

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2002年5月20日

5月21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	藤井秀人	大臣官房総括審議官 (20日 14:00～16:02、21日 9:00～12:56)
内閣府	小林勇造	内閣府審議官 (20日 14:00～16:02、21日 9:00～10:35)
	竹中平蔵	経済財政政策担当大臣 (21日 10:38～11:44)

(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	清水誠一

I. 開会

速水議長

それではただ今から金融政策決定会合を開催する。

(午後 2 時開会)

はじめに会合の取り進め方について申し上げる。本日は金融経済情勢に関する執行部からの報告と関連する質疑応答のセッションとする。明日は 9 時に会議を再開して、まず、金融経済情勢と金融政策運営の方針に関する委員の討議、もしあれば、政府からの出席者の発言、そして金融市場調節方針の採決と進めていく。その後、金融経済月報の基本的見解の取り纏めを行ない、最後に前々回会合の議事要旨の承認を行なう予定である。

政府からは、本日、財務省から藤井大臣官房総括審議官、内閣府からは小林審議官が出席されている。なお、明日は、財務省からは引き続き藤井総括審議官、内閣府からは竹中経済財政政策担当大臣および小林審議官が出席される予定と伺っている。

予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録することを前提とするという約束なので、委員および政府から出席の方々におかれては、そのことを前提に発言頂くよう、よろしくお願いする。

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、金融経済情勢等に関する執行部報告に入る。最初に、金融市場局から、前回会合以降の金融市場調節の実績と、最近の金融・為替市場の動向について説明してもらおう。増淵理事と山本金融市場局長からお願いする。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

山本金融市場局長

まず、図表 1-1、金融調節の運営実績に関する報告である。日銀当座預金残高実績値について、前回決定会合時である 4 月 30 日の辺りをみると、当時は 4 月 25 日、30 日とみずほグループが大量の口座振替を抱え、市場が緊張感を持って迎えていた場面であった。私共もディレクティブの「なお書き」を運用することを続け、当預残高 18 兆円台の安定確保に努めていた訳である。その後、5 月に入ってから、みずほグループが口座振替を無事乗り切ったことを受けて、市場には安心感が広がった。みずほ 2 行自体も当預残高を圧縮するという事になったので、私共もこうしたマーケットの動きに沿って、当座預金残高を基本ターゲットに近付けるよう努力してきたところである。先週は、基本ターゲットの上限である、15 兆円程度に到達し、「なお書き」の運用に終止符を打った。因みに本日 5 月 20 日の当預残高は、15 兆円ちょうどという見通しである。次に図表 1-3、業態別の日銀当座預金の保有状況である。先週末の 5 月 17 日の都長銀の残高をみると、6 兆 700 億円である。そのうち、みずほグループ 2 行で

の残高である。前回の決定会合時に比べるとちょうど減っている。因みに、みずほグループ自体のピークの保有残高はだったので、そこに比べると大分落ちた。もっとも、みずほ 2 行自体の所要準備は、とに満たない金額なので、今なおというのは依然かなり多めの超過準備保有を意味している。仮に、これがさらに圧縮されてくると、市場は一段と余剰感が広がってくる筋合いにあるが、みずほ自体は目先 5 月中は現在程度、つまりの残高を保有する方向にあると聞いている。

図表 2-1、金融為替市場の動きについて報告する。短期金利の推移をみると短期金利は非常に落ち着いた動きをしていて、無担保コールレート・オーバーナイト物は当預残高 15 兆円程度へ収斂した後も、0.001 ないし 0.002% というところで弱含みで推移している。合わせてユーロ円レート 3 か月物というような指標金利をみても、0.05~0.04% 程度という

ことで、こちらの方も弱含みの推移である。全体として短期金融市場は非常に落ち着いた動きを展開している。一方図表 2-2、債券、株式、円相場の動向であるが、いずれも最近の動きをみると、方向としては、足許の横這いから上向きの方角である。債券利回りは 1.355%と、本年 1 月以来の水準まで低下している。株価の方は 3 月初めに急反発した後、1 万 1,900 円台をつけたが、足許もこの 3 月初めの 1 万 1,900 円台をトライするという動きになっている。これを抜けると昨年 7~8 月、昨年夏場以来の水準ということになる。円相場の方は、本日は 125 円台の後半である。ちょうど 3 月初めの急反発の水準を上を抜けたという形で、昨年 12 月以来の 125 円台の水準である。達観すると 2 月末ないし 3 月初め以降のミニトリプル安の修正局面が続いているように見えるが、内容をみると、債券相場自体は、国内投資家、特に銀行筋がリスクテイク姿勢を強めていることの反映であるように窺われる。一方、株、為替市場については、アメリカの景気あるいは国内の景気の先行き見通しを踏まえつつ、内外投資家の証券投資の動きに関心が集まっている。図表 2-3、長期金利の動向だが、金利水準自体は、非常に緩やかではあるが、10 年債で 1.355%、5 年債も 0.5% を割って現在 0.470%とこれまで確実に下がっている。足許の材料としては、景気の回復期待の強まりであるとか、国債の格下げ問題などがあるので、債券相場にとってはむしろ悪材料が多いにもかかわらず、金利はむしろここまで低下してきている。主体は国内投資家、特に銀行筋の買いが目立っている。銀行サイドの話を知ると、資産の運用のあり方として、貸出が伸びない、あるいは外貨資産や株を買い増す訳にはいかない、一方で、短期金融市場でも収益を上げ難いということで、結果として、債券売買による収益増を期待するという情勢である。そうした背景から、4 月以降取り敢えず買い先行で入ってきている。ただ、既に、金利水準がここまで下がっていることや、むしろ景気回復期待は強まっているということがあるので、銀行もどちらかというところ、短期売買による値鞘稼ぎを基本スタンスとしている。従って、これからさらにどんどん買い上がる、金利がさらにどんどん下がるという情勢ではない。図表 2-4 にクレジット・スプレッ

ドの動きがある。事業債と国債の利回り格差、銀行債と国債の利回り格差をみると、スプレッドは、4月以降じりじりと縮小傾向を継続している。都銀と同様に、地銀あるいは機関投資家のうちの生保などが、やはり4月以降少しリスクテイク姿勢を前向きにしてきており、こうした社債や銀行債などの購入意欲も徐々に高まっている。ただ、言うまでもないが、低格付債、例えばダブルBであるとか、あるいはトリプルBもそうだが、スプレッドは相変わらず非常に大きい。信用リスクに対する見方自体は相変わらず厳しいというのが現状である。

一方、株式相場の方だが株価、出来高、そして日米株価の動きをみると、米国ダウとNASDAQの動きのように4月以降アメリカの株価は総じてもたつてきたにもかかわらず、日本の株価は非常に底固い動きを示してきた。足許も、若干アメリカの株価が回復してきたために、日本の株価もこれに合わせて、日経ダウ、TOPIX共に3月初めのピークをトライする動きとなっている。背景としては、一つはわが国景気の回復期待、二番目に、これにも勿論関連するが、海外投資家の日本株買い戻し期待が比較的根強く底流している。図表2-6は前回も説明したが、海外で行なわれている機関投資家のサーベイによる対象国別の株式投資ポジションに関するものである。現在のポジションを機関投資家自身がどうみているか、今後3か月後にどのようなポジションをとりたいと考えているかといったサーベイの結果である。実際にどの程度実現するかは分からないが、その回答をみる限り、米国株に対するポジションは減らし気味の方向であり、その分だけ日本株に対する組入れ比率を少し引き上げたいというのが、内外機関投資家のサーベイ結果である。因みに図表2-7、三市場（東証、大証、名証）の主体別株式売買動向をみると、海外投資家は、金額は小幅であるが、4週連続しての買い越しを記録している。金額自体は小幅であるが、こうした海外勢の買い越し持続というのをみて、マーケットは足許株価の上昇期待が強いというふうを受け止めている。

図表2-8、為替市場の動向である。日本円の対ドル相場をみると、3月7日の127円という急反発の時点では、日本円の対ユーロ相場の方も随分

円高に振れていたもので、あの時にはどちらかと言うと、円の独歩高という動きであった。足許をみると、対ドルでは128円、あるいは本日は125円のところまできている。一方で、対ユーロは116円台で、ほとんど横這いという動きである。流れとしては、ドルが主要通貨全般に対して軟化傾向を示している。ドルの軟化傾向については、大きく言って二つの点が指摘されている。一つは、アメリカの景気の持続性に対する懸念が台頭していること。この点はアメリカの株価が比較的軟調にきたということも関連している。図表2-9は、円／ドル相場の動きとアメリカの株価の動きをチャートで重ね合わせたものであるが、2月までのアメリカの株価と円／ドル相場が別々に動いていたのに比べて、3月以降は、円／ドル相場は——あるいはこれはユーロ／ドルでも同じような動きであるが——株価につられて動いている。米国景気に対する見方、これを背景とするアメリカの株価の動きにつられてドルは全般に軟化傾向を示してきた。もう一つは、アメリカの経常赤字が非常に大きい中で、アメリカに対する証券投資が持続するかどうかという点が注目を集めている。因みに、日本サイドの統計をみると、図表2-7の下段に、日本からみた対内外証券投資の動向というのがある。先程申し上げたように日本株に対しては、海外投資家がこのところ4週連続で買い越しを続けている訳だが、株式、債券全て合算して、かつ、国内から海外、海外から国内の対内外のネット、対内外全体をネットでみると、——足許若干流入超になっているが——全体としてみると総じて大きな動きなく今のところきている。米国経常赤字ファイナンスが順調に続くかどうかというのが関心を集めているが、足許については、まだ証券投資の動きにそう大きな変化がある訳ではない。むしろ、図表2-9の下に、いわゆるIMMポジション、シカゴ筋の為替のポジションを示してあるが、円のポジションについては円売りのポジションからほぼニュートラルへ、それから特に対ユーロについては、ユーロロング・ドル売りポジションを非常に大きくため込んできている。まず、投機筋の動きが先に出てドル全体の軟化基調を引っ張っているという大きな流れだと思う。中長期的にみるとマーケットの方では、やはり日米、あるいは欧米

の景況感の格差、やはりアメリカの景気回復の方が早いという意味での景況感格差、あるいは日本や欧州の抱える構造問題といったところから、中長期的にはまだドル高方向を予測する向きが多いように窺われるが、一方で、先程申し上げたように、アメリカの景気の持続性であるとか、その経常赤字ファイナンスに対する懸念といったものも出てきており、そうしたことを背景にドル安方向を予測する向きも出てきているというのが現状かと思う。そうした意味で、日本、アメリカの景気の先行き、および証券投資の動向について市場が関心を持ってきているという段階かと思われる。私からの報告は以上である。

速水議長

ただ今の説明に質問があればどうぞ。

中原委員

オペの結果をみると、CPオペが相変わらず札割れしている。原因はマーケットの流通残高とか色々な関係だと思うが、どう考えたら良いか。

山本金融市場局長

CPの方は今指摘されたように、直近のCPオペの残高は3兆1千億円ということであり、また足許は、5月14日、17日のオペレーションは札割れということである。適格担保の残高は私共の方の審査を受けた残高をみているが、それ自体が増えていないので、マーケットの残高はほぼ横這いできているものとみられる。適格担保の残高が増えてくるという状況にはないので、現在の残高の中でオペは精一杯やっているというのが現状である。3月まではマーケットがリスク回避姿勢を随分強めて、TB、FBばかりを買っていたが、4月に入ってから、投資家筋はCPに対しても購入意欲を強めてきている。私共の適格玉も機関投資家のポートフォリオにはまり込んでしまって出てこないということがあるので、そうしたことも考えると、このオペ残高以上に増えそうな雰囲気にはない。

中原委員

もう一つ、吸収オペは大分頻度が上がってきている。勿論、資金需要がかなり平常状態に近付きつつあるというマーケットの状況と、15兆円という指示との問題もあるが、考え方としては、いわばできるだけ高い当座預金目標を平均的に達成するという趣旨の下に、先行きの調整等を前倒しに行なっているということと理解して良いのか。

山本金融市場局長

全くおっしゃるとおりである。オペの中で、特に金額を多くやっている手形買入（全店）の方は期間5か月で入れている。それから、短国TBの買入れも大きな金額でやっていて、将来できる限り平均的に当座預金残高が積めるように、長めのオペを入れながら足許のところを短いもので売出手形で資金需給を調節している。

中原委員

短国の16日、17日のオペはかなり高い倍率だが、これは何か特にあったのか。それからこれはオファー日だから開始日とは違うのだな。

山本金融市場局長

T+3でやっている。

中原委員

吸収オペで17日に7千億やったのはなぜか。

山本金融市場局長

これは2週間後の6月4日に、大きな資金不足日があるので、その不足を埋め始めている。TB、FBはご指摘のとおり3月の末にかけてはペイオフ解禁直前ということで、もの凄い人気になり、機関投資家、あるいは銀行筋が専ら長いものから、あるいはCPなどからTBに移るという形

で、3月末近くまで0.001という水準で張り付いた。日本銀行がオペをやるうとしても、そうした投資家との間で競争になってしまって、札割れになってしまうという状態になった。それに対して、ここにきて金融機関のリスクテイク姿勢が戻り始め、CPあるいは債券に向かい始めたということもあるかと思う。それからTBの発行残高も増えており、マーケットの方には在庫が重たいという感じがある。それから当預も、みずほグループが今でもなお厚めに持っていて、こうした金額が直ぐにTBには向かわないという状態になっている。そういった意味で、若干TBの私共への入り方が好調になっているという形かと思う。

須田委員

当座預金残高を15兆円近くに維持するフィージビリティについて、これから先1か月程度どのように見込まれるのか。

山本金融市場局長

取り敢えず足許については、今申し上げたようにTBの買入れなどが札割れを起こさない状態が続いているので、この状態が続けば当然維持できるということになる。言い換えると、当預の方は、みずほグループなどがまだそうは言っても所要準備よりも高めの需要を持っているので、そうした状態が続けば、当面、目先は15兆円程度を維持できるということだと思う。ただ、いずれにしても、マーケットがさらに落ち着き、みずほも、——まだ口座振替の方がどうなるのか十分分からないが——いずれは当預残高を解放してくるというふうに考えていくのが筋だと思う。そうすると、そうしたものがマーケットの方でTBなどの買いに出てきて、札割れが起こるという状態になるので、どれ位先まで安定的に積めるかは、ちょっとまだ難しい。

須田委員

外銀も少し減っているが。

山本金融市場局長

外銀は、みている感じでは大体4兆円程度でほぼ確定しているかなという感じである。余り大きな振れがなくなってきている。

増淵理事

調節の現場の感じを踏まえて言えば、これから暫く、暫くというのは例えば1か月とかその位の期間については、100%ではないがおおよその目途はあるかなという感じはある。ただし、繰り返しになるが、100%ということではない。先程の中原委員のご質問とも関係するが、局長が申し上げたことを多少敷衍しながら補足するとすれば、できるだけ札が入りやすい長めの資金供給を相当程度活用しながら、資金吸収は短めということだが、その足は大きな不足の日に当てる。概ね大きな不足の日に当てる。その日に当座預金の残高が下がり易い訳だが、そういう形で先の不足の日を埋めていっているという、そういうオペレーションをやっている。そういうことで短期的には、ある程度の目途はつきつつある、ということである。

速水議長

宜しければ次に移る。次に、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

全体感としては、米国は回復基調にあって、アジアの景気も回復に転じている。まず、図表1、民間機関によるいわゆる今年の経済見通しの変化をみると、米国が月を追って上方修正という姿になっているが、東アジアについてもNIEsを中心に同様の姿がみてとれるということで、上方修正が続いている。ユーロエリアについてはほとんど変わっていない。こういう状況だが、米国の最終需要や企業収益の先行きに対する不透明感は依然として強いと思う。こうしたことから、後程申し上げる企業の雇用、あ

るいは設備投資態度はなお慎重であるということで、つまり足許は良いが、年の後半から来年にかけての景気転換については、なお不確実性が高いということではないかと思う。図表2、米国の主要経済指標では足許の数字がかなり出揃っているので簡単に紹介する。まず、家計部門だが、消費者コンフィデンス指数をみると、4月は若干下がったが、ここに載っていないが5月のミシガン大学消費者コンフィデンス指数の速報は4月に比べて改善をしていて、大勢としてはコンフィデンスの改善が続いているということだと思う。また4月の小売売上、自動車販売は引き続き堅調に推移した。ただ、住宅着工のところをみると、2月までの非常に高い伸びの反動ということもあって、3月、4月と前月比で数%方減少するということがある。一方、企業部門だが、ISM指数をみると、3月比小幅悪化ということだが、これも流れとしては企業景況感は引き続き改善傾向にあるとみられる。4月の生産が出ているが、前月比0.4%増ということで4か月連続で増加してきている。生産の回復傾向が続き、稼働率も徐々に上昇しつつある。ただし、稼働率のレベルはまだ極めて低いということである。一方、設備投資については、まだ回復を窺わせるような動きは出てきていない。非国防資本財受注をみると、単月で相当振れるので、その分割り引いてみる必要があるが、3月は相当大きなマイナスになった。ただ、四半期でみると、2001年第4四半期、2002年第1四半期とマイナス幅が減少ということで、設備の減少ペースが次第に緩やかになりつつあるということでは言えようかと思うが、今だ明確な改善の動きはみられないということである。雇用については後程申し上げる。物価については、4月のCPI上昇率はエネルギー価格の上昇等があって、前月比0.5%のプラスと、約1年ぶりの高い伸びとなっているが、コアは引き続き安定しているということかと思う。次に、雇用関係の統計が出揃っており、非常に注目を集めているので簡単に紹介したいと思う。まず、4月の非農業部門の雇用者数をみると小幅増加ということで、雇用者数の減少には歯止めが掛かりつつある。つまり、雇用調整圧力自体は弱まりつつあるとみて良いのではないかと思う。ただ、4月の失業率は6.0%まで上昇してきている。6.0%という

水準は94年8月以来の高水準である。この背景だが、景気回復に伴って労働市場への参入、つまり求職活動が活発化してきているという面がある。ただ他方で、企業の雇用態度が慎重であるということで、いわば両者の合成効果によって失業率が上がっているということではないかと思う。企業は、生産の増加に対して新規の雇用は余り増やしていない。むしろ時間外労働の増加、あるいは派遣社員の活用によって対応しているのが実態で人材派遣業の雇用者や労働時間も増えていることが、確認できる。次に、図表4、労働生産性のグラフをみると、第1四半期は、高い前期を上回るさらに高い生産性の伸びを示した訳だが、前期比年率で8.6%という伸びになった。労働生産性の寄与度分解をみると生産の増加に対して企業が労働投入を相対的に抑えたということ、一言で言えばそういう姿になっている。企業は、設備投資態度あるいは雇用に対しては非常に慎重な訳だが、その裏には、当然、先行きの最終需要動向、あるいは企業収益に対する不透明感があるとみられる。因みに、アナリストの中長期一株当たり利益成長率見通し——S & P 500社ベースで、中長期というのは3年から5年というスパンだが——をみると、このところ見通しが慎重化してきている姿がみられる。こうした状況の下での市場における金利観だが、図表5をみると、前回決定会合時に比べると、目先の利上げ観測がさらにやや後退したという姿になっている。次に、若干違う話題だが、図表6では、FRBがやっている4月の銀行貸出調査が公表されたので、その特徴点を三点ばかり紹介したいと思う。まず一つは商工業向けの貸出基準のタイト化超幅が大きく縮小している。つまり、銀行の融資態度タイト化のテンポが緩やかになりつつあるということかと思う。二番目は、こうした変化を反映して貸出スプレッドの拡大テンポも鈍化する傾向が窺われる。三番目は、借入需要は引き続き弱い訳だが、需要減少のテンポは和らぎつつあるということかと思う。こうした状況の下で、社債市場の活況と合わせてみれば、銀行の融資態度の厳格化が企業の投資行動を抑制するリスクは小さいとみて良いかと思う。

次に、図表7、ユーロエリアに移る。個人消費、設備投資など内需には

なお弱さがみられるが、輸出、生産は下げ止まりつつあるということで判断は変わっていない。輸出は、ユーロエリア全体の輸出動向に対して先行性を持つドイツの海外受注の3月の数字が大きく増加に転じている。輸出は下げ止まりということで宜しいかと思う。生産面でも先行指数である製造業PMI指数が改善傾向を続けており、9の鉱工業生産の3月の数字は、前月比+0.5%、第1四半期の前期比が+0.5%ということで、生産は下げ止まりから回復に向かっているということが指標でも確認される。消費者物価だが、4月の数字は前年比+2.4%であった。ただ、先行きについては、原油価格の上昇や高めの賃上げといったものの影響等の懸念材料がある。こうしたこともあって、図表の8、ユーロエリアの先行きの金利観をみると、米国とは対照的な動きを示している。つまり、ユーロエリアの景気そのものの足取りは米国よりもかなり鈍いということであるが、それにもかかわらず米国とは異なって、ここへきてむしろ年央以降の利上げ観測が高まるという姿になっている。先程申し上げた原油価格の上昇、高めの賃上げといった物価上昇圧力が懸念されていることに加えて、FRBに比べてECBがより物価安定に軸足を置いた政策運営を行なうであろう、というふうに市場がみているのではないかと思う。

続いて図表9、アジアに移る。NIEs、ASEANの景気は回復に転じているが、このところ内需についても、個人消費、設備投資が全体として下げ止まりつつあるということが言えるのではないかと思う。韓国と台湾の設備投資をみると、韓国はプラス、台湾も第1四半期で設備投資をみるとプラスの姿になっている。消費についても、韓国は去年の年央から比較的好調であり、台湾もちょっとギクシャクしているが、全体としては回復に転じつつあるのではないかという感じがみて取れる。こうした状況の中で韓国は、景気回復の足取りが一段と確かなものになったということで、韓国銀行が5月7日、一昨年10月以来の政策金利の引き上げを行なっている。利上げの公表文をみると、韓国銀行は、「景気回復と原油価格の上昇に伴う物価上昇圧力の増大懸念」、それから「家計向け貸出の大幅な増加に伴う過剰流動性発生懸念」というようなかなり強い言葉が並んでいた。図表

10、韓国の状況を確認すると、金融機関の貸出は、家計向け貸出が非常に高い伸びを示している。それから、住宅価格指数をみると、住宅価格は相当な勢いで上がっている。そうしたことから過剰流動性という言葉が、利上げの発表文に載るといような状況になっている。ただ、CPIそのものは非常に落ち着いている訳で、足許の物価が落ち着いている中での今回の利上げについては、関係者の間でも意見の対立があったと伝わっている。ただ、韓国銀行の新しく総裁になったパク新総裁がプリエンティブ・アクションを非常に強く主張して全体をリードしたと言われている。

最後に図表 11、アルゼンチンとブラジルについて一言申し上げる。まず、エマージング市場全体としては、マーケットは、落ち着いた状況が続いているが、その中でアルゼンチンの混乱には全く收拾の目途が立っていないということである。ペソは、介入によって何とか1ドル3ペソ台前半を保っているが、実勢はそれよりかなり低い。金融システムもいわば壊滅的状态ということである。こうしたアルゼンチン情勢は、総じてみれば他の累積債務国へ目立った影響を及ぼしてはいない。しかし、ブラジルについては、前回会合以来、若干の通貨安、あるいはスプレッド拡大という状況になっている。これはアルゼンチンのファイナンシャル・コンテージョンというよりは、10月の大統領選挙に関する不透明感の高まりから、通貨や国債が軟化しているということである。いわば反市場的、あるいはポピュリスト的色彩の強いと言われる野党候補の支持率が上昇しているということが市場で嫌気されている。投資家はこれまで以上に政治情勢に敏感になっていることには注意を要するという状況である。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。

山口副総裁

アジア諸国の景気回復は輸出の回復から始まっているが、もしアメリカの設備投資がなかなか回復してこないということになると、アジアの輸出

回復というのもどこかで一服してしまうという性格のものなのか。

平野国際局長

そのリスクはある。取り敢えずは、IT関連の在庫の復元等々もあって、足許の輸出、生産の回復がいわば実勢より高めに出ているという部分はあると思う。いずれはこれは最終需要と見合った展開になるかと思うが、そのITの最終需要そのものの先行きが、未だに不透明であり、特にアメリカの設備投資がなかなか出てこない、アジアの輸出の回復の持続性、あるいはそのテンポという部分に疑問符がつく場面が十分あるかと思う。その辺の展開がいま一つよく分からないということだと思う。

須田委員

不確実性が高いという一方でこうやって民間エコノミストによる見通しはどんどん上がっている。そこはどういうふうに考えているのか。

平野国際局長

不確実性が高いということと見通しが上がっていることが必ずしも矛盾するものでもないと思う。例えば、収益に対して不確実性が高いといっても、平均的には収益が回復してくるだろうということが展望されており、私共もそういうピクチャーを置いている。ただ、それには勿論リスクはあるという意味で、不確実性というふうに申し上げている。設備投資についても、見方を平均すれば、年後半から少しずつ上がってくるというようなピクチャーが描かれている。コンセンサス・フォーキャストでも、特に設備投資が力強く拡大するということは織り込まれておらず、大体第2四半期位でちらから若干プラス、第3四半期、第4四半期と緩やかに上がってくるという絵になっており、設備投資に大きく期待をかけたピクチャーにはなっていない。ただし、その第3四半期、第4四半期に緩やかに立ち上がっていくのかどうかということ自体についても、まだまだ不確実性があるという意味では、この種のフォーキャストと、それから市場の期待の

間に、そう大きな矛盾があるとは思っていない。

福間委員

東アジア経済が非常に伸びている。米国に対しての輸出が伸びているということが勿論あるが、その要因以外に、95～96年にみられたASEAN域内の相互間の貿易が、あの頃年間4割とか5割とか伸びたが、そういうのが相互関係で伸びていることが一つ背景にあるのか。あるいはもう一つは内需が、アジア危機の後、ペントアップとして巧く顕在化してきたのか。あるいは、さらにはこれが一番強い要因かもしれないが、中国向けがさらに当時とは変わって相互間の貿易拡大で、スプリングパワーになりつつあるのか。この辺について、聞かせて欲しい。

平野国際局長

一言で申し上げると、東アジアの輸出を引っ張っているのは、在庫調整の終了を一つの起点とするアメリカの回復であり、中身的には、対米輸出と域内の輸出が伸びているということだと思う。ペントアップ・ディマンドについては、韓国などをみていると、97年に危機に見舞われてその後の立ち上がりが非常に早く、コンフィデンスも急速に改善している。そのことが言ってみれば、住宅ブーム、あるいはそれに支えられた個人消費の回復になっている。そういう意味では、その回復の幾許かは、いわばペントアップ・ディマンドが表面化してきているというふうにみられる部分もあるかもしれない。ただ、これについては、韓国に特殊な要因ということかもしれない。大きく言えば、やはり米国を中心とする景気の回復、特にそのITの在庫調整の進捗と若干の在庫の積み増しという部分が、ITの生産基地となっているアジアに相当強くしかも早めに出ている、ということではないかという気がしている。

福間委員

先程山口副総裁の質問にもあったことなのだが、もしそれが早めに出て

いるのだったら、早めに頭を打つかも知れない。2000年の年末辺りから出てきたIT中心のアメリカの在庫調整に伴い、サプライチェーン・マネジメントを通じて、アジアにも相当のインパクトがあった。つまり日本以上にアジア各国に対しては、発注のキャンセルとアメリカからの在庫調整の動きが、直撃した部分がある。逆に今度上がる時には、先にアメリカが在庫を落とすだけ落としているから、補填を早めにやる。こういう言葉が当たるかどうかは別にして、合成の誤謬的に、皆が行動しているため、振幅が大きくなる面がある。例えばアジアが大きく動くと、もう一回在庫調整になって、補填しすぎたということになったり、あるいはオプティマムレベルにきたと思うと、もう一回アジアの方にロールバックがあるということでも起こる。こう考えると今までのようにアメリカだけの要因だと、アメリカ経済をみたら皆分かるという具合に今のアジアをみて良いのか。勿論、それが主因であることは分かるが、もう少し95年、96年、97年のアジアの域内の貿易の拡大というもの、あるいは内需の拡大を、もうちょっとみてもいいのかなという気がして、もし、ということで質問した訳だ。

平野国際局長

まず二つあって、一つはくり返しだが、やはり米国要因は大きいと思っている。従って、米国が怪しくなれば、アジアは今は好調で、4月の輸出も良いし、受注も良いが、割合早めにポシャるというかだれてくるという可能性はある。今はそういう兆候は数字的にはないが、そういうリスクはある。それから域内の問題、あるいはもう少しブロードベースのリカバリーがひよっとしたらあるのかもしれない、ということであるが、韓国については、改革の進捗が経済のファンダメンタルズの改善に寄与している面があり、割合回復の根っこの部分は堅いかもしれないということはあるかと思う。また、例えば、インドネシアをみていると、メガワティ政権は今のところ結構信認が高く、そのことが結局、経済に対するコンフィデンスの改善に繋がっている、あるいは、経済運営をそうでない状況に比べ

ると多少ましなものにしている、という部分があるのではないかと思う。こうした政治ファクターは結構大きいと思う。中国は取り敢えずのところは比較的内需が堅調ということで宜しいかと思うので、少なくとも仮に輸出が多少ポシャっても直ちに経済が落ち込むようなリスクはほとんどないという感じはするし、ある種の抵抗力というのが高まっているのではなからうかという気はしている。

松島理事

今の平野国際局長の説明に若干補足すると、当時に比べると、ショックへの耐性力は高まってきていると思う。しかし、やはりリスク要因というのはあると思う。一つは、当時のアジア危機の時と比べて、今回の回復の中で設備投資が先程の話では、韓国や台湾で内需として設備投資が出てきているという話だったが、これは次世代の新製品ということで、鎬を削るような形で主としてIT関連投資をやっている訳である。そのIT投資をかなり活発に始めようとしている訳だが、その見通しの中に、アメリカの需要に対してやや楽観的過ぎる見通しに基づいて投資しているとすると、その調整というのがいずれくるかもしれないというのが一つのリスクだと思う。それからもう一つは中国要因だが、中国との関係は確かに5年前と比べると中国のプレゼンスは高まっており、ASEANに対しても高まってきていると思うが、それがASEANに対してプラスの方向に働くのかマイナスの方向に働くのか、そこはもう少し分析してみる必要があると思っている。

藤原副総裁

アメリカのFRBの新しい貸出制度に関し、報道されていることに何か付け加えることはあるか。

平野国際局長

特にない。報道位しか知らないが、公定歩合を廃して、プライマリー・

クレジットとして、適用金利は市場金利+1%とし、セカンダリークレジットとして、信用度が低い先に対しては1.5%の金利を上乗せという案が出されている。そういう意味では、アメリカの政策の枠組みが、ヨーロッパ型とか、あるいは日本銀行に近いものになったとも言える。その代わり、これまでよりは多少ディスカウント・ウィンドウの使い勝手を良くするというか、フレキシビリティを高めることを考えているようである。従来、公定歩合は操作目標であるFF金利比0.5%低い訳だが、その一方でディスカウント・ウィンドウを利用するということは、その金融機関にとってシェイムであるといったような印象があり、ある意味で、歪みがあった。今回の措置は、そうした補助金的な体系をなくしたうえで、むしろ使い勝手としては良くしていこうということではないかと推測される。

速水議長

アルゼンチンがこの1か月で非常にまた悪くなっている。これは近隣国やその他に影響はないのか。IMFが何かをやろうとしているという情報も入ってきていないが、このまま放っておこうということか。

平野国際局長

マーケットをみていると、いわゆるアジア危機の時にみられたようないわゆるコンテージョンの動きというのはほとんどみられないということである。その中で、アルゼンチンについては、緊縮策に対する国民の反発があり、政治がそれを押え込めるだけの信認ある政策を打てなかったというところに問題がある訳である。緊縮策に対する反発という意味ではブラジルにも同じような状況がある訳である。今年は10月に選挙が予定される中で、アルゼンチンの動きと同じようなある種のポピュリストへの傾きが、選挙戦の中で生じている。労働党の党首であるルーラは非常に反市場的、ポピュリスティックと言われているが、その支持率が非常に高い訳である。そういう意味で、アルゼンチンからの直接のファイナンシャル・コンテージョンはほとんどみられないが、ある種のポリティカル・コンテージョン

がみられるということかもしれない。そのポリティカル・コンテージョンの怖さは、例えばブラジルの直接投資の流入状況などをみていると、こうした政治的な不安定性、不透明性を嫌気してか、流入が細っているというようなことがある。この問題が高じていくと、ブラジルもIMFの支持があるとは言え、累積債務の程度は相当なものなので、一つの大きなリスク・ファクターにはなり得るかなとみている。コンテージョンがないかと言うと、直接のファイナンシャル・コンテージョンという意味ではそうだが、ではそこにリスクはないかと言うとそうではないということであろうと思っている。

須田委員

アルゼンチンについては、IMFとの距離が少しは縮まっているという見方でよいのか。

平野国際局長

IMFの理事室とは色々連絡をとっているが、一言で言うと、縮まっていないということだと思う。要するに、政権がどうなるかということ自体が危ぶまれているのに、サステイナブルな改革プランの立てようがないというような感じがしている。最近では、中銀総裁辞任説というようなことが噂に上っている。この中銀総裁は割合マーケットの信認が厚い。なぜかと言えば、IMFの勤務経験が長くてIMFとの橋渡しも巧くできる数少ない一人であろうと思われる。その中銀総裁に、真偽の程はともかくとして、辞任するというルーマーが流れること自体、アルゼンチンを巡る政治環境の難しさを象徴していると思う。そういう状況の下では、なかなか具体的に交渉をしようにも、交渉のしようがない。IMFは色々な要求を出しているが、その要求に応えるだけの政治的基盤が今はないということではないかと思う。

速水議長

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

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それでは説明する。実は前回の月末の会合で指標をかなり説明してしまっただが、一応全体を評価するので、若干のダブりは容赦頂き、説明したいと思う。

まず最初に、図表5、輸出については既に報告済みであるが、1～3月の輸出が前期比で4.7%の増加と、かなりはっきりした増加になった。地域別にみると、アメリカと東アジアが増えているということで、非常に素直に海外景気の回復を反映した動きになっている。図表6で財別にみると、まず第一に、中間財の輸出——これは鉄とか化学品だが——、これが東アジア向け、中国、韓国向けを中心に増えている。それから第二に、資本財・部品の輸出もアジア向けを中心に増えている。先程、アジアでは既に設備投資回復の動きもみられるということであったが、それと整合的な動きである。最後に自動車関連については、3か月位前までは、私共は米国内向けの自動車輸出が減るということを心配していた訳であるが、結果的にはアメリカ市場における自動車の販売が予想以上の好調ということで、むしろ1～3月は増えたということである。

それから図表7、情報関連であるが、情報関連は1～3月まではまだマイナスになっていた。ただ、中身的には実は通信機とかそういうものの減少であり、これはある意味でまだ情報関連の設備投資が本格的には回復していないということと整合的な動きである。むしろコンピュータは若干増えているし、電子部品もマイナス幅はかなり縮んでいる。世界的にみて半導体出荷、あるいはNIEsの情報関連輸出が増えていることを考えると、おそらく電子部品も4～6月はプラスに出てくるということで、情報関連輸出は増加になってくるのではないかと考えている。ということで、1～3

月もかなり強かったし、4~6月も今の勢いで考えると、そこそこ輸出は増加するのではないかというふうに考えて良いと思っている。ただし、足許の輸出の強さがずっと続くかということについては、先程から議論があったとおり、若干やはりまだ疑問の部分があるということである。例えば、アメリカのGDPをみても、やはり在庫復元の力がかなり数字を押し上げている訳だし、同じことが、IT、情報関連の世界でも起こっている訳である。電子部品の輸出は実はかなりアジアでは増えているが、これは最終需要がもの凄く増えている訳ではないので、足許の数字についてみると、やはりアメリカという観点からみても、あるいは情報関連という観点からみても、在庫復元の力がややその実力以上に数字を押し上げている可能性がある。これが後程申し上げる生産の増加はしているが、先行き夏場以降をどうみるかということともリンクしているというふうに思っている。

それから次に、図表11、設備投資の動きであるが、設備投資関連指標については、先行指標等というグループで資本財出荷をみると、最近マイナス幅が少し縮小している感じはある。しかしながら、建築着工床面積は1~3月かなり落ちたし、機械受注についても結局1~3月締めてみて7.4%の減少ということで、去年の後半と同じような勢いでまだ減り続けている。もっとも、4~6月の現時点での見通しは-0.3%ということで、横這い圏内の数字になっている。これはタイムラグがあるので、半年位のラグを考えると、年末位には設備投資も下げ止まって欲しいなという観点からみると、この見通しが実現してくれてちょうど良い位の感じであるが、実は1~3月も当初の見通し時点では横這い微減の数字だったのが-7.4%になってしまった訳なので、現時点でこの4~6月の横這いというのが本当に実現するかは、まだ確証がないということである。従って、輸出、生産の動きが、国内需要という面で一番最初に結びついてくれるように期待されるのが設備投資であるが、現時点ではそれが下げ止まる見通しもまだ数字としてはないということである。図表13、中小企業についても同様であり、中小公庫のアンケート調査等で設備投資実施企業の割合などをみても、1~3月はまだ減っているし、特に製造業のところでの減少が大きい。

とは言え、図表 16、いわば設備投資へいく一歩手前の企業収益について
みてみると、企業収益については少し増益の感じがみえてきている。まず、
大企業についての証券会社の見通しは、かなりの増益が見込まれていると
いうことは前々から申しあげている通りであるが、増益と言いつつもここ
暫くの間は、毎月のように下方修正が行なわれていた訳である。ところが、
極く最近の年を越えた後の数字をみると、確かに 2001 年度の実績は、一
部特損が紛れ込んでいるせいもあると思うが、下方修正が行なわれている
が、2002 年度のレベルに関しては実はほとんど下がっていない、特に製
造業についてはほとんど下がっていないという感じであり、2002 年度の、
特に製造業を中心とする増益ということについては、より確からしさが増
してきているということだと思う。さらに、中小企業について、これは D
I の調査しかないが、利益額あるいは採算の D I 等をみると、足許のとこ
ろは少しずつ良くなっている感じなので、中小企業がどこまで増益になる
かまだ分からないが、方向感としては最悪期は脱してきているというふう
に言って良いかと思っている。

続いて、図表 17 の個人消費であるが、個人消費については相変わらず
数字としてはまちまちな動きである。後程申しあげる雇用・所得との関係
でみると、所得対比では健闘しているという感じが引き続きあるが、全体
としてみると、やや弱めの動きという範囲を出ていないと思っている。例
えば、最近の数字で比較的良いようにみえるのが乗用車関係であるが、乗
用車関係は 1~3 月の登録台数が増加した後、4 月も増加の数字にはなっ
ているが、実は出荷額ベースをみると伸び率は極く小さなものである。こ
れはなぜかと言うと、好調なのは小型車が多いので、要するに出荷額でみ
ると大したことはないということである。百貨店・スーパー等についてど
うかと言うと、一頃やや堅調気味であった百貨店については 1~3 月は減少
であり、4 月も天候要因もあったと思うが悪かった。スーパーについては、
季節調整後でみると、特に 1~3 月は少し下げ止まっている感じもあるが、
これは前年比かなりマイナスであり、基本的にレベルはかなり低いという
ことである。最後に旅行取扱高については、これは確かに季節調整後はか

なり大幅な増加になっているが、これも例のテロで落ちたものの反動ということで、まだレベルは低いということなので、全体としてみると、所得が減っている割には落ちていないなと思うが、やや弱めということではないかと思っている。その他、図表 21 消費者コンフィデンスについては、足許若干の改善が出ている。また、生活不安度指数というのも最新調査は少しだけ改善しているので、一応全てについて足許少し改善ということではあるが、レベルをみるとまだかなり低いので、消費者心理はまだ慎重な域を脱していないと思う。後程申し上げるように所得が弱い訳であるので、こういった状況を重ね合わせると、個人消費についてはまだ弱めの動きが続くのではないかと思っている。あと、一点だけ加えると、図表 17、家計調査で消費水準指数の1~3月の数字が出ており、これが前期比で1.7%とかかなりの増加になっている。本当に困ってしまうのは、実は家計調査ベースでみると所得が増えている。所得が増えているために、消費性向は下がっているにもかかわらず消費指数は増えているということで、私が最初に申し上げた判断と全部反対になっているが、こういう数字になっている。ご承知の通りQEベースの個人消費はかなりの程度これに基づいて推計される。さらに資料には載せていないが、先日、単身世帯の消費調査というのが出ており、これが実は爆発的に増えていた。これはサンプルが少ないので爆発的に減ったり爆発的に増えたりするが、この1~3月は爆発的に増えていた。その結果、まだ分からないが、この家計調査がかなり増えていて、単身世帯が爆発的に増えているために、GDPベースの個人消費は実は相当高い伸びになるのではないかとされている。今マーケットでは、ひよっとするとそれを主因に、1~3月の日本のGDPの成長率はアメリカ並みになるかもしれないということが言われている。これはあくまで個人消費の判断ということではなく、統計としてそういう統計が遠くない将来に出てくる可能性があるということの一つ申し上げておきたいと思う。

次に、図表 24、生産である。生産は週末に確報が出て少しだけ上方修正されて1~3月が0.5%から0.7%への増加ということで着地した。4~6

月はこのままで計算すると4.2%の増加というかなり大きな増加が見込まれている。図表 25 で生産の動きをみると、業種別では去年一杯かなり大幅に減少していた電機が1~3月から増加に転じ、4~6月にかなり大きな増加になるということが主因である。勿論、この4%強の増加というのは幾ら何でも大き過ぎると思っている。例えば、第一に5月の増加が大きい、5月は電機を中心に幾つかの会社がゴールデンウィーク中も開けて生産しているということがある。従って、これは特殊に季節調整の結果上がっているということであるので、6月は一所懸命生産しても季節調整後では落ちてしまうということなので、6月の季節調整後横這いで計算するというのは、明らかに過大評価になる。それから生産予測指数の修正状況を見ると、確かに下方修正の程度は小さくなってきている。これは在庫調整が、後程もみて頂くようにほぼ終了しつつあるということと整合的ではあるが、まだ下方修正が完全になくなった訳ではないということであるので、4%というのは幾ら何でも大きいかというふうに思っている。

図表 26、在庫循環については、鉱工業全体としてもほぼ終了に近いということであるし、例えば電子部品などについては、もう完全に回り切っているということである。ただ、生産の増加テンポということについて申し上げると、私共の企業調査からのヒアリング結果は、先程の生産予測指数とかに比べて、まだかなり慎重な印象である。例えば、4~6月については1~2%の増加という感じであるし、7~9月についてはまだ横這い圏内と言っており、やや統計に比べて慎重な感じがしている。勿論、企業は現時点で特に7~9月などはかなり腰だめの数字なので、そういう面もあるかとは思いますが、どうしてかというふうに聞いてみると、やはり先程の輸出の話とリンクしている感じがしている。要するに、確かに今は増えている、まだ目先はちょっと増えるかもしれない、ただ、今の輸出の増加についてはこれがいつまで続くかよく分からないという見方が、例えば素材メーカー、あるいは電子部品などにも一部ある。一方で、内需が弱いものだから本当に生産が増え続けるのだろうかという感じが、まだ産業界に残っているという感じがする。この辺が先程申し上げたように、産業界か

らそういう言葉で出てくる訳ではないが、我々が解釈すると、足許の海外景気の強さに在庫復元の一時的な要因が入っているために、先行きについて必ずしも自信が持ち切れていないということではないかと思う。そのことと先程ちょっと紹介したようにまだ設備投資について全然改善の兆候が出ていないということともリンクしているのではないかと思う。要するに、足許生産が増えて稼働率はちょっと上がっているが、先行き伸びるのでなければ設備投資をする訳にはいかないの、やはり設備投資の動きに結びついていくためには、足許の在庫復元の動きだけではなくて、年後半の最終需要にも支えられて輸出が伸び続けていくということについての、いわば企業サイドの確信みたいなものがかかなり重要なのではないかと思っている。

それから図表 27、雇用関連であるが、雇用関連については、一言で申し上げると、限界部分には生産増加の影響がみられはじめています。しかしながら、それはあくまで限界的な動きであって、全体としてはまだ雇用情勢は悪化を続けているというふうに考えています。まず、限界部分であるが、図表 30 に製造業の雇用関連指標がある。限界変化がはっきり出ているのが、製造業の所定外労働時間と新規求人であり、前年比でみてもマイナス幅がかかなり急速に縮んでいる。これを季節調整後でみるとプラスになっている。一方、全然改善していないのが毎勤ベースの常用雇用であり、一種の基調的な雇用部分についてはまだマイナスであり、マイナス幅が僅かではあるが拡大している。ちょっと微妙なのが労調ベースの雇用者であり、3月だけみるとちょっと縮んでいるようにも見える。この辺は新規求人などの動きと合わせて、いわゆる雇用調整のスピードがちょっと速くなっていることの表われと読むべきなのかもしれない。ただ、他方で労調の数字というのは、毎月振れが結構大きいものだから、これはあくまで数字の振れかもしれない。従って、この辺はもうちょっと数字をみて判断したい。要するに、現状ははっきりしているのは、限界部分は明らかに改善がみられはじめていますが、根っこの部分はまだまだ悪化しているということである。以上のことを申し上げたうえで、図表 27、職安統計であるが、有効求人

倍率はこのところ大体横這い圏内、新規求人については僅かながら改善もみられる。この辺は先程来申し上げたいわば製造業のところを中心とする新規求人の動きが若干影響してきているので、どんどん下がっていくという感じはなくなりつつあるのかなと思っている。しかし、中段の労働力調査についてみると、確かに完全失業者は12月がピークで、その後3か月どちらかというところ下がっている訳である。しかも、3月だけみると一部雇用者とか就業者にも改善のような数字もみえなくはないが、1~3月を纏めてしまうと、雇用者、就業者ともにまだ減少ないしは前年比でみれば減少幅が拡大ということであり、失業率の低下というのは専ら労働力率の低下、すなわち職探しを諦めた人の増加によるものであるということと言わざるを得ないということである。非自発的な離職者数も基調としては増えているので、この時点でみると、全体としては雇用情勢はまだ悪い方向ということだと思う。特に賃金のところを見ると、確かに1~3月は、ボーナスの影響が10~12月に比べて小さくなるので、その結果、名目賃金の落ち幅は少し小さくなっているように見えるが、全体としてみると、1~3月は余りボーナスの影響はなかったにもかかわらず、特に所定内のマイナス幅が拡大する形で賃金は下がっているということなので、こういった賃金の面まで考えると、雇用者所得はまだ減少していると言わざるを得ないと思っている。

それから、図表 32、物価であるが、物価についてのポイントとして、卸売物価の動きと消費者物価の見方について若干申し上げたいと思う。まず、卸売物価であるが、国内卸売物価は4月が前月比横這いであった。その結果、前年比でみるとマイナス幅はゆっくり縮んでいる感じであるが、3か月前比という観点では、これはプラスになったということである。計数を詳しくみるために、図表 34、輸入物価のところを見ると、輸入物価は3か月前比でみて5か月連続の上昇であり、上昇の中身が少し変わってきた。ここ3~4か月は、実は「その他」ということで意味がなさそうに見えるが、「その他」が大きく効いている時というのは実は為替要因である。要するに、これまでは円安要因によって輸入物価が上がってきたとい

うことである。それに対して、4月については、為替の要因は大体3か月前比で消えてきている訳だが、そうした中であって原油価格の上昇による輸入物価の上昇ということである。一応、5月ももう少しこのブレはプラスに出てくるが、今の為替レートでいくと為替がかなり今度は下の方に出てくるので、輸入物価という観点からみると上昇はここまでという感じかなと思っている。

一方、国内の方であるが、図表 36、国内卸売物価もただ今説明したとおり、3か月前比をみると久し振りにプラスになった。昨年の秋位は3か月前比-0.6%位ということで、かなり大幅な下落が続いていた訳だが、足許のところではプラスになった訳である。極く最近の動きについて申し上げますと、実は全てが上に向いている訳ではなくて、4月についてはマイナス要因が二つ位あった。一つは、電力・ガスというのがかなり大きく下がっており、これは主に東電の値下げと若干の燃料費調整制度の影響であり、合わせて全体で0.1%強WPIを下に押し下げている訳である。それからもう一つは、機械類であり、これは一頃半導体とかが上がっていたが、半導体市況が下がったものだから、電子部品とかも少しマイナスに効いている訳である。しかしながら4月単月でみると、何と云っても主に石油製品、原油価格上昇の影響が相当大きく寄与しているために全体でプラスになったということである。目先もまだ先程申し上げたように原油価格が少し効いてくるので、マイナス要因は若干あるが、目先2~3か月は横這い圏内で推移する可能性が高いと思う。ただ、原油の影響というのは原油がどんどん上がり続けられない限りどこかで消えてくる話であるし、一方で、幾分円高気味になっているので、こういった形でずっと横這いしないしプラスが続くというよりは、それが終わった段階ではまた少しマイナスになる。ただし、去年の秋みたいに0.6もマイナスになるということではなくて、いわば電子部品とか機械類が下がっていく分位の技術進歩に見合った分位の落ち着いた下落になる可能性が高い、というふうに思っている。

他方、図表 39 の消費者物価については、今のところ全国でみるとほとんど動きがない。すなわち前年比でみて0.7~0.8%の下落がずっと続い

ているということである。ただ、今回は東京の4月の数字が出ている。私は前から賃金の低下がサービスに出るかどうかがポイントだと何度も言ってきたので、一応、図表41で東京と全国のサービス価格をみると、東京と全国のサービスは全然動きが違うというふうに見える。ただし、その犯人は家賃である。実は家賃は全国と東京とは全然違う動きをする。最近の東京のサービスの価格の変な動きは、ほとんどこの家賃が形成している訳である。逆に家賃以外はどうかというと、全く同じではないが均してみればまあまあ似ているということである。そういう観点で4月というのは実はサービス料金の改定の重要な月であるので、4月の東京から何が読み取れるかというふうにしてみると、確かにサービスのマイナス幅が4月は少し拡大した。しかしながら、実はサービスのマイナス幅の拡大部分の相当部分は家賃のせいであったので、これは余り関係なさそうである。外食が少し下がっているが、これは某ハンバーガー業者が期間限定で値下げをしたのが影響しているということであるので、実はこれも4月の一過性の要因のようである。それ以外はどうかというと、3月、4月はほぼ横這いということである。従って、勿論、東京の4月だけではまだ分からないので、全国の4月をみてみなければいけないし、実は5月位まで年度初の価格改定の影響が出てくるのでその辺まで追いかける必要もあると思うが、取り敢えず現時点では、要するに賃金が低下していることがサービス価格にストレートに出てくるというストーリーは、今のところ確認されていないと思っている。こんな話をしたついでに、物はどうかということだが、これも微妙な動きなので余り目くじらを立てるほどではないと思うが、輸入競合品とそうではない物との価格の動きをみると、確かに現状も消費者物価の物の下落は輸入・輸入競合商品の方が大きいというのはそのとおりである。ただ、足許の動きをみると、どうも輸入・輸入競合品のマイナス幅は少し縮んでいるように見える。それと、去年の後半位から消費財の輸入の伸びが下がっているということは、恐らく全く関係しないことではないのではないかとと思っている。いわゆる世間で言われているユニクロ的な動きが少し落ち着いているというのもこんなことではないかと

いる。以上を総合すると、消費者物価については、まだ直ぐにプラスになるという話では全くないが、理屈で言えばまだ需給ギャップが拡大している可能性が高くて、そういう意味では消費者物価の下落幅が拡大しても変ではないが、実際のデータに則してみると、そこまで直ぐに拡大するという感じでもないというのが現在のデータの動きである。

最後に全体は今説明したようなことであり、つい1~2か月前の判断と比べて、生産、輸出のところは思ったより強い。従って、その辺についてはその数字が我々が思ったよりも上を走っている訳であるが、先程申し上げたようにそこにはいわゆる在庫復元の力による海外景気の上振れみたいなのがどうも働いている可能性が高い。従って、企業はまだ先行きについて、順調に増えるかどうかについて必ずしも確信していないということである。そのことと、これは前々から予想していたことであり、生産が増えてもそれが設備投資、個人消費等の内需に繋がっていくには時間がかかると前からみていた訳であるが、生産の足許は強いにもかかわらず、そのところは全く変わってないということは、多分足許の生産の増え方に関する企業の受け止め方ともリンクしていると思うが、そういうことではないかということである。従って、これからはそういう在庫復元の力が抜けた後の、いわば輸出の基調的な伸び、これは逆に言えば海外景気なりアメリカなり、あるいはまたITなりの最終需要の伸びということとも結び付いていく訳である。その辺がどうなってくるか、その辺を企業がどう見極めてどういう生産行動、あるいはまた投資行動になっていくかということが、要するに足許の生産の動きがいずれは内需の方に繋がっていくかどうかということを見ていくうえでのポイントになってこようかと思っている。私の説明は以上である。

速水議長

今の説明について質問があればどうぞ。

中原委員

消費について相当厳しい説明であった。弱めという判断はそのとおりだろうと思うが、政府の月例の判断とやはりかなり違う印象を受けている。3か月前対比位でみていくと、水面下の部分だろうと思うが、ベクトルとしてはちょっと上に向きはじめたかなという位の感じはするがどうか。

早川調査統計局長

率直に言って、これは別に今月とかではなくて前から横這いと言おうと思えば言えなくもない位でずっときていると思う。要するに、所得が弱い割には消費はそんなに落ちていないということでは、間違いなくそうだと思っている。ただ一方で、基調判断するうえでは、毎月毎月の数字と同時にベースラインになる所得も目配りしているために、やや弱め位の感で申し上げているということである。内閣府の判断は、前からGDPベースの数字を意識されており、要するに家計調査の数字をかなり常に意識して動かされてきているので、特に個人消費に関しては政府の判断は、割と上がったたり下がったりしている。私共は余り動かさないという癖があるものだから、あくまでそういうことである。この点についても私は政府と事実認識が大きく違うというふうには思っていない。

速水議長

単身世帯の消費が爆発的に増えているというのは、統計の取り方でそういうふうになったのか。それとも何か事実関係が起こっているのか。

早川調査統計局長

そこは確たる証拠はないが、数字を申し上げると、単身世帯の実質消費みたいなものが、去年の前半位だと前年比で-6~-7%だったのが、この1~3月は前年比+6%位に跳ね上がった。家計調査の全世帯というのも若干クシャクはするが、そうは言ってもサンプル数が8千とかいうオーダーであるので、それなりに安定する。特に四半期を年率換算したりする

ととんでもないことになることもあるが、そんなに変ではない。一方、確か単身世帯の方はもう一桁、数百というサンプルだと思うので、過去にも増え方が相当大きくて、一頃逆に言うところのせいで実はQEベースの個人消費がかなり下へブレたという時期もあって、今回逆にその反動が起こっているということかと思っている。実は、株式市場辺りでは、この単身世帯が出た日から、1~3月の日本の成長率は凄く高いらしいというのが流れて、少し強気になっている、ということがどうもあるらしい。

藤原副総裁

過去にもそういうことがあったということは、過去にそれが確報ベースになった時に実態を反映した数字となったのか。

早川調査統計局長

然り。マーケットの人達は、99年も第1四半期の数字が結構強くて、そこで株のラリーが起こったものだから、その記憶もあって、またあれがくるかもしれないと踏んで今動いているが、確報化された99年の1~3月の個人消費をみると、実はそれらしき痕跡はもうなくなっており、この間みたらないじゃないかと皆言っていた。

中原委員

単身者世帯の数字がブレたためにそれが起きたのか。

早川調査統計局長

全世帯もあるが、やはり単身世帯の数字が出た日辺りから1~3月のGDPは相当高いらしいという…。

中原委員

ただ、3年前の話は、現実にはどうなのか。単身世帯のためにそんなに下方修正になったのか。

早川調査統計局長

3年前は単身世帯だったか家計調査だったかよく覚えていないが、ここに単身世帯の数字を入れてからは、それが四半期の数字については相当暴れているのは間違いない。

福間委員

企業収益であるが、リストラ競争でとにかく生き残るためには他人より早くリストラをやらなければいけない。逆に言うとリストラの厳しいところほど株が買われるとか、あるいはさらにその効果が現われてくるとさらに買われる。アメリカも一時そういうパターンがあった。従って、負け組になりたくないという競争がある。これはある意味では不景気脱出には非常に良い現象である。一回底をつけないと上がらないから、そういう面では良いが、そういう動きの中でリストラ効果が意外にワンショット効果しかない場合もある訳である。さっきの在庫調整と同じようにどんどん上がれば良いが、そうするとリストラは企業経営の中に定着させてネバーエンディングのリストラということをやっていく。これは何も日本で勝つのではなくてグローバルで勝たなければいけないということをやっていく。今の日本の経営者というのは段々そっちにきている訳である。日本の中で、同業他社の中でどうすれば良いんだという部分もあるが、やはりグローバルに勝たなければいけないということでは、ベンチマークがもう一つ上がってきており、この部分があるから、そうするとさらに厳しくリストラをやらなければいけない。その結果、何が起きるかということであるが、勝ち組と負け組がはっきりしてくる。同業の中でもリストラの進んだ株は上がっていく、あるいはアナリストもそういうものを探していく、というようなことになるが、一方では、リストラを厳しくやると赤字になるものだから、格付けが落ちたり株価が落ちたりして、そのまま落ちる企業もある訳である。そういう中で設備投資に繋がるケースというのは、やはりフリー・キャッシュ・フローが企業の中にないと無理であり、今、金を借りて設備投資をする人というのは非常に少ない。むしろ余裕さえあれば有利

子負債を落としてしまおうというところがあるから、これも広い意味でのリストラであるが、そういうことでなかなか設備投資が出てこない。昔だったら、金融緩和すれば、金利が下がって企業が設備投資に行くというパターンから、儲かれば投資をやると、フリー・キャッシュ・フローが増えれば投資をやるという形になってきている部分がある。今財界の中に、投資減税をやれと、加速度償却をやって投資減税をやれという意見がある。この考え方の背景には何があるのかというと、企業にはキャッシュ・フローを持っているところと、キャッシュ・フローのないところがある訳である。それを繋ぐために、例えばレーガノミックスではタックス・ベネフィット・サーティフィケート・トランスファーを行なった。日本もまさにこれをやらないといけないのではないかというような考え方である。ここで質問は二つある。一つは、今のままではなかなかそういう意味で設備投資に結び付かないのではないかという点である。強いところは強くて、フリー・キャッシュ・フローの中でやれるところはどんどん強くなっていくが、全体的に借金して設備投資をやろうという企業は非常に少なくなっている。新たな技術を持っているとかエクスパティーズを持っているところはやるだろうが、そういう面から設備投資が広がらない。ということは、全体的な景気はなかなかいかないのではないかということが一つである。もう一つは、これは決定会合の話題からずれるが、キャッシュ・フローのあるところからないところへ繋ぐ税制度が日本にはない。日本の設備投資というのも、強いところはどんどんやるが、それはそれである意味では合理的でもあるが、金融機関に行って金を借りて社債を発行してその借入金で設備を投資するという企業が一時に比べるともの凄く減っている。それはなぜかと言うと、やはり過剰債務とか格付けをベースに資金調達をやらざるを得ないからというようなことである。企業収益の回復というのが今までは二つあったと思う。一つは賃金を上げて分配をやるとのことともう一つは設備投資である。それが今は両方ともやらない。企業の方は、とにかく1兆円でも利益が出たって賃金を上げない訳であるから、設備投資だって幾らキャッシュ・フローがあっても設備投資をやるよりは負債を減

らすというような形になっている。要すれば、企業収益のマクロ経済に与えるインパクトの見方が少し変わってきているのではないかと思っているが如何か。

早川調査統計局長

色々な論点が出ているが、基本的にはやはり収益が増えたら直ぐに設備投資が出るという環境ではないというのはおっしゃるとおりだと思う。そのバックには色々なファクターが効いている。それは期待成長率みたいな話も勿論あるだろうし、あるいは投資をするんだったら国内でやるのか海外でやるのかという議論も勿論あるだろう。しかし、今、福間委員から指摘のあった点等を絡めて申し上げると、まず第一点はやはり収益の回復というものの持続性である。どの企業も去年が余りにも悪かったので、かなり前倒しでリストラをやっているものだから、今年良くなるということに関しては、それなりの自信を持っていると思う。ただ、それは1ショットであって、要するに本当に競争に勝ち抜けるビジネスモデルを持っているならば、それは持続的に収益が増える訳であるが、リストラはやりました、早めに退職金を払いました、だから今期は良くなるんですというのは1ショットである。だから、そういう収益の改善ではこれは明らかに設備投資に結び付いていかない訳で、そういう意味では今期増えるということだけではなかなか駄目で、先行きまださらに増えていくような根拠を持った企業かどうかというのが一つの大きなポイントになってくると思う。

それからもう一つは、ファイナンス面の話は、やはりかなり効いている。結局、97～98年の経験というのが、やはり企業行動に擦り込まれているということだと思う。多くの企業が97～98年に銀行借入れでも苦労したし、社債やCPでも相当苦労した。そうするとやはり格付けが効く訳だが、今まで日本の企業はそれを知らなかった。

福間委員

知らなかった訳ではないだろう。

早川調査統計局長

そう言うてはいけないかもしれないが、大体は格付けがちょっと位悪くても銀行で借りればいいやという感じはずっとあったと思うが、やはりあの経験で格付けが悪いと本当に大変な事になるということを知ったと思う。その結果、どうしてもキャッシュが入ってもやはりまずは有利子負債を返済するという行動がかなり擦り込まれていて、経済学で言う一種のヒステリシスみたいなことがそこで起こっている。その結果、不可逆的に昔と同じように収益が増えたら直ぐ動くというふうにはならなくなっているというファクターがやはりかなり大きいと思う。その点についてはおっしゃるとおり、いわばキャッシュの流れをどう作るかということである。それが税金の話なのか金融の話なのか色々な要素があろうかとは思いますが、それは過去とは違うこととして影響していることは間違いないと思う。従って、期待成長率、それから内外の競争といったこと以外にも、今言われるような収益が増えることが直ちに設備投資に結び付かないというファクターは幾つかあるというふうに思っている。

福間委員

一言で言うと、企業行動が変わってきているのではないかということである。だが今までの説明を聞いていると昔と同じような説明に聞こえたものだから、そういう指摘をした。

早川調査統計局長

一応、設備投資は直ぐ出てこないとは申し上げたが、しかし、そうは言っても企業収益のところまでは、まだ統計的には確たるデータはないが、多分そうなっているはずであるというところまでは一応申し上げた。

速水議長

ほかになければ次に移る。最後に企画室から最近の金融環境について説明してもらおう。増淵理事と雨宮企画室参事役、お願いする。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

雨宮企画室参事役

まず、図表1で、クレジット関係の数字から申し上げる。銀行貸出残高は5業態合計で、4月-2.8%ということで3月の-2.4%に比べて若干マイナス幅を拡大した。ただこれは、勿論、資金需要の低迷という基調的な要因がある訳だが、それに加えて、昨年4月はその前の3月が特別保証制度終了を睨んだ駆け込みで貸出が増えたという要因があって、その裏という要因もある。全体としては-2%台半ばの緩やかな減少傾向が続いているということだろうと思われる。いずれにせよ、先程から議論になっているが、金融機関に対するヒアリング情報等では、設備投資資金需要も含めて、期明け後も資金需要の基調に大きな変化は全くみられていないという状況かと思われる。こうした貸出状況に続いて、図表3、CP、社債の動向である。全体として資金需要がない中で、規模は余り伸びない、あるいは伸び率は落ちてくるという状況だが、その中で4月の終わり位から環境は少しずつ好転しているという感じかと思われる。まず、CP発行残高をみると、残高は20兆円~21兆円で横這いという状況になっている。このために末残の前年比も足許4月は8.7%まで落ちてきてはいる。しかし中身をみると、一時ほとんど発行がなくなったA2格以下のウエイトも4月は10%を超えたので、発行環境としては4月入り後改善していると思われる。同様のことが社債発行市場についても言えて、市場局長から報告のあったスプレッドの縮小傾向というのが、4月の終わり位から発行市場でも若干変化を起こしていて、まだ数字的には報告できないが、4月末から5月にかけてシングルA格の社債の発行が増えているというような動きがみられる。これは次の決定会合で計数的に報告できるかと思うが、その他の情報も踏まえて、直接金融市場の環境は若干好転の兆しがみられるということだろうと思われる。ただ、いずれにせよ、ロットは伸びないということなので、図表5で間接・直接両方合わせた民間部門の資金調達をみると、どんどんマイナス幅を拡大していて、直近の4月の数字は-2.1%ということであり、直接金融と間接金融の合計の資金調達をとりはじめた97

年以降、最低の伸びとなっている。以上がクレジット市場の動向である。

次に、図表 6、マネー関係の指標を申し上げる。マネタリーベースからみると、4月は大分新聞等でも報道されたが、36.3%という高い伸びで、因みにマネタリーベースの36%台の伸びというのは、狂乱物価時代74年1月の37%以来の伸びということになる。中身を見ると、日銀当座預金が292%、要するに300%、4倍ということに加えて、4月に入っても、日銀券の発行残高の伸びが引き続き高まっているということが特徴である。因みに5月入り後だが、さすがに幾分鈍化の兆しがみられており、日銀券は16%弱位、日銀当座預金は今年の4月が5兆で、今が15兆ということは、要するに3倍なので200%ということに納まりつつある。ただ、それでも私共の試算だと、5月のでき上がりは、多分29%位の伸びということなので、まだ相当高い伸びで仕上がりそうである。マネーサプライのM2+C Dは、4月は3.6%と細かいでこぼこはあるが、今年に入ってから3%台半ばの伸びが続いている。特に高い伸びとなっているのが、M1の32.6%ということだし、現金が10数%伸びているということはマネタリーベースの統計と同じであるが、預金通貨が38%という高い伸びを示している。これは低金利に加えて、やはりペイオフの対象になっていないということによる、普通預金へのシフトということが端的に表われた数字であって、この預金通貨の38%の伸びというのは、既往ピークの伸びである。このM1の高い伸びのイメージについて図表 8、マネーサプライの前年比と3か月前対比年率のグラフをみると、——今月からM2+C Dと広義流動性以外にM1のグラフを加えたが——全体として広義流動性が余り伸びないで、むしろ伸びを若干縮めている。その中でM2+C Dはそれでも3%台で伸びており、その中で特にM1が突出した伸びになっている。

それから企業金融周りで幾つか申し上げる。金利関連指標をみると、長期プライムレートは4月に2.1%に下げられた後、その後は変わっておらず、短プラ、長プラは動きがない。発行市場でもやはりCPと社債の発行金利が4月に下がったというのがみてとれる。企業の資金調達コストのところで、3か月物のCP発行レートが4月の平均で0.1%まで落ちたとい

うこと、それから社債発行クーポンも、これはスプレッドでみて0.15%、ということで、これはちょっと下がり過ぎだと思う。発行市場は何分サンプルが少ないのでやや数字が飛ぶ訳だが、この0.15%はちょっとスプレッドが縮まり過ぎで、今のマーケットの感じは去年の9月のテロ事件が起きる直前位まで戻ったかなというような感じだろうと思われる。このように金利環境も4月に入って好転している訳だが、若干気になるのが金融機関の貸出態度、特に利鞘重視姿勢がどう表われるかということである。図表13のスプレッド貸出のスプレッドをその一つの材料としてみると、15行合計ベースでみると、やはりここ半年ばかり利鞘が少しずつだが、上昇している。その意味で金融機関が利鞘中心に融資姿勢を厳しくしているという傾向が強まり、しかもそれが少しずつ実現しているかもしれないということが表われている。この辺は中小企業に対するアンケート調査でも表われているところで、図表16では、中小企業の資金繰りや金融機関の貸出態度に関して若干イメージの違う数字が出ている。金融機関の貸出態度判断DIをみると、多少数字のでこぼこはあるが、月次で出るのは中小公庫のものであり、3月5.3、4月4.4とこれは数字が小さくなると「緩和超」が小さくなるということで、厳しくなる訳であるが、やはり中小企業からみた金融機関の貸出態度はまだ厳しくなるという方向にある。にもかかわらず、中小公庫、商工中金の資金繰り判断DIをみると、気持ち好転しはじめている。この中身をみるために、資料の本文の6ページの図表にある中小公庫の調査をみると、資金繰りが窮屈であると答えた企業に窮屈な理由を聞いた結果、実は売上の減少が窮屈な原因と答えた企業は4月には気持ち減り出している。それから、在庫過剰で資金繰りが厳しいと答える企業もこの1~3月期から実は減りはじめているということで、若干の実体経済の改善、あるいは売上げ・収益の若干の改善の兆しがこの辺に表われているが、金融機関の貸出態度が厳しいと答える企業はむしろ4月は増えている。いわば、全体として、実体経済あるいは売上げ・収益が良くなるというプラス要因と、貸出対応が厳しくなるというマイナス要因の引っ張り合いの中で、若干良くなりはじめているという状況だろうと思われる。

当面この引っ張り合いがどういうふうに展開するかを注視していくということになるかと思う。

その結果としての倒産だが、まだちょっと単月でこうなっているという結論を出すには早いと思われるが、一応数字だけ申し上げる。図表 20 であるが、その後、4月の倒産件数が出ているので申し上げると、倒産件数は、3月の1,741件に続く4月の数字が1,611件、前年比が+2.3%、季調済の数字が1,607件ということである。毎回申し上げておき、倒産の件数は、単月では相当振れるので、まだ判断は尚早だが、ひょっとしたらどんどん増えるという感じではなくはじめているかもしれないということだけコメントしておきたいと思う。今月、倒産でやや話題的に特徴を申し上げると、今年に入って上場企業の倒産が増えているということである。上場企業の倒産というのは、過去大体年間10件内外というのが普通であって、これまでのピークで言うと、97年の14件と昨年2001年の14件——これは同じ14件であった——。この二つが上場企業の年間倒産のピークであった。しかし、この4月は4月だけで6件も上場企業の倒産があつて、1月から4月の累計で18件になっている。中身をみると、やはり老舗というか、上場企業なのである程度古い歴史を持ち、それなりの企業が構造変化の中で経営が立ち行かなくなり倒産に追い込まれるというケースが増えているように思われる。業種的にはやはり流通とか、不動産関係が多いようである。以上である。

従って、金融環境を総括すると、多少明るい動きとして直接金融市場の環境の好転ということと、中身的にはなかなか解釈が難しいところもあるが、中小企業等の企業の資金繰りの悪化一服、悪化に歯止めが掛かりつつあるというような二つの材料が明るい芽として出はじめていて、この点を若干基本的見解等でもヘッジしながら加えているというところである。以上である。

速水議長

質問があればどなたからでもどうぞ。

田谷委員

今の上場企業と言ったのは店頭も含めてか。

雨宮企画室参事役

然り。

須田委員

預金通貨の増加ペースは5月に入ってからはどういう状況なのか。

雨宮企画室参事役

これは旬ベースの数字をとっていないが、要するにベースとしては低金利が故の流動性選好の部分と、あとはペイオフ解禁というか、むしろペイオフがかかっているという理由で飛び抜けている訳だから、その理由はまだ続く可能性があるのだろうと思う。これが多分1年先を展望して全面解禁が視野に入ってくるとどう動くかというのは、まだ全く分からないが、こういう状況はもう暫くは続くだろうと思う。他の金融商品を見ても、そういう意味でまだ投信とか外債もこれまでのような傾向に大きな変化はみられていないので、暫くはこういう状況が続くと思う。

田谷委員

現金通貨の伸びと銀行券発行残高の伸びの差というのはボールド・キャッシュと言われるものか。

雨宮企画室参事役

然り。

田谷委員

これは今までもかつてこういう現象はあったのか。

雨宮企画室参事役

当然、ボルト・キャッシュの変化で数字の差は出るが、今は非常にそれが極端に出ている。というのは、数か月前に一度ベースマネーのところ
で説明したことはあるが、今のベースマネーの伸びのうちの、現金のうちのかなりの伸びがボルト・キャッシュの伸びになっていて、実は足許の金融機関の現金保有が4月で前年比3割増になっている。それは、金融システム不安、ペイオフ対策、みずほ要因もあったのかかもしれないが、やはり金融機関自身が非常に厚めに現金を持つという動きが顕著に表われている。その意味ではちょっとこの差が過去ピークかどうか分からないが、少なくとも金融機関の保有現金の前年比の伸びは、4月は36.5%増で、確か既往ピークに近いところになっているはずである。

春委員

でも、まだ金額的には非常に小さいのか。

雨宮企画室参事役

然り。金額的には非常に小さい。

春委員

別のことであるが、起業段階の企業に、ベンチャーキャピタルとか、あ
あいうファンドが資金を供給するというのは、まだ非常に金額的には少ないのか。それはこの図表の方で言うと、やはり直接資本市場調達には入っ
てはいるのか。

雨宮企画室参事役

少なくとも図表4の株式のところ、新規公開で、多少動きがあると説

明した。

春委員

それに当たるのか。

雨宮企画室参事役

例えば、新規公開の一部で全部ではないが、そういう動きが入る。ただ、この動きについては、新規公開は昨年まではそこそこあったのが、昨年の秋口から非常に急激に小さくなっていて、今も足許余り動意はないという状況には余り変わりないと…。

春委員

エンゼル税制とか色々言われているが、ああいう動きは余り少ないのか。

雨宮企画室参事役

少なくともこの統計上は件数と金額は凄く小さいものだから、それが目にみえて出てくるというほどではない。個別に探せばこういう起債が出たとか、ベンチャーでこういうことをやったという話はあるが、全体としてそのオーダーがもの凄く小さいものだから、この図表のグラフを持ち上げる程の動きはまだ出ていないように思う。

田谷委員

図表 13、スプレッドでは 5 行ベースと 15 行ベースでこれだけの差が出ているが、これはどういうふうに見ればよいのか。

雨宮企画室参事役

これは非常に解釈が難しいところである。実は、もともとなぜ主要 5 行ベースと 15 行ベースの二本があるかということ、スプレッドの数字というのはもともと 5 行で出していたが、99 年から 15 行でも数字が取れはじめ

たということで、15行ベースはやや計数集計に時間が掛かりラグはあるが一応二本載せている。実は、5行ベースの中でも特に2行が非常に大きなマイナスになっていて、全体のレベルを下げている。我々の解釈は、もう少し理屈をつけて解釈しようとする、恐らく上位行程貸出先を優良先に絞りつつあって、その中で貸出スプレッドもそうでない場合に比べれば低いところに貸出を集中しはじめていて、それが都銀の中でも下位行になればなる程、より信用力の劣る貸出先のシェアが高いということが、恐らく反映されているのではなかろうかと推論している。

中原委員

この本文の最後の資金繰りが窮屈な理由というのは興味深い。確かに、実体経済で売上げの減少や、在庫の過剰感が減ってきた、という意味では資金繰りが改善したのだが、反面、採算悪化によって窮屈化した先はかなり増えているが。

雨宮企画室参事役

この辺の話は最終的にはやはり短観が出たところで大企業との比較とか、その他も踏まえて話をさせて頂きたいと思っている。ただ、必ずしも一個一個の項目が全部整合的に答えられているかと言うと、必ずしもそうでもないところもあって、例えば中小公庫でも商工中金でも、先程早川調査統計局長の方から報告があったが、採算性という意味ではちょっと違うかもしれないが、売上げのD Iとか収益のD Iは今年の1月位をボトムに、確実に反転している。従ってそれとここの個別のパートは必ずしも整合的ではない部分もある。

中原委員

中小、特に零細企業の資金繰りというのは、やはりここにきて相当銀行から痛めつけられているという声が強くなっている。

雨宮企画室参事役

だから、そこがこの表の一番下のところで厳しくなっているというところが、この後、銀行の貸出や融資姿勢によってこっちにも厳しく出てくるという局面も場合によってはあり得るかもしれないし、引っ張り合いと申し上げたのはそういう意味である。あるいは売上げが良くなって資金繰りが良くなるというのも、多分ばらつきがあって、それに浴することのできる企業とそうでない企業で分かれると思う。

速水議長

他にないか。ちょうど4時になったので今日はこれで終わりたいと思う。明日は午前9時に会合を再開したいと思うのでよろしく願います。なお、予てからお願いしているが、決定会合に対する信認を確保するために、皆様におかれては本日の議事内容についても厳正な機密管理に努めて頂こう、くれぐれも願います。どうもありがとうございました。

(午後4時2分中断、21日午前9時再開)

速水議長

それではただ今から、二日目の金融政策決定会合をはじめたいと思う。はじめに本日の議事の取り進め方について申し上げる。本日はまず、金融経済情勢と金融政策運営方針に関する討議、もしあれば、政府からの出席の方々の発言、そして金融市場調節方針の採決と進めていく。その後、5月分の金融経済月報の基本的見解の取り纏めを行なう。さらに、前々回の会合の議事要旨の承認をして頂きたいと思う。本日、政府からは、財務省から藤井大臣官房総括審議官、内閣府からは小林審議官が出席されている。なお、途中で小林審議官はお帰りになり、その後は、竹中経済財政政策担当大臣が出席されるかもしれないと伺っている。予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録することを前提とするという約束なので、委員および政府からの出席の方々におかれては、その

ことを前提に発言して頂くよう宜しくお願いする。

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

1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

それでは、昨日の執行部からの報告等を踏まえて、金融経済情勢と金融政策運営に関する検討を行ないたいと思う。討議の形式は通例に従って、最初に金融経済情勢に関して順番に意見を頂き、次いで、自由に討議して頂く。その後で金融政策運営に関してもう一度順番に意見を頂戴して、討議して頂く。その後、政府から出席されている方々から意見があれば何うという順序で進めたいと考えている。委員方の意見を伺うが、ポイントを絞って議論して頂くために、金融経済情勢と金融政策運営方針の各ラウンドで、それぞれお一人5分程度を目途にお願いしたいと思う。

ではまず、金融経済情勢について、本日は藤原副総裁からお願いする。

藤原副総裁

金融経済情勢の判断については、昨日の執行部の説明に違和感はない。先月展望レポートを発表したばかりであるが、全体としてはそこで述べた標準シナリオと概ね整合的な形で推移していると言って良いと思う。まず、輸出、生産の持ち直しははっきりとしてきている。労働需給の面で、製造業の所定外労働や新規求人などに、限界的ながら持ち直しの動きがみられるのもその反映だと思われる。物価面でも素材などでは在庫調整の進捗といった需給要因で上昇するものがみられている。国内卸売物価は前月比で横這いとなっており、円安、原油高の影響だけではなく需給改善の影響が出はじめているというのは、まずは事実だと思う。また、こうした实体经济活動の動きが信用スプレッドの収縮や企業の資金繰りの悪化傾向の衣服など、金融環境の限界的な改善に繋がっているようにも見受けられる。その一方で、個人消費や設備投資など国内民需の動きについては、もう少しというか、まだ時間をかけてみる必要があると思われる。限界的な労働

需給に変化が表われはじめているとは言っても、夏のボーナスがかなり減少になることは確実と思われる。個人消費については、当面、消費マインドの改善と賃金の弱い動きとの引っ張り合いになるのではないかと思われる。一方、設備投資についてはまだ回復の目途は立っていないと言わざるを得ない。

海外に目を転じると、アメリカ経済が回復局面にあるのは間違いないにしても、その力強さを巡っては一頃に比べると慎重な見方が増えているようである。その辺はアメリカの株価の方向感を欠いた動きにも表われていると思う。これまでもこの委員会で指摘があったし、私自身も述べたことがあるが、どうもアメリカ経済は高水準の住宅価格で何とか持っているという印象が拭えない。余談だが、アメリカ人である私の義理の兄と友人からもそういった情報が入っている。そうした意味で最近住宅着工が落ちてきているということは大変心配ではある。また、このところやや急速に円高というかドル安が進んでいる。これまでのところはやや行き過ぎたアメリカ景気回復期待の揺り戻しという市場心理に対応しているものと思うが、再び例の双子の赤字的な心配も出はじめているので、よくよく注意していきたいと思う。

以上述べた認識を踏まえると、今回は景気判断は前月より上方修正する。但し、上方修正の仕方は、これまでのように1ノッチというよりもハーフノッチというか小幅というか、慎重に取り運ぶという執行部の提案に違和感はない。ただ、政府が発表した月例報告が「底入れ」という表現を使っているので、世の中、就中マスメディアはここに若干の反応を示すかもしれない。既に示していると思う。この点については、生産、輸出の動向に重点を置いた表現とするのか、最終需要まで含めた表現にするのかの違いであって、基本的な状況認識、現状判断そのものが政府と日銀との間で大きく違っているのではないと思う。私は、こうした考え方については、総裁から記者会見で然るべく丁寧に説明して頂くことが重要だと思うし、基本的にはそれで良いかと思う。しかし、表現の仕方ですまらぬ憶測を呼ぶのも馬鹿馬鹿しいことである。マスコミの報道とそのリアクション、そ

れからマーケットの色々な情報、そういったものが表現を巡って議論が一人歩きするという傾向が日本の風土にはよくある。私達の考え方をしっかりと踏まえたうえで、何かもっと巧い表現があるのかないのか、その辺の表現振りについては他の委員の方々の意見も聞いてみたいと考えている。情勢判断は以上である。

速水議長

それでは次、須田委員お願いします。

須田委員

足許の金融経済情勢について、4月の展望レポートに沿って点検したいと思う。現在、わが国の経済情勢については、輸出・生産が想定以上に持ち直しているという明るい動きがみられる。第1四半期のQEはかなり大きなプラスの成長率になるのでは、とも言われている。しかしながら、これら材料は展望レポートの標準シナリオを明るい方向に変更させるには力不足であると思う。なぜならば、海外経済の今後の回復の程度について引き続き不確実性が高い状況が続いているからである。海外経済の不確定要素としては、米国経済の回復シナリオやインフレ見通し、あるいはアルゼンチンに加えて、最近ブラジルやメキシコ経済の先行きも挙げられているが、何と云ってもその中心は米国経済であることは言うまでもない。そこで、以下では主として米国経済に関する当面の留意点をみておきたいと思う。

米国経済について5月9日に公表された3月のFOMCの議事録を読むと、経済は回復しているが今後の強さについては不確実性が高い、と慎重な景気判断が示されている。足許の経済の力強さにリスク評価は中立的ポジションへと変更されたが、「企業、消費者のコンフィデンスに予想外の大きなショックが生じる可能性を別にしても、経済には非常に大きなダウンサイド・リスクが残されていることは明白である」と記されている。3月のFOMC時点での不確実な要因としては、個人消費については逆資産

効果、雇用情勢の弱さ、エネルギー価格上昇などの影響、設備投資については低い企業コンフィデンス、厳しい競争下での弱い企業収益予想、過剰設備などの影響などが指摘されているが、現在でもそれらについての不確実性に変化はないと思われる。実際、5月7日に開かれたFOMCの声明文の内容は、3月のそれとほぼ同様であることから、3月時点の基本的な景気判断を変更する材料はない、と判断されたのだろうとみている。こうした中で、このところ米国における資金フローの変化が米国企業行動に与える影響も気になっている。すなわち、米国の企業では社債発行による資金調達への依存度を高めているが、これは、エンロン破綻以降の企業財務に対する不信感や貸出や信用枠の見直しなどから、銀行借入れやCPなどの短期債務が難しくなって、その減少を穴埋めしているという面が強いように思う。現在、米国の長短金利差は、歴史的にみてもかなり高い水準にあるので、銀行借入やCPなどの短期債務から社債への切り替えによって資金調達コストが高まっているはずである。特に、現在の社債金利は、トリプルB格の10年物をみると、1年前とほぼ同水準である。従って、企業が社債で資金を調達する場合には、昨年来の金融緩和の恩恵を享受できないことになる。それに加えて財政政策については、90年代はじめに逆戻りしたかのような積極的な姿勢がみられる。財政赤字による資金調達増は長期金利を押し上げ、これが企業の資金調達コストに上乗せされる可能性がある。また、物価が安定的に推移しており、それは金融緩和政策を維持できるというプラスの面もあるが、他方、名目だけでなく実質金利でも調達コストが高止まりしてしまうという面もある。株価低迷の下、株式による資金調達も容易ではない。今年3月、グリーンSPAN議長は講演の中で、「投資家が株式よりも債券を選好する場合、企業は低収益でも安定した事業を選好するようになり、結果的に平均的な生産性の伸びが抑制される」と指摘した。以上のような資金フローの変化の背景には、米国においても投資家、銀行、あるいは個人のリスク許容度の低下があるが、それが企業活動の制約になる可能性があることは、今後の米国経済をみるうえで十分に留意する必要がある、と考えている。なお、国内の投資家のリ

スク回避姿勢が強まるほど、リスク・マネーの供給において、海外への依存度を高めざるを得なくなると考えられる。実際、米国の社債もかなりの部分が海外においてファイナンスされている。国際的な資本の流れの変化が米国企業金融に直接影響を与えかねないリスクにも注意が必要である。以上、循環的な景気回復決定要因として、最も重要だと思われる米国経済を巡るリスクに焦点を当ててきたが、最後に一言、国内のリスク要因について述べておきたいと思う。

現在、私が常に緊張感を持って注視しているリスクは展望レポートの中で第三のリスク要因として挙げた不良債権処理の動向である。新年度入り後、邦銀のリスクテイク姿勢は少しは戻ってきているようだが、ペイオフ解禁による流動性預金比率の高まりが流動資産への運用比率を高める一方で、四半期毎の情報開示を開始するということを念頭におくと、弱い経営体力のもと、銀行は不良資産処理に耐えられるだけの収益を得られるのだろうか懸念している。以上である。

速水議長

次、田谷委員お願いします。

田谷委員

現在の景気局面は、どのようなもので、どう表現したらよいかということを考えてみたいと思う。これは本来、今月の金融経済月報の基本的見解を検討する時に議論すべきことだとは思いますが、ここで私の考えを話したいと思う。

まず、4月の基本的見解では、「わが国の景気は、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」とした。その後、先月末の展望レポートでは「昨年度の日本経済を振り返ると、景気は悪化傾向を辿ったが、年度末にかけては、海外経済の持ち直しを背景に悪化テンポは幾分和らいだ」とし、先行きについては、「景気は今年度下期にかけて下げ止まるものの、自律的な回復力に乏しい展開が続くと考えられる」

とした。一方、先週末発表された5月の月例経済報告では、「景気は、依然厳しい状況にあるが、底入れしている」としている。景気の底入れ判断は、生産の下げ止まり判断ばかりでなく、個人消費、設備投資、輸出といった需要項目それぞれについての判断を前に進めたことによるものと思う。また、来月はじめに発表される第1四半期の国民所得統計でも、統計データの振れによる問題があるにしても、かなり高めの経済成長率が出てきそうである。

そうした中で、日銀の今月の基本的見解が注目されている。前月の見解から純輸出についての見方を前進させることに異論はないと思う。設備投資については、我々の場合は先月も「減少が続いている」ということであつたから、変更なしで良いのではないかと思う。問題となるのは、個人消費あるいは生産をどうみるかだと思う。まず、個人消費についてだが、確かに家計調査のサンプル問題もあるとは思うが、このところ個人消費関連統計の一部に底固さがみられるように思う。家計調査で計算される消費性向は低迷しているが、各種消費者センチメント指標に若干ながら改善の兆しがある。一方、雇用・賃金情勢は依然として厳しいながら、昨日の説明にもあつたように限界的なところで悪化ペースが緩和する動きもある。個人消費については、個人的には、「引き続き弱めの動き」という表現よりは若干強く、月例経済報告にある「横這いながら一部に底固さ」という表現よりは若干弱めといったところが適當ではないかと思う。紙一重の間ということが難しいのは事実だと思う。例えば、個人消費は「やや弱めの動き」とでもしたらどうかというふうに思う。次に、生産についてだが、先月は「下げ止まりつつある」であつた。ミクロ・ヒアリングなどに基づけば、この4~6月は、よりはっきりした増加に転じそうである。ただ、7~9月についてはまだ不透明だが、展望レポートのメインシナリオを前提にすれば、緩やかかもしれないが増加基調は維持されるのではないかと考えられる。こうした理解のもとで、生産に関する判断を、「下げ止まりつつある」から「下げ止まっている」ということを飛ばして、「持ち直しつつある」にしてもいいのではないかと思う。結論としては、足許

の景気を表わす言葉として「悪化」という表現を残すのであれば、生産といった景気の先行部分に一步前に進めた表現を入れることで全体のバランスを取ることも一つの考え方だと思う。例えば、一つの例としては、次のようになるのではないかと思う。「わが国の経済情勢をみると、生産の持ち直し、——あるいは生産の持ち直し傾向——を背景に、悪化のテンポが和らいでいる」、この点については、その他の点を含めて後程議論してみたいと思う。その際、執行部の考え方もよく聞いて議論してみたいと思う。最後に、展望レポートで触れたリスクについては、まだ20日しか経っていないこともあって特に議論することも余りないが、米ドルの下落が介入警戒感の後退ということもあって円にも波及してきたことがある。この点に関する今後の展開については要注意と思っている。以上である。

速水議長

次、植田委員お願いします。

植田委員

アメリカ・アジア経済について一言ずつ申し上げるが、アメリカは昨日の議論にもあったように、やはり依然として先行きに対する不確実性が強く、色々な経済指標に一喜一憂している状態というふうに思う。足許の色々な統計、GDP統計、資本財受注、あるいは、4月の生産の一部のコンポーネント等から判断して、設備投資が増加基調に転じたという点は確認できていないということだと思う。他方、思った以上に消費や住宅投資の好調が長引いているのも事実かと思う。メインのシナリオとして、今年のどこかで、企業部門について、現在の在庫投資が反転しつつあるという段階から設備投資主体への上昇基調へと移行する、という点を変える必要は今のところないのではないかと思っている。

アジアだが、昨日、アメリカとは若干独立に自律的な回復があり得るかという興味深いテーマで少し議論が行なわれたと思う。現状は、韓国、中国といった一部の国の内需にある程度の強さがみられる程度かと思う。ま

た、内需という意味では在庫投資も内需と考えると、IT集約度の高い国では、輸出だけではなくて自国の在庫調整がある程度進んだということから、自国の在庫向けに補填を行ないはじめるという意味での在庫投資あるいは内需が少し出ているという点もあり得るかと思うが、これは当然のことながら、今後をみた場合には最終需要次第ということになるのだと思う。

日本に移って、景気は「底入れ」かという話だが、よく分からない。製造業については皆さんが言われるような感じだが、しかし、これも昨日来、議論があったようにその持続性については、取り敢えず今のところは輸出、米国景気の先行きにかかっているということだと思う。それから、非製造業への波及についても様々ないわゆる構造的問題を抱えているということも明らかかと思う。需要面からみると、皆さんが言われていることの繰り返しだが、純輸出以外は、設備投資は当面弱そうであるし、その反転は米国よりも後というふうにみておくべきかと思う。消費は田谷委員が詳しく触れたが、第1四半期のQEは良さそうだが、基調あるいは第2四半期以降がどうなるかという点については、よく分からないことが多いということだと思う。基本的に6月に出るQEほどはよくないけれども雇用者所得が示すほど悪くはない、という辺りかなと思う。昨日、調統局長が言われていたことについて、私も昔のデータをみてみたが、99年の第1四半期は当初GDPは1.9%、年率8%位の成長という速報が出たが、そのうち、消費の寄与が0.7%である。ところが、現在までにいろいろ修正されたそのデータをみると、結局GDP成長率は-1%、年率で約-4%に下方修正されているし、消費の寄与も-1.3%になっている。こういうことで、6月に出るデータに一喜一憂しないということが必要だろうし、前からやはり色々なところをお願いしているように、内閣府には、速報・確報をどういう一次データからどういう関数を使ってつくっているのか、ということをもう少し明らかにして頂けたらと思う。

最後に、生産周りのデータ以外にも幾つかのコンフィデンス指標、あるいは金融資本市場でのクレジット・リスクに対する過度の警戒感が一時より弱まっているなど良い動きがみられる。ただ、景気底入れの判断という

意味では、一つは製造業まわりの良い動きの持続性について、もう少し情報 that 得られる、あるいは、内需がそれに伴ってか、あるいは、別の要因でもう少し強い基調に転じるというようなことが必要かなと思う。皆さん触れたが、4月30日に展望レポートを発表した訳であるし、そこでは既に4月月末の統計、例えば3月の生産等が発表済みのタイミングでやや慎重な景況感を発表した訳である。これを慌てて修正する程のデータは出ていないと私は思うし、市場もそういうふうに理解しているのではないかと思う。以上である。

速水議長

次、春委員お願いします。

春委員

まず、景気の現状だが、私としては、厳しい状況が続いている中で、輸出の増加や在庫調整の進展を背景に景気は底を打ちつつある、あるいは底入れしつつある、というような認識ではないかと思っている。5月17日の月例経済報告で、政府は、「依然厳しい状況にあるが、底入れしている」という判断を示された。また、皆さん触れているが6月7日発表予定の第1四半期の実質GDPについて、一部のエコノミストの方は高い伸びを予測するなどという見方が増えているように思う。私としては、昨日各局から説明があった金融経済動向の実態認識について特段の異論はないし、また、資料の6の冒頭に示されている「悪化のテンポが和らいでいる」という基本メッセージが正しくないというつもりは全くないが、先程藤原副総裁が言われたような点も含めて、現時点で敢えて「悪化が続いている」ということを基本メッセージとして言わなくてもいいのではないかということをお願いしたい。ちょっと新任の気安さで乱暴なことを申し上げているのかもしれないが。先行きについては、これも各局から説明があったように、米国、東アジアの回復等に支えられた生産面での明るい動きが設備投資や個人消費へ波及するのか、さらには非製造業や中小企業へ広がるの

か、これらについては依然として軽視できないリスクが存在しているというように認識している。

若干個別項目について申し上げますと、厳しい状況を示すデータとしては、これも皆様お触れになったが、個人消費については、失業・倒産が高水準で、かつ雇用・所得環境が悪化していく中で、弱めの動きが続いているという状況だと思う。設備投資についても減少が続いている中で、先行指標といわれている機械受注も1~3月まで大幅に低下していた後で4~6月の見通しが、前期比小幅なマイナスということであるが、これも下振れをするのではないかという懸念があるし、日経新聞の調査でも2年連続の減少というような結果が出ている。この二つについてはなお厳しい状況かと思う。一方、明るいデータとしては、在庫循環については、好調な輸出などに支えられて、鉄鋼とかパルプ・紙加工など在庫調整の進捗を示す業種が順調に増えていることなどがあるし、四半期でみた鉱工業生産も1~3月期は前期比プラスに転じたということかと思う。物価情勢も4月の卸売物価が石油価格等の上昇の影響もあったが、在庫調整の進展等もあって前月比横這いとなり、3か月連続の前月比プラスとなるなど、これまでの低下傾向から横這いに移っているというようにみている。大手の鉄鋼メーカーの経営者の方と面談させて頂いたが、そのメーカーの顧客がさらに最終価格へ転嫁していくというのは、内外の競争激化で非常に難しいという認識ではあったが、在庫調整の進捗等を背景に今後の対顧価格の引き上げについて前向きな発言があった。この間、中小事業者のマインドも、商工中金あるいは中小企業金融公庫の調査でも下げ止まりの兆しがみられているということで、これも一頃の冷め切った状況との比較では、厳しい見通しも幾分和らいだということではないかと思う。また、新しいところでは4月の東京電力の大口販売電力量の前年比も、これまで-5%程度と大幅なマイナスが続いていたが、これが-2%ということでもかなり前年比のマイナス幅が縮小しており、生産の底打ちを裏付けているのではないかと考えられる。確かに日本の企業部門は、三つの過剰の解消といったような重い課題を引き続き抱えているし、減損会計の適用開始というハードルもある

ので、生き残りをかけたリストラを続けなければいけないという状況にあるが、一方で、そのリストラをかなり進めたところもあるし、また社会の新しいニーズに沿ったビジネスモデルを興してきているという業態もある。一つの例だが、総体として低調が続いているとみられる小売業界でも、ドラッグストア業界では前年比+15%というような二桁成長を続けて、2000年度には市場規模 2.7 兆円に達したというような例もある。輸出増加、在庫調整、生産の増加という明るい材料が出始めている中で、こうした動きをどのように企業の収益、投資意欲、消費意欲に結び付けるのか、新産業分野の動静や流通の効率化に向けた動きなども注目していきたいと考えている。

なお、若干補足すると、まず規律の効いた財政政策の運営であるとか、活力を生む経済システム構築に向けた税制改正、あるいはリスク資金の潤滑な供給に資する直接金融の環境整備、こういった諸課題への取組みの進展に注目をしていきたいと思っている。また、金融機関における不良債権処理の徹底や信用コストに合わせた貸出利鞘適正化の動きと、金融機関における目にみえたりストラとが同時並行的に推進されていくことが重要かと思っている。

国内の市場については、5月に入って為替市場でドルの軟弱な地合いがみられて先行きが気になるところであるが、株式市場、債券市場は堅調な地合いにあるほか、短期の金融市場も概ね平静を保っているというように受け止めている。以上である。

速水議長

次、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、昨日の執行部の報告にほとんど違和感ない。ただ、強いて言うとしたら、市場が非常にポジティブなムードに変わっている。これは何も政府の経済報告で底入れ宣言があったということだけ

ではなく、やはり企業業績、決算の発表が集中している中で、非常にリストラが進んでいるということが確認できたからだと思う。サバイバルのためには償却を早めなければいけないという減損会計のスタートを前に、ゼネコン、不動産会社、あるいは鉄道等では大幅な固定資産の減損をやっており、そういうところでは当期損益は大幅な赤字である。しかしエレクトロニクス業界と同じように翌期からは回復するという数字も出てくるので、もう過去の損失ということではなくて前をみようとするマーケットの一つの習性がそういうところに出ているのだと思う。そういうことで、マーケットが非常にポジティブなニュースを取ろうとしているという部分があると思う。ある意味では企業改革を評価しているという部分ではないかなと思っている。従って、今度の基本的見解の表現については、藤原副総裁と大体同じであるが、基本は全く変わらないが、表現の問題でもう少し工夫ができないかなと思う。何も市場におもねる訳ではないが、ファンダメンタルズとは言わないにしても、企業が変わってきているということも含めて、経済主体そのものが少し変わりつつあるということを経験し、もう少し、表現の仕方が前へ出てもいいのかなという感じもする。

次に、米国経済の方であるが、昨日もまた株が下がっている。何も株の動きにいちいち反応する訳ではないが、前日も申し上げたようにやはり米国の株式市場、あるいはさらに言えば、アメリカ経済の奥深くにある10年のブームというものが非常に大きな負の遺産を持っている。それは1990年代の初頭に日本で特金、ファントラを海外に移したのと同じようなことである。アナリストの業績予想の数字に経営者が決算数字を合わせるとか、あるいは場合によってはオーディターまでもそれに合わせていくというような形で、不良資産等を簿外に飛ばしている。典型的にはグローバルクロッシングなどがそうであるが、場合によっては海外のパミュージダ辺りに移しているということもある。今、ウォールストリートではパミュージダボーナスという言葉があって、あそこで溜めて役員がとっている、あるいは利益調整に使っている、というようなことである。資本主義のブームが10年も続くとそういう垢が付いてくると言うことだが、その部分に市場

がやや不信を持っているということが、一つややこしい問題であると思う。アメリカはそういう場合の修正が非常に早い。日本のように10年かかってどうこうというよりは、既にもうどんどんSECが変えているし、あるいはオーディターの中でもルールを変えようという動きがある。そういう面では日本のようにそう長引くとは思わないが、やはり銘柄選択に非常に迷いが出ているということがあると思う。そういう面で、ディスクロージャーのどれを信用すればいいんだという迷いがあるのが現在の姿ではないかなと思っている。昨日もまた、アーンスト&ヤングというオーディターが問題としてアンダーセンに続いて出てきたが、インディペンデンス性に問題があるということである。これは極めてテクニカルなようだが、資本主義の基本、あるいは市場主義の基本であるので、よくみておく必要のあるポイントかなと思っている。

次に、日本の金融資本市場の変化であるが、これは先程から話があるように、4月以降CPとかボンドもリスク・プレミアムが縮小してきている。これはそのとおりであるが、先程の決算にも関連するが、勝ち組、負け組の二極化現象が資本市場においても一層鮮明化してきている。金融システム不安と共存しながらも生き残れる企業、金融システムの中でまだまだ努力を要する会社、あるいは場合によっては退出せざるを得ない会社、これらが並列で歩いている金融資本市場である。そういう面では金融の再生と企業再生を一元的にやるという政府の「骨太の方針」の根本のところを進めていくことが、これは自立的景気回復への基礎固めという中の「骨太の方針」の一番に入ったように、これが一番大きな問題ではないかなと今でも思っている。

次に、各委員が指摘されたドル安の問題である。資金のフローが変わってきたということは、4月の展望レポートでも入っている訳であるが、今はそれが非常にはっきりしたというか、約7年間続いたドル高の動きのやや修正局面的な部分も入ってきている。今の相場と景況感がこれだけ違うのだから、この相場はおかしいという見方が一般的にあるので、この見方が逆に言うと過熱感を出さないし、逆に言うとエネルギーを徐々に徐々に

高めるということで、やはりある段階にくると景気に影響を与えないような形の枠組みというようなものも考える必要がある。これはG7というような場で考える問題だと思うが、今のユーロにとってもドル安がそういうことではないと思う。特にテロの問題とか保護主義の問題とか、古くて新しい双子の赤字の問題とか色々マーケットがドル安要因をハンティングし出すと幾らでもある。今世界経済はそんなに万々歳という訳ではない。先程も米国の問題を申し上げたが、ユーロも日本も問題がある訳である。市場のドル不安を強めないためにも予防的にというのはちょっと早いかもしれないが、やはり相当警戒を要するという具合になってきたと思っている。

先週の金曜日あるいは昨日といい、東京証券取引所の出来高は10億株を越えて売買金額も1兆円を越えるというように非常にエネルギーが出てきているが、冒頭にも申したように、何も表現で逃げるということではないが、私は基本はまだ、皆さん述べられたように悪化は続いていると思う。ただ、「生産面の強さに明るさが出てきた」とか、基本的見解の表現において何か工夫ができないかと思う。それはまた後の議論になるのかもしれないが…。何回も言うがやはり構造問題はそのまま残っているから、基本は悪いということは何も変わっていない訳である。そういう面はあるが、表現の仕方を工夫ができるかできないかということをもた後程機会があれば検討させて頂きたい。以上である。

速水議長

次、中原委員をお願いします。

中原委員

後程の議論だが、表現が大分話題になっているのでそこから一言申し上げる。99年3月頃の景況判断を色々遡って調べてみたが、今の状況としては「悪化」という言葉は使いたくない。やはり「全体として下げ止まりつつある」という程度の表現が妥当ではないかという印象を持っている。

「底入れ」という表現では、やはりベクトルの方向の変化を示すようなニュアンスがあると思うので、「底入れ」という言葉は使えないと私は思っている。表現については後程議論させて頂きたいと思う。

景気の状態について、やや雑駁であるが幾つかのポイントをヒアリングの感触なども踏まえながら申し上げると、輸出と生産の回復は私が想定していたものよりは若干ピッチが速いという感じがする。アメリカ、東アジアの回復が予想以上ということと、やはり円安の影響もあるのだろうと思う。ただ商品的にみると、鋼材などの一部、それから電子デバイス関係などやや偏った感じがある。電子部品でも、液晶とかあるいは、その液晶関連の特殊なIC等が中心であって、連休中に工場を開いたというところは多いが、決してフル稼働とかいうことではないし、製造業一般で操業度、稼働率は上がっていないというのが私の認識である。国内は海外と比べて景色が全く違うというのが高炉メーカーなどの言い分であり、東アジアなどは玉の取り合いという感じがするが、国内の方はなかなかまだ大変である。鋼材なども紐付きと店売りとがある訳だが、需要家との価格交渉はまだまだ漸く相手が土俵に乗りかかってくれたという程度である。それから店売りで売っている建設用鋼材なども、価格を上げたいのだがなかなか浸透しない、需要が弱い、まだまだ時間がかかるし在庫調整ももう少しやらなければいけない、ということを行っている。回復感が出てきているのは輸出比率の高い大企業であり、非製造業との景況感ギャップというのはかなりあるのではないかという感じがする。それから設備投資と消費という問題だが、これもなお悪化が続くというよりは若干明るさが先行きに感じられるようになったと言った方がいいのではないかと思う。設備投資も先行指標の機械受注では、製造業はまあまあプラスになってきたし、非製造業が悪いというのが大きく足を引っ張っているけれども、これも4~6月の方は見通しではプラスに転ずるということでもあるし、中小企業金融公庫の設備投資DIなどでも非製造業は若干悪化が止まりかけているという感じがみえるように思う。雇用と所得はまだ悪化が続くとみざるを得ないが、その割に消費は悪くない。昨日早川調査統計局長も言っておられた

ように、家計調査がどこまで信用できるかどうかというのはあるが、やはりどうしても最初の発表がインパクトを持っている。最初の発表では、GDPがプラスになるかということだが、家計、全世帯の消費水準がこの1~3月で大分プラスになってきたという点は留意するべきだ。当然修正されるだろうが、「景気は気から」の気の部分は最初の発表でインパクトがあるのかもしれない。商品の販売統計も四半期ベースの前期比では底固さが出てきているのではないかと思う。大型小売業の経営者の方に聞くと、商品のサイクルは非常に早い、早め早めにセールを打っていくということで、ここにきて客当り売上げ、それから来店客数が増えてきたという話もある。勿論、全体のパイが大きくなったというのはまだ早い、消費者の信頼感指数も若干の好転を示しはじめていて、デフレ期待も多少薄れてきたということかと思っている。そういうことで、1~3月のGDPは外需の回復を中心にかなりのプラスになるということが推定されるが、そういう点で先月末のリスク展望で、「今年半ば以降で底入れの動きが出る」という辺り、このシナリオももう少し状況をみながら考えてみたい。循環的な面で明るさが出てきたとは言っても、構造問題から回復の持続する強さは、今のところ多くは期待できない。不良債権問題と産業構造問題からくる大企業と中小企業、それから製造業と非製造業、それから世界経済の回復の恩恵を受ける企業とそうでない企業、あるいは産業集積の進んだ都市部とモノカルチャー的な地方経済というような景況感の二極化というのはどうしても今後もさらに進むのではないかと思う。

なお、円高をどうみるかだが、リスク要因として先行き注視はしていく必要があるが、内閣府のアンケートでも輸出企業の採算は115円30銭ということであるし、現在程度の水準であれば景気回復の足を大きく引っ張ることはないだろうと思う。しかし、各社の収益計画というのは125円~130円のところがほとんどであるので、業績の下方修正というようなことになると株価に影響が出てくる可能性がある。株価の方は、これまでアンダー・ウエイトにしてきた修正の動きがまだ今後も出てくるので、下値不安は比較的小さくなったと思うが、企業収益の回復を先取りしている部分

がかなりあるので、今後の収益動向には注視が必要だ。

最後に米国景気をどうみるかだが、一進一退であるが、敢えてポイントを絞ると設備投資については、企業収益の回復がどうなるかということ、それから消費の方はこれまでホーム・エクイティ・ローン等を通じて消費の好調を支えてきた住宅価格がどうなるか、あえてここに絞って議論をする。企業収益については、財務会計上の色々な問題で業績に対する不安・不確実要因も多いが、生産性の大幅な向上、これは在庫投資ではあるが将来の企業収益の回復を物語る場所も大きいと思うし、税制面それから財政面で相当な挺入れが行なわれているというようなことがあって、基本的には企業収益について腰折れのようなことはないのだろうと思っている。住宅価格は、心配の種だが、数字をみると、1～3月の前年同期比でだいたい7～8%上昇しているという数字が出ていて、今後の消費に大きな影響を与えるということやショックをもたらすようなことはないのではないかというふうに私は思っている。以上である。

速水議長

最後に、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

今月の判断のポイントは皆さん触れられたように、一部にみられる改善の動きというものの将来に向けての持続性、それからそれが内需の中心部分を多少とも誘発する力を持っているのかどうか、これらを背景にして物価の情勢に変化が生じるのかどうかという辺りだと思う。今のところ回復の動きというのは、輸出・在庫調整・生産の周辺で生じている訳であるが、海外のポジティブな動きの好影響が及んできている部分が多いと思う。海外経済については皆さんそれぞれ触れられたと思うが、いわゆる標準予測というかブルーチップの予測みたいなものを前提に考えると、ダブルディップ的な動きはこの時点ではなかなか考え難くなってきたというふうに思う。ただ逆に、この1～3月、4～6月と今年前半の回復の動きとい

うのは、やはり世界的なIT在庫調整進捗の影響で伸びがだいぶ高めに
出ている可能性があると思う。それがもし、後半もう少しならかな回復テ
ンポに移行していくのだとすれば、日本の輸出あるいは生産の回復もかな
り緩やかになるというふうにみておくべきではないかと思う。そう考える
と、内需に対する輸出等の波及ということについて、やはり相当時間がか
かるというこれまでの判断を変える必要はないというふうに思っている。
設備投資については、やはり先行指標の動きからみて、私はせいぜい年内
に下げ止まるという程度ではないかと思う。消費については色々な見方が
あり得て、なかなか判断が難しいと思うが、雇用の減少傾向、名目賃金の
低下傾向がいつ止まるのかまだよくみえていない状況だと思うので、私自
身は消費は基本的に弱含みのトレンドの中にあると思っている。ただ、先
程99年のことを一部の方が触れたと思うが、あの時我々は、株価の回復
が個人消費を間接的に刺激しているような部分があるのではないかと、い
うような議論をしたことがある。そういう意味では、企業収益の回復がも
うちょっと明確になってきて株価にそれが反映されるというようなこと
が起きてくるような場合に、資産効果の方から消費に良い影響が及んでく
るといようなことがないとは言えないと思うが、そういうことを抜きに
すると、消費の規定要因というのは暫くは弱い状態が続くのではないかと
思う。消費についても一つだけ申し上げると、一部の消費財について値
戻しの動きというのがあるようであり、これは今後の名目消費に対してど
ういう変化が生ずるのか考えるに値する一つの材料ではないかというふ
うにも思っている。

最後に物価の動きだが、卸売物価はここ3か月位をみると、横這いから
極く限界的に強含みという状況に変わってきている訳であるが、仮に、為
替、海外市況連動型と括り出されているような部分を外してコアの動きと
いうものを捉えてみると、ここ3か月位の間でも年率換算すると恐らく
1%前後位の下落が続いているようにみえる。機械類の趨勢的な値下がり
によって、卸売物価指数はどうしても0.5%位は下落してしまう。0.5%
というのは別に固定された数字ではないが、それ位の下落が継続的に観察

される訳で、直近の状況というのは、それに比べてもまだ多少弱い動きかもしれないというふうに思う。勿論、為替というのは内生的に動く面があるので、為替要因による物価の変動全てを外してコアを考えるとというのはやや恣意的な判断になると思うが、現状はそのように読むことができるように思う。一方、消費者物価については、昨日早川調査統計局長からも話があったように、どうもサービス価格が4月から階段状にがたんと下がるということはなさそうだなというふうに私も思う。元々、名目賃金の変化に合わせて4月から急にサービス価格に変化が生ずるというふうにみていたこと自体、やや性急な見方だったかもしれないという気がする。サービスに対する需要が弱ければ、あるいはその賃金の変化に合わせて一層先行き弱くなれば、先にいって徐々に名目賃金の低下がサービス価格のみならず消費財全体に効いてくるというような価格変化のパターンも想定できないではないと思う。他方で、現実の消費者物価の動きをよくみると、下落幅がゆっくりと縮小しているとみえなくもないという微妙な部分がある。これは何なのかよく分からないが、アネクドータルにみられる輸入依存のビジネス・モデルを多少見直す動きとか、消費者嗜好の変化つまり多少クオリティの高いものに多少高いプライスを払っても構わないというような消費者嗜好の変化というようなものも関係している可能性があるように思う。消費者物価についての大局判断としては需給ギャップが非常に大きい、あるいは縮小に向かっていない状況の下で、CPIは小幅の下落基調を辿るという大きな動きの中にあるというふうに思う。しかし、そういう動きの中で多少の振れというのはあるのかもしれないし、消費者嗜好の変化あるいは輸入依存を多少とも見直すというような動きが出ているのであれば、今後の数字にそれがどういうふうに出てくるのか注目していきたいと思っている。基調判断の文言、表現については後程また議論のラウンドがあると思うが、私は余り余計なことは考えずに淡々と現実を踏まえて判断していけばいいと思うし、今何か急いで判断を変えていかないと政策的にまずい問題が出てくる状況でもないというふうに思っている。以上である。

速水議長

それでは金融情勢について、今皆さんから意見を伺った。何か追加的議論、あるいは意見があれば、自由に発言願う。金融政策運営に直接係る意見はまた後で伺いたいと思う。

須田委員

ちょっと宜しいか。物価についてだが、私も前回に言ったが、山口副総裁が言われたように、消費者物価、特にサービスの価格がこれからどうなるかということに関しては少し注意してみないといけないと思っている。需給ギャップがあって物価が下がるといった時に、製造業の話とサービスの話というのを一緒にして議論していいものかどうかというところがちょっと分からないところである。サービスの価格に影響を及ぼす需給について何をどう考えたら良いのかということを少し教えて頂きたいのだが。

山口副総裁

これは早川調査統計局長が宜しいのではないか。

早川調査統計局長

確かに、サービス業については製造業の稼働率のように非常に分かり易い需給概念がある訳ではないが、そうは言っても一応例えば、サービス業であっても設備みたいなものはあるから、設備稼働率といった統計はないが稼働率に見合ったような状態はある訳である。例えば、私どもの短観の中でも実は生産設備だけではなくて、非製造業についても一部営業設備の稼働状況を聞いているので、そういうのはある。それからあるいは、当然のことながら働いている人の残業時間その他に反映されるような需給概念がある。ただし、実際には私どもは非製造業の稼働率なるものを把握するうえで相当苦勞していて、私どもが技術的に使っているいわゆるフィリップス・カーブ型の物価予測の時には、実は電力の使用量のデータを

使っており、一種の非製造業における設備の稼働率のプロキシとして、それを組み合わせて使っている。ただし、実際にサービス部門とそれからその財の部門についてそれぞれ何かばらして一種の需給と物価の関係をみている訳ではない。言うまでもなく最終的にはフィリップス・カーブ的な関係というのは、真ん中で一個に賃金を媒介にして繋がってくるために、労働市場という観点では、これは製造業も非製造業もない訳である。要するに一種のマクロの労働市場における賃金と失業率の関係があって、それぞれ失業率とギャップ、それから賃金と物価の関係が繋がって、いわゆる物価版フィリップス・カーブが出てくる訳であるので、そうするとサービスの需給と財の需給というのを必ずしも分けて考えるのが本当にいいかどうかというのはマクロで考えると明らかではない。ただ、短期予測、半年とか1年の物事を考えるうえではやはり時々説明しているように、財の世界はこんな感じ、サービスの世界はこんな感じという面があって、特に財の世界は例えば日本の場合であればいわゆるその卸売物価的なコスト要因の動きと、それから輸入ペネトレーションの影響がかなり大きい。一方で、サービスの世界をみると、若干規制的な要素を別にすると賃金の影響が大きい。昨日も申し上げたとおり、去年1年間下がっている賃金の影響がこの4月辺りにまとめて出るかと思っていたら、余り出なかったということである。

速水議長

I T関連のセットアップとかそういうのもサービス部門の中に入る訳か。

早川調査統計局長

勿論、例えばI T関係もソフトウェアなどは勿論そうであるし、それから広い意味での例えば通信関係のサービスなども今は増えているが、これは勿論サービス業になっている。この点については、時々ソフトウェアの販売などについては現状評価もみせていると思うし、それから特に経済産

業省が熱心にそういうデータを集めているので、その辺りのデータについても昔は余りなかったが、最近段々充実してきていると思っている。

速水議長

そういった類のものは、そのWPIとCPIに全く違った形で作用するように思うけれども、どちらにどの位のウェイトで効いてくるのか。

早川調査統計局長

それは要するに、ITのようなものは勿論全ての分野に出てくるし、どちらが大きいかというのはなかなか難しい。本当は消費者物価でも厳密に考えていけば、IT的なものというのは結構大きくなってきていると思うが、価格の作り方という点でどこまで十分に反映できているかという点と難しいと思う。例えば典型的に言うと、今個人が使用しているパソコンでもブロード・バンドの利用が増えてきている訳である。これを例えば、1秒当たりどれだけの信号を送れるかというような評価で、もしみるのであれば、価格はもの凄い勢いで下がっているはずなのだが、多分そのようなものが消費者物価統計に巧く反映されてはいないので、その辺の物価の作り方というのは色々な問題があるということは常に念頭に置いて考えた方が良いと思う。

速水議長

基本的見解の表現の問題は、また後で議論ができると思うが、先程中原委員が言われたように、「わが国の経済情勢について」、まあここは「景気」でも良いと思うが、「輸出の増加や在庫調整の進展を背景に」の後、最後のところが大事だと思うが、「悪化のテンポが和らいでいる」というのと、「わが国の景気を見ると、一部に下げ止まりの動きがみられる」というのと、「わが国の景気は、下げ止まりに向けた動きがみられる」と、この三つのどれが良いのか、どんな表現が良いのか後でまた議論して頂きたいと思う。考えておいて欲しい。

山口副総裁

今まで出た話の中で一、二点だけ。一つは為替相場の動向、その背後にある国際資金フローの問題というのが確かに論点の一つとしてあると思う。最近、国際会議でも多少これは話題になってきていて、資金フローというのは確かに直近のところで見ると、アメリカへの資金流入が多少鈍くなっている。それも直接投資からポート・フォリオに向けての流れの変化みたいなものを多少伴いながらそういうことが起きているというようなことがあって、ひょっとしたらそれも効いているのかもしれないというような言い方もある。ただ、ここまで何年間かアメリカに対する資本の流入を支えてきていたのは相対的にアメリカの生産性上昇が速いこと、それが高い投資効果を生んでいるということがあった訳である。その状況に本当に変化が生じているのかどうかというのは、誰もよく分からない訳で、少なくとも生産性の数字をみる限り去年の第4四半期、今年第1四半期と非常に速い状態が続いている訳である。従って、このところは確かにやや意外なタイミングで意外な大きさのドル安が起きてきている訳だが、これが何かの始まりの前兆なのか、それとも一時的な綾なのか何とも言えないところではないかと思う。ただ、これを受け止める場合に、ユーロ圏においては、原油高、それから特にドイツなどでの賃金攻勢が非常に強いというようなことで、この際、多少ユーロが強くなっても構わないというような雰囲気があるのに対して、日本ではこの局面でこれ以上円高が進んだらどうかというようなことは、ユーロ圏と日本とでは多少受け止め方が違って然るべきではないかという感じを私は持つが、しかし、ではどうできるかと言うと難しいところであると思う。

速水議長

他にあるか。

田谷委員

私がこの点だけ要注意だと申し上げた背景は、確かに今年の第1四半期

などの資金フローをみると欧州からアメリカへのM&A関連の資金流入というのはちょっと小さくなっているという傾向がある。結局、外人投資家、特にヨーロッパ人が何を買っていたかというところ、社債とトレジャリーであるが、社債の外人保有比率は25%に達しているし、あるいはトレジャリーだと昨年末だと外人保有比率は37%になっており、その債券ポート・フォリオの中に占めるドルの比率、どの位の比率がそのインデックスで運用するかという目安をみてみると、ちょっとそれを上回りつつあるという状況にある。では、株はどうかというと、現在、外国人の米国株保有比率というのは11%なのだが、そもそもこれは10年前でも7%位あり、余りここに変化はないし、これからもこれを主流にアメリカに資金が入ってくるということでもないと思う。やはり債券とトレジャリーのところに既にかなりもう入ってしまっており、一方でさらにもっと入らないとバランスがとれないという状況に危機感が生じているということだと思う。確かに現局面の円高というのは、ユーロと全く軌を一にして、この1月でも2月でも1円も余り動いていない訳である。であるから、確かに山口副総裁が言われたようにユーロの方はそれなりにある程度の調整は受け入れる余地があるように我々には思えるのだが、日本にはこれ以上のそういう動きが出た場合、かなり企業収益に対する影響というのが出てくるということで要注意だと、二つの意味で申したのだが、では、だからどうだということではないが相当注意してみないといけなのではないかと思う。

須田委員

今はまだリアル・マネーが出ているというよりは、投機的なポジションでというふうにならざる言われてきていて、私も資金は流れると思っている。タイム・スパンの問題では、凄く短くなっていることが一時的にはかなり為替レートをボラタイルにするかもしれないが、やはりある程度の長さで中期的にみたら私はそんなに円高は進まないのではないかと思っている。

植田委員

よく分からないが、市場では今年のはじめ位からドル高の時代は終わりだという、ある種のセールス・トークみたいな話が非常に根強い形で流れていたように思う。

須田委員

でも、片方では…。

植田委員

アメリカの株が年初ピークを打った辺りからというのと大体似たようなタイミング…。

中原委員

これまでは短期円高、長期円安という見方が強かったのだが、最近は、長期的にも暫く円高の時代が続くのではないかという見方が強くなってきているのではないか。これは、日本の景気回復というのが相当影響しているのではないかと思うし、日本の株式に対する非居住者の見方がここに来て少し変わってきたという感じがあるのではないかなと思っている。

速水議長

去年の11月、12月は今位の水準であっただろう。130円になったのは12月の終わり頃に円安容認とか色々なことを言い出してからだろう。

福間委員

だから、そういうことをする必要は、まだ今のところはないと思う。しかし、小川はだんだん大河になる。そうならないようにみておかないといけない。やはりオーバーハング・ダラーというのは明らかな訳である。今のところ動いていないが、投機家筋が先導することによってストックが動くこともあり得る。これは為替の動きだから、そういうことにならないよ

うにしないと、これはなかなか大変である。プリエンプティブと言葉では言えても、なかなか難しい。やっぱりITブームでドルをオーバーバリュエーションしてしまったということは否めないと思う。ところがITのドットコムブームがポシャったのに、意外にドルが強かったというのが今のアメリカに反映している。と言うのは、特にドイツの投資家筋はNASDAQがもの凄く好きだったが、今はその資本フローはぱったり止まっており、M&Aも止まっている。それにドルが下がると直ぐついて回るのが、最近の保護主義の動きとか、あるいは中東を巡る欧州の対米不信とか、あるいは昨日の副大統領が言った「テロはいつ起こってもおかしくない」ということで、余りムードが良くない。投機に走るとちょっと困るなということではあるが、今直ちに危機だということでは勿論全くない。だけど、全く知らん顔しておいていいような状況でもないということである。

速水議長

それではここでちょっとコーヒーブレイクを取って、10時30分から次の議論に進めていきたいと思う。

(午前10時20分中断、午前10時31分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは時間になったので会合を再開する。先程の意見についてまだ意見があるかも分からないが、次に、当面の金融政策運営方針について皆さんの意見を伺いたいと思う。もう一度藤原副総裁から願います。

藤原副総裁

次回会合までの金融調節方針は、現状維持を支持したいと思う。先程も述べたように、景気判断としては、一歩というか半歩前進で良いと思うが、足取りはまだ脆弱だし、各種のダウンサイド・リスクがまだ強いというこ

とも色々な方から指摘があったとおりである。今は潤沢な流動性供給を継続する姿勢を明確にして、市場の期待を安定させるということがまず第一であり、次いでそれを通じて漸くみえはじめた回復の芽を摘まないようにして行くことが何よりも大事だと思う。理屈から言うと、実体経済面が好転する中で、現在の緩和姿勢を維持することは単なる現状維持ではなくて、実はこれまでの累積的な緩和効果が強まっていっているはずだと思う。その意味で、私共のこれまでの粘り強い金融緩和の効果が目にみえて表われてくるのはこれからだと言えると思う。こういうタイミングで特に気を付けなければならないのは、私共がコミットした強力な時間軸効果を壊さないことだと思う。以上だが、流動性需要の状況について一点だけ述べておくと、流動性需要は、執行部からの報告にもあったように、年度末を越えたということ、それからみずほ要因も落ち着いてきたということから、3月や4月に比べれば後退していて、当預残高はターゲットの範囲内に納まってきている。このこと自体は歓迎すべきことだが、札割れも頻発せずに、15兆円程度の当座預金を維持できているということ、どう考えるかという問題は依然として残っていると思う。昨年12月から本年2月頃にかけて、同じ10兆~15兆円という目標の下で、しかも今よりは金融市場が不安定な状況にあった中で、札割れが頻発していたということとどのように整合的に理解すべきか、これは私にもよく分からないパズルである。一旦供給した流動性は何らかの形で市場に固定化してしまっていて、摩擦なく前の状態に戻ることが難しくなるといったメカニズムがあるのか、ないのか、一種の一時的な短期的な特殊現象が根雪のように積もっていて、それが恒常化していつているのかどうか、その辺はこれからの研究課題だと思う。今後の調節方針を考えていくうえで、このことは何らかの示唆を示しているのかもしれない。従って敢えて言及した次第だが、こうした点も含めて流動性需要の動向は、引き続き注意深く見守っていく必要があると思う。以上である。

須田委員

金融政策運営については、現状維持で結構だと思う。以下では、二つの点について意見を述べさせて頂く。まず第一に、金融経済月報の基本的見解と金融政策の関係についてである。日銀ウォッチャーの間では、政府が「景気は底入れしている」と景気判断を上方修正したことから、日銀ではどうするのかという点に関心が集まっているようである。当然のことながら経済情勢判断では、実体経済活動について、リスク要因とともに先行きを客観的に評価する訳だが、現在は金融緩和スタンスを変更し得る「CPI前年比が安定的にゼロ以上になるまで」ということが実現するまでにまだかなり時間がかかると判断されるので、情勢判断の上方修正と金融政策運営が直接的に対応するような状況ではない。先週末に政府の景気底入れ宣言に関する新聞の社説を読んだが、そこに「異常な状況にある金融政策も正常な状況に戻す準備に入るべきだ」という意見に目が止まった。しかし、万が一にも、日銀の景気状況判断の僅かな変化が、例えば、金融政策を変更する準備が始まるのではないか、などという誤解や憶測を招くことがあってはならないと考えている。この観点と先程述べた私の経済情勢判断からみると、その月報の基本的見解は、このままでも良いと思っているが、具体的な文言は皆さんの意見も聞いてもう少し考えても良いと思っている。

次に最近、構造改革の下での金融緩和政策の効果について、どのように議論を整理すればよいのか、と悩んでいることがあるので、このことについて話したいと思う。出発点は、銀行貸出が減少し続けているという点である。大手銀行では、今年度上期についても、貸出が減少するという姿を描いている模様である。こうした銀行貸出の減少について、日本銀行は次のように説明することが多いと思う。すなわち、「我々はできる限りの金融緩和をやっている。実際にマネタリーベースは非常に高い伸びになっている。しかし、マネーサプライの伸び率は低く、貸出は未だにマイナスという状況が続いている。そして、そのように金融緩和の効果は、企業や家計に浸透しない限り、経済の成長、ひいては物価の安定は実現しない。そ

のためには、民間の需要を引き出すような構造改革の進展が必要である」というロジックである。しかし、現在の金融構造をみると、企業部門も資金余剰である。企業では肥大化し、収益性が低下している資産を切り離したり、また、簿価と時価の乖離を修正している。それが構造改革である。この反対側では、負債、すなわち銀行借入れも減少し続ける。そこで私が疑問に思うことは、金融緩和が実体経済に及ぶ度合いを測る尺度として、結果として生じた銀行貸出量に注目することが適当なのだろうか、ということである。言い換えると、現在の量的緩和政策が実体経済に好影響を及ぼす場合に、それは銀行貸出の増加を必ず伴うものだろうか、ということである。また、金融政策運営とは直接関係ないが、世の中では不良債権処理が進めば貸出が増加するという意見が根強いように思う。このために公的資金を注入すべきであるという主張もみられる。確かに銀行の資本不足が貸出推進の足枷になっている面もあるだろうが、銀行貸出の減少を全て資本不足に帰することもできないのではないかと思っている。いずれにしても、企業部門や家計部門が金融資産・負債の構造を抜本的に再構築するような局面では、資産・負債のグロスの資金の流れと赤字主体、黒字主体の間でのネットの資金の流れに大きな乖離が生じ得ること、内部留保の存在、あるいは構造改革によって貸出以外の資産運用・調達手段の多様化が生じるということを考えると、成長のために必要な投資と銀行の貸出量との間に乖離が生じて当然だと思う。金融政策は、投資に金利・信用チャネルを通じて何らかの影響を与えると考えられるが、その効果の程度を資金の流れという観点から簡単なデータで示すことはできるのか、あるいは金融緩和と貸出の関係をどう説明すれば分かり易いのかということについて、今悩んでいる。さらに言えば、銀行のバランスシートも今後は貸出をはじめ、資産を圧縮することが重要な経営課題になるだろうと思う。こうした中では、銀行の資産の一部を構成する日本銀行当座預金を大幅に積み上げるといふ政策が維持可能なのだろうか、とも考えている。物価が上昇しはじめる前に、そのような時期が到来しないとも限らない。以上、また問いかけをさせて頂いたが、今のような時期にこそ、金融政策運営の考え

方、そして、その対外説明のあり方について改めて考え直すことも必要なのではないかと、というのが私の問題意識である。是非意見を聞かせて頂けたらと思う。以上である。

速水議長

それでは、田谷委員をお願いします。

田谷委員

政策については現状維持で良いと思う。一部大手銀行がもう暫く超過準備を積み上げたままにしておきそうだが、こうした状況では、日銀当座預金残高が時として15兆円を若干上回ることがあっても、現在のディレクティブと概ね整合的と思う。これまでのところ、外銀の4~5兆円にも達する日銀当預残高は、マーケットオペレーション上、安定的な与件となっているが、こうした状況に変化の兆しが出てきた場合などには状況の説明をして頂きたいと思う。以上である。

速水議長

次、植田委員をお願いします。

植田委員

私も現状維持で宜しいと思う。背景の考え方を少し整理してみたいと思う。4月の終わりの展望レポートでは、景況感はやや慎重め、市場のコンセンサス比慎重めだったと思うが、中でも消費者物価指数の伸び率の見通しは、大勢で-1.0~-0.8%ということだった訳である。これは一つには、こういう慎重な見通しを提示したことが、ある意味では時間軸効果を強めて、市場金利の安定に寄与したというプラスの面があったかと思う。他方、今まで出てきている議論とは逆の方向であるが、恐らく外部のかなりの人の頭の中に浮かんだ発想としては、そういうふうにある程度の大きさのデフレがかなりの期間まだ続くと予想するなら、追加緩和策を打ってもいい

のではないかという点かと思う。このとおりだという方向ではないが、それについての私の考えを申し上げてみたいと思う。

まず取り敢えずは、今日これからも議論する点ではあるが、景気は思ったより良くなるかもしれない、あるいはサービス価格が思った程は下がらないかもしれないというような点があるので、もう少し観察してみてからという言い方は一つあり得るかと思う。さらに、低い水準からとはいえ、消費者物価の上昇率、あるいはその期待が実体経済の回復とともに、緩やかにでも上昇していくということであれば、マイナスのレンジの中でだが、それ自体が実質金利を下げるということを通じて、まあ長期金利が余り上がらない場合だが、緩和効果を持つということも言えるかもしれない。しかし、もう一つの大きなポイントは言うまでもなく、追加緩和を行なう余地があるかどうか、そしてその効果についてどう考えるかどうかということかと思う。これについては、取り敢えず、4月以降、あるいは5月になってから一応混乱なく15兆円まで低下させてきた当座預金について、今後はどれ位スムーズにその水準を維持できるかどうか、もう少しみてみたいと思う。これは先程藤原副総裁が言われたポイントとオーバーラップする。その行方次第では、当預目標増加の余地があるかもしれないし、逆の心配をしなければならないかもしれない訳である。そのうえで仮に、緩和の方向で、例えば当預目標をちょっと増やすというような微調整を実施すると、恐らくそれが微調整にとられれば、効果は小さいと思う。その理由については既に何度も議論したところである。あるいは場合によっては、市場は若干の緩和も微調整というふうに考えないかもしれない。すると案外強いインパクトを与えるかもしれない。つまりこの場合は、微調整の先の例えば、大幅な長国買いオペ増、あるいはその他資産の購入等の期待が台頭するということだと思う。勿論、それに応じて期待が動いたり、資産価格が反応するということが経済にとって好ましい方向になるという保証もない。そうした点を含めて、こうしたオペにいくかいかないかという点は、そのオペ等のコストを十分に考慮したうえで決定することが必要かと思う。

もう一つは、我々の今後のスタンスということだが、少しばかりの緩和、あるいは非伝統的なオペレーションよりは、流動性クランチ的なものによる金融システムや経済の底割れを防ぐという役割に徹するという方向感もあり得るかと思う。その面での流動性供給政策の有効性は、これまでかなりはっきりしていたと思う。ただ、この場合はこうしたリスクが、あるいはそれに伴う流動性需要が増大するとか、そういう雰囲気が出てくるところまで基本的には待ちの姿勢ということになる訳である。こういう色々な問題があるということだけ申し上げて、現状維持ということで今回はいきたいと思う。

最後に須田委員が言われたこととの関連であるが、こうした様々な政策をやるかやらないか分からない訳だが、その効果が政府の他の政策の動向と複雑に絡み合っているということも、既に色々議論してきた通りである。その中で不良債権問題との絡み合いであるが、例えば貸出が伸びる伸びないで金融政策の効き方を判断して良いのかというような問いが、須田委員のコメントの中に含まれていたと思うが、何回か前にもちょっと申し上げたと思うが、現在の貸出の残高は恐らく過去において間違った貸出判断、あるいは設備投資判断をしたもののマイナスの遺産のようなものが積み上がっているという色彩がかなり濃いと思う。従って、前向きの動きが出る中ではその部分は大幅に落ちていくというふうに考えざるを得ないと思う。それでも設備投資に何か金融面が貢献するというのは、恐らくやはりバランスシート問題等が改善されて、借り手、貸し手に新しい動きが出てきて、新しいプロジェクトに伴う設備投資が出てくる。一部その資金が貸出でファイナンスされるということであって、マクロの貸出の残高をみてもなかなか分かり難い状況になる。あるいは、マクロは減っていくかもしれないというような状態が、前向きの動きとともに併存するという局面も、十分予想しておかないといけないのではないかなと思う。

速水議長

次、春委員お願いする。

春委員

私の運営方針についての考えも、これまでに言われた方々と同じ現状維持ということである。先程申し上げた私の景気の認識は、若干上方修正するということではあったが、一方で、回復の足取りは弱く、生産回復の波及が他の経済構造に及ばないで失速してしまうというようなりスクも軽視することはできないという受け止め方をしている。従って、金融政策運営は、この景気の好循環に向けた動きをさらに伸ばしていくために、景気に対して最大限従来同様サポートしていくという方向で運営されるべきかと思う。なお、若干の上方修正をすることは、景気の足取りの弱さを考えると、日本銀行としても一層の、金融政策のさらなる緩和が必要となる事態ということもあり得ると思う。何人かの委員の方が言われたかと思うが、また、これまでも日本銀行としては十分検討してきたことと思うが、どんな選択肢があるのか、その場合の効果とか問題点をどう考えるのか、特にそれを対外的にどう説明していくのか、一層十分な検討をしていくことが必要であろうと思っている。以上である。

速水議長

次、福間委員をお願いします。

福間委員

金融調節方針については、現状維持で良いと思っている。今市場が非常に気にしている、あるいはやや神経質になりはじめているのは、今の底入れということをどの程度ポジション調整に織り込むか、あるいは織り込む必要がないかという点である。私が先程申し上げたように、景気に明るい面はみえるけれどもやはり悪化は続いているという景況感が、この10兆円～15兆円の当座預金残高を持たせる量的緩和を続けている一つのベースとしてある訳である。そして市場がそういう景況感と非常に今ハーモナイズして動いているということで、これを敢えて強気で景気をみる必要もない。ただ、株式のところでは申したように、やはり株式市場の方はポジティ

ブに捉えようとしているから、これに水をかけることもない。そういう面で金融調節というのは、今の株式市場、債券市場、あるいは短期金融市場と非常に巧くバランスしており、やはり時間軸をしっかりととる必要があるという今までのスタンスで良いと思っている。

前回の展望レポートのところでも申し上げたが、短期金融市場の疑問点というか、あるいはちょっと私が持っている疑問点がある。本年4月のペイオフ解禁以降、全債務保護措置が切れて、どうも無担コールの市場参加者の行動パターンが変わっていないかということについて非常に関心を持っている。従来は余った金は無担コールに放出していた訳だが、4月以降は余った金は日銀当座預金に置こうという動きが出ているのではないかと述べてきたが、量的緩和と信用リスク過敏という現象が重なって、インターバンクで資金がとれない銀行が日銀の資金放出オペに依存してきているのではないかと。また、市場への資金放出を警戒する銀行が、日銀の資金吸収オペにしか資金を出さない、後は機械的に日銀当預を積み上げる姿になっているのではないかと。結果的に中央銀行は短資ブローカーのようなファンクションを果たしてきているのではないかと思う。この点について、執行部からも説明してもらったが、私共は今後ともよくこの辺をみておく必要があるのではないかと思う。特に来年の流動性を含めたペイオフ解除が始まるのかどうかというのは、今後の一つの大きなポイントであるが、いずれにしても今のスケジュールの中では解除ということになっているので、こういう短期金融市場の動きをナーバスにモニタリングしながらみていくことが必要なのではないかなと思っている。金融市場局ではオペ玉を巧く選定しながら目標残高を達成しているが、この点はなかなか難しい、色々なテクニックが必要かと思うが、15兆円に限りなく近く、あるいはやや超える程度で運営して頂いたらと思っている。以上である。

速水議長

中原委員、願います。

中原委員

金融政策については、現行政策継続で宜しいと思う。米国経済の回復の不確実性がみられるし、金融・資本市場は総じて落ち着いてはいるが、まだ流動性不安が完全に払拭されたということではない。また、デフレ傾向はなお続いており、資金需要はさらに弱い傾向が続くだろう。信用リスク・プレミアムも縮小傾向が多少出ているが、まだそれ程大きく縮小していない。銀行の融資選別の態度は益々厳しくなっている。このような現状判断に立てば、現在の緩和スタンスを継続して安心感を与え続け、实体经济の循環的な回復が展望し得る状況の中で、徹底的な緩和を継続することで、後戻りのリスクを抑え込むということが必要だと思う。

先程の植田委員の話には、色々と感じるところが多いが、やはり基本は、福間委員も言われたが、時間軸というものを基本に据えて金融政策を今後も続けていくべきだと考えている。やはりデフレをプロアクティブに止めるんだという基本姿勢が必要なのではないかというのが、今後の金融政策を考えるうえにおいて基本になるのではないかという気がする。これも度重ねて言われていることであるが、この金融緩和の累積的效果をさらに実効あらしめるために、構造問題の取り組みというのは非常に重要である。特に私の問題意識としてあるのは、最近、不良債権処理と中小企業の構造問題、これをどこでバランスさせて解決していくのかということである。中小企業金融の実態については、色々厳しい話がこのところ益々増えてきているが、やはり基本はハードランディングを避け、セーフティネットを含めて肌理細かな政策対応が必要なだろうと思っている。それから、構造問題でもう一点は、やはり過剰雇用、過剰債務、過剰設備という三つの過剰問題、サプライサイドの問題の解決だが、これに対して政策としてどのような後押しをしていくのか、これも極めて重要なポイントである。企業サイドでのこれまでのリストラで、相当この点は進んできたとは言うものの、先般の内閣府のアンケート調査等でも、3年近くかかるというのが大勢の見方であり、この政策的な後押しとなると、やはり現在議論が行なわれている税制の問題が非常に大きいと思う。経済活性化のための税制

改革が重要だと思うが、中途半端な妥協の産物ではなくて、戦略的な先を見据えたものが期待されると思う。

速水議長

それでは山口副総裁をお願いします。

山口副総裁

私も金融調節は現状維持で良いと思う。内需回復の展望がまだ得られていない状態であり、金融システム不安も別に基本的に解消した訳でもないという状況を踏まえると、現状維持が適当であろうと思う。10～15兆円というターゲットを持っている訳だが、当面はその枠の上限辺りを狙いながら資金を供給していくということで良いと思っている。

そういう意味では、今日の問題では必ずしもないが、今後のことを考えた場合に、一言だけコメントしておきたいことがある。ここまではやや単純化して言うと、事実上0.001%ターゲットングをやってきたというのに近い金融調節だったと思う。マージナルな部分であっても金融緩和の効果を狙ったということに加えて、金融市場のある種の危機管理に迫られてそのような金融調節をやってきたということだと思し、それはそれで建設的なやり方だったと思う。ただ、今後仮に景気回復をさらに示す指標が増えていった場合のことであるが、その場合にやはり0.001%というレートに何が何でも抑え込むというふうな資金供給が良いのか、それとも10～15兆円という枠をキープしながら、マージナルなレートの変動は多少とも容認していくというようなことを考えていくのかという点が、今後の課題としてあるのではないかと思う。今日の時点では、別にマーケットの緊張感を如何なる意味でも掻き立てるのは余り良くないと思うから、単純に現状維持というふうに考えておきたいと思う。今申し上げたことは、植田委員が先程ちょっと問題提起された方向感とは一部若干食い違う面があって、植田委員の問題提起をどういうふうに受け止めるべきか、ずっと先程来考えていた。ここから先は、あくまで将来の問題として議論するが、

我々はCPIデフレが克服されるまでというのか、それが解消されるまで、現在のフレームワークをコミットしている訳であるが、その中でさらに追加的な措置を考えていくのか、それともモデレートなCPIデフレとモデレートなプラスの経済成長率というのが共存するような状態が出てきた場合に、それを政策的にどういうふうに見止めていくのかという、その判断にかかっているのではないかというふうに思う。99年から2000年にかけて、モデレートなCPIデフレと2%弱のプラスの経済成長という状況が出てきた訳であるが、巧くいけばそれと似たような状況が年度の後半から来年度にかけて生まれてくる可能性があると思う。それがこの間の展望レポートでの標準シナリオの基本的な考え方だったと思うが、そういう局面にいった場合に、どういう金融政策を頭に置くべきかという問題ではないかと思った。

それから最後に、須田委員の提起された問題はもっともなことで、いづれやマネタリーベースの爆発的な伸びの説明の仕方について注意を喚起されたと思うが、それと似たような意味で、貸出の減少傾向についても大事な留意点を指摘されたと思う。それとの関連で、実は昨日、銀行のスプレッド貸しのスプレッドが縮小していることについてのある種の議論があったと思うが、やや奇妙なことが起きていて、大手銀行のスプレッドが縮小しながら貸出の減少傾向に拍車が掛かっているという状況が今出ていると思う。都銀の貸出の残高というのは、例の一連の調整をする前の数字でみると、前年比が7%減位になったと思うが、非常に大きな減少になってきていると思う。ドイツなどではちょっとスプレッドが足りないということで、スプレッドを無理矢理拡大しながら貸出が落ちていっているという状況であるが、日本ではスプレッドが縮小しながらも貸出がかなりのスピードで落ちている。それがもし昨日の説明にあったように、優良貸出先へのシフトがさらに進んでいるということの結果だとすれば、振り落とされている貸出が当然ある訳で、それが先程植田委員の言われた過去の誤った貸出の残りなのか、さらにそれにプラス α が加わっているのか、私はそっちの方だろうと思うが、そういうことだとすれば、多少景気回復の局

面に入っているけれども、マクロ的な貸出の減少傾向というのは多分変わらないのだろうと思う。しかし、それは必ずしも金融緩和の効果がそれによって大きく相殺されているという状況ではないだろうと思うし、なぜそうでないのかということについての分析と説明は必要だと思う。

田谷委員

今山口副総裁が言われたスプレッドが縮まっているというのは、一部の大手都銀のことか。

山口副総裁

昨日の企画室の提出資料のグラフにあった、一部大手銀行のことである。

田谷委員

一部大手ですよ。それ以外を含めるとかなり拡大している。15行ベースだと広がっていて、5行ベースだと縮まっている。だから、その5行ベースで今言われたことが起こっているのではないのか。

山口副総裁

そう思う。

中原委員

大手行といえども、実際には、比較的低格付けのところはスプレッドが相当広がっているのではないか。一方で、上位格付の大企業、10段階で3段階、4段階位までのところに対しては、銀行は貸出を積み上げる方向で相当競争しているため、それらのスプレッドはかなり下がっていると思う。全体を平均するとやはり上位企業の貸出残高は大きいと思うので、大手行では平均的にはスプレッドが下がっているかもしれない。実際には二極化が進んでいるということだと思う。貸出残高の7%減少というのは、オフバランス化をどんどん進めて不良債権処理をしているから、その調整をす

ると4%位の減少ということである。

山口副総裁

調整後でも多少減少幅は大きくなっている。

中原委員

確かに、4月は少し拡がっている。

速水議長

それではここで私の見解を言わせて頂いて、それから少し議論があればしたいと思う。

まず、景気の情勢だが、海外経済の回復に伴って輸出の増加が明確になったほか、在庫調整の進展を背景にして生産も持ち直しつつある。こうした動きが、まだ弱めの推移となっている設備投資や個人消費にどのように波及していくのか、よく見守っていくべき段階にあると思う。

これらを踏まえた景気の現状認識については、3か月連続で、幾分上方修正するということが良いのではないかと思う。このような経済の改善の動きは、物価面でも若干の変化をもたらしている。すなわち、国内卸売物価については、輸入物価の上昇や在庫調整進展の影響から、このところほぼ横這いの動きとなっている。こうした変化が拡がりを見せるかどうか、今後の物価情勢について注意深く点検していきたいと思う。

以上、最近の景気情勢のやや明るい面を申し上げたが、前回の会合において展望レポートを巡って議論したように、先行きのダウンサイド・リスクにはなお留意すべき段階にあると考えられる。わが国の景気を大きく左右する米国経済については、企業収益や設備投資に依然明確な改善傾向がみられないことから、一頃の楽観的な見方が幾分修正されつつあるように思う。また、国内においても、不良債権処理をはじめとした構造改革の影響や、資産価格、金融市場の動向等、目が離せないリスク要因がまだまだあると思う。これらを十分に念頭に置いて、情勢判断に当たる必要がある

と思う。

こうした情勢の下での金融政策運営だが、各委員が指摘されたように、現在の金融市場調節方針を現状維持するということで良いと思う。短期金融市場では、4月入り後も、みずほグループのシステム障害の影響もあって高い流動性需要が続いており、本行はいわゆる「なお書き」に従って目標を上回る潤沢な資金供給を行なってきた。市場は漸く落ち着きを取り戻しつつあるようだし、今後は原則に戻って「10兆～15兆円程度」という目標に沿って金融調節に当たることが適当だと思う。勿論、これだけ市場金利が低下している下では、引き続き流動性需要が振れやすい状況にあると考えられる。流動性需要の動向には、細心の注意を払って必要に応じて機動的・弾力的に対応すべきものと思う。

ここで構造改革について一言触れたいと思う。確かに、足許の景気情勢は改善してきたが、不良債権処理を含めた構造改革に強力かつ果敢に取り組む必要性は些かも変わっていないと思う。私としては、6月にかけての経済活性化や税制改革論議等を通じて、構造改革に向けた動きが一段と加速することを期待している。

最後に以上申し上げたことの繰り返しになるかもしれないが、これから私共の考えるべきこと等を取り纏めて言わせて頂く。一応今の段階で年度末対策が一巡して、みずほ問題も落ち着いたので、皆さんもこれからの内外経済をみながらどういうふうにやっていくかということを考えて頂きたい。今一部に明るさのみえはじめた景気をさらに大きく明るくしていくためには、やはり民間の企業経営者に、製造業、非製造業を問わず前向きな経営をして技術の開発等によって経営を活性化してもらって、民間の需要を創造し、拡大してもらうことが大切だと思う。今ならその効果は大きいと思う。これら民間の需要開発を助長していく政府サイドの対策と同時に、先程から出ているように民間金融機関が今こそ良い案件と悪い案件に対してそれぞれ適切な形で対応して、本来の信用仲介機能を発揮してもらいたいと思う。このような動きが始まれば設備投資も伸びていくし、一般消費者のマインドも明るくなって、景気が次第に良くなっていくと思う。

我々としては今後、この点を頭に入れて内外の情勢、変化を注意深くみながら、マクロ、ミクロの適切なとるべき策をよくここで討議していきたいと思う。以上である。私の見解は以上だが、追加的な議論があったらどうぞ言って頂きたいと思う。

植田委員

福間委員と山口副総裁が言われたことにそれぞれ少しずつコメントしてみたい。以前に、短期金融市場において運用したいという意欲が一段と低下していることの背景を披露されたと思うが、昨年度の我々の中では、金利が下がりすぎて普通の意味での資金運用費用に比べても下がってしまったような水準にきており、少なくとも一部の金融機関についてだが、これが資金運用意欲をなくさせて、その分資金の回りが悪くなり、日銀が供給しなければならないという面があるという議論をしていたと思う。先程言われたのは、それに加えて新しいポイントがあるということだと思う。特にペイオフ解禁に伴って借り手のクレジット・リスクを以前以上に意識するようになって、勿論金利との対比だが、資金を放出しなくなったということだと思う。こういう動きが広がってくると非常に危ないし、きちんとみていかないといけないというのは、おっしゃるとおりだと思う。現象面でもどこかに出ているのかというのは、私にはよく分からないが、金融市場局のデータをみると、ターム物の放出が減っているとか、これは銀行のバランスシートの中で負債サイドで流動性預金が増えているということとも関係していると思うが、コールで無担比率が上がっているというようなことがあると思う。それ以上色々な動きが出てくるかどうかは、今後みていくべき注目ポイントの一つということだと思うし、またひっくり返せば、皮肉だが、こういう動きがあることが当預目標達成をある意味で容易にしているということだと思う。

それから山口副総裁が言われた点だが、これは非常に微妙な話だと思うが、結局は昨年3月からの枠組みが何をコミットしているのかという点に関係してくるのだと思う。余り議論しない方が良いのかもしれないが、一

応触れてしまったので、私の意見を少し申し上げてみたいと思う。まず、広い意味でのゼロ金利をコミットしているのか、当預目標の特別の水準、あるいは当預目標を使うというやり方をコミットしているのか、というような問題だと思う。文字どおり読むと、やはり最後の当預目標を使うということを、CPIインフレ率がプラスになるまで続けるというふうにししか読めないと思う。場合によっては、CPIインフレ率がゼロになる前に金利が動きはじめるということもあり得るという——季節変動で動くということだけではなくて、景気の将来の動きについての読みを反映しているとか、そういう動きも含めてだと思うが——可能性も含まれていることだと思う。それではこの可能性、オプションのようなものを行使するのが良いのかどうかという重要な問題が今後出てくると思う。ただ、現実問題としてこれを議論するのはまだ早いと私は判断する。ただ、問題として存在しているし、例えば記者会見等でも最近は聞かれるようになってきているので、景気回復の兆候が出てくるにつれて、この問題についての外部の関心も高まっていると思う。取り敢えず、私自身の現在の時点での意見は、一方で景気回復の兆候が出はじめている訳だが、他方で金融システムに関する色々な不安要因が根強く残っていて、前者から資金需要が上がってくるケースと、後者から資金需要、流動性需要が増えてくるケースと両方あり得て、大抵は分かると思うが、あるいは分かっているにもかかわらず識別して対応することは難しいというリスクが一つあるように思う。それから明らかに景気要因だと分かっているにもかかわらず、短期のところを上げはじめることが中長期をもの凄く反応させてしまうというリスクもあると思う。ただ、勿論こちらは、それはそれで健康な動きだという立論も十分あり得るのだと思う。こうした難しい問題を抱えているということだけ今日はコメントする。

田谷委員

今、植田委員が言われたことに関して、私は、当初このフレームワークを導入した時、これだけ当座預金需要が振れる、不安定になるということは想定していなかったと思う。当時、私が、どういうことを言ったかとい

うのを今思い出してみると、所要準備対比での当預残によって色々なことが判断できると考えていた。例えば、所要対比で当預残が大きければ大きい程時間軸が伸びるというような考えをしていたと思う。ところが、それがほとんど使い物にならないということになって、山口副総裁が提起された問題と植田委員が今言われた問題のすっきりした答えというのは当面はないし、非常に難しいところだと思う。これは議論していかなければいけないし、その時の金融経済情勢に沿って判断していくということかなと思う。今日はこれ位にしておきたいと思うが、非常に難しい問題だと思う。

福間委員

早くそのような問題が議論できるような状況になればいいなと思うが、不良債権問題の処理とバランスシート調整、リセッションの終わる時期をみない限りは駄目である。迂闊にそういう議論をすると、相当オーバーアクションしてしまうと思う。先程、総裁が「ここまで枠組みが揃ったのだから、企業がリスクに挑戦すべきだ」と言われたが、まさに私もそう思っている。やはりここから動くのは私企業だと思うが、だからこそ今度発表された決算報告もあれだけの減損処理をやっており、要するにもう問題をキャリーオーバーできないということで、生きるためにはとにかくリストラをやる、あるいは減損会計をやるというようなことである。ただ、ちょうど今バランスシート調整の真っ只中ということを見ると、勿論将来の問題として考えなければならないが、そういう好ましい状況が出た時にゆっくり議論させて頂きたい。

山口副総裁

それはそうだと思う。厳密に言えば、植田委員が今コメントされたことは、私が先程提起した問題よりさらに先の問題であって、去年3月の政策変更で決めたことは何をコミットしたものだかという形で問題を提起されたと思う。私が前の発言で申し上げたことは、それから数か月経って0.001%のレジームにいわばチェンジしている訳であり、それは去年の

秋のはじめ位以降の話だと思う。私は、主として、ここ数か月の調節のことを念頭に置きながら申し上げた訳であるが、「なお書き」をいわば常態化させながら0.001%にコールレートを誘導する、それによって金融市場の秩序と安定を是が非でも維持するというようなことでここまで来た訳であるが、10~15兆円というターゲットをもう少し忠実に実行していくということにするだけでも多少の変化が出てくるかもしれないという問題があると思う。その問題の方が多分先に出てくるのではないかなと思うが、それも含めて今日はこの辺にしておきたいと思う。

中原委員

私は福間委員の言われたことに全く賛成である。議論があることは分かるが、執行部には、議事要旨の書き方として、相当慎重にその辺のニュアンスをきちんと伝えるように、あるいはきちんと伝えることが難しければそこは巧く誤解を与えないような表現をしてもらいたいと思う。このところ、議事要旨のニュアンスについて、私は色々と注文をつけているが、我々がこうやって内部で議論していることのやり取りが全て伝わる訳ではなく、文字面だけで判断されるので、とても重要であると考えているためだ。

それから、もう一つは、私は13年3月の政策決定会合にはまだ審議委員ではなかったので、その決定の詳細について知り得ない。しかし、外からみている日銀の決定内容、それからその後の行動パターン、この受け止め方と内部でハムレットのように悩んでいる形との間にはかなりギャップがある訳であり、やはり外がどうこれを受け取っているかということはある程度考えながら対外的な説明をしていく必要があるのではないかなというのが私の感じである。

速水議長

今日のところはこの議論はこの辺までとしたい。大体皆さんこれからの課題を言われているので、これから面白い討議が始まっていくと思う。こ

ここで政府から出席下さった竹中大臣から何かあればどうぞ。

竹中経済財政政策担当大臣

久し振りにこの会合に出席して議論を聞かせて頂いて、最後の議論はもうちょっと聞きたかったなという気がしない訳ではないが、政府の政策の現状と政策に関するコメントをさせて頂きたいと思う。

承知のように先週行なった月例経済報告で、私達は、景気は、依然厳しい状況にあるけれども底入れしているということで、「底入れ」という言葉を使った。3か月連続の上方修正であり、2月までは、「景気は悪化を続けている」と言っていたが、3月に「一部に下げ止まりの兆し」という表現を使い、4月は「底入れに向けた動きがみられる」という表現にして、5月に「底入れしている」とした。前半の皆さんの議論は聞けなかったが、皆さんの方がまだ厳しい見方をしておられるのかなという気もするが、基本的には、同じ統計をみている訳であり、私たちは、輸出の動向と生産の動き、それと在庫の動き等々に注目して、「底入れ」という判断をした。勿論、皆さんのお話の中にも出たように、設備投資に関しては相当まだ厳しい状況であるということは認識をしている。卸売物価は下げ止まってはいるが、基本的にはこれは短期的な原油とか為替レートの動きによるもので、非鉄金属等の一部には需給を反映した動きもあるかもしれないが、デフレ動向については、決して安心はしていない。アメリカについても指摘のように同様のリスク要因を抱えている。ただ、判断に踏み切った一つの要因としては、アメリカについては、生産性上昇のトレンドが非常に強いこと、サプライサイドが非常に強いということを背景に、幾つかのリスク要因はあるけれども経済はそこそこの動きをしていくであろうと考えた。当面は、国内では設備投資の状況が注目される場所であるが、もう一つは、やはり為替レートがどうなるかという点、これもアメリカの経済との関係にもなるかもしれないが、これが短期的には判断要因であるというふうに思っている。同時に申し上げたいのは、底入れはしたけれども今後の回復力というのは、このままでは決してそんなに強いものではないという

ことと、あくまで循環的な動きと構造的な問題というのは区別しなければいけない。こういう時期にこそ構造的な問題について本当に政策を進めることができるかどうか、日本経済の今後に極めて大きい影響を与える訳で、この点は総理以下皆かなり心している積もりである。そうした中で、実は6月に向けて今、大変重要な政策論議を幾つかしている。今日の夕刻も経済財政諮問会議があり、速水総裁にもおいで頂くが、6月末までに三つの大きなことを決めなければいけないと思っている。

一つは、経済活性化戦略について、これは規制緩和等々が中心になるが、他にも人材の育成とか非常に包括的なものである。特に規制改革に関しては、今回は規制緩和を中心にした「構造改革特区」を作れるかという点について非常に重心を置いた議論をしているところである。

もう一つが税制の改革である。今日の新聞等々でも一部報じられているが、税制の改革になると、必ずもの凄く沢山のいわゆる政策減税要求ばかりが出てくる。しかし、今回の税制改革というのは、もっと抜本的なものであって、そういった政策減税は全く不必要だとは言わないが、そういうところに議論の本質があってはいけない。これはやはり俗に言う「広く、薄く」であり、特に法人課税においては実効税率を国際的な水準からみてどのように下げられるかという点が大変重要であろうという非常に強い問題意識を持って議論をしている。しかし、同時に、財政のバランス、これは今年の1月の「改革と展望」で述べたように約10年を目途に回復させるという、このシナリオは絶対に崩せない訳で、それを実現するための一部での増収の政治的困難さ、その他幾つかの困難な要因をどのように克服していけるかということ、これはもうかなり急いで詰めなければいけないと思っている。

もう一つは、税制というのは歳入であるから、歳入と歳出は常に一体化して議論しなければいけないということで、歳出の議論も今進めているところである。

いずれにしても政府の政策は、まず財政の健全化の姿を明確にし、一方で、規制改革を徹底して行ない、若干の税の構造改革をしつつ、税のほか

にもインセンティブを与える。財政の健全化、規制の緩和・改革、税、インセンティブ、どれをとっても大変難しい問題だが、一応メニューに載ったと思っているところである。実は昨日も小泉首相と相談したが、政府がやるべきことというのは、今申し上げた財政の健全化とか規制の緩和とか、やはり本来やるべき非常にシンプルなことを徹底的にやることである。その点からいうと、一つやはりまだ残された問題として、マネーサプライが安定的に増えていけるような状況をいかに作り出すかという本題が残されていると思う。誤解ないように申し上げるが、これは日銀だけでできる問題とは勿論思っていないし、先程から議論されているように不良債権の処理、マネーそのものの中に一種のストック調整みたいなものが必要な段階になっているのだと思う。これについては、どうしても株が少し上がると、不良債権処理の手が緩むということが言われる訳だが、そうなっては本当に元も子もない訳で、そこはしっかりと議論をしたいと思っている。

これに関連して最後に是非一点、中央銀行というのは一体どういう中間目標を用いて政策運営するかというのは非常に長い議論だと思う。それが一つの指標であるとも勿論思わないが、マネーサプライが本来だったら今の日本でどの位伸びなければいけないのか、繰り返すが、それが全部日銀の責任であるとは思わないが、そういう議論はやはりどこかでして頂く必要があるのかなと思っている。そのうえで、今申し上げたとおりだが、引き続き不良債権処理の一層の促進と強固な金融システムの構築に向けた議論を続けて、日本銀行と一致協力してデフレ阻止に向けて強い決意で臨むので、日本銀行におかれても、実効性のある金融政策の検討・実施を継続して頂きたいということを申し上げたいと思う。以上である。

速水議長

それでは藤井総括審議官をお願いします。

藤井財務省総括審議官

今、竹中大臣からお話があったが、5月の月例経済報告、この中で政府

はこのような景気の動き、「底入れ」ということであるが、この動きを、「民需主導の持続的な経済の成長に繋げるため、引き続き構造改革を断行しつつ、日本銀行と一致協力して、デフレ阻止に向けて強い決意で臨む」としている。これも先程大臣が言われたように、6月に向けて、このような観点に立って、税制の抜本的見直し、あるいは経済の活性化について基本的な方針を取り纏めることとしている。

これも本日議論があったが、現在、当座預金残高目標の上限である 15兆円程度の水準で資金供給が行なわれているが、今後とも経済・市場動向や金融情勢について十分注視しつつ資金需要が急激に増大するような場合には、弾力的な対応をお願いしたいと思う。また、景気が底入れをしているこの時期、デフレから脱却し、経済の本格的な回復をさらに確実ならしめるため、引き続き適切な金融政策運営が必要であり、さらなる工夫を講じるべく幅広く検討頂き、思い切った対応がとられるようお願いしたいと考えている。以上である。

速水議長

それでは、もう少し議論があるか。

須田委員

マネーサプライのことだが、先程議論したように、必ずしも貸出が増えることが望ましいということではなくて、構造調整の過程では貸出が減るということもあるということは、その時のマネーサプライというのはベースマネーに比べて少ないかもしれないという問題もあるから、構造問題を離れて、では望ましいマネーサプライがどの位かという議論は非常に難しいのではないかと思っている。

竹中経済財政政策担当大臣

承知している。

植田委員

極めて単純に言えば今は、3%台後半である。

速水議長

その位でずっと安定している。

植田委員

非常に単純に中長期的に望ましいマネーの伸びを言ってみろと言われたら、その率から余り離れていないのではないか。まあ、適正なインフレ率と潜在成長率を足したようなところだと思うが、大体そのようなところにきそうに思う。それと、マネーを中間目標に使うという議論は昔からある訳だが、多くの先進国の中央銀行は使ったり使わなかったりしながら、段々使わなくなっているのだと思う。色々な意味でディストートされた指標なので、使い勝手が悪いなという方向に何となく意見の一致がみられつつあって、残っている中で有名なのはECBだが、これも今扱いに困っているという状況かなと私は思っている。

竹中経済財政政策担当大臣

方向としては、そういう議論なのだろうなと私も思う。ただ、同時に恐らく、植田委員も言われていたがマネーサプライがどうでもいいということでは決してないと思う。そういう点から言うと、色々な構造問題、特に今須田委員が言われたような、銀行のバランスシート上の構造問題をなくして結果的にある程度マネーサプライが伸びるとすると、それが3%台後半なのか、もう少し高いのかという議論はあろうかと思うが、それがやはり一つの結果としてみえてくる。それを最終的な望まれる姿ということで描いて政策運営していくということは、私はやはりあって然るべきなのかなと思っている。そういう意味で先程言ったように、やはり非常にシンプルな枠組みを政府が用意する。そこで政府のパフォーマンスを計るのは、私は一つの政府のあり方だと思っている。マネーサプライだけが一

人歩きするというのは本質的には問題あると思うが、その辺は一度金融庁ともっと議論しなければいけないと思うが、そういう意識でちょっと意見を伺った。

中原委員

植田委員にちょっと教えて頂きたい。流動性預金は相対的にはもの凄く増えている。流動性預金の増加というのが、いわゆるマネーサプライの適正な増加という数字を考えるうえにおいて、流動性預金の効果は一般的な意味で、マネーサプライの増加の効果がより高いという議論、意見もあるがどうか。

植田委員

それは知らなかった。一つの考えられる筋道は、預金が入ってきた時に資産運用でどこに行くかというのが、定期性預金と流動性預金で違うかどうかというポイントがあると思う。いずれにせよ、貸出にせよ、債券運用にせよ、そういうものに回れば、いわゆる信用乗数過程が回りはじめるが、日銀当預に置いておくと回らないと思う。では定期ではなくて流動性で入ってきた時に日銀当預に置いておく可能性が高いか低いかと言われると、高いような気がしないでもない。そうするとマネーの伸びに対してはマイナスの要因という見方も、そこだけをとるとできなくもない。言われるような議論は別にあるのだと思う。

速水議長

ほかになれば、ここで議案の取り纏めに移りたいと思う。先程の委員による検討によると、当面の金融市場調節方針について現状維持という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。ほかには正式に議案を提出されたい方はいるか。それではどなたからも正式な議案の提出はないようなので、事務局は私の議案を確認のためもう一度読み上げて欲しい。

雨宮企画室参事役

それでは議長案を読み上げる。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。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5月21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

私の議案は多数の委員の考えを集約したものである。そのほか質問や追加的な討議があればどうぞお願いします。

それでは一応議論が出尽くしているので採決に移りたいと思う。異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

それでは異議がないようなので、採決する。政府からの出席の方は一旦退室願う。

[政府からの出席者退室]

(午前11時44分竹中経済財政政策担当大臣退室)

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決裁を得た後、その結果を報告願う。

[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：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

採決が終了したので、政府からの出席者を呼んで欲しい。

[政府からの出席者入室]

それではただ今政策委員会として当面の金融市場調節方針として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願います。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。

IV. 金融経済月報の検討

速水議長

次に金融経済月報の検討に入りたいと思う。金融経済月報のうち、最初の4ページが本委員会での正式な決定事項になるので、本日はこれまでの議論を踏まえて検討をお願いする。まず調査統計局の門間企画役と企画室の雨宮参事役からポイントを説明してもらおう。

門間調査統計局企画役

それではまず、いつものように実体経済部分から申し上げる。冒頭の総論だが、「わが国の経済情勢をみると、輸出の増加や在庫調整の進展を背景に、悪化のテンポが和らいでいる」としていて、3か月連続の上方修正である。議論があったように、足許の情勢については、やはり生産が思ったよりも強いという現象がある。その背景としては、輸出の増加や在庫調整の進展、これが予想以上に進んでいるということなので、それを素直に反映させてこういう表現にしている。ただ、一部の委員から指摘があったように、この部分を生産を中心に書き直すということも可能であろうかと思う。例えば、「輸出が増加し、生産が持ち直しつつある」などといったような表現が一例として挙げられるかと思う。それから最後の「悪化のテンポが和らいでいる」というところだが、これは素直に前回からワンノッチ上方修正すると、こういった表現になるが、ここも「悪化」という言葉を使うかどうかということについて工夫の余地はないかといったような議論があった。それとの関連では、例えば「一部に下げ止まりの動きがみられる」といったような、これもあくまでも一例であるが、そういった表現が、一つは可能かと思う。それから若干細かいことだが、冒頭の「経済情勢」という表現があるが、前月までは「景気」という言葉を使っていた。我々としては、景気も経済情勢も同じ意味で使ってきている訳だが、我々

の「景気判断」の「景気」というのは、いわゆる景気基準日付的な意味での景気ではなくて、家計部門とか非製造業を含めた経済全体としての景気であるということを踏まえると、今回については、「経済情勢」という言葉を使った方が、何かと誤解を生みにくいかと思って取り敢えずこのようにしている。

それから各論だが、内需の方はほとんど変化がない。純輸出のところが増加しているということで、前月比上方修正、それから在庫、生産周りのところが修正されていて、生産については今回は「持ち直しつつある」ということで、はじめてプラスの方向の表現を使っている。修正部分が、この輸出・生産に止まるということで、設備も減少、次の雇用・所得環境も悪化しているということなので、冒頭の上方修正の幅も小幅に止めるということで、取り敢えずこのような表現にしている。それからこれも細かいことだが、各論の並び方だが、今回は設備投資から順番に書いている。実は前月までは純輸出が冒頭にあって、設備投資以下内需が続いていた。今回は生産のところで持ち直しというプラス方向の表現を使っているので、文章の繋がり上、生産の直ぐ直前が輸出の方が座りが良いということでこのようにしている。

それから先行きだが、先行きも同じようにまず最初に国内需要を述べて、次に輸出環境と整理している。従って、国内需要は、書いてある位置が変わっているだけで、書かれている内容は全く一語一句同じである。それから次の輸出環境についても、書かれている内容は前月と変わっていない。海外経済の回復、それから情報関連財の在庫調整、それから昨年秋と比べればまだなお円安といったような点を指摘している。「これらを背景に、輸出は、緩やかな回復を続ける」といったようなところも前月と同じである。その次の、「鉱工業生産は、在庫調整の進展にも支えられて、緩やかな増加傾向を辿るとみられる」というところが前月に比べて上方修正である。前月は「当面横這い圏内」としていたので、ここを変えたということである。ただ、この先行きのブロック全体の中で、明確に前月から変えたのは、ある意味この部分だけで、それ以降のメカニズム等々の部分については、

若干この生産が足許から増えるということに伴って文章を整理し直しているが、書かれている内容は基本的に変わっていない。すなわち、生産の増加が企業収益の回復を促し、それがいずれは国内民間需要を支えるというメカニズムを書いている。従って、その次の「以上を総合すると、わが国の景気は、全体として次第に下げ止まっていく」というメカニズム、そういうふうに総括してある。それからその以下のただし書き、それから最後のリスクのところについても、前月と書かれている内容は基本的に同じであるが、一点だけ、原油価格動向というのが内容的にはこれまでなかった部分で、新しくリスク要因として原油価格動向を含めて不確実な要素が少なくないというところを付け加えた。

それから最後に物価のブロックだが、ここは大きな変更としては二点あって、一点は国内卸売物価の判断である。まず三行目、現状について、「このところほぼ横這いとなっている」と書いている。それから先行きについても、「当面、横這い圏内で推移する可能性が高い」と、消費者物価と書き分けている。それから二点目の変更点だが、前月の一番最後の文として、「需要の弱さに起因する物価低下圧力がさらに強まる可能性には引き続き留意が必要である」という文言があるが、このリスクの文を今回は削除してある。これは足許の卸売物価の感じが変わってきており、それから景気の判断も3か月連続の上方修正ということで、既にこのブロックのパラグラフで「需給バランスの面からは、物価に対する低下圧力が掛かり続けていく」と書いているので、それに加えてさらにこうしたリスクを指摘するのは、少し足許の状況にはそぐわないのではないかといったような判断で、ここは落としてある。なお、この文言は2001年3月からずっと入っていたが、今回は久方ぶりにこれを取るということになる。実体経済部分は以上である。

雨宮企画室参事役

次に金融パートを説明する。説明する点は、四点あるが、まず、この間の事実を記述したものとして二点申し上げると、まず一番最初のパラグラ

フである。これは日銀当座預金の推移ということで、前月の3月末の記述を改め、その後15兆円まで足許戻っているという記述をしているというのが一つ目である。もう一つ事実の記述として、マネタリーベースのところだが、ここは「大手行のシステム障害を背景に、新年度入り後も流動性需要が高止まったこともあり、伸びを一段と高めた」ということで、マネタリーベースがさらに伸びを高めた理由を明示的に書いた。これは勿論、この後仮に下がった時の説明もあるので、この委員会でも議論になっているようなこういう大きな動きについては、やはりきちんと説明した方が良さだろうということで入れたものである。

それから、全般の金融環境の判断に関する事項として二点申し上げる。一つは社債・CP市場の環境が若干良くなっているということである。真ん中当たりのパラグラフ、「社債、CPなど市場を通じた企業の資金調達環境をみると」というところだが、「低格付け企業の発行環境は総じて厳しい状況が続いているが、高格付け企業では、このところ改善している」としている。これは前月までは表現が逆で、高格付け企業は概ね良好だが、低格付け企業は厳しいという表現だったものを、入れ替えたという非常に慎重な進め方にしている。もう一点は、一番最後のパラグラフで総括のところだが、「また、企業の資金繰りも、悪化傾向に歯止めが掛かりつつある」としている。ここもまだ恐らく改善が始まったとか、好転したというにはやや時期尚早であって、この辺はもう1~2か月、企業・銀行サイドのヒアリング、最終的には7月の頭に出る短観で、大企業、中堅・中小、業種別に資金繰り関係のデータが一応全部確認できるので、その辺をみて判断したいと思う。そういうことで、若干の変化の兆しということで、二点、社債・CP市場の環境と資金繰りの話題を書いたということである。しかしということで、ヘッジの文言は変えていない。以上である。

速水議長

それでは、総論は最後にして、各論から入っていくが、各論で何か意見はあるか。

田谷委員

小さいところで申し訳ないが、先行きの「以上を総合すると」のところ
で、「また、輸出環境についても、米国をはじめとする海外経済の先行き
には…」というところがあるが、ここの主語は「米国をはじめとする海外
経済の先行き」だと思う。そうすると、「原油価格動向を含めて、不確実
な要素」というと、何かおかしいので、例えば「先行きにはエネルギー価
格動向の影響を含めて」という意味ではないかなと思うが。

門間調査統計局企画役

そこはそのとおりである。

田谷委員

こういう文脈として、使っているのであろう。

門間調査統計局企画役

ここはあくまでも、アメリカ等の海外経済に与える影響を通じて日本に
影響が及ぶという意味で使っているので、そのとおりである。ただ、その
場合に、エネルギー価格と言い換えるかどうかというのは、また議論のあ
るところかもしれない。

速水議長

原油価格に換えてエネルギー価格か。

門間調査統計局企画役

そこは、「原油」のままで宜しいか、あるいは、「エネルギー価格」とす
るか、それと「価格動向の影響を含めて」というか。その「影響」の方が
宜しいかと思うが。「エネルギー」か「原油」かということについては如
何か。

雨宮企画室参事役

今までずっと「原油価格」と言っているので、「エネルギー」と書くと、何か天然ガスとかほかのところに日銀が凄いリスクを感じているのかなとみられるかもしれない。

早川調査統計局長

展望レポートでは「原油価格」という表現を使っている。

田谷委員

結構である。

門間調査統計局企画役

では、ここは、「原油価格動向の影響」でよいか。

田谷委員

原油価格の…。

雨宮企画室参事役

よく使うのは、「原油価格の動向とその影響」とかいう表現である。

速水議長

それではそうしようか。「原油価格の動向とその影響」ね。

田谷委員

はい。

速水議長

各論はこれでよいか。

田谷委員

私は個人消費のところで、半歩でも四分の一步でも、何かちょっと強められないかなという意見を持っているが。

門間調査統計局企画役

先程、「やや弱めの動き」と言われた。

田谷委員

「やや弱めの動き」となっていると。

速水議長

「やや」で良いのか。

田谷委員

私はそう思うが、ほかの方はどうか。

速水議長

どうか、ほかの皆さん。

中原委員

私も「やや」でよい。

速水議長

ほかに各論で意見はあるか。

田谷委員

あともう一つ、金融のところだが。

速水議長

金融に進む前に、各論は宜しいか。その次は先行き、今一か所直したが、そのほかに何かあるか。宜しいか。

雨宮企画室参事役

消費は、そうすると「やや」を入れるということで宜しいか。

田谷委員

そんな強い意見は持っていないが。

山口副総裁

「引き続き」は取るということか。

田谷委員

「引き続き」は取って「やや弱めの動きとなっている」ではどうか。

速水議長

「引き続き」を取るのか。

山口副総裁

「やや」にするなら「引き続き」は取らなくても良いと思うが。

速水議長

「やや弱めの動きとなっている」とするのか。

田谷委員

そこは大事なところでもあると思うのだが。

速水議長

どうか。他のみなさんの意見は。

山口副総裁

何で読むのか。家計調査か。

田谷委員

家計調査とマインドの改善、それともう一つ労働関係統計の限界的な改善、この三つだが。

山口副総裁

最後に言われたのは、ちょっとまだ消費に引っ掛けて使うのは尚早であると思うが。

田谷委員

結局、消費と消費性向と所得という三つの点でみると、まあ色々問題あるにせよ、消費という点では家計調査、二番目の消費性向という点では、家計調査では変わっていないが、若干ながら各種のマインド調査で改善の兆候がみられる。三番目の所得のところは、やっぱり少し変化が出てきたかなという気がしたので申し上げた。確かに三番目のところは、まだほとんど動きという動きにはなっていないと思う。

福間委員

どうも雇用状況やボーナスの動向、あるいはさらに追加のリストラを考えると、あるいは世の中の人々のスペンディングの仕方をみていると、そこまで変化を捉える程のところまで、まだきていないのではないかと思う。まあ、この辺は非常に主観の問題が入ってしまうのだが。

中原委員

販売統計の合成指数のグラフをみると、ちょっと上向きになっている。

福間委員

ただ、昨日説明のあったコンビニや百貨店もそうだが、街に出てみると、やはり消費は悪いように思う。

中原委員

分からないですよ。

田谷委員

それもやはり主観ですが…。

門間調査統計局企画役

ここはもともと消費統計はやはり色々振れがあるし、かつ、良いと読めば読めない指標もない訳ではなくて、もともと個人消費の指標がそういうものとして読んでいて、一方でやはり雇用・所得環境が非常に悪い、かつ、まだ悪化しているので、そういう環境を考えるとやはり消費は弱めにみておこうということで、ここまでこういう判断をしてきたと思う。だから、若干変化があるとすると、言われた内ではマインド調査、それにどの位ウエイトを置いて考えるかということではないかと思うが、それもレベルがまだ低いということを、取り敢えず申し上げておきたいと思うが、そのうえで如何か。

須田委員

このままで良いと思う。

速水議長

このままで。

田谷委員

大勢がそう言われるのであれば、それで良い。

速水議長

「引き続き弱めの動きとなって」か。

田谷委員

強く、これはどうしても、という訳ではない。

山口副総裁

田谷委員が言われた限界的な動きが今後拡がっていくという予想の部分を先取りしないと、なかなか一步前に進めないような気がするが、家計調査がかなりリライアブルなデータなら良いのだが。

速水議長

それでは「引き続き弱めの動きとなっている」で原文通りで宜しいか。それではそうしよう。各論はあれで宜しいか。先行きは今一か所直したが、ほかにあるか。なければ物価に移る。

植田委員

ちょっと繰り返したが、最後の「需要の弱さに起因する」というところを取った背景だが、全体として半歩進めたからなのか、それともこういうことの影響が、これまでのところデータに余り表われてこなかったという点を重視してなのか。

門間調査統計局企画役

それは両方あると思う。足許の物価動向をみても、需給ギャップが開いている割には、どんどんマイナス幅が拡大していくという方向ではないということがあつるし、それから先をみた場合にも、需給環境としてバランス

上はまだマイナスで効くということ自体は書いてあるので、それに加えてさらにそういう圧力が強まるリスクというのを、この段階で書くかどうかという判断だと思う。ただまあ、2001年3月から書いてきた文言なので、一つの決断ではあると思う。

福間委員

円の問題だが、それはもう今の瞬間の問題だということで、ここは円安と書いてある。勿論円安はこのとおりで、「昨年秋頃に比べてなお円安の水準にある」というのもこのとおりである。だけど多少何か留意しておいた方が良いのかとも思う。と言うのは、円相場は物価にも景気にも企業業績にも影響を与えるので、事実として昨年秋頃に比べて円安であることはそのとおりであるが、今の足許の円高方向の動きをと言うか、触れなくていいのかどうか、この辺がちょっと気になる。何かどこかにヘッジしておいた方が良いのではないか。そうしないと円高の動きが強まると、相場だけに多少動きが出てきたら分からない。非常に今微妙な段階であるから、気になる。

門間調査統計局企画役

ここは気持ちとしては、「これまでの円安が」というつもりで書いているので、それを明示的に入れるとすると「これまでの円安や原油価格上昇の影響を受けやすい」とする手はあろうかと思う。

福間委員

なるほどね。

中原委員

円高のリスクを明示的に書くかどうかということか。

福間委員

そうである。

門間調査統計局企画役

それはしかし景気にも関わってくる話である。と言うことは恐らく物価のところだけではなくて、先行き判断のリスクの中にどこかそのような円高リスクを書けないかという指摘か。

福間委員

然り。

植田委員

普通は内外の金融・資本市場のところに含まれる。

福間委員

私は恐らくここだろうと思うが。

植田委員

金融・資本市場のところに入っているという解釈ができたのではないか。

速水議長

それで良いのではないか。

福間委員

では「為替」と書いたらいいのではないか。「金融・為替」とやったらどうか。

植田委員

それは前も議論になった。

雨宮企画室参事役

金融・資本・為替と三つも並べるのもどうかという議論でこうなった。

福間委員

そういう議論はあったのか。やはり聞いてみなければいけない。そういう意味だったらこだわらないが、ただ多少神経質にならなければいけない点もなくはない。

早川調査統計局長

先行きのところの表現については、言われるとおりの「昨年末頃からの円安」よりも、先程門間企画役が言ったように「これまでの円安」と言った方がいいと思う。というのは、消費者物価についてはこの3か月位の円安ではなくて、もう少し長いここ2年位の円安がじわっと効いている。そういう意味ではここ2か月位の円安であれば、言われるとおりの実はかなり戻ってしまったということなので、「これまでの円安」にした方が多分良いかもしれない。

山口副総裁

どこのところか。

早川調査統計局長

「物価を取り巻く環境をみると、」の後の「昨年末頃からの円安」というのを「これまでの円安」として、少し足を長く取っておいた方がいいかと思う。福間委員のおっしゃるとおり、足許の円安であれば半分位もう戻ってしまっている。

田谷委員

どこだか分からない。

早川調査統計局長

「物価を取り巻く環境をみると、昨年末頃からの円安」という表現を「これまでの円安」というふうに少し変える。

速水議長

ここを「これまでの円安」にするのか。

早川調査統計局長

ほかしてもう少し短くも長くもとれるようにした方が良いかと思う。

速水議長

下から3行目は良いのか。

門間調査統計局企画役

下から3行目の「円安や原油価格上昇の影響を受けやすい」というところですね。「これまで」というのは非常にタイムスパンを明示していないという意味では便利な言葉であるので、ここも「これまで」とする手はあるが。

速水議長

それで良いのではないか。

中原委員

文章が変である。

山口副総裁

「影響を受けやすい」だから、ここは、このままで良いのではないか。

門間調査統計局企画役

あるいは「為替相場や」というふうにして、足許の判断はちょっと逃げるといふ手はある。では、次も「原油価格」でいいですね。「為替相場や原油価格の影響を受けやすい」ということで宜しいか。

中原委員

円高のリスクが物価だけでなく企業業績その他に影響するという表現は、明示的に懸念を表現すると具合悪いことがあると考えたことによるものか。

早川調査統計局長

これは少し考えたが、この時点でそこまで明示的に言うかどうかである。言われるようにさらに進むような雰囲気が出てくればまた話は別であるが、この時点で言うかというところとちょっとどうかという気がする。これは判断次第であるが。

速水議長

これで物価のところは良いか。では金融の方…。

田谷委員

その前に、先行きのこの「為替相場も昨年秋頃に比べてなお円安の水準にある。」というのは、これはこのままでいいのか。

門間調査統計局企画役

9月、10月と比べればなお円安であるということは事実である。

速水議長

「秋頃」というと11月、12月がこれ位だったのではないか。

門間調査統計局企画役

12月になると125円を超えてくるが、11月までだと125円以下、ドル安の方だったから、それに比べればまだ円安である。

中原委員

ただ、市場では、日銀は円安に随分気を使っているけれども、今の相場の流れである円高の方向は何を考えているのだということは必ず出てくる。展望の時も円高リスクを謳わないということに対して、明示的にすべきだという議論があった。展望の時は私は明示しないことで良いと判断したが、こちらはちょっと私も五分五分で考え込むところである。

門間調査統計局企画役

言われるようなリスクの指摘であるならば、物価だけではなくて、やはりこの内外の金融・資本市場のところにもう少し明示的に「為替」という言葉を入れるかどうかということだと思うが、そこはどうするか。

須田委員

でもやはりこれからだと思う。この程度のレベルが問題ではないので、もう少し…。

中原委員

だけどそのレベルになってから、リスクがあると言っても仕方がないので、相場の流れがどちらを向いているかという、やはりある程度先行きの判断が必要だと思う。110円位になってから円高リスクと言ってもリスクはもう顕現している訳であるから。

山口副総裁

相場の流れを踏まえて何か書くというのはなかなか難しい。

中原委員

私は必ずしも明示することにこだわらない。

山口副総裁

何か良い案があるか。

中原委員

市場の批判がちょっと気になる。そこはコメントとして必ず出てくると
いう気がする。

田谷委員

前も株式市場だとか何とか、私もよく言ったが、全部ここに吸収されて
きた。

門間調査統計局企画役

ただ、株式は資本で読みやすいが、為替は若干読み難いという嫌いはあ
るかもしれない。であるから、そこを意識するのであるならば入れるとい
う手はある。

田谷委員

なるほど。

山口副総裁

「為替を含め内外の金融・資本市場が」としたら強すぎるか。

早川調査統計局長

そこは判断の問題である。

雨宮企画室参事役

世の中は前月と違う文言があるかないかだけで読むから、ここでやはり「為替」という文言が入ったというのは、相当大きな違いかと思う。

福間委員

気にはしてるということにはなる。

雨宮企画室参事役

逆に、結局この市場動向というのは、気にしている時と気にしていない時が難しいので、結局こういう表現にして、いや実は気にしてるんだよと言われれば言えるような表現に落ち着いたというのが経緯なんだろうと思うが、そこは判断だと思う。

早川調査統計局長

印象的には山口副総裁の文章で良いと思うが、後はそこを今回明示的に言うかどうかという判断である。

植田委員

そうですね。今月入れて来月 129 円とかになっていると落とすのかというような悩ましい問題がある。

雨宮企画室参事役

あるいは逆方向の場合、ではどういう表現をするのかというそっちもまた悩ましい。

山口副総裁

そう考えると、このままで良いように思う。

田谷委員

ただ、4月1日は133円43銭だった。この前の決定会合の時は131円であるから、1日からすれば8円、9日、10日からすれば5～6円は動いている。これは例えば植田委員が例に出された動きよりも若干大きいと思う。先程の経済情勢判断の時でも、かなりの方が触れられたし、私もこれ一点だけをリスクとして指摘した。ただ、難しくて、中原委員ではないが五分五分みたいな感じである。

中原委員

これだけ動いていたら、全くそれにリファーしないというのは如何なものか。

須田委員

ただ、この文章だと今までの話ではないから、今後の話になる。

中原委員

であるから、円高の方向がもしさらに進めば、という書き方である。

田谷委員

だからこの動きがもっと出てきたらということの意味する訳である。

門間調査統計局企画役

そういう意味では、先程山口副総裁が言われたように「為替相場を含め」とか「為替市場を含め」とか、そういうのをこの冒頭につけるのはどうか。

速水議長

それを下から3行目に入れるのか。

門間調査統計局企画役

然り。先行きのところで、「内外の」とあるが、その前に「為替市場」にするか、「為替市場を含め、内外の金融・資本市場が不安定な動きを示すような場合、」というふうに入れさせて頂きたいと思うが宜しいか。

植田委員

一回入れる時に使えるだけではないか、メッセージとしては。当面落とせない、もう入れてしまったら。

雨宮企画室参事役

これを一度入れたら、来月仮に130円に戻っても多分落とせない。暫くはこういう状況でみて、次にまた為替について違う判断、違うリスクが出てきた時に落とすという覚悟で入れるということになると思う。それはそれで判断としてあり得るが。

早川調査統計局長

何円か戻ったら落とすと正にターゲットゾーンになってしまう。

速水議長

「景気に脆弱性や不確実性が根強く残るもとでは、為替市場を含め内外の金融・資本市場が不安定な動きを示すような場合、」ですね。これで宜しいのではないか。

福間委員

はい。

速水議長

それではあと、金融の方は。

田谷委員

一個所であるが、マネタリーベースのところ、「大手行のシステム障害を背景に、」と一つだけ挙げているが、かなり持っているのは、1グループだけではなく、他のグループも持っている。必ずしもそれはシステム障害のためかというところでもない、というところがちょっと知りたい。

雨宮企画室参事役

ここで書いた気持ちは、「新年度入り後も流動性需要が高止まった」という表現になっている訳だが、田谷委員が言われた他のグループというのは外銀とかそういうところも含めてであろうか。

田谷委員

いや、大手行の中でも。

雨宮企画室参事役

それはまた別の理由というか、こういうことを背景とする別の理由だと思う。

田谷委員

例えば、他の二つのグループも所要準備に対して倍以上とかなり持っている。それは必ずしも「システム障害のため」とは言えないのではないか。

雨宮企画室参事役

ただ、それは2月、3月、4月と今までは、大手行は所要準備以上はびた一文も持たないという対応は少しずつ変わってきていて、今は持つようになっていくという基本的な傾向としてあるのだろうと思う。ここで説明しておこうと思ったのは、とにかく期明けなのに落ちなかった理由だけにスポットライトを当てた方がいいかなということでこういう表現にしたのだが。

田谷委員

その場合、例えば、
にしても
にしても、ちょっと多いと
言われているがそれはシステム障害かという、そうでもない。

雨宮企画室参事役

であるから、来月になってもそれは残るかもしれない。

田谷委員

それはそうである。

雨宮企画室参事役

それらは3月からあった訳である。その意味では今、挙げられた銀行が持っている部分というのは、ある意味では外銀が持っている部分と同じで、恐らく基調的な部分である。4月でも高止まった理由だけピック・アップしろといわれると多分こういうふうになると思う。

田谷委員

なるほど。分かった。

速水議長

金融では他にないか。

中原委員

金融の方で、「企業の資金繰りも、悪化傾向に歯止めが掛かりつつある」というのはこれは良いのだろうか。「企業の資金繰り」といった時に、アベイラビリティという観点からいけば、少なくとも大企業は全く不安は感じていない。

雨宮企画室参事役

そもそも悪化していないということか。

中原委員

零細企業で信用力の低いところが、信用プレミアムの拡大によって今まで悪化してきたということはあるかもしれない。しかし、このように一般的に、「企業の資金繰りも、悪化傾向に歯止めが掛かった」というのは、前月も全くその辺についてはリファアされていなし、やや論理が結び付かない気がする。

雨宮企画室参事役

ただ、本当に大企業の中でも資金繰りが全く悪化していないと言えるか。

中原委員

悪化というのは何を言うのか。

雨宮企画室参事役

端的には何でみられるかということ、調達に苦しんでいるかどうかということだと思うが、例えば、短観でも大企業の資金繰り判断D Iも実は悪化はしていた訳であり、アベイラビリティに全然不足はない、金繰りに全く困っていないというのはある業態の本当にトップ企業だけではないかなという気がする。であるからその辺りも含めて、この企業セクター全体で何か判断するのであれば、ちょっと短観まで待とうという判断はあり得ると思う。

中原委員

短観では資金繰りの悪化というのがあったが、あれはやはり悪くなっているのか。

早川調査統計局長

短観では前は「悪化」した。

雨宮企画室参事役

資金繰りとして悪化している。であるから、資金繰りがこの間全然悪化していないと言い切れる企業というのは、本当にトップ企業だけなのだろうと思う。実際に調査統計局でやっている主要企業に対するヒアリングをとっても、やはりここ数か月になってキャッシュ・フローの改善に伴って資金繰りが楽になり出しているというふうに答えている企業もあるということで、ここの記述は頭としては、データとしては中小企業のDI的なものと、それから主要企業に対するヒアリングの結果と両方を踏まえて一応記述したつもりではある。

速水議長

この間の社債やCPと国債金利の比較でも3月を越えてから縮まっているから、大企業では楽になり出しているところもあるだろう。

中原委員

ただ、プレミアムを払えば資金を確保できるという状態の時に果して「資金繰りの悪化」と言うのかという気持ちがする。それは、需給がタイトになったと言えればタイトになっているが、それが「資金繰りの悪化」なのかどうかである。

雨宮企画室参事役

指摘は、強過ぎるというよりは、そもそも悪化していない人が多かったのだから、悪化していなかった人達を念頭に置くと、歯止めもかからないではないかということであろうか。

中原委員

何かちょっと違和感を感じた訳である。

早川調査統計局長

ただ、日本の場合、私どもがヒアリングしている企業でも、いわゆる格付けの低いところだと、プレミアムを払えば出るというマーケットではなくて、プレミアム・マーケットがなくなってしまうということが結構ある市場であるので、やはり苦しんでいる企業はそこそこの数であったと思う。

植田委員

4月に入って低格付けでも発行がみられるようになったという感じではないか。

福間委員

大企業でもこれまでの発行条件で出せなかったら、やはり少し厳しくなったということだろう。これは言われるように発行条件が厳しくなっているのであって、資金繰りではない。

中原委員

であるから、それでは資金繰りではない。

福間委員

そうである。であるが、資金繰りがどうであるかと言われると、少し元の条件では悪化している。

中原委員

資金繰りというのは流動性、アベイラビリティである。

山口副総裁

資金繰り判断は改善しているのだろう。

雨宮企画室参事役

中小企業である。

速水議長

中小企業であるが、コストから言えば大企業も楽になっているのだろう。

早川調査統計局長

大企業については今、データはないが私どものヒアリングだと格付けの低いところが少し出せるようになったということと、それから根っこのところでキャッシュ・フローが少し良くなった企業が出てきているということである。

雨宮企画室参事役

それから今、中原委員が言われた資金繰りというのはアベイラビリティではないかというのは、それは言われるとおりでと思う。ところが実際には、例えば低格付け企業として我々がここで議論しているシングルA格とかトリプルB格とかは、実はほとんどが超一流企業の集まりで、彼達はやはりそれなりにこの半年は、相当そのアベイラビリティの不安も少なくともヒアリング・ベースでは感じていたように思われるのだが。

中原委員

結構である。

雨宮企画室参事役

何か議論があれば。

速水議長

「資金繰り」ではなく「資金調達」にするか。

中原委員

いや、私はもうこれ以上こだわらない。

藤原副総裁

現状維持で良いと思う。

速水議長

それではこれで。それでは、金融はこのままで良いということであるので最後の総論に入りたいと思う。

早川調査統計局長

先程、門間調査統計局企画役から申し上げたように冒頭部分をみると二つのパーツに分かれており、背景を述べているところと、それから総括している部分がある。背景を述べているところについては、私共「輸出の増加や在庫調整の進展」ということで、正に背景を述べたのだが、これについては先程の議論を伺っていると、多くの委員から、生産の増加ということをもう少し明示的に書いた方がいいのではないかという指摘があった。そこで、私共は今、例えばであるが、「輸出が増加し、生産が持ち直しつつあるなど」というふうにやると、これはむしろ背景というよりは、現象の記述になるが皆さんのこれまでの意見との関係でみると、良いかと思っている。あと、後半のその判断については、議論を伺っていても色々な議論があったかと思う。候補としては、原案どおり「悪化のテンポは和らいでいる」というのが一つかと思う。それからもう一つは、「悪化」という言葉が嫌だということであれば、先程、門間調査統計局企画役が申し上げたように、例えば、「一部に下げ止まりの動きがみられる」と「一部に」と言うと、「輸出が増加し、生産が持ち直しつつあるなど」とあるので「一

部に」と言うと、ほぼこれは製造業のことであるなと読み取れると思うので、「製造業」と露骨に書くよりは例えば「一部に」と書く手が一つあり得る。そうすると、先行きは「全体として下げ止まる」というのが先行きの判断であるので、もうちょっと時間があるなということは一応言えると思う。勿論、前月から今月の間にそんなに変化がないのではないかということであれば、基本的には「悪化のテンポが和らぐ」という原案であつてもよいかと思うが、この辺については正に皆さん方の判断であるかと思っている。

藤原副総裁

先程、竹中経済財政政策担当大臣が月例報告に触れて2月まで「悪化」という言葉を使っており、3月については「一部に下げ止まりの動きがみられる」という表現を使ったと言われた。

早川調査統計局長

「兆し」である。

藤原副総裁

「兆し」という表現を使ったのか。それで恐らくこの件についても皆さん意見があると思うが、今日の順番からいって私からちょっと口火を切らせて頂くと、色々な背景とかについては、もうほぼ議論が出尽くして、恐らく表現の問題になると思う。その「悪化のテンポが和らいでいる」というところだが、私は、日銀らしいこれまでの言葉の延長線上で、「悪化」という言葉をできるなら残したいと思っている。ただ、「悪化のテンポが和らいでいる」という表現は、主語が「テンポ」であるから、むしろ「弱まっている」とか「減少している」とか「緩んでいる」とか、その速度という意味で「遅くなっている」とか色々あると思う。日本銀行のこれまでのこういう判断の述語のボキャブラリー・リストで「和らいでいる」というのはどういう位置付けになっているのか。

早川調査統計局長

ただ今の藤原副総裁の表現、言葉について申し上げますと、実は、98年未から99年の年初にかけてそういう表現を使っている。98年12月「悪化テンポが幾分和らいできている」として、その後99年2月には、「悪化テンポが緩やかになっている」という使い方もしており、「悪化」を残しつつ、「和らぐ」から「緩やかになっている」という表現を使ったことがある。

中原委員

それで、私が調べたところによると、3月に「足許下げ止まりの様相を呈している」となっている。

早川調査統計局長

然り。

中原委員

だが、当時のマクロ・データと今とを見比べると、今回は、明らかに輸出が当時より相当伸びている。消費が非常に悪いというのは前回も同じような状況であった。別に過去の表現に捉われる必要はないが、その辺でいくと「悪化」という言葉を3月に止めたというのはやはり、何らかの判断がそこにあったと思う。1～3月の数字は当然3月の段階では未だ出ていないから、前は、10～12月の相当悪い数字の段階で「悪化」という言葉を外している。

早川調査統計局長

いや、それはGDPということではなくて、当時既に生産指数の動きには変化が出ていたし、実は個人消費についても当時は少しだけ良くなりつつあった感じがあった。というのは、97年秋から98年の途中までは金融危機で相当激しく消費者心理が冷え込んでいたので、正に一種のペント・

アップ的に個人消費が少し持ち直した感じが当時は今よりはっきりとあったように思う。

中原委員

数字面だけでは判断できない感触があったとは思いますが、数字でみると今と比べると必ずしも今の方が悪いという状況ではないように思えた。

門間調査統計局企画役

99年2月の時点で、「個人消費も一部には改善の動きもみられる」ということで、「改善」という言葉を実は2月の段階で個人消費について使っている。であるから、そこは多少判断に違いがあったように思う。それからこの時は公共投資が増えているということにもメンションしており、それがやはり前回と今回のかかなりの大きな違いになっていると思う。

速水議長

これは、まず、「輸出が増加し、生産が持ち直しつつあるなど」に直した方が良いと思われないか。

早川調査統計局長

ここは多分多数意見ではないかというふうに理解している。

速水議長

それではそうしよう。「一部に下げ止まりの動きがみられる。」ということで、私は良いのではないかなと思うが、皆さん如何か。

須田委員

私はやはり余り4月からそんなに変わっているという感覚がない。また、結構マスコミ的には「悪化」ということを強調しているので、余り取りたくないという気がする。

春委員

過去の例を余り知らないで言うてはいけないのかもしれないが、私はさっき申し上げたように、実態認識も余り変わりはない。それから政策の内容も余り変わらないで、景気評価のところだけ大きく違うという形は余り望ましくないのではないかと思うので、「悪化」という言葉はなくした方が良いと思っている。ただ、政府の方には、「厳しい情勢の中で」という言葉が入っているから、日銀が一方的に明るい材料ばかり並べるという格好になるのも気になるので、「厳しい情勢」という言葉は私はあっても良いのではないかと思う。「悪化」と言ってしまうと、余りにも対立しているという感じにみえるのではないかという気がする。

福間委員

だけど、4月から余り日が経っていない、勿論、変わったのであれば変えなければいけないのだが、「輸出の増加や在庫調整の進展などで、生産がちょっと持ち直した」と言われたが、私は、「持ち直しつつあることから、経済全体としての悪化のテンポが和らいだ」という位の方が良いのではないかなと思う。これでも「持ち直した」という部分だけでも随分違うのではないかなと思う。と言うのは、構造問題はそのまま残っているし、ここでドラマチックに良くなった数字というのは、ここに執行部が書いているように在庫と鉱工業生産だけである。

中原委員

「一部に悪化」、「一部に下げ止まりの兆し」というのと、「悪化のテンポは和らいだ」というのにそんなに大きな違いはないと思う。

春委員

意味するところは同じなのだと思うが。

中原委員

4月との連続性でも「悪化」という言葉を取っても大丈夫だと思うが。

福間委員

そうそう、連続性もある。

田谷委員

一つ参考までに聞きたいが、この「悪化のテンポが和らいでいる」とした場合と、「一部に下げ止まりの動きがみられる」とした場合、例えば、来月、再来月はどういうふう展開していくと考えられるか。今のような改善の方向は方向だけ余り強くないとした場合、「悪化のテンポは和らいでいる」がどういうふうに変化するか。そんなことを今から聞いても難しいが、なぜそういうことを聞いているかという、「下げ止まりつつある」とか、下げ止まりがどうのこうのといった場合は、どこかで下げ止まったとか言わなくてはいけない訳であろう。

早川調査統計局長

であるから、「下げ止まりつつある」とかというのは余り使いたくなくて、「一部に下げ止まりの動きがみられる」というのは、ある種その一部が全体に拡がるかどうかについては、ある程度の時間的な経過もあり得ると思う。「つつある」としてしまうと、過去の経験ではせいぜい2か月位しか持たないというふうを考えている。さっきの「一部に」という表現はある程度2~3か月はそれで繋げられるということである。「悪化テンポが和らぐ」は、逆に言うとそう何か月も使えない。これを何か月か使ったら、何らかの下げ止まりに近い表現をどうしても出していくような表現だと思う。従って、「悪化テンポが和らぐ」と先月書いた以上、今月とか来月とかどこかの時点で下げ止まりらしい言葉が出てくること自体、そんなに無理はない。そこはもう正に皆さんがそこでどう判断されるかである。事実認識については、ほとんど差はないと思っているので、あとは事務方

としてもこれで行って下さいと申し上げられるようなことはない。

山口副総裁

私は前段は、「生産は持ち直しつつある」ということを入れるので良いと思うが、敢えて言えば、輸出だけよりも在庫調整も並べた方が良いのではないかという感じを持っている。つまり、輸出依存でまた伸びていこうとしているのかなと無用の誤解を与えないために、「輸出の増加や在庫調整の進展を背景に生産が持ち直しつつあるなど」と多少長くなるがそれ位でも良いと思っているが、こだわらない。ただその後「一部に下げ止まりの動きがみられる」というのは、それを反復して言っており、それで全体判断を避ける訳である。それに比べると、「悪化のテンポが和らいでいる」と言ってしまった方が良いのではないかというふうに私は思う。

田谷委員

私が一番最初に申し上げた時は、この「生産の持ち直し」というちょっと前屈みというか、そういうものをここに入れることによってバランスさせたかどうかということで申し上げた。

山口副総裁

勿論、全体判断を言わずに一部の動きにこの際スポットライトを当てたいという考え方もあり得ると思う。余りこだわらない。

速水議長

中原委員どうか。

中原委員

山口副総裁が言われた反復だというのは、確かに今改めて感じた。ただ、私は「悪化」を取った方がいいのではないかと思う。何となく「悪化」という言葉はできれば早く卒業したいという気がする。

速水議長

私もこの「一部下げ止まりの動きがみられる」で事実を言っているのだからそれで良いのではないかと思う。

雨宮企画室参事役

総裁、むしろそれは前の「輸出の増加や在庫調整の進展を背景に生産が持ち直しつつある」というように詳しく書くことによって、述語としては同じことの繰り返しになってしまうのではないか、という意見が出ているところである。

速水議長

だからその場合は…。

雨宮企画室参事役

後は総括としては、「悪化のテンポが和らいでいる」という表現で、一部にこうだということはその前のパラグラフでいわば言っていることの言い換えであるので、真ん中を詳しくして、「輸出の増加や在庫調整の進展を背景に生産が持ち直しつつあるなど、悪化のテンポが和らいでいる」と言うか。

早川調査統計局長

逆に「悪化」がどうしても嫌であれば、敢えて「生産」を書かずに、むしろ、「輸出の増加や在庫調整の進展を背景に、一部に下げ止まりの」とするか。要するに「悪化」を残すのであれば「生産」を入れて、いわば少しそこで明るさを出すと、逆に「下げ止まり」と言ってしまうのであれば、生産が持ち直しているのに一部に下げ止まりというのはこれは正にダブルになるから、背景を書いて「一部に下げ止まり」とやるか、この二つに一つだと基本的には思うが。

山口副総裁

生産の持ち直しというのは大事な動きであるから。

早川調査統計局長

それを入れて「悪化」を残すか、背景だけ書いて生産を書かずに「一部に下げ止まり」と書くか。

藤原副総裁

私は最後までこだわる積もりは全然ないが、下の句の方であるが、「悪化のテンポ」という言葉だけを残して、その後は「は緩やかになっている」でどうかと思う。

早川調査統計局長

99年2月型である。

山口副総裁

それでもいい。

中原委員

「一部に下げ止まり」というと、それは生産については勿論誰でも想像つくが、田谷委員が言われたように消費の動きについて、一部何となく感じるところもある。ぼかした言い方になると思うが、私はどちらかというと、生産と限定せずに「一部に」の方が良いかなという感じを持っている。

速水議長

中原委員の意見を踏まえると、「輸出の増加や在庫調整の進展を背景に、一部に下げ止まりの動きがみられる」となるが、私もその方が良いと思う。これだけ株が上がったり変化が起こっているから。

植田委員

悩ましいのは、例えばGDPでも第1四半期はプラスに出てきそうだと
いうことであるが、第2四半期を想像してみると多分外需は引き続きプラ
スで、設備投資は恐らく小さいけれどもマイナスかゼロ近辺、消費が全く
分からない訳である。基調としてどうかということと第1四半期の反動と
かそういうことが統計的にはあるかもしれないし、というようなことから
判断して、ここらへんでもう少し情報が増えた時に「悪化」というのを場
合によっては取るというような選択肢もあるように思う。

田谷委員

問題はそこまで待てないのではないか。

植田委員

誰がか。

田谷委員

我々も。

植田委員

いや、GDPを待つ必要はないと思う。色々な統計から判断してである。

田谷委員

そういうことか。

植田委員

然り。

速水議長

しかし、「悪化」という言葉はかなり強く響く。

田谷委員

そうですね。

速水議長

新聞はその方が喜ぶかもしれない。

早川調査統計局長

でも恐らく「悪化」という言葉を取るか取らないかを多数決であれ何であれ決めて頂ければ、後は答えは決まってしまうと思う。

速水議長

「悪化」ということはやはり「底入れ」という政府の言葉に対しては、かなり違うと思う。

山口副総裁

それは過去にもままあったことである。

雨宮企画室参事役

でも、「一部に下げ止まりの動きがみられる」としても、世の中からはこれはまだ下げ止まっていないんですねと、従って、政府とは違うんですか、という疑問は必ず聞かれると思う。その場合、政策委員会としてはやはり個人消費とか設備投資も展望に入れると、まだそういう状態ではないのだと判断するのであれば、やはりそれはそういうふうに行くべきであろうと思う。逆に、これだけ新聞が事前に政府は「底入れ」で、日銀は慎重だと書きまくと、「悪化」という言葉を落とすとそれがまた取り上げられる可能性もあって、なかなかマスコミの反応を読みながら作ろうとすると却って難しい面もある。

田谷委員

だから色々考えた後、私は月例経済報告よりも生産については前に進めた判断をここに示して、しかし、全体としてはこういう状態だという方が説明ができるということで、私はそう言った。確かにどうせそうなっても、それではその先一部に下げ止まりの動きか、あるいは下げ止まりつつかというふうにはいくのであろうが、しかしこの段階ではその方が説明はし易いと思う。今、雨宮参事役が言ったように、「一部に下げ止まりの動き」といって違うんですねと、どこが違うんですかといわれると難しいと思うし、その生産の持ち直し自身は、私はそんなに自信を持っている訳ではない。なぜかと言うと、このところちょっとやはり半導体市況も気になるし、昨日辺りの台湾株価の下落などをみていると怪しいなという気もする。

植田委員

それは皆そう思っている。

田谷委員

ただ、それを踏まえて、ここはこういう判断をして、メインシナリオに沿って、そしてこれはこのままというのが私の判断ではある。

植田委員

では「悪化」を残そう。

須田委員

そうしよう。

早川調査統計局長

もし「悪化」を残すということであれば、先程の例えば藤原副総裁の「悪化のテンポは緩やかになっている」として、もう一声位変えるという手はある。もし宜しければ読み上げさせて頂くと、「わが国の経済情勢をみる

と、輸出の増加や在庫調整の進展を背景に、生産が持ち直しつつあるなど、悪化のテンポは緩やかになっている」。

福間委員

これが良い。

速水議長

それではこれでいこうか。

中原委員

「和らいでいる」より「緩やかになっている」方が良いのか。

早川調査統計局長

一応先程紹介したように前回の経験もある。

門間調査統計局企画役

因みに、前回 99 年の時は、「悪化テンポが緩やかになっている」だが、今回は「悪化のテンポは緩やかになっている」で宜しいですね。

速水議長

「経済情勢」と「景気」はどちらが良いか。

早川調査統計局長

これについては「経済情勢」にさせて頂きたいと思っている。別にどちらでも良いのだが、今エコノミストの底入れ論というのは、基準日付を軸に議論されていることが多いものだから、基準日付との連想を避けるために敢えて「景気」という言葉を外した方が良いかなと、ここでは思っている訳である。

田谷委員

下げ止まり云々を言う時は「景気」と言った方が良いが、こういった場合は「経済情勢」の方が良いのではないか。

中原委員

因みに前回のことをもう一回言うが、前回は98年の暮れ位から2月までは「経済情勢」と言っていて、良くなってきたところで「景気」と言い換えてますね。

早川調査統計局長

「下げ止まり」のところで「景気」になっている。下げ止まりという時は多分「景気」という言葉の方が通りは良い。

門間調査統計局企画役

それでは、他のところ先程修正頂いたところを読み上げる。先行きのところで、まず、「海外経済の先行きには、」の後、「原油価格の動向とその影響を含めて不確実な要素が少なくない。」とする。それからその下であるが、「景気に脆弱性や不確実性が根強く残るもとでは、」の後で、「為替市場を含め内外の金融・資本市場が」というふうが続く。それから物価のブロックの第二パラグラフだが、「物価を取り巻く環境をみると、」その後、「これまでの円安や、」となる。その下だが、「これらを反映して、為替相場や原油価格の影響を受けやすい」となる。宜しいか。

速水議長

これは「円安や」を「為替相場や」にするのか。

門間調査統計局企画役

そうである。「為替相場や原油価格の影響を受けやすい国内卸売物価は、」と続く。

速水議長

それから今の総論をもう一回読んで下さい。

門間調査統計局企画役

総論は、「わが国の経済情勢をみると、輸出の増加や在庫調整の進展を背景に、生産が持ち直しつつあるなど、悪化のテンポは緩やかになっている。」である。

山口副総裁

「テンポは」か。

門間調査統計局企画役

そうである。「悪化のテンポは緩やかになっている」である。

速水議長

これで宜しいですね。それではこれで月報を採決して頂きたいと思う。

[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：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

全員一致で決裁頂いた。

速水議長

それでは、ただ今決裁頂いた基本的見解に沿って、後段の背景説明部分
は必要があれば執行部で修文させて頂きたいと思う。なお、本件の対外公
表については、明 22 日水曜日の午後 2 時に行なう。

V. 議事要旨（4/10～11 日開催分）の承認

速水議長

もう一つ承認頂きたいのは、前々回 4 月 10 日、11 日の会合の議事要旨
を承認である。手許の議事要旨に異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としてこれを承認することとする。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

全員一致で決裁頂いた。

速水議長

それではこの議事要旨は、5月24日の午後2時に公表する。

VI. 閉会

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6月11日火曜日と12日水曜日に予定している。なお、如才ないことながら、決定会合における議論の内容は、自身の発言も含めて厳に出席者限りということにして、議事要旨及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申し上げます。本日はどうもありがとうございました。

(午後12時56分閉会)

以 上