

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2003年6月10日
6月11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 津田廣喜 財務省大臣官房総括審議官
(10日 14:00～15:56)
谷口隆義 財務副大臣 (11日 9:00～13:08)

内閣府 小林勇造 内閣府審議官
(10日 14:00～15:56、11日 9:00～13:08)

(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
企画室企画第1課長	櫛田誠希
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局経済調査課長	門間一夫
国際局長	堀井昭成
(事務局)	
政策委員会室長	秋山勝貞
政策委員会室審議役	中山泰男
政策委員会室兼経営企画室審議役	和田哲郎
企画室企画第2課長	吉岡伸泰
金融市場局金融市場課長	大澤 眞
政策委員会室調査役	斧渕裕史
企画室調査役	清水誠一
企画室調査役	長井滋人

I. 開会

福井議長

それでは政策決定会合を開催する。

(午前 9 時開会)

今回は今日と明日 2 日間に亘る日程であり、今日は金融経済情勢に関する執行部説明である。なお、明日は沢山あって既に手許に届いていると思うが、電子 C P の現先オペ対象化に関する執行部説明と決定、それから資産担保証券の買入れに関する執行部説明、それから明日公表される経済指標に関する執行部の追加説明、金融経済情勢に関する討議、当面の政策運営等に関する討議、その間、政府の出席の方々からの発言も頂戴し、議案の取り纏め、採決、金融経済月報の検討、議事要旨の承認というようなことが明日予定されている。今日は金融経済情勢に関する執行部説明を聞く。今日は政府の方からは財務省津田総括審議官に、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ということである。委員および政府からの出席者は、そのことを十分踏まえられて発言をお願いしたいというふうに思う。宜しく願います。それでは金融経済情勢についての執行部説明に移る。各説明毎に質疑応答の時間を若干設けたいというふうに思っている。最初に金融調節、金融為替市場の動向について、白川理事および中曽金融市場局長から願います。

II. 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-1、2)

中曽金融市場局長

では、手許に配った追加資料 1、2 に沿って報告したいと思う。まず、金融調節の部分だが、図表 1-1、金融調節の実績の推移で前回会合以降の日銀当座預金残高が一番左にあるが、実績値を見ると、前回会合で定め

られた金融調節方針に沿って運営した結果、概ね 28 兆～29 兆円のオーダーで推移している。6 月に入ってから一旦 27 兆円台に減少しており、6 月 4 日だが、これは資金需給の実績値が事務レベルで見込んでいたものと比べてやや大きめに振れたことによるものである。不足幅が予想比上振れたのは、6 月月初の銀行券の還流が予想対比で弱かったこと、それから法人税揚げが予想対比で多かったこと、といったことが理由である。その指標レート、無担 O/N のレートの方だが、これは 0.001～0.002% で推移してきたが、昨日一番下の部分だがマイナス金利がこの日 1,000 億円弱成立したため、加重平均レートが僅かながらマイナスになった。このため四捨五入した公表ベースのレートは 0.000% となっている。ここがゼロになるのは実は初めてであり、今朝方もマイナス金利が約 500 億円程成立しているので、加重平均レートで本日についてはマイナスとなる可能性もある。その隣の補完貸付の 50 億円という数字が出ている。これは だが、このロールオーバーをしている状況だが、資金繰りに特段の支障が生じている訳ではない。多少債券を買い過ぎたということや資金が必要になったということである。今週末の資金ポジション好転時まで機械的にロールする方針であるというふうに聞いている。次に、図表 1-2、日銀当座預金の保有状況で前回決定会合のターゲット引き上げ後の当預保有状況を 4 月の積み期、それから 6 月直近、9 日の時点で比較してみると、これは二行目の都長銀と外銀の保有が増えている。都長銀については、これは一部都銀で公金預金が高止まりしているということ、それから外銀については、円転コスト、これがマイナス幅が拡大しているので、円転が増加している、こういったことが背景である。それから郵政公社についてだが、これは日銀当預の方が減少している。今月の初めには一旦 2 兆円台まで減少していたが、これが当面のボトムであり、今週末についてはまた 4 兆円台に乗せる見込みになっている。その後、振れを伴いながら推移して、7 月末には財政融資資金預託金の大量償還があるので、7 兆円弱のところまで積み上がるのではないかと見ている。次に、図表 1-3、最近のオペの結果の推移を見ると、前回会合で当預ターゲット水準の引き上げを受けて、オペ金利が徐々

に低下してきていることが確認できる。まず、手形買入（全店）について見ると、このオペは期間6か月以上で実施しており、9月の期末を越える資金供給として活用している。目下一番長いところで足が12月の半ば位にきているが、こちらの方の平均落札金利を見ると、これは5月20日時点では0.01%を幾分上回っていたが、直近に実施したものでは平均落札レートが0.009%、このように0.01%を割り込んできている。手形買入（本店）、それから国債買現先、こちらの方はいずれも現在実施しているオペのエンドが9月にくるもので、いわゆる期落ちものである。このレートを見ると、0.003~0.004%で安定している。吸収サイドのオペについては、今週以降資金需給の方は余剰に振れてくるので、売手によってこれを吸収していく方針である。6月9日、それからこの表には入っていないが10日は売手オペをオファーをしており、いずれも非常に資金余剰が強く、幅広い業態から応札がある。平均レートの方は、落札レートが0.001%であった。このような形で適宜売手を実施していくことによって、当預残の方は当面は29兆円前後で推移する見通しになっている。以上が金融調節関係であり、続いて図表に即して金融・為替市場の動向について説明する。最近の動きを一言で要約すると、極めて資金余剰感が強い中で長短金利が下落している。債券市場までは恐らく金融相場的な様相を呈しており、投資対象というのは米国債など海外にも向かっている状況である。ただ、株についてはこれまでのところ海外の投資家が主導しているといった状況かというふうに思う。まず、その短期の金利だが、図表2-1、短期金利の推移を見ると、先程申し上げたように無担のコールが0.000%、それから短国が足許0.005%、レポが0.003%とこの様に切り下がってきている。次に長期金利について図表2-3、長期金利の推移等を見ると、全般に金利は下落基調にある。10年債、5年債のスプレッドは0.4%を切るところまできている。次に図表2-4、イールド・カーブの変化等の一番上、(1)イールド・カーブの変化幅で変化の状況を見ると、特に中長期ゾーンのイールドが押し下げられている様子が分かる。超長期ゾーンにかけては一時、超長期債の増発懸念からイールドが上昇していたが、足許では20年債につい

でも買いが入っており、全般に非常に強い状況になっている。今朝方の状況を申し上げると10年債が0.470%、20年債が0.800%、13時35分現在であるが、これはいずれも既往のボトムを更新している。このような流通利回りの低下だが、基本的に内外経済情勢に対する不透明感が強い、そういった中で銀行であるとか機関投資家が投資を非常に積極化しているということが背景というふうに思われる。銀行については、株の持ち合い解消が進んでおり、ある程度リスクテイク余力が回復している。これを債券投資に回して段々長いものに投資するという形でデュレーションが伸びてきているようである。市場参加者の間にはここまで利回りが下がるのはやや行き過ぎではないか、そんな感じもない訳ではないが、ただ利益を上げていくためには他に買うものもないと、こういった購入姿勢が表われているというふうに考えている。続いて図表2-5だが、(1)社債流通利回りの対国債スプレッドを見ると、地域金融機関などが社債を積極的に購入していることから、スプレッドの方は既往のボトム圏内で推移している。図表2-6では銀行セクターについての状況をみている。これはりそなの報道、5月17日の影響がどのように出てくるのかと注目をしていたが、預保法の102条1号措置によって公的資本注入が行われる、そういった見通しになったことはポジティブに評価されているようである。すなわち、わが国のセーフティネットが作動して、社債権者が保護されるとの見方が定着して、これで上段のグラフ(1)銀行セクター債の対国債スプレッドに示されるように銀行債のスプレッドはりそな自身も含めて縮小を続けている。ただ、下段、(2)クレジット・デフォルト・スワップ、CDSプレミアムの方は若干波紋がみられている。りそな銀行の報道後、CDSのプレミアムが一時的に上昇しているが、これについては102条1号措置というものがクレジット・イベントに当たらない、そういったことが理解されると再び低下している。次に株価に移る。図表2-8、株式相場の推移等を見ると、最近欧米株価は堅調に推移しているということから、前回会合以降昨日まで、日経平均で約1割近く上昇を続けてきている。6月9日の終値8,822円というのは年初来の高値であって、8,800円台の回復とい

うことでは昨年(2001年)の12月10日以来ということになる。また、出来高の方も非常に増加しており、9日は16億株と四日間連続で年初来の最高を更新している。こうした株価の上昇は、基本的には海外投資家が外国株価の上昇に伴って低下した日本株のウェイトを引き上げるために日本の株を買い増すと、こういったややメカニカルな投資がこれまでのところ中心であるように窺える。この点について、図表2-9、主体別売買動向等を見ると、まず年金基金による代行返上の換金売りが再開したというふうに見られることから信託銀行の方が大幅売り越しになっている。それから銀行だが、これは持ち合い解消を続けているということから、売り越し基調が継続している。それから事業法人については、自社株買いが株主総会シーズンを控えて鈍化している様である。そういった中で、唯一海外投資家だけが大幅な買い越し主体となっている。彼らの投資対象というのは、これまでのところソニーとか日産といった海外でも知名度の高い有名ブランドに集中しているようである。このように今のところ海外投資家主導によって株価が回復しているが、国内的に良い材料もある。例えば下段、(2)業績予想修正指数(リビジョン・インデックス)だが、このグラフが示しているように、最近では企業収益の上方修正件数が下方修正件数を上回るようになってきている。それから銀行株価について、これは次の図表2-10、銀行等の株価の推移を見ると、りそな以降に他の大手行の自己資本もりそなと同じような状況にあるのではないかというような不安が一時広がったため、株価の方は多少軟化した。その後2002年度決算については取り敢えずそうした問題がないということが確認されるにつれ、落ち着きを取り戻している。それからりそなが特別公的支援下に置かれることに伴ってりそなの取引先に対する融資選別が強化されるのではないかと、こういった懸念もあったところではあるが、この点は下のグラフ(2)りそなHDを主力銀行とする企業の株価の推移で見ると、5月16日を100とした場合の取引先企業の株価を見てもほとんど影響は出ていないということであり、融資選別的な動きが広がっているという懸念は株価の方からは観測されていない状況である。いずれにしてもりそなの問題については、

金融市場に対する影響、これは今のところ極めて限定的なものに止まっているというふうに見ている。図表 2-11、主要為替相場の推移で為替市場の動向だが、前回会合以降、暫くの間スノー米財務長官の発言などもあってドル安が進んでいたが、その後ドル安はやや一服している。すなわち円の対ドル相場について見ると、ドル安方向に強い介入警戒感があるところに一部の米国景気指標に明るい兆しが出てきているのでドルが買い戻されており、目下のところ 118 円辺りで揉み合っているという状況である。中段のユーロ対ドルのユーロの対ドル相場については、ユーロエリアの当局が一時ユーロ高を容認するのではないかと、こういった思惑もあって 5 月の 27 日には瞬間ベースでユーロが 1.1935 というところまで——これはユーロ導入後の最高値だが——更新をしたが、その後米国景気指標の改善傾向などからユーロ高、ドル安が一服している。E C B が先週ほぼ予想通り政策金利を引き下げた後、外為市場の関心は米国景気指標に移っており、この点注目されていた先週金曜日の米国雇用統計であるが、非農業部門の雇用者数のマイナス幅が予想比改善したということから、ドル買い材料になっている。為替相場の先行きに対する市場のセンチメントだが、やはり米国の材料に対する注目度が高いように窺われる。当面はディスインフレーション・リスクに配慮して次回の F O M C で政策金利が引き下げられるのではないかと、ドル下落圧力がかかり易いとの見方があるが、ただ最近の動きを見ると景気指標が改善傾向にある。それから株価上昇がドル高要因になる、こういった見方もある。従って、全体として見るとドルの先安感というものは一頃に比べると後退しているように窺われるのが現状である。一方、円については、対ドル相場ではドル安方向については非常に介入警戒感が強いということであり、大幅な円高進行は見込みにくいという見方が多いようである。最後に図表 2-12、わが国および米国を巡る資金フローの状況を見ると、一番上の計表、対外公社債投資、これが大きく増加を続けている。わが国の機関投資家であるとか金融機関が投資機会を求めて米国、あるいはユーロエリアの債券投資を積極化しているようである。このほか、個人投資家などが高金利通貨建ての債券購入に向

かっているといった動きもあるようである。真ん中のグラフは米国の経常赤字を示しているが、このグラフが示しているように経常赤字が拡大傾向を辿っているが、そのかなりの部分が我が国を含む海外からの証券投資、これで賄なわれているという状況が見てとれるようになっている。以上である。

福井議長

質問があればどうぞ。

須田委員

マイナス金利の状況だが、最近、そういう行動をとる外銀が少し増えたという話もあるので、その辺りをもう少し。

中曾金融市場局長

これは我々の方でモニターしているところなのだが、マイナス金利は今年の1月下旬以降現われてきている。特に5月入り後、取引量が拡大してきているというふうに見ている。マイナス金利の方も4月位までは-0.01%位だったのだが、5月入り後はそのマイナス幅より大きい取引もみられている。例えば昨日のものについては大半が-0.03%、こういった水準であった。ただ、そのマイナス金利のプレイヤーなのだが、外銀が4行位というふうに思う。なぜ、こういったマイナス金利が今拡大してきているのかということなのだが、基本的にはドル、現象的にまず申し上げると円転コストのマイナス幅というのは拡大をしている。そうすると、その外銀の当座預金残高が増加をする。ところが、その外銀の日本のソブリン向け、日本ソブリン向けのラインというものがどうもあるようであり、これは日本というその枠組み、それからBOJというライン両方あるところもあるらしいのだが、そういった日本銀行に対するラインを超過してくるとマイナスの金利で資金を放出するといったものが基本的なメカニズムになっているようである。ではなぜ、今円転コストの方のマイナス幅が大きく

なっているかということだが、これは期間的にみるとトムネから1マンス
辺りまでの開き幅が若干大きくなっているようなのだが、基本的背景とし
ては幾つか要因、類推も多少含めて申し上げると、一つは為替介入でヒッ
トされた先がドルの調達に走っている。要するにドル不足が多少生じてい
るというものが基本的な背景ではないかというふうに見ている。

中原委員

これは始まった時は、外銀1行だけで、内部の非常に硬直的な制度の結
果だと言われていたのだが、その後3行も増えてきたとすれば、現実によ
その3行は最初の1行が始めた時はリミットに達していなかった、その後
段々リミットに達した結果、マイナス資金放出を始めた、今の説明の論
理だとそういうことだと思ふのだが、現実にはそれらの新しく始まった3
行の当座預金残高というのはその後、急速に積み上がったのか。

中曾金融市場局長

残高自体は上がってきているのだが、ラインがどこにひかれているか
というのは残念ながらちょっとよく分からない。ある外銀については恐らく
6,000~7,000億円辺りにどうもその辺のラインがあるのではないかと、そ
れを超えてくるとどうも放出している、恐らく同じような多分仕組み
になっているのではないかと考えられる。

白川理事

今の質問に対する直接の答えではないが、このところ気になるのは、
コールのマイナス取引もそうだが、円転コストのマイナス幅が少しずつ気
持ち拡大している、スワップベースで円を売ってドルを調達するという
ニーズがなぜ拡大しているかということで、仮説は三つある訳である。一
つは金融システム不安ということだが、ここにきて、それが特に強まった
というふうには考えにくい。二つ目はFF金利が下がっていくという時に
取り敢えずドルでショートで調達してロングで運用すると、どうしても短

い方の円転コストがマイナスになりがちであるということがある、三つ目は先程の局長の最後の説明にもあったが、外債投資がヘッジベースが増えているので、それも何がしかスワップベースでドルを調達するということになっているかなという仮説が考えられる。マクロ的にはそういう仮説は考えられるが、どれが当てはまるのかという点はまだはっきりとは特定できない。実際、そういうものがバックにあって取引が増えてきている、中原委員の質問はそういう取引がバックにはあるにせよ、前からあった話であって、なぜここにきて増えているのか、そこが気持ち悪いという話だとは思いますが、今の段階ではそれ以上どうしてなのかというのはよくは分からない。

中原委員

多分、ドルの調達側に問題が増えているということではないのか。日本の銀行の円投である。

白川理事

つまり外貨の方に問題があるのではないかとそういうことだろうか。

中原委員

円投して外貨調達する動きが強まっているということはないのか。

白川理事

外貨調達を円投でやらざるを得ない状況が強まっているというのは先程の第一の仮説のベースである。

中原委員

それは信用不安と言うよりも、日本の銀行の外貨ポジションが膨れ上がっているということではないのか。勿論、信用不安も基本的にはあるかと思うのだが。

白川理事

ベースとしてはこれは勿論、日々の動きとあるいは月々の動きと、それからトレンドとしては邦銀の外貨資産も明らかに圧縮してきているから、ベースの外貨需要というのは減っていると思う。これは別途考査局の外貨国際部門の指標などを見ていると明らかに減ってきているので。

須田委員

そこの絡みで、先程も話が出たが介入絡みでという話がよくある訳だが、どうしてそういうことになるのか。一回売ってまた買うということは…。

中曾金融市場局長

要するにヒットされたところが当座は外貨を調達しなくてはならないので、その分ドルに対するニーズが高まるというのがあり得る訳である。この辺はもう少し我々としても背景をよく見ていきたいというふうに考えている。

福間委員

全部、例の外銀からはじまった。私はあの時マイナス金利は消えないと言ったが、その通りずっと続いている。これは先程から言われているように基本的にはジャパニーズ・エクスポージャー、レーティングの問題、それからBOJが直接的な窓口であること等の問題があるのだろうが、やはりマイナス金利の取引が増えてきているのは気になる。

白川理事

実際の需要の増加という要因とラインの問題が何がしかあって、そういう意味で勿論私共も気にしている訳だが、その気持ち悪さは勿論感じている。

中原委員

5兆円の当座の中でその4行が占めるのはどの位か。これはほとんどが4行か。

白川理事

細かい数字は後から報告するが、ほとんど全てではない。

中原委員

OECD各国に対するエクスポージャーで見ても、日本も小さいはずはない。

中曾金融市場局長

例えば、外銀の当預は今日5兆円あるのだが、その中で例の銀行が一番大きいのだが、これが持っているのは当座の残高が多少推移はしているが6,000~7,000億円の間位である。

福間委員

一時はあの銀行一行で当預の積み上げを行っていた。あの頃はまだマイナス金利にはなっていない。どうも私が聞いたところでは、本店から文句を言われたらしい、ちょっと当預残高が大き過ぎると。

白川理事

今名前の出た銀行ではない銀行で、実は非常にアクティブにやったプレーヤーが取引を止め、それは本部の方針が変わって、そういった意味でプロフィット・オポチュニティ自体はあるのだと思う。その中でやるかどうかということで、まず今、福間委員が言われた欧州系と米国系を見ると、米国系はプロフィット・オポチュニティはあるけれども、それだけROAの下がるようなものはあまりやらない。概して言うと欧州系はこまめにやっているなという感じがあって、その欧州系の中でも最後やる、や

らないはどうもその本部のポリシーがやはり反映しているなという感じはしているが。

須田委員

あと取り手は邦銀が多くなっているのか。

中曾金融市場局長

取り手は基本的に外銀である。ただ、ジャパン・ネームも一つ、二つ位ある。

須田委員

その絡みで無担の平均レートがマイナスになるというのがこうやって出てきた時にまた多分外でちょっと騒ぐと思うのだが、そういうものにはどういうふうに対応、説明するのか。日本はとうとうマイナス金利の時代に入ったのではないかというような議論も出得ると思うのだが。

白川理事

そうではあるが。

須田委員

ただ聞いていると。

中曾金融市場局長

これは一種の何というかマーケットメカニズムが素直に機能しているという側面もあるので、特段こう取り上げてどうだこうだと言うような話でもないような気もするのだが。

白川理事

注意をして勿論見ているが、その数字の動きについて、できればコメン

トするのは避けた方が良いかなという気はする。実はマイナス金利はオーバーナイトでは今回初めて付いた訳だが、ターム物ではもともと取引が少ないことから、マイナス金利の取引が少しでも出るとそれでも平均値もすぐマイナスになってしまう。

福井議長

では、海外経済情勢について平野理事、堀井国際局長お願いする。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

では、本日配付した手許資料-3（参考計表）（追加分）を見て欲しい。図表1、米国の主要経済指標である。シャドーがかかっているのが前回合以降明らかになった経済指標である。今回もざっと見ると明暗交錯してはいるが、個人消費関連については持ち直し傾向を辿る一方、設備、生産関連については回復感が乏しい状況が続いている。ただし、ISMと雇用については、市場の予想よりは強めの予想が出たという感じである。まず、3. 実質個人消費は、3月分が上方改定されて+0.5%となった後、4月も0.1%増加した。さらに5月に入ってからチェーンストアの販売などは堅調を継続している。また、6. 自動車販売も5月はまずまずの水準となったし、また7. 消費者コンフィデンスも先行きへの期待感が膨らんでいることから上昇している。この間、9. 資本財受注を見ると一進一退を続けており、これまでの見方、下げ止まった後明確な回復は確認できないといった判断に沿った動きである。12. ISMの製造業、5月は49.4と改善悪化の分岐点である50に近いところまで回復した。中身を見ると雇用は悪化を続けている訳だが、生産と受注は2か月振りに50を上回っている。非製造業は50を上回り54.5である。失業率は、5月6.1%と9年振りの高水準となったが、前月に比べると僅か0.1%の上昇である。16. 雇用統計は、実は全面改訂された。2002年中の動きは従来の報告と同じ方向である。要するに2002年の雇用調整が減退して8~9月に一旦プラスに出

た訳だが、その後再びマイナスとなって、2003年の2~3月に、これは表にもあるがかなり大きなマイナスとなっている。ここまでは同じだが、その後前回報告した計数の4月と、今月判明した5月についてこの上段は全体弱含み横這い、その下段にある民間だけをとると僅かながらもプラスという数字となった。この中の業種は製造業は減少を続けているが、サービスと建設が増加に転じた。当月判明した指標は以上だが、ここで改めて主な計数の水準評価を図表2、米国景気の回復モメンタムのところで確認したいと思う。ここの数字は失業率のみが実数だが、他は全て生産のピークである2002年の第3四半期を100とした指数で表示してある。この表で見ると、個人消費は増加を続けている。コンフィデンスも一旦落ちて、そこから現状半分位戻している感じである。この間、雇用は先程申し上げたような一部に明るめの動きもあるが、大きな流れの中で捉えるとやはり低調という評価かと思う。それから設備、生産といったものも低調である。この間、株価がかなり復調しているという絵が浮かび上がってくる。次に図表3、米国株価・金利である。アメリカの金融指標を見ると、株価は前回会合までのトレンド上で一段高となっている。イラク懸念が出始める前の昨年春、夏頃の水準に戻っている。一方、長期金利だが5月中旬までに大きく低下した。その後6月3日にベルリンで開催されたIMCでのグリーンズパン議長の発言、つまり「デフレ懸念に対する保険としての緩和政策」というものに言及があったことなどからさらに若干低下した。昨日は10年物の国債利回りで3.276%と1958年以来の低水準を更新している。一番下のパネルでFFのフューチャーズには6月24日、25日のFOMCで利下げが行われるということがフルに織り込まれているように見える。図表4でユーロエリアの主要経済指標である。ユーロエリアの1. 実質GDPは、第1四半期横這いになった。中身は個人消費は増加を続けたのだが、設備、住宅、政府投資の合計、固定資本形成が減少した。それから純輸出もかなりの減少となった一方で、在庫投資の増加がこれを相殺した。その後の景気情勢だが、例えば4. 消費者コンフィデンス、10. 製造業PMIを見ても不冴えの状況が続いている。この間、13. HICPの5月の

前年比速報は、1.9%と昨年6月以来ほぼ1年振りに2%を下回っている。図表5は、欧州株価・金利、ヨーロッパの金融市況だが、ドイツとフランスの株価はアメリカ程ではないが、水準的には1月中旬頃に戻している。一方、長期金利は5月中旬まで大きく低下した後、ほぼ横這い弱含みといった感じで動いている。6月6日のECBのガバニング・カウンセルでは50bpの利下げが決まった訳だが、その後の状況をこのユーロ先物で見ると、依然年末にかけての利下げ観測が強い。

図表6-1、6-2で、東アジア諸国・地域の主要経済指標を見ると、まず韓国のGDPが第1四半期はマイナスとなった。4月初めの政策決定会合の時にも報告したが、韓国では東アジアの地政学的リスクもあって株価が急落し、つれて個人消費と設備投資がともに減速してきたと申し上げてきた訳だが、これがGDP統計で改めて確認されたところである。輸出のうち韓国が5月に大きくマイナスになっているが、これは例のストライキの影響である。トラックから港湾への荷役が止まった訳だが、そのストライキの影響とそれから休日が通常よりも二日程多かったというカレンダー要因によるものである。SARSの影響は韓国については判然としないが、その下の台湾の5月の輸出は-4.5%、これはSARSの影響とみられる。因みに台湾の香港向け輸出というのは、前年比で言って2割の大きな落ち込みとなっている。他にSARSの影響がマクロ統計で確認できるものとしては、香港の4月の消費というのが前年比12%と大きく落ちているし、失業も失業率でいって3月から4月にかけて7.5%から7.8%へ急にボコッと上がっているし、後は細かいところではシンガポールで野菜の買い溜めということで野菜の値段が上がっていたり、台湾でエンターテインメントの値段が下落しているといったところがみえる。SARS自体については、国際局でWHOの公表を加工してみると、患者の残高は香港では4月中旬、中国では5月中旬にそれぞれピークを迎えて、その後はっきり減少している。遅れて増加してきた台湾では先週辺りから減少に転ずる気配が出始めている。この図表にはないが、ブラジル、アルゼンチンについて若干申し上げると、それぞれ経済政策への信認が高まる方向にあり、つれて株価も

回復、通貨も強くなっている。図表7は、各国の為替・株価・金利である。各国の実効為替レートと株価、金利の直近の水準を昨年の平均値と比べた表を載せておいた。アメリカでは為替と金利といったところがかなり景気刺激的になっていると思う。株価は昨日ちょこっと落ちているが横這いと見て良いかもしれない。他方、ユーロエリアだが、為替と株価は景気抑制方向ということになっている。この間、中国を含むアジアがその下にあるが、為替、実質実効については然程変化がない。金利については概ね緩和方向。株価については国によって区々といった感じである。以上である。

福井議長

質問はあるか。

岩田副総裁

一点だけ伺いたい。アメリカの景気の循環日付というのか。日本は2002年の1月が底というふうに決めたということなのだが、アメリカはいつが底だということになっているのか。

堀井国際局長

まだ底の判定はしていない。この間バーナンキ氏が来られた時も言われていたが、正式の認定はなされていない。拡大のピークが2001年3月というのは認定されている。

岩田副総裁

まだ判定していないのか。3月だけ決まっただけで後は。

堀井国際局長

3月だけ決まっただけで、後はブラブラな状態。

岩田副総裁

基本的な理由は雇用が今一つだということか。大体アメリカは消費と雇用と生産で決めている訳であろう。

堀井国際局長

然り。それぞれNBERで議論して決めている訳だが、テロとか色々な循環要因から外生的なもの、大きな外生的なもので動いていて攪乱項が大きいのももう少し収束経路まで見てみようということではないかと思う。

岩田副総裁

印象としては日本よりちょっと早かったように思うのだが、ボトムについては。生産も今一つ何かグズグズしている感じであるから。

福間委員

昨日のフレディマックの株が11%落ちた。

堀井国際局長

然り。

福間委員

泣く子も黙る住宅、ちょっと恐いのだが、あれはトップマネージメントのリシャッフル位で終わるとい性格の下げなのか。それとももう少しかねがね言われていたやはりフレディマックのステープ化がちょっとある。

堀井国際局長

一応、株は言われるとおりに急落した訳だが、同時に国債とフレディマック5年債のスプレッドとか10年物のスプレッドを見てみると、確かに上がっていることは上がっているのだが然程でもない。5月に入ってから

平均位のところに戻っている位なので、従って全体として信用収縮が起きてフレディマックのアクティビティが非常に小さくなっていくということは今のところない。アクティビティが小さくなっていく時には片方で今までリファイが増えていたので、国債でデュレーション調整をやっていたが、ここのポジションも両方で引いていく、国債と言うかトレジャリー・ボンドから最近ではスワップで調整していたが、その手仕舞いが起こるのではないかというのは、私も瞬間に想像してそれぞれの市場を見てみたのだが、特段大きな極端な動きは起こっていない。取り敢えず、今のところ市場は平静に受け止めているということかと思う。

福井議長

分からないということだと思う。

平野理事

平静だと思うが、結局 2000 年、2001 年、2002 年の利益計上方法に疑念があるということで、監督官の指示のもとにその再点検をやっていた訳である。フレディマック側が非協力的であったということが一応問題の引き金になっている。ファイナンシャル・ステートメントの粉飾の疑いについては、まだ結果がしっかり出ていないが、やや嫌らしいところはある。

福井議長

ただ一般的に言われているのは、取り敢えずエンロンのようにはならないということではないか。

平野理事

ならないだろうということで、取り敢えず。

堀井国際局長

過大計上の時もあるのだろうが、手近なところはむしろ上方修正されて

いく方であるから、全体としてそのどっちの方向にいくのか自体もはっきりしない。

須田委員

米国の回復のモメンタムについてちょっと確認しておきたいのだが、市場の見方に比べて少し弱めとしている、そういうふうに捉えてきた訳だが、それに関して今はまだそのままか。

堀井国際局長

然り。そのままである。

春委員

中国のSARSの感染者数が急速に減っているという報告があって、WHOがその確認を求めているとのことだが、そういう情報が信用されていないということか。

堀井国際局長

そのところは何とも申し上げられないが、我々は一応、WHOを信頼しており、それをベースにネットの残高を見ると急速に凄い勢いで落ちている。ただ、ちょっと気になるのは台湾が先週だけポコッと落ちている。急に回復した人の数がガバッと増えて。スムーズに落ちてくるということはそんなに変なことではないと思うが、やはりドラスティックに動く時には何かあるのかなという気もしているが。

中原委員

先程のフレディマックなのだが、ガバナンスの問題、IBMの話とか、何かマーサ・スチュワートがどうのこうのとか、何か最近大分賑わっているのだが、何かこう揺り戻しとか、また投資家の信認が問われるような動きは出てきているのか。特にここで新しいものが出てきているということ

でもないのか。

堀井国際局長

フレディマックは確かに追加的なことで、これはもうちょっとよく見ていかなければいけないと思うが、マーサ・スチュワートの方はもうかなり前から言われていて、従ってこれ自体が追加ということではないと思う。

中原委員

IBMはまだ。

堀井国際局長

IBMの方もあるが、全体としてここへきて一段と揺れ戻しという感じでは、今のところ見ていない。ただ、昨日のフレディマックだけは確かにあそこまで急に動くかという感じがしたものだ。と言うのは、解任された人が個人的な取引資料を破棄したということである、解任理由が。その破棄されたものがどういう取引だったのかということについてこれからそれこそ出てくる訳であり、従ってもう一回ああいったプライベートではあるが、何らかの公的な色彩を持つ企業にまでそういうことがあったのかということになると、もう一回見直すということになるのだと思う。それ以外のところでは要するに昨日までの時点ではどちらかというとも終息かなという感じで思っていた。

岩田副総裁

今の点だが、何か基本的にアメリカの住宅投資というのはリファイナンスングでもっているというか、金利が下がってくるので言ってみれば、プレペイメントをやって安い金利に借り替えて、借り替えてということをやっている。フレディマックとか政府系というかそういう機関は基本的にはそれを証券化というような形で辻褄を合わせるというか、プレペイメントのリスクをもう一回証券化して投資家に分担してもらってというよう

なことで基本的にはマネージしていると思う。それについて、やはりキン
ドルバーガーなどは、前に確か言ったと思うが、やり過ぎで、それはある種
のバブルを作っていて、つまり過度にリファイナンスのところなどは
リスクテイクさせているのではないかという何かその基本的なところで
問題があるという、そういう認識は特に今回はないのか。単にやや個人的
なファイナンシャル・ステートメントの適切でない表示とか何かそういう
ことの問題という見方か。

堀井国際局長

事件自体はそういう正にコーポレート・ガバナンスの問題だと思う。岩
田副総裁が言われたのは、要するにあくまでもパブリック・プロテクショ
ンがないにもかかわらず、あたかもあるようなことでファイナンスが
通常マーケットでクリアするレートよりも低いところでオファーされて、
それがファンダメンタル以上のリスクテイク能力をその機関に与えて、そ
れをベースにリファイが順便化されている部分があるのではないかと。そ
の部分には恐らく何がしかあるのだと思う。従って、グリーンSPAN議長が
昨年からはあれはジニーメイとは違って政府機関ではないのだということ
を繰り返し言われて、議会にもファニーメイとフレディマックに関しての
色彩、性格をはっきりさせるようにしろということをやられているのは、
恐らくそういう懸念がバックにあるのだろうと思うが、それがどの程度か
というのは分からない。

福井議長

他に宜しいか。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-4）

早川調査統計局長

それでは国内の実体経済の方の説明に移りたいと思う。手許の資料4の
参考計表を出して欲しい。それから先程機械受注が出たので、ただ今配っ

ている資料で機械受注については補足する。

まず全体だが、一言で申し上げると、全体を均してみれば引き続き横這い圏内であるが、足許に限ってみると少し弱い、そんな感じではないかと思っている。その弱さのよってきたるところだが、図表5を見て欲しい。やはり輸出の動きである。絵をみれば一目瞭然で、昨年1年間、かなりの勢いで輸出が増えた後、足許のところの輸出が少し減少しているということである。これはどこが減少しているかについては、次ページ上の方の地域別を見て欲しい、このとおります第一に米国向けの輸出が第1四半期かなり大きく減った後、第2四半期少なくとも4月に関してはまだ少し減少しているということと、もう一つは第1四半期まで非常に高い伸びを続けてきた東アジア向けの輸出が少なくとも4月のところは減少しているということである。これについてはまずアメリカ向けに関してはご承知のとおり、アメリカ経済そのものが今年の第4四半期からイラク戦を控えるところで減速していた訳で、足許マインド面はともかく、計数面からまだピックアップしているかどうか確認できない状態である。これに加えて去年の第4四半期たまたま自動車現地在庫の積み増しをやってしまったので、それがやや数字に輪を掛ける形で足許の数字を悪くしている。下の方の財別を見ても第1四半期、第2四半期、自動車の減少が目立っている訳だが、それはそういうことが恐らくアメリカ経済の減速以上に対米輸出を弱くしているということ。それからもう一つアジアだが、一つは反動である。中国向けについてはこのとおり、第1四半期に2割も増えた後だから、この若干の減少はやむを得ないし、そもそもWTO加盟後、1月に関税を引き下げる癖がついているので、第1四半期に高くなった後、その後若干弱いというのは不思議はない訳である。ただ、もう一つ見て欲しいのは、中国の下のNIEsのところ、やはりかなり4月は大きな減少になっているということで、これについては大きく分けて三つ位の話があるのだろうと考えている。第一点は韓国で、韓国はもうGDP統計で第1四半期がマイナスだった訳である。これはジオポリティカル・ファクター、プラス一部住宅バブルに対する対策もあって、韓国の内需が減速していると

ということが一つ。もう一つは恐らくここで言うと、台湾とかシンガポールに出ている動きだが、これは多分米国の減速の影みたいなものが大きいかなと思っている。これらの人々の対米輸出がやはり弱いので、言ってみれば日本のこの人達に対する輸出もちょっと弱いということが起こっている。最後に、現時点で計数でどれだけ出ているかについて断言はなかなかしにくい、恐らく何がしかこの時点でもSARSの影響が出始めているのではないかと考えていて、言ってみれば米国経済の減速および東アジア、SARSも含めた様々な要因で、少なくとも一時的に足許は減速しているということの影響が日本の輸出に出ているということだと思っている。因みにSARSについては、本文の6ページのところに横棒で若干書いておいた。いちいち紹介はしないが、時が経つにつれて、色々な影響というのが目にみえる形になりつつあるということである。これは福間委員などが言われていたことだが、一頃アジアの素材の市況が弱かったということに関しても、SARSの影響が言われていた。勿論先程国際局から紹介があったように、直近時点ではSARSの新規発生はかなり収まってきていて、一部日本人の出張も再開されているので、このまま順調に終息していけばそれ程大きな影響にはならないとは思いうし、現にアジアの素材市況でも遅れて下がっている鉄などは弱い、化学などはちょっと最近戻っているということもそんなことの表われかもしれない。ただ、何分にもカナダみたいな話もあるので、あまり楽観は許さないということで、日本の企業も依然としてまだ先行きについては慎重に見ているということだと思っている。

続いて今度はまた図表に戻って、設備投資関係に移りたいと思う。図表13である。設備投資についても、全体と同じような感じで、全体としては極く緩やかな回復基調にあると思うが、足許ちょっと弱めの数字が出ているということである。図表13の中段に法人季報の設備投資調査が出ている。これはノミナルなので、例えばGDPなどに比べるとずっと弱い訳だが、去年の第4四半期はこれでも結構大きなプラスに出たのだが、残念ながら第1四半期は少しマイナスになってしまったということである。明

日、GDP統計の2次速報が出るが、これを踏まえると設備投資は何かしかなの下修正になる可能性が高いということだろうかと思っている。この中身を、次のページで見て欲しいが、第1四半期の弱さについては、第4四半期のでき過ぎの反動という面が大きいと思う。前回確か第4四半期少し出来過ぎだと申し上げたが、予想どおりの形となった。典型的には右上の製造業の中小企業、これは季節調整が上手くかかっていないせいではあるが、去年の第4四半期が18%も増えた後、今度15%減るということになっているし、左下の非製造業の大企業も、第4四半期、たまたま不動産の恐らく仕上がりところで数字が大きく出て、その反動が出ているということなので、基本的には反動という側面が大きいと思う。ただ、同時にもう一点申し上げておきたいのは、例えば一番左上の製造業の大企業が、まだプラスにならない。それから右上の製造業の中小企業についても、一頃の振れは別にしても、少し上がってくる感じがしたのだが、足許先程出た代理店分の機械受注などを見ても必ずしもどんどん増えていくという感じにはなっていない。そういう意味では、設備投資の緩やかな持ち直しと私共が申し上げる時に、二つバックグラウンドがあって、一つはいわば輸出が伸びて生産が伸びてそれに引っ張られるというファクターと、それからもう一つは企業収益が良くなって、という両方のファクターである訳だが、確かに企業収益が良くなっていること自体下支えには効いているが、なかなか輸出が伸びないと素直に設備投資が出てくる環境にないのかなという感じが例えばこの法人季報からも窺われるということである。次のページで資本財出荷を見ても同じことである。足許ちょっと弱いことに関しては若干振れの面が大きいとは思いますが、どんどん増えていく基調でもないということの表われでもあると思っている。先程出た機械受注だが、今配った紙の1ページ目、このとおり、4月の機械受注は前月比で-1.8%になった。製造業、非製造業両方増えているのに全体が減っている。季節調整が合わないのかもしれませんが、どちらにしてもこんな形でそれ程大きな減少ではなかった。この4月の数字を1~3月対比でみると-1.7%ということである。ある意味で予想どおりという感じで、もともと1~3

月の+5.8%、これもノミナルなのでちょっと出来過ぎの感があったので、何がしかのマイナスは4~6月不思議ではないと思っている。同時に-10%という予測調査、ちょっと幾ら何でも弱すぎると思っていたが、一応この数字であれば、まだ断言はできないが、そこまではいかないのではないかという気がする。現に次のページの絵を見て、予測調査の罰点印と4月の数字を見ると、まあ、何とかここまではいかに済むのかなという感じの絵には取り敢えず、振れる統計なのであれだが、そういうふうに見えるということである。恐縮だがまた厚い方に戻って、先程ちょっと申し上げた企業収益について若干、図表17である。企業収益については、これまた法人季報が出ていて、中段のところに法人季報の利益率が出ている。これも若干の振れはあるが、均してみれば企業収益は緩やかに改善しているということである。企業収益が緩やかな改善ということは、具体的に申し上げますと、製造業はこのとおり、これまた振れを均せばまずまずの改善である。その一方で下の方の非製造業の改善テンポが鈍いので、マクロ全体で見ると収益の改善がゆっくりである、こういうことかと思っている。ただし四半期ごとは相当荒れていて、例えば足許去年の第4四半期の後、今年の第1四半期は落ちる形になっているが、この振れを大きく作り出しているのは、製造業の大企業である。このとおり、去年の第4四半期のところでもの凄く利益率が上がった後、足許落ちる形になっている。生産はご記憶のとおり去年の第4四半期も今年の第1四半期も微増なので、あまりこんなふうに収益が振れないはずだが、振れている。具体的に見ると、やや技術的な話だが、電機の利益率がもの凄く暴れている。四半期では上手く季節調整がかかっていない感じになっていて、それがちょっと振れを作り出しているようである。まだ現時点で証拠はないが、暫く前からちょっとおかしくなっていて、ご承知のように電機は少し前から主要各社が四半期決算を出すようになった。その結果、多分季節性が変わってしまったのではないかと思っていて、従来季節調整を掛けると何か変な動きをするということが、どうもこういう動きを作り出している原因ではないかと疑っている。企業収益についてはもう一つご承知のとおり企業

の3月決算が出揃ったということである。本日最終集計というのが出ていたが、基本的には変わっていないのでこの数字を見ると、もう皆さんご承知のとおり02年度はかなり大きな増益になった後、03年度は伸び率はかなり鈍化するがそれなりの増益が続くということが予想されている訳である。いずれも売り上げについては微増、ないしはほとんど横這いという中であって利益が増えていくということだが、この背景にあるのはいわゆるリストラ効果で、このリストラ効果を一応計算してみたのがこの右下にある損益分岐点稼働率という数字である。通常、損益分岐点比率というのを見ることが多いが、実は損益分岐点比率自体は売上げが伸びると下がるし、売上げが落ちると上がってしまうということで、上手く循環が調整できない。従って私共はある種、何割の稼働をすれば利益が出るのかという、絶対レベルに引き直すような計算をしているが、これを見るとこういった形でかなり低い稼働率であっても利益が出るような体質になっていると思う。ただ、これを見ても、最近のところはどうも季節調整が掛かっている。数字に季節性があるのに掛かっているのはどうも先程のところは疑わしいと思っている訳である。

次ページ、個人消費である。個人消費については基本的に4月は弱かった。前にも申し上げたが4月は弱かったということだと思う。一番上にある消費水準指数、これはここに書いていない全世帯が出て、これも同じだが、消費水準指数だけは4月プラスであったが、基本的にはそれ以外のものはほとんど全部マイナスであった。そういう意味では4月は弱かったというふうに評価している。ただ、私共、一番心配していた車についてだが、このとおり5月については、これはメーカーの営業努力もあってではあるが、一応4月の落ち込みをほぼカバーするようなことになっている。従って4、5月を括るとまだ4月のマイナスが残るが、一応戻った。それから数字はまだ出ていないが、百貨店などについても、元々4月は気温の問題とか天候の問題が影響していたので、5月は少し戻るだろうと言われている。そういう意味では個人消費についても、決して強くはないが、弱めの動きということではあるが、基調が大きく変わったということではな

いように思っている。さらに消費者コンフィデンスの方だが、消費者コンフィデンスはこのとおり、全体に少し悪化しているということである。ただ、この悪化については二点程申し上げておきたいことがあって、一つは後程もうちょっと申し上げるが、最近のコンフィデンスの悪化には、実は中段にあるように物価の上り方というのがマイナスに、これは物価の上り方が大きくなるとマイナスという計算の仕方なのでそれが出ている。多分ガソリンのせいと発泡酒のせいではないかと思われる訳だが、そういったことが影響しているのだから、その分は少し割り引いて見る必要があるだろうということ。それからもう一つは、月次の数字が——これは東京都だけの数字なのだが——あって、このとおりこの絵では4月までしか出ていないが、昨日だか週末だか、5月の数字も出ていて、5月も実は改善していた。ちょっとばかばかしい話だが、どうも発泡酒の値上げが終わったせいか、物価の上り方について改善して、全体が改善したということであったが、そんなことなので、恐らく消費者コンフィデンスは基本的に慎重だと思いが、どんどん崩れているという形でもないのかもしれない。

それから生産である。図表 29、生産については、ご承知のとおり第 1 四半期+0.3%、微増で着地した後、今計算上は第 2 四半期+0.4%ということになってはいるが、このとおり一番下の方にあるように、生産の予測の修正状況というのがこのところずっとマイナスなので、私共の企業ヒアリング等を踏まえても、こういった予測修正状況、両方勘案すると、恐らくは微減位で着地する可能性が高いのではないかというふうに思っている。ただ、逆に生産がどんどん落ちるかというところでもないと思っていて、と言うのは、こういうふうに予測の修正状況がマイナスに大きい時というのは、これは気を付けないといけない局面なのだが、二点あって、一つはこの予測の修正状況がマイナスの大きい理由の一つが生産のボトルネックにあって、特にデジタルカメラ関連で部品の生産が十分に立ち上がらないためにデジタルカメラの生産の予測が毎月下方修正されるということが起こっているということである。もう一つは、このように予測修正率が下の方に大きく出て、その時に例えば 01 年がそうなのだが、在庫が上に

いく時にはこれは気を付けないといけないことなのだが、このとおり、実は在庫はまだ下がっていて、どちらかというとな出荷よりも生産の方が少し弱いという感じ。そう考えると、今申し上げたような何がしかボトルネックが影響しているということと整合的であるので、何がしかの下方修正があつて、微減位になる可能性はあるが、生産のバランスが大きく崩れるという感じではないと見ている。因みにこの点を在庫循環で確認してもそういう姿になっている。今申し上げた性質が悪い時は在庫は上の方へピューっと上がっていく訳だが、今はその確かに生産が横這ってしまっているので生産出荷は伸び率は下がっていくが、在庫もマイナスのまま、第4象限のところで居座っているような形になっている。前々から申し上げているとおり、前向きの循環も回らないけど、大きく崩れるような形にもなっていないということである。

それから雇用関連だが、雇用関連についても足許大きな変化はない。図表33を見て欲しい。一言で申し上げて、完全失業率、それから有効求人倍率ともに横這いである。ただしこの横這いについては少しバックグラウンドは変わりつつあるということである。と言うのは、これまでは有効求人倍率はずっと上がってきて今横這いという感じであり、その背景にあるのは、この中段の右にあるように新規求人の伸びが足許頭打ちになっているということである。これは言うまでもなく、生産がほぼ横這い圏内になる中で、特にこれまで増えていた製造業の求人が頭打ちになっているということである。他方で、完全失業率は横這いではあるが、右下にあるように非自発的離職については少し減り始めた。これは大規模なリストラが一頃行なわれていたが、それが足許大体一服してきて、それが1年経ってこんな感じになっているということだろうと思っている。それから所得についても前から申し上げているとおりである。基本的には所得の減少は続いているが、減少の程度は少し小幅になっているのかなという感じである。まだ統計は勿論出ていないが、今年の夏のボーナスについても各種のアンケート調査等を踏まえると、相変わらずマイナスに多分着地する可能性が高い。ただしそのマイナス幅は、少し縮む可能性が高い。業種別に申し上

げると、製造業は少し良いかもしれないが、多分非製造業が弱いので全体としてはマイナスになるだろう、こんな感じである。

物価については、今日はもう極く簡単にする。と言うのは明日出るので、明日説明する。ほぼ読めていて、恐らくC G P Iは、輸入物価はこれまで上がってきたのが下がる。これは言うまでもなく原油の影響である。ただし原油相場もそうだし、それから非鉄相場なども最近そうだが、どんどん落ちていくという感じではない。非鉄などは比較的世界景気と連動性が強いので、少なくとも株式だけではなくてその辺のマーケットもつい1か月、2か月前までは弱かったのだが、足許は少し見方が変わっているのかもしれない。それから国内についても、そういった原油の動きがあるし、国内の商品市況の上昇が一服しているので、機械の下落があって、弱含み位に転ずる可能性が高い。この辺は明日申し上げる。消費者物価、図表 43 だが、消費者物価については、以前4月で多分-0.3%か-0.4%になるだろうと申し上げたが、やはり-0.4%の方であった。ここから先については、マイナス幅がどんどん縮んでいく理由もあまりないし、逆にマイナス幅が拡大する理由もあまりないと我々は思っているので、概ねこの近辺で推移するのではないかと考えている。最後に図表 46、先程ちょっと紹介した消費動向調査の中の消費者の物価に関する見方を紹介したい。以前から、企業部門に関しては短観が出る時に毎回紹介していた訳だが、消費者も一応見ておきたいということでみると、こういう動きになっていて、一応消費者の間では、引き続き、これは水準調整してC P Iと重ね合わせて見ると、引き続きマイナス圏内であるが、マイナス幅は少し縮む位に見ているという感じである。消費者の物価に関する意識というのは、あまり馬鹿にしてはいけなくて、実際に過去の時系列を追いかけてみるとC P Iとの連動性はかなり高く、しかもC P Iの後追いというよりはほんの少し先行気味であるということであるのであまり馬鹿にしない方が良いのかもしれない、ということである。

もう一度冒頭に戻るが、先程申し上げたように、全体としては特に大きな基調の変化はないと思っているが、足許出ている数字は少し弱いという

ことかと思っている。ただ、これはひょっとすると、我々がある意味で少し前に起こったショックのところを数字で確認しているという可能性もある。例えばアメリカ経済の減速、あるいは必ずしも十分認識しなかったが、韓国の減速とかSARSの問題といったものを今計数で追いかけているという可能性もある。そういう意味では、計数面はまだ少し弱い数字が出てくるかもしれない。例えば5月の輸出辺りは、また外れるといけないのであれだが、普通に考えれば少し弱いかなというふうに思っているが、それが直ちに景気の大きな流れの転換かという、まずアメリカに関して申し上げれば、まだ計数面は必ずしもコンビンシングではないのだが、各種のマインド指標、あるいは株価等々見ても、年後半は何か回復テンポがピックアップすることを前提に今動いているということだと思う。それからSARSについても先程申し上げたとおり、まだ楽観は許さないが、新規の感染者数はかなり減っていて、日本企業の出張なども再開されつつあるということなので、ある程度先にはそういった影響の減衰があるかもしれない。そういうふうに考えれば、展望レポートで考えていたイメージと比べると、足許のところは多分低いというか下の方で発射したと思うが、大きなストーリー自体がそう変わるということではないと考えていいのではないかと少なくとも私は思っている。以上である。

岩田副総裁

宜しいか。図表19の損益分岐点の稼働率で、この計算は面白いと思う。ただ図を素直に見ると、97年から2000年まではこの損益分岐点の稼働率は相当シャープに落ちてきているように思うが、2001年以降は、何かアップ・アンド・ダウンをしているという感じで、特には改善しているというか、損益分岐点の出る稼働率の水準が低くなっているというのも必ずしもみえないというのが一点。それから現実の稼働率の水準というのは、後ろの方の図表28に95.3とあるが、現実の稼働率との関係ではこれは上下関係はどうなのか。

早川調査統計局長

分かった。二点申し上げる。最初の点だが、これは私共は依然として損益分岐点稼働率、緩やかではあるが下を向いていると思っている。実はこれを見て欲しい。季節性が出てしまっている。だからアップ・アンド・ダウンというよりは、先程申し上げた多分電気か何かが変なことを起こしていて、その結果、季節性がこの統計に出てしまっているのだと思っている。もしこの季節性を頭の中で勝手に季節調整してみると、まだ少しずつ下を向いているということではないかと思っている。それからもう一つは、これは過去のピークの稼働率を100にしている。だから、95というのは…。

岩田副総裁

何年基準かで相当違う。

早川調査統計局長

然り。稼働率のピークでやっているから、多分現時点の95年基準の古いところのピークは100より高いと思うので、恐らくどうなのだろう。すみません、今直ちに数字を申し上げられないが、多分あの90幾つだからもの凄く上にあるということではないと思っている。すみません、それは確認すれば直ぐ数字は分かると思う。計算はえらく簡単で、結論的には損益分岐点に稼働率を掛ければいい。これは一生懸命計算すると実はこういう結果に戻ってくるということである。

岩田副総裁

もう一点は、在庫循環だが、特に在庫循環の31ページの五番目の図を見ると、電気機械類の生産財というのがあって、先程生産のボトルネックが結構あるのではないかと、言うのは多分ここに入ると思う。これで見ると、在庫循環は目盛りが実は凄く大きいので他とあまりダイレクトに比べてはいけないのだが、ただこれを見ると、在庫は確かにちょっとむしろ落ちる方向だが、出荷もこれも前期比で見ると、前年同期で見ると、これも

トリッキーな話だが、むしろ減速していて、前年同期で、内側の方にどんどん原点にこれだと近付いているという感じなので、もしかするといわゆる在庫調整局面に近付いているのかもしれない。他のものよりもこの電気機械類の方がその動きがより内側に、原点にどんどん入っているような気がするが、それが果たして生産のボトルネックによるというふうにだけ考えていいのかどうか、ややどうかなど。出荷自体も前月比で見るか前年同期比で見るかこれも難しいのだが。

早川調査統計局長

厄介なのは副総裁の言われるとおりである。例えば、去年の一番左下に02年の第1四半期とありますね、その次の横にブルーとぶっ飛んでいるのが02年の第2四半期なのである。だから逆に言うと、去年の第2四半期は、実は生産の伸び率が一番高かった時で、だから前年比で見ると、ここはどうしても相当落ちてしまうということが一つある。それからもう一つは、生産のボトルネックは、今現時点で幅広い品目においてボトルネックが起きている訳ではなくて、どちらかと言うと、極く一部の品目である。極く一部の品目が足りないばかりに、デジカメなどができないということが起きているようで、恐らくこの全体の数字を凄く大きくしているというよりは、先程の予測修正率のところは、実はどうもデジカメが非常に大きくて、そこに対しては部品のボトルネック、特にこういうデジタル化でもそうだし、一頃のITブームもそうだったが、思い出すに、ITブームのピークの時には、某社が作っているボルトネジと称するネジ1個ができなかったばかりに日本全体のIT等色々な生産に大きな影響を起こしたということがあって、今の問題になっている電子部品も、私は正確なことは知らないが確か世界中で作っているのは2社しかないというような類のものが今足りないということのようである。

福間委員

先週見てきた。

早川調査統計局長

ご覧になったか。

福間委員

国分工場とって、鹿児島にあるが、CCDの受注の6割も生産できないと言っていた。社内消費が4割で残りの6割を外部に出しているが、ソニーが取り込んで売らないのではないかという顧客の疑問に答えて、最近透明性向上のために、クリーンルーム等を顧客にみせているとのことだ。

早川調査統計局長

CCDの中でもまた全般ではない。

福間委員

CCDでは世界の6割のシェアを持っている。現在、生産能力面から受注高の6割位しか受けられないためもう一つ工場を作ると言っていた。

早川調査統計局長

こういうのは本当は透明性の時代に言っははいけないのかもしれないが、経済産業省に聞くと、どうもデジタルカメラのセットメーカーは、部品がくる予定で生産計画を言ってきていて、結局部品がこないで生産できなかった、と言っ下方修正してくるといふことも起こっているようである。全体として生産が弱いのは別にこのせいではない。生産が全体として弱いのは、根っこにおいて輸出が伸びなくて、といふことが基本である。ただし、先程の修正率といふのは、我々普段修正率が大きく下に出ると危ないと思ふものだから、それに関してはどうもそれが効いているらしいといふことである。

福井議長

決算を、四半期決算や場合によっては月次決算に移行したのは電機関係だけか。

早川調査統計局長

いや、あちらこちらで行われているが、今も主要企業がほとんど四半期決算に移行したという感じなのは、やはり電機だと思う。

福井議長

電機は季節性には抵抗しきれない面があるが、マンスリーまで移行して、かなり成功していると思う。

早川調査統計局長

多分半期決算を出していた頃と四半期決算にすることによって恐らく経理の仕方がちょっと変わって、そうすると、過去の法人季報の季節性で新しい数字を掛けると、何か季節調整後の季節性みたいな、変なものが出てきて…。

福井議長

季節性を潰そうとしている。

福間委員

そうそうそう。

早川調査統計局長

そうなのか。だからデータを見ると、我々は季節調整後を見るものだから、変な季節性が生まれてしまっている。

福間委員

いや、まだ慣れていない。

早川調査統計局長

それがどうも先程の、去年の第4四半期にやたら儲かって、第1四半期に落ちているのは、どうもそこが臭いと私は思っている。

福間委員

それは良い勘である。実際作る方も迷っているのだから。特に今のように会計基準の変更が多いと、特殊要因をどこで入れるかどうか。企業によっては中間期で入れるし、企業によっては四半期で入れるし、それがまた最近は大いから。

山本理事

これは各企業に広がっていくと、本当に季節調整ができなくなってくる。

早川調査統計局長

ぼろぼろになってくる。

田谷委員

そうである。

早川調査統計局長

そうになったらもう、四半期はあまりみないで、二つずつ繋いで半期で見るとかになるかもしれない。半期のところはあまり変わらない。

福間委員

半期になると大丈夫である。

植田委員

サービス価格がちょっと弱いように見えるが、これはサンプル要因みたいな…。

早川調査統計局長

今日紹介しなかったのは、このように…。

植田委員

CPIも。

早川調査統計局長

二つある。まずCSP Iについては、今日はあまり紹介しなかったのは、あくまでサンプル要因みたいなものが、非常に大きいので、これをあまり強調してもしょうがないから、何か大きく下がった、でも実はサンプル要因である、というのなら説明しない方が良くかなと思って止めたのだが。消費者物価の方は、やはり基本的に財はどちらかと言うと日本の場合、マイナスは少しずつ縮む方向、それに対してサービスのところは少し弱い方向がまだ依然として続いている。基本的には賃金が下がっている訳だが、それが色々な形で出てくるということだと思っている。あるいは、CSP Iが今回大きく下がったのは、これは情報サービスなのだが、これも単月の大きな動きはサンプル要因だが、バックグラウンドにあるのは賃金である。要するに、ソフトウェアの開発費みたいなものである。これは人月単価みたいなものを見ている訳で、ある種賃金をダイレクトに見ているのにかなり近い。かつ裏側では中国とかインドへの発注みたいなのが起こっている訳だから、そういうところと考えると、賃金の弱さみたいなものが出てきた。だから単月の大きな動きについては、サンプル要因だが、バックグラウンドといえ、それは賃金であるというふうに見ればと思っている。それは基本的にやはりまだ続いていると思う。

植田委員

去年の賃金のデフレ率の拡大が今響いている。

早川調査統計局長

その可能性だと思っている。

植田委員

先行きは賃金の方のデフレ率が少し…。

早川調査統計局長

縮んでいくとは思いますが、ただ、それもどちらかと言うと、去年のマイナス幅拡大もボーナスであり、逆に今年のマイナス幅の縮小もボーナスである可能性も高いので、ベースラインとしては賃金の弱い状態がかなり続いているということである。例のGDPデフレーターなどを計算しても、基本的にはULCの低下みたいなのところがずっと効いている訳だから、そういうことが続いている。ある種非常に大まかに言うと、賃金デフレの状態がかなり続いている。

福井議長

不動産の2003年問題というのは、予想された範囲内のことが起こっているだけか。

早川調査統計局長

大まかに言うと、予想された範囲内だと思う。そんなにびっくりするようなことになっていないと思うが、全体に需給は緩んでいることは間違いない。

福井議長

予想よりも緩んでいるのか。

早川調査統計局長

それは人による。予想より緩んでいると言っている人と、まあこんなものだと言っている人が両方いるかと思っている。事前にどれ位予想したかによるので、先程申し上げたように、まあこんなものだと言う人と、やはり思ったよりいっていると言う人という。

福井議長

宜しいか。それでは次に移る。金融環境について説明してもらう。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

山口企画室審議役

それではまた例によって資料5の参考計表その2で説明する。例によってクレジット関連指標から。5月分、結局-2.3%ということで、3、4、5月とほぼ伸び率としてはマイナス幅横這いという格好である。ただ、トレンドとして見ると、一応非常に小さな動きではあるが、1~3月に比べれば、マイナス幅が多少縮小しているかなという感じの展開だった。ここ何回か話してきているところだが、基本的には大手行を中心として少し貸出の量を増やそうという方向での動きがみられる。この辺りを反映した動きである。それから下の方、民間部門の総資金調達の方だが、5月-2.8%ということで、これは1~3月も-2.7%ということだったので、ほぼ横這いというようなことで推移しているということである。資本市場調達については、次のページで見て欲しい。CPと社債の発行残高、これが上のグラフだが、右側にかけて折れ線グラフをみればほぼ前年並みということである。シャドーの方がCPで、白い方が社債ということになるが、CPの発行残高は幾分伸びを高めているという姿である。社債はマイナス幅を拡大している。これについては、これまでも申し上げてきたところだが、98

年当時の発行分の償還がこの時期に到来している、この要因によるものである。発行残高としてはそういうことだが、実際の発行環境ということで、信用スプレッドを見てみると、5月にかけてはC/PのA2格、相対的に信用力が低い部類ということになる訳だが、これについては4月対比なおスプレッドが縮まるという、こういう展開である。それから社債については、A格、信用度の低い方の格のものだが、若干反発して、スプレッドが上昇するというような形になっている。しかし、信用スプレッドが相当低かった時期、エンロン破綻以前の2001年の第3四半期、この辺りと比較してみると、微妙な差はあるが達観して言うと、ほぼその時期の信用スプレッドまで下がってきているということで、信用スプレッドを見る限り、相当発行環境としては良い状況になっているということである。しかも相対的に信用度の落ちる、信用度の低いところについてもそういう状況がみえるということである。それから具体的な公募社債の発行状況を見てみると、下の表だが、4月の段階でトリプルBについて800億円を超える発行額があったということを示したが、5月についても900億円弱というか、870億円の月間平均の発行額ということで、これまたエンロン破綻以前のトリプルB格の発行額というものにほぼ匹敵するレベルでの発行状況ということである。従って、資本市場調達について申し上げると、信用スプレッドでみた発行環境、それからトリプルB格の具体的な発行状況、こういったところについても少し発行環境が改善するというような状況になっているということである。次のページ、企業からみた金融機関の貸出態度、それから資金繰り判断がどうかということだが、まず上の方の表だが、中小公庫の調査の新しい分が出ていて、5月7.7ということに貸出判断D Iはなっている。4月との坂は大したことはないが、第1四半期との比較で見れば、企業が金融機関の貸出態度について多少とも緩い感じで見られるような状況が続いているということである。それから厳しいと見る割合、ある種絶対水準みたいなものであるが、5月は24.0ということで、4月に比べると少しその割合が増えている感じはあるが、去年の第4四半期、今年の第1四半期辺りに比べれば、多少とも良い動きになっているというこ

とである。勿論これについてエンロン以前と比較すると、貸出態度判断DIは16.5というところ位まで緩和していたし、厳しいと見る割合も18%位ということだったので、それとの比較でみればなお厳しさというものは残っている。信用力に応じた選別という姿勢は依然として継続している。それから資金繰り判断の方だが、あまり大きな動きはない。5月は-16.2ということで、これについても4月に比べ、それから第1四半期に比べて水面下ではあるが余裕含みの方向に動いている。商中の計数も出ている。これは小さな動きであるが、方向感としては同じような感じということで、企業からみた金融機関の貸出態度、それから資金繰り判断、全体として幾分厳しさが緩む状況が続いている、こういう感じである。それから次のページ、マネー関連の指標だが、やや全体に技術的な要因が多いという感じはあるが、まずマネタリーベースからみると、5月は16.7%ということで、これは予想どおりだが、銀行券については少し伸び率がダウンするという状況が続いていたが、その伸び率ダウンにブレーキが掛かった感じになっていて、4.7%というか、前年比5%弱位のところにきているということである。それから日銀の当預については、当座預金ターゲットを増やしてきているので、当然のことながら伸び率が高まるという状況にある。これらの効果、影響からマネタリーベース全体としては16.7%というところまできているということである。この先を見渡してということだが、銀行券がどうなっていくのかというところがなかなか見通し難い訳だが、この4~5%というようなところで銀行券が推移するということを前提にし、また当預については今のターゲットを維持するということを前提に考えると、秋口頃までは前年比20%程度、若干それを下回るか、あるいはそれを上回るかといったような形での伸びを続ける公算が大きいように見ている。それからマネーサプライの方だが、まずM2+CDだが、5月1.6%ということである。4月については、大手行の増資の影響が出て、その分で伸び率を縮めたということをお前回説明した訳だが、5月についてはまた技術的と言うか、何とも言い難いような要因ではあるが、企業年金の代行返上に伴う株式の売却というのが5月辺りから、特に5月の半ばに

政府の株価対策が講じられ、いわばこの代行返上の扱いについて方向がみえたということから、企業年金で株式を売る動きが嵩んだ。それが結果として流動性預金に滞留するというような、まさに技術的というか、そういった一時的ともいえるような動きの結果としてM2+CDの伸びが反発しているという状況である。それから広義流動性だが、これを見ると-0.5%ということである。これは次のページをみた方が分かり易いかと思う。実は前回も説明したが、簡保福祉事業団が4月から郵政公社に統合されたが、これが保有していた金銭信託についてはマネー統計の対象外になり、その結果少し伸び率が下がっているということを申し上げたが、5月についてはそれがフルに寄与してくるということになった訳である。それで簡保福祉事業団要因を調整したベースと、前回田谷委員からこういう指摘があった訳だが、調整したベースというのを一応掲載できるようになったので、そういう数字を折れ線グラフで示したのが広義流動性の(1)のグラフである。こうした調整を施せば、ほとんど今年入り後、こここのころの伸び率としては横這い圏内で推移しているという姿だということである。下の方で広義流動性前年比とその項目の寄与度を出している。4月と5月の一番上の欄のちょっと下に三角カッコをつけているが、これが簡保福祉事業団要因調整後の数字である。4月全体として0.4の伸び率に止まった訳だが、これについては調整後は1.6という数字になる。5月は-0.5が1.7。こうした結果、グラフでみたような形になっている。それでこの最大の要因は金銭信託なので、その辺りの要因を調整すると金銭信託も大きな動きにならない、0.2、0.1といったような動きに止まっているということである。従って広義流動性、それからM2+CDについてもアップ・アンド・ダウンがこの4月、5月と続いている訳だが、達観して言えばあまり大きな動きはなく、ここ数か月推移しているというように見て良いのかなということである。以上が通例報告しているデータ類ということで、全体感としては多少とも厳しさが緩むというか、緩和感が広がる、こんな傾向が継続しているという状況と思っている。一つは冒頭申し上げたとおり、銀行の貸出姿勢、計数的には今月特にそういった動きが加速し

ているという感じは出ていないが、我々のマイクロヒアリング等によれば、引き続き貸出姿勢については柔軟方向というか、量を多少意識した方向への動きが継続しているということだし、先程来申し上げたように、CP、社債の発行環境の改善というのも続いているということである。従って、りそな問題の影響ということ言えば、マーケットに対して、あるいは他の金融機関の行動に対してそうしたインパクトが出ずに済んでいる、そういう中で今申し上げたような緩和感の広がりというのは、微妙な動きではあるが表われてきているということである。では、これが今後どんな形で、あるいはどこまで続いていくのかということだが、正直言ってなかなか読めないということだが、どんなところに注目しながら見ておくべきか、多少切り口を変えて見てみたのが以下の表である。まず金融機関の資産構成の変化、ここでいう金融機関というのは国内の銀行と生保、損保ということである。これは前に何度か示したものではあるが、まず全体としては国債を中心にした安全資産運用というような動きというのは変わっていない。そうした流れは変わっていないということだが、そうした中で何が起こっているかということ、一つはリスク資産残高の内訳になる株式、貸出、あるいは株式、貸付金といったようなところを見て欲しいが、これらが少しずつというか、かなりのペースで右側に減少トレンドを辿っている。こういう中で変化点として出てきているのが、まずリスクテイクが拡大している分野ということになる訳だが、ここには示していないがご承知のとおり、長めの国債投資で金利リスクを取ろうというような動きが既にある訳だが、それ以外にということになると外国証券の金利リスクを取ると、為替はヘッジ済みなので外貨の金利リスクを取ろうというような動き、それからCP、社債に多少投資の姿勢を傾けていく、信用力が相対的に高い分野のクレジットリスクについては取ってみようではないか、こういうような動きが銀行、保険会社、こういったところでみられるようになってきているということである。そのうち外債投資、これについてはどんな感じかというのをみたのが次のページである。これは国内銀行の実際の外債投資をドルベースと円ベースで示したものである。薄くシャドーの掛かった棒

グラフ的なものが円ベースである。それから折れ線グラフがドルベースということだが、多少の違いはあるが、基本的に銀行の方も保険会社の方もその残高を増やすというような状況になってきている。ただしこのように、特に銀行については下の方、外国証券比率というのをみれば分かる通り、上向きではあるが比率自体は銀行でいくと4%程度ということだし、生損保についても確かにこのところ上向きのトレンドではあるがこの1、2年ということでは、所詮は17%から19%弱位までの増加ということである。さはさりながら、いずれにしてもこちら方面への投資意欲が高まっていることは事実である。ただし、先程申し上げたが体力の制約というようなことから為替リスクを取るような動きは出てきていないということである。こんなことなので、まずこの辺りについてどういう動きが続くのか、特に外債投資を中心にしてこれからどういう展開になっていくのか、それから社債、CPへの投資というのが今後どのようになっていくのか、この辺りが注目点である。特に外債投資については為替リスクを取るところまでリスクアペタイトというか、リスク選好というのが強まる可能性があるのかどうか、この辺が見ておくべき点であろうかと思っている。それから最後に、社債の発行状況、次のページだが、これも既に説明したこととそう大きくは変わらないが、まず公募債の格付け別の発行額というのを一番上のグラフで示している。グラフの中で黒い部分がトリプルBである。先程トリプルBの発行がエンロン以前はかなり好調だった時期の水準まで復してきているということを申し上げたが、このように、エンロンショック以前のところに、このとおりの形で戻ってきているという姿である。従って、社債の発行環境はかなり良くなっているということは申し上げたが、その中でも低格付け物の発行がかなりの額になってきているということがグラフで理解頂けるかと思う。それから信用スプレッドについても、これは大分縮小している。しかもエンロン以前の水準まで落ちてきているということを申し上げたが、このグラフをみれば、トリプルB格まで含めてそういうような状況に段々近付いてきている。むしろA格、ダブルA格については、エンロン以前のスプレッドの水準を下回る、こんな状況

にもなっているということである。それからもう一つ、社債ということでは、私募債についてはどんな状況かというのを一番下のグラフで示したものである。薄いシャドーの掛かったのが銀行貸出だが、銀行貸出は先程来説明したとおりの状況で、前年比マイナスということで、多少マイナス幅が縮まっているということだが、その間私募債の引き受けというのはじわじわと増えるというような傾向が続いているということである。こんなことで、投資家の姿勢は社債についてそれなりに前向き化しているという姿がみえる訳だが、これらについて改善傾向がどこまで続くのか、一つは信用力の低いセクターというか、トリプルB格に対する投資姿勢みたいなものがさらに前傾化するのか、あるいはその延長線上でダブルB格の投資にまで手がついていくような状況になるのかどうか、さらに、中小企業を含めて金融機関の貸出態度はさらに前傾化していく可能性があるのかどうか、こういった辺りが注目点かなと思っている。私の方からの説明は以上である。

福井議長

如何か。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。図表 4、各種金融商品の内訳だが、これを見ると、金銭信託は傾向的にどんどん減っているが、同時に金銭信託以外の金銭の信託というのがあるが、これもマイナスなのだが、最近3月以降、ずっとプラスである。それで、新聞情報でしか私は掴んでいないが、信託勘定を使って銀行が貸出する、つまりB I S規制との関係で本体貸出でやると、リスクアセットの割合にもかかわるものなので、それで金銭信託を使ってそれを實際上貸付にするというようなのが、金銭信託以外の金銭の信託に、そういうものは入るのか。

山口企画室審議役

お話の貸出が統計上そういう所に入るのかどうかというのは確たることは言えないが、計数的に実はかなり振れが多いことも事実で、平残は、一番右側の数字を見ると6兆円程度である。だからちょっとした動きでかなり振れるということでもあるし、実は、計数のバックグラウンドについては十分掴みきれていないところもある。それから最初に言われた金銭信託が減ってきているということだが、これについては一番大きな要因は簡保福祉事業団要因である。それが4月、5月と効いているというのが大きな要因である。

植田委員

日本の社債のスプレッドだが、例えばアメリカに比べると、凄く薄いね。この基本的な理由は、銀行貸出のところにあるのか。それとも別の理由か。

山口企画室審議役

難しい質問である。

植田委員

いや、わざと…。

山口企画室審議役

いやいや、基本は言われるように、全体に銀行貸出のところでのスプレッドが薄いということが効いているのだろうと思う。

植田委員

ただ、もっと意地悪なことを言うと、それで銀行貸出のところはスプレッドは上げなさいというような感じのことを一方で言っている訳である。明日議論するような話では、社債市場プラス α のところでは逆向きのこ

とを場合によっては動きとしては起こそうという話で、全体としてどういう整合的な見方、考え方として…。まあ自分で考えなくてはいけないのだが。

白川理事

そこは本当にある意味ではこの十数年間不良債権問題、貸出の問題を考える時に、ずっとそれを議論してきたような感じはして、完全に整合的な絵というか、詳しいことを書けていないような気はする。現実には観察されるスプレッドというのは、現実には資金が貸出された人のスプレッドだという感じがする。貸出については、現実には貸出を受けている人、借入れをしている人の利鞘が議論されるが、今世の中で問題になっているのは、何と云うか、借りたい人——本当にそれに値するか別にして——が十分借りていないという、言わば would be の姿との比較である。本来こういう利鞘でやれば金を貸しても良いと、あるいはこういう利鞘であれば投資をやっても良いという人が色々な不確実性があるがために、あるいは体力がないために実は十分に資金を取れていないというところがあるかもしれない。そうだとすれば、その部分は実は観察されるスプレッドよりも高い訳だが、そこで貸出なりあるいは発行があれば、それは双方にとってベターオフになると思う。そういうセグメントがどういうところにあるのかというのが一つの話であり、明日議論する資産担保証券の関係ではそこがポイントかなという感じがする。実際に観察されるスプレッドの低さについては、元々ある日本では十分なスプレッドが取れていない話と、金融緩和の要因で取り敢えずキャッシュを何かに運用しないといけないということが関係しているのだろうと思う。いずれにせよ完全に整合的な答えは書けていない。

福井議長

やはり銀行借入れの代替として発達した社債という要因がまだ引いている。

白川理事

まず銀行借入れと社債、基本的には銀行借入れだが、しかしある単独のインストゥルメントに依存するとやはり危険だな、ある程度多様なソースを持っておきたいとの感じがまずベースであると思う。そのうえで、社債の発行がなぜ増えないのかということ、基本的には銀行から安い金利で借りるからというのがまずあるのだと思う。

福井議長

影響されていてね。

福間委員

今しかしその関係は相互牽制ではない。

白川理事

そうであろう。

福間委員

利息は高いこと出したら社債市場だし。

白川理事

ある段階で両輪なので、今はまだ両輪のうちやはり一方の輪が大きい。資産担保証券も含めてキャピタルマーケットがもっともっと発達した方が良いというのは、そういう意味でまさに今そこに両輪が働くようになれば良いということである。プライシングがしっかりしてくれば、本来であれば金が出て行くはずだということではあるのだが、やはりそうは言ってもドミナントな部分が銀行貸出である。それから投資家についても、必ずしも例えば保険会社がそうであるように、今十分体力がないためにリスクを計算してなかなか長期でやりにくいとか、あるいは公的な投資家につい

ても、必ずしもそういうふうになってないというところで、本来的に働き得る片方の輪が十分に働いていないということなのだろうと思う。

福間委員

銀行から見ても、企業に貸し出すためのスプレッドがあまりにも安いのだったら貸出よりもここに出ている私募債とか、あるいはアンダーライトをやってそれをホールドするとか、あるいはマーケットで買うとかする方がメリットがある。そういう動きはここ3、4年徐々に出てきている。まさに言われるように両輪で牽制しながらいく。

白川理事

先程アメリカというか、対外証券投資、ヘッジをしたうえでアメリカの債券を買っていくという動き、あるいは欧州もそうだが、あれも決してリスクを、為替リスクは外しているが、金利リスクは取っていて、現実にはリスクを取っている訳である。同じリスクを取るのであれば、同じリスク量でもって国内の貸出、あるいは社債になぜいけないのかなというところはある。起きていることはややシニカルな言い方になるかもしれないが、アメリカの景気刺激は、いわばこの海外債券投資が、何がしかサポートしているというところがある。なかなか国内に向かっていけないところがある。本来であれば合理的な市場メカニズムが働くはずである。働いてはいるが、まだまだ期待するほどに働いていないことには何かその何がしか外部不経済というか、そういうものがあるのかなという気がする。

須田委員

今の話について外債の収益のトラックレコードがここ2、3年凄く高い訳である。やはりその影響というのは随分あると思うが。

白川理事

ただ、過去のトラックレコードが良いということは必ずしも将来も良い

という訳ではないから、そういう意味ではリスクを取っていないくて、リスクはある意味で大いに取っているという感じはする。取っているが、取っている形態がアメリカの金利リスクを取っているとかユーロの金利リスクを取っているという感じがする。

岩田副総裁

それとの関係でまた申し上げると、4ページのこの公社債投信と株式投信があるが、これを見ると株式投信の方は伸びが増えている、公社債投信の方はマイナス幅が拡大していて、何となく個人も今外債のファンドというか、投信を結構買っているという話も聞くのだが、これを見るとそういうことは全然ないのかなと思うが。

白川理事

統計上、株式を少しでも入れてあれば株式投信と区分される訳である。実際には株式ではない、つまりグローバルなソブリン債を組み込んで、そういう投信が増えている訳である。

岩田副総裁

株式投信まで入っているのか。公社債で運用しているも。グローバルファンドで。社債、国債だけでもここは株式投信に入るのか。

白川理事

株式投信は少しでも株式を組み込んであれば株式投信である。

岩田副総裁

分かった。

福井議長

株式が少し入っていればね。

岩田副総裁

ちょっと入っていれば…。全然入っていないやつもあるね。

白川理事

それは勿論株式投信ではない。さすがにそれは。

岩田副総裁

あとはエンロンで公社債投信がガクッと落ちた。それをずっと引きずっているということか。

白川理事

然り。

岩田副総裁

なるほど。

田谷委員

質問が一杯出てきてしまうから止めるが。

福井議長

どうぞ。

田谷委員

先程の話などからして、銀行貸出が低くて社債に対するスプレッドがかなり低いと、その結果として、そういう状況下では、日本の企業は海外で資金調達するインセンティブはあまりないのだろうが、海外の企業はなぜ日本の国内市場、例えばサムライ市場などに出てこないのか。益々出てなくなっていますね。少し位コストの問題があったとしても、なぜそうい

うふうになるのか。

白川理事

これもパズルであるが、ただクレジット・マーケットで資金を調達するためには、例えば評価の良い企業、グローバルに見て評価の良い企業は、自分の評価の高い状況を相応に評価されるマーケットで資金をやはり調達するはずだと思う。スプレッドが必ずしもリスクに見合っていないとすると、逆に言うと良い先は日本で調達するインセンティブがその分減る訳である。つまり比較優位の原理が最も働くマーケットで調達する訳である。それで多少そういう意味では、過去の事例を見てみると、ややシンボリックだなと思ったのは、エンロンが破綻する直前にエンロンは日本で起債していたが、あれは多分そういうことがバックにあるのだろうと思う。そういう意味で元々ある日本のインフラが、これはもっともっとしっかりしないといけないという話、これは最も大きい話だと思うが、ただ循環的にそうは言ってももう少し負債を円で出して良いのではないかという、これはいつも僕らが持つ疑問なのだが、どうもクレジットについてはクレジットを相応に評価されると、そうでないとなかなか出難いのではないかというのが取り敢えず私自身の仮説ではあるが、ただこれもずっとパズルとして持っている。

中原委員

サムライは少し増えているのではないか。

白川理事

少しは増えている。

中原委員

シティバンクの大型のものとか。

白川理事

少しは増えている。ただ、かつてから考えると、これだけの低金利だと、本来であればそこへ仮に日本が外債投資をやらなくても、非居住者が円で起債してそれで円安という動きが起こるはずである。それが起きないのはなぜだろうかというのはよくエコノミストに質問される点である。

福間委員

それとやはりデュアル債を出す。あれも東京の投資家を対象に、円建て豪州債とか、そういうやつを相当出している。今久方振りのブームではないか。

白川理事

そうですね。出てはいる。

福井議長

宜しいか。これで今日の議題は終了したので本日の政策委員会は閉会する。明日は午前9時からの再開とする。いつも申し上げているが、厳正な機密管理、お願い申し上げます。以上である。ありがとうございました。

(午後3時56分中断、11日午前9時再開)

定刻なので決定会合を開催したいと思う。今日はまた色々と議題があつて、電子CPの現先オペ対象化に関する説明、これは決定事項である。それから資産担保証券の買入に関して執行部説明をまず聞きたいと思う。それから今日公表された経済指標について執行部から昨日に続いての追加説明を受ける。あと、金融経済情勢に関する討議、当面の政策運営等に関する討議等々あつて、この間政府の代表の方からも意見を頂戴して、議案の取り纏め、採決、金融経済月報の検討と、さらに4月30日分の議事要旨の承認と、こういう順に進めて参りたいと思う。今日は政府の方から財

務省谷口副大臣にお越し頂いた。ありがとうございます。内閣府からは小林審議官、昨日に引き続いてありがとうございます。いつも申し上げているが、発言は全て記録するということが前提となっている。委員および政府からの出席者はそのことを踏まえて宜しく発言を頂戴したいと思っている。

Ⅲ. 「コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と決定（資料-7）

福井議長

それでは「コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入基本要領」の一部改正、まず執行部からの説明を聞きたいと思う。

山口企画室審議役

それではまず短期社債等のCP買現先オペの対象資産化について説明したいと思う。手許に事前に提出した資料7、タイトルとしては、買入基本要領の一部改正等に関する件、というのと、それから追加資料として短期社債等のCP買現先オペ対象資産化について、この二つがあらうかと思うが、まず最初に追加資料の方で説明したいと思う。1ページ目だが、改正の概要とボックスで囲んだものだが、ここにあるとおり、短期社債等、これは定義としては、短期社債および資産担保短期債券、いわゆる電子CPということになるが、これらをCP買現先オペの対象資産とする、それに応じて買入基本要領、それから買入対象先選定基本要領、さらには日本銀行業務方法書、これらについて一部改正を施すということである。経緯だが、これはご記憶と思うが、今年の3月末、証券保管振替機構によって短期社債等の振替業務が開始された訳だが、それに応じて短期社債等を適格担保にするということが既に処置済みである。実はこれについて付議をしたのがこの2月だったが、その際に短期社債等のCP買現先オペ対象資産化については、システム等の手当てが作業中であったので、そうしたことが終了の目途がついてきた段階で改めて対象資産化について諮ること

にしたいと、このように説明した経緯があった訳である。そうした経緯によって、今日諮るということである。具体的には、オペの方式ということだが、まず短期社債等については、法的な性格、あるいは決済の仕方、こうしたものについては、現在の本行がCP買現先オペの対象資産としているコマーシャル・ペーパーとは違う訳だが、基本的に現行のCPと同一の経済的機能を果たすとこのように理解して良いだろうと思っている。従って、二つ目のポツだが、短期社債等についても現行のCP買現先オペの対象資産として追加することとして、そのために買入基本要領の一部改正を実施してはどうかということである。横棒に書いたのは、経済的機能が同じであるという観点から、敢えて別建てのオペとする必要はあるまいということである。これがポイントである。それから次のページでオペ先の選定であるが、次回以降、CP買現先オペのオペ先選定においては、応募先数が予定数を上回る場合には、応募先のCPの流通市場における取引実績などに加えて、電子CPの流通市場における取引状況なども勘案して選定を行うと、そういう形にしたいということで、それに応じて買入対象先の選定基本要領を改正するということになるかと思っている。それで、実際の扱いだが、次回の選定、この選定作業は来年の1月ということになるが、それまでの間は、現行のCP買現先オペのオペ先として選定されている先をそのまま電子CPのオペ先として扱おうと、こういう暫定的な扱いだが、そのような形で対応したいと思う。それから業務方法書については、所要の変更を施すということである。これらについては、6月30日から実施する扱いとしたいと考えている。以上が説明資料に基づく説明である。具体的にどのような付議になるかというのが資料7である。資料7、1ページだが、これについては読み上げる。「コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入基本要領」の一部改正等に関する件。案件。金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、短期社債等を売戻条件付買入の対象とするため、下記の諸措置を講ずること。記。1.「コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入基本要領」を別紙1. のとおり一部改正すること。以下、別紙1、2、3、とあるがこれらについては省略する。「2. コマーシャル・

ペーパーの売戻条件付買入における買入対象先選定基本要領」を別紙 2. のとおり一部改正すること。3. 「日本銀行業務方法書」を別紙 3. のとおり一部変更すること。4. 上記 2. による一部改正後の「コマーシャル・ペーパー等の売戻条件付買入における買入対象先選定基本要領」に基づく第 1 回目の買入対象先選定を実施するまでの間は、「コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入における買入対象先選定基本要領」に基づき現に選定されている買入対象先を、引続き、上記 1. による一部改正後の「コマーシャル・ペーパー等の売戻条件付買入基本要領」に基づく買入における買入対象先とすること。」以上である。

福井議長

それでは質問、あるいは意見等あればどうぞ。

2月の時にはここまである程度議論をしているのか。そうか。では宜しいか。採決に移る。

[[「コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入基本要領」の一部改正等]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

秋山政策委員会室長

それでは報告する。本件についての採決結果だが、賛成9、全員一致である。

福井議長

それでは全員一致でただ今の件は可決をした。この件は執行部から適宜对外公表を行う。

IV. 資産担保証券の買入れに関する執行部説明（資料－8）

福井議長

それでは次の案件だが、資産担保証券の買入れに関する件である。執行部から説明を伺いたいと思う。

山口企画室審議役

これまた手許には資料2つあろうかと思う。一つが資料8だが、資産担保証券の買入れに関する検討、これは事前に配ったものである。それから本日手許に配ったものが資料8（追加資料）、資産担保証券買入スキームの骨子というタイトルのものである。本日はスキームに関して審議、議論頂くということだが、それに供するという趣旨も踏まえて、買入れスキームの骨子について追加資料に則して説明したいと思う。なお、事前に配ったものの中にはパブリックコメントの概要というのを付けているが、これについては、時間の関係もあるので骨子を説明する際に適宜リファーする、そういう形で進めたいと思う。それではまず、買入れスキームの骨子ということだが、これはパートとしては買入対象資産、これについてどう考えるのか、これが大きな一つ、1. ということである。それから次のページで2. として買入方式、これをどうするか。それから3. 買入限度額、そ

の他何か考えておくべき事項がないか、これが4. ということである。まず1. の買入対象資産からであるが、(1) として、買入対象資産の種類というのを挙げている。まず資産担保債券、これは公募債の資産担保債券、それからクレジットリンク債が発行されているシンセティック型の債券、しかも公募債、それから資産担保CP、電子CP形態のものを含めたもの、これを買入対象資産の種類と考えてはどうかと、こういうことである。実はパブリックコメントを色々と頂いているが、この買入対象資産の種類との関係で申し上げると、まず全体に関わる話だが、日銀が資産担保証券を買入れるに当たっては、市場における価格形成を歪めることがないように、市場価格を前提に買入れるべきというコメントが多数あった訳である。しかしながら、では市場価格を前提に買入れるとした場合に、そうした市場価格として客観的に信頼できるものがあるかどうか、ここが問題になる訳だが、現状においては公募時の募集価格以外にはないというような意見がパブリックコメントとしても多かったということである。従って、先程その資産担保債券、シンセティック型の債券について公募債のみと申し上げたのは、そのようなパブリックコメントも頭に置いてこのような形での対応をしてはどうかと、こういうことである。それから、シンセティック型債券を資産の種類に入れたということについては、これは元々買入対象とすべきではないかという意見がかなりあった訳である。ただ、日本銀行としてこれをどう考えるかという時に、日銀法上、日本銀行が買入れることのできる資産については、手形または債券ということに限定されている。従って、今回買入対象とするものについても、クレジットリンク債券が発行されているもの、私共、クレジット・デフォルト・スワップの直接の相手方となることはできないので、クレジットリンク債券が発行されているものに限るという形でシンセティック型債券も買入対象資産に加えていくという対応を考えてはどうかと、こういうことである。それから一部パブリックコメントとしては、信託受益権についても買入対象とすべきではないかというような意見もあった訳だが、私共現状を見てみると、信託受益権については、そのほとんどが私募形式であるということだし、その意

味では価格の透明性の点で問題がない訳ではない、ということもある。それから信託受益権は、日銀法上買入対象となっていないということもあるので、私募債をどうするかということも含めて、信託受益権については今後の検討課題と、このように考えておいて良いのかなということ、ここでは買入対象資産の種類としては挙げていないということである。それから、次に(2)として適格基準であるが、まず発行形態等に関する要件、これをどう考えるかということだが、基本的にこれは円建てであること、国内において発行または振出等が行われたものであること、準拠法が日本法であること、ユーロ債形式のものについてはここでは取り上げないということである。それから二番目として、裏付資産に関する要件ということだが、まず裏付資産については、売掛債権、それから貸付債権、これは勿論含める訳だが、これに限定せずに中堅・中小企業の円滑化に資すると認められるものをなるべく幅広く対象としていきたい、そのように考えて対応してはどうかということである。これはパブリックコメントとしても、今申し上げたような形で裏付資産の範囲をなるべく広くとって欲しいというような要望があったということでもあるし、それを踏まえてこうした考え方に立って裏付資産に関する要件を考えてはどうかということである。具体的にどのような要件を考えたかというのは、その下の二つのポイントである。一つが裏付資産について中堅・中小企業を定義上資本金10億円未満の会社というふうに定義したうえで、これにかかわる資産の割合が金額ベースで5割以上であること、これを一つの要件とするということである。それからもう一つが、裏付資産が金融機関の貸付債権である場合には、その債務者が正常先に分類されているものであること、これを要件としたということである。その他、売掛債権等についてはこれを同じような形で正常先というような限定を加えていくと、なかなか実務的にも対応が難しいといったことにも配慮して、このような要件を加味したということである。それから三番目が資産担保証券の信用度等に関する要件ということである。これについてはパブリックコメントとしては色々あった訳だが、一つは、一定格付け以上の資産担保証券については国内投資家層も拡大し

ている。ただその一方でダブルB格以下については現状ほとんど投資家が存在しないというようなコメントというのをほぼ一致して頂戴したということである。それから日本銀行が買入れる場合には、投資家層の薄いメザニン等を中心に実施して欲しいという意見が勿論あった訳だが、その一方でできるだけ幅広い階層について対応してもらいたいという意見もあったということである。こういった相反するとか、多少方向の違うコメントも頂戴していた訳だが、それらを踏まえて信用度等に関する要件を整理したということである。まず資産担保債券あるいはシンセティック型の債券についてということだが、まず最初の黒ポチだが、複数の格付機関から、最低ダブルB格相当以上の格付けを取得していること。それから発行から償還までの期間が3年以内であること。この点については、実はパブリックコメントとしては3から5年程度までを望むコメントというものが多く寄せられていたところである。ただ、私共としては財務の健全性にも配慮して、3年とするのが適当ではないかと考えた訳である。それからもう一つはシンセティック型の債券については、発行代わり金が信用度を市場性に照らして日本銀行として適当と認められる資産、例えば国債などに運用されていること、こうした形で一応箍をはめておいてはどうかということである。それから次のページで資産担保CPだが、これも同様に複数の格付機関からa-1格相当の格付けを取得していること。それから言わずもがなといえば言わずもがなのだが、CPについては発行から償還までの期間が1年以内であること、これを一応要件とする。それから取引先金融機関のフルサポート型についても適格とすること。これは昨年末に適格担保について特例措置を講じた訳だが、考え方としてはそれと同じ考え方ということである。こういったことを要件として考えてはどうかということである。以上が適格基準に関わる要件についての考え方および対応ということである。それから次に買入方式ということだが、パブリックコメントとしては色々ときていたが、基本的に我々の考え方としては、やはり先程申し上げたところだが、資産担保債券、シンセティック型債券については信頼できる基準というのは、やはり公募価格をベースとせざるを得な

いということなので、価格についてはそれを基本に置こうということである。それから、これは買入方式に関わるところだが、資産担保CPについては、流通市場においても相応の取引が存在するということから入札が可能だと、こういうことを頭において買入方式を考えようではないかということで整理したものである。まず資産担保債券、シンセティック型の債券については、募集期間が終わった後、対象先の金融機関からの売却申込みを受ける。これは当然、日本銀行が買入の旗を掲げて、それに対して申込みを受けるということだが、そうした申込みを受けて、公募時の募集価格をベースに売却金額を買入れる方式としたいということである。それから、買入対象先は、日本銀行の本店取引先の中から信用力基準等により選定するということである。それから、資産担保CPについては、これは先程申し上げたが、金利入札によるオペ方式とする。買入対象先は、CP買現先オペの対象先をベースに選定する。この様な形で買入方式を考えてはどうかということである。それから、三番目が買入限度額ということであるが、まず全体の買入限度額については、当面1兆円とすることでどうかということである。実際にどの程度の額が出てくるのか、どの程度のオペが実行できるのか、まだ見通しが難しいところはあるが、9月末にかけてのシンセティック型債券の発行の可能性というようなことも頭に置きながら、しかもある程度余裕を持って限度額は設定しておいても良いのかなというような判断から、当面1兆円とするというようなことにしてはどうかということである。それから個別銘柄ごとの買入限度額ということだが、実はこれについてもパブリックコメントとしては、市場価格を歪めないために日銀が一つのトランシェの全額を買入れることは適当ではないのではないだろうか、買入額に上限を設定した方が良いのではないかというような意見が多く寄せられたところであって、そうしたコメントも頭に置いてということだが、この黒ポチのところに書いたように、資産担保債券、シンセティック型債券については、個別銘柄のトランシェごとの発行総額の5割を私共の買入れの限度額とするという形で対応してはどうかということである。それで最後にその他ということだが、本スキームによる買入期

間は 2005 年度末までの時限措置としてはどうかということである。それから全体についての見直し、柔軟な対応というような観点に立って、ここに書いたように、買入対象資産、買入方式、買入限度額などについて、これは市場の発展の度合い、あるいは取引の状況、それから私共の日銀自身の財務の健全性といったものを勘案しながら必要に応じて見直す、こういう構えで臨むべきではないかというように考えたということである。以上が買入スキームの骨子についての説明である。

福井議長

それでは、意見については後のラウンドで伺うことにして、只今の説明に対する質問がもしあれば、どうぞ。

須田委員

技術的な質問なのだが、まず複数の格付機関と言った時に、日系と外資系両方が必ず入るのか。あるいは日系だけという可能性もあるのか。これを買った時に会計上の引当については、どのように考えているのか。もう一つ、買入方式で募集期間が終了した後の時間的なイメージなのだが、一体どの程度の期間を日銀が定めていこうとしているのか。

白川理事

まず、格付会社だが、格付は複数取得することが望ましい訳であり、一社だけだとどうしても甘い格付でそれで発行されることになってしまう。それで、私共としては複数求めることが適当であろうというふうに判断した。その際、どういう格付会社が選ばれるかということは、勿論日本銀行の方から条件を課す訳ではない。そういう意味では当事者の判断である。我々としてはバランス良くというふうに思うが、そののところは我々の方からどういうふうになるとは申し上げられない。多分、外資系と日系という組み合わせになるのだろうな、というふうには思うが。それから、会計処理の方だが、今日はまず骨格について議論して頂き、決定した上でまた

これから細目について、次回以降の決定会合でさらに決定することになると思う。国債については、来年度から償却原価法を採用するということが既に決まっている訳である。資産担保証券については、満期保有を前提とすると、常識的に考えてみて償却原価法ということである。将来マーケットが発展していけば勿論売却という可能性もあるし、そういう意味で売却の可能性自体を否定する訳ではないが、当面マーケットではそこまで熟成している訳ではないので、売却ということは当面ちょっと考え難い。そういう意味で国債と同じように償却原価法ということになるのだろうと思う。その上で、組み入れている個々の資産についてデフォルトが発生した場合、これはオリジネーターから情報が世の中に開示される訳で合理的な価格が算定できる訳だ。非常に損失が大きくなった場合には、それは企業会計原則に従って減損処理ということがあると思う。具体的にどのようにやるかについてはこれからの議論だと思う。募集価格、イメージについてであるが、先程山口企画室審議役の方から、募集価格をベースにと申し上げた。これはまず、引受証券会社は発行会社との関係で募集の受託、それから残額引受の契約を行う。募集期間に募集をして、できるだけ投資家を集めてくる訳である。その募集が終わった後、速やかに募集価格をベースに証券会社から買うというイメージである。期間的なイメージでは速やかにということ考えている。

須田委員

それが具体的にどの位なのか。

白川理事

具体的には、これはまた細目をこれから決めるのであるが、今日はそれを諮るのではないが、例えば翌日であるとか、速やかにということである。

須田委員

その日だけ、ということか。

白川理事

これは、当事者が持ち込んでくる、日本銀行から起動するのではなく、向こうの方が売却を希望してくれば、ということである。日本銀行が能動的に起動するオペではないので、先方の…。

福井議長

他にないか。

中原委員

極めてテクニカルな質問であるが、シンセティック債は、発行金額から言うとかかなり多いだろうと思うが、私の知る限りでは大体海外SPCでユーロ債形式で発行し、翌日に既発債という形で日本に持ってくるというものであろう。これは国内準拠法によるとサムライ債ということになるのだが、社債管理会社を置くとコストもかかるし、現実的にこのシンセティック債は対象になるような証券の組成がないのではないかと思うのだが。

白川理事

今の段階では、細目が決まっていないし、マーケットの関係者と詳しく踏み込んだ話をできる訳ではないので、確たることは申し上げられないが、今回パブリックコメントを頂いて、その間色々な意見交換も行った。それらを前提とすると、まず日本の法律に準拠して債券を出していくということについて、これはコストは若干かかる訳であるが、しかしそれでも債券形式で日本銀行が買ってくれば是非組成したいという先が具体的にあった。その金額がどうなるかというのは、これからの金融環境によって変わってくる。信用リスクを全体として外していきたいというニーズ、これはベースとしてある訳だが、これまで見ても、期末にかけて色々な金融情勢が変化する時にそういう組成がきているということもある。コストという要因もあるし、もう少し大きな金融情勢もあると思う。そういう意味で

先程の山口企画室審議役の説明にもあったが、先々これは出る時は急に出るので、そういう意味では若干の柔軟性を持っておいた方が良いでしょうなということである。先程の質問に対する答えであるが、勿論ユーロ債、あるいはデリバティブ向けの市場の方がコスト安であるが、ニーズはあると理解している。

岩田副総裁

須田委員と中原委員の質問と幾らか関係があるのだが、民間の方から要望という、資料8の最後のその他意見というところで二点ほどちょっと伺いたい。一つは買入れと並行して売却を検討してはどうか、という点。もう一つは、この最後の市場整備のためのフォーラムを組成してはどうか、というもの。確かにマーケットをどの位大きくできるかということが、今度のスキームがマクロインパクトをどの位持つようになれるかという鍵ではないかと思っている。そういう観点から、一つはサムライCPなどのこれも要望があったのだと思うが、税の扱いがどうなっているのかとか、これは福間委員が前から言っているが、手形に関する税のCPとの関係のバランスの問題とか。あるいはマーケットを本当に大きくするというような観点からすると、信託のところは受益権がマーケットとして凄く大きいので、そこがもう少しリンク債にあたるようなものに加工すればもっと広がるのか、日本銀行として市場整備のためのフォーラム組成をどう考えるか。税の方は政府の方にむしろお願いすることになるのかもしれないが、そういうことについてどう考えているのか。

白川理事

売却であるが、勿論マーケットが本格的に育っていくためには両サイド、売りも買いも勿論あった方が良いという話であるし、本来マーケットメーカーが売りも買いも値段をたてるというのが理想型であると思う。だが、現状マーケット自体がまだ十分に育っていないという状況にあるのだから、どうしても買いの方から入っていかざるを得ないな、ということであ

る。勿論将来の売りについて排除している訳ではないし、むしろそういうふうな状況になることが望ましいと思っているが、今直ぐ日本銀行が売りますよ、ということは考え難いと考えている。それから、サムライCPあるいは手形と関連して税の関係である。サムライCPの税の問題については、マーケットの関係者も十分認識して関係当局に今話をしているところだ。これは金融庁の方もこの問題について十分理解しているので、関係先に十分理解を求めていく努力をしていきたいと思っている。それから、もう少し一般的に手形にかかる印紙税の話であるが、手形に限らず証書貸付債権に対しても存在する問題であるが、それはそれで合理的な根拠というものがあつたのだと思うが、新しい金融取引に対し印紙税がネックになっているということが色々な場所で起きているという感じはしている。そういう意味で福間委員も講演で言われていたが、手形というのは日本の法律の中で非常に工夫された制度であるという感じはするが、しかしその手形が印紙税の関係でなかなか発行ができなくなっているということであるので、この点についても色々難しい問題があるのだが、何とか改善されていくことが望ましいと思っている。その時に色々なアプローチがあると思うのだが、手形という紙をベースに印紙税を考えていくという話もあるし、そもそも手形を発行しないという形でまた別の形式で問題を解決できないかというアプローチもあるようだし、多面的なアプローチが必要だと思っている。それから信託受益権だが、先程山口企画室審議役が申し上げたとおり、日本銀行は今回民間の信用リスクを直接負担するという異例の措置をやっていくという訳だが、それだけに透明性の高いやり方でないと世の中の理解を得にくいというふうに思う。信託という商品は立派な商品であるが、日本銀行が信託受益権を買う場合は、信頼性のある価格でないと、納得性を得にくいと思っている。それから信託受益権のマーケットの規模が大きいなということだが、実はこれは若干統計の問題もあり、既に発行されているABSとかABCP、それをまた裏付けにして出しているということで実は若干ダブルカウンティングになっていて、そこまでは大きくないのかな、というふうに思っている。それから最後の市場

整備のための努力だが、今回パブリックコメントを頂いて日本銀行が資産担保証券市場の整備のために比較的マーケット全体を見渡していて、中立的な立場で意見を集約するフォーラムを作って欲しいという希望が寄せられていて、私共もそれは非常にもっともだと思っている。もし理解を頂ければ、そういうことについて世の中に対して働きかけていきたいと。具体的にそういう仕事をやっていきたいと思う。

福間委員

執行部の説明を受けたのだが、どうも附に落ちない点があるので、改めてこの場で説明を受けたいと思う。資産担保債券およびシンセティック型債券の買入方式についてだが、「募集期間終了後速やかに、対象先金融機関からの売却申込みを受けて…」となっている。CPであればオペであることが分かるのだが、これは債券である訳だ。そうすると募集をする人、あるいはそれを引き受ける証券会社がいるので、本行は形として募集主体へ申し込むのではないのか。買ってやるから持ってこいというのではなく、終了後直ちにインタレストありと本行から申し込むのではないのか。

その時に、二番目の問題として、1ディール5割を限度とするビッグバイヤーである本行が募集価格の決定したところで突然現われる訳だが、募集価格は、予め本行の買入れを予定して決定するのか、あるいは本行の買入れを考慮に入れずに決められ、その価格で本行が買入れを申し込むのか、これによって随分違う。その辺はどのように考えれば良いのか。価格決定が終わった後で本行が買入れを申し込めば、価格形成にそれほど大きなインパクトはないと思うのだが、その場合でも、本行がこれだけ買う、ということを実定させると、実際問題としてある程度価格形成が歪むのではないか。マーケットが小さいので、ピタリとマーケット・イズ・マーケットという形で価格が決まらないことも分かるのだが、結果的に、市場を日銀が支配したという格好にならないかどうか。この点について、どの程度の用心をしようとしているのか、その辺の心構えを聞かせて欲しい。

白川理事

今福間委員が指摘された点というのは、まさにこの問題の核心だろうと思う。元々このスキームを検討することを決定した時から、まさにこれが大きな問題と思っている。今回頂いたコメントも、色々なコメントがあったのだが、やはりそこが一つの大きな論点であったというようにまず思う。大きいところからいくと、価格形成を歪める惧れがあるのではないかと、ということがあり、惧れがあるかないかということ、それは勿論あると思う。日本銀行の買い方如何では価格形成を歪めていくということがあり、一方で、これも福間委員が指摘されたように、現状マーケットが十分に存在していない、特にメザニンについては存在していないということがあるので、そもそも歪む前に価格自体が十分にみえていないところがある。そういう意味で、理屈の上では昨日の植田委員の質問とも関係するのだが、理論値と発行体が要求する価格と投資家との間にエアポケットがあって、そこにはまれば歪むことなくマーケットを発展させることができるということだと思う。問題はその価格をどう発見するかということだと思う。日本銀行が買入れをする時に、これは異例の措置であるだけに、できるだけ透明性の高いやり方でないといけないというふうに思っている。日本銀行が純粋に理論的に計算して、これがフェアバリューであるというふうになかなか言いにくいということがあり、そういう意味では公募価格をベースに決定していくということにならざるを得ないと思う。具体的な取引のやり方だが、証券会社は募集をし、残額引受契約を結んで募集に入る訳だが、その間証券会社はできるだけ投資家を集めてこようと当然する。もし投資家が十分集まらなかったら、募残が発生して自らそれを抱えなくてはならないので、自らコスト負担もかかってくる。特にメザニンについては、できるだけまず集めてこようとすることだと思う。証券会社はまずそういう努力をする。で、そういうふうな価格になるように公募価格を、まず募集価格を設定するのだというふうに思う。そこでまず、ある程度リスクがかかってくるということである。日本銀行がその上で、日本銀行の方から起動して買うのか、あるいは証券会社の方から起動するの

かというところだが、証券会社に募残が発生した場合に、日本銀行の方が翌日に5割まで買いますよ、と起動していくのと、それから証券会社の方が募残があつて、それは募残であってもその後も売っていく、どちらが望ましいかと言うと、多分後者の方が望ましいのだろうと思う。制度を設計する上では、こういうふうを考えていた。それから、全般にわたってどうやって価格形成を歪めないようにするかということで行くと、先程の5割という基準を設けるとか、全体の制度の設計、運用にあたって、数字として仮に1兆円という目途を定めても、その数字を作るために日本銀行はどんどん買っていくと、それは買入規模は大きくなってもマーケットは育っていかないというふうに思うので、これは我々の運営の仕方だと思うので、クリアな答えではないが、そのように考えている。

中原委員

現実には奇麗事で済まない。現場としてはかなりプレコミットメントを要求されるというか、しない限り組成が進まないということがあつて思う。ここに書いているのはその通りだと思うが、それを恐れていてはできないのではないか。

白川理事

それは、証券取引法のリーガルな世界であるので、そういうことは十分に認識した上できっちりに対応した方が良いと思う。そういうリーガルな問題について、弁護士にチェックしてもらつていて、経済的な論議も大事だが、リーガルな点も大事でそこもチェックしている。

須田委員

もう一つ宜しいか。公募債と私募債との違いについてももう少し伺いたい。公募債は不特定多数のものに対して均一の条件で発行される債券で50名以上とあるがその場合、この部分で例えば一つのトランシェで、ということがありますね。あるいは一つのトランシェに対して投資家がたとえ一人

であっても、全体にかなりいればOKなのか、ということだが。

白川理事

後者である。

中原委員

取引先金融機関のフルサポート型というのは、CLOで金融機関がSPCを作ってCP発行しているのも対象になるのか。例えば、関連リース会社が出すものを銀行がサポートしているというのもある。それは実在の会社だが、SPCを作ってやるような、銀行が直接やるようなものも対象になるのか。要するに銀行が子会社SPCを作ってそこにローン債権を移して、そこからCPを発行して流動化するケースが多いと思うのだが、それは対象になるのか。

白川理事

今とっているABCPはそういうものではないものが多いと思うが、そこは確認のうえ、返事をする。

中原委員

資本関係がある銀行の子会社とか関連会社は対象にならないのではないか。

白川理事

この後ガイドラインを決めていくという作業があるので、そこについては細目については決定していく。

福井議長

宜しいか。

V. GDP 2次速報、企業物価指数に関する執行部報告（資料-4（追加資料））

早川調査統計局長

それでは本日公表された経済指標、GDPの2次速報と企業物価指数について極く簡単に説明する。まず最初に物価の方を先に説明したいと思う。物価は、シャドウが付けてあるとおり、輸入物価については5月は前月比2.5%の下落になっている。これもほぼ予想された通りの下落である。失礼、契約通貨ベースで1.8%の下落、円ベースで3%の下落である。下の方の国内企業物価は前月比で-0.3%と、思ったより大きめの下落になった。この点については後程説明する。輸入物価のところであるが、このとおり絵を見ても5月のところは中段の3か月前比で-3.3%の下落であるが、下の絵をみれば明らかで皆さん予想されたとおり、これまで上がっていたのがグレーのところ、即ち石油関係であり、足許下がっているのもグレーのところの石油関係であり、言うまでもなく原油価格の動きを映したものとなっている。輸入物価については、6月は前月比という感じでは恐らく下げ止まりか横這いというところだと思う。足許の原油価格をはじめとする国際商品市況は横這いしないしは幾分上昇位ではあるので、3か月前比でみると、まだかなりの下落が続くという形になろうかと思う。さらに、国内の企業物価であるが、これも中段のところをみると、これまで3か月前比ではプラスできていた訳だが、今度5月のところで一気に-0.4%と比較的最近としては大きめの下落となっているということである。まず、この下落の理由であるが、一番下のグラフをみれば分かると思うが、一番大きな理由は言うまでもなく点々で書いてある為替・海外市況連動型、基本的には石油製品だと考えて欲しい。これが3か月前比で4月まで上に出ていたのが一気に下へ出たという、この影響が一番大きい。二番目は、これは下がっている訳ではないのだが、縦線と斜め線の国内の素材価格、これは大体3月末まで上がってその後ほぼ横這いということであるので、3か月前比の寄与度ということしていくと段々寄与がなくなっていくということが起こっている。最後にグレーの部分、これはいつもと言えはいつもであ

るが、機械類はほぼコンスタントに下落していて、足許4月、5月は比較的年度初ということで季節性もあるのだが、やや大きめであった。これは基本的にはそういう理由であるが、先程ちょっと「思ったより大きく下落した」と申し上げたので、その点について若干補足したい。思ったより大きく下落した、というのは私共は頭の中では前月比で -0.1% か -0.2% 位の下落と思ったのが -0.3% だったので少し大きかったのだが、この一番大きな理由は石油製品であり、実は間接的にSARSの影響が出た。具体的に申し上げますと、灯油の下落幅が非常に大きかった。例えばガソリンとか軽油に比べて灯油が非常に大きく下落した。ご承知のようにSARSの影響で飛行機が飛んでいないので、ジェット燃料が相当余っている。ジェット燃料というのは灯油から作るらしく、もともとこれは春になって不需要期に入っているところにジェット燃料が余ってしまったために灯油価格が下がった。特に海外からの輸入もかなり入ったらしいのだが、そういうことで灯油価格が大幅に下がったというのが私共の計算外にあった。普通原油価格の影響で一ヶ月つとどれ位と計算できるのだが、予想外のことが相当起こったということだ。あと、細かいことを申し上げますと、機械類の中で自動車部品が少し下がった。これも国内でかなり一人負けになっている某社が部品メーカーに対してかなり厳しい値下げ要請をしたのが影響したということのようである。物価については以上である。

続いて、もう一つの資料の1~3月のGDP統計の2次速報であるが、このとおり一番左上にあるように、1次速報の段階で1~3月は 0.0% であったが、2次速報では $+0.1\%$ に変わった。あまり変わっていないのだが比較的变化ったところを申し上げますと、一つは企業設備であり、企業設備はやはり下方修正になっている。これは昨日説明した1~3月の法人季報がマイナスだったので若干の下方修正になった訳であるが、これは寄与度のところで見た方がよいが、寄与度のところで民間在庫が寄与度 -0.2% から $+0.1\%$ に変わって、この分で若干むしろ上方修正になったということである。民間在庫は多分法人季報から推計した結果であってあまり自信がないが、多分数字としては、金額はマイナスである。民間在庫は減っているが、

減り方が1次速報に比べて小さくなったので、これはプラス寄与ということである。現時点ではあまり根拠がないので、想像だけ申し上げると、ご承知のように鉱工業在庫は減っている訳である、1~3月。従って、予想されるのは原材料在庫であって、ご承知のように1~3月は原油をかなり輸入している。イラク情勢に対応して。多分それが法人季報で上手く出ているかどうか分からないが、理屈として言うと、それが原材料在庫に出ると、少しプラスになるというのは一応筋の通った話だと思う。それから年度の数字だが、今1~3月に限って言えば、0.1%上方修正だったのだが、年度は0.1%の下方修正になっている。これは季節調整替えをしているので、過去のところが変わっていると考えれば結構である。次ページに新しい数字があるが、細かいことは言わないで結論だけ申し上げると、7~9月のところと10~12月のところがそれぞれ若干下方修正になっている。具体的には設備を中心に少し下方修正になっている結果としてこういう数字になったということである。参考までに例の1~3月のGDPデフレーター-3.5%というのは、今回は最後のページのこの表の一番下を見て欲しいが、-3.3%、僅かではあるが、マイナス幅が縮小している。これも細かいデータを見ていないので想像だが、多分設備が少し小さくなったので、パーシェ効果でマイナス幅が縮んだのではないかと想像している。すみません、ちょっとGDPについては細かいデータを手許に持っていないので、想像の部分が沢山あるが、そういうことではないかと考えている。以上である。

福井議長

どうぞお尋ねがあれば。宜しいか。

VI. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

それでは次に討議に移る。本日の討議は、金融経済情勢に関する討議が

part1、part2 が金融政策運営についての討議、その金融政策運営についての討議の中身として政策の運営方針と先程説明を受けた資産担保証券の買入れについて、この二つには2ラウンド目の金融政策運営の討議の中で意見を出して欲しい。各ラウンドとも一人5分位ということでお願いしたい。最初に金融経済情勢の討議で審議委員の方々から意見を頂きたいと思うが、本日は植田委員、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁、福間委員、中原委員、須田委員そして田谷委員の順でお願いしたい。最初に植田委員からお願いする。

植田委員

先月、あるいはもう少し前から先行き不透明感が強まったというような判断だったと思うが、その中身は実体的な部分と金融的な部分と両方あったと思う。それぞれについて少しずつコメントしたい。实体经济の方だが、不透明感が強まりつつあるといった懸念の一部が4月の東アジアあるいは米国向け輸出、アジア域内の貿易、雇用、生産等のデータに若干表われているように思う。これと対応するような形で国内の生産、あるいは雇用市場の先行指標的な部分もやや弱めかと思う。これは昨日説明があったように今年前半のアメリカ経済の若干の弱さ、あるいはSARS、あるいはアジアの一部の国の構造問題、これらが影響しているのだと思う。今後をみるとアジア関連はSARSが仮に早めに終息するにしてもこれまでのマイナスの影響が波及効果を持ってまだ色々なところに出てくるということで、しばらく弱い動きが続きそうに思う。またアメリカも足許未だにはっきりしないデータが続いている訳だが、他方で拡張的な財政のパッケージの決定とか、金融資本市場の良い動き、あるいはコンフィデンス指標の改善等で年後半の成長率上昇にまだ期待が持てる状態が続いていると思う。このアジアとアメリカの動きの綱引きが、日本にとっての海外要因を当面規定すると思う。アメリカが改善すればアジア方面に好影響が及ぶという構図かと思う。ただ、暫くは全体として輸出周りが弱いとすると、生産だけでなく所得、内需への悪影響が発生してくるかどうか、今

のところ大きな動きとしてはみられていないが注意が必要かと思う。その点での救いは、昨日も説明があったが、在庫投資、設備投資が先行き不透明感の影響もあって非常に絞られてきたということなので、何かマイナスのショックがさらに起こったとしても、加速度的に下方に向かっていくというモメンタムは取り敢えずあまり働きにくい状況かな、ということだと思う。物価面では、昨日から今日にかけて説明があったが、CPIでは国内の供給サイド要因が上昇圧力を及ぼして-0.4%まで来た訳だ。これだけを見ると、現行の政策の枠組みからのイグジットを考え始めてもおかしくないというようなデータの動きである。しかし、プラスの影響を与えている供給サイド要因は対前年比では今みえているものは、長くて1年位しか続かない要因であろう。一方で、去年の賃金下落がサービス価格へ下向きの圧力を与えているとか、石油価格下落だけでなく、先程も話にあったようなアジア経済の足踏み、あるいはSARSの影響、こういうものが商品市況にマイナス影響を与えてきている等、懸念材料も多いということだと思う。ということで残念ながら、CPIで対前年比で安定的にプラスという当面のハードルは高いと言わざるを得ない。もう一つの懸念材料であるが、株安の影響を含む金融システム不安、その経済への波及ということだったと思う。これに対する対応を待って、2回連続で当預目標を上げた訳である。どういう方法で対応をするのが一番良かったか、という問題は必ずしも結論が出た訳ではないが、一応こういう政策の結果もあって短期金融市場の混乱を未然に防いだという効果はあったと思う。それに加えて日本銀行が金融システムに十二分に目を配っているというような安心感がマーケットに生まれた。これはある意味ではモラルハザード的に国債の暴落も起こせないだろうという期待にも繋がり、買いオペの増額はしていない訳だが国債金利の一段の低下に繋がっているという見方ができるように思う。このことがさらにその外側、社債、ヘッジ付外債投資等への若干のリバランス効果も発揮させているということだと思う。ただ、この間、日本を含めた内外の金融資本市場でより重要だったのは、かっこ付きのアメリカの5月の金融緩和政策、時間軸効果の採用とみられるようなス

テイトメントの発表だったと思う。これが世界中で株高、債券利回り低下ということに結びついていると思う。ただ、株高は必ずしも近い将来の収益向上期待を主因とするものでなくて、金融緩和への反応ということだと思う。ここまでの株高や金利低下が近い将来、特に米国で経済、収益の上方の動きに繋がっていくかどうかという点がポイントである。これはもう少しみるしかない。そろそろ実体経済が本当に付いてくるのか、あるいは駄目で株価は一旦調整に向かうかという分岐点が近付いているような気がする。以上である。

福井議長

それでは、春委員。

春委員

昨日以来、執行部の説明を聞いたが、特に異論はないように思う。これまで公表された指標は4月までのものが多いのだが、4月までの指標をみる限り、輸出、生産、消費いずれも落ち込んだものが多く、4月の景気動向指数が悪化したということもあって、一部に1月ピークアウト説もみられるというような状況かと思う。ただ5月になって、消費には回復基調がみられているということとか、5月、6月の生産予測がプラスであること、さらに調査統計局のヒアリング情報等も踏まえると、当面、全体としては横這い状況という認識を継続して5~6月の推移を注目したいと思う。一方、先行きの不透明感については、米国経済や国内株価などの下振れリスクというのは前回の会合時と比べると若干減少しているというような感じを持っている。この3月期の決算は、リストラの成果を中心に連結経常利益ベースで70%というようなV字型回復を示し、来年3月期についても二桁の増益を見込んでいる。中でも電気機器がリストラとか半導体、電子部品の生産回復で前期の赤字から一転して黒字になったというのが非常に大きいように思う。こうした企業業績は、このところの株価上昇にも反映しているものと考えるが、設備投資への波及であるとか、現在進行中

の夏の賞与などを通じて雇用者所得の減少傾向に歯止めとなるようなことも期待したいと思っている。特に設備投資については、4月の資本財出荷が大きな落ち込みになったが、これも調査統計局のヒアリングなどをみたり、あるいは企業収益の改善といった環境をみると、緩やかな持ち直し基調は維持されていると考えて宜しいかと思う。特にこの6月までには、液晶とかプラズマテレビ向けの薄型表示装置、あるいはカメラ付き携帯電話のフラッシュメモリー、デジタル家電向けのDRAMなどハイテク組み立て型産業での大型投資計画が明らかにされている。また、素材型産業においても、既に設備投資の増加を計画している鉄鋼の他に、化学とか窯業・土石などでも稼働率指数で設備投資を誘発するレベルと言われる95年基準で98といったようなレベルを超えているといったようなことも注目している。生産に関しては毎月のことだが、産業用の大口電力量については、4月が対前年比+2.7%ということで10か月連続のプラス。繊維を除くほぼ全ての業種で前年比プラスの状態が続いている。ただし、設備の状況を示す契約電力では、これは東京電力だけだが、4月で対前年比-1.1%とこれは14か月連続で前年比マイナスの状態が続いている。皆さんに大変心配あるいは迷惑をかけている東京電力の原子力発電だが、5月に17基中1基の運転を再開した。現在、国の支援も受け、残る16基のうち少なくとも半数程度について7月までに運転再開をしたいということで努力している状況である。残念ながら先週末から今週にかけて色々動きはあるが、現時点ではお盆の時期を除く7月上旬から9月上旬までの期間の中で、高気温が発生した場合、一部の地域で限られた時間だが電力不足となる可能性はゼロではないような状況かと思う。そのような事態を回避するというので東京電力としても大口ユーザーを中心に契約に基づく使用抑制をお願いするなど全力を上げている状況ということである。短期の金融市場については、ただ今植田委員からの話もあったが、りそな銀行に対する公的資本注入決定後も政府・日銀による同行への支援表明や前回会合で引上げた目標値27~30兆円に基づく日銀の機動的かつ潤沢な資金供給によって6月に入っても概ね落ち着いているのではないかと思う。ただ、

債券市場で 10 年債が 0.5%を下回る状況になっており、前回は述べたが金利低下余地が限られている中でこうした動きには懸念を感じている。次に幾分リスクが和らいでいるのではないかと申し上げたが、引き続き注意を要すると思われる海外の経済動向と国内の株式市場について簡単に申し上げたいと思う。まず米国経済だが、これも 4 月までは設備投資、生産、雇用、物価など弱めの指標が多く、ファンダメンタルズが心配というような見方がされていた。また、6 月初めに 5 月の失業率が 6.1%に悪化したことが発表されるなど、こういったファンダメンタルズへの懸念は続いている訳だが、5 月になってからの指標をみると、消費者コンフィデンスやビジネスマインドも回復しているし、これもただ今の話にあったが追加減税案の成立とか、このところの株価上昇など明るい材料がみられているのではないと思う。日本の株式市場だが、前回会合時は 4 月 28 日の 7,607 円から回復してきた株価が 5 月 17 日のりそな銀行への公的資本注入決定以来 8,000 円前後まで下落したところで、特に銀行株の動きが大きな懸念材料だった訳だが、その後 10 億株を超えるような出来高を伴いながら、今日は 8,917 円まで堅調に回復してきている。その原因として米国株価との比較感から立ち後れた日本株に外国人の買いが流入したことや、政府の大手銀行の破綻を許さないという姿勢が鮮明になったことが挙げられているが、さらにその背景としては、株価下落によるバリュエーションの改善とか、新証券税制による負担軽減あるいは手続きの簡素化の認識が広まったことや、企業業績の回復、自社株買いや増配など株主への利益還元動きが評価されているのではないと思う。個人投資家の参加の兆しがまだ必ずしも明らかではないし、持ち合い解消や代行返上による需給悪化要因がなくなった訳ではないが、当面 4 月末の水準をさらに下回るというような懸念は薄れた状況にあると考えても宜しいのではないかと考えている。以上である。

福井議長

次は、武藤副総裁お願いする。

武藤副総裁

まず実体経済の話をする。説明があったとおり、輸出、生産、設備投資の指標が最近のデータで悪化しているということがやや気になる。ただ、これも仔細に見てみると、色々前期との関係や季節調整といったような個別の事情があったり、あるいは企業のミクロのヒアリングなどを踏まえると、今までの判断を現時点で変更する必要はないように思われる。従って、基本的見解については、足許の輸出の弱い動きに言及する必要はあると思うが、全体判断自体は据え置くということが妥当なところではないかと思う。先行きについては、輸出に米国向けの自動車の減少などがあることもさることながら、東アジア向け輸出の減少が注目されると思う。NIEs向けの輸出が鈍化しているという点が気にかかる訳だが、これまで米国経済の減速というものが間接的に東アジアに影響しているというような見方があった訳である。米国経済がスローダウンしても、アジア経済の自律的な成長は揺るがないのだということであれば、比較的そこは良かったと言うかそういう見方もある訳だが、もし米国経済の減速がやはり影響するという点であると、この点はよく見ていかなければならないというふうに思う。それからもう一つSARSの影響だが、これはよく分からないがメディア報道などによると、中国などにおける新規感染が峠を越えつつあるというような報道もあるので、最終的にSARSの影響がそれ程大きな問題にまでは発展しないのではないかと期待はするが、なおSARSの影響自体は引き続き注意が必要であるというふうに思う。米国経済の先行きについては色々前二人が触れられたが、アメリカの株価の上昇の動きというものが低金利の持続あるいは、減税案の可決といった経済政策が将来にもたらすであろう効果への期待というところが大きいのではないかとこのように思われること、それからアメリカの経済指標も一頃に比べると好転しているように窺われる訳だが、設備投資の先行指標が再び4月に減少に転じるなど、必ずしも良い材料ばかりがみられる訳ではない。雇用環境が指標の改訂で4~5月は弱含みながら横這いといった程度にまでは持ち直したようだが、生産・所得の拡大モメンタム自身が強

まっているという証拠はまだみられないように思う。従って、株価上昇というのは明るい材料ではあるが、米国経済の先行きは必ずしも楽観はできないのではないかとみる必要もあるのではないかというふうに思う。

次に金融面のことについて触れる。まず、前回以降の大きな特徴点は、株価が多少持ち直しの動きをみせている一方で、長期金利が一段と低下しているということであろうと思う。そこで株価持ち直しの背景だが、これは欧米株価の堅調な動き、円高進行一服ということに加えて、輸出関連企業を中心とした企業業績の改善傾向が予想通り進んでいるのではないかとといったようなことが挙げられている訳だが、しかし一方、この欧米の株価上昇自体が先程触れたとおりマクロ経済政策の効果に期待するといったそういう面が大きい訳なので、これが本当に期待通り出てくるのかどうかまだそこは必ずしも明らかではないと思われるし、アジア経済の自律的成長の持続性、SARSの影響など不透明感がまだあるし、それから国内について見ても取り敢えずりそな問題は大きな問題を引き起こさずに済んでいる訳だが、なお金融システム問題が本当にこのまま中間、期末に向けて安定した状態であり続けるのかどうかは必ずしも明らかではない訳で、そういう懸念もあるので注意する必要があるのではないかと思う。それから長期金利だが、銀行、機関投資家による積極的な国債購入姿勢ということを背景に低下している訳である。金利のボラティリティの低下もリスク管理面から国債を買い易くしているという面があると思われるが、国債がここまで買い進まれるということはどうみたら良いのかということだが、勿論、他に投資機会がない状況の中でより長めの金利リスクをとるという姿勢を強めている訳で、これは消去法的にみればある意味ではやむを得ないというか当然ということだと思う。ただ、こうした状況がどこまで持続可能なのか、これは本当に見方が色々あって、まだ暫くは続くだろうという見方と、しかしこのような状態はいつまでも続かないのではないのか、いずれ反転するのではないかということで市場に様々な見方があるので、これは正直なところ非常に判断が難しいと思う。この点は引き続き十分注意し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。以上で

ある。

福井議長

次、岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

それではまずアメリカ経済だが、金融市場の状況あるいは消費者、企業家のマインドが従来と比べると回復に向けての条件が、年後半の景気回復に向けて整いつつあることを示しているのではないかと思う。特にアメリカの株価については、三つの要因で上昇しているのではないか。一つはトレンドの成長経路に年後半乗っていけないのではないかという期待が生まれている。二つ目は、連邦準備が緩和基調の政策を続けるのではないかという期待かと思う。三つ目は投資家のリスクテイク余力が従来に増して、従来よりもやや生まれてきているのではないか、リスク回避度がやや低下しているのではないかという点。こういう三つの要因で株価の上昇というようなものが生じているのではないかと思う。ただその一方で、雇用の数字であるとか、生産あるいは設備投資を見ても、足許の数字自体は特に受注の数字などをみると、まだ弱さがみられるということかと思う。FRBは、保険の意味で回復をさらに確かにする、あるいは市場の期待を裏切らないという意味で恐らく0.25%の金利引き下げを行うのではないかと考えられる。このような緩和を続けるであろうという政策態度の影響も期待できるが足許ではまだ回復軌道にきちんとは乗っていない。この間、デイスインフレの傾向が続くということで長期金利の方は逆に下がっている。いわば本当の景気回復をマーケットが確信していれば、長期金利も上がっておかしくない訳だが、むしろ下がっている。しかしながら、いずれにしても年後半の回復に向けての条件が次第に整ってきているということは民間の経済活動面でもみえるし、同時に政策面でも減税が事前に予想されていたよりも規模は半分になってしまったとは言え、短期的な効果について言うとむしろ強化されているということかと思う。ドルの10%近い減

価、それから減税の効果に加えて長期金利が下がっているというようなことを合わせて考えると、後半に3%台に乗る可能性が強まってきたのではないかと考えている。その一方で、アジアの経済はSARSの影響、これは特に香港あるいはシンガポール、台湾等で、小売の動きあるいは生産に一部悪影響が出ている。さらに北朝鮮ファクター等も考えると、韓国の景気が減速しているというようなこともあって、全体としてやはり第2四半期かなり減速しているのではないか。中国の5月のこのGDPの統計をどこまで信じて良いのか私も確かではないが、半分位減速しているというような報道もあって、SARSの影響に加えてその他の要因もどちらかと言うと4~6月期はアジアの経済は下押ししているのではないか。欧州についても、ドイツを中心にしてむしろ景気後退のリスクに直面しているのではないか。ユーロランド全体としては、第2四半期の成長率は微減する可能性があるのではないかと思う。こういった世界経済の状況を全体として判断すると、日本の経済は既に前二回の会合で私は申し上げたが、輸出が弱含み、それにつれて鉱工業生産が弱含んでいくのではないか、4~6月特にそうしたリスクがあるのではないかということを申し上げたが、それがやはり顕在化してきているのではないか。先行指標あるいは一致指標は、4月に50を割ってしまったが、5月も割る可能性があるのではないか。設備投資についても、法人企業統計によると企業家のマインドもむしろやや悪化していて、設備投資も期待していたよりも弱い数字になっているということで、概ね横這いということだが、足許やや弱含みの動きが出ているのではないかと思う。ということで、4~6月期の日本の経済は恐らくこれもあまり予測をすると危ないのだが、GDPの成長率で見ても微減する可能性があるのではないかと思う。こうした実体経済のやや弱含みに対応して、前二回の量的緩和政策、日本銀行が実施した政策はそういった意味からも極めてタイミングが良かったのではないか。りそなの問題に関連した金融不安の問題であるとか、為替レートの不安定性の問題などに対し、かなり有効に作用しているのではないかというふうに考えている。日本の株式市場の現在の回復というのは、むしろ海外投資家主導であり、海外投

資家は日本の優良企業の国際競争力がこの間かなり強くなっているのではないかというかなりポジティブな評価をしているのではないか。その結果、海外投資家の主導で当面 9,000 円～10,000 円を目指した動きになるのではないかというふうに考えられる。その一方で、長期金利の方は、金融緩和が継続する、名目GDPの将来の伸びがゼロないしマイナスが続くという期待が反映している。つまり期待成長率が下がっていくということと、デフレについては継続ないし、もしかすると深化するというマーケットの期待がある。それから金利が下がったと言ってもなお 10 年物長期国債を買えばキャピタル・ゲインも考えると評価益が 5%ある。勿論リスクを考えるとそれで合うかどうかという問題はあるが、目先まだ利回りがあるということで、長期金利が下がっているということかと思う。同時に、機関投資家あるいは個人の投資家も含めて、長期金利がゼロに近付いてくるに従ってポートフォリオのリバランスを進めていることが既に外債投資等に現われており、さらに一層進んでいく条件がある意味では整ってきているということではないか。ただし、同時に気を付けなければいけないのは、短期金利、長期金利における実質金利を何でとるかということ。私は消費者物価だけではなくGDPデフレーターでみた実質金利というのを同時にみないと危ないというふうに考えている。短期の実質金利は、今、日本はプラスであるが、アメリカはもうマイナスだということであり、この実質金利が短期、長期で、日本が高止まりしているということは留意すべきだというふうに考えている。以上である。

福井議長

次、福間委員お願いする。

福間委員

前回会合以降の米国経済の最大の変化点は、イラク戦争終結後米国のファンダメンタルズの弱さに注目が集まる中、米国の速やかなる 3,500 億ドル規模の減税並びに一段の金融緩和の示唆——市場では強気派は 0.5%

の利下げを予想しているし、先程植田委員が言われたような時間軸効果も睨んだ方向に動いている——、この結果、景気回復期待が高まって、期待感が先行する形で米国株が大幅に上昇している点である。もっとも、米国経済は、足許の経済指標は必ずしも明るいものばかりではない。このため、今後一連の景気刺激策が現実のファンダメンタルズにどのようなスピードで効果をもたらしていくのかという点が注目されている。一番早い総合経済対策をドル安も含めて出ただけに、世界経済の牽引力として米国が動き、これが各国の経済対策を誘発するということも期待される。欧州については、米国株の上昇に加えて、ECBの政策金利引下げもあって欧州株も上昇している。もっとも、経済対策面では例の財政赤字をGDPの3%以内に収めるという制約あるいはユーロ高に伴う輸出の減少、社会保障を巡る労使緊張という労働雇用市場の硬直性等があって、全体的にみるとドイツを中心に景気減速感是一段と強まっている。早晩、金利の再引き下げが行われるなどと、市場筋は早くも読み込んできているところである。アジアについては、引き続き、航空、旅行、ホテル、小売業を中心にSARSの影響は深刻ではあるが、ここへきてWHOが広東省および香港への渡航延期勧告を解除したとか、シンガポールのSARSの伝播地域指定を解除したとか、企業サイドでも閉鎖した工場での生産再開や駐在員の現場復帰を行ったとか明るいニュースも聞かれるようになってきている。先行きについては、引き続き予断は許さないが、各国のSARS感染防止策が奏効し、感染拡大がピークアウトすれば、経済への影響は限定的なものに止まるのではないかと期待される。この間、物価面については、前回、あるいは前々回だったか、SARSの感染拡大を背景にした先行き不透明感から、鋼材や化学品等の素材を中心に中国の需要が減少して、これが市況下落を招いているということを申し上げたと思うが、その後の動きをみると、底割れという感じはなくて、むしろ生産調整で供給を絞り込んでいるということで、弱含みながら一服感が出ているなど、物価が下がるというような不安はなくなっている状況である。国内の金融経済情勢だが、わが国経済については、昨日の執行部の見方とほぼ同じで、実体経済は非常に微妙な均衡

状態にある。生産はほぼ横這いとなっている。先行きはSARSの影響等から景気の牽引役である輸出の鈍化に対する不透明感は拭い切れない。ただ、プラント輸出、電子部品の根強い輸出増というようなことで、輸出についても底割れをして足を引っ張るという状態ではなく、今までのような引っ張る役からこのところレベルオフしているというようなところではないかと思う。企業業績については、金融機関を除くベースでは新聞等でも報道しているように、6社に1社程度は既往最高益を達成し、今期もさらに15%増益が見込まれている。ただ、企業業績も、リストラ後の新たなビジネスモデルにより収益が回復する企業が増えているという部分もあるが、昨日の執行部の説明のように、ダウンサイジングでもって損益分岐点を引き下げて企業収益が回復に向かっている部分もあり、これが全体的に雇用所得、消費に広がりが見えない一つの背景となっている。本邦株価は、企業業績の回復と米国株高から上昇傾向を続けているが、皆さんが言われたように本行の量的緩和策並びに欧米の金融政策の一層の緩和から、内外の債券価格は一段と上昇し、本邦の債券市場では、国債流通利回りは10年で0.430%、20年で0.765%というように、やや債券に集中的な運用が行われている。さすがにここまでくると、一方で、本行が2001年から採用している量的緩和政策の目的の一つであるポートフォリオ・リバランス効果が漸く見え始めたのではないか。つまり、中型株から大型株への上昇という格好で、株の方も広がりを見せており、内外株式市場ともにやや金融相場的な色彩が出ているのではないかと思う。この結果として、金融市場の安定、あるいは企業マインドの上昇に繋がっていくことを期待したいと思う。企業金融についても、昨日の説明にあったように、起債環境は非常に改善していて、リスクスプレッドも大幅にダウンして、起債額も非常に増えているということで、企業金融はBB格債以上のところはかなり金融緩和効果を楽しむ状態に入っている。以上である。

福井議長

次は中原委員をお願いします。

中原委員

前回の会合以降の変化として二つ感じているが、一つは内需、外需とも停滞局面に入ってきたという、一時的な下方局面という感じはしている。一方、先行きの不透明感はやや弱まっている。二点目は、市場がりそなの影響もほとんどなく落ち着きを示しており、株式市場も底固い、この二点の変化かと思う。実体経済については、輸出が明らかに減少に転じてきていて、当面のSARSの影響なども考えると、4~6月は少なくとも減少傾向が続くというふうを考える。生産も弱含みに転じつつあり、法人季報をみると、企業業績の回復にも頭打ちの感じが出ている。今後の設備投資の回復は、一本調子ではいかないのではないかと思う。法人季報から窺える企業業績の改善とか、過剰債務の解消あるいは損益分岐点の低下、これも輸出比率の高い製造業では進んでいるが、非製造業、中小企業はまだ進んでない、二極化がますます進んでいるという状況かと思う。従って、雇用・所得環境も引き続き厳しいと言わざるを得ないと思うし、このところ消費もややボラタイルな動きがみられるが、これがどういうことを物語るのか。医療費負担等の国民負担の増加が今後実感されるにしたがって影響が出てくる懸念は、まだ注意を要すると思う。こういう実体経済が踊り場にある状況と言えると思うが、先行きの不透明感はこのところやや弱まってきた。イラク等の地政学的リスクは当然であるし、偶発的なリスク要因もやや薄れたのではないか。SARSも取り敢えず終息に向かっている。具体的なSARSの影響は、5月以降の指標をみる必要があると思うが、長期に亘る持続的なネガティブな影響というのはやはり避けられるのではないかというふうに感じる。加えて世界的なディスインフレ傾向に対する警戒感が各国で共有されたというところから、金融緩和など政策面の対応の動きが具体化しているということも先行きの不透明感を払拭する要因になっている。この間、市場については、りそなの公的資本注入というのがあったが、混乱はなかった。とは言っても、悪材料出尽くしという感じは全くないし、不良債権問題が具体的に進展したという信認を得られるにはとても至っていない。金融システムの潜在的な不安定さが解消さ

れていないと言わざるを得ない。まさにセーフティネットと日銀による徹底した流動性供給に対し、安心感を持った市場がどっぷり漬かっている、本来市場が持つリスクに対するセンシティブな感覚が忘れられてしまっているような気がする。株式市場のラリーも実体経済の回復、先行きの成長期待感が出てきたと言うよりは、世界的なデスインフレ傾向の中で金融緩和が進んで、過剰流動性が出遅れ感のあった日本の市場に流れ込んできたということだと思う。需給の環境も変わっていないし、底値確認とはまだ断じがたいと思う。米国経済は、企業部門の極めて緩慢な回復過程を低金利の追い風を受けた住宅投資、モーゲージの借り換えに支えられた消費等の家計部門が担っているという構図は変化ない。株式、金融市場の動きと実体経済の動きとやや乖離があるような感じがしているが、期待感による市場の回復ということだろうと思う。米国経済の資本流入はやや回復しているようだが、まだ低水準というふうに思う。こういう中で、雇用の悪さが目に付く。5月の指標の評価はいろいろ分かれている。改善とみる向きもあるし、厳しいとみる向きもあるようだが、私はまだこれは技術的な影響が出ており、もう少しみる必要があるのではないかというふうに感じる。グリーンスパンの発言にあった कोरोシブなデフレの懸念、こういうようなものが議論されている中で、企業は価格支配力を失っている。こういう中で、社会保険料の影響などもあって、着実に労働コストが伸びているということ、これを抑制しようという企業の動きはまだまだ強いと思う。とは言え、減税の効果もこれから出てくるということになる、本年第3四半期以降の経済は今のところ大方のシナリオである潜在成長率程度の巡行速度に戻るとのシナリオに変更はないと思う。先行きのリスクとして、中東情勢とかテロという偶発的なものはまだ否定できないが、問題はやはりややファンダメンタルなものに移りつつあり、今後の資本流入を確保するには企業部門の持続的な生産性向上と投資の拡大が必要だが、これが果たして可能なのかどうか。また、先日発表の資金循環表などを見ても、家計はなお高い債務水準を維持しているし、これが本当にサステイナブルかどうか、いつ頃どのような形で調整があり得るのか、米国経済が

抱える基本問題はまだまだ注意を要すると思う。以上を総合すると、4月の展望とリスクにおいて述べたリスク要因のうち、地政学的リスク要因はある程度縮小しているが、その他のリスク要因については大きな変化なし。その意味でわが国経済は、本年度後半から海外経済の回復を背景に外需主導で緩やかな回復に向かうという当初のシナリオは崩れてはいないと思う。物価については、下落幅が若干縮小しているが、一時的なものだろうと思う。医療費の負担アップとか原油価格の動きもある訳だが、当面の景気展開から考えると、需給ギャップの縮小に期待ができない。企業の投資行動、家計の消費動向から見ても、引き続き現状程度の物価の下落は続くだろうし、場合によってはこの先さらに拡大ということもあり得るのではないかと考えている。スパイラル的とは言えないが、持続的な物価下落という現実を前にして、たとえ実体経済が踊り場にあり、必ずしも悪化していないとしても量的緩和のもとで金融政策はどう動くべきか、改めて考えざるを得ない状況にきているのではないかというふうに思う。

福井議長

では、須田委員お願いする。

須田委員

金融経済情勢について4月の展望レポートで示した基本的なシナリオは維持されると思っているが、昨日の執行部の説明にもあったように米国経済の回復モメンタムの弱さや韓国や中国を含めた東アジア経済の成長率がSARSの影響もあって一時的に鈍化していることなどを背景に、足許の輸出にやや弱さがみられる。従って、今年度前半は展望レポートよりも少し下振れる可能性が高いと見ている。先行きについては、依然として不透明感の強い状況が続いているが、皆さんの話に特に付け加えることはない。次のラウンドに時間をとっておきたいのでその中で一点だけ金利の調整が生じるリスクについて述べておきたいと思う。米国では株高、低金利となっているが、それが持続し続けることは考えられず、リフレかデフ

レかいずれその調整が債券相場か株価に生じると思われる。日本でも10年物国債金利が0.5%を割り込む一方で株高も進んでいる。それでも金利が調整されるとみる市場関係者は少ないようである。金利リスクに対する鈍感さには驚く。このような中で、国内の資産運用者は、とりわけ繰延税金資産の問題を抱えている金融機関は今期に収益を上げることが至上命題になっていると思われる。この低い金利のもとで、どこまで国債投資をし続けるのか、収益を求めてよりリスクをとっていくのか、それが長期金利の調整を生じさせることはないのか。米国からの波及効果も含めて注意しておく必要があると思う。以上である。

福井議長

次、田谷委員お願いする。

田谷委員

国内の実体経済情勢は足許若干弱含みとなっているが、このところの株価の戻りは明るい材料である。輸出環境については、不透明感の強い中であって、先行き回復を示唆する材料も一部みられるようになってきたと思う。まず、米国経済についてだが、国内最終需要に直接関連した指標にはほとんど変化はみられないが、生産・雇用関連指標の一部に底入れを示唆するものが出てきた。個人消費は底堅さを維持しているし、消費者コンフィデンスも水準は低いものの、4月、5月と改善してきている。住宅投資は金利低下が続いていることもあって堅調を維持している。IT関連投資の堅調は続いているが、設備投資全体としては下げ止まった後、底這い状態となっている。これらの面ではほとんど変化はみられない。一方、生産・雇用周りの指標の中に悪化に歯止めがかかる兆しがみられる。非農業雇用者数の統計が大幅に改訂され、2~3月に減少した後、4月、5月と減少に歯止めがかかったように見える。また、製造業のISM指数が5月は改善し、その中身を見ると生産、受注の指数が50を超えてきたし、雇用指数も低水準ながらほぼ横這いとなってきた。非製造業ISM指数もここ

二月改善している。もっとも、新規失業保険申請件数は2月半ばから16週連続で40万人を超えているし、求人広告指数の低下に歯止めがかからない。また、生産の実績も4月までのところでは弱いものである。米国でも景気回復の初期において非正規雇用が増えているのかもしれない。小型株が先行して上げてきているのもこうした時期の特徴として整合的である。現時点で景気回復を判断するには材料不足だが、変化の兆しはあるように思う。米国景気の先行きを巡る環境をみると、前回は触れたが回復をサポートする要因が多いと思う。金融緩和期待もあって金利が広範に下がり、株価が回復してきている。ドル安もある。原油価格は一頃より強含みとなっているが、1~3月に比べればまだ若干低い水準にある。減税法案も成立した。中南米の経済情勢も好転してきている。バランスシート問題など様々な構造問題があるが、回復に向けた条件は整っているように思う。東アジア経済については、足許回復テンポが鈍化している。多くの国でSARSの影響が確認され始めている。輸出や生産は、4月の統計でもほとんどの国で鈍化が明確化しており、アジアの商品市況は軟調になっている。しかし、SARSのネット感染者数が低下に向かいつつあり、先行きどうなるか全く分からないといった状況からは脱却できそうになってきた。この問題も、イラク戦と同じく短期終結シナリオが有力になりつつあるが、人の往来を含めた正常化には相当時間がかかると思われる。もう暫く景気は軟調な地合いが続くと考えられる。国内経済については、实体经济に関する限りあまり良い材料はない。景気は、足許若干弱含みとなっていると思う。先程のGDP二次速報でも明らかなように、今年前半を大きくみれば横這い圏内の動きと言えらると思う。一方、昨日発表された5月の機械受注統計をみる限り、設備投資が緩やかな持ち直し傾向にあるとの見方は維持できると思う。雇用・所得は、企業収益の状況からして悪化ペースが速まることはないと思われ、個人消費はこれまでと同様若干弱めの動きが続くと思われる。輸出を起点とした回復は夏場過ぎと考えられ、それまでは起伏の乏しい展開が続くそうである。5月に入ってから株価の戻りは、一言で言って、日本株の相対的出遅れ感による外人買いによるものであ

う。このところの東アジアの株高も同様である。ただ、為替市場への介入もあって、円高が一服していることも国内投資家の追従買いをもたらす一因になっていると思う。また、企業業績がそれなりに回復してきていること、りそなグループへの公的資金の注入といったことも買い安心感に繋がっていると思われる。これらが厚生年金の代行返上に関連した売りや、銀行との持ち合い解消売りをこなして株価を押し上げている要因と思う。先行き需給悪化を懸念する見方も根強くあるが、米国経済次第のところが大きいのと思う。その米国株は、イラク戦が終わったこと、そしてその後の金融緩和の動きを反映したものに止まらず、米国の実体経済の回復を先取りしたものとすれば、堅調を維持する可能性もある。ここ暫く、国内の実体経済面では好材料が期待できないだけに株価の動きは心理面への影響も大きく注視したいと思う。以上である。

福井議長

一通りご意見を拝聴した。伺っていて、情勢判断に関する皆さんのご意見にあまり大きな開きはなかったという印象を受けた。私なりに皆さんのご意見を含めて取り纏めて申し上げる。前回会合以降の経済指標の面からみた明らかな変化としては、特に外需の面、日本の景気回復の牽引役と期待されている外需の面で1~3月に続いて4月も輸出がやや弱含みに推移した、これが最大の特徴でなかったかと思う。これは、欧米経済の要因と東アジアの要因と両方あるということだが、欧米経済、特に米国については政策面からの波及効果もあり、先行きの回復期待はむしろ若干強まっている可能性があるが、足許の現実の動きは必ずしも強さは感じられない。特に企業の設備投資の動きについてなかなか期待水準に達してきてくれないという感じがある。他方、欧州についてはECBが利下げをしたが、その直後からさらに追加利下げ期待が出るという状況に反映されているとおり、実体経済の減速傾向はさらに強まっている。東アジアの輸出が減少に転じたというのが前回対比では一番大きいところだと思うが、数字の振れというのがどの程度あって、実体経済がどの程度弱い方向へ振れた

のか、という分析がまだ出来ない状況だと思う。1～3月の反動という要因が仮に大きいとしても、やはり実体経済も少し減速傾向に入ってきているのではないか。加えてSARSの影響も少し出始めているという認識で統一されている。実際には5月以降の数字が出てくればよりはっきり見えてくる訳であるが、むしろ当面はより追加的にSARSの影響が出てくる可能性がある、と見ておくべきでないか。そういう意味では要注意項目であり続けているということかと思う。一方、内需の方であるが、これまでの基調とあまり変わった面は認められない。特にはっきりとした回復の動きはみられないという点で基調は変わっていないということだと思う。設備投資や企業収益が非常に改善しているので、何とかこれを先行き好循環に繋げたい、との視点は変わっていないのだが、輸出や生産が早く増勢を取り戻さないとなかなかそういう循環には結びつかない。なるべく早くそうした回復傾向が明確化してくることを期待したいという状況が続いている。企業の手許では、確かに業種によって差はあるが、新しい投資のシーズを抱えて待機しているという面もないではないのだが、やはりそういうバックグラウンドが整わないと、実際に芽を出してこないという状況が続いているのかな、と思う。逆に悪い循環に繋がるリスクとしては、輸出、生産の回復が遅れていくと、植田委員も指摘されたがやはり生産→所得→需要の悪循環を引き出すリスクも若干は垣間みられる。その点も注意事項ではないか。以上を総合して、景気全体としては引き続き横這い圏内の動きを続けているが足許輸出の動きに若干の弱さが認められる。ただし、その顕現化してきた輸出の弱さは前回の会合で既に情勢判断として我々が織り込んだ先行き不透明感の強まりの極く一部が顕在化してきたという状況ではないかと思う。一方、先行きについては、いずれ輸出や生産を起点に前向きな循環が働き始めるという我々の標準シナリオはなお維持されている。ただ、海外経済の動向を中心に不透明感が強い状況にあるという点は、変わっていないということだと思う。多くの皆さんが指摘されたとおり、こうした情勢であるので、全体的な認識としては、前月と基本的に変わっていない、ほぼ同様と考えて良いのではないか。金融面につい

ても、全体としての環境保全という点ではむしろ、若干改善の方向にあると言えるのではないか。短期金利の落ち着き、長期金利もさらに一段と下がって既往最低水準まで下がっている。社債の信用スプレッドもさらに縮小しているということで、長期金利の低下そのものについては若干評価が分かれる面があるという指摘があるが、少なくとも企業金融という面ではさらに一段と緩和的な環境を与えているという評価は可能であろう。ポートフォリオ・リバランシング効果が出始めているかどうか、この辺の判断は我々として今後の検討課題ということではないか。株価については、確かに海外投資家主導型で足許は持ち直してきている。ボードでみると8,936円というのが現在の相場だが、市場は一頃に比べると少し良い方向に動いていることは確かである。為替市場においても一頃、やや急速に円高方向に向ったが、足許はそういった動きも一服気味である。なお、株価については、日本銀行の時間軸政策に加えて、米国からも時間軸政策がもう一枚加わった。この二本のレールの上で、株高と長期金利低下、世界的にも共通の現象が出てきているということだが、米国でもやはりこの世界的なディスインフレ傾向に対する警戒感とそれに対する施策対応への期待という微妙なバランスのうえに立っている面があると思う。日本の方でも実体経済の弱さ、金融システムに内在する様々なリスクをまだ抱えたうえで株高であるので、今後の状況についてはなお予断は許さないと思う。取り敢えず以上申し上げたが、ここで一区切り付けたい。コーヒブレイクをちょっととりたいと思う。中途半端な時間だが11時10分に再開する。

(午前10時58分中断、11時10分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

さて宜しいか。では討議を再開する。このラウンドでは次回決定会合までの金融政策の運営方針とそれから資産担保証券の買入れについて、この両点について意見を頂きたいと思う。先程と同じ順番でまず植田委員から

願います。

植田委員

当面の調節方針については、私は今回現状維持で宜しいかと思う。理由は先程の議論にもあったように若干不安に思っていたことが足許顕在化している面がある訳だが、それに備えて前回までにある程度の手を打ったということかと思う。それでもデフレが続くという予想がある訳だから、常に何かをやり続けていても良いという立場もあり得ると思うが、当預目標引き上げというような手段に関して言えば、割と良いタイミングで打たないと効果は小さいということだろうし、このほかの手段についてはまだ議論が煮詰まっている段階ではないということで、今回は現状維持で宜しいかと思う。ABS、ABCPの方についてだが、これは基本的に考えてもらったような方向で進めるのが良いかと思う。改めて言うまでもないかもしれないが、目的としては金融システムのリスクテイク能力が落ちている中で、それから生じる問題を和らげるとか、あるいは代替的な仲介の経路を育てていこうということかと思う。効果としては、貸出等に張り付いている資本がこれによって開放され、新たに貸出等に向かうということが若干期待されるということと、様々なタイプのリスクリターンの組み合わせが分解されて商品が提供されることによって、今までこういうマーケットに入ってこなかった新たな投資家が参加して、結果として借り手にとっての資本コスト低下に繋がるかもしれないというようなことかと思う。より具体的には、先程のリスクテイク能力の欠如に加えて、あまり言うてはいけないかもしれないがBIS規制等の影響もあって、マーケットにニーズがあるところは投資家層が薄いスーパーシニアの部分と、トリプルB以下、特にダブルB辺りということかと思う。スーパーシニアのところについては宜しいかと思うが、ダブルBのところには日本銀行が出ていくかどうかは大問題かと思う。ここまでの議論の経緯からすると出ていくということだとは思いますが、その場合も一応有望と考えられるこの市場の育成のため一時的、例外的措置として出ていくという位置付けかと思う。ただ、

その場合、先程説明があったようにスーパーシニアとダブルBだけを買うという位置付けよりも制度上は全てのトランシェを受け付けるという形にしておく方がきれいなように思う。金額的に当面1兆円までというのも達成目標でもないし、他方、増額も場合によってはOKというようなものとして考えれば宜しいかと思う。問題点は色々ある訳であり、例えば昨日のスプレッドの議論との関係で言うと、このマーケットは恐らく、あるいはその一部は適正以上のスプレッドが潜在的に付いているようなマーケットであるということで、ある程度の正当化はできるだろうし、逆に言えば、我々のオペはその意味では価格に影響を与えるということだと思う。あと、技術的には、ダブルBと言ってもそういう格付けが本当に信頼できるような作り方であれば宜しい訳だが、そうでないリスクも心配される中で、それはどうコントロール可能かとか、市場が育ってきた時のスムーズな退場ができるような形に上手く仕組まれているかどうか、あるいは逆に言うか新BIS規制との関係ではほんの一時的な取引のサポートに終わってしまうのかどうか、というような辺りが心配されるが、取り敢えず私は全般的な方向としては賛成である。以上である。

福井議長

次、春委員お願いする。

春委員

金融調節の方針については現状、短期の金融市場は落ち着いた状況にあるし、当面、前回引上げた当座預金残高目標 27 ないし 30 兆円を維持しながら、引き続き市場の状況に応じて機動的かつ潤沢な資金供給を行っていくことが必要かと思う。次に資産担保証券の買入れについて、執行部から説明のあった構想に賛成の立場から順不同だが五点ほど申し上げたいと思う。まず、買入対象資産だが中小企業向け金融の円滑化に資するという観点から実効の期待できる資産を極力対象として入れていきたい。パブリックコメント等にも色々あった。私も前回の会合でちょっと触れたが、

特にリース債権、あるいはノンバンクによる貸付債権等は効果が大きいのではないかというふうに思う。二点目は買入価格だが、先程から色々議論があったが、当初の段階では売り手と買い手の想定価格に相当のギャップがあるという状況のように思われるので、ある程度高めの価格を設定せざるを得ないのではないかと思う。この高めの価格設定を利用して、リスクに応じた市場価格の形成に繋げることができるのかどうか、これがこのスキームの成否を決定するということになるのではないかと思う。三点目にそのスキームの進め方だが、当面多くの不確定要素があるとしても、まず実施可能な資産を対象に早期に実施に移し、以降弾力的に軌道修正を行っていくという方向で宜しいのではないかと思う。四点目は、これも今意見があったように、日銀が低格付けのダブルB格の債券を購入するということについては、従来の枠と言うか常識とまで言うと言い過ぎだが、そういうものを超えるものであるというような受け止め方をなされる可能性があり、是非日銀としてリスク管理をきちっとすることと財務の健全性は維持していくのだということを明確に示していくということが必要ではないかと思う。最後五点目は、信託受益権のことで、先程も色々説明があったが、信託協会の希望が非常に強くて色々協議もしたということだが、取り敢えず対象外ということをやむを得ないかと思うが、是非今後も協議を続け、引き続き検討課題という形で進めるのが良いのではないかと思っている。以上五点であった。

福井議長

次、武藤副総裁お願いする。

武藤副総裁

まず金融市場調節方針だが、先程申し上げたように景気判断を据え置くことが適当という判断のもとで短期金融市場も落ち着いた地合いを継続していることを踏まえると、結論的には現状維持で良いと私も思う。

次に資産担保証券の買入れスキームについてだが、これも結論から先に

申し上げますと、執行部から説明のあった骨子のとおりで良いと思う。この4月に買入れの検討を進めることを決定する際にも議論はあったが、買いオペの対象資産を考える際には三点あって、政策効果がどの程度あるか、それから市場に対する中立性、歪みを与えないか、それから日銀の財務の健全性への影響とこういった観点が必要であると思うが、これは時としてトレードオフの関係にあるので、今回の場合でもこれらのバランスをどのようにとるかということが難しい問題だろうというふうに思う。特に今回のスキームは、通常の買いオペと異なって、揺籃期にある資産担保証券の市場育成をするという目的を持っているので、それ故に大変難しさがあるということかと思う。まず、特に日本銀行としてどこまでリスクを取るかということだが、市場参加者からはダブルB格の債券について投資家層が薄い日本銀行が買入れることが市場発展に資するのだという声が非常に多かったというふうに理解している。この点については、日銀の財務の健全性にはやはり影響を与えるというそういう観点が必要な訳だが、当面限度額というものを1兆円と、この1兆円もある程度余裕をみた数字のように理解するが、とにかく限度額を設定してリスクのモニタリングをしっかりと行うのであれば、この際ダブルB格まで買入れるので宜しいのではないかというふうに考える。それからこういう形でスキームを打ち出すからには、やはりある程度量的な実績というものも上げる必要があるというふうに思う。そういう観点から、資産担保証券の裏付け資産を中堅・中小企業金融の円滑に資すると認められるものを幅広く対象とするということが是非とも必要であり、最近市場が拡大していると言われているシンセティック型の債券も対象に加えることが適当だろうというふうに考える。いずれにしても、市場育成ということを目的としてこれを開始する訳であるので、買入対象資産、買入限度額等スキームの中身については、今後の市場やオペの実情などをみながら、その時々できちっと点検していくことが大事であると思う。この点で特に申し上げたいのは、政府系金融機関が資産担保証券を買入れるということを検討しているという話だが、やはりあくまでも市場育成ということが基本的な視点であるので、政府系金

融機関の民間金融補完という立場があると思うので、その関係をどうしていくか我々としても留意しておく必要があるのではないかと考える。以上である。

福井議長

次、岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

まず、金融政策運営だが、私も今回は据え置き、これは国債の買入れ増額というようなことも含めて現状据え置きということで良いと考えている。その理由は既に皆さんが述べられたとおりだが、前二回、ある意味では極めて良いタイミングで量的な緩和を行ったということで、手当てを済ましているというのが今の状況ではないかと考えている。私が特に評価しているのは、マネタリーベースの伸びが今回 16%を上回るものになっていることである。前二回の措置で 15%程度マネタリーベースの伸びが維持できるということは、政府が「改革と展望」で名目GDPの望ましい伸びを中長期的 3%位だと考えているとすれば、その 3%の伸びに見合ったようなマネタリーベースの伸びを確保できていると私は認識している。その意味ではデフレ脱却に向けて環境整備をしているという点を私は評価している。しかしながら、現実のマーケットは、先程申し上げたように長期金利はゼロに近付いていくということで、全く政府の「改革と展望」を信じていない。名目期待成長率がゼロあるいはマイナスかもしれないというようにむしろマーケットは期待しているというところが、実は基本的な問題だというふうに思っている。その問題は実は経済学的に考えてもパズルに近いのだが、政府は赤字で財政支出、36兆円位の赤字拡大をして、しかもマネタリーベースは増やしているのに、どうして人々の期待が変わらないかというところが一つのポイントだというふうに思っている。これも前回の会合で申し上げたが、事前のコミットメントの強さというのが重要で、日本銀行は物価上昇率をゼロ以上にしているのだが、

マーケットはそれを信じていない。つまり、ゼロ以上にするという事は、将来に亘ってマネーサプライを増加し続ける、これを保証するような態度を続けるだろうということを信じていないというところが私は問題だというふうに思っている。これはもうちょっと基本的に言うと、目標独立性を持った中央銀行はインフレ期待を起こすためのクレディブルなコミットメントをすることができないという基本的な問題がここに隠されているというふうに思っている。それをブレイクスルーするにはどうすれば良いかという、これは基本的には金融財政政策がともに一体となってデフレを克服するという共通の目標で十分調整して、この政策を断行するという事をマーケットが本当に信じてくれるかどうか。政府の側には実は税収を増やしたい、名目GDPはどうしても増やしたい、つまりグローイング・アウト・オブ・デットと言うか、あるいはインフレーション・アウト・オブ・デットと言うか、強いインセンティブがある訳であり、政府がその点でコミットすることはクレディブルだということが基本に私はあるというふうに考えている。その面で、実は前回はデフレ脱却の手段はあるのか、有効な手段はあるのかという福田委員から質問があったが、私はあると思う。それは政府の手助けが要るかもしれない。だけれども、手段としては国債を今直ぐに買うということではないかと申し上げたが、これはつまり将来に亘ってマネーサプライはちゃんと伸ばすというコミットメントがそこでできるかどうかということが極めて重要なポイントだというふうに考えている。経済理論的に考えると、マネーファイナンスと財政支出というのが最もパワフルな需要刺激策だ。これはあまり否定する方がいないと思うが、問題は将来に亘ってそういうことがコミットできるかどうかであり、しかも中央銀行と政府がどこまで協調して、あるいは調整したうえで財政と金融政策を調整したうえで政策を断行しているのかというところが実は重要な点で、その決意が実はマーケットには十分伝わっていない。主観的にはそれぞれそう思っているかもしれないが、伝わっていないというところが実に重要な点だと思っている。そういった観点からすれば、私は政府は名目成長率 3%の目標を掲げる、中央銀行は 1

～2%の物価安定の目標を掲げるということがより強いコミットメントを意味しており、ゼロ以上というだけでは政策の決意が十分伝わっていないと私は思う。そういったことが、やはりデフレ脱却にとって基本的なフレームワークとして必要だと私は思っており、そのための準備作業として、そもそも物価の安定というのはどういう物価指数で定義するのか。場合によると連鎖物価指数の方が良いかもしれないというようなこともあり得ると思う。それから上方バイアスがどの位本当にあるのか、日本の場合にどれ位あるか。あるいは望ましいと思われる物価上昇率というのは本当はどういうふうに考えているのか。これは公表する、しないに関わらず内部的には明らかに持つておくべき目標だと思う。これは日本銀行の内部で、自己評価する時も不可欠の要素だと思っている。そういう視点から私は基礎的なそうした安定目標、物価の安定目標について基礎的な検討を是非始めて欲しい。それからもう一点。今度は資産担保証券だが、時間が長くて申し訳ないが三点だけ申し上げる。今回の措置で一番重要な点は、日本銀行が中小企業が持っている信用リスクを共有するという点で、非伝統的な手段に踏み込んでいるということである。自己資本を維持するというのは極めて重要なことなのだが、可能性としてはそれを破損することも知りながら敢えてそういうこともやると、これもコミットメントというか市場に対するアナウンスとして非常に重要な点だと思う。日本銀行が本当にデフレ脱却を犠牲を払ってまでもやるつもりがあるのかどうか、どこまで信じてもらえるのか、この点が一番重要な点だと思っている。それから二番目には、今回の措置は1兆円といっても規模がまだまだ小さい。マクロ的なインパクトが出るような、広がるようなものにしていく工夫が必要で、そのためにマーケットにこういう工夫をすれば、例えば信託受益権についても、こういう工夫をしてくれれば日本銀行も買えると、マーケットを広げていく、発展させていくという観点がどうしても必要である。三番目は、やはり民間が主導でやるということ、やはり基本は崩さないということだろうと思う。以上である。

福井議長

次に、福間委員お願いする。

福間委員

金融市場調節方針は、現状のままで良いと思う。ただ、緩和姿勢というものを市場にメッセージとして伝えることは、期末が近づくにつれて繰延税金資産の取扱いを巡り金融システムが不安定になる可能性が残されている中では、必要だと思う。日本銀行当預残高を上げるのも一つなのだが、そうではなくて、今のような状況では、むしろいつも言っていることだが、オペの頻度を増やすことによって市場に緩和メッセージを与えることが重要である。もしその結果、市場に資金がダブつくのなら、これもいつも言っている「ツイスト方式」で吸収すれば良いと思っている。資産担保証券の買入れについては、皆さんも言われたが、一つは、当初この案が出た時もちよっと申し上げたのだが、正常先に対する貸出市場の競争は非常に厳しいものがあり、これに本行がメザニンの購入という格好で乗り込むとすれば、それなりにマーケットはアプリシエイトしてくれると思うが、そのかわり今度は残ったシニアの方が、当然だが価格が上がる、つまり、スプレッドが下がるという効果が出てくる。そこで今まで一つのモデルでやっていた金融機関からすれば、やや収益機会が減るなという感覚を持つ訳で、先程植田委員も言われたが、シニア、メザニン、エクイティのうちのメザニンにかかわらず、資産担保証券全体を売買するというような方式も引き続き検討することが良いのではないかと思っている。これが第一点である。第二点は、米国の例をみるまでもなく、資産担保証券はコマーシャル・バンクが自律的に作り、自律的に拡大していく過程で、リスク・リターンのプライシングを市場化したものである。これは市場ベースのことなので、市場のニーズとか市場動向をみながら弾力的に対応することが必要で、これは今日配られた資料の中の「その他」のところに入っているが、むしろこの部分、すなわち我々は市場の中にいるのだという感覚と市場の動きに弾力的に対応することが重要な点である。第三番目は、もうこれは詳

しくは言わないが、手形について資産担保証券を組成する場合により効率的であるので、印紙税の問題も引き続き検討していくことが必要であるし、これがまた中小企業金融の円滑化にも貢献すると思っている。本件は、初めての試みであり、市場の拡大を中央銀行として促すということに意義があると思っている。そういう面では、先程申し上げた弾力的という側面は忘れてはいけないので、適宜この資産担保証券の状況すなわち、買入れ残高とか、買入れ方式とか、あるいは対象資産の内容とかを適宜、政策委員会に報告して欲しい。本件はもう一回具体化したものが出てくるのだろうが、原則として市場が一人歩きできるようになるまで報告して欲しい。財務の健全性については、その他のところに入っているのも特に触れない。以上である。

福井議長

次、中原委員お願いします。

中原委員

休憩前の議論を背景として、金融政策現状維持で宜しいかと思う。ただ、いつも金融政策の議論で頭の片隅にあって悩ませるのは、デフレが引き続き今現実にかけているということであり、日銀がデフレの克服ということを強くコミットしている、この立場をもし貫くとすれば、そもそもデフレ圧力に現実はどう対処しようとするのか、これがいつも私の頭の片隅にある訳であり、この点についての日銀としての説明責任をどう果たすのか、前回までに行った透明性向上の議論をさらに深める必要もあるだろうと思う。このような問題意識のもとに、先程の岩田副総裁の発言は基本的に私は支持している。中小企業関連のこの流動化証券だが、これは私の理解は、市場に広く流動性を供給するという意味での金融政策ではなくて、緩和効果の及びにくい中小企業に対する企業金融の円滑化、それから今後重要な市場となる流動化証券の市場育成、この二つにその本質的な意義を認めている訳である。一方で、日銀の購入による市場メカニズムの歪みを抑える、

これは可能な限り抑えるということ、それから日銀の資産としての適格性に配慮すること、これがポイントだと思うが、基本的に執行部の提案を概ね妥当なものと判断している。総論賛成ということを表示したうえで、若干の問題について五点コメントをしたいと思うが、これは皆さんの意見もあれば伺いたいと思うし、ただ個別に結論をここで出したいということでもないので、今後の運営においてこのような意見があったということをも十分テイクノートしてやって欲しいという程度の趣旨である。まず、対象を中小企業とするか、中堅・中小企業とするか、これはもう少し議論をはっきりさせ、現実にワーカブルかどうか吟味しておく必要があるのではないか。中小企業関連資産を50%とする縛りもこれで果たして中小企業金融の円滑化ということで良いのかどうか、本来の趣旨から見てこれで良いのか。あるいは逆にこれで現実の組成ができるのかどうかということも含めて理論武装をして欲しいというふうに思う。それから第二点は、リスク移転が新規の中小企業に対する融資に繋がるメカニズムをもう少し確実にするメカニズムはないものかというふうに感じる。これもなかなか難しいと思うが、中小企業にとっての流動化メリットは売掛債権流動化の方が高いと思うが、これは現実に法律問題その他で困難ということになると、結局は貸出債権の流動化に終わる訳であり、いわば銀行のリスクアセット対策、アセット削減に利用されるだけに終わるという懸念が残る訳である。市場育成という点からは、いわゆるメザニンを対象にするのが本来の趣旨である。シンセティックCLO、これはアセット対策として行われるものが多い訳であるし、特にこのスーパーシニアというのは、まさにアセット対策の核心部分であり、これを対象にするのは適当かどうかという意見もあり得ると思う。この点についてもきちんとした根拠を纏めておきたいというふうに私は感じる。それからスーパーシニアをリンク債の形にすると、相当なコストアップになるので、そもそもストラクチャリングが可能かどうかというのは疑問に思うが、これはまたテクニカルな問題である。第三点は、買入限度1兆円は、メザニンおよびシニアを含む総枠という考え方だと思うが、その内容をもう少しはっきりさせておく必要はないのかとい

うことである。対外的に枠の根拠をどう説明するのか、その辺りの理論武装も十分に行うべきだと思う。私の感じでいくと、メザニンは恐らく対象資産総額の数%というのが通常ではないかと思う。私は現場をそれ程知っている訳ではないので、私の感触ということで聞いて欲しいのだが、当面の購入は現実的には私はメザニンについてはせいぜい 3,000 億円程度で十分ではないかと思う。一方、シニア部分は一応買入対象とすることは良いと思うが、民間投資家の機会を奪うということで、購入を基本的に避けるべきだと思う。逆にスーパーシニアは、これはリスクアセット対策ということをどう説明するかという部分があるが、もし買うとすれば1兆円という枠は小さいのではないかと思う。大体、先般UFJなどのローンチしたのものなども、1兆円で80数%がスーパーシニアになっている。もっとも、このスーパーシニアはトリプルA資産ということであり、国債よりも格付けは高い訳であり、こういうものを徹底的に買うというのは、金融政策としても別の考え方であり得るかという気もするが、これはちょっと別な話である。第四点に、メザニンは先程申し上げたとおり、私は1兆円などとてもいく訳はないと思うし、必要もないし、また資産の健全性から言っても問題があると思うのだが、やはり今年度の組成予想をマーケットに十分タップして推定し、メザニンのためのある程度の日途をきちんと持っておくべきではないかと思う。マーケットの要請に流されてズルズルと1兆円にどんどんメザニンが近付いていくようなことはないと思うが、その辺についてのきちんとしたディシプリンを働かせる必要があるということである。また、期待収益はプラスであることは当然必要だが、プラスであるとしても民間信用リスク資産を、日銀の資産に計上する訳なので、自ずからそこには妥当な限度があると思う。これをどの程度のものと考えするのか、我々に与えられたマンデート、我々に与えられた自己資本との関係においてどこまでのリスクテイクが許されるのか、これは私も結論は持っていないのだが、非常に難しい問題であるし、説明責任として避けて通れない問題ではないかと思う。最後、五番目は、有価証券として償却原価法を適用するというふうに聞いているが、平均的にやはり一定の損失が

出るということはほぼ確実である訳であり、これは当然価格にその損失が織り込まれるべきものであるけれども、中央銀行としての立場から購入時に何らかの形で例えば損失準備金のようなものを建てる必要はないのか、これも議論の対象になるテーマだろうと思っている。

福井議長

次、須田委員お願いします。

須田委員

先程も述べたように金融経済情勢については、展望レポート対比で見て、足許少し下方修正だと思っているが、前回プリエンティブに当座預金残高を上げたということであるので、金融政策運営については基本的に現在の調節方針で良いと思っている。以下、資産担保証券買入れスキーム案について意見を述べたいと思う。少し時間がかかると思う。初めに、外部からの多様な意見を聞きつつ、市場の整備、育成といった観点を重視して、ここまでスキームの骨子を纏め上げた熱意と努力に対して、執行部に敬意を表したいと思う。では、評価に入るが、まずこの買入れスキームの位置付けだが、これが決まったら出そうとしている日本銀行の考え方にも示されているように、市場整備という観点を重視するということが非常に重要だと思う。このスキームによって民間金融機関から信用リスクを日銀にトランスファーするという現象面に目を向けると、株価買入れと同様に、その効果は日銀がどれだけ民間から資産を購入するかという量で評価されがちである。B I S対策と捉える場合も同様である。しかし、市場整備という観点からは、スキームを纏めるまでに市中の関係者や政府関係者などと協議をしてきたこと自体が大きな意味を持っている。この立場に立てば、評価は買入れの量ではなされないはずである。市場に公的部門が関与し過ぎると、市場メカニズムを歪められると批判されることから、量でこの施策を評価するということがおかしいことが分かる。市場整備の努力の成果が具体的にどのような形で中小企業金融の促進に繋がるかは明確では

ないが、それは時間をかけて評価すべきことだと思っている。現時点の買入れスキーム案の段階で私が非常に評価している点は、買入れを公募債に限ることにしたこと、個別銘柄のトランシェ毎に日銀買入限度額枠を設け、それを5割までとしたこと、それから買入れた証券のデータの開示にも前向きであること、である。今回の件に関して、私はかなり多くの方々の意見を聞いてきたが、資産担保証券については私募が多く、個別性が強いいため買入価格の決定が不透明であり、そのうえ情報が開示されないことで市場が育たないということをよく聞かされた。市場への介入が行き過ぎると害があるが、以上のような条件をつけていれば価格付けは民間に委ねることになるとともに、情報が共有されることになるので、日銀の関与が市場に歪みを発生させると強く批判されることはないと思う。プロポーザルを出す前には、メザニン部門を素人である日銀が全て購入する可能性も排除されないと認識していたため、メザニン部分の買入価格の決定方法はとりわけ気になっていた。もう一点評価できる点は、日本銀行の考え方からも分かるように、買入スキームが市場整備育成の全体的なフレームワークの中に位置付けられたということである。こうすることで、市場整備という観点の重要性がより明確になったのではないかと思う。市場の環境整備もさることながら、原資産の適正な価格付けや債権譲渡を前提とした商品設計がなされないと、資産担保証券買入を通じて市場発展、整備を促そうとしても自ずと限界がある。この観点から見て、これまでは買入の部分が全面に出過ぎていた感があった。また今回の買入スキームの決定と合わせて、日本銀行を事務局とする資産担保証券市場関係者等による意見交換の場を設け、制度整備や市場機能の向上に向けた検討を行うということなので、それにも期待したいと思う。なお、現在用意されている対外公表文については、買入れが全面的に出ているので、少し私は戸惑いがある。なお、言うまでもないが、市場との対話だけでなく、日銀内の市場局と審査局との連携も不可欠であるという点を指摘しておきたいと思う。一方で気掛かりなのが、このスキームでは元本が毀損する可能性が極めて高いダブルB格のメザニン部分まで購入し得ることになっている点である。資産

担保証券は、案件が複雑であるため、事務負担が掛かることや流動性が低いということなどを反映して、同一の格付けの普通社債と比較してクレジット・スプレッドは低格付けほどそのスプレッドは拡大している。このような資産を日銀が保有することは、これまでの日銀全体の資産の買入基準に比べて、また日銀の自己資本が限られていることから見ても、非常にリスクである。なお、今回の買入スキームについて、これが中堅・中小企業を相手にした時点で異例な措置だということを幾ら説明したとしても、日銀が一般的な資産購入基準や適格担保基準を見直したのだと捉えられる可能性が大いにある。これらの点を考えると、買入れはせいぜいトリプルB格までで、ダブルB格の資産担保証券の買入れは、私としてはなかなか越えられないハードルだということである。先程複数の格付機関からという話を伺った時も、その日系の格付というのはかなり外資系に比べて低いので、そこで二つ取れば良いということであると思わせる。ちょっとこれを受けるのは、越えられないハードルかなと思う。前にも指摘したが、私としては日銀の自己資本が限られていること、市場育成の効果は適格担保とすることでも得られることなどから、依然として日銀の資産買入れはまずはシニアまで、譲るとしても、トリプルB格のメザニンまでに限って、ダブルB格のメザニン部分は適格担保にすることから始めるのが望ましいと思っている。資産担保証券の流動性の低さが問題にされているが、日銀が買い取るだけではなかなか流動性は高まらない。適格担保とする場合には、流動性をつけることができるし、とりわけ金融システムが弱い時にはこのような対応には意味があると思う。いずれにせよ、買入れについて、執行部と私との意見の主たる相違点はダブルB格のメザニンまで買入れる対象とするということはどう考えるかということだと思う。このスキームは、今買入枠が当面1兆円で決められていて、かつ市場整備を重視する立場ということを買くと、差し当たり多くの売買が行われる、買入れが行われる可能性は低いのではないかと思う。実体としては、公募でしかも半分しか日銀が購入しないという条件のもとでは、ダブルB格の資産担保証券の発行がそう上手くいかないのではないかとも思う。かなり

の買入額になるとしたら、それはスーパーシニア債の部分だと想定される。また今日までに信用リスクの度合いを含む適格基準や日銀の自己資本に与える影響などについても、買入額を想定して詳細に検討してきたので、その結果から見て差し当たり日銀が負担するリスクは全体では自己資本対比で見てそれ程大きくなならない可能性もあるのではないかと思う。そうだとすると、判断に迷うところである。後は、ダブルB格までの買入れを認められるかどうかについては、私が納得できるかどうかなのだが、元々こういった市場を育てたいという熱意は非常に持っていたこと、それから先程も敬意を表したが、執行部の努力には頭には下がったということがまずある。そのうえで、もしこれからも市場の整備、育成という姿勢が維持されるということであるなら、つまり買入枠は目標でも何でもなく、量を稼ぐために買入価格で金融機関に歩み寄るようなことがないということなら、そして買入対象資産の範囲、買入限度額等について、市場規模、財務の健全性等を勘案しつつ必要に応じて見直すということであるなら、市場に向けたこれまでの執行部の熱意と努力が今後も続くことを期待して、このスキームの骨子に賛成しても良いと思う。なお見直しについてだが、公的部門の関与度合いというのは、先程武藤副総裁も言われたが、それも考慮に入れる必要があると思っている。と言うのは、市場育成とか、整備を目的とするという今回の施策は、本来は日銀ではなくて公的金融機関の仕事であるということ、かつメザニン部分を日銀と公的金融機関がほとんど購入してしまうことが排除されていないために、適正価格での取引について疑義が生じ得ること、また民間ではなく、公的部門が望むような商品設計をし兼ねないことを考えると、公的金融機関のプレゼンスの高まりに伴って、信用補完という意味での日銀の役割はプレーダウンすべきだと考えているからである。最後に、自己資本制約や市場育成、流動性向上ということを見ると、買入れだけではなくて、売買両方をすることが望ましいということを目指したいと思うが、それができないということならば、何度も申し上げているが、流動性を少しでも得ることから適格担保についても考えて頂ければと思う。以上である。

福井議長

田谷委員お願いします。

田谷委員

短期金融市場は落ち着いており、金融市場調節方針については現状維持である。オーバーナイトの資金取引でマイナスの金利がつくのは異常なことではあるが、そうした取引の背後にある要因を把握して、何か問題がないか気を付けていけば良いのではないかと思う。ただ、この件については、そうなるメカニズムを含め、背後にある要因についてさらに検討することが必要のように思う。資産担保証券の買入案について、次にコメントをする。これは、須田委員と同じく短時間でよくここまで具体策を詰めて頂いたと思う。全体としてはこれで良いと思う。買入対象証券については、提案のとおりでよいと思うし、裏付資産を広く考えることに異論はない。資産担保債券、シンセティック型債券についてダブルB格まで買うことで良いと思う。買入れが時限措置であり、市場育成という目的がはっきりしており、リスク管理がしっかりしていれば、レバレッジ効果を高めるためにも、ここまで対象にしなければあまり意味がないと思う。償還までの期間が3年以内というのも取り敢えず適当と思う。幾つか細かい点を含め、五点ほどコメントする。第一に買入価格は資産担保債券、シンセティック型債券については、応募価格以外には考え難いとは思いますが、そうした価格で買う際、できれば他の投資家の顔ぶれなどを見て、最終投資家に売却できているかチェックするようにして欲しい。第二に、A B C Pの場合、買入れは金利入札方式になるが、実際の実施にはかなりの難しさがあると思う。買入価格についての透明性を確保する、つまり説明できるようにするという努力をして頂けたらと思う。第三に、買入限度額については、誤解をなくすため、例えば取り敢えず2005年度末までの間、残高ベースで1兆円を考えているというように、分かるように書かれたら如何かと思う。グロスの数字と誤解されたり、当面というのは、例えば当座と誤解されるかもしれない。例えば中原委員のコメントでも、多分今年度のと言われたの

で、多分この当面というのを今年度と考えられているのではないかと思った。第四に、これは福間委員と意見が違ふかもしれないが、アンダーライターからすれば、シニア、上位メザニン部分についても、日銀は必ず購入してくれる便利な投資家なので、下位メザニン部分を相当程度日銀が買う場合でも持ち込んでくる可能性があると思う。なるべく外で売れそうなものは日銀に持ち込ませない、何らかの方法を考えられたら良いのではないかと思う。ただ、これについても実際の細かい点を決める際、議論してみたいと思う。第五に、日銀が抱えるリスクの評価をしっかりと欲しい。その際、日銀が保有する他の資産価格との相関も考慮に入れて、日銀保有資産全体のリスクの中で評価をする努力をしてくれたらと思う。最後に付け加えると、中原委員がちょっと触れたし、一番最初の説明の後の質疑でも出たが、評価引当といったものをどうするかということだが、これについても実際の細かい点を議論する時にしたいと思う。具体的なコメントは以上だが、細かい点は実施の過程で決めていかなければならないだろうし、時には変更が必要になるかもしれない。目的に沿う限り弾力的に対応すれば良いのではないかと思う。そうした際にはそれなりに相談、報告等をしてもらえればと思う。

福井議長

まず次回決定会合までの金融政策方針だが、指摘のとおり、前々回、前回と二回に亘って流動性の追加供給措置を決定し、かつ実行してきて、市場の安定確保という点を中心に、決定の際に想定した効果は十分持ち得てきたのではないかと考えている。従って、現在の情勢を踏まえても、今回の決定内容は、次回会合までの金融市場調節方針として現状維持、目標を27兆円から30兆円程度とするのが適当ではないかという感じを持つ次第である。資産担保証券の買入れについては、もう既にかなり時間を掛けて議論を積み重ねてきたし、また本日この席で改めて有用な意見を沢山出してもらった。振り返ってみても、我々の発想の出発点は、わが国における資産担保証券市場の意義ということであって、潜在的ニーズは非常に強い。し

かし、その潜在的ニーズの強さと比較して、現状の、実際のマーケットの発展度合いはあまりにも貧弱だと、これが出発点だと思う。原資産である貸出の金利がリスクを正確に反映していない形で形成されているとか、オリジネーターである銀行の体力不足といったそもそもの問題があることに加えて、証券化に必要なインフラがまだ十分整備されていない。市場そのものが一定の運動法則を持って動いていないが故に、いいプラクティスの確立という点でも非常に遅れているということだと思う。そこを我々の発想の出発点として、将来に向けてこうした資産担保証券市場が、有用性が高い市場だという認識に立てば、発展を図るべきだということになる訳である。しかしその場合にも、金融市場というのはあくまで市場参加者の自発的なイニシアティブによって発展させるべきものであって、日本銀行をはじめ、公的当局があまりにも強いイニシアティブを取るべき性格のものでは本来ない。ここは一つの重要なかんぬきを入れなければいけない点だと思う。ただ、資産担保証券市場については、今申し上げたとおり、なお揺籃期にあるということだし、わが国全体として金融機関の信用仲介機能がなかなか万全に復してこないという状況であるので、それらを踏まえると、中央銀行としてここで必要最小限の介入をすることによって、市場整備を支援することができないか、合わせて金融緩和の波及メカニズム強化を図ることができないか、そこが今日議論している内容のポイントをなすところだと思う。つまり、中央銀行として極めて異例の措置になったとしても、ある程度資産担保証券をアウトライトで日本銀行が買い入れて信用リスクをとるといってまで踏み込んで、ただしそれは最小限の範囲に止めながらそうした目的を達成することができないか。これがポイントだと思う。もし、そういう我々の介入の仕方によって資産担保証券市場の発展を促すことができたとしたら、それは市場というのは一旦動き始めると、市場の流動性の高まりが自己回轉的に良い影響を持ち、それを通じて市場がさらに発展するという好循環が期待できる。これは、諸外国の例を見ても、あるいは日本においても、他の金融市場の発展過程は、常にそういう形をとっている。そういう意味では、十分期待できるし、もしこの市場がそう

いう形で発展すると、日本の金融における最大の問題、つまりリスクを反映した貸出金利の形成、これを促すモメンタムが生ずるのではないか、将来の金融市場における円滑な資金供給の要を形成することができるのではないか、市場の発展に伴う外部経済効果が期待できるのではないか、ということである。さらに最終的な姿としては、これまで間接金融への依存度が高かったわが国の将来を考えた時に、企業、投資家の金融ニーズに適応した市場型の間接金融といった方向への新しい展望が開けていくし、実際にそういう動きを拡大、定着させていくことにも繋がる可能性がある、そこを狙いたいということではないかと思う。須田委員が言われたとおり、そういう意味で市場の発展を促していくと、将来、金融政策の舞台あるいは日本の金融全体の大きなインフラを築いていくということが狙いではないか。そのような大きなパースペクティブを頭に置いて、当初の決定会合の時に呈示した三つのポイントに沿って具体案の方向を考えると、まず何と云ってもその波及効果の大きさという点で、どうしても現状の市場において投資家層が薄い部分に我々が何がしか手を添えていくポイントが見出せるのではないか、ということであり、メザニン部分あるいはスーパーシニア部分の投資家層が薄い訳だから、市場の発展を促す観点からそこに巧みに入っていけないか。もし入っていければ、意義があるということだと思う。具体的には、ABSについてはダブルB格まで買入れ対象とすることが具体案になり得るのではないか。それから、4月の時点ではまだマーケットのサーベイが我々としても初期の段階であったので、資産担保証券の裏付資産としては売掛債券と金融機関の貸付債権を想定していたが、これもパブリックコメントの成果が非常に大きくて、その他にも中堅中小企業金融の円滑に資すると認められるものをリース等を含め幅広く対象とする、それが有効だということが確認された訳であるから、そこまで広げて出発してはどうか。その辺に加え、最近市場が拡大しているシンセティック型債券についても対象に加えることも考えられるのではないか。二番目のチェックポイントである市場機能の確保、ここは非常に大事な点で、究極の目標が市場の発展ということであるので、日本銀行が介

入ることによって市場機能を害するというのであれば、全くの逆効果ということである。特にポイントとなるのは、市場の価格形成への影響を再評価すること。価格は市場の中で自律的に決まる。最大限それを尊重しながら日本銀行としては介入していくということである。そういう意味では、市場に存在する価格をベースとするという基本の判断をとらざるを得ない訳であるし、極力最終的な段階に至るまで買入価格の透明性を確保するという事だろうと思う。市場規模の小さいABSについては、公募債に限るということはその考え方の延長線として出てくる答えだと思し、あるいは日本銀行の買入れのシェアがあまり大きくなれないという意味で、各銘柄のトランシェごとに買入上限を設けるという案にも繋がっていく。なお、市場規模の大きいABCPについては、これは入札によるオペレーション方式を採用するという事だろうと思う。全体をひっくり返して実際にこれから買入れを行っていく場合に、日々の資金需給を調整する、流動性を供給する手段としての通常のオペでなくて、やはり目的が長い目で見て市場育成ということだし、特にABSについては、個々に組成されていく段階で、それをみながら入っていくということなので、量の確保という点は、全体の仕組みの中からも相当後順位になるのではないかと私自身は思っている。最後の本行の財務の健全性という点が非常に重要であって、どうやって担保するか。やはりリスクのアセスメントをきちんとやれという意見が一番正当な意見。実際それを常に念頭に置きながら実際の運用方針を決めていかざるを得ないと思うが、一応買入限度額を設ける意義がどこにあるか、これはなかなか難しいが、限度を設ける、そこまで何が何でも買うのだと言ってしまうと、限度の意味が非常に損なわれていく可能性がある。逆に言えば、本行の財務の健全性を確保するために、やはりマキシマム幾らということを取り敢えず置くという意味もあると思うので、数字の根拠は計算不能なのだが、取り敢えず1兆円。その範囲内で本当にマーケットの動きと呼吸を合わせながら、実際の目途はその都度持ちながらやっていくのではないかと、という感じである。引き続き、こういうふうに市場を実際にマーケットと力を合わせながら作っていくと

ということなので、市場のインフラ整備、それからプラクティスの確立、両面において今後とも市場参加者と緊密な連携をとりながら、作り上げていく努力が必要であり、色々な形のフォーラムを作っていく方が良いだろうと思われる訳である。なお、日本銀行以外の政府系金融機関がやはりこのプロセスをその機関のもっておられる目的に照らしてきちんと手助けを頂ければそれはプラスになると思う。その点についても、日本銀行と関係の政府系金融機関ともっとよく話をしながら、それぞれの持つ機関が最もふさわしい入り方で入っていく。共通することは市場の自律的な動きを最優先し、必要以上の介入をしないという原則を十分確認しながらやっていかなければいけないということではないかと思っている。せっかく良いパブリックコメントを沢山頂戴したので、これについては、そのサマリーはどうしてもやはり公表したいと思うし、かつまた、個々の項目についてなるべく日本銀行の考え方も、コメントを頂いた訳だから、それに対する考え方についても対外的に答えられる範囲でしていった方が今後の協議の出発点としては良いのではないかと思っている。もしこれを決議頂いて、今後実行に移していくということになると、そうした外とのコミュニケーションの具体的なやり方については、ある程度執行部に任せて頂きたいと思う。ちょっと長くなったが、取り敢えずそういう大まかな纏めを行い、改めて討議を願いたい。

先程格付けがダブルBで本当に信頼できるのかとか、色々意見もあったが、執行部において補足することがあればどうぞ。

白川理事

幾つかの点について技術的な点のみ答えたいと思う。最初に頂いた意見というのは、私共で具体案を検討する時にまさにそれをずっと悩んでいた点で、いずれもまさにそのことを考えてきているという感じがして、これからも考えていきたいと思っている。今後の市場の方向については、実際に我々がこうやって入って行って、マーケットがどういうふうに変わっていくか、これは逐次報告したいと思っている。我々自身もオペは、やはり知

恵の宝庫という感じがするので、我々自身にとっても勿論他の仕事にも生きてくるし、これ自身のためにも必要だと思うので、是非やりたいと思っている。そのことを申し上げたうえで、テクニカルな点だけ幾つか申し上げたいと思う。まずリスクの把握である。これは、非常に大事なポイントなので、我々としてはこれから一定の方法で定期的に報告をしたいと思っている。それで今日これはマーケットで通常使われている手法、日本銀行でも内部的には持って把握したいと思っているが、信用リスク、金利リスク、これを報告したいと思っている。信用リスクの計り方が非常に難しいところではあるが、一応考えていることは、それぞれの格付に対応して期待損失額というか、予想損失額、これは数字が出てきているので、一応それをもとに計算をしていくという方法、あるいは新しいB I S規制で標準的手法で幾ら資本のチャージが必要か、これがそういう意味では出ているので、そうしたものを並行的に出していくということがまず考えられる。難しいのは信用リスクと、マーケットリスクのコリレーション、先程田谷委員の方から指摘があった、これはまさに民間の金融機関もそこには非常に苦労していると思う。これについても今勉強しているので、なかなか難しい分野ではあるが、そういうことも考えてその上で報告したいと思っている。当面どの程度のリスク量なのかということである。これも日本銀行にどれ位持ち込まれてくるか、それからそれがスーパーシニアなのかメザニンなのかによってまた変わってくるし、そういう意味で非常に色々な前提を置いたうえでのベースなのだが、一応例えば4千億円とか5千億円、あるいは想定されるシニア、メザニンということを考えていくと、一応日本銀行の今持っている自己資本の中では十分マネージできると思っている。ただ、今後どうなっていくのかということについてはきちっとモニターしていこうと思っている。それから格付会社の問題だが、これもA B Sに限らず通常のC P、あるいは通常のS Bについてもある問題ではあるが、今回複数の社を求めたのもそういう意味での緩に流れないようにしたいなと思って求めたものである。日本でA B Sのマーケット、これから発展していくから、あまり確たることは言えないが、ムーディーズとR & I

がそれぞれの格付に対応して幾らのデフォルト率を想定しているかということで見ると、例えばR & IはダブルBで3年、ここで累積デフォルト率を5.37%で計算している。一方、ムーディーズの方は、2.84%で計算していて、ある意味ではこちらの方が厳しく見ているという面もある。ただ、それはデータはそうだが、実際のデータのインプットと最後のアウトプットである格付との関係でそこは勿論分からないが、いずれにせよ、複数の格付会社を求めていくということでは思っている。それから先程午前中の討議の中で、中原委員の方から銀行関連会社が出すケースがあるのではないかということだが、結論から申し上げますと、その場合には倒産隔離性が確保されないということで、適格には多分ならないと思うが、ちょっとテクニカルに説明する。

中曾金融市場局長

恐らく銀行関連会社が出すようなケースというのは、私共が言っているようなABC P、ないしはABSではなくて、銀行関連会社が出すCPそのものであろうと。だからそもそも資産担保証券のような枠組みに乗ってこないような証券になるのではないかということである。その背景としては、今理事が申し上げたように、これは基本的に倒産隔離性という点が充足をされていないかと、つまり資本関係がある場合には倒産隔離性という点で問題が出てくる。恐らく、格付機関はそういうところを見ているが、倒産隔離性が充足されないという問題が生じるのは、資本関係がある場合だけではなくて、実際にその取締役などが経営に及ぼし得るような人を派遣しているようなケース、こういったものも倒産隔離性からすると問題があるということで、実際の格付への審査の場合には排除されてくるだろうと理解している。

福井議長

もし他に意見がなければ…。

田谷委員

一つだけ。当面1兆円と書いてあるが、このままでも良いのだが、総裁が説明される時など、これは残高ベースですよ、などと言って頂いた方が。

福井議長

おっしゃるとおりである。

白川理事

発表文もそういうふうにしたいと思っている。

中原委員

当面というのは、9月ということか。

白川理事

当面というのは、必ずしも9月ということではなくて、9月も来年3月も一応展望して今展望される、そういう意味では先程の田谷委員の表現だと、2005年度末という、そういうイメージを想定しながらの当面である。しかし今後マーケットが発達をしていって、それで入ってくる債券、これがシニアであるか、メザニンであるか、そういうのをみながら場合によっては引き上げも勿論あり得べしということで、そういう意味で、9月とか3月の目標、あるいは9月、3月がこういうふうになるだろうという意味での数字ではない。数字がガチガチになっていると、マーケットの方もそれを見て、もう自分達は組成できないな、というふうになってしまうのは、この制度の趣旨からいってもまずいなということである。

福井議長

それではお待たせした。政府から出席の方から意見を頂戴したいと思う。

谷口財務副大臣

それでは申し上げる。わが国経済の現状を見ると、デフレ状況の継続な

ど依然厳しい状況が続いている。また、世界的にもディスインフレやデフレに対する懸念が浸透しつつある。

こうした状況の中で、政府はデフレ克服に向けた取組みとして、規制改革の一層の推進、予算の機動的な執行等を行っているほか、さらに現在、「基本方針 2003」の策定作業に取り組んでいるところである。

今回、日銀は、市場関係者等の声を踏まえ、中堅・中小企業関連の資産担保証券の買入れについて、具体的な枠組みを取り纏めようとしている。今後、可及的速やかに実務的な論点を詰めたうえで買入れを開始し、企業金融の円滑確保および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。

また、本措置は、資産流動化市場の育成という点にも着目した試みであることから、今後の市場発展に応じて引き続き制度の見直し努力を行うなど、継続的な取組みをお願いしたいと思う。

さらに日銀は、家計や企業など、実体経済に如何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頂きたいと考えている。

さらに付け加えて申し上げますと、本日先程言及したように、資産担保証券についての議論があった訳である。私共はこの資産担保証券の議論の前提に、ご存知のとおり、この市中の金融機関が十分にこの機能を果たしていないといったような現状がある訳で、特に中小企業を中心として資金の供給状況がどうも十分でない。昨日の状況を聞いてみても、民間銀行は信用力の低い先に対しては慎重な貸出姿勢を維持している。また企業側からみた金融機関の貸出態度は、中小企業ではなお厳しいというような状況の中で、やはりこの中小企業に資金注入するにはどのようにしたら良いのかといったような観点から、今回の資産担保証券、ABS、ABCPの議論が出てきたと理解している訳である。そういう観点からいくと、先程中原委員も言及されたような、この中小企業にどのように資金供給をなされるかといったような観点での効果ということも十分議論を頂いてお願いを申し上げたいと思うところである。今回は、ダブルBのところまでやっ

て頂いたということは評価するところであるが、是非そういう観点でお願い申し上げたいと思う。また、私は先日来から金融庁には申し上げていることがある。それは民間金融機関が与信行動を起こす場合に、審査のところを本店に吸収したといったようなところから、どうもフェース・トゥ・フェースの与信が十分に行われていないのではないかと、ということを従来から申し上げていて、そういう観点からいくと、従来から行われていたような支店長権限といった、現場でこの与信の実態を見極めながら与信を行う、ということが必要なのではないかと、そういうことも申し上げている。そのような状況の中でこのところ金融機関におかれては、そのようなことも見受けられている訳であるが、しかしまだ十分な状況ではないと思う訳である。種を植えたが水をやらないといったことになると、立ち消えになる訳であるから、特にこれから成長性が望まれるような中小企業のところは、そのような観点から見ていく必要があると考えている。また、従来から申し上げているが、プロジェクト・ファイナンスというのは、国会の中でも色々議論があった。今まで行われた事例はある訳だが、民間金融機関においてもそのようなプロジェクト・ファイナンスといったようなことが起こるような動きがない。そのような状況も踏まえて、日銀におかれては、今申し上げたようなこの中小企業に資金を注入するといったような観点から、民間金融機関の一つは支店長権限のより一層の与信、またプロジェクト・ファイナンスといったことを民間金融機関が行えるような環境、このような金融環境の整備に対しても努力して頂ければと考えている。

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

本日内閣府で公表した1～3月期GDPの2次速報では、実質GDPは前期比で0.1%、年率で0.6%、名目GDPは前期比-0.4%、年率では-1.5%にそれぞれ改定された。また、GDPデフレーターは、前年同期比で

-3.3%に改定された。

このように、日本経済は、デフレが続いており、また、内需主導の自律的回復には至っておらず、構造改革は依然途上にある。政府・日本銀行が一体となってできる限り早期のプラスの物価上昇率の実現に向けて取り組むとともに、民間需要、雇用の拡大を最重視した構造改革を加速し、持続的な経済成長を実現していくことが必要である。

このため、政府としては、経済財政諮問会議において、デフレの克服や経済の活性化をはじめとする、「基本方針」の第3弾を、6月下旬を目途として取り纏めることとしている。

日本銀行におかれては、本年3月から、今後の金融政策運営について検討を進められ、今回、その一環として、資産担保証券の買入スキームに関し、具体的な検討をなされたところであるが、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している。以上である。

福井議長

ありがとうございました。それでは議案の取り纏めに移りたいと思う。議長としては二つ議案を提出したい。一つは金融市場の調節方針、これは現状維持の議案、もう一つは資産担保証券の買入れ実施についての議案の提出である。他に議案提出の意向をお持ちの委員がおられたらどうぞ。おられないか。宜しいか。それでは議案を配付して欲しい。

[事務局より議案配付]

恐縮だが、ちょっと読み上げて欲しい。

櫛田企画室企画第1課長

それでは二件あるが、最初に金融市場調節方針の決定に関する件から読み上げる。議長案。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとお

り公表すること。記。日本銀行当座預金残高が 27～30 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。続いて別添である。「2003 年 6 月 11 日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致 or 賛成多数）。日本銀行当座預金残高が 27～30 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。続いてもう一件の議長案である。「資産担保証券の買入れの実施に関する件。案件。1. 「資産担保証券の買入れの検討に関する件」（平成 15 年 4 月 8 日付政委第 49 号）に基づく検討の結果、日本銀行による資産担保証券の買入れを、別添の骨子により行うこととし、本年 7 月末までに実施するため具体的準備を進めること。2. 本件に関する対外公表文は、別途決定すること。3. 市場関係者等から受領した意見の概要およびこれに対する日本銀行の考え方について対外的に公表すること。4. 上記 3. の内容は総裁が定めること。以上。」。続いて別添である。「資産担保証券買入スキームの骨子。1. 買入対象資産。(1) 買入対象資産の種類。・資産担保債券（公募債のみ）。・シンセティック型債券（クレジットリンク債券・公募債のみ）。・資産担保 CP（電子 CP 形態のものを含む）。(2) 適格基準。①発行形態等に関する要件。・円建てであること。・国内において発行または振出等が行われたものであること。・準抛法が日本法であること。②裏付資産に関する要件。・裏付資産（シンセティック型債券の場合は、信用リスクを引き受ける契約の対象となっている資産）の種類は売掛債権および貸付債権に限定せず、中堅・中小企業金融の円滑化に資すると認められるものを幅広く対象とする。・裏付資産に占める中堅・中小企業（＝資本金 10 億円未満の会社）関連資産の割合が、金額ベースで 5 割以上であること。・裏付資産が金融機関の貸付債権である場合には、その債務者が金融検査マ

ニユアルに定める「正常先」に分類されているものであること。③資産担保証券の信用度等に関する要件。(a) 資産担保債券・シンセティック型債券。・複数の格付機関から、最低BB格相当以上の格付けを取得していること。・発行から償還までの期間が3年以内であること。・シンセティック型債券については、発行代わり金が信用度および市場性に照らして日本銀行が適当と認める資産(例えば国債等)に運用されていること。(b) 資産担保CP。・複数の格付機関から、a-1格相当の格付けを取得していること。・発行から償還までの期間が1年以内であること。・取引先金融機関のフルサポート型についても適格とする(適格担保における特例措置と同様の扱い)。2. 買入方式。(1) 資産担保債券・シンセティック型債券。・募集期間終了後、対象先金融機関からの売却申込みを受けて、公募時の募集価格をベースに、売却希望金額を買入れる方式とする。・買入対象先は、日本銀行の本店取引先の中から、信用力基準等により選定する。(2) 資産担保CP。・金利入札によるオペレーション方式とする。・買入対象先は、現行のCP買現先オペの対象先をベースに選定する。3. 買入限度額。(1) 全体の買入限度額。」、ここでは、記していないが、先程の議論を踏まえて「(残高)」と口頭で追加したいと思う。「(1) 全体の買入限度額(残高)」。

福井議長

口頭とは。そこに文章を追加するということか。

須田委員

書く。

櫛田企画室企画第1課長

今先程の議論で、ここに、この議案に、今私が申し上げた「残高」というのを加えて、それでもって議案にしたいということである。ちょっと混乱したので…。

福井議長

そういうふうに修正するという意味だね。

櫛田企画室企画第1課長

修正するということである。もう一度読み上げる。「3. 買入限度額。(1) 全体の買入限度額(残高)」ということである。「・当面1兆円とする。(2) 個別銘柄ごとの買入限度額。・資産担保債券、シンセティック型債券については、個別銘柄のトランシェごとの発行総額の5割を、日本銀行による買入れの限度額とする。4. その他。・本スキームによる買入期間は、2005年度末までとする。・上記の買入対象資産、買入方式、買入限度額等については、資産担保証券市場の発展の状況・取引動向や日本銀行の財務の健全性等を勘案しつつ、必要に応じて見直すこととする。以上。」である。

福井議長

それでは決を採るので恐縮だが政府の出席者は席を外して欲しい。

[政府からの出席者退室]

それでは金融市場調節方針の決定について採決をお願いします。

[[「金融市場調節方針の決定」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

秋山政策委員会室長

それでは金融市場調節方針の決定についての採決結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決をした。資産担保証券の買入れの実施については今修正中か。

それでは採決する。

[[資産担保証券の買入れの実施]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

秋山政策委員会室長

それでは資産担保証券の買入れの実施についての採決結果を報告する。
賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決をした。それでは金融調節方針については今日決まった方針に基づいて調節に努めて欲しい、白川理事と金融市場局長にお願いする。

政府からの出席の方を呼んで欲しい。

[政府からの出席者入室]

全員一致で可決した。それでは対外発表文の方に移りたいと思う。草案を読み上げて欲しい。

[対外公表文（案）配付]

山口企画室審議役

手許に用意したが、その前に途中での議論を踏まえて、多少修文した方が良くないかなという感じもあるので、それを最初に申し上げておきたいと思う。まずタイトルだが、「資産担保証券の買入れについて」というタイトルだが、「買入れ」というところがややプレーアップされ過ぎているのではないか、こういう話があって、それに対してやや姑息ではあるが、「資産担保証券の買入れとその考え方について」という形で「買入れ」だけで

はないというのを一応案として。それからもう一つは、買入れ金額については、それがストックなのかフローなのかというところが判然としないということだったので、実は対外公表文にも1兆円というのには出ている。これはパラグラフ3の一番最後のところだが、「当面1兆円を限度とすることとした。」というところを「当面残高ベースで1兆円を限度とすることとした。」。それから買入れスキームの骨子の方は先程決裁されている訳だが、まだその修文ができていないので、別添のほうの2枚目、最後のページにあるが、3. のところの買入限度額、「(1) 全体の買入限度額」、この後に「(残高)」と付記する、書き加えるということである。それでは読み上げる。「資産担保証券の買入れとその考え方について。1. 日本銀行は、本年4月7日、8日の政策委員会・金融政策決定会合において、資産担保証券の買入れについて検討を行うことを決定し、その後広く市場関係者の方々の意見を求めつつ、具体的なスキームの検討を行ってきた。本日、金融政策決定会合において、別添のとおり具体的スキームの骨子を取りまとめるとともに、7月末までの実施に向けて所要の準備を進めることを決定した。2. 資産担保証券については、信用リスクを全体として削減し、投資家のリスク許容度に応じたりスク移転を図ることを通じて、企業金融の円滑化に貢献する効果が期待される。中央銀行が民間の信用リスクを直接負担することは異例であるが、わが国の金融機関の信用仲介機能が万全とはいえない現状においては、時限的な措置として買入れを行うことを通じて資産担保証券市場の発展を支援し、金融緩和の波及メカニズムを強化することは意義があると判断した。3. 具体的スキームの決定に当たっては、市場の価格形成を歪めることなく、市場の健全な発展に寄与することに最大限配慮した。買入資産については、今回の措置の趣旨を踏まえ、相対的に信用リスクの大きい資産担保証券も対象とした。裏付資産としては、貸付債権や売掛債権だけでなく、中堅・中小企業金融の円滑化に資すると認められる幅広い範囲の資産を対象とすることとした。買入金額については、市場の発展を支援する観点と、日本銀行の財務の健全性を確保する観点を考慮し、当面残高ベースで1兆円を限度とすることとした。4. 資産担保

証券市場の発展のためには、市場のインフラ整備を進めていくことが不可欠である。日本銀行としては、今回頂いたご意見を踏まえ、民間市場関係者と十分協力し、市場のインフラ整備に向けて努力を続けていく方針である。その際、関係当局や政府系金融機関とも適宜連携を図り、民間市場関係者の努力を支援していきたいと考えている。以上。」。骨子については読み上げを割愛する。以上である。

福井議長

どうぞ意見があれば遠慮なく言って欲しい。宜しいか。それではこの案文を採択したいと思う。

山口企画室審議役

ちょっと修正に時間が掛かる。

福井議長

分かった。では月報の基本的見解を先にやるか。

山口企画室審議役

もうできたので、公表の関係で先に採決を…。

福井議長

それでは採決を先にお願ひする。

[対外公表文について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

それでは採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

福井議長

それでは全員一致で可決をした。

VII. 金融経済月報の検討

福井議長

それでは次に金融経済月報の基本的見解に移る。

門間調査統計局経済調査課長

それではいつものA3の大きな紙を見て欲しい。実体経済部分から説明するが、本日はまず各論の方から説明する。宜しいか。各論の方だが、2、3 若干の変更がある。大きな変更はないが、若干の変更がある。設備投資については、「振れを伴いつつも」というのを入れている。これは基調的な見方は変わっていないが、資本財出荷とか法人季報等、足許若干弱めの指標があるので、「振れ」という言葉を使ってそういうニュアンスを出しているということである。それから純輸出については、ここにある意味では一番大きな変更点になるが、「基調的には引き続き横這い圏内とみられ

るが、足許やや弱い動きとなっている。」ということである。それから生産については、アンダーラインが引っ張ってあるが、特に変更はない。企業収益は、法人季報を踏まえて、「企業収益は、改善傾向ながらそのテンポは緩やかになってきている。」と書いている。それから、雇用・所得環境については、大枠は変更ないが、限界的な部分で、「所定外労働時間や新規求人の増加は一服している。」という表現を、ここは若干変更している。それから先行きだが、ここも大まかなストーリーについては特段の変更はない。先行きのパラグラフの三行目から四行目にかけて、東アジア経済の記述があるが、ここは前月は、「少なくとも一時的には成長率が鈍化するとの懸念が強まっている。」と書いていたが、足許そういった懸念が顕在化してきたので、「足許の成長率は少なくとも一時的に鈍化している可能性が高い。」というふうに若干顕在化してきているという雰囲気を出している。その結果でもあるのだが、「これらを踏まえると、当面、輸出は弱含みなし横這いの動きにとどまり」ということで、今月は「弱含み」という表現を新たに加えている。ただ基本的に「横這い」ということである。その後暫く変更がなく、「以上を総合すると、」というところの下の方の「また、輸出環境の先行きについては、」というところ、いわゆるリスク・ファクターを記述しているところだが、前月あった米ドル相場の動向というのは、今月は落としている。それからあとは若干の変更だが、「不透明感の強い状態が続いている。」というので、前月は「不透明感が強まっている。」という語尾だったが、ここは「不透明感の強い状態が続いている。」というので不透明感のレベルについてさらに強まっているということは落としているということである。それから、次の物価のパラグラフだが、ここも大きな変更はない。ただ、下の方で一点こちらから修文をお願いしたいところがあって、「物価を取り巻く環境をみると、」の四行目の右の方だが、「国内企業物価は、」のあとだが、「緩やかな下落が続く可能性が高い。」と書いてあるが、本日のC G P I、今月かなり落ちたので、目先3か月対比では暫く大きめのマイナスが続く可能性が高いと思っているので、この「緩やかな」というのを落として、単純に「国内企業物

価は、下落が続く可能性が高い。」という方が足許の状況に合っていると思う。それで以上を踏まえて、全体の総論、上の部分になる訳だが、ここに書いてある文章だが、「わが国の景気は、全体として横這い圏内の動きとなっているが、足許の輸出にやや弱さがみられるもとの、先行き不透明感の強い状態が続いている。」という文章である。これは、基本的には前月先行きの不透明感が強まるという形で判断を若干下方修正して、その時下方修正の理由として念頭に置いていたリスクが、足許実際に一部顕在化しているということを書いたものであるが、従って、基本的な景気の認識は変わっていないということで、対外的に説明することも可能だが、これは素直にみるとやはり「横這いと足許の輸出の弱さ」という語順の関係でちょっと下方修正と読まれる可能性がある。本日の議論を聞いていると、大方の方が判断は据え置きというふうなニュアンスだったので、もしそうであるならば、例えばこういう案がある。語順を、つまり「輸出」と「全体として横這い圏内」というのをひっくり返す訳だが、申し上げる。「わが国の景気は、足許の輸出にやや弱さがみられるが、全体として横這い圏内の動きを続けている。」。今申し上げた文章では不透明感という話は落としてあるが、そこは判断になろうかと思うが、一番単純に言えば今のような「足許の輸出にやや弱さがみられるが、全体として横這い圏内の動きを続けている。」、「横這い」で終わらせるという、そういう表現の方が判断据え置きというニュアンスはより強く出ると思われる。ここは後程議論願えればと思う。取り敢えず实体经济は以上である。

榎田企画室企画第1課長

続いて金融部分である。金融部分については微修正である。金融市場の動向、本日の動向も含めて、限界的に緩和方向での動きが続いているというのが当月の特徴である。以下修正部分に沿って申し上げる。当座預金残高、「28~29兆円程度」、これは事実関係を修正した。その下の長期国債のところである。前月は「新年度入り後、銀行や機関投資家による国債投資が一段と活発化し」と、こういう表現だったが、当月は「引き続き活発

なことから、」という、そこの修正である。あと、配った案では「0.5%前後まで低下している。」となっているが、本日今0.435%である。従ってここは事実関係として「0.4%台」ということで修正したいと思う。ここは「0.4%台まで低下している。」という表現にしたいと思う。その後、民間債と国債との流通利回りスプレッド、先月「一段と縮小した。」という記述であるが、その動きは続いているので、当月は水準感を出す意味合いを込めて、「既往ボトム圏で推移している。」という表現である。続いて株価だが、株価については欧米株価につれる形で、上昇し、ここも本日の相場はほとんど9千円弱まで迫っているということで、「8千円台半ば」という表現で提出しているが、この表現ではやはりちょっとふさわしくないということで、「8千円台後半」という格好でここで修正させて欲しい。

「8千円台後半で推移している。」。その次、為替相場だが、為替相場についても「118~119円台」ということであるが、本日の相場展開自体も117~118円なので、非常に細部に亘る修正で恐縮だが、「最近では117~118円台で推移している。」、こういうふうに変更したいと思う。その後のパラグラフ、「資金仲介活動をみると、」というところだが、ここは後段の「社債、CPなど市場を通じた企業の資金調達環境」のところだが、前月まで「相対的に格付けの低い企業でも幾分持ち直しの動きがみられる。」という表現だった。その動きが続いているので語尾のところ、「動きが続いている。」という修正である。その下、企業の資金繰り判断だが、企業の資金繰り判断については、限界的ながら緩む方向での動きがこれまでであった訳で、先月末までの表現ではそこを一部採り込む格好で、「総じて厳しい状況」という表現にしていた。当月は、それをさらに若干限界的にみられる部分を進めて、「この間、企業の資金繰り判断は、幾分改善の動きもみられるが、中小企業等ではなお厳しい状況」と、大きな基本的な見方は変えていないが、限界的な動きを表現に盛り込んだということである。金融部分は以上である。

福井議長

それでは両方合わせて意見を賜りたいと思う。特に実体経済の方の総論のところ、A案、B案と両方出ている。

岩田副総裁

先行きというのは毎回書くという必要はない訳ですね。

門間調査統計局経済調査課長

これは折に触れて必要があれば書いているということである。基本的には先行きというのは下の方にずっと書いてあって、ここで読ませるということになっているが、それをプレーアップする必要がある場合には冒頭に書くというのがこれまでの書き方である。

武藤副総裁

その一つの案として、「輸出には弱さがみられるが、」ということだったが、「みられるもとで先行き不透明感が強い状態が続いているが、」という、そういう何というか、それはあり得ないか。

門間調査統計局経済調査課長

それもあり得ると思う。例えば「足許の輸出にやや弱さがみられ、先行き不透明感も依然として強いものの全体として横這い圏内の動きが続けている。」、そういうことも可能だが、本日の議論を伺っていると、不透明感について若干弱まっているという意見もあったような感じがする。ただ、一方でレベルとしては強いのだが、その強いということをこういう状況の中で冒頭に書くかどうかという、そういうところは恐らく判断になると思うので、そこはさらにC案ということで、そういうこともあり得るかなと思う。

福井議長

いずれも過半数が得られない場合はどうするのか。

如何か、確かに外の人がどう受け取るかという問題である。

門間調査統計局経済調査課長

これはやはり横這い圏内が先にきていると、どうしてもこれまでの受け止め方だと、後ろにある方に重点があるということなので、輸出が弱まっているということがこれだと文の中で一番大きなウエイトを占めるという構成要素になるので、このままだとやはり幾ら説明しても若干判断を弱めたかと受け止められる可能性がある。

福井議長

新聞記者もそう受け止めると思う。するとB案かC案かということになるが如何か。

田谷委員

Bの方が単純で良いのではないかという感じがするのだが。

福井議長

Cが良いという方もおられるか。

福間委員

Bの場合は、CかBか知らんが、「不透明感」というのを外すというのか。

門間調査統計局経済調査課長

然り。

福間委員

どうも「不透明感」はあった方が良い気がするが。

門間調査統計局経済調査課長

あった方が良いか。

福間委員

私はね。

武藤副総裁

「強い」というのが、少し強いのかもしれない。「横這い」という言葉まで入れる必要があるのかどうかというのはよく分からない。

中原委員

「強い」というのはちょっと先行き…。

福間委員

そうそう、「強い」のはね。

門間調査統計局経済調査課長

結局不透明感が払拭できないとか、その位の表現なのか。あるいは不透明感が残っているとか…。

福間委員

ただ先月から横這いだから、先月は「不透明感が強まっている」と、こう書いたのだな、だからこうしたのだな。

武藤副総裁

先月並みの不透明感が今あるという、そういう認識であるかどうかであ

る。先月並みの不透明感が依然として残っているのかどうか。

中原委員

私は少し弱まっていると申し上げたのだが。

武藤副総裁

そこである。「強い」を取ると。

中原委員

強い中でもちょっと…。

門間調査統計局経済調査課長

ただ、先行きのところの先程のリスク・ファクターのところに不透明感が強いということは書いてあるので、だからそれをもう一度その冒頭のところで敢えて書くかどうかという、そういう判断だと思う。

福間委員

なるほど。

田谷委員

不透明感が強いと言って、我々が気にしていたのは、やはり輸出の弱さに響いてくるのではないかということである。それが現実に顕在化している訳だから、それだけで良いのではないかという、要するにB案で。

福井議長

B案で良いか。

田谷委員

それに不透明感については、随分色々他でも言っているし、「不透明感

が強い状態が続いている」と、「以上を総合すると」の Paragraph の中でも。だからそれはそれで我々は依然として思っているということなので。

春委員

私もどちらかといえばB案の方が。

福井議長

ではB案ということで一応宜しいか。

田谷委員

あとつまらないこと言っても宜しいか、笑われるような。先行きの二行目に、「しかし、当面は、」と書いてある。「当面は」というのは前回は良かった。「当面は、欧米経済云々、東アジア」についても、今回はこの「当面」というのはアメリカ経済の回復テンポが当面ごく緩やかなものに止まる訳で、東アジアについては一時的に鈍化している可能性が強いとなる訳で、だからこの当面というのは頭にもってくるよりも「ごく緩やかな」の前に持ってきた方がいいのではないか。

福井議長

おっしゃるとおりである。

田谷委員

つまらないところで。多分英訳するとこれは同じではないかなとも思うが。

門間調査統計局経済調査課長

委員が言われた文章の方が宜しいかと思う。

福井議長

決してつまらなくなかった。他に宜しいか。

門間調査統計局経済調査課長

そここのところを読むと、「しかし、米国経済の回復テンポが当面はごく緩やかなものにとどまると予想されるうえ、」ということで宜しいか。それから冒頭もう一度読み上げると、「わが国の景気は、足許の輸出にやや弱さがみられるが、全体として横這い圏内の動きを続けている。」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

秋山政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で採決した。

VIII. 議事要旨（4/30 日開催分）の承認

福井議長

最後にもう一つ、議事要旨 4 月 30 日開催分の承認がある。手許に届けてあると思うが、特に異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

ではこれについても採決をしたいと思う。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決をした。なお、対外公表のことをちょっと触れておくが、今日は幾つか決定したが、対外発表のタイミングがそれぞれ違っている。最初の資産担保証券の件だが、この件についてはこの会議終了後、直ちに公表をする。そして午後に私が政策委員会議長として記者会見を行う運びにしたいと思う。それから金融経済月報だが、これは背景説明を必要に応じて執行部で修正をしたうえで、12日木曜日14時に対外公表する。それからただ今の議事要旨4月30日分だが、これは16日月曜日16時に対外公表を予定している。以上である。

IX. 閉会

福井議長

次回の政策決定会合は6月25日である。宜しくお願ひしたいと思う。なお本日の会議についても、機密保持について留意頂きたいと思う。決定会合の議論の内容は、自身の発言も含めて厳に出席者限りということで、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となっている。決定会合への信認確保の観点から、出席の皆様方、是非厳正な機密管理をお願ひしたいと思う。今日は議事に協力頂き、誠にありがとうございました。会議はこれをもって終了する。

(午後1時08分閉会)

以上