既発債にはちょっと無理だから、新発債を仮に全部そうすれば金利が上がるという心配はなくなると考えているのか。

岩田副総裁

然り。暴騰は少なくとも避けられる。これはむしろ谷口財務副大臣にお願いしたいのだが、そうした検討を是非やって欲しい。私は有効だと思っているが、つまり調整過程でやはり金利が思わずスペキュラティブ

なところまでいってしまうのは避けた方が良く、そのために事前にやはり手を打つべきだと思っている。

須田委員

メディアンについては皆さんがそういうふうに、大したことないものであると共有できるのであればそれはそれで良いと思う。ただ、今回の場合には、今は少なくとも数字をみると見通しに幅があるという話ではないから出しても出さなくても同じなのかなという気はする。

福井議長

それではこの辺で政府から出席の方からご意見を賜りたいと思う。

谷口財務副大臣

それでは申し上げる。わが国経済は、依然としてデフレが継続しているが、デフレはそれが緩やかなものであったとしても、長く続くことにより人々のデフレ心理を深刻化・定着化させ、それがデフレの克服を一層困難なものとしている。

日銀はこれまでもデフレの克服に向けた金融政策運営を行ってきたが、こうした心理面からの悪循環を断ち切るためには、日銀自身が物価の下落を望まないという強い政策態度を改めて示し、金融政策の内容を国民に分かり易く説明することが重要であると考えている。こうした観点から、金融政策の透明性の向上について検討を進めて頂きたいと考えている。

現在、日銀は、金融政策運営の基本的な枠組みについて、金融緩和の波及メカニズムを強化する観点から、幅広く検討を行なっている。日銀におかれては、家計や企業など実体経済にいかに資金を流すかという観点から、質量両面において一段と工夫を講じられないかさらなる検討を進め、実効性のある金融緩和措置を実施してもらいたいと考えている。

こうした検討作業の一環として、日銀は前回の金融政策決定会合において、資産担保証券の買入れの検討について決定をされたが、今後可能な限り早期に具体案が決定・実施され、実体経済における資金循環の活性化に

繋がることを期待している。

なお日銀は、当座預金目標残高、17兆～22兆円程度を超える潤沢な流動性供給を行なっているが、市場に不測の事態が生じないよう、引き続き万全の対応をお願いします。

それに付け加えて二点程話をしたい。一つは、先日発表された、先程もあったが、消費者物価をみると、4月の東京都区部の消費者物価指数の前年比上昇率は、 -0.1% とその下落幅を縮小しており、今後全国ベースの消費者物価指数の下落幅も縮小していくものとみられている。日銀は現在の量的金融緩和の枠組みを消費者物価指数の前年比上昇率が安定的にゼロ以上になるまでは継続するとしているところである。金融政策の目的は単なる物価の安定のみならず、それを通じて国民経済の健全な発展に資するというものであり、経済動向等を見据えながら適切な対応をしていく必要があると考えている。金融政策の枠組みの見直しに当たっても、こうした観点からの検討をお願い申し上げたいと思う。それからもう一点は、日銀は、年度末にかけて資金供給を大幅に増加させたことから、マネタリーベースの伸び率は鈍化しつつも辛うじて10%台を維持しているが、マネーサプライの伸び率は1%台後半に低下している。マネタリーベースとマネーサプライの関係が希薄になっているという意見もある訳だが、マネタリーベースの伸び率はマネーサプライ増加の原動力であることには間違いない訳である。現在日銀は、金融緩和の波及メカニズムを強化する観点から、金融調節手段のさらなる工夫を講じるべく検討を進められている訳だが、その際、マネーサプライの伸び率低下をどう考え、どう対応していくかというマクロ的観点からの検討を是非進めてもらいたいと考えている。以上である。

福井議長

ありがとうございました。それでは小林内閣府審議官をお願いします。

小林内閣府審議官

景気の基調判断および先行きについては先般の月例経済報告で示した

とおりである。

こうした中、依然として物価は下落をしており、デフレ期待も継続している状況にある。また、マーケットの動向もこうした状況を反映しているとみられる。

日本経済の重要課題はデフレ克服である。「改革と展望－2002年度改定」においては、政府・日本銀行一体となった取組みを通じ、デフレは改善し、2004年度までの集中調整期間の終了後にはデフレを克服することとしている。このため、政府としては、様々な構造改革をさらに推進していく。

日本銀行におかれては、今回の「経済・物価の将来展望とリスク評価」においては、新しく、これまでの金融政策の評価やデフレ克服への展望を示された。今後とも、2005年度のデフレ克服を目指す観点から、金融政策運営の基本的な枠組みについての見直しも含め、さらに金融調節手段の検討を深められ、デフレ克服に実効性ある金融政策運営を期待する。以上である。

福井議長

どうもありがとうございました。それではここで議案の取り纏めと採決に移りたいと思う。二つあって、一つは金融市場調節方針の議案の取り纏め、もう一つは経済・物価の将来展望とリスク評価、この取り纏めと採決があるが、まず前段の金融市場調節方針の議案であるが、この点については、議長から議案を提出させてもらいたいと思っている。ほかに議案提出希望の方がおられるか。おられなければ議長案を検討願いたいと思う。

[事務局より議案配布]

数字を改訂していることとなお書きの表現を、「イラク中心」の部分のカットした、そこがポイントだが、読み上げて欲しい。

櫛田企画室企画第1課長

それ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。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。日本銀行当座預金残高が 22～27 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、当面、不確実性の高い状況が続くとみられることを踏まえ、金融市場の安定確保に万全を期すため、必要に応じ、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」。

中原委員

ロンバートは現状のままで宜しいか。

福井議長

然り。特に変更しない限りは、変えないとわざわざ記述するのも変なので、何も書いていないだけである。

中原委員

賛成である。目標については 27 兆の上限に近いところという表現になるのか、先程 25 兆から 27 兆位を目途にという話もあったので、その数字の中に上限が入っていれば私は良いと思うのだが、そういう理解で宜しいのか。これは記者会見で必ず問題になる部分なのだが。

福井議長

もしこれで決定されればの話だが、少なくとも、上半分でとか、そういう言い方でいこうかなと思っている。それ以上厳しく問い詰められることは多分ないだろうと思う。

それでは決議に移るので、大変恐縮だが政府の出席者の方はほんの一瞬だけ席を外して欲しい。

[政府からの出席者退室]

それでは採決をお願いします。

[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

橋本政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

福井議長

それでは白川理事と金融市場局長には、ここに今定められたような方針に沿って調節に努めてもらいたいと思う。ここに指示を申し上げる。それから展望レポートに絡むところだが、委員方からは成長率、インフレ率の見通しを改めて示してもらいたい。紙で書いて出してもらいたい。変更ない方も変更なしと書いて欲しい。

[全委員が大勢見通しと実績見込みを再提出]

それでは政府の方を呼んで欲しい。

[政府からの出席者入室]

大変恐縮であった。この件に関しては議長案で可決された。

V. 「経済・物価の将来展望とリスク評価」の取り纏め

福井議長

それでは次に「経済・物価の将来展望とリスク評価」の取り纏め、採決を行ないたいと思うが、この内容に関して改めて意見ある方は願います。

山口企画室審議役

それでは確認も含めて、まず展望レポートの関係では、計数については改めて新しい計数を出されたという委員はおられなかったので、既に出している計数で出したいと思う。それで、もう一点は、実は展望レポート中の8ページだが、開いて欲しい。この二つ目のパラグラフのところだが、「目標値は、経済金融情勢を踏まえて徐々に引き上げられてきた」と、ここまでは特に問題はないが、その後、「また、日本銀行は現在、金融市場の安定確保に万全を期すため、必要に応じて目標値をさらに上回る資金供給を実施する旨を定めた金融市場調節方針に基づき、上記目標値を上回る資金供給を実施している」ということだが、この展望レポート自体が今日の決定事項も踏まえて、しかも今後は政策変更がないということを前提に書いているので、それを考えると、「また」から今読み上げたところについて削除してはどうかという感じがするが議論願えればと思う。

福井議長

もう一度正確にどこからどこなのか。

山口企画室審議役

8ページの第二パラグラフの「また」から「実施している」まで。従って、ここを割愛してみると、「金融情勢を踏まえて徐々に引き上げられてきた。このような潤沢な資金供給を反映して、日本銀行当座預金の残高は、大きく拡大している。」。シンプルだがこういう文章になる。

福井議長

今日引き上げたということが入った訳であるな。

山口企画室審議役

そういうことである。

それからもう一点は計数が埋まっていない部分だが11ページである。11ページのパート5だが、このパラグラフ、最初のパラグラフの「2003年度においては、実質成長率の見通しは〇%程度に止まり」ということだが、結局「1%程度」という形で書くのが良いのかなと思うが如何か。

福井議長

はじめての拡充ということなので、かなり試みの部分も入っているが、次回以降さらに良いものにしていきたいということで、今日を出発点として色々と意見を出してもらいたいと思っている。もしこれで良ければ採決に移りたいと思うが、如何か。

須田委員

今後も半期毎に全部同じようなことをやるということになるのか。

福井議長

どういう意味か。

須田委員

この環境の評価についてである。半年毎に全く同じような形でということなのか。

白川理事

今回はこういうグラフ、こういう計数にしたが、向こう半年はまたどういふことが起こるか分からないので、その時の状況に応じて勿論もう一回見直していく。ただ、基本的な、例えば金利がどうかとかスプレッドがどうかというの、これは多分そうそう大きくは変わらないと思う。ただ、取り上げ方は少しずつ変えていこうというふうには思っている。それで今回、まだまだ先程議長の方から話があったように、試行的にスタートしたということで、またマーケットからも色々な声があると思うし、そういう反応を踏まえて改善を図っていこうと思う。

福井議長

これからロングランに議論していく参照値ということなども含めながら、日本銀行の金融政策の運営の仕方が変わっていけば当然この中身が変わっていく。サイド・バイ・サイドから評価されないという場合には、我々のやり方が評価されていないのかもしれない。互いにこれを鏡として使いながらやっていこうということではないかと思っている。

中原委員

最後のパートは余り変わりようがないのではないか。

白川理事

そう言ってしまうと身も蓋もないが、できるだけ毎回白紙で考えて、しかし結果としてはそう変わりはないということかもしれない。私達も今回書くにあたって改めて海外の中央銀行のレポートを読んできたが、どこの

中央銀行も苦勞しながら、しかしそう大きくは変わっていないという印象を持った。

福井議長

それでは採決に移る。

〔「経済・物価の将来展望とリスク評価」に関する議案について
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

橋本政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致で可決された。

福井議長

それでは今日は政策変更を伴ったので、対外発表文を用意したいと思う。
金融市場の調節方針の変更と産業再生機構向け債権の適格担保化、これも

発表文の中に入れていたいと思う。それから展望レポート拡充の主旨、そういうことが主な内容になると思うが、草案を配付してもらえるか。

それでは、読み上げて欲しい。

山口企画室審議役

「金融市場調節方針の変更等について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、金融調節の主たる操作目標である日本銀行当座預金残高の目標値を、これまでの「17～22兆円程度」から「22～27兆円程度」に引き上げることを決定した（別添。）別添は後程読む。「あわせて、産業再生機構に対する証書貸付債権を、新たに日本銀行の適格担保とすることを決定した。2. わが国の景気は、全体として横這いの動きを続けている。この間、海外経済の動向をみると、欧米諸国の景気回復力については、依然不確実性が高い。また、総じて堅調を維持しているアジア経済についても、新型肺炎（SARS）の影響が懸念される。3. 金融面をみると、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、金融機関の流動性調達を巡る懸念は、ほぼ払拭されている。しかしながら、株式市場では、銀行株を中心に株価が不安定な動きを続けており、これが先行き金融市場や実体経済活動に悪影響を及ぼすリスクには、十分な注意が必要である。4. 以上のような経済金融情勢に関する不確実性を踏まえ、日本銀行は、当座預金残高の目標値の引き上げを通じて、金融市場の安定確保に万全を期し、景気回復を支援する効果をより確実なものとするのが適当と判断した。5. なお、日本銀行は、金融政策の透明性を一段と向上させる観点から、本日公表する「経済・物価の将来展望とリスク評価」において、新たに金融政策運営と金融環境に関するパートを新設するなど、内容の拡充を図ることとした。以上。」。それから別添だが、「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）。日本銀行当座預金残高が22～27兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、当面、不確実性の高い状況が続くとみ

られることを踏まえ、金融市場の安定確保に万全を期すため、必要に応じ、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。

福井議長

如何か。

田谷委員

アジア経済と書いてあるが、東アジア経済の方が良いかな。どちらでも良いが。

白川理事

インドを想定している訳ではないが…。

福間委員

インドが入ったら大変であるからな、アジアという意味で。

福井議長

今SARSというのは大体東アジアに限定されている。

白川理事

然り。あとはカナダ。

岩田副総裁

カナダのトロントは結構深刻である。

白川理事

しかし主たる地域はアジアである。

福間委員

東アジアに限定すること自体がかなりのディシジョンである。起きていることはそうだろうけど、どこへいくか分からない。「アジア」と言っておいた方が良い。

福井議長

それでは宜しいか。特に修正は宜しいか。

田谷委員

いや、特に結構である。

福井議長

それでは採決をお願いします。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

VI. 議事要旨（3/25 日開催分）の承認

福井議長

では議事要旨、3 月 25 日臨時会合分の承認を賜りたいと思う。手許に既に配っている分であるが、宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

ではこれも採決をお願いします。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

全員一致で決裁された。

福井議長

なお、申し忘れた訳だが、先程の対外公表文はこの会合終了後直ちに発表する。そして政策変更事項があったので今日は政策委員会議長としての記者会見を行ないたいと思う。

VII. 閉会

福井議長

色々あったが以上で議事は終了した。閉会をしたいと思う。次回は5月19日、20日の2日間である。なお、いつも申し上げているが、決定会合における議論の内容は、自身の発言も含めて厳に出席者限りということである。議事要旨と議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いになっている。決定会合への信認を確保する観点から、委員の皆様方、それから政府からの出席の方々も含めて大変恐縮だが、厳正な機密管理を是非お願いしたい。以上である。

(午後1時29分閉会)

以 上