

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2002年4月30日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席者：議長 速水 優（日本銀行総裁）

藤原作弥（日本銀行副総裁）

山口 泰（日本銀行副総裁）

植田和男（審議委員）

田谷禎三（審議委員）

須田美矢子（審議委員）

中原 眞（審議委員）

春 英彦（審議委員）

福間年勝（審議委員）

政府からの出席者：

財務省 谷口隆義 財務副大臣（9:00～12:57）

内閣府 小林勇造 内閣府審議官（9:00～12:57）

（執行部からの報告者）

理事

松島正之

理事

増淵 稔

理事

永田俊一

企画室審議役

白川方明

企画室参事役

雨宮正佳

金融市場局長

山本謙三

調査統計局長

早川英男

調査統計局企画役

門間一夫

国際局長

平野英治

（事務局）

政策委員会室長

橋本泰久

政策委員会室審議役

中山泰男

政策委員会室調査役

斧淵裕史

企画室調査役

衛藤公洋

企画室調査役

長井滋人

I. 開会

速水議長

それでは定刻になったので、ただ今から金融政策決定会合を開催する。

(午前 9 時開会)

本日は、通常の金融経済情勢、それから政策運営の討議に加え、「経済・物価の将来展望とリスク評価」、いわゆる「展望レポート」の決定も行なうことになる。本日の決定が展望レポートの内容も含めて、国内金融市場において十分消化される時間を確保するためにも、効率的な議事運営にご協力をお願いする。

本日はまず、執行部から金融経済情勢に関する報告を行なう。その後、見通し計数を記入した展望レポートのドラフトを配付し、簡単に報告してもらおう。次に、委員方による金融経済情勢と金融政策運営方針についての討議を行なって頂く。その際には、展望レポートのドラフトの内容も踏まえて、やや長い目でみた経済・物価の展望やリスクといった観点からの発言もして頂きたいと思う。その後、もし政府の方々に意見があれば発言して頂きたいと思う。そして金融市場調節方針の採決と進めて参りたいと思う。その後、展望レポートの採決を行なう。最後に、前々回 3 月 19・20 日の会合の議事要旨を承認して頂きたいと思う。

政府からの出席は、本日は財務省から谷口副大臣、内閣府からは小林審議官が出席されている。予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録することを前提とする。委員および政府からの出席者におかれては、そのことを前提に発言して頂くよう宜しくお願いする。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部からの報告に入りたいと思う。最初に、金融市場局から前回会合以降の金融市場調節の実績と、最近の金

融・為替市場の動向について説明してもらいたいと思う。増淵理事と山本金融市場局長に願います。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

山本金融市場局長

まず、金融調節の運営実績である。図表 1-1 の日銀当座預金残高の実績値を見ると、前回会合時 4 月 10、11 日頃においては、みずほのシステムトラブルを背景に、みずほグループ 2 行が に達する当座預金を持ったため、マーケットに一時的にタイト感が発生した。こうした状況を受けて、金融調節面からはディレクティブの「なお書き」に沿う形で、市場の安定が図られるよう運営してきた。当座預金残高実績値は、4 月 16、17 日には一時的に 22 兆円という当座預金残高となっている。その後、マーケットが落ち着きを取り戻したので、先週半ば以降は当座預金残高を徐々に圧縮する運営をやってきた。ただ、足許 4 月 25 日前後からは、マーケットに再びややもするとタイト感が発生しかねない情勢となってきたため、足許の当座預金は 18 兆円程度の残高で——先週末は 18 兆 4,700 億円——、慎重な運営を行なっている。マーケットではみずほグループが 4 月 25 日および本日 4 月 30 日に大量の口座振替、あるいは給与振込の件数を抱えており——1,200 万件と言われているが——、これが世の中に広く喧伝された形となり、みずほだけでなくほかの銀行も、万一にも自らのミスで市場に混乱を与えることがないように、当座預金残高をやや厚めに持っている。そうしたことで金融市場の方はややもするとタイト感が出かねない情勢になったので、足許、慎重な金融調節を行なっている。因みに、各業態の当座預金残高実績であるが、図表 1-3 の日銀当座預金の保有状況を見ると、先週末 4 月 26 日の当座預金残高実績では、都長銀が 7 兆 9,411 億円であり、このうち がみずほグループ 2 行の当座預金保有残高となっている。一時期の から までみずほグループの当座預金は落ちているが、所要準備が であるので、 所要準備を上回る数字である。また、足許 4 月 26 日時点と 2 月の積み期と比較

すると、みずほ以外の都長銀のほか、地銀も1兆6,900億円から1兆9,500億円、あるいは地銀Ⅱも5,700億円から9千億円と厚めの残高を持っている。現在の市場の雰囲気、つまりインターバンクの取引自体は何ら支障なく行なわれている一方で、みずほ問題に起因してシステムトラブルの際のレピュテーションリスクを各行が意識して、当座預金を厚めに持っている姿がこの残高実績から窺われるように思う。本日のみずほの口座振替の状況、あるいはゴールデンウィーク中のシステムの点検作業などを終えて、市場の雰囲気がどのように変化していくのかを注目しているところである。

以下、金融資本市場、為替市場の動向について報告する。図表2-1の短期金利の動きである。無担コールは、足許、先週末および本日は0.002%という水準である。TBレートの方も0.002%ということで、足許千分の1刻みでの細かい動きはある。ただ、日本銀行による非常に慎重な金融調節を反映して、短期市場全般としては極めて安定が維持されている。3Mのユーロ円レートの方は、0.050%ということで極めて安定した低水準で推移している。

図表2-2で金融・為替市場の動向について、債券、株、為替相場の数字を見ると、年初来のミニトリプル安の動きが2月半ば以降修正され、その後もみ合いながらも概ねその修正後の水準にある。そうした中での特色としては、一つは後程ご説明するようにアメリカの株価が軟調にもかかわらず、日本の株価の方は11,500円程度と比較的底固い動きを示していること。それから為替については足許ドル安気味、これは対円だけではなくて対ユーロ、その他通貨も含めて主要通貨全般に対してドルがここへきて軟化気味の展開となっていることである。

図表2-3、株式相場の推移である。アメリカの株価の推移であるが、昨日のニューヨークのダウの水準は9,819ドルである。またNASDAQの方は1,656ドルで、これは今年のボトム水準である。こうしたアメリカの株価の下向き方向の冴えない動きに対して、日本の株価の動きは全体としては11,500円と、3月初めに急反発した後の水準がほぼ維持されてい

る。背景としては、一つは、企業決算の発表を控えて今年度収益の改善、今年度の企業業績に対する期待が強いこと。第二は、海外の機関投資家の日本株の買い戻しに対する思惑がそれなりに底流していることである。

図表 2-4 で海外機関投資家の株式投資のサーベイを見ると、日本株のポジションは、3月の初めに日本株の買い戻しが一時的に起こり少し戻しているが、全体としては日本株の組み入れ比率は引き続き非常に低いところにある。先行きのポジション、基本スタンスをみると、米国株については組み入れ比率をやや引き下げる方向で、それと入れ替わる形で日本株のポジションはやや引き上げるというのが海外機関投資家のサーベイからの結果である。勿論これが本当に実現するかどうかは別の問題であるが、現在のアメリカの株価に対する世界の機関投資家の慎重な見方、それから日本株の組み入れ比率が非常に低いところにあって、低いことに対する一定のリスクを感じているという機関投資家の姿が見て取れるように思う。これがマーケットに日本株の買い戻しの思惑を生んで、日本株のそれなりの底固さを生んでいると理解している。

図表 2-5、為替市場の動きである。円の対ドル相場、ユーロの対ドル相場を見ると、足許は両通貨に対してもドルは軟調な地合いが明確になりつつある。一つは、今述べたようにアメリカの株価が冴えないことで、海外の投資家が米国株離れを起こすのではないかという懸念、もう一つは中東情勢の緊迫継続ということで、引き続きテロに対する懸念が残っているということである。足許、ボラティリティは非常に低い水準が維持されているので、急激な展開というのは予想し難いということであるが、マーケットはドルの軟調な地合いに神経質な状況となっている。

図表 2-6 は債券の動き、長期金利である。長期金利の方は比較的振れてはいるが 10 年債で 1.4% 挟みという展開である。クレジット・スプレッドは前回の会合時と同様、全体として縮小方向にはあるが、信用力の低い企業、事業債などは依然スプレッドが非常に大きく乖離した状態にある。以上、金融資本市場においては、当面アメリカの株価の動向、それにつれたドル相場の動き、国内においては企業決算、銀行決算の状況を睨みなが

ら神経質な地合いが続くと見込まれているところである。私からの報告は以上である。

速水議長

今の説明について質問があればどうぞ。

須田委員

外銀の当預の積みがまた凄く増えているようであるが、これは外貨調達をしなければいけないということの裏側と考えていいのか。

山本金融市場局長

途中で3月末に大きく振れた訳であるが、2月の積み期との比較では、現在足許5兆円ということで、結果的には大きな変化がなかったことになる。円転コストも大体-5bp位のところで、2月からの水準と大きく変わっていない。3月末に一度沈んで大きくまた元に戻ったということである。ここへきて邦銀の方に、円投のロール・オーバーの時期がきているが、ほぼそれも同じ円投コストでロール・オーバーされているという状態が続いている。

藤原副総裁

担当が違うかもしれないが、みずほの今日の状況というのが判明するのは午後か。

山本金融市場局長

おそらく夕方に最終的な結果がみずほの広報から発表されると思うが、取り敢えず内々足許で聞いているところは、朝までにバッチ処理が行なわれ、これまでのところは順調にきている。

福間委員

先週もマーケットではみずほを巡って変な噂があっちいたりこっちいたりしていたが、前回も申したように、みずほ問題についてのマーケットへのメッセージとして執行部ではどういう形で今対応しているのか、それが一点。それと、外銀の当預残高が落ちないことについて質問である。ちょっと先走った解釈過ぎるかもしれないが、例えば、今から円買いが出た場合、これまでは円資金がどちらかというインターバンクに出していたのが、今は一番安全なバンク・オブ・ジャパンに預ける動きが増えることも考えられるが、そういう動きはあり得るのか、あり得ないのかいずれか。

山本金融市場局長

まず、後者の方であるが、今の外銀の残高の背後にあるのは邦銀が外貨資産を維持して、そのファイナンスとして外銀に円転として資金が入り、それを日銀当預においておくという姿である。邦銀の外貨資産の金額自体は、余り大きく変化していない。こうした対外銀でやっている邦銀の円投は、根っこの外貨需要に充てている感じであるので、これが特に大きく上、下へ振れるという感じではなくなっている。

それから金融調節の方であるが、勿論 10~15 兆円というものを上回る水準で供給をしているので、市場には「なお書き」に沿ったメッセージが届けられていると言える。マーケットの方も、時々タイト感が発生する、あるいは発生しかねない状況になっているのは、みずほ要因によるものという認識が十分浸透している。そういう意味では特殊な事情から「なお書き」に沿って運営されているというふうにマーケットも理解していると思う。

福間委員

売りオペに対しての反応はそういうことか。

山本金融市場局長

手形の売却の方は、足許長い資金を供給する一方で、非常に短いもので資金吸収するという調節スタイルを反映している。長い供給をやり易くするために吸収しているという非常にテクニカルな部分があるが、その点についても、マーケットの資金繰り担当部署は十分理解している。

速水議長

国債の格下げはあったが、市場には影響なしとみていいのか。

山本金融市場局長

勿論、材料にはなっている。図表 2-6 の表を見ると、前回会合以降一度 10 年債で 1.355% をつけて、その後 S & P の方からの格下げというようなこともあって 1.4% 台に動いている。このようにそれを材料に国債が売られるという局面もあった。ただ、大きな流れからすると既に織り込みつつあると思う。

速水議長

他になければ次に移りたいと思う。国際局から海外金融経済の動向について説明してもらおう。松島理事と平野国際局長にお願いする。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

平野国際局長

まず概況であるが、前回報告した流れを大きく変えるような材料はないと思う。つまり、米国においては足許の景気回復が鮮明になっている反面、株安あるいはドル安といったようなことに象徴されるように、先行きの回復力に関する市場の見方が慎重化している、その辺に特徴があるかと思う。

先週の金曜日に GDP 統計が出たので、簡単に説明する。第 1 四半期の GDP 暫定値は前期比年率で 5.8% となった。在庫の寄与は非常に高かつ

たが、在庫を除く最終需要の寄与は 2.7%であり、これはむしろ前期が 3.9%であったので、最終需要の寄与は前期に比べて低下している。個人消費については、自動車の反動減をその他の消費がカバーする形でプラスになっている。一方、設備はマイナスである。消費と設備の簡単なコンポーネント分解をしているので、それを確認すると、個人消費については、自動車は第 4 四半期の反動であるが、その他の消費は堅調ということであった。設備投資については、全体はマイナスであるが、情報化関連投資がこれまで相当大きく落ち込んでおりその反動ということもありプラスに出ているが、その他の機械投資、それから構造物投資はいずれもマイナスである。全体に在庫中心のリカバリーという予想された姿であった。ただ、設備投資は引き続きまだ大きく落ち込んでいるほか、住宅あるいは政府支出の寄与も相当大きく出ている。多少出来過ぎといったようなことに支えられている面もあり、実勢あるいは実力はそれ程強くないということかと思う。足許の第 2 四半期は、第 1 四半期に比べれば在庫の寄与が相当減るので、相当低い成長ペースで推移しているものと思われる。

それでは指標の説明に移りたい。図表 1-1、米国の主要経済指標である。足許の経済指標については、前回の決定会合以降、自動車、住宅、鉱工業生産などが公表されている。一言で言うと、消費が堅調に推移する下で、生産は回復傾向にあるということである。ただ、この間、4月のミシガン大学消費者コンフィデンス指数が反落している。それから3月の耐久消費財受注が減少するといったややネガティブな指標もみられている。こうした指標は、元々単月では振れの大きい統計であるので、これだけでは何とも言えない。大勢観察としては、改善傾向の中でのアヤである可能性も高いと思う。ただ、最終需要との関係で注意しておく必要があるかと思う。

図表 2-2、先行きの金利観である。この間の特徴は、冒頭も申し上げたが、足許の景気の回復にもかかわらず、市場においては先行きの景気に対する慎重論が高まっているように窺われるということである。F F の先物金利を見ると、F e d による利上げの観測はさらなる後退をみており、

8月のFOMCで25bpの利上げがあるかなという感じになっている。それから図表2-3、株価を見ると、金融市場局長からも報告があったが、株価は総じて軟調に推移している。GDP統計が発表されたのは先週の金曜日26日であるが、この日ダウは1万ドルを割り込み、NASDAQもこの日3%下げて、NASDAQについては昨年10月以来半年振りに1,700ポイントを割っているという状況である。問題はこうした市場の動きを、先行きの景気転換あるいは景気の回復力との関係でどのように評価するか、ということにあらうかと思う。図表2-4で、株価のバリュエーションを見ると、株価については、PERで見ても相当高い水準にある。これは既に相当高い成長期待が織り込まれているとみることができ、基本的に現在続いている株価の軟調は、その水準訂正の動きが続いているというふうにみることができ。勿論その裏には、企業収益の改善テンポと先行きの最終需要動向について、なお大きな不確実性があるということではなかろうかと思う。今後、最終需要動向、家計支出、あるいは企業投資動向を予測するうえで、差し当たり重要となるのが統計指標のうちでは雇用関係統計だと思う。この先、まず5月1日に4月のISM指数が公表されるが、その雇用判断、あるいは5月3日に4月の雇用統計が出てくるが、その中身を注目してみる必要があるか考えている。

図表3-1、ユーロエリアである。まず、輸出であるが、2月の輸出は前月比-1.9%となった。ただ、1、2月を通算してみると、前期比では+0.7%ということであり、均してみれば輸出は下げ止まりということかと思う。生産の2月の数字は、前月比プラスになっており、これで今年の12月以来3か月連続で生産増加となる。個人消費や設備投資といった内需にはなお弱さがあるが、輸出、生産は下げ止まりという判断で宜しいかと思う。図表4-2、ユーロエリアの先行きの金利観というところで、ユーロの先物金利を見ると、米国と同様にこのところ下方シフトしており、ユーロエリアについても先行きの景気見通しの慎重化、利上げ観測の後退と米国と同じような現象が観察される。

アジアに移る。図表5-1、東アジアの主要経済指標であるが、何と言っ

でも目立つのは中国の第1四半期のGDPであり、前期比の年率で13.7%、前年比7.6%と非常に高い伸びになった。財政支出増大あるいは直接投資流入等に伴い、内需が好調であることに加え、輸出の回復が成長率押し上げに寄与したということである。台湾、それからシンガポールの3月の輸出の数字もでていますが、いずれも前月比プラスになっている。輸出は回復ということで宜しいかと思う。中国について図表5-9の主要経済指標で簡単に説明する。中国の経済指標についてはとにかく色々言われている訳であるが、一応アベイラブルなデータで大きな流れを読み取るのはこれで宜しいかと思う。ここで目立つのは固定資産投資で、これには公共投資も入っているが、これが際立って伸びており、第1四半期は前年比28%ということで、これが成長の原動力になっている。一方、物価の方はまだマイナス基調ということであるが、食料品価格が弱含んでいることに加え、このところ投資が非常に活発に行なわれていることから工業品供給力の急速な拡大がある。そうした供給圧力からCPIが軟調であるということで、これはマクロ政策運営上の一つの悩みになっている。

最後に若干アルゼンチンの情勢について報告する。依然混迷の極致にあるということである。ドゥアルデ政権の要と目されていたレメス経済大臣が辞任をしたということも、不透明感に拍車をかけているという状況である。国際金融社会が期待するのは持続的な経済再建策の策定であるが、その目途は全く立っていない。先週銀行が営業停止をしていた訳であるが、26日から銀行業務の一部が再開されているとはいえ、業務正常化には全く程遠い状態が続いている。為替は為替管理下にあり、一応1ドル3ペソ強ということで推移しているが、これはいわば人工的なレートであり、実際はこれよりも遥かに低いとみられている。簡単だが以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

福間委員

アルゼンチンのコンテージョン的な動きはどうか。まだブラジル、コソボは安定しているがどうか。

平野国際局長

まず、先程の図表 6-2 のところで、一つの指標として対米国債のスプレッドを見ると、アルゼンチン国債のスプレッドはもうほとんど取引が成立していないのでノミナルだが、それでも 4 千数百 bp と、44%位米国債より高いところにある。にもかかわらず、その他のエマージング諸国は、ブラジル、トルコそれぞれ問題も抱えている訳であるが、一応スプレッド的には安定しているということで、市場からみる限り一応アルゼンチンはディカップリングされた状態が続いている。ただ、先週アルゼンチン問題も含めて とエマージングの状況について議論をしてきたが、の評価は、アルゼンチンのブラジルに対するコンテージョンについては、Significant but not overwhelming という言い方をしており、それなりにコンテージョンはあるとの見方である。どこに出ているのかと言うと、最近ブラジルに対する直投の流入が少し細ってきており、やはりアルゼンチンの混乱が直接投資の流れを鈍くしているという面があるのではないかとということである。先程の not overwhelming というのは、基本的にはブラジルは今景気回復をしており、IMFの支持があるということもある。市場的にも安定しているので、全体感としては取り敢えずディカップリングされた状態が続いているとみて良いということであろう。しかしアルゼンチンの混迷はどんどん深まる一方であるので、この先、楽観もできないということであろうかと思う。それから、アルゼンチンに対するエクスポージャーという意味ではスペインも結構大きい。スペインは銀行部門もさることながら電力とユーティリティの部分も結構大きい。しかし、ここも株価は多少打たれているが、そう大きな問題になっているという訳ではない。取り敢えず今までのところは全体として落ち着いているということであると思う。

植田委員

小さなことだが、アメリカの新規失業保険受給申請者数が3月から急増しているのは、期間延長の影響だという話だったが、ここ1週間位で見たレポートでは、そうではなくて実態を表わしているんだというのを二つ位見た。連邦政府と地方州政府の区別の問題があつてという理由付けであるが、その真相は如何か。

平野国際局長

私もそのレポートを昨日見た。しかし、その説を鵜呑みにするのはどうかと思つている。まず、新規失業保険受給申請者数は3月上旬からぐっと立ち上がつてそのまま高止まつている。それには確かに失業保険給付期間の延長の影響というのは何がしかあると思うが、それで全てが説明できるものでもないという感じがしている。従つて、多少雇用の動きが鈍いということを表わしている可能性もある。ただ、一方で雇用を巡る客観情勢をみると、生産も上がつてきているし、企業収益も一応回復方向にあるということもある。雇用を巡つては、いわゆる客観情勢と失業保険受給申請者数の動きが多少矛盾している感じがする。決め手はないけれども、先程雇用の話を申し上げたのは、雇用は今後の消費に影響するし、それから企業の設備投資態度をみるうえでの一つの先行的な指標でもあろうかなという感じがあるからである。しかし、結局のところ決め手はなく、今後の雇用統計の中身をみながら判断していくということしかないのではないかと考へている。

これまでの歴史的な関係からすると、今の失業保険の受給申請者数が続くとするならば、暫くは失業率は上がつてくるというパターンになろうが、客観情勢的には雇用情勢は改善の方向だとみている。ちょっとパズリングな感じもあるので、そこを注目しているということである。

中原委員

原油価格の上昇の影響については色々な意見があって、なかなか絞りきれないが、グリーンSpanの発言でも一時かなりここに焦点を当てた発言もあったように思うが、現実にはどうか。CPIが原油価格の影響が少しずつ出てきているようであるが、一般的な見方としては、30ドルまでくらいであればCPIの価格の面では大きな影響はないという見方が強いということでもいいのか。

平野国際局長

30ドルを越えるような水準で高止まり状態が長期化すれば相当な影響が出るということだと思うが、一時的に多少上がった程度であれば今の大きな世界経済のシナリオを崩す程のものではないというのが、一般的な見方であろうと思う。現在26ドル位であり、今後の中東情勢の展開如何ということもあるからそこは何とも言えないが、現在の石油の供給環境、あるいは原単位の低下などからみて、余程のことがない限り30ドルを越えずずっと高止まり続けるという確率は少ないのではないかという感じでみられているように思う。それから、その影響であるが、高止まり状態がある程度長引けば短期的には影響は避けられない。その影響はどこに出てくるかというと、アメリカの場合はやはり企業収益を打つということだろうと思う。だからそこは一つ懸念材料である。

それからヨーロッパの場合は、やはり物価への影響である。今ちょうど賃上げ交渉が最終局面になっているが、その物価の上昇が賃上げに跳ね、それが物価の高止まりという状況を招くとするならば、政策運営上、利上げを早めにせざるを得ないというような状況に追い込まれるかもしれない。その辺に問題が生じてくるかもしれない。それからノン・オイル・プロデュース・エマージングについては、これはまだ原単位も高いから、原油価格の上昇は、経済にも相当マイナスに作用しよう。いずれにしても、中長期的にはそれ程大きな影響は出ないのではないかというのが現在の見方だろうと思う。

中原委員

ガソリン価格はフォーミュラに基づいて、原油価格の影響がかなりストレートに出てくる。小売売上げ辺りにその影響が出るのだと思うが、これはまだ余り現実問題ではないのか。

平野国際局長

去年の景気後退の中でも、消費がもった一つの要因は、勿論金利の低下もあるし、住宅価格の上昇もあるけれども、やはり原油が安かったことが実質購買力を支えたという面があると思う。そういう面では原油高は、消費との関連では若干問題になるかもしれない。一つのリスク・ファクターというふうにはみる必要があるかと思う。

松島理事

特にアメリカの場合には、ガソリン価格にかなりストレートに反映してくるという点があると思う。また、アメリカの家計がかなり債務が増えているという中で物価高ということになると消費に影響が出てくるということで、一般にモデルを使ったシミュレーションよりはインパクトが大きいのではないかとされている。しかし、今局長から説明があったように、オイル価格そのものは現在 26 ドル位であるが、先物は比較的安定している。であるから、その先物相場からみると、余程のことがない限り、年間の均した価格として 30 ドルを越えることはないのではないかという見方ではないかと思う。

田谷委員

ただ、これはミシガン大のコンフィデンス指数が4月下がったのはこの理由とも言われて…。

平野国際局長

これと株だと言われている。原油高と株。

田谷委員

そういう意味で先程国際局長が言っていた訳か。こういう動きが…。

平野国際局長

一つのリスクではあると思う。元々消費を支えた要因がどんどん剥げている訳である。金利もこの間上がってくる。原油も高い。住宅もどうなるか分からない。だから消費を支えるのはこれから雇用・所得しかない訳である。そういう意味で微妙なところにあるものだから、そこは注意してみていく必要があるかなという感じである。

速水議長

宜しければ次へ移る。調査統計局から最近の国内経済情勢について説明してもらおう。永田理事と早川調査統計局長に願います。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

まず、公共投資関係である。公共投資については、3月の請負金額が出ているが、前月比で見ると、国が3割増えて全体としても1割増である。これはいわゆる補正予算の影響がここに出てきたということである。ただし、補正予算自身は例年のものになっているために、単月ではこういう結果になっているが、3か月纏めてみると実は1~3月期で前期比0.9%、前年比では15%の減少ということで、大幅な減少になっており、大きな流れとしてみると減少傾向には変わりがないと考えている。次に、図表3の輸出入だが、3月の貿易統計、通関統計が出ており、合わせて年間補正、および季節調整替えが行なわれている。季節調整についてはこれまでX-11で行なっていたものをX-12に変えている。その結果も合わせてだ

が、3月は実質輸出が、前月比で4%増え、輸入が2%の減少ということである。1~3月についても、輸出は4.6%増、輸入が1.9%減ということであるが、図表4で実質輸出入の推移の絵のイメージを見ると、これは後程申し上げる生産も同じだが、季節調整替えで少しイメージが変わってしまった。これまでは、10~12月期から少し横這いで1~3月期少し上がる位の感じだったのが、季節調整替えによって10~12月期まで結構ストレートに落ちて1~3月期のところでポンと跳ね上がるような数字に少し変わっている。輸出の中身の第1四半期のところを見ると、ある種分かり易い構図になっていて、地域別にはアメリカ向けとアジア向けが増えている。そういう意味では景気の回復がはっきりしている地域向け中心に出ている。財別については、まず第一に、中間財が増えており、これは中国、韓国等向けの素材の輸出である。それから米国の個人消費が堅調であるということもあって、自動車輸出が増え続けている。さらにアジア向け中心だが、一部設備投資が出てきているということもあって資本財の輸出も増えている。そうした中であって、情報関連は1~3月期通計ではまだマイナスが残っている。ただ、いつも申し上げているような諸般の環境に加えて、企業から聞いている受注の状況および後程申し上げる生産の予測指数等々から考えて、情報関連についても、輸出は増加に転じつつあると考えている。現に月次で見ると、2月、3月のところは僅かではあるが横這いからプラスに転じてきている。従って、輸出は全体として増加に向かい始めたと判断して良いと思っている。それから図表9の輸入サイドだが、基調としては内需が低迷しているために減少傾向が続いている。そうした中であって財別を見ると、輸入サイドでは実は1~3月期から情報関連が増えていて、そういう意味では先程申し上げた輸出だけまだ数字が整っていないが、全体としては世界的なITの底入れの動きと平仄があった数字が輸入面では出ている。続いて今度は図表10の雇用関係である。雇用関係については、今月の数字を見ても基調としては悪化傾向であるという判断を変える必要はないと思っているが、細かく見ると若干微妙な変化も見えている。職安統計のところを見ると、有効求人倍率がこのところほぼ横這

いの動きになっていて、新規求人倍率は2か月連続で上昇している。勿論新規求人倍率の上昇は、求人が増えたというよりもなぜか求職がここ2か月ちょっと減っているということで、大きな変化ではないと思っているが、実は求人の動きの中で製造業の求人については、前は月次ではプラスだと申し上げたが、3月まで入れてみると四半期でも製造業の求人がプラスになり始めた。前から申し上げている短観での雇用判断等と合わせて、この辺には微妙な変化が出始めているということかと思っている。図表10の労働力調査だが、失業率も12月の5.5%から1、2月5.3%、3月5.2%と僅かではあるが下がってきている。前月までは失業率は下がっているが、雇用者、就業者はマイナスを続けていて、失業率の低下は専ら就職意欲の低下、労働力率の低下によるものと申し上げてきたが、3月はあくまで単月ではあるが、実は雇用者、就業者も幾分改善している。勿論、月々で振れる統計なので、1~3月期通計で見ればこれまで申し上げている姿に大きな変化はなくて、やはり雇用者数も就業者数も弱い。だから、失業率の低下で雇用情勢が改善していると見るべきではないということには変化はないが、若干これも先程申し上げたのと合わせて微妙な変化という感じではある。他方で毎月勤労統計については、確報が出た結果、所定内給与がまた下方修正されており、やはり賃金面は弱いという傾向には変わりがない。それから次に図表14の個人消費である。個人消費については、正直言って数字が相変わらずバラバラである。例えば、百貨店の数字は3月単月で見ると若干暖かかったということもあって、春物が売れたということで良い訳だが、実は1~3月期通計で見るとマイナスであるとか、逆に車については、3月は落ちているが1~3月期で見るとプラスであるといった感じで、全体として少し良いめのものと弱めのものが入り交じっている状況に変化はない。基本的に所得が弱いので、消費が弱めの動きを続けているということで大きな間違いはないかと思うが、やっかいなのは、今の消費の数字を正直に見ると、所得の落ち方との対比で見ると個人消費はそれなりに健闘しているという感じであり、普通に考えればこれは消費性向が上がる形で消費の落ち方は小さいということになる訳だが、実は家計調

査は逆になっていてプラスになっている。だけれども、実は消費性向は下がっている。いわば家計調査のサンプルで見ると所得が伸びているので消費がある程度出ているという姿になっていて、なかなか解釈し難い動きになっている。図表 16 に消費者コンフィデンスの絵がある。消費者コンフィデンスについては、最新の消費者態度指数、消費動向調査でほんの僅かに改善した。しかしながらその水準は依然として低い訳であるし、今回改善した雇用についての判断も、どちらかというところまで悪くなると言った人が、まあ余り変わらないと言い始めた程度で、基本的に雇用情勢が良くなると皆が思っている訳ではない。全体として消費者心理は依然として慎重であるということには変わりはないと思っている。次に、生産指数であるが、3月の生産は前月比で0.5%の増加である。予測指数が+1.5%であったので、引き続きまたしても若干の下方修正にはなっているが、これで一応生産は2か月連続の増加、出荷は4か月連続で増加しているということである。中身を見ると、やはり電気機械の増加、それから輸送機械の増加が目立っているし、予測指数まで踏まえて考えると、鉄鋼辺りも割と強いなという感じを持っている。それと同時にもう一つの大きな特徴は、在庫の減少がまたしても大きなものであった。在庫は半年以上ずっと減り続けていて、前年比でみても在庫は-8%、出荷のマイナス幅が-8.5%なので、これではほぼ45度線に乗ったという感じになる。在庫の減少については引き続き電気機械の減少が目立っているほか、船待ち在庫で一時的に増えていた輸送機械の在庫の減少が目立っているように思う。いずれにしてもこの結果、例えば電気機械では、前年比でみて出荷が一番悪かった去年の秋で-27.5%だったが、今は-16.8%になっていて、在庫は去年の春位に前年比16%増だったのが足許29%減という形で、在庫調整はかなり進捗したと言える。先行きだが、やや大きな数字になっていて、4月+1.3%、5月+3.1%と、これは単純計算すると、第2四半期は前期比で4%の増加という数字になる。ただ、正直言って、にわかにはこの数字をそのまま受け取る気はしない。例えば、実際に5月の数字については電気機械が11%の増加になっているが、これは恐らくゴールデンウィーク中に工場を開い

て操業するメーカーが幾つかあるといったことが影響しており、この水準を6月横這いで伸ばして4%増と言うのは明らかに行き過ぎだと思われ、既に申し上げたとおり、毎月下方修正が起きているので、この4%という数字を真に受ける必要はないかと思っている。ただ、これまで私共は4~6月期は横這い圏内と見てきているので、それとの対比では強い数字であることは疑いない。今後企業調査等を通じて、ミクロのヒアリングと合わせて果たしてこれまで見た横這い圏内なのか、4~6月期から生産は既に増加に転じつつあると見るべきかどうか、慎重に考えていきたいと思っている。次に、図表18の生産・稼働率について、最近の変化としてもう一点だけ申し上げておきたいのは、稼働率の数字である。先程申し上げたように、生産は1~3月期全体で0.5%微増程度だが、稼働率はある程度目に見えて上昇している。これは設備廃棄等が進んで生産能力が落ちてきているからである。こういうことを考えると、機械受注等から考え、あるいは設備投資計画から考えて、設備投資が減少基調にあることは間違いないが、企業収益の増加が見込まれていることに加えて稼働率がこういう動きをしているということになると、製造業の設備投資についてはどこかの時点で下げ止まってくる可能性もあるとみていく必要があると思っている。最後に図表20の物価である。この間、CSP IとCPIが出ているが、CSP Iについては特に大きな動きはない。基調的な動きをみるうえでは、価格改定期である4月の動向をみる必要があると思うので、CSP Iについては説明を省略して、CPIに移る。まず、全国のCPIについては、3月の前年比が-0.7%ということで、0.1%ポイントマイナス幅が縮小している。中身的には図表21であるが、余り動いている感じはない。敢えて言うと例えば財のところでは、被服のマイナス幅が少し縮んでいると言う位で、基本的には全国については余り大きな変化がない。要するに、ここずっと-0.8%を前後して、-0.7%とか-0.9%という動きをしているということに変化がない。普段は東京の数字については特に紹介しないが、実は前から申し上げたとおり、今現在の消費者物価を見るうえではサービスの動向が注目される。財については、卸売物価は、まだ去年1

年間のマイナス成長があるし、今後もそう簡単に需給ギャップが縮小する方向にならない訳なので、CPIについては弱い方向を見ていくのが自然ではあるが、物価指数に則してみると卸売物価については既にマイナス幅が縮小してきている。そうするとCPIの財もそうマイナス幅がどんどん拡大する訳でもあるまい。むしろ一番マイナス方向で考えるべきファクターは、賃金の低下がサービス価格に出てくる影響である。4月というのはサービス価格の改定期なので、東京の動きがどこまで参考になるかはともかく、一応見てみると、3月の前年比が -0.7% 、4月の前年比が -1.1% で、一見サービスがマイナス幅を拡大している。もっとも、図表22の中身を見ると、実は今月東京の消費者物価のマイナス幅が拡大した理由は二つで、一つは公共料金であり、これは東京電力の電力料金の引き下げの影響である。全国だと東電のウエイトは1/3位だが、言うまでもなく東京では100%なので東京ではこれが大きく効いている。それからもう一つは、一般サービスのマイナス幅が拡大したように見えるが、実はこれは家賃の動きである。家賃は、非常にイレギュラーに動くし、東京都と全国との相関関係も非常に乏しいということで、これまでは逆に言うと、家賃のマイナス幅縮小で東京のサービスのマイナス幅は縮んでいたが、4月はそれが拡大しただけで、これは余り賃金とは関係ない。さらに細かく見ると、一般サービスの3月のところで少しプラスに出ていた外食は、4月にはプラスがなくなっているが、これも某ハンバーガー業者が、期間限定で値下げをした影響ということであって、これもそういう話ではなさそうである。こうしてみると、実は東京を見る限り4月の数字に賃金低下がサービス価格に影響を及ぼしているらしいという兆候は、細かく見ればなくはないが、大きな数字としては出ていないということである。ということなので、勿論あくまで東京の動きで全国の動きは分からないが、これを前提にすると、CPIのマイナス幅がどんどん拡大していくという感じでもないかと、今現時点では思っている。以上である。

速水議長

ご質問があればどうぞ。

生産が伸び、在庫がかなり減ってきており、出荷も非常に増えている訳だが、物価に響くかと思って図表 20 の卸売物価を見ると、2 月 +0.1%、3 月 0.0%、3 か月前の比較が -0.1% というのは明らかにそういう動きが物価に響いているように思うのだが、これを指摘しないのは、何か理由があるのか。

早川調査統計局長

いえ、実は前回の会合では指摘しているが、前回と今回の間に卸売物価の数字は出ていないので改めて指摘はしなかった。

速水議長

しかし、今回は展望レポートを出さなくてはならないから…。

早川調査統計局長

展望レポートは後程議論されるようだが、基本的に卸売物価については、ただ今ご指摘があったとおりのマイナス幅は縮んでいるし、前回もご報告したように 4 月になると 3 か月前比はゼロ、ないしは場合によってはプラスになることもあり得ると考えている。これは、あくまで卸売物価という数字は先程から説明している生産・在庫との関連が非常に密接であるために、今現在は経済全体としてみると内需は弱い訳だが、輸出、生産、在庫のところは明らかに改善し始めていてその影響は出ているということと、今現在少し止まっているが、昨年秋来の円安、および一時の原油価格の上昇みたいなものがここに集中しているので、足許の数字はやや基調としてみるよりは強めに出ているのではないかと思っている。ただ、ご指摘のとおり今の日本経済全体は、輸出、生産、在庫という改善が見られている部分と、雇用、あるいは消費等々の内需みたいに弱い部分が併存している訳であるが、敢えて申し上げると、前者の強い部分と卸売物価は相対的に関係が深

く、それから消費者物価は後者の弱い部分と相対的に関係が深いために、卸売物価と消費者物価の間には動きに差が出ているとみて頂ければと思う。

速水議長

しかし、消費者物価も一時は前年比の下落幅は1%台だったが、今は0.7%とか0.8%だろう。

早川調査統計局長

大体ここ1年間全国でみると、0.8%を中心に0.9%になってみたり0.7%になってみたりという位の動きだと思っている。ご指摘のとおり、マイナス成長であるとするれば、理屈としては消費者物価の下落幅が拡大していく局面であった訳だが、結果としては消費者物価はほぼマイナス幅では一定であったということだと思っている。

速水議長

私は新しい動きだと思って注目しなければいけないと思う。海外の新聞もこれを書いている。

早川調査統計局長

ご指摘のとおりで、前からもご説明しているように、卸売物価については先程から説明している経済の明るい部分を反映するような物価の動きになっていると思っている。

山口副総裁

製造業周りの雇用の若干の変化はどのように読んでいるのか。

早川調査統計局長

正直言って今一番それを注目している。前日も短観の時に少し話をした

が、実は短観が出て一番驚いた数字は、製造業のところで雇用の過剰感が僅かではあるが下がっていたことである。一応私共が考えているのは、雇用の調整速度みたいなものが従来よりも速くなっているのではないかという可能性である。その点については、マスコミとかには余り出てこない話だが、いわゆる生産請負業というものが今、かなり規模を拡大している。これは派遣とは別の世界で、派遣だと現時点では製造現場では使えないが、生産請負業というのは現場でも使えて、これが実は拡大している。どうも電気機械などをみると相当多く使っていて、この分野についてはある種ドライに生産を落とす時には素直に落とせるし、逆に増える時には直ぐにまた増やせる。自社の雇用だとリストラをやって半年足らずでまた新規に採用するといったら、それは恐らく労働組合との関係でも大変なことになりそうだが、請負業であれば平気でできるということもあって、足許生産や受注が急増しているようなところでは、実はそういうのを増やしているといった動きが出ているのではないか。そういう意味では、そういったもののウエイトの拡大みたいなものが何がしか影響しているのではないかという仮説を持っているが、証拠を出せと言われるとまだそこまでの証拠はない。だからそういう意味では、先程みた職安の新規求人であるとか、あるいは所定外の動きとかそういったことと生産請負等に関するミクロ情報を組み合わせて見ていく必要があると思っている。先程国際局長からアメリカでは設備投資を占ううえでは、足許の雇用の動きが大事だという話があったが、基本的には日本とは逆の動きであり、日本は設備の方が先に動いて雇用が後に動くのが通例であった。ただ、もしそういった生産請負業みたいなものが拡大してくると、日本の雇用と設備の関係もややアメリカ型に変わっていく可能性もあると、先程思ったところである。

山口副総裁

それは生産統計でカバーされているのか。

早川調査統計局長

生産請負はカバーされる。というのは、実際に請負業というのは、メーカーの工場に人を連れて行って、この一角は何々が請け負っている分野である、とって作る訳だから、生産・出荷の統計には鉱工業統計に素直に出てくる。どこか別に自分で工場を持っていてどうこうするというEMSとは違う。

山口副総裁

生産が下げ止まった程度で新規求人が増え出すというのは、ちょっと早すぎるような気がする。

早川調査統計局長

ただ、新規求人がある意味で生産の在庫みたいなものとして関係しているとすればそれはあり得る。

田谷委員

確かにこの間の短観で、先行きの雇用判断DIが改善しているので私もおやっと思ったのだが、実際にこういうふうになると、物価との関連で非常に大事になってくる。それだけ短観は結構敏感だということだと思う。

早川調査統計局長

以前皆様方にも、生産請負業に関するメモをお配りしたことがあるので、もしまだお読みでない方は、会合終了後に見て頂ければ良いと思う。

中原委員

内閣府の法人企業動向調査を見ると、改善にはまだやはり相当かかるのではないかなという感じは残る。

早川調査統計局長

繰り返しになるが、先程も申し上げたように、雇用についてはまだ基調としては悪化傾向にあるという判断をここで覆す段階ではない。ただし、先程来申し上げているように、細かく見ていくと微妙な変化が出ている。ちょうど去年の始め位に雇用がまだそんなに悪くなっていないが、細かく見ると何となく怪しい動きがあると申し上げたのと逆のような動きが少しずつ出ている。

植田委員

先程の生産能力が低下しているというところだが、産業別に見ると電機とか自動車がもの凄く急激に落ちている。ここ20～30年で初めて位の減少だと思うが、どういうことなのか。

早川調査統計局長

やはり今回の大幅リストラの過程において、ある種陳腐化した設備はもうないものと見なすという形で、事実上除却するということである。

植田委員

近い将来の設備投資増の可能性との関係ではあり得ることか。

早川調査統計局長

それは要するに見方は非常に微妙なところがあって、それは逆に言うと、企業がかくも弱体化していると、そのように考えれば、例えば将来の期待成長率は凄く下がっている結果だと思えば、それは悪い材料だが、そもそも電機などについては前回設備投資したものと今回設備投資したものは、ものが違うのであると考えるのであれば、どんどん除却してまた新たな設備を動かすという可能性は勿論ある。いずれにしても機械受注、設備投資計画は弱い、稼働率が少し上がり始めた、企業収益についてはその増加が見込まれているということで、環境面は少し変わってきている。

速水議長

ほかになければ次へ移る。最後に企画室からの最近の金融環境について説明してもらおう。増淵理事と雨宮企画室参事役願います。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

雨宮企画室参事役

金融環境の現状評価だが、前回会合以降に出た統計が余り多くないので、前回説明した内容のうち、新たにチェックできた数字を中心に、資料5、金融環境の現状評価の本文の方で説明する。前回会合では、4月入り後の若干の変化、あるいは変化の兆しとして、ポジティブな方向として二つ、マイナス方向として一つ申し上げた。ポジティブな方向としては、社債・CPの直接市場での企業の調達環境は若干であるが、少なくとも3月までと比べれば改善している、というのが一点。二つ目は、これは全く兆しであるが、企業の資金繰り判断DI等から見て、悪化に歯止めが掛かりつつある。これは売り上げ、生産の増加等々を背景にする動きだと思われるが、兆しとしてそういう動きがある。一方で、マイナス方向の動きとして、金融機関の貸出態度は、むしろ4月入り後も厳しくなる方向ではないかと思われる。当面、こういうプラス、マイナス両要因の引っ張り合いの結果として、企業金融が動いていくのではないかということも申し上げた。この10日間の一応確認できたことを、今の三つの中から幾つか申し上げると、まず本文の1. 貸出・資本市場調達動向である。CP市場では、若干低格付けも増えているのではないだろうかということも申し上げたが、中旬までの数字が出ており、これを見ると、A2以下の発行ウエイトは、昨年までは15%位あったが、この1~3月、3月と10%割れになったのが、4月は中旬前の平均で13%位に戻っているのも、やはりCP市場については発行市場ベースでも若干環境の回復・好転ということがみられるかと思う。ただ、これに対して社債市場はほとんど変化がない。普通社債発行状況から発行額のうちトリプルB格のウエイトを見ると、3月、4月に入っ

てもほとんど発行がみられないという状況は変わっていない。短期物を中心にCP市場等で好転が見られるということだろうと思う。

次にマネタリーベース、マネーサプライの動向である。マネタリーベースは、3月32.6%と大幅に増加した後、4月も37.3%と——今日は今日で終わるが、37%前後で終わるだろうとみている——、さらに伸びを高めるという結果になった。その中身だが、要因は二つあって、一つは、銀行券が4月入り後さらに伸びを高めたということである。それからもう一つは、日銀当座預金はひよっとしたら期明け後はむしろ伸び率が下がると考えていた訳だが、みずほ要因もあってほぼ前年比4倍程度という高い伸びが結果的に4月も続いた。5月以降は銀行券がどうなるかということと、みずほ要因が落ち着くのかどうか、落ち着いた後当座預金需要がどうなるかという不確実性が非常に強い訳だが、仮に銀行券の伸びが16%、当座預金残高が15兆円という金額を前提に平残ベースで試算すると、マネタリーベースの伸びは28%ということで、30%を割るが引き続き20%台の後半の伸びが大体8月位までは続くだろうという試算結果が得られる。マネーサプライの動向は前回説明したので省略する。

次に、3. 企業の資金調達コストである。こちらも若干申し上げた中ではポジティブな方の動きだが、企業の資金調達コスト、長プラの動きは前回申し上げた。この間、判明した数字はその次であって、発行市場ベースでも社債の発行金利、CP発行金利は4月に入って、それぞれ中旬前のデータだが若干低下している。例えば社債の発行金利でも、これはダブルA格だが、3月に1.2%まで上がった後、4月0.7%と若干下がっている。さらにCPにおいては、格付け間のスプレッドも幾分縮小する動きがみられ始めている。これに対して厳しい方の動きでこの間新たに出た統計が目立ったのが、4月の「主要銀行の貸出動向アンケート調査」でみた金融機関の貸出態度で、これは既に説明済みではあるが、特に目立ったのが銀行の利鞘設定態度の厳格化の動きである。格付別の利鞘設定をみると、DIは、「拡大」マイナス「縮小」で取っているのが、プラスの数字が大きくなる程貸出態度が厳しくなるが、上位格付けでマイナスが縮まり、中位で

プラス幅が大きくなっている。下位は1月、4月では変わっていないが、元々48と非常に厳しい数字である。このように銀行の貸出態度、特に利鞘設定の厳格化という動きがさらに顕著になっているということなので、当面、企業金融を巡る環境はこうした幾つかの要因と厳しい要因の引っ張り合いになるだろうと思われる。その結果、企業倒産がどうなるかということだが、新しい数字としては倒産件数が出ている。資料編の図表15の倒産件数をみると、3月1,741件、前年比+2.2%、季調済は1,622件なので、1~3月期全体を均してみると、四半期ベースの数字はじりじりと増えているという状況だが、ここでまた急にレベルを切り上げて増えているという訳でもなさそうに見える。こうした傾向が4月入り後どうなるのか引き続き注視していきたいと思う。新聞等でよく報道されているややアナクドータルな話だが、事実だけ一点申し上げておくと、倒産の調査会社は東京商工リサーチ、帝国データバンクともそれぞれの倒産の理由のうち、幾つかをピックアップして不況型倒産というジャンルを作っている。その不況型倒産というのは、過去は景気循環の局面でいくと、大体景気循環に若干遅行して動くと言われており、要するに景気がボトムアウトすると少なくなると、悪くなると暫く経つと多くなるというパターンだが、この数年間は一方的に上昇し続けていて、足許74%と既往ピークを更新しているということである。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

田谷委員

不況型倒産でないのはどんなものがあるのか。

雨宮企画室参事役

そもそもこれは本当にどの程度意味があるのかと悩んでしまうが、例えば不況型として分類されているものは、売掛金回収難、販売不振、赤字累

積というのがあって、それ以外のものでは、放漫経営とか、過少資本とか、あとこれは不況型だと思うのだが、設備投資過大とかがある。確かにそういう話を聞くと、実際には循環的な要因と構造的な要因が一緒になっているので、そんなふうに切り分けられるのかという感じがすると思う。実際になかなか切り分けるのは難しいと思う。ただ、実際過去は景気循環局面と倒産件数との関係を調べてみると、例えば第二次オイルショックが終わった後の 57～58 年にかけては、景気循環局面と倒産件数全体は余り関係ない。要するに景気は若干良くなっても倒産件数は増えるというパターンがあるが、その中でこういう不況型というものは景気に若干遅行して景気循環局面に整合的な動きをしているという意味では、過去は多少関係があったというデータではある。

田谷委員

どの位遅行するのか。

雨宮企画室参事役

過去のパターンで言うと、1 年、例えば景気が良くなって減り出すのが大体 1 年後位というイメージだが、90 年代半ばからその関係は大幅に崩れている。崩れていると申し上げるのは理由が二つあって、一つは例の特別保証制度の導入で、景気が悪化した時期に急激に減ったということと、やや構造的に倒産件数が増えているという両方の要因があって、ここ数年間はそういう関係というのは大幅に薄れている。

速水議長

倒産もこの図表 15 で見ると、3 月の季調値は 1,622 と減っている訳か。

雨宮企画室参事役

1,622 という数字は当方で季節調整を掛けた数字で、それを見る限り 3 月は減っているが、倒産件数というのはもともと単月で凄く振れるものな

ので、ある程度均して見て頂いた方がいいかと思う。今のところ四半期単位で均して見ると、去年の7～9月期1,544件、10～12月期1,699件、1～3月期1,740件ということで、少しずつ増えているというトレンドにある。今までの経験だと、先程田谷委員から質問があったが、景気が改善し出してから1年位経つと倒産件数も減ってくるという経験則があった訳だが、この数年その経験則が余り当たらなくなっているのので、この後どうなるか景気との関連ではやや読み難い状況だろうと思う。

速水議長

それでは、ほかになれば次に移りたいと思う。経済・物価の将来展望とリスク評価の執行部の報告をお願いします。

5. 「経済・物価の将来展望とリスク評価」についての説明

増淵理事

それでは展望レポートだが、本文については事前に十分にお読み頂いていると思うので、昨年10月のレポートとの比較で極く概略だけ申し上げる。まず標準シナリオ自体は、昨年10月のレポートと基本的には変わっていないということで案として書いた。すなわち、景気全体については、輸出の増加と生産の回復にリードされて、年度下期にかけて下げ止まる。ただし自律的な回復力には乏しいという姿である。その間、物価については需要・供給両面からの低下圧力が働いて、緩やかな下落傾向が続く。ただ、国内卸売物価の前年比については幾分マイナス幅が縮小するという点である。

また、リスク要因としては昨年10月には四つを掲げて公表した。四つというのは、一番目は、海外経済並びにIT関連分野の動向、二番目は金融資本市場の動向、三番目は不良債権処理の進み方とその影響、四番目は経済・財政の構造改革の影響ということである。今回、表現は多少違うが、今申し上げた四つについては引き続きいずれもリスク要因として指摘されている。それに加えて、第一のリスク要因として、国内民間需要の回復

力そのものについて上振れ・下振れ両方向でのリスク要因として掲げた。最後に計数についてはリバイス版のとおりだが、昨年10月時点での2002年度の大勢見通しの公表数字に比べて、実質GDPは下限のマイナス幅が縮小、上限も若干下がっており、物価についてはそれぞれマイナス幅が幾分縮小という形になっていて、ただ今申し上げた標準シナリオと整合的な数字となっているのではないかと思う。以上である。

速水議長

ただ今の説明について質問があればどうぞ。なお、具体的な書き振りについては後程また伺う時間があるので、ここではご質問があれば伺うということにさせて頂く。

福間委員

リスク要因についてであるが、国際会計基準の導入についての影響はどう評価しているのか。今回どうこう言う訳ではないが、今後特に減損会計のところ徐徐に影響し出すのではないかなと思う。

白川企画室審議役

会計リスクについては、確かに独立のリスク要因として挙げている訳ではないが、どこに反映してくるかという点、例えば第四のリスク要因として、株、土地等の資産価格や長期金利の動向を挙げているが、ここでは、金融機関は国債など債券投資の増加を通じて期間収益の確保を図る傾向にあり、景気回復への動きを伴わない長期金利上昇が生じた場合には、その影響を受けやすくなっている、と書いている。この期間収益と書いている心は、実は本当は時価評価すれば別に期間収益ではなくて時価評価そのものだと思うが、現状は、スワップもそうだが、期間収益を稼ぐためにスワップを受けている訳である。そういうこともここに間接的に入ってくるが、今福間委員が言われたことは、勿論そういう細かい話でなくもっと一般的な話だとは思いますが、気持ちとしてはこの辺に含まれてくるということ

である。

福間委員

多少先程の稼働率にも影響する訳だが、工場のシャットダウンなんていうのは、減損会計を導入すると、赤字の工場を保有するということがリスクになってくる。それで電機メーカーなどで前倒しでやる動きが出てきている。

速水議長

ほかに質問はないか。それではここで少しコーヒーブレイクにする。40分再開とする。

橋本政策委員会室長

10時40分にお集り下さい。

(午前10時32分中断、午前10時40分再開)

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは再開する。これまでの報告等を踏まえて、政策委員会としての検討に入りたいと思う。本日は今月二回目の会合であるから、前回会合での経済情勢の判断に変更すべき点があるかどうかを中心に討議していきたいと思う。加えて、本日は「展望レポート」の決定、公表も行なうことになっているので、経済や物価についてのやや長い目でみた展望とそのリスクについてもご議論をお願いしたいと思う。従って討議の形式は、金融経済情勢に関する見解と、経済・物価の将来展望とそのリスク評価、そして当面の金融政策運営にかかわる見解と、この三つの点で一人10分程度で発言して頂きたいと思う。なお、「展望レポート」の具体的な字句の修正などについては、最後の採決のところで纏めて行ないたいと思う。それ

では本日はまず山口副総裁からお願いする。

山口副総裁

まず、当面の経済情勢の判断についてであるが、直近で集中的に色々な指標が出てきており、それらを見た感じでは、輸出の回復が始まっていることをまずコンファームできたように思う。消費については、相変わらず強弱の指標がミックスという感じで、なかなか指標からは実態を見づらいたと思うが、雇用者所得の減少がかなりはっきりとしている点からみて、消費の実態もやや弱含み、あるいは雇用者所得ほどには落ちていないという程度の動きかと考えている。設備投資では、新しい指標は出ていないので、これは予ての先行指標の落ち込み等からみて、引き続き投資調整中という状況ではないかと思う。こういうふうにみると、内需の弱さに大きな変化は出ていない。その間輸出の持ち直しと在庫調整の進捗によって、製造業の活動が下げ止まりつつあり、ひいては総需要の減少にもブレーキが掛かりつつある状況ではないかと思う。そういう意味で、この前の月報における判断、「全体としてなお悪化を続けており、しかしそのテンポは幾分和らいでいる」ということで良いのではないかと思う。物価については、前回も少し微妙な変化が出てきているのではないかと述べたが、やはりその延長線上での動きではないかと思う。卸売物価が下げ止まり、横這いに転じている訳であるが、ただ、ここ2、3か月間における卸売物価の下げ止まりについては、原油、為替要因、あるいは在庫調整一巡による市況の回復といった短期的なインパクトが比較的強く働いていると思うので、これらが出尽した後、どの程度の動きに落ち着いていくのか、今後なお推移をみる必要があると思う。消費者物価については、先程も説明があったとおり、4月の東京地区の指数から見る限り、サービス価格が新年度に入ったところで一斉に下げ方向に調整が起きるといようなことは、取り敢えずみられないと思う。CPIの下落が名目賃金の低下とともに加速していきリスクは、ひとまず小さくなったように思う。また、最近外食の料金とか衣料品の価格などについて、アネクドータルに言われている下げ止まりの

動きというようなものが、どれ位の意味を持つのかという点も注意深くみていく必要があるかと思う。ただ、消費者物価のトレンドを考えてみると、予てこの場でもかなり力を込めて議論してきたように、サプライサイドからの下落圧力というのは、なおかなり強いまま推移するのではないかと思うし、需要サイドからそういうふうにブレーキを掛ける力というのは、当面は見当たらない状況ではないかと思う。

この辺りまでが国内で最近判明した指標の評価であるが、それよりも米国経済の動きの方がむしろやや気になる要素を孕んでいると思う。第1四半期の米国のGDPの高い成長というのは、十分予想されたことであったが、それよりも消費マインド、あるいは設備投資の先行指標などが、一般に予想されていた程改善していないことの方が注目されるし、そういうことが株価の軟調、あるいはドル相場の軟調とどういような関係を持っているのかということ、今後の動きの中で考えていく必要があると思う。もし幾つかのアセットマーケットにおいて、景気回復の期待がやや先走り過ぎていて、それがここにきて修正されつつあるという程度なのか、それともやはり最終需要の成長が期待されていたよりはかなりスローなのかという点について、よくみていく必要があるが、今日の時点でこれらの点についての評価は非常に難しいと思う。

「展望とリスク評価」に移ると、今最後に申し上げたアメリカ経済について、第2四半期以後もほぼポテンシャルな成長に近いスピードで回復を辿るというようなことを一応念頭に置いたうえで日本経済を考えてみると、やはり輸出にリードされて生産が下げ止まりから緩やかな回復に向かうことが展望されると思う。その場合にはコストの切り下げがかなり進んでいる状態であるから、大きな円高にならない限り「量」の若干の回復というのが、いわば梃子の原理のように収益のかなり大きな増加をもたらすはずである。そういうプロセスが今年だけではなくて2003年にも持続するというような展望がもし生まれてくれば、その時点で企業の投資姿勢にも前向きの変化が生ずる可能性があると思う。しかし、企業投資を呼び起こす力というのは、やはり向こう1年とか1年半位の時間の中で考えると、

そう強くはならない可能性の方が強いかなと思う。また生産と収益の回復が雇用・賃金に目立って良い影響を与えるというのは、やはり早くても2003年に入ってからのことではないかとも思う。従って、回復初年度に当たる今年度は、輸出主導というパターンにならざるを得ないと思う。そういうパターンがある程度持続するにつれて、内需が次第に強くなっていくというのが基本的なイメージであろう。そういう基本イメージのもとで考えると、物価はやはり下落トレンドを辿る可能性が強いと思う。卸売物価は先程申し上げたような次第で、オイル、為替、あるいは輸出市場の動向等に大きなショックがない場合には、機械類を中心とした趨勢的な下落、これは国内卸売物価を年間で大体0.5%位過去においては押し下げてきた訳であるが、そういう生産性上昇のかなり速い部門を中心とした価格の下落の動きに戻っていくということになるかと思う。あとは需給環境次第で、それを中心にしてプラスマイナス α といった動きが付け加わるというのが卸売物価の動きかと思う。消費者物価については需給ギャップとか賃金コスト変動に対する消費者物価の感応度というかセンシティブティが余りはっきりしないので、程度問題の評価が非常に難しいと思うが、大掴みに言えば現状程度の下落率———0.8%を中心にこれまで変動してきている———が、続く可能性が強いというふうにみている。

そういう見方に対するリスク・ファクターとしては、やはり一番大きいのは海外、特に米国経済の動きで、向こう1、2年間の回復力如何という点が問われることになろうかと思う。一方で、生産性の高い伸びが持続しているかにみえるのは、その回復力に対する最もポジティブな要因として評価できると思うが、反面、バブル的な拡大を数年間遂げたことの反動が、これからまだ表面化してくるリスクというのが残っているのではないかと思う。海外要因の中に中東情勢、オイル価格、あるいはテロの有無というようなことを含めると、やはりこういったショックに対してアセットマーケットがかなり不規則に動くリスクということにも留意する必要があるかと思う。それからメジャーなリスクの第二番目としては、やはり金融システム改善のストラテジーが巧くいくかどうかだと思う。申し上げ

たような回復のパターンを前提にすると、非製造業・サービス業といった辺りに散らばっている中小企業向け債権の中から出てくる不良債権の発生率が巧く低下を辿るのかどうか、なかなか予断を許さない状況ではないかと思う。

最後に、当面の金融調節については、現在の調節方針を続けるということで宜しいと思う。当座預金の需要はなお非常に不安定な状態が続いているので、当面は「なお書き」を活用することでフレキシブルに対応していく、そして市場の落ち着き具合をみながら、多少時間をかけて現在のターゲットの中に収めていくというような方針で良いのではないかと思っている。以上である。

速水議長

次に、藤原副総裁をお願いします。

藤原副総裁

まず、金融経済情勢と金融政策運営を一緒に申し上げたいと思う。景気の現状については、前回に比べてさらに前向きな動きが幾つかみられたと思う。例えば輸出、生産面の回復がはっきりしてきたということのほか、雇用指標も下げ止まりの感じが出てきているということなどである。ただし、雇用・所得環境が生産と同じピッチで改善していくとも考え難いという状況がある。むしろ夏のボーナスはかなりのマイナスが予想されている。やはり輸出、生産などの上向きの力と、雇用・所得面の下向きの力、この二つの綱引き的力関係という構図には、大きな変化が当面はないように思われる。ポイントは個人消費の動向だと思う。これまでのところ雇用・所得環境の割には健闘していると言えるが、最近家計マインドに改善の動きが出始めているというのも好材料だと思う。ただ、過去数年の私達の経験を踏まえると、家計のセンチメントには、株価や金融システムの動向が大きな影響を与えている。そこで金融資本市場の動きをみると、長期金利や株価は総じて安定的な推移になっているが、今後の景気展開や不良債権処

理の帰趨を睨んでの、言ってみれば wait and see、様子見という色彩もあって、注意はおさおさ怠れないと思う。この点では、アメリカの株価が弱いことも気懸かりである。その意味で、やはり金融面からのリスクには引き続き注意が必要だと思う。みずほ問題という予想外の要因も加わって、現在とはとにかく金融市場の安定を確保するということが何よりも大切だと思う。

調節方針としては、10~15兆円という基本の目標は据え置いたうえで、みずほ問題等に起因する流動性需要の増大に対しては、「なお書き」で弾力的に対応していくことで良いと考える。これで、その「なお書き」による対応が1か月を越えるということになる訳であるが、まさにその「なお書き」条項の文言の表現の「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」という表現に相当する事態であり、「なお書き」を適用する期間が長くなること自体は問題ではないと思う。つまり、そういう留意条項を付けざるを得ない金融経済環境に未だにあるということだと思う。

次に、「経済・物価の将来展望とリスク評価」、いわゆる「展望レポート」についてであるが、執行部のドラフトはこれまでの委員会における議論を消化したうえで巧く整理されたものになっているというのが読後感である。全体として違和感はない。そのうえでリスク要因について感じていることを幾つか述べたいと思う。まず本年度の最大のリスク要因は、やはりアメリカをはじめとする海外経済の動向だと思う。勿論、去年のテロ事件直後に展望レポートを検討した時と比べれば、情勢は大きく好転している。しかし、アメリカの最終需要の動向はまだ不透明であるし、先程も触れたが、最近の株価の低迷は大変気になるところである。個人消費は専ら住宅価格の堅調に支えられているようだが、日本のバブル崩壊の経験を振り返ると、不動産価格にバブル崩壊の影響がはっきり出始めるのには、かなりのラグがあったということが想起される。まだまだ楽観は禁物だと思う。

その次に、海外経済に関するリスク要因を除いてドラフトに整理されて

いる他の四つのリスクは、いずれもそれぞれが密接に関係したファクターだと思う。構造改革と不良債権処理はもともとコインの表と裏であるし、国内民間需要の回復力も、非製造業などの構造改革の帰趨に多くを依存してインターロックしている。また、株価、地価などの資産価格も、構造改革のもたらす影響やそれに対するマーケットの期待に大きく左右される。このように国内の四つのリスク要因は、構造改革などの短期的なデフレ効果と長期的な成長促進効果のバランスという課題を、それぞれ異なる側面から捉えているということができると思う。従って、四つのリスク要因とは言っても、それぞれ独立したものではなく、これらが顕現化する時にはそれぞれ同一の方向で動く可能性が高い。その意味で幾つかのリスク要因が一斉に顕現化するという、ちょっと分類のレベルは違うが、そういう複合的に影響を及ぼし合うというリスクにも、六番目のリスクというか、そういった事態にも留意をしておく必要があると思う。私からは以上である。

速水議長

次に、須田委員お願いします。

須田委員

まず、足許の金融経済情勢について簡単に点検する。第一に、海外経済の上方修正、世界経済の回復を背景に、輸出が増加に転じているように見受けられる。情報関連財の輸出も下げ止まりから増加に転じている可能性が高まっている模様である。

第二に、3月の労働市場では失業率が低下し、就業者、雇用者とも増加した。より詳しく見てみると、短観では大企業・製造業の雇用者の過剰感が小幅ながら縮小した。労働力調査でも、昨年9月から増大していた製造業の雇用者削減幅が縮小した。製造業では、過剰雇用調整の進展と循環的な景気回復期待を背景に、雇用者削減圧力が幾分緩んでいる可能性がある。また、労働需給面について一般職業紹介状況を見ると、新規求人倍率は今

年1月以降、2か月連続で上昇している。また、有効求人倍率は一進一退だが、労働需要の限界的な増加の受け皿になっているパートに限ると、同じく今年1月以降、2か月連続で上昇している。3月の消費者態度指数の雇用環境も改善している。このように労働需給は、足許では改善の方向を示唆している。もっとも、有効求人倍率のレベル自体は、昨年秋口頃の水準にまで戻ってもいない。99年ほどではないが引き続き低水準である。さらに3月の求人倍率の改善の主因が求職者数の減少にある、という点も要注意である。求職者減少による労働需給の改善がどの程度持続するのかという点は慎重にみたいと思う。また、生活意識に関するアンケート調査では、収入が減った超幅が既往最大を記録している。労働需給の変化とともに、雇用者所得の先行きにも注視したいと思う。

第三に、物価についても若干気になる動きがある。これについては先程から色々言われたことである。消費者物価については、需給ギャップの拡大や名目賃金低下の影響などを背景に、サービス価格を中心に下落幅が拡大するというのが標準的な想定だと考えている。ところが、3月の全国CPIを見ると、サービス価格は前年比0.2%上昇した。今のところ賃金低下のサービス価格に対する影響は顕著ではない。また、3月の消費者動向調査をみると、今年半年間に物価が下落するという見方が、前回12月の調査から後退している。3月の生活意識に関するアンケート調査でも、1年後の物価予想について上昇超が増えている。先程、山口副総裁からも話があったが、消費者は今年2月のマクドナルドハンバーガーの平日半額セール終了のほか、衣料の価格低下に影響を与えたユニクロの業績悪化とか、あるいは最近のパソコンの値上げの話題、さらにガソリンの小売価格の上昇などを眺め、デフレ傾向に変化の兆しが訪れていることを肌で感じているかもしれない。もっとも、外食、衣料、パソコンなどをCPI対前年同月比で見ても、上方向への物価の変化が見られる。下がっている方が減って、プラスになっている部分もあるということである。勿論、消費者のデフレ意識が本当に変化していくのか否かは必ずしも明らかではない。そもそも物価の先行き予想は非常に捉え難いものである。それだけに

消費者はもとより、企業自身の価格設定にも同じような変化が起きる、あるいは既に起きつつある可能性もある。こうした観点から予断を持たず、今後の変化を注意深くみていきたいと思う。

次に、「経済・物価の将来展望とリスク評価」について申し上げる。まず、将来展望について昨年10月の「展望レポート」と比較すると、海外経済の上振れが日本の景気回復を多少とも早める要因になっているが、国内経済については、構造調整圧力がより高まっていると捉えている。従って、両要因を考慮に入れた私の将来展望の全体像は、昨年10月の時点からほとんど変化していない。従って、ここで示されている標準シナリオには違和感はないが、少し意見を述べさせて頂く。今年度から来年度始めにかけての経済を展望すると、製造業では在庫調整が一巡した後、輸出・生産が回復する姿が想定できる。しかし、情報関連財を中心とした輸出の回復を起点として生産が回復するとしても、非製造業への波及効果は限定的であり、その好影響が国内民需に拡がるまでにはかなりの時間を要するとみている。内閣府の企業行動に関するアンケート調査の直近分から、企業部門が考える期待成長率を見てみると、今年度単独、今後3年間平均、今後5年間平均のいずれも既往最低水準まで落ち込んでいる。このうち業界別に需要見通しを見ると、製造業・加工組立業種では、今後3年間、あるいは5年間について堅調な伸びが見込まれる一方、非製造業では今後3年間は横這いという非常に厳しい見方が示されている。また、過剰債務があると回答した企業に、有利子負債額を適正水準に戻すのに要する期間を尋ねたところ、製造業では最も多いのが2年超～3年以内であったが、非製造業では5年超とする企業の割合が最も多く、それが全体の3割も占めている。言うまでもなく、この裏側には銀行の不良債権問題がある。銀行は不良債権処理を促進させたため、現在そのための償却原資はかなり目減りしている。他方、日銀の貸し出しに関するサーベイによると、貸出条件は厳格化されてきている。とりわけ利鞘設定について、昨年の10月以降その厳格化が顕著であり、今後もっと厳しくなるという見通しが示されている。今後不良債権を処理しながら銀行が生き残っていくためには、このよ

うな厳格化は不可避であるが、それは否応無しに構造不況業種の調整を加速させると思う。こうした中では、国内民間需要が自律的に力強く回復する姿を描くことはかなり困難であると言わざるを得ない。

次に、「経済・物価の将来展望とリスク評価」については、今回は第二のリスク要因として挙げられている海外経済の回復力と持続性について、特に米国経済について考えたいと思う。このところ国際機関、あるいは民間エコノミストの間では、米国の経済見通しが大幅に上方修正されている。私も回復の方向性を疑っている訳ではないが、少なくとも昨年第4四半期、今年第1四半期にみられたような回復のピッチの持続性については、かなり慎重にみている。確かに個人消費は今のところ堅調であるが、設備投資がピックアップする兆しがみえないからである。今後の回復力を左右する重要な鍵の一つは、米国の企業収益である。GDPベースの企業収益をみると、昨年第4四半期には底打ちの兆しがみられる。しかし、ここで注意を要するのは、足許の収益改善は専らコスト削減によるという点である。そもそも90年代の長期景気拡大局面でも、その後半では利益率が低下傾向を示していた。ニューエコノミーやIT革命が喧伝されていたにもかかわらず、雇用コストの上昇が利益率を下げるという、極く一般的なことが起こっていた。米国の労働生産性が従来に比べて高まっているとしても、それが企業収益の早期回復を約束するものではないと思う。さらに利益の実績値については、エンロン問題を契機に、これまで過大に見積もられていたのではないかという疑念が拡がっている。売上げの前倒しや費用の先送りといった会計上の工夫が広くみられたのではないかという指摘である。これらのことを踏まえると、米国における最終需要がどの程度回復するのかという点は、依然としてかなり不透明である。

最後に、ただ今申し上げたことと関連するが、米国の経常収支のファイナンス、およびそれに伴うドル安のリスクについて考えたいと思う。米国の経常赤字はGDP比4%程度の非常に高い水準を記録している。OECDによると、今後もっと拡大するという見通しである。しかもそのファイナンス面を見ると、欧州からのM&Aを中心とした直接投資が減少する一

方、より流動性が高い株式・社債など、民間証券投資の流入超幅が拡大傾向を辿っている。確かに、米国資産は他国に比べ中長期的には収益が期待できるという指摘が広くみられる。しかし、他方で米国の株式市場では、株価収益率（P E R）が戦後最高水準の圏内で推移している。さらに足許の利益についてもただ今申し上げたような懸念がある。従って、持続的かつ安定的に米国の株や社債に投資が行なわれ続ける保証はないのではないかと思う。これらの投資は短期的な予想の変化によって反転し得るので、ドルや資産価格の変動をもたらす可能性がある。今回のリスク要因には、これまで三回の「展望レポート」に含まれていた為替レートとか国際資本の流れの変化が含まれていないが、今回もリスク評価の中で、これらについて明示的に書き込んで良いのではないかと考えている。

最後に金融政策運営については、前回の会合で申し上げたような問題意識を引き続き持っているが、本日のところは現状の方針を維持し、金融システムが落ち着いていく過程を見守っていきたいと思っている。以上である。

速水議長

次、田谷委員お願いします。

田谷委員

最初に、前回会合以降の金融経済情勢の変化、そしてそれを受けての政策判断、その後で今後の経済見通しについてのコメントをしたいと思う。

まず、米国経済について、第 1 四半期の前期比年率実質経済成長率は 5.8%であった。昨年第 4 四半期比伸び率が高まったのは、在庫の減少幅が小さくなったことが大きく寄与したようである。設備投資は減少が続いているが、その他の各種関連指標からしても、設備投資の先行きについては楽観論は少ないようである。前回も触れたが、足許の実体経済指標に比べて、相変わらず株価が軟調である。景気回復の持続性についての不透明感は払拭されないようである。一方、家計支出の堅調もあって輸入が増え、

年初来貿易赤字が拡大してきている。これらがここひと月ほどのドル安の要因にもなっているようである。

東アジアについては、輸出、生産の持ち直し傾向がよりはっきりしてきた。一つ気になるのは、このところ中国経済のダイナミズムが、日本を含む地域全体の経済動向において、より大きなウエイトを占めるようになってきていることである。輸出入数量、価格を通しての影響ばかりでなく、企業にとって設備投資を自国で行なうか中国で行なうかの選択がより重要になってきている。その中国は輸出も回復し始め、内需は引き続き堅調である。日本にとって、輸出環境の点ではプラスであるが、国内設備投資の点ではマイナスに働くのではないかと考えている。

国内経済情勢については、輸出の回復、生産の底入れへの動きがよりはっきりしてきた。これは今まで3人の方が触れられたとおりに思う。ただ、企業の倒産件数がこのところ上昇してきていることが気掛りである。金融庁による特別検査の結果が公表されたが、追加処理による損失は市場予想の範囲内ということで、株価のプラス方向での反応はみられなかった。その後、税効果会計による自己資本のカウントを厳しくすると報道にも市場はほとんど反応しなかった。問題は、今回の景気回復への動きが順調に推移したとしても、この点は須田委員が今述べられた点にも関連するが、非製造業に属する過剰債務企業のバランスシートの改善は暫く困難であろうという点である。次に、国債の格付けの引き下げが一部行なわれたが、これまでのところ市場はほとんど反応してきていない。しかし、そうとばかりも言っていられないクリティカルな局面に近付いてきていることも事実だと思う。マネーサプライとマネタリーベースの比率である貨幣乗数が予想通り急落している。マネーサプライは若干なりとも増えているが、それは主として投信などからのシフトによるもので、民間資金調達はマイナスを続けている。

こうしたマネー関連指標の動きにもかかわらず、当面政策判断としては現状維持が適当だと思う。まだ当面、10~15兆円の上の方をできるだけ狙うスタンスを維持することが基本になると思う。日銀当座預金需要がみ

ずほグループ関連の特殊要因を除いたとしても、外銀、そのうちでも数少ない銀行のビヘイビアによって大きく振れるという最近の状況は問題ではあるが、今のところ何らかの対応を取ることは適当ではないし、致し方ないのではないかと思う。

今後、1年程度の経済見通しについては、私は相対的に若干楽観的かもしれない。それは主として外需の見方、特にアジアへの輸出を比較的大きくみるところからくるように思う。その他の支出項目についての見方では、多くの方の見方と大差はないと思う。最近IMFは世界経済見通しの中で、日本については今年の成長率は-1%、来年については+0.8%とした。暦年の成長率の「ゲタ」は今年については-1.4%あるので、今年については0.4%程度のプラス成長をみていることになる。一方、来年については多分若干のプラスの「ゲタ」になるであろうから、実力的には0.8%を若干下回る成長とみているようである。今年の第1四半期の数字をどう置くかによるところが大きいと思うが、多分年度の「ゲタ」はかなり小さなマイナスになりそうである。つまりこの第1四半期の成長率がプラスということである。だとすると、今年度についての成長率予想の数字がかなりIMFの数字よりも良くて、IMFに比べて楽観的にみているということには、必ずしもならないと思う。今須田委員が述べられたが、為替相場、これはドル安、あるいは円高をメンションするかどうかということについては、それが主としてドル安リスクということであれば、須田委員も言われたが、海外経済に関するリスクに含めることはできるし、また現状では含めるべきではないかと思う。以上である。

速水議長

次、植田委員お願いします。

植田委員

皆さん指摘されたように、アメリカ経済はやや心配な訳だが、よく分からない。余り悪くない方向で解釈すると、起こっていることはこういうこ

とかなと考えてみると、生産は増加を始めた訳であるが、恐らくまだ広い意味で雇用調整が続いている。従って、労働市場のデータは一部弱い。ただ結果的に生産性は上昇しているということだと思う。この中でユニット・レーバ・コストとか物価の動きから判断すると、はっきりはしない訳だが、足許収益もそこそこ上向きに転じているはずではないかなと思う。ところが株価は弱い訳で、これは一つは特にハイテクのところでは過剰設備が解消していない訳で、総体的に収益回復のペースは遅いということがあるかと思う。また全体的にも30倍前後のPERであるので、既にかかなりの収益回復を織り込んでしまっていて、少々の収益回復では株はむしろ売られるということかなと思う。ただ、マーケットがそれより先行きをみてもっと心配しているという可能性もあり、その背景として皆さん言われたような様々なリスク要因が指摘できるので、今後注意深く見守るということしかないと思う。

日本については、製造業の回復傾向が前回よりはもう少しはっきりしてきたということだと思う。労働市場で少し前向きの動きがみられるという話が披露されたが、職安統計だけではなくて労働力調査を見ても、就業者、雇用者等製造業のところは足許増加に転じているということがあるように思う。その一方で、全体としては、皆さん言われるようにまだはっきりしないということだと思う。ただ、消費がそれ程弱くはないということからして、田谷委員が言われたように第1四半期のGDPの成長率がプラスになることもまだ、まだと言うか、十分可能かなという状況かと思う。ただ、その後については依然としてはっきりしない。物価は下げの基調が続いている訳であるが、加速の傾向はみられないということだと思う。あるいは前月比というベースでは幾つかの指数、あるいはかなりの指数が足許下げ止まっている。ただ中身を見ると、上昇、下落要因、それぞれあり、取り敢えず拮抗しているという状態にみえるので、今後は未だ不透明である。

マーケットについては、3月以降の動きが色々よく分からないという話も過去に出た訳であるが、4月初め以降、社債スプレッドが低下してきた

ということもあり、また足許の円高は米国要因が中心だというようなことで、空売り規制と若干の景気回復期待から株が上がり、それが維持されているということを中心として色々な動きが起こっているということで、理解が大体可能なように思う。ただ、クレジット・スプレッドも良いところを中心に縮小してきた訳だが、悪いところは高水準のまま推移しており、全体として製造業に回復感が出てきてもその拡がりについてマーケットがまだ楽観していないということとも解釈できるかと思う。

金融調節については、当座預金に対する需要の不安定性からして、当面現状維持ということで宜しいと思う。

私は「展望レポート」については、特に付け加えることはない。以上である。

速水議長

次に春委員をお願いする。

春委員

まず、金融経済情勢について申し上げたいと思うが、实体经济の現状認識については、基本的に厳しい状況が続いている中でも、若干明るい兆しがみえている状況ということに変化はないと思う。まず、若干厳しい状況を示すデータとして、内閣府が公表した平成13年度の企業行動に関するアンケート調査によると、有利子負債の水準が適正水準以上と回答した企業が半数弱に達している。こうした過剰債務を抱えた企業のうちのさらに半分は、有利子負債が適正水準となるまでの期間を、先程も話が出ていたが、3年超とみている。過剰債務を抱えた企業の半数が、実態としては当面過剰債務は解消しにくいとみていることになるのではないかと思う。また同じアンケートでは、過剰雇用について、賃金水準の過剰感を訴える先が3割程度、雇用者数の過剰感が強いという先が5割程度との結果になっている。この中で、過剰雇用と回答した企業のうちの約4割が削減予定はなしという回答である。残りの企業は3年以内に適正な水準に戻すという

回答のようだが、削減予定なしと答えた企業の実態がどうなのか、ちょっと気になる。いずれにしても、その過剰雇用の削減という困難な課題の重荷を多くの企業経営者が感じているということではないかと思う。

次に若干新しい兆しを示すデータとしては、消費者のコンフィデンスに関連する指標である日経新聞社の日経消費予測指数、あるいは内閣府の消費者態度指数、あるいは景気ウォッチャー調査等々を見ても、3月は改善の足取りを一段と強めたように思う。また企業家のマインドについては、これは朝日新聞社が、主要企業100社を対象にアンケートを行っており、回答企業のうち、「足踏みが続いている」が約6割、「足踏みの中にやや明るさがみえる」が約3割、合計して9割がそういう回答をしており、景気の底入れ感を示したと報じられている。同じこの調査の前回9月では、選択肢の中で最も厳しい「悪化」という回答が6割、「緩やかに下降」という回答が3割で合わせて9割が悪化の方向の回答をしていたので、回復を認める回答が増えたということではないが、悪化するという見方が急速に薄れたということになっているのではないかと思う。さらにこの4月から、日通総合研究所が利用企業に対するアンケート調査をもとに、荷動きや営業倉庫における在庫量の動向をDIの形で「日通総研短観」として公表し始めている。これを見ても、国内向け出荷量の見通しは「減少」が「横這い」、営業倉庫保管量も「増加」が「減少」に変わるという形で、ほぼ生産関連の統計と同じような動きを示しているように思う。物価については、24日に調査統計局の3月の企業向けサービス価格指数が公表されたが、依然として下落方向にあるように見受けられる。先程申し上げた日通総研短観でも、運賃、料金の見通しということで、4~6月は1~3月に比べ一般トラック、倉庫保管料で値下がりが見通しが強くなっている。企業のリストラ意欲を前提にすると、サービス価格における価格引き下げ圧力は、やはり当面弱まりそうもないという印象である。企業金融については、金融市場局の主要銀行貸出動向アンケート調査によると、大手銀行で個人向けの貸し出しが増加していることや、企業向けにはリスクに応じた金利設定の動きがあることを窺わせる内容となっている。現在の資金偏在を緩和

する役割を担う資金仲介部門のリスクテイク機能の強化は、この機能を担う機関の収益力強化によって図られる面があるので、大手銀行での普通預金利率引き下げの動きなども含めて、このような動きがどのように進むのか注目をしたいと思う。国内のマーケットについては、このところ為替市場では若干ドルの軟弱な地合いが見られるが、株式市場は堅調な地合いにあるほか、債券市場、短期金融市場も概ね平静を保っているように受け止めている。ただし、短期金融市場については、今年度の初めに大手メガバンクで決済ができないという混乱がみられたところであるので、本日は大量の決済が集中するようであるが、その後ゴールデンウィーク明けの決済等、混乱が再発しないかどうか、十分な注意が必要かと思う。

次に、「経済・物価の見通しとリスク評価」について申し上げたい。2002年度の日本経済を考えるうえでは、現在の輸出の回復、在庫整理の進捗に応じた生産の下げ止まりが、その後の景気の自律的な回復サイクルにどのように繋がっていくかがポイントとなる。この点では、まず一番目は、輸出増加の要因である世界経済の動向、とりわけ米国経済の景気拡大の持続性やその規模如何。二番目にはこの影響を受けた円相場や原油相場の価格動向。三番目には生産回復の、リストラの課題を抱えた企業収益へのスムーズな波及、さらには低下を続ける設備投資への影響如何。四番目には倒産、失業、給与カット等を伴う構造改革が続く中での個人消費回復への波及如何、などが重要な点かと思う。このうち米国経済については、その中期的な財政支出の見通しが、景気回復による税収増加見通しや追加の財政措置の影響で短期間に上下動しているが、軍需を含めた拡張的な支出が続けば、雇用調整圧力が弱まると思われるので、株式市場の不振などの懸念材料もあるが、堅調な個人消費に支えられて景気回復がさらに進む可能性も大きいと考えている。この間、中東情勢の緊迫化に加えて、世界経済の回復傾向を受ければ、原油相場も一段強含むということも考えられるが、非OPEC諸国を含む原油の供給能力や、これまでのOPECの価格戦略等を考えると、総じてみればここ2~3年来の水準である25ドルないし26ドルから大きく上がらない姿が想定できるのではないかと思う。この場合

には、世界経済の好転による日本経済への好影響に加え、日米の景気回復状況といったファンダメンタルズ格差を受けて円安方向に為替が動く可能性、あるいは輸出増加の影響を受けて株式市場が若干現状より浮上する可能性を加味すると、日本経済は政府の2002年度実質GDP成長率前年比0%という見通しを、若干下回る程度には落ち着くのではないかと考えている。ただし、構造改革のマイナスの側面や企業のリストラ進展、金融機関による不良債権処理促進の影響等という重荷を考えると、先に述べたシナリオに対するリスクシナリオの可能性も低くないと思われる。回復の足取りが心許ない中であるので、リスクシナリオに十分な注意を払っていくことが必要と考える。

次に金融政策運営方針についてであるが、先程述べた基本的な景気の現状判断は、前回の会合時と大きく変わるものではないので、金融政策を取り巻く環境についての今後の留意点も特に変化していない。当座預金残高は4月下旬以降17兆円、あるいは18兆円まで減少しているが、引き続き現行の目標を上回る高水準の残高が続いている。これは現在の金融政策運営方針の「なお書き」の中で対応しているものと認識している。先に述べた景気の現状認識と照らすと、金融政策運営としては、10～15兆円の当座預金残高目標を掲げた現在の超緩和姿勢を、その「なお書き」も含めて維持することで宜しいのではないかと考えている。以上である。

速水議長

それでは次に、福間委員お願いします。

福間委員

足許の金融経済情勢であるが、前回会合以降の景気判断を特に変えるような点はないと思っている。金融情勢の方は先程から何人かの委員からあったように、スプレッドアップの交渉が続いているが、金融機関に聞くとなかなか大変だとか、やや中長期的な戦いだということである。この辺が現在の足許のポイントかと思っている。

経済・物価の見通しとリスク評価であるが、先行き半年程度を展望すると、在庫調整一巡後の最終需要の底固さ次第と言えれば逃げになるが、最終需要がどこまで底固さを示すかということがポイントだと思う。就中、米国、アジアの景気回復に支えられてきており、かつ企業もリストラを相当やっている。ぼつぼつ表われている業績発表でも示されているが、来期は増益ということで、一時は連休は工場を閉めると言っていたのが、今は余りそんなにないというのが現状である。勿論工場を閉めているところもあるが、むしろ大変だ、大変だと言われているところが動いているようで、早ければ秋口に向かって水面上に顔を出すのではないかなと思っている。ただ、基本的な構図であるグローバル・コンペティション、あるいは企業の国際競争力というところからみると、なかなか物価、あるいはコア・インフレが上がるという状態では引き続きないと思う。私自身は前回提出分より上方修正したが、それでもゼロを越えるとか、消費者物価の-0.8%を中心としたものからさらに縮小するというところまではみていない。これは先程言ったグローバル・コンペティションと企業の国際競争力を高めるための賃下げ圧力というものがまだまだ引き続き続くということである。

次に先行きのリスクであるが、第一点は、先程からあったように国際資金フローの変化である。私はドルの暴落シナリオが来るとは思っていないが、今はここ1、2年続いたドル高の状況の修正局面であると思う。円高というよりはドル安——円サイドに強気の出ているということは私はないと思う——という状況であり、ドルの方に株を中心に不安材料が多い。これは好況が10年続くと企業もアナリストの予想に合わせて数字を出してみたり、あるいは損をちょっと疎開させてみたりする。こうしたことは3年位前から指摘されたことで、国際会計基準の統一化を図らなければいけないという背景も実はそこにあった訳である。今米国で非常に深刻なことが起きているが、それはアナリスト、公認会計士、あるいはインベストメント・バンクというものに対してのコンフィデンスがやや失われてきている点である。これが非常にややこしい問題で、日本でも90年代

の初めに特金、ファントラでどんどん大赤字が出て、それで企業の会計の数字に対してのコンフィデンスが失われてきたということがあった。今はアメリカもこれが一段と進むとそういうところに行くのではないかという懸念もある。例えば昨日の米国株価をみるとタイコ・インターナショナル、これはM&Aを盛んにやってきた企業であるが、この企業などは株価が15%くらいどんと落ちている。あるいはワールドコムとかは、アナリストの数字に業績を合わせ過ぎてしまい、仮にそれを顕在化させてみたら実態はこうであるというのが、CEOの責任問題とともに今出てきているところである。エンロンの場合は会計を操作した犯罪であるが、今GEとかIBMとかそういうところでは、どちらかという会計基準の変更から出てきた会計上のロスであり、これはまだまだ続くと思う。これには、二つの性格があって、一回コンフィデンスを失うと市場というのはなかなか立ち直り難いということと、今のアメリカドルのややグローバル・ポートフォリオが組み替えられつつある一つの背景ということがあると思っている。

第二番目は、これも皆さん指摘されたが、中東情勢並びに石油の問題である。特にショックなのは、先週末サウジのアブドラ王子とブッシュ大統領の会談である。期待する方が無理だったのだが、アグリー・トゥ・ディスアグリーという格好で分かれてしまった。それにイラクの問題等が出てくると、これが非常に私にとっては怖いし、昨日も27ドル幾らになっているが、45セントくらいオイルは上がっている。この辺がちょっと二番目としては、気掛りである。

第三番目は、日本の国内の金融システムの問題である。やはり体力の範囲内で不良債権の処理を進めるという程度に止まっている。このことが不良債権問題に対しての不安を一掃できない点が問題である。減損処理会計が今のスケジュールでは2005年度、つまり2006年3月末の決算でやると言われているので、この辺からまたもう一つの問題が企業サイドに出る訳で、このことが銀行側の不良債権という格好で出てくるというリスクが一つある。

ただ悪いことばかりかと言うと、ポジティブ・ファクターとしては二点ばかりある。一つは先程から申し上げている企業収益の問題である。これは勝ち組を中心に一種のリストラ競争、あるいは赤字決算競争ともいえる先送りをしない経営、減損会計を控えて悪材料を手前で吐き出そうとする経営、これに大きく踏み込んできている。この結果、エレクトロニクス6社で1兆何千億円のロスを出した、前倒しで損失処理をやっているから今後の決算には下方硬直性があり、2003年3月期は増益であることはまず間違いないと思う。ただ一部の言うV字型といった2001年のような決算を越える程の増益になるとは思わない。収益はある程度上ってプラトーに入るのではないかなと思っている。

もう一つは、株価上昇である。日本の株のネガティブサイドは、ファクターとしては数え切れなくある訳であるが、先程勝ち組の決算姿勢についても申し上げたように、二極化が進んでおり、良い株を買うと儲かるという、要するに成功体験を投資家が徐々に持ち始めているということである。もう一つは金融システムの問題は確かにあるが、金融システム疲れというか、それを売り材料ばかりにして相当売ってきているので、もう一段と悪材料が出ないとこれ以上なかなか売れないというくらいのポジション、あるいはレベルのところまできている。だから、私はそれ程株はもうここからは落ちず、むしろ強気材料をハンティングする動きが出てくるのではないかと思う。ただそれでどんどん上がるということではなくて、要するに底固い状況に入ってきているという評価であり、そういう面では、私はこれはポジティブ・ファクターだと思っている。

当面の金融政策運営の方針であるが、みずほのシステム障害の帰趨が判然としない中で、一部には日銀の吸収ピッチが予想以上であるというようなことをマネーマーケットで言っている関係者もいるが、ただそれはいつもある一つの動きであり、これを余り過大視することはなく、私は現在の調節目標を幅を持たせて運用するというについては適当だと思っている。そういう面では「なお書き」調節目標というのは良いと思うが、ただ私はこの点に対して一つ意見がある。これは前回も申し上げた点であるが、

マーケットは本当にみずほの抱え込みの残高をどの程度知っているのかということである。勿論、知っているけれどもちょっと何かあるとすぐそれに理由付けて、みずほがおかしいとこうなってしまう訳である。こういうクルーシャルな数字をマーケットにどういう形で出すか、私にもなかなかアイデアはないが、数字でいうのはともかくとして何とか少しディスクローズした方が良いのではないかと思う。その方が却ってマーケットが落ち着くのではないか、あるいはマーケットと共存できるのではないかなという点である。この辺は執行部で一度検討してもらえたらと思う。調節そのものは私はここで変える必要はないが、そのディスクローズの問題が第一点である。もう一つはやはり 10~15 兆円という数字がやや空洞化しているというか、それがちょっと心配である。それが中央銀行に対してのクレディビリティの面でどういう影響が出るのか、この点は私は実態どおりであれば良い訳であるが、余り数字を出し過ぎて 10~15 兆円ということはちょっと心配だなと思っている。自縄自縛ということをこの前も申し上げたが、そういうことになると、やっていることの目的と結果が全然バラバラになっているということではまずいなと思っている。これは工夫がいると思うが、今日配付された資料のようなものが多少でも外へ出せる、あるいは出れば良いのになと思っている。要するにマーケットというのはサプライズを与えることが一番まずいので、やはりマーケットと呼吸を同じくらい、振幅を同じくらいにして走らないといけないということで、できるだけディスクローズできるものはディスクローズした方が良いのではないかと思う。

もう一つ気掛りなのは、4月1日以降ペイオフが部分解除された訳であるが、先程執行部説明の時に申し上げたように、どうもゼロ金利時代から段々と各行が中央銀行に余裕金を預託していくという格好で、中央銀行がマネーブローカーのようにになっている。これは当たり前のことで信用リスクがあるからだが、これがみずほの問題が解決した時に果たして落とせるのかという点である。この傾向が終わらない、それでもなおかつ 10~15 兆円とか、あるいはかなり高いレベルを続けると、これが一つのマネー

マーケットとして、中央銀行はコストもかからないからとにかくリザーブをたっぷり置いておいて、必要な時に取ってくるというような形に変質しつつあるのかどうか、この辺は私はよく分からない。だけれどもこれは執行部で一度勉強してもらいたい。中央銀行の金融調節そのものが何か目標と結果が、先程も言ったようにバラバラになる危険性がないかなと思っ
ている訳である。これは私の単なる杞憂あるいは好奇心かもしれないが、中央銀行のマネタリーポリシーに対してのクレディビリティという面で、そういうものがいささかでもあるとしたらやはり予め執行部において勉強しておいてもらいたいと思う。調節そのものについては、先程申し上げたように、特に問題はない。

速水議長

最後に中原委員お願いします。

中原委員

国内の景気認識については、皆様のこれまでの発言と多くを共有させて頂いているので省略する。一言だけ申し上げますと、今後の景気をみるうえでの問題は、やはり構造問題にどうしても大きな影響がある過剰債務、過剰雇用、過剰設備、いわゆる三つの過剰である。民間ストックや法人季報統計から計算すると、過剰債務は大企業の製造業で既に解消されている、あるいはかなり進んでいるように思う。しかし、問題はやはり非製造業と中小企業ということであって、その意味では強いところと調整に時間の掛かる弱い部分の二極化がますます進んでいるという感じがする。裏側に不良債権がある訳だが、これについては全体としての解消には、やはり3年位は掛かると見ざるを得ない。過剰雇用と過剰設備については、過去の景気回復の局面と比較して、労働分配率とか資本係数で見ると、まだ20%近くは多すぎるのではないかと思われるので、改善には相当時間が掛かると思う。今年後半に、企業収益、キャッシュ・フローがV字的に回復しても、株主価値重視の経営を強いられている訳で、さらなる有利子負債の圧

縮とか設備の除却、あるいはROEの向上を目指す自社株購入、こういうものに向けられてしまって、設備投資とか賃金上昇を通じた個人消費、こういう内需拡大に向かう可能性は低いのではないかと考えている。この点、何人かの方も触れられたが、内閣府の企業行動アンケートで見ても、過剰の解消に3年は掛かると言われている訳である。

このような状況のもとで、今回の展望とリスク評価における総括判断、その表現は妥当だと思う。若干リスクについてコメントすると、内需の回復力に関する第一のリスクだが、私はこれが大きく上振れするというようなシナリオ、これは現実としては想定し難いと思う。もっとも、下振れについても考えてみると、大企業では先程申し上げたとおりリストラがかなり進んでいる訳で、予想外の腰折れということもないだろうと思っている。企業収益の回復という点についてみると、3月決算がこれから出てくるが、特損がどの程度処理されているのかということ进行分析していく必要があるだろう。二番目の海外経済のリスクについては、展望で挙げている色々な不安定要因、このほかどうしても一番大きいのは、政治情勢を巡るイベントリスクということだと思う。米国経済については、これも何人かの方が言われたが、株式市場は、企業収益の回復を先取りした水準ということで、ここに来てハイテクを中心に業績見通しの不透明さから、株価が軟調気味に転じていることは懸念される。ただ一方では、FRBは利上げに対してかなり慎重なスタンスをはっきりさせているし、理事の発言、スピーチも一枚岩の感触があって、産業全体としても回復基調ということについては疑いもないし、年央の中弛みみたいなものはあり得るとしても、これも腰折れのリスクはないと思っている。もっとも、実体経済とは別に経常収支問題に焦点が向けられ始めていて、為替相場の動向——日本にも大きな影響が出ると思うが——、これは注意を要すると思う。原油価格は、全体として生産余力が大きいということから私は楽観的に考えているが、イラクの攻撃等のイベント・リスク、あるいは原油が政治の駆け引きに使われるということ、この辺のリスクはゼロと見る訳にはいかない。結局、五つのリスク要因の中では、三番目と五番目で挙げている不良債権処理、

これが私としては最大のリスク要因ではないかと考えている。このリスクが顕現すれば、これは藤原副総裁も言われたが、海外要因を除くほかのリスク全てが顕現する危険があると思う。不良債権のレベルは、なお銀行の業務純益の2年分以上になる訳だし、今後の中小企業を巻き込んだ経済構造変化とか銀行の収益強化とリスク開示のスタンス、それから企業倒産が増えて不良債権の新規発生、高水準が続くのではないかと考えている。流動性預金のペイオフ解禁を控えて、本年度こそ目に見える形で不良債権処理を進めて、金融システムに対する信認の回復が求められるのではないかと思う。内需回復も金融資本市場の安定もこの点に掛かっているということだと思う。

金融政策については、景気悪化のテンポが弱まり始めているし、期末の流動性不安は一応消えたものの、大手銀行のシステム障害等、流動性需要は高水準を続けていて、「なお書き」援用ということで現政策を継続することが適当と思う。デフレ脱却への目途が立っていない以上は、当面やはり目標のできるだけ上を目指すとした政策を忠実に守っていくべきであり、必要であれば、さらなる適格担保の拡大、オペ手段の見直し等も考える必要があると思うし、買切オペの増額もあり得ると思う。これについては上限ルールの関係も含めた手法の検討と、またその目的に関わる理論武装が必要ではないか。インターバンクのマーケットに現われている現在の量的緩和の副作用については、福間委員からもご指摘があったが私もそのとおりだと思っている。ただ、現在の不安定な金融システムと機会費用がゼロというところで、活性度が極端に落ちた銀行市場の下で、流動性需要が不安定でかつ高水準で続くのは自然だろうと思う。今後は、循環的景気回復の現実性が高まってきた場合に、流動性需要がどんなふうに変化するのか、「なお書き」の援用をどうやっていくのかという辺りも含めて検討していきたいと思う。こういう中でマネーサプライを実体的に増やすという議論も必要だ。これに関して二点ばかり申し上げると、不良債権処理と中小企業金融という点に工夫はないのかと、改めて思っている。RCC機能の一段の強化、持ち込み促進のためのインセンティブ強化、そういう過

程で、ファイナンスのプロセスで中央銀行としてできることはないのか、改めて考える必要がある。また、中小企業金融については、これから時間を掛けて構造改革の中で中小企業の問題が新しい構造に向けて解決されていく訳だが、その過程におけるデフレ圧力の緩和という意味でも金融のアベイラビリティを向上させる方策も考えていくべきであると思う。そういう意味では、現在のコミットメントラインについて、こういうものも中小企業に拡げていくということは必要はないのかどうか、あるいは既にこれは金融市場局の方で大分検討が進められており、実施段階にも一部入っているが、中小企業の売掛債権の流動化というものについても、中央銀行としてさらにできることはないのか、検討を進めていく必要があると思う。以上である。

速水議長

ありがとうございました。ここで何か追加的な意見、議論があればご発言下さい。それでは、私の見解をここで述べさせて頂く。そのうえでもし何か皆様からありましたら、今一度発言して頂きたいと思う。

前回会合以降、新しく公表された資料を見ても「景気は全体としてなお悪化を続けているが、そのテンポは幾分和らいできている」という前回の判断、これを変更する材料は余りないように思う。この間、金融面では、幾つかの動きが見られた。第一に、特別検査の結果が公表された。大手行の不良債権処理に一定の進捗が見られたということは評価できると思うが、不良債権問題に対する市場の厳しい見方は、基本的に変わっていないし、残高が減ったのか増えたのかどうなっているのかということは、数字が出ていないので、これから海外、内外ともそれを皆注目しているのではないかとも思われる。第二に、4月に入って社債など信用スプレッドが幾分縮小する傾向が見られている。しかし、大手企業破綻の相次いだ昨秋以前の状況に比べるとかなり高めであると思うし、投資家は引き続き信用リスクに対して慎重な姿勢を維持しているように思われる。そのために、金融面の動向や、その景気への影響を注視していく必要があると思う。こう

いう基本的な認識にも変わりはないと考えている。以上のような経済、金融情勢を踏まえると、当面の金融政策運営については、現在の調節方針を維持することが適当と考える。ただ、金融市場では、みずほグループのシステム・トラブルの影響もあって、高めの資金需要が続いている。当座預金残高目標である 10~15 兆円をまだ大きく上回って推移している。次回会合に向けて、金融市場あるいは金融機関の流動性需要の動向を引き続き注意深く点検していきたいと思う。

次に、この後に「展望レポート」を決定することを踏まえて、やや長い目で見たい経済のリスクに触れたいと思う。今年度の経済については、輸出の増加や在庫調整の一巡から生産が回復に転じて、これが製造業を中心とする企業収益の改善とか設備投資の持ち直しに繋がっていくと考えられる。このため下期には、全体としても下げ止まりが展望できるように思う。ただし、企業部門の直面しているグローバルな競争圧力や過剰債務問題などを踏まえると、輸出・生産面の回復が、雇用・所得環境の改善や民需全般の自律的な回復にどの程度繋がっていくのか、不確実な側面がまだ大きいと思う。その点は、今回の標準シナリオにおけるリスク要因の一つだと思う。このほか、不良債権処理や構造改革が景気に及ぼす影響についても引き続きリスク要因として指摘しておく必要があると思う。これらは短期的には景気を下押しする可能性があるが、同時に、金融システムの強化や民需の活性化に繋がるものである。また、その進展が市場に評価されれば、株価上昇などを通じて景気をサポートしていくことも期待できると思う。不良債権の動向に関連して、この 4 月から、流動性預金を除いてペイオフ凍結が解除されたことは大きな環境の変化だと思う。こうした下で、仮に不良債権処理の遅れなどから金融システムへの信認が低下した場合に、金融市場や銀行の信用仲介機能にどのような影響を及ぼすのかという点は、十分留意しておく必要があると思う。「展望レポート」の提案は以上申し上げた点も含めて、様々な論点をカバーしていると思う。今後、我々が経済情勢を点検して、政策運営を検討していくうえでの「座標軸」として適切であると考えている。将来展望と題はそうになっているが、皆さんに

頂いた数字は見通しということなので、かなり皆さん慎重にお書きになったのかなど、暗い数字が出ているなという感じが率直にした。これからの経済成長とかデフレ脱却というのは、やはり民間需要、企業や家計の気持ちの持ち方、マインドとかコンフィデンスというのが非常に大事だと思う。こういう数字が日銀の見通し、展望として出た時に、新聞等がまた大袈裟に暗い方だけを書きたがることを考えると、少しその点は懸念があるという感じを私自身している次第である。これは、リスク展望、多方面のリスクについて実に行き届いた記述がなされているから、この4月展望自体はこれで良いと思うが、そういう感じが私自身はちょっとした。

先程福田委員が言われた、もう少しディスクローズをして市場に分かってもらった方が良いのではないか、というご意見ももつともだと思う。確かに締める方は緩める時に比べて非常に難しいことは、長年の歴史が示すところであるし、私自身も一昨年の夏にゼロ金利解除をして、金利が市場が機能し始めたと思って喜んだ訳だが、その年の12月になってゼロ金利解除はむしろ遅すぎたのではないかとすら思った。ただ、その後IT産業という新しい産業の需給関係とか、在庫関係とか、そういう新しい問題が出てきて、それが世界全体を動かすといった事態が起こってきて、それに対応すべく米国が急遽動く、かなり思い切った動きをする、我々もそれに従う、世界全体が動くといったようなことが起こった訳で、そういう新しい事態、あるいは変化が起こった時には、また政策を変えたらいいのであって、金融政策というのは私はそういうものではないかと思う。だからあそこで8月11日に解除して、3月に量的緩和をしたということはそれ自体はそれで良かったと思うが、それを正常化に戻していくという方向に努力するという事は、やはりかなり難しい問題である。ご指摘のように私共は十分考える必要があるし、早速次回からもそういった、いかにしてこれを正常化していくのかということ、金融市場とはこういうものであるはずがないので、考えていかなければいけない。ここで皆さんで議論していきたいことだなどと思ったので感想を言わせて頂く。以上である。

植田委員

福間委員が金融調節について述べられて、総裁も今触れられたし、中原委員が直後に適切にコメントされたと思う。やや繰り返しになってしまうかもしれないが、一つは、当預目標の水準みたいなものがこれでいいのかということだと思う。やはり中原委員も言われたように、非常に需要が不安定な中でそもそも量で目標を決めるのが非常に困難な状況だと思う。それでもやってしまったのではないという面もあるが、それに加えてやはり目標水準を下げていくということが非常にやり難い状況なので、こういう制約も考えると、今のような「なお書き」で対処するというのも場合によっては続けざるを得ないかなということだと思うし、その中でも「なお書き」を使うのであれば、その意味をディスクローズできる場合はディスクローズした方が良いというのはおっしゃるとおりかと思う。ただ、当面は5月初め以降、需要がどうなっていくかということを見守る状況かなと思う。それから二つ目に言われた日銀がブローカー化しているような話は私もおっしゃるとおりだと思うし…。

福間委員

荒っぽい言い方で申し訳ない。

植田委員

金利が低下しすぎて運用の取引コストをカバーしない状況にまで低下してきている。従って、日銀にゼロ金利でも置いておいた方が良くということが起こっているし、これに対応して、短期金融市場の仲介機能のようなものまで低下している。しかし、その裏側で流動性需要が増えて、量的緩和ができていくという、非常に奇妙な状態だと思う。これ自体、市場機能の低下は問題だと思うが、取り敢えずそれで非常に難しい問題が起こっているというようなことでもないと思うし、正常化していくプロセスでは色々なことが起こると思うが、それも大分先かなというふうに残念な

がら私の中では思っている。ただ逆に、これ以上もっと違う手段に踏み込むという場合は、この市場機能の低下がほかのマーケットにまでおよぶようなオペレーションを考えていくことにもなる訳で、そういうことを考える際には、当然であるが、そのコストも意識しつつということにもなるかと思う。

速水議長

今日のところは、まだみずほの給与振込が巧くいくのかどうかということもある。ここで「なお書き」を直す訳にもいかない。

福間委員

それはそうである。

速水議長

ほかに意見があればどうぞ。

山口副総裁

リスク評価のところについて、一つ二つ申し上げたいことがある。一つは、先程中原委員が言われた第一のリスク要因として民需の回復力をどうみるかということで、上下幅を持って「下振れ・上振れ両方向でかなりの幅をもってみておく必要がある」と書いてある訳だが、当然の前提として常にある程度幅を持って考える必要があるということはあるにしても、我々が今、念頭においている1年から1年半位の時間的な幅の中で、上振れのリスクというのはどれ位あるだろうかということである。つまりここでいうリスクというのは、下と上とほぼイーブンに散らばっているというリスクなのか、それとも専らどちらかに偏っているリスクなのかということを一応考えておく必要があるかなと思う。ほかのリスクについては余りそういう書き分けをしていないが、第一のリスクについては、元々かなりというか、ゆったりとした回復しか考えていないという意味では、上振れ

のリスクも孕んでいるというべきかもしれないが、その点を別にするとやはり専ら下振れについて心配すべき状況にあるのではないかなと思う。だから、双方にほぼイーブンに散らばっているという言い方が良いのかどうかということについては少し検討、議論する必要があると思う。それからもう一つは、須田委員と福間委員が言われたと思うが、ある種の国際的な資金フローの変化みたいなのが起こる可能性がある、あるいは若干起きつつあるのかもしれない。それが最近のドルの弱さに反映されているのかもしれないというご指摘があったと思う。アメリカの生産性統計を信頼するとすれば、それはまだかなり速い生産性上昇が続いているということがあり、それから投資に対するリターンというのは、あくまで相対的な比較になるのだから、米国におけるリターンというのが、今後趨勢的に他の地域のリターンを下回っていくというような展望がこの時点では出てきた訳でもない。従って、為替リスクの変化について余り断定的な評価というのは、この時点では難しいのかなと思う。ただ、そうは言っても多少はそういうリスクを意識しておいた方が良いということであれば、為替変動の可能性をストレートに書き込むよりは、国際的な資金フローが変わる可能性がある、そこをちょっとメンションしておくことは可能かなと思う。

中原委員

山口副総裁が言われた一番目は、私も全く同じで、いわば上振れ下振れのリスクがシンメトリックで何か正規分布しているような印象を与えるのはまずいだろうという気がしている。私も残念ながら、上振れのリスクの蓋然性については疑わざるを得ないと思っている。ただ、上振れを削除するかとも思ったが、上振れを取ってしまうとトーンがますます暗くなってしまうので、このままでもしょうがないかなと思っている。二番目の為替リスクについては、ストレートに書くより国際資金移動ということで散りばめるとするのは、私も賛成である。全体としてはリスクとして五つも書くのかと、もう少し絞ってもいいのではないかという気もしていて、できれば一項目設けるのではなくて、どこかに入れた方が良いのではないか。

山口副総裁

そうですね、海外経済のリスクの中に入れるか。

藤原副総裁

今の後者の為替ないしは国際資金移動の話というのは、リスク評価の文言の検討の時に、もしあれば具体的にご提案を頂いて審議したらどうか。

速水議長

もう一回ご審議頂く機会がある。言葉の問題であればその時に伺う。ほかになれば、この辺りで政府から出席のお二方にご意見があれば聞かせて頂きたい。谷口財務副大臣お願いします。

谷口財務副大臣

それでは申し上げさせて頂く。わが国経済の現状をみると、輸出と生産が下げ止まってきているなど、景気は底入れの動きがみられ、日本銀行におかれても概ね政府と同様の景気認識を共有されているものと思われる。また、本日の「経済・物価の将来展望とリスク評価」に関する議論においても、こうした認識を踏まえた標準シナリオを想定されているものと考えている。しかしながら、物価に関しては、本日の「経済・物価の将来展望とリスク評価」の議論でも、今後暫くは下落が続くものと予想されており、依然としてデフレ阻止に向けて大胆な金融政策運営が求められている。

日本銀行におかれては、引き続き当座預金残高目標 10～15 兆円程度を超える潤沢な資金供給を行なっておられるが、今後とも経済・市場動向や金融情勢について十分注視しつつ万全の対応をお願いします。また、金融政策に当たり、さらなる工夫を講じること等により、継続的な物価の下落を阻止し、物価を安定させていくとともに、わが国経済がデフレ・スパイラルに陥らないよう幅広くご検討頂き、思い切った対応が採られるようお願いしたいと考えている。

それから後、私の若干個人的なことでお話をさせて頂くと、一つは、先程も若干話があったが、短期金融市場が巧く機能していないということである。そのために年度末にはロンバート型という貸出を用意して頂いた訳だが、金利の問題もあり、一方でリスクの問題もあるのだろう。出し手がリスクを恐れているというようなことだから、先程、中央銀行がブローカーにというような発言もあったが、その辺りの状況を踏まえて、いかにしてこの短期金融市場を再生させるのかということにご努力をお願いしたいと思っている。それと、現在のデフレの進行については、わが国は諸外国にはない状況が進んでおり、それで政府・日銀一体となった政策が望まれている訳である。日本銀行の方にもこういう情報は入っていると思うが、4月24日にアメリカのリッチモンド連銀のブロードス総裁が講演をされた。この時に、日本の教訓でアメリカの金融政策の考え方が若干影響を受けたと、このように述べられているが、若干ご紹介させて頂くと、「名目金利をゼロまたはそれに近いところまで引き下げている状態で景気が依然として弱く、そのような政策に反応しない場合に、金融当局は何をするのか、日本の経験からこれは単なる知的好奇心の問題ではなく、少なくとも一つの国において現実となっている問題であることは承知している。このような観点を含めて、このアメリカにおける積極的な金融緩和策が幾分の影響を受けた」と、このようなことを述べられたようである。いずれにしても、各国が非常に関心を持っているわが国の金融状況について、政府・日銀がより一層一体となった対応振りが望まれているのではないかと、このように感じる場所である。是非また、今後ともそういう観点で協議して頂ければと考えている。以上である。

速水議長

ありがとうございました。それでは小林内閣府審議官お願いします。

小林内閣府審議官

本日の会合では「経済・物価の将来展望とリスク評価」が決定されるが、

政府としては、今年度のわが国経済については、平成 13 年度第二次補正予算や平成 14 年度予算の実施などによる政策効果の発現、アメリカ経済の回復や在庫調整の進展により、年度後半には引き続き厳しいながらも低迷を脱し、民需中心の回復に向けて緩やかに動き出すことを期待している。二番目に、政府としては、引き続き構造改革を断行するとともに、民間需要、雇用の拡大に力点をおいた構造改革をさらに推進するため、経済財政諮問会議等において経済の活性化戦略や税制のあり方等について議論を深め、6 月頃を目途に基本方針を取り纏める予定である。デフレ問題への取り組みとしては、金融庁の特別検査の結果公表後も、引き続き不良債権処理の一層の促進を図るとともに、より強固な金融システムの構築に向けた議論を続け、日本銀行と一致協力をしてデフレ阻止に向けて強い決意で望むこととしている。金融政策においては、日本銀行のコミットメントがその効果の発現において重要な役割を果たすことから、日本銀行におかれても、デフレ阻止に向けて引き続き思い切った実効性のある金融政策の検討、実施をお願いしたいと考えている。以上である。

速水議長

ありがとうございました。ただ今のご発言は参考意見としてお伺いさせて頂く。

それでは、議案の取り纏めに入りたいと思うが、先程の委員方による検討によると、当面の金融市場調節方針について現状維持でよいというご意見が大勢を占めていたように思う。そこで私の方からその旨の議案を提出したいと思う。ほかに正式に議案を提出されたいという方はいるか。

ほかの議案がないようなので、事務局から私の議案を確認のためにもう一度読み上げて下さい。

雨宮企画室参事役

議長案を読み上げる。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添の

とおり公表すること。記。日本銀行当座預金残高が10～15兆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。」。別添対外公表文である。「平成14年4月30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10～15兆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。」。

速水議長

議長案は、多数の委員の方々のお考えを集約して提示した訳だが、これで宜しいか。宜しければ採決に移りたい。ご異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、採決する。政府からのご出席の方は一度別室にご退出頂いて、また政策委員会の議決が終わったところでお呼びする。

[政府からの出席者退室]

それでは金融市場調節方針に関する議案を採決する。事務局は正式な議案を持ち回って委員からの決裁を得た後、その結果を報告して下さい。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁
山口副総裁
植田審議委員
田谷審議委員
須田審議委員
中原審議委員
春審議委員
福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9。全員一致である。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今、政策委員会として、当面の金融市場調節方針について、現状維持が全員一致で決定された。増淵理事と金融市場局長はここに定められた方針に則って調節に努めるよう、これを以って指示するのでお願いする。なお、決定事項の公表は、会合終了後直ちに行なうこととする。

それでは次に、「経済・物価の将来展望とリスク評価」の取り纏めに入りたいと思う。委員方の中で、これまでの議論を踏まえて、既に提出してある成長率やインフレ率についての見通しを改めて出し直したいという方がいれば、ちょっと一休憩するので、その間に出して頂くことにしたいと思う。宜しいか。それでは 40 分に再開することにする。

(午後 0 時 32 分中断、午後 0 時 40 分再開)

IV. 「経済・物価の将来展望とリスク評価」の取り纏め

1. 議長が見通し計数の再々提示の意志を確認

速水議長

それでは会合を再開する。執行部は今朝程配付した「展望レポート」に記載されている政策委員の見通しに変更があるようだったら補記して下さい。

白川企画室審議役

数字について一点だけ修正があるので読み上げさせて頂く。最後のページの政策委員の大勢見通し、その実質GDPだが、従来は $-0.5\sim 0.0$ だったが、これが $-0.5\sim +0.1$ へと修正された。ほかは変更はない。

速水議長

宜しいですね。実質GDPが $-0.5\sim +0.1$ 。

2. 「経済・物価の将来展望とリスク評価」の検討・採決

速水議長

それでは、この「展望レポート」の公表文の検討に入りたいと思う。先程のご議論を踏まえて、公表文に特に修正すべき点があれば、検討したいと思う。どなたからでもどうぞ。

須田委員

先程、資本移動の動きないしは、為替レートの動きという形で入れて頂けたらと申し上げたが、山口副総裁が言われたように、資本移動の動きという形で、リスクの二番目のどこかに入れて頂ければと思う。文言はお任せする。

田谷委員

私もリスクの二番目に入れることでいいと思う。

増淵理事

今の点について、私共の方で一つ案を考えたいと思っているので、後で紹介するが、先程の議論の中ではこの第一のリスク要因の中での、とりわけ上振れ方向ということは考え難いというか、可能性が小さいのではないかという点を踏まえた表現の工夫があり得るのではないか、という議論もあったと思うので、その点について委員方のご見解を頂ければと思う。

植田委員

下振れ上振れを、取ってしまったらどうか。

増淵理事

下振れ上振れ両方向いずれも取ってしまうというのは一つの考え方である。

植田委員

前の方をみたら若干下振れ方向のリスクをこまめに書いてある。

田谷委員

例えば第 1 四半期の数字の出方によってかなりこの見方が変わる可能性もあると思う。だから、上振れを全く消してしまうのも何となく私には…。

植田委員

ですから、下振れも消す。

須田委員

下も消す。

田谷委員

両方消すのか。そうすると、これを一番目にもってくるのが何となくしっくりこなくなるような気もする。

須田委員

リスクの記述の順序には何か特別の意味があるのか。前は、第二のリスクの方が一番目だった。

増淵理事

これは何というか、考え方は様々にあり得ると思う。この今回の「展望レポート」の原案での第二から第五までのリスク要因というのは、いわばある種のショックというイメージの強いリスクだと思うが、第一のリスクは言ってみれば標準シナリオ自体のボラティリティというか、それが非常に大きい、ということの意味するということで、第二以下のリスクと標準シナリオの間に一応持ってきたということだが、勿論様々な考え方があり得るところだと思う。

白川企画室審議役

ボラティリティだから、これが一番最後にくると、何か標準シナリオの話がまだ出てくるという感じで、そういう意味で流れとして良くないなという感じがする。

速水議長

私は原文で良いと思うが。下振れないし上振れで。

中原委員

これは3ページの方の議論か4ページの方か。

増淵理事

4ページのこの二行目から三行目にかけての「下振れ・上振れ両方向で」というのを、総裁はこのままで宜しいのではないかと、それから植田委員からは「下振れ・上振れ両方向で」という表現を取って、いきなり「回復力や回復のテンポについては、かなりの幅をもってしておく必要がある」としてはどうかと、こういうことである。植田委員のご意見は、「かなりの幅をもってしておく必要がある」というところで、当然下振れ・上振れ両方向というのは、インプライされている。ただし、第一のリスク要因として掲げた全体の部分は、やや下振れ方向にウエイトの掛かった表現になっている、ということだと思う。

速水議長

この二行が全然要らないということか。

増淵理事

二行というか、「下振れ・上振れ両方向で」という表現。

速水議長

そこだけを落とすのか。

増淵理事

4ページの二行目から三行目にかけての部分。

速水議長

これはそれで良いか。それではそうしましょう。

増淵理事

後で念のために全体を読み上げる。もう一つは…。

速水議長

4 ページの上から二行目の「下振れ・上振れ両方向で」とこれをなくす訳だね。宜しいですね。

[全委員が賛意を表明]

ほかに何かあるか。

増淵理事

先程須田委員からのご指摘の点について、一応の案を白川審議役の方から読み上げる。

白川企画室審議役

4 ページの (7) のパラグラフの下から三行目、「こうしたなかで」というこの一文を、ゆっくり読むが、以下の文章で変えてはどうかということである。もっとも最初の方は変わらない。「こうしたなかで、原油価格の動き、国際政治情勢、エマージング諸国の動向などが世界経済に及ぼす影響については引き続き留意が必要である。また、世界経済全般に不確実な要因が多いことを踏まえると、国際的な資金の流れとその影響についても十分注視していく必要がある。」。

増淵理事

付け加えたところだけもう一度読み上げる。

白川企画室審議役

付け加えたところだけ申し上げる。「影響については引き続き留意が必要である。また、世界経済全般に不確実な要因が多いことを踏まえると、国際的な資金の流れとその影響についても十分注視していく必要がある。」。

藤原副総裁

良いのではないか。

速水議長

それで宜しいですね。それではそのほかに何か意見があればどうぞ。
「必要がある」というのが10回出てくる。今ので11回になる。

白川企画室審議役

微妙に変えてはいるのだが、どうしても同じような言葉が。気付いてはいるのだが。

速水議長

それではこれで宜しければ採決したいと思う。

増淵理事

念のため…。

速水議長

もう一回読むのか。

増淵理事

直したところだけ確認のために。

白川企画室審議役

先程の最初の方の修正点である。4ページの上から二行目、「このため、民需全体の自律的な回復力や回復のテンポについては、かなりの幅をもつてみておく必要がある。」。

速水議長

それでは採決する。事務局は最終的な「展望レポート」の議案を持ち回って委員から決裁を得た後に、その結果を報告して下さい。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成9。全員一致である。

速水議長

全員一致で決定した。本件の対外公表も本日会合終了後準備が整い次第行なうこととする。公表時刻は決まり次第に連絡する。なおご如才もないことながら、公表までは厳に出席者限りということでもくれぐれも厳粛な機密管理をお願いします。

V. 議事要旨（3/19～20日開催分）の承認

速水議長

それでは最後に前々回3月19日、20日会合の議事要旨を承認して頂きたいと思う。お手許の議事要旨にご異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

それでは政策委員会としてこれを承認することとする。この議事要旨は5月7日の火曜日午後2時に公表する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

全員一致でご決裁頂いた。

速水議長

以上で本日の議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は5月20日月曜日、および21日火曜日に予定している。5月は一回である。なお、ご如才もないことながら、決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含めて厳に出席者限りとして議事要旨、および議事録という一定のルールに沿って開示する取り扱いとなっている。決定会合への信認を確保するという観点からも皆様におかれては、引き続き厳正な機密管理に努めて頂くようお願いする。

(午後0時57分閉会)

以上