

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2002年7月15日

7月16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
(15日 14:02～15:59)

谷口隆義 財務副大臣 (16日 9:00～12:16)

内閣府 小林勇造 内閣府審議官
(15日 14:02～15:59、16日 9:00～10:30)

竹中平蔵 経済財政政策担当大臣
(16日 10:32～11:41)

(執行部からの報告者)

理事	永田俊一
理事	白川方明
企画室審議役	山口廣秀
企画室企画第一課長	櫛田誠希
金融市場局長	山本謙三
調査統計局長	早川英男
調査統計局企画役	門間一夫
国際局参事役	高橋 亘

(事務局)

政策委員会室長	橋本泰久
政策委員会室審議役	中山泰男
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室調査役	衛藤公洋
企画室調査役	長井滋人

I. 開会

速水議長

それでは、ただ今から金融政策決定会合を開催する。

(午後 2 時 02 分開会)

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の運営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、金融市場調節方針の採決と進めて参る。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。

政府からの出席は本日は、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、明日は財務省から谷口副大臣、内閣府からは最初に小林審議官が出席された後、途中で竹中経済財政政策担当大臣に交替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、発言は全て記録することを前提とする。委員および政府からの出席の方々におかれても、そのことを前提に発言頂くよう宜しくお願いする。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

それでは、金融経済情勢等に関する執行部報告に入りたいと思う。

最初に、金融市場局から、前回会合以降の金融市場調節の実績と、最近の金融為替市場の動向について説明してもらおう。白川理事と山本金融市場局長にお願いする。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

山本金融市場局長

それでは資料1、2の（追加）という資料に沿って報告する。

まず、図表1-1、金融調節実績の推移である。日銀当座預金残高実績値であるが、前回決定会合の6月26日以降もディレクティブに従って、引き続き15兆円程度の当座預金残高を維持する運営を行なっている。先週末も14兆8,600億円という当預実績となっている。この間、マーケットの無担コールのオーバーナイトレート加重平均値も0.001%ないし0.002%ということで極めて落ち着いた推移を辿っている。図表1-3、業態別の当座預金の保有状況である。5月の積み期、6月の積み期、先週末7月12日の当座預金の保有状況を書いてあるが、この間余り大きな変化はない。ただ、仔細に見てみると、都銀の一部などは、例のみずほのシステムトラブルが収束して、マーケットが安定していることから、当座預金保有を徐々に落し気味の姿勢をとっている。結果的に、7月12日などには、多少、短資に資金が余り、全体として足許のコール市場は、資金の余剰感がさらに強まっている雰囲気である。図表1-4、私共のオペの結果の推移である。直近オペ残高であるが規模の大きいものを見ていくと、手形買入（全店）は約17兆5千億円、それから短国買入は28兆3千億円ということで、引き続きオペレーションとしては、手形買入（全店）や短国買入など長めの資金供給を中心に供給面では行ない、吸収サイドは、2週間から1か月程度の短めの吸収で運営している。この間、最近の特徴は、平均落札レートが若干低下方向になってきていることである。一番上の段の手形買入（全店）を見ると、僅かではあるが0.007%から0.005%、短国買入のレートについても0.008%ないし0.009%というところから0.006%、手形売出についても0.006%辺りから0.002%辺りに落ちており、全体としてレートが若干低下方向にある。先程申し上げたように、足許のマーケットは、資金余剰感が若干強まる方向にあるので、こうしたことが全体のマーケットのレートに影響していると考えている。もともと、2~3月にみられたように、株価が大きく落ちて、FB、TBに異常な人気集中

するということまでは起こっていない。札割れは、今のところCPオペに限られており、それ以外のオペについては札割れは起こっていない状況が続いている。

図表 2-1、短期金利の推移である。短期金利は今、述べたような状況であり、僅かであるが低下方向への動きということである。ユーロ円レート3か月は、0.020%から0.040%と上がっているように見えるが、6月27日以降は、ちょうど9月の期末を越えるタームのユーロ円取引となったことによる。例年、季節的にこの時期に上がるということで、絶対水準としての0.040%は昨年などに比べても低く、引き続き落ち着いた水準が維持されている。図表 2-2、一方金融・為替市場の動向であるが、こちらの方は専らアメリカの株価、欧米株価の動きを睨んで非常に神経質な展開が続いている。まず株価については、一旦、6月の末に10,000円ちょっと、10,074円というところを付けた後、反発して10,000円台後半でのみみ合いの動きを続けてきた。一方、為替相場については、アメリカの株価下落をきっかけに引き続きドル安基調が持続しており、116円台に入ってきている。また、債券価格であるが、これまで利回りにすると1.3%を下限とするレンジ相場という言い方をしてきたが、ここにきて若干円高の進行が速いという見方から、昨年11月以来の1.2%台に入ってくるという新たな動きが出てきている。個々のマーケットについて次の図表 2-3、まず株価の動きである。今申し上げた日本の株価の動きは、6月の末をボトムに反発気味の動きとなってきたが、アメリカの株価との比較を、TOPIXと日経平均株価、NYダウとNASDAQの動きでみると、6月中は専らアメリカの株価の下落を日本の株価が急ピッチで追いかける展開で6月の下旬まで来た。しかしながら、6月の末以降はアメリカと日本との株価の間が少し乖離をして、日本の株価は相対的にややしっかりしているという動きである。下段の主要国株価の騰落率のグラフは、白抜きの棒グラフがアメリカの株価がピークを付けた3月の半ばから6月末までの下落率、シャドーの部分が6月の末から現在までの騰落率である。白抜きの3月の半ばから6月末までは、ほぼ日本の株価の下落率もアメリカ並み

というところになったが、6月の下旬以降は若干離れて、欧米株価が下落しているにもかかわらず、日本の方はやや持ち直しという動きである。この辺りの動きについて次の図表 2-4、主体別売買動向で、主体別の動きを少し追いかけてみたいと思う。主体別の売買動向をみると、海外投資家は、6月10日から6月14日、6月の半ばの週まで、9週連続で買い越しを続けてきた後、その後、株価の下落を眺めて3週連続で売り越しとなっている。ただ、売り越し幅そのものは余り大きくなく、取り敢えず様子見、余り積極的に売りに回ってくるという気配もこれまでのところない。一方、信託の方は、主として年金だが、ここへきて6月の半ば以降3週連続の買い越しである。これも金額としては然程大きなものではなく、小幅の買い越しである。これまで出遅れ感が強いと言われていた年金筋が、1万円前後の辺りで押目買いを入れてきており、これが相場を下支えしている格好である。株価については、マーケットでは2種類の見方がある、特にアメリカの株価の下落に対する評価ということになる訳だが、一つは悲観的な見方で、アメリカの経常赤字ファイナンスが難しくなるとか、資産効果が効いて個人消費の下押しの要因になるといったような懸念から、アメリカの景気回復の持続力に対して懐疑的な見方をする。この場合は、日本の株価への、あるいは日本の景気への悪影響も避けられないという悲観的な見方である。もう一つの見方は、アメリカの最近の株価の下落は、専ら会計疑惑の影響が大きく、取り敢えず米国景気の緩やかな回復シナリオを崩すものにはならない、従って、日本の景気回復にも然程の悪影響を与えないのではないかという見方である。マーケットでは、この両様の見方で揺れ動いている感はあるが、足許は、アメリカの景気指標そのものが腰折れを示すようなものではなく、今申し上げたうちの後者の見方が取り敢えず優勢のシナリオということで、日本株についてもここまできているということである。ただ、今日はアメリカの株価が週末下げたのを受けて、日本株もさらに下げていて、10,400円前後という水準にきている。図表 2-6、為替のマーケットである。為替のマーケットの方は、米国株価の下落基調を受けて引き続きドル安傾向が持続している。ユーロ対ドル相場は、年初

の0.85から現在0.99水準ということで、1ドル1ユーロという、いわゆるパリティを二度トライして取り敢えず跳ね返された格好である。ただ、跳ね返されて一旦ポジション調整に入っているが、全体としてのドル安基調は変わっていない。一方、円相場は、ユーロのポジションが巻き戻される過程で、むしろ円買いが進んでおり、足許については1ドル116円、本日は116.20円～116.30円といったところにある。この水準は昨年9月のテロ以降の円高水準をさらに上回り、昨年2月位の水準に戻っている。ユーロ対円の水準も、一時期119円まで来たが、そうしたポジション調整の動きを反映して115円台というところに来ている。図表2-8、債券相場である。長期金利の動きだが、これまでは1.3%を下限としたレンジで推移していると申し上げてきたが、昨年11月以来の1.2%台をつけている。株価が相対的にはしっかりしている中で、長期金利がどれ程景況感を反映しているかというのは難しいところだが、取り敢えずは、資金運用難に直面している銀行、あるいは生保、年金といったところが円高を材料に活発に購入してきて、1.2%台をつけてきたと理解している。ややレンジが切り下がったという感じもある。最後に、図表2-9、信用スプレッドの動きである。信用スプレッドについては、4月以降社債も銀行セクター債も、対国債のスプレッドが縮小傾向を辿ってきたが、6月の株価の下落が比較的速いテンポだったので、そういったものを反映してスプレッドの縮小傾向は一服ということである。特に銀行セクター債の方は、若干スプレッドが再び拡大するという動きである。ただ、今のところは、4月以降、比較的含み益が大きくなった地銀等などが取り敢えず利喰い売りを入ってきた——特に流動性の高い利金債を中心に利喰いを入ってきた——という感触であって、これからスプレッドが再びまた速いテンポで拡大するというようなマーケットの雰囲気ではないとみられている。以上がマーケットだが、専らアメリカの株価の動向とそのアメリカ景気への影響というものを見定めながら、神経質な地合いが続く、あるいは続かざるを得ないと受け止めている。以上である。

速水議長

ただ今の説明についてご質問があればどうぞ。

田谷委員

一つ宜しいか。図表 2-6、ドルの名目実効為替相場だが、これを見ると今年の初め位からこの実効相場は1割位少なくとも下がっているが、これは途上国まで含めたインデックスなのか。

山本金融市場局長

すみませんが、後で正確に調べてお答えする。

須田委員

株式の動き、それから為替の動きとみて、色々騒がしいような気もするが、その割には金融市場が凄く落ち着いているなという感じもしなくはないが…。

速水議長

何市場か。

須田委員

金融市場である。国内の金融市場が、要するにスプレッドの拡大とか、そういうところでみればいいのだろうが、落ち着いているという気がするが、そこはどのように考えているのか。

山本金融市場局長

2月、3月頃との比較を考えてみると、2、3月に起こったのは、やはりきっかけは、まず、株価が大幅に下がって9千円台の低い方までいって、そのことが銀行その他を始めとする信用リスクに対する不安を生み、そのことが短期の方のマーケットでは、FB、TBに集中するという形で、C

Pやユーロ円レートなどを上昇させた。それから長期金利については、銀行などが非常にリスクテイク能力をなくすのではないかとということで、むしろ上がった。その中で信用スプレッドが上がってしまうという経緯だったと思う。

足許については、例えば、この株価下落の中で確かに小幅ながら似たような動きが起こっている。例えば、信用スプレッドは縮小傾向が一旦止まって少し拡がるとか、あるいはF B、T Bなどにも若干また人気が出てくるといったことが起こっている。そういった動きの中で、ただ、株価の今の水準についてはマーケット自体が、2~3月のような程度まで深刻に受け止めていないのが一つの大きな特徴だと思う。特に違いが長期金利に出ている訳だが、長期金利はあの頃はどんどん上がっていくという経緯だったが、今のところは下がっている。長期金利についてもマーケットの方は、このまままた株価が下落すると、9月の中間期末に向けて、銀行筋などが利食いの売りを入れてくるのではないかと懸念し、上昇をみる向きの方がむしろ多いという感じだと思うが、今の株価水準だと、そこまでまだ深刻視をしている状況ではないのではないかと受け止めている。

福間委員

先程、アメリカの株は下がっているが、経済自体は堅調であるというような説明があった。事実としてそうだが、日本の1990年代の初め頃、全く同じ言葉を聞いた訳である。株は下がっているがファンダメンタルズは強いんだということで、マネーとリアルエコノミーは違うんだということ。を当時、色々な人が言っていたが、私自身もそんなことを思ったりもした。ただ、意外に株というのは、先行性というような部分もあって、逆に株がインディケートしたような形で今日に至ったということがあるが、アメリカについてはそういう懸念は今の時点では持たなくてもいいという考えか。

山本金融市場局長

海外経済については後程、国際局の方から説明があると思うが、先程、私が述べたのは、一応マーケットの見方に両様があって、米国景気そのものの緩やかな回復シナリオが崩れてはいないという見方が、取り敢えず現時点では優勢という感じである。全体感としては、今委員が言われたように日本の経済の過去の足取りを考えて、最近の会計疑惑による株価の下落も、何らかアメリカ経済の後退というものをインプライしているのではないかという見方も比較的日本のマーケット参加者には多い。ただ、アメリカサイドは引き続き米国景気には強気というか、緩やかな回復シナリオが崩れないという見方をしている参加者が今のところ多いという印象である。

白川理事

今の点で一点だけ付け加えると、マーケットの見方という点で、随分話題になったFedのペーパー、「1990年代の日本のデフレの経験から学ぶ」というあのペーパーで彼等が随分強調して書いていることは、内外の政策当局者、あるいはエコノミスト、それからマーケットの参加者も含めて、ほとんどが当時はその後の大きなデフレを予測できなかったということだと思う。そういう意味では、当たり前の話だが、マーケットは当たっていることもあれば当たっていないこともあるということで、最終的にはマーケットの動向も含めて経済の動きを自らの論理で考えていくしかないかなと思う。株については、平均してみると先行性はあると言えと思うが、しかし一回一回の経験が違うので、そういう意味では繰り返しになるが、実体的な判断は、それ自体を知る必要があるかなと思う。

速水議長

国債やそれ以外の債券、それからコマーシャルペーパー等で、海外、特にアメリカからの買いが入ってきているという動きはあるのか。

山本金融市場局長

正確な数字は取れないが、今のところ海外から債券に入ってきているという動きは余りない。国内の1.3%割れの過程では専ら国内の投資家、銀行や生保、年金筋の買いの圧力が強いと言われている。

春委員

当座預金残高について、札割れがCP以外には出ていないと思う。当面、15兆円前後の当座預金残高を維持することについては、当分の間は心配ないという状況か。

山本金融市場局長

これはマーケットの環境によってどんどん変わっていくが、取り敢えず図表1-4を見ると、手形買入、あるいは短国買入の応札倍率は3~4倍ということなので、足許について何か懸念があるという状態ではない。ただ、先程申し上げたように、この落札レートというのがこのまま0.004%とか0.003%から0.001%までいってしまうと、札割れの懸念が強まるというか、必ず札割れになってしまう。この辺りは多少株価の動きとも連動する部分もあると思うので、注意深くみていきたいと思う。足許については懸念はない。

速水議長

それでは次に進む。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。高橋国際局参事役、お願いします。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

高橋国際局参事役

それでは、資料3、追加分参考計表に沿って報告する。まず、図表1、米国経済である。お話にあったように株価の下落の影響がどのように出る

かということが注目される訳である。株価については、6月後半そして7月入り後下げ足を強めているという状況である。この影響が今後どのように出るかということが懸念される訳である。ただ、発表されているのは、5月、6月の経済指標で、こうした下落の影響は必ずしも織り込まれているということではない。しかし、こうした発表になった指標を見る限り、一部に予想比弱い材料もあるが、景気は回復基調にあると判断される。株価の下落の影響というのは、一部マインド面に表われているということであるかと思う。

まず、家計支出だが、前回報告のとおり、小売売上の6月は盛り返している。消費については雇用者数の伸びは鈍い訳であるが、就労時間等も増加しているし、また既往の減税効果もある。こういうような所得環境の好転もあるということで、家計支出はこれまで堅調に推移してきているということではないかと思う。株価下落の影響が表われているのは、コンフィデンスで、先週末発表のミシガン大学のコンフィデンス指数、これは暫定値であるが大幅に低下した訳である。この低下は金曜日の株の下落要因になっている。この指数は6月にも下げて株を下落させた。しかし、6月にはマインドの悪化に響きそうな自動車販売等も含めて小売は盛り上がった。マインドの悪化、コンフィデンスの悪化ということと、それから長期金利の低下、こういうことを合わせて、今後、家計支出がどのようになっていくかということに注意深くみていく必要があるかと思う。ただ、2Q全体ということであると、個人消費は5月の不振もあって、従来想定比よりも若干弱いという仕上がりになるのではないかと考えている。

それから企業活動だが、景気の先行性が強いと言われているISMは、6月も好調であった。図表2、設備投資関連動向である。5月の非国防資本財受注だが、コンピュータについては冴えない状況であるが、情報関連財を含めて徐々に持ち直し傾向が明確化してきている。それから、オフィスビルを含めた構造物投資、これは余りよくないということで、設備投資全体という意味では、なお回復という状況にはないということではないかと思っている。それから図表3、雇用関連動向であるが、就労時間は増え

ている。それから、雇用者数も増加したことから、雇用調整圧力も和らぎつつあるという評価ではないかと思う。ただ、雇用者の増加だが、予想比かなり小幅に止まっていて、企業は本格的な雇用の拡大という長期の見通しに関しては、なお慎重であるということではないかと考えている。今回の資料には間に合わなかったが、今朝7月のブルーチップ見通しを入手した。第2四半期については前期比+2.9%から+2.6%に下げている。これは第1四半期の上方改訂を受けており、その側面が大きい訳であるが、消費等の項目が若干弱くなったという側面もあるのではないかということである。年間全体は、+2.8%のままであった。それから年後半回復していくシナリオも変わっていない。ただし、中身を見ると企業収益とか設備が多少前月よりも下振れている。それから、図表4、株価である。株価は、業種別には、IT、通信を中心に下げている。企業業績は今週が4~6月の第2四半期の発表のピークを迎える時期である。先週の発表分は書いてあるが、これは非常に少なく断定的なことは言い難い訳であり、市場も今週を注目しているということである。収益については、これまで民間のEPS見通しの下振れで示したとおり、第2四半期については春先から下方修正がなされてきた訳である。中段の(2)、直前のアナリストの予想と実際の実績を見る限り、余り悪い結果が出ている訳ではないが、市場はこれには関係なく会計疑惑が明らかになればそれによって下落するという展開である。例えば11日の木曜日だが、コダックの業績好調、またウォルマートの売上好調などの材料はあったが、薬品会社のブリストル・マイヤーズの会計疑惑が報道されて一気に下落したというような展開である。10日についても同じような展開があった。いずれにしても、今週は、インテル、マイクロソフト等の決算発表があり注目されているところである。また、ご案内のとおり、CEO等の宣誓を要求するということがあって、過去の決算のやり直しを余儀なくされる企業がどの程度出るかということも市場で注目されている材料である。有効性はともかく、次々と打たれる対策やその迅速さに逆に米国の強さをみる向きもない訳ではない。ただ、当面は疑心暗鬼の状態にあり、不透明感が強まっている。また、金曜日に

は、消費者コンフィデンスの低下から、GM、フォードの株が下がったが、これには株の下落により企業年金が悪化しているということも一部材料視されたようである。こうした中で、長期金利はさらに低下して景気の下支え要因として働いている訳である。また、今週は16日、17日にグリーンズパン議長の議会証言があつて、これが今注目されている。下段の(3)、FFの先物金利である。先行きの金利感は、さらに小幅ながら下振れており、若干ながら現行水準を割り込む、すなわち若干ながら利下げを織り込むという人もいるというような状態になっている。金利を上げるとしたら、年末ないし年明け後という形になっているということである。以上がアメリカである。

次に、図表5、ヨーロッパだが、欧州については内需は思わしくないけれども、輸出主導の展開、例えば、ドイツの海外受注なども5月は良い訳であるが、そこには変化がない。財政の不透明感という要因もあるが、最近のユーロ高というのが一つの焦点であると思う。ユーロ高は今のところ輸出にはそんなに影響はない。ただ、中長期的な物価上昇見通しには好影響を与えるというような受け止め方が多いようである。図表6、ユーロエリアの消費者物価であるが、ヘッドラインは低下したものの、やはりサービス価格等の上昇を受けてコアベースが上昇しており、ECBは物価上昇のリスクがあるということは表明している。ただし、先程見たユーロ高ということがあり、利上げの機会は一段と先になったという市場観測が強いようである。

次に、図表7、東アジアである。まず、これも先程入手したばかりのデータであるが、中国の第2四半期のGDPが発表になり、前年比+8.0%ということであった。東アジアについては、IT関連等の世界的な在庫復元一服の影響がどのように表われるかというのが一つの焦点ではないかと思う。足許の輸出実績は極めて好調であるが、輸出の先行きについては、先行指標にあるように、増加テンポがややマイルドになっているという例がみられている。ただ、こうした減速については、企業は既にある程度想定していたということであり、さらにこのところの中国向け好調という要

因もあるので、輸出主導の景気回復は維持されるという見通しが多いようである。ただし、米国の変調等の下振れは注意深く見ているという状況である。

最後に図表 8、エマージングの動向である。米国の株安とラ米を中心とした共鳴が懸念されている訳であるが、投資不適格国、それから投資不適格国のうちアルゼンチン、ブラジル、トルコを除いたものという形でスプレッドを見たものが (1) である。ここで見られるように、エマージングの問題というのは、今のところは、アルゼンチン、ブラジル、トルコの三か国中心の問題ということではないかと思う。ただし、(2) にあるようにラ米全体でも周辺国のスプレッドが若干拡大している。この間、アジアについては、フィリピンを除いて落ち着いている状態である。しかしながら、アルゼンチン、ブラジル、トルコの状態というのはなかなか深刻であり、今後の展開については極めて注意深く見ていく必要があるのではないかと考えている。以上である。

速水議長

ご質問があればどうぞ。

植田委員

韓国の直近のデータを見ると、企業周りのところが少し弱いように感じられるが、コンフィデンスとか機械受注とか、何か掴んでいるか。

高橋国際局参事役

為替の問題ではないかと思う。株価もそうだし。あと、一部生産のところでワールドカップの要因が表われているというのはあるが、それは一時的な要因で関係ないということである。

速水議長

ユーロがドルに対して大体とんとんになっている。日本であれば、ユー

口高、ユーロ高と言って大騒ぎするところだが、これはやはり日本と違って自国通貨で輸出しているのが多いからだと思う。ドイツなどは自国通貨建ての輸出が8割近い。日本はそのところを変えない限り、今の悪い癖というのは直っていかないと思う。円高になったら大変だ、大変だと、国が減びるようなことを言うが、強くなればそれだけ明るさが増えるということの方が、本当のあるべき姿だと私は思う。ほかに何かユーロ高になって明るくなる理由はあるか。

高橋国際局参事役

総裁ご指摘のとおりであるが、99年位にやはりユーロ高で輸出が少し落ち込んだことがあるので、今回ちょっと聞いてみたが、根拠がちょっとよく分からないが、やはりどちらかというところでは大丈夫だという感じである。向こうの当局者の方などの話を伺っていると、パリティ位までは大丈夫だという見通しの方が多いことと、あと、結局、為替が高くなることの効果で物価が下がることで実質所得が上がるという効果の方が効いてくるということも大きいというようなことを言う向きも多い。

速水議長

それは、為替レートが上がれば、それらのことになるのは普通である。だから日本は逆である。そのところが問題だと思う。もっともっと円建てを増やしていかないといつまで経ってもこの悪い癖は直らない。今度の場合などは円が強いのではなくて、ドルが弱いからああなっているのに。それをまた日本だけで無理して介入しようとしたってドルが上がるものでもないし、その辺はやはり随分情勢が違っており、日本が遅れているということを証明しているように思う。

山口副総裁

先週ヨーロッパで聞いた話も大体高橋参事役の話と符合するようなことが多かった。やはりパリティを超えてくると少し雰囲気が変わってくる

のではないかという人がいた。

高橋国際局参事役

為替はパリティをなかなか超えないという見方もまた一方であるようである。

山口副総裁

やはりユーロの方は物価上昇という問題を抱えているから、ユーロ高がその点ではプラスに効いているということはあるだろう。

田谷委員

確かに総裁が言われるのは、長期的にはそのとおりだと思うが、政策の発動余地がないとか物価状況が違ふとかいうことからすると、ここでドル安の反面であるにしても円が上がっていくと、やはりちょっと困るなというところはあると思う。ただ、円だけが今上がっている訳ではなくて、ユーロも上がっているし、高橋参事役から説明があったようにアジア通貨も全般的に今は上がっており、ひよっとすると韓国のウォンの方が今年の春からの上げ幅というのは大きいかもしれない。であるから、そういう意味では、かつての円高の局面とちょっと違ったところがある。

速水議長

そのとおりである。それは私が前から言っているように、ドルの全面安であって円高ではないんだ、ということをよく理解して欲しい。円だけで一所懸命ドルを買ってみてもそれ程ドルが強くなるものではない。円が強くなるのが多少タイミングがずれるかもしれないが、その程度の効果しかないのではないか。

田谷委員

その辺りは明日またということかもしれないが…。

速水議長

そういうものである、通貨というのは。

田谷委員

ユーロがなかなか上がらないという側面はあるが、アメリカのITというかTMTというか、そういうハイテク株が下がっているというが、ヨーロッパの方が下がっている。そういうところもかなりあって、確かに対ドルでユーロは上がっているが、ヨーロッパが強いから上がっている訳ではないということだろうと思う。これもまた明日議論してみたいところだと思う。

中原委員

東アジアは内需も大分盛り上がってきたというレポートは色々あるが、物価はまだ非常に落ち着いているというか下がっている。東アジア全体としての、国によるだろうが、需給ギャップという点ではまだかなり大きいということか。例えば稼働率などどうなのか。一概には言えないかもしれないが…。

高橋国際局参事役

ざっくりしたことで申し訳ないが、タイと韓国というのはかなり過熱というか、内需が強い。

中原委員

タイはかなりまだ稼働率が低いと、この間出張して聞いてきたが。

高橋国際局参事役

消費の部分が凄く強いのがタイと韓国である。その辺に比べると、マレーシアなどはやはりまだそんなに景気が良いという感じではない。

中原委員

消費者物価は結構皆下がっている。香港なんかは凄い。

高橋国際局参事役

香港は大陸との関係がある。

速水議長

アメリカの長期国債の金利が下がっていて、価格が上がっているというのは、やはり株などから長期債の方に回っているのか。

高橋国際局参事役

推測であるがそういうことではないかと考えている。ただ、しっかりしたデータがある訳ではない。

須田委員

日本の介入資金が効いているという報道もあるが。

高橋国際局参事役

それも統計上はよく取れないので、よく分からないところではあるが、経常収支と資本収支の間にギャップがあるということは確かである。

速水議長

日本からアメリカの国債を買っているのか。ドルが安いうちに買うという訳か。

須田委員

いえ、介入した資金で買うという…。

速水議長

日本の介入で買っている分か。

須田委員

然り。

速水議長

これなんかでも今みたいな形でドルがずっと下がっていくとなると、買ったなら大損をしてしまう。日本銀行も外債をまとめて買えなどと世間では言っていたが、こんなにドルが動いて値段が下がったり、会社の株が動いたりすると買わないで良かったと思う。今のところ買わないで済んでいるが、中央銀行がああいうものを買うべきではない。今は、4,500億ドル外貨準備があるので、ドルが10円下がれば、4兆5千億円が国の損失になる。そんなことを中央銀行にやらせるなんていうのは、本当に無茶苦茶な話だと思う。以前は審議委員の中にも積極的な方もいた。

高橋国際局参事役

先程、福間委員が証券のところでは言われたが、レポートでやはりその辺を気にしているところはある。ただ、その例は、87年のクラッシュを挙げると個別にはやはり違うということだと思う。87年のクラッシュを思い起こせば、適切な政策対応と長期金利が下がったことで、そんなに経済自体はひどいことにならなかった。強気説は今の長期金利の低下等を言う説でもあって、よく分からないという感じではないかなと思っている。

須田委員

会計疑惑はどの程度ヨーロッパに伝わっているのか。結構そういう問題がまた影響するのか。私はもう少しユーロが高くなっても良いんじゃないかと思っているが、その経済に対して株も落ち込んでいるというのはやはりそれが拡まっているということはないのか。

高橋国際局参事役

要するに達観していえば、通信関係が非常に複雑化してきて何が起きているか分からないという背景がある。ただ、今、ヨーロッパの株の問題でやはり悪いのは、通信そのもの、テレコム関係が悪いということではないかなと考えている。それから、会計士に対して誰もオーディットしないというのはイギリスも同じである。ただ、これは自主規制が効いているということで、もっと信頼とか、自治とかが働いているし、会計原則自体考え方が違うということで、イギリスなどは真実性の原則、自分で真実を開示するということが根本に理念で謳われているということを彼等は言っている。その辺の違いがあるということは言うが、ただ、実際に見ていると、ない訳ではないということであるし、あと、イギリスの方で新聞報道等にもあったように、年金会計について時価会計を少し猶予するとか、多少のことは始まっているので、多少の動きはあると思う。ただ、アメリカみたいな形のものは今のところ…。

須田委員

そこは余り懸念してはいないということか。

高橋国際局参事役

然り。

速水議長

アメリカの企業が余り収益が良くないというのは、元々労働の生産性は非常に高いが、設備投資が多すぎるということがあるのではないか。

高橋国際局参事役

収益が良くないという訳ではなくて、GDPベースなどでみても収益は上昇している。ただ、当初の予想に比べて、例えば春先位に考えていたの

に比べて、やはり相当良くないということであり、GDPベースでいくと去年の第4四半期、これもちょっと特別償却等の問題があるが、キャッシュ・フローベースは改善してきているということである。問題としては過剰設備の問題もあるし、過剰債務の問題もあるが、金利が低いので利払い負担自体がそんなに大きい訳ではないということなので、その辺が財務をそんなに圧迫しているという感じではない。株も年金等が間接保有している訳だが、間接保有に止まっていて日本の企業とは違うということであるので、そんなに悪くはない。予想比悪いというのは、当初の予想がちょっと高かったという感じではないかというふうに考えている。

速水議長

収益が良いならそんなに株が下がらないはずだと思うが。

高橋国際局参事役

であるから、発表になったのはそんなに悪くないが、疑惑問題とかが出ると、良いものは材料にしてもらえないという形で、金曜日をご案内のようにGEが割と良い決算を発表したが、そんなことは全然お構いなく材料にされなかったという感じである。

速水議長

明日は沢山発表があるのか。

高橋国際局参事役

16日、現地時間の火曜日からインテルとか大きなところがあって、S&Pベースで40%位だったかと思うが、業績発表が集中している。特にアナリストの中にはインテルの動向というのが非常に注目されるんだということを言っている向きが多くて、それまではちょっと材料が乏しいという感じである。

速水議長

財政の赤字が円換算して10何兆円とかということだが、これは内容は何なのか。

高橋国際局参事役

金曜日の発表なので十分詰めている訳ではない。ただ、こちらはいつもやっているCBOではなくてOMBという行政の方の発表であり、それが2月対比増えたということである。例に挙がっているのは、キャピタル・ゲイン課税が下がったということである。株が安くなって個人関係のキャピタル・ゲイン課税のところが下がったというような形であるが、そのキャピタル・ゲイン課税が歳入に占める割合というのは、個人のキャピタル・ゲインというのはそんなに大きい訳ではないので、ちょっとまだパズルなところはある。既に2月の時点では減税等は織り込まれていたもので、その後のシナリオの変化ということになると、逆に経済成長率の見通しを上げている中で歳入が落ちているということなので、やはり税収が落ちているということではないかと思う。1,650億ドルという数字だが、これ自体はGDPの2%前後位だと思っている。

速水議長

所得はそんなに減っていないから、税収は増えるはずだが。

高橋国際局参事役

やはり株関係のものが。

速水議長

歳出が増えているのではないか。

高橋国際局参事役

歳出はもう2月の時点で増えていることは織り込んでいたので、その時

にはもう1千億ドル位の赤字になっていて、1,060億ドルか1,050億ドルであった。それが今は7月であるが年央の見通しということで1,650億ドルという形になっている。一応ステートメントとか報道を見ると、そのキャピタル・ゲイン課税ということに向こうが言っているということは事実である。

速水議長

ほかにはないようなら次に移る。次に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、早川調査統計局長にお願いする。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

資料-4の主に参考計表に基づいて説明する。まず、最初に図表1、もう既にご承知のとおりであるが、短観の景況感である。一応確認のため申し上げておくと、6月短観において景況感は全般的に改善した。今回の特徴は、確かに製造業・大企業で大幅に改善したというのが一つの特徴ではあるが、前回3月時点で製造業・大企業は既に下げ止まっており、先行きも改善が見通されていた訳である。むしろ、3月時点は特に中小企業・非製造業は、現状は悪化、先行きも悪化の見通しであったということを見ると、今回の特徴は、中小企業や非製造業も含めて全体に改善したということが大きな特徴だったのではないかと考えている。

それから図表6、実質輸出である。5月の貿易統計は既に前回の会合で紹介したので、本日は極く簡単に若干のコメントをしておきたいと思う。実質輸出は、1~3月は4.7%増加の後、4~5月は前期比6.6%の増加ということであり、これは年率計算すると、この5か月間は年率20%以上という非常に高い伸びになっている。その主役は何かというと、図表7、情報関連の輸出入のとおり、特にこの4~5月については、情報関連がもの凄く高い伸びになっているという特徴がある。ただし、この情報関連は足許非常に高い伸びになっていて、後程申し上げるとおり4~6月の鉱工業

生産も電気機械が相当大きく引っ張り上げる姿になる訳だが、この点については、足許は非常に強いだけでなく、先行きはほぼ間違いなくスローダウンするだろうと考えている。この点は以前から在庫復元の影響があるのでいずれスローダウンすると申し上げてきていたし、世界半導体出荷などの数字などを使ってそういうことを説明してきたが、極く最近では企業の中からも足許の受注が少し弱くなっているという話が出てきている。皆が弱いと言っている訳ではないが、弱くなっていると言っている企業も出てきているという意味では、今まではどちらかという頭の中で減速するだろうと申し上げていたのが、企業の方からもそういうことらしいという話が出てきているというのが大きな特徴だと思う。次に図表 8、財別輸出の動向を見ると、他の財も軒並み輸出は増加しているということであるが、ここでも先行きを考えると、やはり若干はスローダウンの方向だろうという気がする。資本財・部品については、そもそも半導体製造装置の寄与が大きいから、情報関連と連動する部分がある。中間財については、現状まだ、中国、韓国辺りの需要は相当強いようであるので、まだ暫く行きそうな感じはするが、ただ、鉄鋼、化学ともに足許のピッチは相当なものなので、いずれどこかで減速するだろうと、一応そう考えているようである。最後に、自動車関連にしても 4~5 月の増加というのは、円安の時期に中近東等を中心にスポット輸出の契約を纏めたものが今数字に出ているということなので、今の為替相場を前提にするとやはりどこかでこういったプラス寄与はなくなっていくということである。ということで、輸出については現状はかなり強い数字である。ただし、これが先行きまで続く訳ではないと思う。

次に図表 12、企業収益である。企業収益については、この間、短観が出てもう既にご承知のとおりであるが、短観の数字を見ると、例えば、製造業の大企業は 2001 年度に 4 割減益のあと、2002 年度は 3 割増益という姿であり、若干の程度の差はあるが、製造業・非製造業、大企業・中小企業を問わず、去年減益のあと、今年は増益となっている。しかも、修正率についても、2001 年度と 2002 年度を合わせてみると、全体として上方修

正が行なわれているということで、生産活動の回復に伴い、製造業中心ということだと思うが、企業収益は既に増加に向かい始めているというふう

に思っている。

そうした中で問題は設備投資である。設備投資がどのようなタイミングで動いていくかというのは当面のポイントになってくるので、少し幾つかの指標を確認していきたいと思う。まず、図表 16、設備投資の一致指標である。資本財出荷および総供給の数字を見ると、設備投資はこういった指標で見えていくと、現状まだ下を向いており、まだ減少基調にあるということである。ただ、減少の勢いという観点からみると、恐らく一頃よりは少しゆっくりになっているのかなという感じである。そうした中で、図表 17、短観の設備投資計画であるが、設備投資計画について今回の大きな特徴は、特に製造業・大企業は、ご承知のようにD Iの改善幅は史上最大であり、企業収益の回復も相当なものであるにもかかわらず、その設備投資計画は極めて慎重であったというのが一つの特徴である。6月時点でも8%台の減少を見込んでいるし、前回対比でも下方修正であった。もっとも、製造業・大企業ほど全体が非常に弱いという訳ではなく、中小企業をみるとまずまずのテンポで上方修正されているので、そういった中小企業まで含めてみれば少しは雰囲気は違うが、製造業・大企業に関していえば非常に慎重な設備投資計画である。図表 18、設備投資の先行指標である。設備投資の先行指標については、機械受注は4~6月の見通しが出了時点で横這いであって、4~6月は何とか横這い位になってくれれば年末にかけて設備投資の下げ止まりというストーリーに合ってくるので、そうなってくれ

ると良いかと申し上げていたが、今のところその横這いよりも少し上の方を走っている。振れの大きい数字なので、まだ自信を持って下げ止まったとか上向いたとかまでは言えないが、多分、可能性としては横這い位までにはいけるのではないかなという感じがしている。特に、製造業のところを見ると、前の1~3月位から少し増え始めているので、どうやら下げ止まり位ではないかなと思っている。建築着工を見ても、製造業についていえば僅かではあるが少し上向いているのかなということで、製造業の先行

指標は大体下げ止まりと判断して良いのではないかと考えている。非製造業についてはまだ振れが大きいので、この時点ではもう少し様子を見たいという感じである。幾つかのことを申し上げてやや混乱気味であるが、例えば、製造業は設備投資計画が弱いという話と、先行指標は下げ止まっているという話であるが、これは要するにゲタの関係であり、思い出して頂くと、2001年度の後半に製造業の設備投資はかなり大きく減少している。従って、仮に今年の1~3月のレベルで真横に推移していくと、2002年度というのは前年度対比でみてかなり大幅な減少になるということである。従って、季節調整後の感覚でいうと、例えば、今年の後半位から少し持ち直すというストーリーと、先程年度で8%の減少と言ったことは決して矛盾している訳ではない。そういう意味では、設備投資は今のところ、現状は下向きであるけれども先行指標は何となく下げ止まりに近付いているように見えるという感じである。もう少しこの辺の様子を丁寧にみていきたいところだと思っている。

続いて雇用関係であるが、雇用関係については大体これまで説明していた線で動いている。まず、図表20、労働需給であるが、完全失業率は5月に少し上昇した。ただ、これは前から去年の12月5.5%がピークで下がってきているけれど安心しないで欲しいと、いずれまた上がる可能性があると申し上げてきたように、やはり上がったなということであり、基本的には現状は5%台の高水準で概ね横這い圏内で推移していると思っている。他方、しかし、有効求人倍率はやはり少しずつではあるが下げ止まり、幾分持ち直しつつあるのかなと思っている。これは前から申し上げているように、要するに、労働市場における限界部分の改善が続いているということであり、例えば、所定外労働時間は前年比で見てもかなりマイナスが小さくなってきている。3か月前比を見ると、製造業を中心に残業時間は増え始めているということである。新規求人を見ても、パート中心ではあるが前年比でみて新規求人のマイナス幅が縮んできており、また前月比で見ると、製造業を中心にかなり伸びているということが分かる。図表21、短観の雇用の過不足に関しても、これは3月時点で思いのほか製造業

の雇用の過剰感が減ったと申し上げたが、6月もその傾向が持続して、そういう意味では、ある種の雇用調整のスピードが何がしか速くなっているということをおそらく表わす動きではないかと思っている。ただ、図表 22、雇用者数については、この間からちょっと自信がない、よく分からないと申し上げていたが、製造業の雇用者数については、毎勤ベースは勿論ずっと減少しており、減少幅はむしろ拡大していて、労調の雇用者数のマイナス幅が少し縮んだのかなと思ったが、また5月辺りは少し拡大してしまった。前から申し上げているように、月々若干振れる統計であるのでなかなか基調は見極め難いが、まだ現時点では、労調ベースでも減少幅が縮小したとまでは言い切れないのかもしれない。加えて、それよりももっとはっきりしているのが図表 23、所得である。雇用者所得の前年比を見ると明らかなおおりの、人数も若干は減ってはいる訳だが、それ以上に賃金が低下している。ボーナス以外にもこの3~5月のところではゼロベア、それから一部の定昇カット等があるので、所定内の給与が下がってきているということである。ご承知のとおり夏のボーナスについてもかなりのマイナスの見込みということになっているので、そういう意味では、賃金まで考えると所得ははっきりと減少しているということだと思っている。

次に図表 24、個人消費関連である。個人消費も大体これまでの動きから余り大きな変化はない。一部には確かにやや底固い動きもみられない訳ではない。例えば、車については6月単月は落ちたが、4~6月通計で見ると小型車を中心に少し増えているという感じである。それから特徴的なのは、5月の家電販売がかなりの増加になった。これは例のワールドカップの開催を控えて大型ディスプレイ等のテレビが売れたという話である。ただ、それを除くと、全体として相変わらず区々であって、前年比で見ると若干のマイナス位ということである。いつものように、これを図表 27、販売統計合成指数で見ると、概ねゼロ近傍で、消費財供給の総供給数量は若干のマイナスという動きである。ただ、図表 27 の販売統計合成指数の動きと、先程見た図表 23 の雇用者所得の動きを比べてみると、実は過去は結構よく似た動きをしてきた訳であり、足許のところをみると、所得が

減っている割に消費は余り落ちていないという感じがする。先程短観で非製造業が取り敢えず景況感が下げ止まりないし若干の回復をしていると申し上げた訳であるが、輸出だけが良いと考えると、非製造業の下げ止まりというのはなかなか説明しづらいものがある。ただ、個人消費が良くなっているとは到底申し上げないが、個人消費が所得程には落ちなかったことと、先程の輸出のかなり大きな増加が生産を通じて卸とか運輸とかに影響したということで考えると、非製造業の下げ止まりはそういった形で理解できるのではないかと思っている。図表 28 の消費者コンフィデンスも低水準ではあるが何がしか改善ということである。図に書いてある生活不安度指数が、つい先程発表になった。それは、季節調整後で 145 ということなので、少し改善した感じではある。ただ、繰り返しになるが、所得環境が基本的に悪いので、取り敢えずこれまで落ちないでくれたということは結構なことだと思うが、個人消費が何か勝手に良くなって景気をリードするということは、ちょっと考えにくいということは申し上げるまでもないと思っている。

それから、図表 31、鋳工業生産である。鋳工業生産は今日午後 1 時 30 分に確報が発表になって、5 月の数字は生産 3.9% の増加が 4.1% の増加となり、僅かに上方修正ということである。従って、大体そんなに違わないが、4~6 月は予測指数で 3.8% 台の増加と、かなり高い増加になっている。先程も説明したとおり、図表 32、寄与度で見ると電機の寄与が非常に大きい。図表 33、在庫の動きであるが、在庫は鋳工業全体で見てもかなり速く回っていて、もう 45 度線をかなり大幅に割り込んで下の方にきている。そういう意味では、在庫調整は一巡したと申し上げて良いと思う。因みに、5 月単月で見ると、出荷は前年比で +0.2% であるので、もう実は第 4 象限に入ってきているというような動きである。特に生産財、電子部品とか素材の調整の速さは相当なものであるし、最近は一頃遅れていると申し上げた建設財でも調整が何がしか進んできているので、全体として在庫調整は一巡したということだと思っている。生産についてであるが、輸出について申し上げたこととかなり近いのだが、足許は強い。先程申し

上げたように予測指数で3.8%である。私共のヒアリングでも前月時点では、4~6月は2%台の増加という感じであったが、新しいヒアリングでは3%台の増加になってくるという見方になっているので、足許は上方修正である。ただ、では先行きはどうかというと、私共のヒアリングだと、7~9月は微増圏内、微増程度であるということで、伸び率にするとかなり落ちるということになっている。そういう意味では、先程の基本的には輸出の動きについて、特にIT関係について、先行きはやはりむしろ若干慎重化しているという感じがしている。そういう意味で足許が非常に強いということと、しかし、先行きについては依然として不透明だという状態が続いているということである。

物価関連については、まず、図表38、需給環境を見ておきたいと思う。需給環境は、いわゆるマクロの需給ギャップということになるとなかなか判断が難しい訳であるが、それ以外のもので見ると、総じて需給環境は何がしかの改善ということだろうと思っている。短観の設備判断と雇用判断の加重平均をみると、少し改善している。稼働率はこれは4月の数字だけであったので、このような数字だが、今日5月の稼働率が出て、多分6月の稼働率は5月の稼働率水準と余り変わらないだろうなということを前提にすると、93台位というところが恐らく稼働率の水準だと思うので、そういう意味では、実は生産の増加以上に設備廃棄をやっているので、稼働率の上昇はまあまあのテンポで起こっているということである。さらに、製商品・サービス需給のところを見ると、普段余り見ていない製造業と非製造業別に需給を見ているが、3月調査の時は製造業が僅かに改善しつつも、非製造業はむしろまだ悪化していた。ところが、今度の6月の調査はDIによく似ているが、製造業が大幅に改善しただけではなくて、非製造業も僅かながら改善ということであるので、そういう意味では需給環境としては限界的に少し改善方向に向かい始めたのかなと思っている。ただし、図表37の輸入物価のところを見ると、これまで上昇にあった輸入物価が3か月前比で見ても-0.7%、小幅ではあるが下落の方になってきた。中身を見ると、上の方に引っ張り上げているのは原油価格の上昇の影響である。

それに対して下の方に出ているのはいつも申し上げているように為替の影響であるので、ちょうど原油価格の上昇と為替が相殺してほぼ横這いである。恐らくこれは7月の数字になってくると、かなりの大きな数字でのマイナスが出てくると思っている。これは原油の上昇の影響がだんだん薄れてくる一方で、為替については3か月連続でかなり円高の局面が出てくるので、かなり大きく下落するということになろうかと思っている。そうしたもとの、今度は図表40、国内卸売物価を見ると、卸売物価は2月に+0.1%の後、3、4、5、6月と横這いということである。ここ5か月程度、若干のプラスないし横這いということで、当たり前であるが、3か月前比は0.0%ということになっている。上昇方向に効いているのは、ここでも石油関連と建材、これはやはり鉄鋼の相場がとにかく強い。輸出主導ではあるが、鉄鋼相場が強いというのが押し上げ要因である。下の方に効いているのは、電子部品の要因とそれからこれは来月には消えるが、電力料金の引き下げの分が下に引っ張っていて、それでちょうど釣り合っているということである。先行きについては、これは電力が取れるが、他方で、上の方に出ている石油とかの上昇の寄与も取れてくる。先程申し上げたように需給環境は少しは改善しているので、マイナスになったとしても去年の秋のような大幅な下落にはならないが、輸入物価が恐らくかなり低下し始めているということを考えると、この夏場のどこかの時点で卸売物価は弱含み位になることは避け難い、このように思っている。それから、図表43、消費者物価の方であるが、基本的には変わっていない。要するに、前年比で見て-0.8%を中心に動いているということである。中身を見ると中段にあるように、財の値段の下落幅は少し縮んでいる。その一方で、サービスは少し弱い方向になっている。勿論、家賃の影響があったり、5月について実はカレンダー要因による宿泊料の下落などがあるので、恐らくこのような勢いでサービスがどんどん下に突っ込んでいく訳ではないが、方向感としてみれば、物の値段のマイナス幅は少し縮んでサービスがちょっと弱いというような感じであるが、しかし、全体としてみると、大体-0.8%位を中心にずっと動いているということである。なお、ここで今回参考ま

でに図表の 46、販売価格判断とC P Iを見て頂きたいと思う。以前、内閣府の消費動向調査の消費者の物価の上がり方というのがそれなりに整合的であって、消費者の物価の上がり方の動きというのが消費者物価の動きとほぼ同時ないし若干先行するという事を申し上げたことがあると思う。今回は企業の方であって、短観の小売業の価格判断と、それから短観のサービス業の判断を見ている。これとC P Iの財、C P Iのサービスというのを図表 46 に示している訳であるが、これも何がしか短観のD Iが先行する傾向がある。そういった中であって、小売業の価格判断のマイナス幅が少し縮んでいるということで、これも先程来紹介したような物の値段のマイナス幅は少し縮んでいるという動きと整合的であるし、世の中で言われるいわゆる低価格戦略が少し落ち着いてきているという動きとも整合的かとは思っている。ただし、サービスの方をみると、このところ一段とという訳ではないが、むしろこのところ下の方を向いているので、そういう意味でこれを見ても、今現在、消費者物価で起こっている動きとほぼ整合的ということだろうと思っている。

計数の説明は以上にさせて頂いて、全体であるが、まず先月から今月のこの1か月間に出た統計ということを考えてみると、大物は5月の貿易統計、それから5月の鉱工業指数、それから6月の短観ということであり、実はいずれもかなり大幅な改善を示した統計が並んだ時期であったということである。とりわけ短観においては、製造業・大企業だけではなくて、中小企業とか非製造業も程度の差はあれ、改善をしたということを見ると、経済全体としてほぼ下げ止まったという評価位はできるのではないかと思っている。勿論、先程ご紹介した設備投資の先行指標の下げ止まりの兆しみたいなものを捉えるのであれば、内閣府の判断にあったように、持ち直しに向けた動きを指摘することも不可能ではないと思う。ただ、あくまで国内需要に関しては、企業収益は多分良くなっているのだろうとか、それから雇用も限界的には改善し始めているとか、先行指標に少し変化が出始めたという位のことと言えるが、明確に既に、国内需要が良くなっているという証拠は現時点では乏しいということと、先行きについては米国

の株とか為替だけではなくて、色々な意味で不透明感が強いということを考えて、ここでは一応下げ止まり位の判断をしておきたいと思っている訳である。

先行きについてだが、確かにアメリカのマーケットとかをみると心配にはなる訳だが、経済データを見る限り、先程国際局からも説明があったように、現時点で米国景気は回復歩調を続けているという判断を変えるだけの材料はやはりないということなので、そうしたことを前提にすれば、我が方についても、景気は下げ止まりが明確化していき、いずれどこかの時点で回復の方へ向かっていくということになるかと思う。そういうことで言うと、先程申し上げたように設備投資の先行指標辺りがどういう動きをしていくかというのが大きな注目点になってこようと思っている。ただ同時に、先行きについては先程来繰り返し申し上げているとおり、不透明感が強い状況で、アメリカの株安、あるいはドル安というのは、どこに起因するものか、アメリカ経済自体に起因するものなのか、会計とか色々なものに起因するのかわからないが、出発点がどこであれ、そういったものが経済のその後の、あるいは為替相場を通じて我が方に影響してくるという可能性がないとは言えない。そういう意味では、引き続き、片方で先程申し上げたように設備投資の先行指標等、景気回復に繋がる、明確な下げ止まり、回復に繋がる動きをみつつ、他方で、そういった為替の影響、株価の影響等についてみていく必要があると思っている。以上である。

速水議長

ご質問があればどうぞ。

春委員

先程、電力価格の影響はもうなくなると言っていたが、他の地域の電力会社が7月から一斉に下げるので、むしろ影響は出てくるのではないか。

早川調査統計局長

東京電力分は消えるが、他の分から出てくるので完全に消えない。これからまだ五月雨で出てくるので、次は、東北であるので取り敢えず一旦は小さくなるが、今後まだ出てくるのは、言われるとおりでである。

須田委員

短観の設備投資の製造業・大企業の部分というのは、99年度と同じような動きをしている。それで一方では、いい収益とかそういったことでこれがどのように修正されるというふうに理解しておけばよいか。

早川調査統計局長

まず、ここは難しいところだが、実は前回の99年度の時も同じパターンである。製造業・大企業について言うと実は、設備投資の立ち上がりは早くなかった。そういう意味では実は前回99年に設備投資が全体として思いのほか早く立ち上がったのは、その他の要因であった。その他の要因というのは、二つあって、実は私共の短観ではそれ程顕著ではないが、法人季報を見ると、97～98年に中小企業・非製造業の設備投資が猛烈に落ちて、それが99年の頭から急回復したという事実がある。これはちょうど中小企業・非製造業辺りの例えば、資金繰りないし金融機関の貸出態度判断DIと設備投資の動きを重ねて書いてみると、非常に密接な関係がみられる。そういう意味では、97～98年の恐らく貸し渋り、貸し剥がしと言われた時期に中小企業の設備投資、特に非製造業の設備投資が落ちて、それが恐らく、99年に金融環境が改善する中で一種のペントアップ・デマンドとして出てきたということが一つある。それからもう一つは、実は99年から2000年にかけては、いわゆる独立投資と言われる系列の投資がある。これも短観には必ずしも全部出てこないが、典型的に申し上げると、今現在進行中のいわゆる東京を中心とする再開発投資の系列が出てきたのは99年からである。それからもう一つが、例の本店法の改正の前に出

店ラッシュが行なわれたといったものがあった。それらのものが重なったということで、要するに、99年に設備投資が回復したが、あの時は実は輸出が増えた、生産が増えた、その結果収益が増えた、だから設備投資をするという形で設備投資が出ていったというよりは、実はそれ以外の理由であった。先程の中小非製造業の金融危機の終息に伴うペントアップとか、それから独立投資が出てきたために、見た目は生産の増加のすぐ後に設備投資が出てくるので、生産の増加が直接繋がったように見えるが、それは実はタイミングがそうなかっただけであって、基本的にはそういう形の設備投資の回復である。今回は逆に言うと、そういうファクターが余りないものだから、素直に、稼働率が上がり、収益が増えて設備投資が出てくるといふ展開にならざるを得ないために、設備の立ち上がりが遅くなるのだろうと我々は思っている。ただし、繰り返しになるが、これは2001年度の後半にもの凄く落ちているから、年度で8%、9%の減少というのは、季節調整後でみるとどこかでプラスになっても、8%、9%の年度マイナスということとは整合的であるので、そのところは一応念頭に置いて頂きたいと思う。

田谷委員

一つ宜しいか。所得の、そのうちでも特に賃金の動きからすると、消費の動きは比較的底固いということがずっと私の理解でもそうなのだが、消費、あるいは所得、消費性向と、色々別の資料でみる訳である。確かに、販売統計合成指数などで見ると、実際の消費、販売数量というのは伸びており、仮にこれがかなり確からしいとすると、毎勤とかで見ると所得の伸びというのは、実際の所得の伸びを過小評価しているのか。あるいは、家計調査などで見る消費性向というのがほとんど動いていない訳だが、実際には様々な消費者センチメントの動きなどからして、消費性向も本当は上がっているのか。要するに、所得の動きと消費の動きの差というのは、どこに起因するところが大きいのか。

早川調査統計局長

それは我々も悩んでいるところであり、何分にもご承知のとおり消費についてはこれが事実だと決められるものがない。全ての統計を寄り合わせてみると、取り敢えず所得程落ちてはないだろうなとみている。一番典型で言うと、先程の短観から判断すると、いわばもし仮に、消費が減っていると仮定して、設備も減っている、公共投資も減っている、それで輸出だけ増えているという時に、非製造業が改善するというのは無理である。しかも公共投資が減っている、設備が減っている、これは比較的確実な事実なので、そうすると消費が横這い位はいついたのだろうという、一種の逆算でそのように考えざるを得ないということである。ほかにも色々な材料はあるが、非常にある種確実にこうなんだということは難しいが、一応横這い圏内ないし、減っていたとしても所得程は減っていない、一応それが事実だと仮定して、どこにどうしてそうなっているのかということは幾つかの可能性があると思う。一つは、やはり消費性向が何がしか上がっている、あるいは貯蓄率は何がしか下がっている可能性があると思う。多分、家計調査の貯蓄率、消費性向という数字は、長い目で見ればある程度意味があるのかもしれないが、四半期で見ると、所得と逆に動く。所得が上がった時に消費性向は下がりやすいし、逆に所得が下がった時には消費性向が上がりやすい。これは何が起きているかということ、クロスセクションの消費関数があって、その中からランダムに点を取ってくると、明らかに普通は低所得の方が消費性向が高いという前提のもとで、ランダムに拾ってくると、明らかに所得なりと消費性向の逆相関が発生する訳である。もし、家計調査というのがサンプリングエラーでそういうことが起こるとすると、実は我々がみているのは時系列の貯蓄率の変化ではなくて、サンプルの変化をクロスセクションで見ているという可能性が非常に高く、私はこれは十分あり得ると思っているので、四半期とかでは消費性向は評価できないと基本的には思っている訳である。従って一つは消費性向である。それからあともう一つは、前から時々申し上げているいわゆる退職金とかそういうものの評価の問題がある。要するに、毎月勤労統計で所得を見て

いくと、例えば、大企業のリストラが起こって、比較的高い所得を得ていた人が職を失うと、当然、平均賃金は下がるという結果になってくる。人数も減る。だけれども一方では、企業は実は巨額の特損を計上して赤字になっている訳だが、そのお金は家計部門に入っている。勿論、その退職金を1か月で全部使ってしまう人はいないにせよ、所得が企業部門から家計部門に、普通の賃金は抑制しつつ、一方で、退職金という形で家計部門に所得が移転している訳である。そうすると、普段我々が見ている統計はそちら側を見ないで、あたかも労働分配率を下げるために企業が抑制しているところだけ見るので、逆にそういう見方がややバイアスしている。マクロで見ると、企業はいわゆるリストラに関わる特別損失として計上している金額は相当大きなものであり、一部実は税金の減少にもなっている訳だから、国にも負担をかけつつ家計にお金が回っている訳なので、それを過大評価するのはよくないが、そうした要素も念頭においてみていく必要があるのかなと思っている。

速水議長

早川局長から5.4%の高失業に戻ったという話があったが、失業率についてはほかの国では、米国は5.9%、ドイツが9.8%、ユーロ平均で8.3%と非常に高い。やはり日本も90年代からずっと社会が高度化していくということもあるし、構造改革がこれから進めば進む程、あるいはこの経済社会の高度化が行なわれていけば、自発的失業者が増えているとか、有効求人倍率はむしろ増えているということも起こり得る。こういうトレンドを考えると、5.4%というのは増えていくのが自然なのではないかと思う。このようなことを言うと政治家や厚生労働大臣に怒られるかもしれないが、そういう方向にあるんだろうと思う。これだけ不況だ不況だと騒いで5.4%というのはほかの先進国に比べて低い訳である。これから構造改革を進めていけば、やはり皆好き嫌いも出てくるし、いい職業を選ぼうとするし、5.4%位で、余り高失業という言葉を使わない方がいいように思う。

早川調査統計局長

ご指摘のとおり確かにレベルでみると、5%台というのはそんなに高い失業率ではなくて、——これは統計のせいだということをする人もいるが——失業統計というのは割と国際的に近い形で作られていて、統計の性質と差による部分というのはそんなに大きい訳では多分ないのだと思う。ただ、問題は恐らくこういうことだろうと思う。失業率が5%だから別に大変だということではなくて、例えば、色々職を変える人がいて、トランジトリーに半年なり3か月なり失業する人がランダムに出てくる。そういう人達によって、産業構造が変わっていくとすれば当然労働市場がそこを引き受けてモビリティを高めていかなければならない。そのトランジトリーな失業が常に皆3か月、6か月職を失う期間があるので、その結果5%位の失業があるというのはそれはそれでおかしくないと思う。問題はやはり日本の場合、まだ労働市場の再配分機能というのが、例えばアメリカ等と比べて十分ではないために、職を失ったまま長期間過ごしてしまう方が相当おられて、そういうことであるとするとやはりそれはそれで問題はあると思う。そういう意味では、何%の水準が問題なのではなくて、要するにその裏側で労働市場が巧くファンクションしているのであれば別に5%の失業が大変な問題であると思わない。

山口副総裁

前月、全体判断として、下げ止まりに近付いていると考えた訳である。今月、ほぼ下げ止まっているというふうに、この委員会が判断するかどうかというのは明日議論する訳だが、早川局長がそのように考える理由について、先程、この間、貿易、生産、短観と三つのメジャーな数字が判明したということから説明があった。その中で、消費が所得に比べて底固そうだというのは、これは前月もそう考えていた。それから設備投資は何がしか前の方に進んでいるが、それでもまだ緩やかに減少が続くという局面らしいということであった。そうすると、貿易、それと裏腹にある生産のところ、思ったよりもかなり大きく増えてきて、専ら、外生需要の大きな

変化によって、下げ止まりというところに経済が動いてきているというふうに、早川局長は考えているということか。

早川調査統計局長

基本的には、そもそも外生需要のところの強さの程度が大きいということが一つ大きなファクターである。それからもう一つは、先程の消費が所得対比では比較的ましなのだろうなということである。これまでも色々な統計で睨み合わせてそうだろうなと思ったが、やはり今回先程申しあげたように、例えば短観で見て、非製造業、中小企業まで改善したという、これも個人消費がそれなりに落ちずにいてくれたということの傍証であろうと思っている。ある意味で、別に短観だけで判断する訳ではないが、要するに大企業も中小企業も製造業も非製造業も皆よくなって、まだ下げ止まっていないという、下に落ちているのは、誰が落ちているのだという感じにならざるを得ない。従って、別に短観だけではないが、私が思っているのは、個人消費はやはり所得ほどには落ちていなかったのだろうと思う。それに思った以上に強い輸出というのが組み合わさる結果として、経済全体として何とか下げ止まりの姿が出てきたのではないかと考えている。従って、基本的には、1か月、2か月前の判断の線上であるが、それぞれについて、生産、輸出についてのデータと、それから短観も含めて消費なり、非製造業、中小企業の下げ止まりの方向についてのデータが出てきたので、そのように考えているということである。ただ、繰り返しになるが、その割には先行きについては余り強いことが言えない環境に今あると言わざるを得ないと思う。

速水議長

それではこの辺で次に移る。最後になるが、企画室から最近の金融環境について説明してもらおう。白川理事と山口審議役お願いする。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

白川理事

お手許に配った資料5、参考計表その2で説明したいと思う。まず、図表の1である。民間部門の総資金調達、それから貸出関係、これについてはこれまでの基調に変化はない。下の方、民間部門全体の数字だが、期を追って見ると、 -1.3% 、 -1.7% 、 -2.0% ということで、マイナス幅が拡大の傾向にある。上の貸出だが、相変わらず前年比2%台の減少が続いているということで、従って、その差である資本市場調達の伸び率も鈍化傾向にあるということである。次の図表2だが、上がCP、下が社債である。CPの方も従来と同様の傾向で、伸び率としては高い訳だが鈍化傾向にある。それから社債については、小幅ながら前年比 -0.1% ということである。これは中段に前年の数字があるが、社債の発行額、去年の6月は電力等、一部の業種で前倒しの調達がみられたため、その裏で今回マイナスが出ている。いずれにせよ、CP、社債を含めた資本市場調達は、全体として伸び率が鈍化傾向にあるということである。資金需要の面と、それから発行環境と分けてみると、資金需要の方の影響が大きいと。景気の方が幾分明るさが出ているが、設備投資の方はまだ出られる訳ではなくて、その分資金調達を減らすという方向である。ただ、発行環境の方はこれは従来同様の傾向だが、発行環境は改善をしているということである。計数については特に触れないが、格付けの低い先の発行のウエイトが高まっている。また、信用スプレッドは格付けの高い先を中心に引き続き縮小傾向を続けている。

次に、図表3、マネタリーベースである。6月は前年比 $+27.6\%$ ということで、これは銀行券需要の伸びが下がってきているので、前月、前々月対比では下がっているが、しかし、前年比3割弱の高い伸びということである。7月は去年の7月に郵便局が郵便貯金の大量満期に向けて、手許現金を大量に積み上げて、その裏が出る形で引き続き鈍化をするということである。先週末、月初来のラップで見ると、今は24%強ということであ

る。この先どのようになるかということだが、当座預金の方を仮に 15 兆円とおいて、銀行券が足許の伸び——つまりこの 7 月に入って 12%強だが——でいくと、マネタリーベースの伸びは、7 月が 24.9%、8 月が 24.2%、9 月が 19.8%そして 12 月が 15.1%と、そういうパスになるということである。それから中段のマネーサプライだが、これは期で括ってみると、10~12 月期、1~3 月期と伸び率が上がって、この 4~6 月期は僅かだが 3.5%と 0.1%下がっている。従来、伸び率が少しずつ上がってきたのは、主として投資信託の解約分がマネーサプライの中で、特に M1 を中心に流入してきたということである。しかし今月については、全部トレースできる訳ではないが、数字のバランスだけ見てみると、マネーサプライからマネーサプライ外の国債・FBの方にシフトがあるということが寄与する形になっている。7~9 月だが、今月は、四半期の期初月なので、マネーサプライの見通しを発表する月だが、今申し上げた傾向、つまりマネーサプライから国債への若干のシフトが続くという想定のもと、内部的な見通しとしては 3.3%、対外的には 3%台という形で発表しようと思っている。内訳の方だが、M1 は引き続き 32%ということである。高い伸びだが、ただ、伸び自体が 7 月以降加速をするということではなくて、高い伸びが続いているということである。それから広義流動性、こちらの方も月々振れるので四半期で見ると、この 4~6 月は 1.6%ということである。前期と同じ伸びである。伸びはそういうことだが、この中身がシフトをしているということで、次の図表の 4 である。前回は少し大きな流れについて触れたが、数字でもってその大きな流れを跡付けてみると、ここに三つの時点、去年の 4 月、今年の 4 月、それから 6 月というふうに広義流動性の伸び率、それを寄与度に分解した数字がある。今年の 4 月をとったのは、3 月末にかけてペイオフ部分解禁の影響が随分出てきたので、その影響がフルに出てくる 4 月、これをベンチマークにとって、その 1 年前と直近月 6 月ということである。今年の 4 月でみると、去年に比べて 1.2%ポイント低下しているが、こちらの方は景気全体の動き、それからその中で資金調達を圧縮していくという動きがこういう形で出ているのだろうと思う。その中で増え

たもの、減ったものということで、表の(B) - (A)、つまり4月を遡る1年間ということで見ると、減ったものは準通貨+CD、定期性預金、それから投資信託、それから金融債、これはいずれもペイオフの部分解禁ということ意識した動き、あるいは投資信託の、エンロンの事件の影響ということである。債券現先、レポについては、去年RTGSの関係で、証券会社が手許を厚くしてこれをレポで持っていて、その分が落ちてきたというテクニカルな要因である。一方、増えた方は、M1で、全額保護が来年3月まで続く普通預金、あるいは銀行券である。それから国債・FBということで、安全資産が増えているということである。この2か月間はどうかということで、表の(C) - (B)だが、M1あるいは準通貨+CDの方は、こちらの方は動きはなくて、この4月初のペイオフ部分解禁に端を発する動きについては取り敢えず止まっているということである。増えたものは何か。減ったものとして相変わらず投資信託がまだ減っているということである。増えたものは、債券現先・レポ、それから国債・FBである。債券現先・レポについては、これ自体100%安全・確実という訳ではないが、国債を主として使っており、カウンターパーティー・リスクはない、また例えばレポについては、保全の仕組みもあることだから、これはほぼ安全資産であると考え、安全資産へのシフトが続いているということである。真ん中の欄だが、ちなみに、その安全性が高い資産を多少恣意的ではあるが、M1、それから定期性預金の中で言えば1,000万円未満の部分、それから郵貯、それから国債・FBというふうに集計して、その伸び率を見ても、1.8%、8.0%、8.1%ということで安全資産の伸びが高まっている。先程の現先・レポを含めると、もう少しその坂が大きく出てくるということである。それから、新聞紙上でよく郵便振替の話が出るが、これは伸び率としては高い訳だが——一番下の欄、残高はまだ3兆円なので、郵便振替は流動性には入っていない——、仮にカウントしても大勢を大きく変えるものではないということである。

それから、次の図表5、金利関係では特に申し上げることはない。例のスプレッドの貸出も一部行の動きでやや三業態とそれから主要行で伸び

率の乖離はあるが、方向としてはスプレッドを拡大をしていくということである。

次に図表 6、短観の結果である。これも既に報告済みだが、改めて企業金融関係だけ整理をしてみると、上の段、貸出態度だが、これは悪化傾向に歯止めが掛かった形になっていて、経済情勢の好転が企業を見る金融機関の目線に幾分影響を与えているという感じがする。一方、貸出金利だが、真ん中の欄、大企業については低下の一方、中小企業は上昇をしているということで、リスクに応じた金利設定の動きが続いているという感じの回答結果がきている。ただ、図表 5 の貸出約定平均金利を例えば、ストックベースで見ると、それ程上がっている訳ではないということで、相変わらずこれをどのように解釈するかというのがパズルとして残っている。それから図表 6、下の資金繰りだが、そちらの方については、全体にキャッシュ・フローは改善している。しかし、昨年秋の水準にはなお復していないということ、あるいは信用度の高い先と低い先、あるいは大企業と中小企業と、二極化は続いているということである。

それから最後に、図表 7、倒産だが、6 月の倒産件数は 1,439 件ということで 10 か月振りに前年を下回った。昨年秋以降、ずっと増加傾向を辿っていたが、業種的には製造業が減少したということで減少した。負債総額も 10 か月振りに 1 兆円を下回ったということである。ただ、年初来の件数を年率に引き直すと、これは相変わらず非常に高い水準で、倒産の件数は月々に振れもあるのでこうした動きを注意深く見ていきたいと思っている。以上である。

速水議長

ご質問があればどうぞ。

須田委員

日銀券の発行残高は 7 月に入って、12% 台であったか。

白川理事

然り。7月に入って12.1%である。

須田委員

これはこの1~3月というか、その位の水準ということで、大体今後はその程度というふうに見ているのか。

白川理事

1~3月が12.3%、4~6月が15.6%である。それで今7月のラップが12.1%ということである。勿論、最終的にどうなるか分からないが、6月対比で銀行券の伸び率が下がること理由は、先程の郵貯、郵便局の手許現金の坂ということである。いつも申し上げることだが、銀行券の需要を規定する要因は、一つ目は超低金利の要因で、この3月、4月でみても若干だが普通預金の金利が下がるということである。それから二つ目にこちらの方はここにきて大きな変化はないのだろうと思うが、あとは金融システム不安要因、これも4月以降新たに高まっているという訳ではなくて、今後どうなるかということである。それから三つ目は、これはちょっと分け方が違うが、理由は何であれ、出てしまった銀行券がなかなか戻ってこないということである。そういうファクター如何ではあるが、計算上は先程の足許の銀行券の数字が続くとみて計算した。

春委員

郵便振替口座というのは、来年の3月に向けてかなり増えて行く可能性はあるのか。

白川理事

勿論、安全確実なので、そういう意味では要因としては増えると思うが、ただ、基本的に郵便振替口座は決済のための口座である。色々な目的に使えるからこそ銀行の預金というメリットがある訳だが、郵便振替口座は、

全面的に決済のためにこれを使うにはやはり迫力は不足していると思う。ただ、今春委員が言われたように、運用資産として郵便振替口座ということであるが、ただその場合には、安全確実という意味では、国債がある訳で、そういう意味ではそのほかの資産ではなくて郵便振替というものに資金が動くかということ、個人的にはそうでもないのではないかと思う。勿論、伸び率としては高めで、今でも前年比ほぼ2倍位になっているので、伸び率としては高い。そういう意味では、来年1月から個人用の国債も発行されるということでもあるし、これをどれ位出すのかということにも絡むという感じはする。

速水議長

宜しいか。それでは以上で本日の議事は終了した。明日は午前9時に会合を再開したいと思う。なお、予てからお願いしているように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くようお願いする。どうもありがとうございました。

(午後3時59分中断、16日午前9時再開)

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定
速水議長

それでは、ただ今から金融政策決定会合を開催する。

はじめに、本日の議事の取り進め方について説明する。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、政府からの出席者のご発言、そして金融市場調節方針の採決と進める。その後、基本的見解の取り纏めを行ない、さらに前々回会議の議事要旨の承認を頂きたいと思う。

本日、政府からのご出席は、財務省から谷口副大臣、内閣府からは最初に小林内閣府審議官、後程竹中経済財政政策担当大臣が出席されることに

なっている。予めお断りしておくが、会合の中で出されたご意見、ご発言等はすべて記録することを前提とするので、委員および政府からの出席者におかれては、このことを前提に発言頂くように宜しく願います。

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ご意見を頂き、次いで、自由にご討議頂く。その後で、金融政策運営に関して、もう一度順番にご意見を頂戴して、討議頂く。その後、政府から出席されている方々からご意見があれば承るという順で進めていきたいと考えている。

それでは、委員方のご意見を頂くが、ポイントを絞ってご議論頂くために、金融経済情勢、金融政策運営方針、それぞれのラウンドにおいて、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、本日は植田委員から願います。

植田委員

余りいい話はない。まず米国経済からであるが、前から議論してきたように、家計支出から設備投資等へバトンタッチが進んで、遠からず潜在成長率近辺の持続可能な成長経路に復帰する、というのがメインシナリオである訳だが、これを放棄する必要は今のところないかと思う。ただ、そうはならないリスクの可能性もそこそこ高まっているということだと思う。今日はこのリスクシナリオ中心に、余り新しい話はないが、少しお話ししたいと思う。株安が最大のポイントであるわけだが、単純に言ってしまえば、ニューヨーク株式市場は足許のデータよりももう少し中長期の経済の動向、成長率見通し等に関心があり、そちらの方の下方修正をしている状況にある、という言い方もできるかと思う。その原因であるが、過去4~5年間のハイテク分野での過大投資のツケが思った以上に大きいというこ

とが一つかと思う。従って、設備投資がなかなか立ち上がってこない。米国のエコノミストというよりは経営関係者、あるいは金融関係者に聞くと、例えば、Corporate America is on a diet というような表現をよく使われる。最近出ているような会計疑惑等は、ブームが破裂してしまった時によくみられる現象であるが、これが一段と株価等に下落圧力となっているということだけではなくて、会計やコーポレート・ガバナンスを正常化しようという動きが現在起こっている。これ自体は、中長期的には良いことである訳だが、短期的には、例えば過去の決算をもう一回見直してくれというような動きが経営者のフォワード・ルッキングな行動を若干制限して、経済の立ち直りを遅らせているという可能性も指摘されている。その辺まで考えると、一段と 90 年代の日本に似てきているという気がしないでもない。さらに大雑把に言えば、アメリカの GDP 1 年分位の株価下落、あるいはキャピタルロスがあったとみられるが、これを起点としたマイナスの影響がさらに出始めるリスクがある程度高まっていると思う。家計支出あるいは住宅市場に響いてくると大変だということかと思う。さらに、資本ストック調整が長引いて、アメリカの生産性の伸び率が高いというイメージが崩れてくると、これは明らかに経常赤字あるいはドルの水準の持続可能性の問題に繋がってくる訳であり、実際に、マーケットはこれを懸念した動きになっていると思う。ただ、過剰反動的な動きもかなりみられるし、会計疑惑等に対する対応についてもそれが早いということのプラスの面もみないといけないということで、アメリカについては、当面もう少し注意深く、経済やマーケット動向を見守りたいと思う。

次に、日本であるが、米国が駄目になってしまった場合、日本も駄目かという大きなテーマについてもう一度考えておくべきかと思う。今日はそれに深入りする時間はないが、マーケットの一部にある単純な見方としては、欧米は 90 年代半ば以降のある種のバブルのようなものの後始末に苦しみ始めている。日本はこれがないのが強味であるという見方もある。ただ勿論、80 年代のツケをまだ払い切っていないという問題がある訳であり、やはり苦しいのは苦しいということだと思うが、他方、アメリカその

他の株価の下落に連動している度合いが、日本はやや弱いということの背後にも、こういうパーセプションはなきにしもあらずかと思う。そのうえで足許の景気であるが、これは昨日報告があったように、第2四半期の生産・輸出はかなり好調である。それから設備投資も製造業を中心に先行指標等に下げ止まりの兆しが若干窺える。短観等の企業コンフィデンスも大幅に改善して、しかも若干の拡がりもみられる。消費も所得対比頑張り続けているということだと思う。従って、昨日ちょっとご議論があったところであるが、設備投資のマイナスのベクトルは弱まり、消費がゼロ近辺だという蓋然性が高まり、輸出も第2四半期だけをとれば予想以上であったということで、取り敢えずのところは景気全体が下げ止まりに近い動きということと言えるのかなと思う。しかし、先頃の短観は、このところの世界株価の下落とか円高を十分には織り込んでいるとは思えない訳であるし、いわばリストッキングに伴う反発がここまで起こってきた訳であるが、以前からあった企業サイドのIT関連需要の先行きに対する不透明感が受注減少などの形で一部で顕在化しつつあるということ、その先が見えないし、それが問題になる時期に差し掛かりつつあるということかと思う。物価についても、石油価格上昇の一服、それから円高傾向、基調では最終需要がまだ足許強くないということで、WPIは再び下落傾向に向かう可能性が高まっているし、CPIにも値上げをした商品がまた値下げというような動きがちらほらとみえてきている。指数の大幅な下落に繋がるというふうには今のところみられないが、要注意かと思う。ということで、経済は一旦下げ止まりのような気配であるが、この先上に行くか下に行くかは極めて不透明な状況というふうに私は考えている。以上である。

速水議長

次に、春委員お願いする。

春委員

前回の会合以降発表された経済指標を見ると、好調なデータとしては、

まず、内閣府の景気動向指数の5月の一致指数が9項目全部プラスと5年振りで100になったというようなこともあった。また、鉱工業生産の5月も生産指数が上昇したほか、在庫率が3か月連続して大きく低下した。在庫整理の一段の進展を窺わせる。在庫循環でも生産財以外の建設財や耐久消費財で回復局面入りが明確になったのではないかと思う。さらに、機械受注5月は4~5月前期比+6.0%、うち製造業は1~3月に続いて前期比プラス、また建築着工床面積も4~5月が前期比で大きくプラスとなるなど、下げ止まりが濃厚になり、今後の設備投資の持ち直しにも期待が持てるようになったのではないかと思う。一方で、雇用や所得の環境は所定外労働時間など限界的な動きで改善をみせるものもあるが、百貨店、スーパーの売上げや家計調査、雇用関係指標とも捗々しい改善が窺われない状況が続いている。この間の物価の動きは、卸売物価の6月は前年比横這い、全国の消費者物価は5月が前年比-0.8%と引き続き-1%弱程度のマイナス幅を継続と、前月までの状況が続いているようだが、今のお話にもあったように、卸売物価については先々原油市況の影響や円高で押し下げ圧力増大の可能性があるので注意が必要かと思う。

二点ほど補足させて頂きたいと思う。まず、日銀短観に対する市場やエコノミストの受け止め方であるが、業況判断のDIなどで市場の事前予想より強めの数字が発表された割には、前提となる為替レートが実勢水準より円安に置かれているということが重視されて、やや悲観的なトーンで受け止められたように感じた。この点については、業況判断の改善が非製造業も含め業種的に拡がりをみせているとか、また、製造業の設備判断DIが大きく過剰幅を減らしたとか、また、中小企業の2002年度の設備投資計画は前年を下回るものの、市場の予想程下振れはしなかったとか、さらには売上高経常利益率の水準も製造業、非製造業ともそれほど悪くないなど、円高の影響は勿論考えなければならないとは思いますが、内容としてはもっと前向きに評価されて然るべきものが多かったように思った。もう一点、景気ウォッチャー調査の景気の現状判断は、他の指標に先駆けて昨年11月から上向き始めたものだが、5、6月は2か月連続して前月比低下で

あった。このところの消費は所得環境からみる以上に健闘しているという報告が昨日あったが、今回の小幅悪化が消費マインドが一進一退をみせながら上昇していく中での動きということを楽しみたいと思う。景気ウォッチャー調査の評価については、内閣府の方から6月はワールドカップで外出を控えた人が多かったとか、天候が不順であったというようなご説明があったが、私がある大手食品スーパーのトップにお話を伺ったところ、その会社では、ワールドカップ中の売上げが前年比1割位増加になったということであり、テレビ観戦を自宅でするために食事を自宅でとる人が多かったのではないかという分析をしておられたが、消費マインドがここに来て再び落ち込んだという印象はないというように言われている。またその方は、消費のトレンドとして一頃低価格志向が取り上げられることが多かった訳だが、大多数の家庭ではやはり良い生活を求めるという姿勢が強くて、質の良いものに対する反応は思いのほか強いということを強調しておられた。また、先週の日本経済新聞に産業力という特集記事があったが、百貨店の調査で売れ筋把握の遅れなどによる売り損ねが販売総額の26%にも上るとか、また日経新聞の調査だと店頭の商品揃えが不備で消費者が支出の29%の買い損ねをしているというような記事も出ていた。また最近経済週刊誌などでも暗いトーンの記事が多い訳であるが、その勝ち組企業のサクセスストーリーに学ぶというような記事もかなり多くなっているように思われる。こういったものは現状お話を段階に過ぎない訳であるが、消費意欲の迅速な把握とか的確な品揃えといったようなことで、消費をどんどん掘り起こすような小売業が元気を出していくことを大いに期待したいと思う。

次に為替とか株式等の市場動向であるが、引き続き米国の株安やドル安の動向が懸念される場所である。米国の経済指標からみると、既に5月に公表された労働生産性は第1四半期までの数字で4期連続のプラス、直近の第1四半期は前期比+8.4%という高い伸びになっているほか、住宅投資や消費も堅調さを保っている。基本的には米国経済は底固く推移するものと想定してよいと思うが、今のお話にもあったようにハイテク・通信

業を中心とした企業収益の下方修正とか企業会計への不信とか、テロ懸念あるいは双子の赤字への転落懸念、中南米諸国の動揺といったことから、米国経済の回復を不安視する向きも多いのも事実である。こうした悲観説を含めて米国経済については諸説ある訳だが、底固い回復シナリオを中心に据えながらも、リスクシナリオから目を背けずに注視していくということが重要かと思う。

一方、日本の株式市場は、金融機関による持ち合い解消の動きとか、極めて軟調に推移している米国株の動向の割には値を崩さずに持ち堪えているという評価かと思うが、潜在的な値崩れの恐れは市場に底流しているということもあるので、現在の相対的な堅調さを支えていると思われる海外投資家、あるいは国内の個人、信託、年金、生保などの今後の投資姿勢について注意することが必要かと思う。

以上、前回会合以降発表された経済指標、あるいは昨日の執行部からの説明を踏まえると、景気は前回会合時に判断したところより徐々にではあるが明るさを増していると思われる。しかし一方、米国経済の動向や米国の株安、ドル安といった動きも勘案すると、日本経済にとってのリスクが顕在化する恐れも強まっているように思う。従って、景気の現状認識、先行きとも前回の判断から気持ちだけ明るめの方に進めるということではなかろうかと思う。以上である。

速水議長

次に、福間委員をお願いします。

福間委員

今の景気情勢を一言で申し上げると、輸出依存型鉦工業生産の拡大ということである。この意味は、輸出主導であるだけに円高誘発リスクを累積していくという、ある意味では脆さも持っているということである。従って、一つ目は、内需拡大ということに一方で取り組む必要があるということと、二つ目は、輸出依存であるが故に、関連産業、関連地域のみが生産

回復の恩恵に浴しており、景気に横の拡がりがない地域があるということである。いわゆる貿易財生産地域と非貿易財生産地域、輸出型企業と内需型企業というように二極化が鮮明になっている。先月も触れたように業種別にみると素材が好調である。特に鉄鋼が前回は申ししたように絶好調である。世界的にみても需給が引き締まっており、輸出価格がある意味では急上昇しているという表現もとれる位値戻しが起きている。足許の鉄鋼の引き合いをみると、中国、東南アジアの自動車・家電向けの日本からのトランスプラント輸出等を中心に増勢に弾みがついているということである。余りにも好調なのでメーカーさえもややサプライズを持っているところがあり、むしろ仮需が含まれているのではないかという懸念さえも持っている。これは華僑圏の民族というのは価格が上がると思うと仮需を発注してくるという過去の苦い経験からの警戒感であるが、私個人はそこまではまだきていないのではないかなと思う。この間、米国では鋼板需要の堅調が続く中でセーフガードが発動され、輸入品の流入が絞り込まれているために、先月も申ししたが米国鉄鋼製品は5割程度の値上げが行なわれている。もう一つ鉄鋼の需給が締まっている理由としては、ロシア経済が非常に好調である。内需がここ2年位非常に好調である。鉄鋼の需給を悪化させるのは大体いつもロシア製品がアジア市場にきて値を崩すということであるが、先程言ったようにロシア国内の需要が非常に強いので、国際市場にスピルオーバーしてきていないということも世界的な鉄鋼需給を引き締めている要因である。二番目に生産回復をリードしてきた情報関連部品産業については、先月も申ししたようにディストッキング、リストッキング、オーバーストッキングの調整というような推移を辿り、今は発注をやや落としている先がある。ただこれはあくまでもクリスマス商戦を睨んで慎重に対応しようという動きであり、オーバーストッキングの状況にあるというようなところまではまだきていない。従って、足許は発注をやや落としているというような状況である。個人消費については、先程も話題に出たがワールドカップ効果も随分期待されたものの、やはり所得環境が厳しい中でやむを得ないかもしれないが、そう大きな効果が出なかつ

たということである。一方、先程も話題に上ったハンバーガーや発泡酒の値下げというような動きはやはり需要の弱さが根底にあるためにもう一度値下げ競争に入るといったようなことが起きている。また、パソコンについてもここにきて某大手メーカーが大幅な値下げをやって、これが他のメーカーの動揺を呼んでいるという現象も起きている。このように、消費が弱いというのは、高水準の企業倒産件数がずっと続いているということが基本的なところであって、雇用情勢が厳しいということだと思ふ。

続いて先行きのリスクであるが、先程植田委員の方から話があったように、アメリカの経済である。毎日、米国市場が開くのが怖いという状況である。昨日もエルパソ、デュークエナジーの粉飾決算疑惑ということで、それぞれピークから 25%から 20%位株が下げたことを受け、NY株は、400 ポイントを超える下落が一時あり、結局終値は 45 ポイント安に終わったが非常に不気味な動きをしている。早くこういうものに打ち止めをかけるということにホワイトハウスも必死であるが、そういう意味で、先程、企業不正防止法案が可決されたというのは、一つのライトディレクションへの具体的な動きということだと思ふ。

次に注目されるこの面の動きとしては、8月14日までに確か売上高15億ドル以上の945社企業については、もう一度ファイナンシャルステートメントをリコンファームしようということで、CFO、CEOそれぞれが財務諸表に間違いはないという宣誓書をSECに提出するように求めている。そういう意味でこの8月14日は、ここでもって何とか霧を取り払いたいという米国政権の必死の努力ということで、非常に注目される訳である。ただ、今まではアメリカの会計基準というのは非常に厳しいものであり、コンサバティブ・アカウンティングの典型と言われた訳である。しかし、この10年の間にアグレッシブ・アカウンティングになり、90年代後半になるとクリエイティブ・アカウンティングということで、粉飾的な動きが出てくるというような姿になっている。この8月14日に提出される財務諸表の数字が、各社皆慎重にみることで逆に現在の状況を悪いように再確認というか、要するに修正ダウンというようなことが起こると、これ

は一つのアク抜きにはなる。そういう意味でやはりどうしても一回は通らなければいけない道であり、今マーケットでは8月14日ということが非常に注目されている。それともう一つこの問題でややこしいのは、中間選挙を控えているので、共和党、民主党の要するに政局、政治絡みで利用されている。特にブッシュのハーケン・エナジーの株式売却とか、チェイニーのハリバートン社時代の会計がおかしいというようなことで、やや政局絡みになっているところが非常に気になるところである。ただ、とにかくこの霧を早く取りたいというスピードのある動きは非常に評価される訳であるが、そういう形で所期の効果が挙げれば良いなと思っている。これは別の言い方をすると、今出ている一連の動きの中では、90年代の米国のビジネスモデルを再検討するという、結果においてそういうことになると思う。例えばインベストメントバンクとアナリストのそれぞれの独立性の問題とか、ディレクターとオーディターの独立性の問題、これなどももう1930年以降言われていることだが、もう一回これを確認するというようなことで、今のようなハネムーンはとれない。またアカウントिंगスタンダードの見直しということで言えば、例えばSPCと日本で言っているピークルカンパニーであるが、こういうものをオフバランス化するのをオンバランスにしようという動きもある。ストックオプションを費用化するとストックオプションを今のような形で乱発はできないというようなことで、今まで90年代に持っていたアメリカのベストプラクティスの変更を迫られる部分もある。そういうことで、今回はやはりバブルの後の修正ということではやむを得ないが、かなりの企業行動への変化があるのではないかなと思う。

もう一つ、この問題の金融面への影響であるが、アメリカの場合は直接金融が中心であるので、証券、株式、債券等を保有しているのは、401kベースを含めて個人とか機関投資家、海外投資家というようなところである。倒産による元本喪失、あるいは株の場合であれば大幅下落、あるいは倒産だとゼロというようなことになって、直接金融が非常に動きづらくなっているということが大きい。もう一つは、この問題を契機にクレジッ

トクランチが起きているということで、一部には、政府の方で銀行にもう少し金を貸させるような動きをさせろというような動きが出ている。もう一つ金融に関して言うと、先程申し上げたSPCのオンバランス化を果たすと、今アメリカの金融の一つの中心であるセキュライゼーションとか、あるいはストラクチャードファイナンスとか、こういうものが影響を受ける。オンバランスにするとその分だけやはり動きは悪くなるということで、この辺も金融面への影響がないかが気になる。特に民主党はこの点を突いており、こういうことをやると開示強化で信用収縮が起こるということも含めて、クレジットランチの発生が心配されるところである。

最後にドル安である。この結果、米国からの資本流出あるいは米国への資本流入の減少ということに加え、中東問題、テロ問題もあるので、やはりドルから資金が出ることが懸念される。また個人、企業の過剰債務問題もある。また、アメリカの財政が赤字等から、「双子の赤字」の問題ももう一度挙がってきているということで、昨日もユーロがパリティを回復したように、ドルは全面安の状況である。こういう中で、協調介入というようなことは、アメリカ側にペインが出ない限りアメリカは協調介入には出ないし、ユーロの方もユーロがもう少し高くなることには決して反対ではないというようなことで、やや思惑が日米欧で違うということではないかと市場筋はみている。政府並びに本行を含む当局サイドの方も、介入自体は確かに効果は思ったほどのものはないが、金融・財政政策が非常に出し難い状況の中で、やはり介入というのが一つのポイントになるので、タイムリーな介入によって今折角回復の芽のエースである輸出が大きな打撃を受けないように、前回は申し上げたように財務省と緊密な連絡を取って対応していく必要があるのではないかなと思う。

暗いことばかり申し上げたので最後にもう一つであるが、先程植田委員も言われたが、私はアメリカ経済は色々悲観論をみても2%位、あるいはそれを割る位のところであると思う。この位の成長であれば、アジアの域内の相互間の貿易拡大からくる連鎖拡大ということから、アメリカ経済のスローダウンを遮断する効果、あるいはディカップリング効果を私は期待

している。また現実には物の流れをみてもそうなっているし、そういうことも緩衝材として期待できるのではないかなと思う。アメリカのスローダウンがそのまま従来の如くストレートに日本にくるというよりは、アジアのリージョナルな成長ということである程度受け止めができるのではないかと、というような点も期待を置いているところである。以上である。

速水議長

次に、中原委員をお願いします。

中原委員

景気の現状だが、マクロデータで感じる景況感とミクロの企業が語る景況感のずれ、マクロデータと市場の受け止め方のずれ、このふたつの微妙なずれがこのところ感じられる訳だが、そのずれというのがどこからくるのかというと、過去の評価が違うというよりは、やはり先行きのリスク、不透明感、不確実性、こういうものをどこまで織り込んで現状を計るかという違いであろうかと思う。色々なデータを見てみると、今回の基本的見解の中で、足許の生産の回復、短観等を考えると、現状評価を一步進めることは自然かなと思うのだが、これは後程の議論ということである。

昨日の事務局の説明でも繰り返し述べられたが、現状の景況改善の原動力というのはあくまで外需である。短観を見ても、2002年度の売上計画が3月の調査から修正されているが、総売上は減る中で、輸出売上の方が増額修正になっているし、比較的好調な自動車産業のところを見ても、製品需給判断は、海外ではかなり改善しているのだが国内は改善が鈍いということが見られる。それから設備投資の過剰感、これは引き続き強い。これをみてもさらなる空洞化の流れと非常に慎重な経営者の姿勢というのが窺われる。先行指標である機械受注をどう評価するかは難しい感じがするが、やはり回復が輸出型産業を中心とするものであるという背景を考えると、非製造業、中小企業はまだ下げ止まりに向けての明確な動きというまでにはいかないという印象を持っている。

雇用関係では、労働力調査、毎勤統計、色々な数字が出ているが、全体としては、良いもの悪いもの両方あるが、やはり所得面で厳しいデータが色々出ているようだし、短観でも 2002 年度の人件費計画というのは 2.4%の前年比減少と——これは勿論人数の分もあるが——、消費の環境は先行き厳しいと言わざるを得ないと思う。

最近の景況感を巡って感じていることを二つ挙げたいと思うのだが、第一は、これは冒頭でも触れたことだが、マクロデータの動向と対照的に企業経営者が先行きに対して極めて慎重であるということである。これはミクロベースのヒアリングでもよく感じることだが、多くの経営者が今回の回復はリストッキングで終わってしまうのではないかという惧れを語っている。短観の収益計画でも基本的に売上げを伸ばせるとは思っておらず、固定費を下げて収益を増やすことを考えているということであって、非常に慎重な姿勢を持っている。このような中で、卸売物価指数、これは素材関連は下げ止まりの感がちょっと今出ているが、機械類とか耐久消費財などの加工組立型の製品にはまだ下がる傾向が続いているように思う。先程も少し話が出たが、値上げをしたPCの再値下げというようなアネクドタルな話もあるし、企業の価格支配力が非常に弱くて、やや解消に向かうかと思っていたこのデフレ期待がこのところまた再び頭を持ち上げてきた感触がある。この動きに加えて、最近の円高も更に企業経営者のマインドを慎重化させる要因になっているのではないかと思う。

第二の特徴的な点というのは、大企業と中小企業、それからちょっと次元が違うが首都圏と地方経済圏の景況感格差、これがここにきてさらに拡がっているような感じがする。短観においては中小企業の景況感の改善度合いは大企業に比して鈍い訳であるし、資金繰り判断も厳しい。中小企業の金融という面についてみると、前回とか前々回の景気回復時に比べてもタイト感が高いのではないかと思う。短観の直前に商工中金の中小企業景況観測が発表されたが、中小企業の景況感ここではむしろ悪化している状況である。先日、長崎に行ったが、経済懇談会の席でも中小企業の業況の悪さ、資金繰りの厳しさ、それから回復に取り残される地方経済という

面での焦りを感じさせるような発言が非常に多かったように思う。来年のペイオフ解禁がこの危機感を増幅しているという感じはある。今後の先行きのリスクとして4月の「展望とリスク」で色々挙げたが、その中で米国経済の動向、それから円高のリスクが大きく頭を持ち上げてきたという感じがしているが、米国経済は実体面では消費は腰が強い。今後外部からのかなり強いネガティブショックがない限りは大きく崩れるリスクは小さいのではないかと思う。

それから設備投資が問題だが、資本財受注を見てみると回復に向けての先行的な動きは始まっているとみていいのではないかと考えている。データの振れは色々あるが、米国の実体経済の回復の基調が大きく崩れるということはないと考えている。現在の株安の主要な原因は、やはり期待感の剥落に加えて、企業会計問題とテロ再発などのイベント・リスクに対する投資家のリスク回避行動ということだろうと考えている。この解決については、どうしても政治のリーダーシップ、それからまた法律改正等々が必要なものだけに、なかなか回復には時間が掛かるとみざるを得ないが、株価というのはやはり実体経済、期待成長率が基本であるという点を考えると、いずれ時間を掛けて株価は底固めに転じると思われる。ただ、過去の高株価を支えたのが情報通信関連ということを見ると、この回復はなかなか難しい。

それから、為替であるが、これまでドル安の感触であったけれども、ここにきて若干円高という様相もでてきたのではないかと思う。これは気掛かりである。このところの円高の加速というのは、通貨当局としての介入スタンスの足許を市場にみられているという感じがあって、結局これを止めるのは介入しかないと思う。アメリカの株安の先行きについて見通しが不透明な中で、介入がなかなか効かないという面もあると思うが、今後もタイムリーな介入というのは必要だと思う。今のところは、ドル安の流れがどちらかというとアメリカの株安からスタートしているので、景況感による循環的な側面というものを感じているが、ここにきて構造的、長期的なドル高修正局面が始まったという見方も強まってきている。95年以降

のドル高、それからもう少し短いスパンでは 2000 年以降の株が軟調に転じた後のドル高、この修正局面が起きているという見方に立つと、もう一段のドルの調整があるということになると思う。FRBの主要通貨の実質実効インデックスはまだそれ程大きく下がっていないので、もし構造的な調整が進むとなれば、対ユーロ、対円でどれだけ名目レートが調整されるのかということになるが、今の日本とヨーロッパの景況感から比較、議論すると、どちらかという消去法的な選択ということで調整が進むのではないかということを感じる。いずれにしても、相場の動き、今後の企業収益に影響するリスクは無視できないように思う。

そのほかでは、日本の金融資本市場全体については、現在のところ相対的、一時的な安定は見られるが基本的な構図は変化ないし、株価の下値不安は消えていない。もう一つの攪乱要因というか不安要因は、ペイオフである。ペイオフの問題については、単に資金が流出する金融機関の問題だけではなくて、流入する金融機関のALMにも大きな影響があるし、またその国債、郵貯などのシフトの受け皿になる金融商品の市場にも非常に大きな影響が出てくる可能性がある。場合によっては、時代に逆行する公的金融の肥大化ということをもたらすことになる訳であるが、改めて流動性預金のペイオフ開始のインプリケーション、それから金融システムの安定性、中小企業の構造問題の見地から、ペイオフ移行への環境が万全であるかどうか、ここを改めて確認する必要があると思っている。進めるべき環境整備については、期限内に実現可能かどうか、実効性のある施策を総合的に打ち出すことが必要だと思っている。いたずらに議論が長引くことは、改めて金融システムの不安定性を招きかねないという事態を懸念している。以上である。

速水議長

次、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

経済の判断については、昨日の調査統計局長の見方にほとんど違和感はなく、明確に下げ止まったかどうかはともかくとして、そういう圏内に入ってきたことは間違いないのだろうと思う。経済活動全体として下げ止まったと言うためには、本来は民需の少なくとも一方について、もう少しはっきりとした改善の材料が欲しいなと思うが、現状言えることは、消費について雇用者所得のような明確な減少は示していないということ、設備投資については、先行指標が漸く下げ止まりつつあるというような状況であるから、内需だけを見ている限りでは前月の判断がまだ今月も踏襲されてもいいような状況だと思う。ただ、この間、輸出を背景にして、生産が第2四半期に、非常に大きな伸びを示し、第3四半期もその反動が出るというようなことはどうもなさそうで、第2四半期のレベルを維持できそうな状況のようであるから、そういうことを考えると全体として下げ止まり圏内に入ってきたと考えるのが自然だろうと思う。物価についての見方も各委員が触れられたとおりの状況だろうと私も思う。すなわち、卸売物価はもう一度、近く弱含む可能性が出てきたと思われるが、CPIについては大きな変化はなく、前年比1%弱位の下落というようなテンポが当面続くのではないかと思う。ここまでの経済、あるいは物価の動きというのは、我々が4月頃に想定した標準的なシナリオに沿った動き、あるいはむしろ、それを若干上回るような部分も出てきているという展開だと思うが、ここにきて市場の大きな変化が出てきており、それをどう読むかというのが当面のポイントだろうと思う。既に各委員方が触れられた訳で、余り付け加えることはないが、例えばシミュレーション的に考えると、現在起きてきている株価の調整なり、為替の調整なりということが、アメリカ経済の回復のスピードについてのかなりの下方修正ということに伴いつつ起きているのであれば、それらが全部相乗的に下方圧力として働いてくる筋合いであるから、これはある程度大きなデフレ圧力が予想されるというふうになると思う。しかし、どうもアメリカの景気指標を見ている限り、回復の

基調はスローではあっても、一応止まることなく前に進んでいるという状況だと思うので、ここまでのところはアメリカ経済のパスがかなり下振れしつつあり、それを基本的な背景にして米国株価の調整なりドル安なりが進んでいるということではないと思う。ただ、植田委員が冒頭指摘されたように、もう少し長い視野のもとでマーケットが動いているということなのだとなると、必ずしも今、私が申し上げたようなことばかりでは済まないのだろうと思うが、短期的に考えるとアメリカの成長見通しというのは、今のところスローだけれども着実な回復を辿っており、それとは少し別のところから株価調整の大きな圧力が生じてきているというふうに取り敢えずは考えられると思う。ただ、問題はこういう株価の調整なりドルの調整なりが、アメリカのみならず世界的にリスクを回避する姿勢が強まる中で生じてきているということではないかと思う。ヨーロッパにおいても同様に、リスク回避傾向が強まり、資金がフィックス・インカムの方に流れているというような指摘を最近は聞くところである。日本にとっては、これまでのところ株価が意外にというか、抵抗力を発揮しているという状況だと思うが、これも恐らくアメリカの株価調整なり、ドルの調整なりの行方次第ということではないかと思う。円レートはドルに対してかなり上昇する反面、ユーロに対しては下落しており、実効レートとしてそう上昇しているということではないから、ここまでのところ、この為替だけの面から何か大きなデフレ圧力が働いてきているというようなところまではきていないと思う。そうだとすると、日本の株価も大きく崩れかねない、持ち堪えられないようなところまでアメリカの株価なりドルの調整が進むのかどうか重要だろうと思うが、これは何とも言えない。しかし、世界的なリスク回避姿勢の強まりというようなことを考えると、こういう世界のグローバル金融市場の大きな変化ということは一つのリスク・ファクターとして頭に置いておかなければいけないのだろうと思うし、そういう展開になれば、当然それは実物投資の回復が世界的に先ずれしていくということにも繋がる筋合いのものだろうというふうに思う。以上である。

速水議長

次、藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

実体経済面については、この間の短観の結果も含めて足許の輸出と生産の増加が予想以上のものであったということが再確認されたと思う。これを映して雇用関連統計でも所定外労働時間やパートを中心とする新規求人などの限界的な部分で改善が続いていると見て取れる。こうした動き自体は先行きを考えるに当たっても、プラス材料であることは間違いないと思われるが、やはり情勢判断の最大のポイントは、これが今後、設備投資や個人消費といった国内民間需要の自律的な回復に繋がっていくかどうかという点だと思う。中でも、設備投資の動向がポイントだと思う。輸出と生産の増加を背景に企業の収益と業況感の双方で改善の動きが見られていることはプラス材料だと思う。最近では、機械受注などの先行指標にも下げ止まりの兆しが窺われる。一方で、短観などで見た企業の設備投資計画は、総じてまだなお慎重な面を残している。また、米国株価の下落とドル安の進行といった市場の不安定な動きが、今後わが国の景気の先行きを不透明にしかねないという点が気掛かりな材料だと思う。これまでの決定会合でも議論されてきたように、米国株価の下落の背景については、米国経済のマクロ的なファンダメンタルズに関する見方の修正を重視する見方と、会計情報への不信やテロへの懸念などの特殊要因を重視する見方などが交錯しているように窺われる。わが国の株価が時には米国株価に連動するかのように下落し、またある時には相対的に底固く動くというのは、こうした見方の間で揺れ動いている市場参加者の心理の揺れそのものをも反映している面があると思われる。

米国経済については、海外投資家による米国売りという懸念も広がっているが、取り敢えず、6月の米国の社債発行が堅調に推移していることは心強い材料である。企業の格下げの動きが広がったり、社債スプレッドについて投資適格債と投機的格付債とで二極化が進展しているといった

点が若干気掛かりではあるが、それが原因となって米国経済全体として先行きの設備投資の回復が制約を受けるといった、そういった事態にはまだ至っていないと思われる。いずれにせよ、引き続きこうした点は注意深く見守っていきたいと思う。

このように足許で国内民間需要を取り巻く環境の好転がみられ始めた一方で、先行きについては不透明感がさらに増しているという状況のもとにおいては、わが国の景気の現状についての判断は、小幅の上方修正に止めるのが適当であると思う。従って、昨日執行部から説明があったが、「国内需要は依然弱いものの、輸出や生産面の明るさが増し、企業の収益や業況感も改善するなど、全体としてほぼ下げ止まっている」という判断で宜しかろうと思う。以上である。

速水議長

次、須田委員お願いします。

須田委員

経済情勢の現状については、4月の「展望レポート」の標準シナリオの範囲内にあると捉えている。もっとも、足許の経済は、想定以上の力強さが窺える。輸出増大は予想以上に大幅なものである。その結果、生産もはっきりと持ち直している。6月短観の業況判断によると、輸出、生産の急ピッチの改善を素直に反映して、非製造業、中小企業も建設を除いて改善している。また、所得対比で見て、個人消費も底固く推移している。とはいえ、設備投資については、企業収益の改善から設備投資の持ち直しに繋がる道筋がまだ見えない。従って、足許の強さは自律的な回復力に乏しい展開という標準シナリオを修正させる程ではない。リスク要因については、海外経済と資本移動についてのリスク、株価や金利を巡るリスクなど、下振れリスクを注視しておく必要がある。とはいっても、株式市場以外の金融市場は、現在かなり落ち着いていると思う。まず、短期金融市場では、資金余剰感が高まっていて、短期金利も低下気味である。また預金のシフト

も落ち着きを取り戻している。長期金利の低下や銀行株の堅調な推移、低格付銘柄や銀行のクレジット・スプレッドの緩やかな縮小傾向、金融機関の投資のデュレーションの長期化などをみても、信用リスク懸念が後退しており、金融システム不安は顕現化していないことが窺われる。金融経済情勢が落ち着いている背景には色々な要因が考えられるが、一つには為替レートの動きをパニック的に捉えていないことが挙げられる。為替レートについては、予想だけでも変動し得るので短期的には大幅な円高リスクはないとは言えないが、市場の見方としては長期的にはドル高予想が一般的であること、それから今のところは実質実効為替レートで見れば大した円高ではないこと、輸出企業がかなり為替ヘッジを済ませていると考えられること、また、円高は即、実体経済の悪化、という認識が遠のいてきて、落ち着きを取り戻しているのではないか。実際、調査統計局のシミュレーションを見たのだが、1ドル110円になっていても、それ程大きく経済に影響が出てくるとはなっていないので、落ち着いて取り組めばそれ程パニックにはならないのではないかなと考えている。勿論、物価については円高はマイナス材料である。皆さんも指摘されたが、このところ値上げを試みたハンバーガー、パソコンなどが再び値下げを余儀なくされていること、消費動向調査のデフレ予想が少し盛り返していること、国家公務員の給与減額が初めて行なわれるというようなニュースもあって、それが全体の賃金に与えるだろう影響なども考えると、先月までと比べて消費者物価下落が予想以上に早く止まる確率は小さくなったように思われる。市場が落ち着いているもう一つの要因として、これも何人かの方が指摘していたが、米国の株価の下落に比べて日本の株価が底固い動きをしていることが挙げられる。これについては、前回申し上げたように、リスク許容度が極端に低下して、資金が国際間を移動しなくなるということであれば、米国株式市場から資金が流出したとして、それが日本の株式に流れても不思議ではなく、かつ、ほどほどの円高要素を伴えば、それが促進される可能性がある。また、金利が非常に低いレベルで安定しているのであれば、日本の個人投資家が株式投資を積極化させることも考えられる。従って、

為替、株などのリスク要因があるにもかかわらず、先行きはともかく、足許、実体経済は結構強いという状況が差し当たり続くのではないかと考えている。

足許、経済の最大のリスク・ファクターは海外経済である。とりわけアルゼンチン、ブラジル、トルコなど、エマージング・マーケットの動きと米国経済である。

以下米国経済についてのみ取り上げる。足許では、米国では、生産が増加基調を続け、雇用調整圧力も後退し景気は回復基調にある。構造物投資はなお低迷しているが、機械投資には持ち直しの兆しがみられ、全体としては減少に歯止めが掛かりつつある。しかし、今後の米国経済の動きについては、依然として下振れリスクがあると考えられる。特に株式は懸念材料である。前回申し上げたように、私はこれまでの米国株式の修正の第一の理由は、中長期的に見て高すぎたEPS成長率の見通しの下方修正だと考えている。問題は企業の財務情報に対する信頼性が揺らいでしまったため、株価がどこまで修正されれば調整が終了したのかが分からなくなってしまっていることである。これは消費者コンフィデンスを悪化させるばかりではなく、リスク許容度を低下させ、リスク回避に走らせリスク・プレミアムを上昇させ、資本市場をタイト化させてしまう。実際、米商業銀行が貸出よりも政府証券保有を増大させているとか、ハイイールド債投信からの資金が流失しているとか、銀行預金に資金が滞留しているといったような報道が見受けられる。この問題自身、非常に重たい問題だが、米国経済の先行きを占ううえで、この問題以上に私が重要だと思っていることは、米国の労働生産性はIT革命によって本当に上昇したのか、そして上昇したとしたら、今後もそれが持続するのかどうかという点である。これについては、6月の終わりにFRBのスタッフが論文を発表して、労働生産性が91年から95年には1.54%、96年から2001年には2.43%まで上昇し、ITの寄与度がそれぞれ0.87%、1.79%であったと分析している。そして今後10年間も2.0~2.8%程度の労働生産性の上昇が見込まれるとも分析している。もしこのような見方が信頼され続けるのであれば、米国

売り、つまりドル暴落、株安、金利高といったシナリオをリスクとして認識しておく必要はほとんどないと思う。短期的な不確実性はそう長くない時間が解決してくれる可能性が高いと思われるからである。これが正しくないということになると、日本経済へのインパクトも大きいと思うので、このような米国経済の捉え方でよいのかも含めて、米国経済を注意深くみていきたいと思う。以上である。

速水議長

最後に、田谷委員お願いします。

田谷委員

内外の実体経済は、一部の途上国を除き回復基調を続けていると思われる。ただ、これまで全ての委員が触れられたように、株式市場では米国株を中心として軟調が続いており、またそれも反映して米ドルが下落し、先行き不透明感が強まっている。

まず、米国経済だが、軟調な株価にも影響されて、消費者センチメント指数が足許悪化したことを除けば、順調に推移しているようである。生産は、年初来増加を続けており、ISM指数も上昇している。雇用の改善は緩やかで、生産性の伸びは維持され、企業収益は改善しつつあると思われる。設備投資の先行指標、非国防資本財受注は持ち直してきているようである。消費についても、5月は弱めの数字だったが、6月には再び堅調な数字が出た。株価下落の逆資産効果はあるのだろうが、住宅価格が依然として堅調を保っており、これまでのところ特に消費を大きく抑制するまでには至っていない。ただ、消費者コンフィデンス指数が足許悪化していることには注意が必要なように思う。こうした実体経済の動きと株価下落の間にはギャップがあるとの見方がある。しかし、実体経済と株価の動きはそれなりに整合的であるとの見方もできる。一昨年、春頃からの株価の下げは、それに先立つ98年から99年にかけて発生したTMT、これはテレコム・メディア・テクノロジーだが、こういったTMT株のバブルが崩壊

したものであって、それ以外の株価が大きく下がっている訳ではない。つまり、大きく上がった株価が大きく下がり、小さくしか上がらなかった株価はそれなりにしか下がらなかった。今年に入ってからでも、S & P 500のうち、銘柄数で4割程度は上昇しており、実体経済を反映した消費財関連や素材関連は上がっている。下がっているのは、ITや通信関連、つまりTMT関連である。NASDAQ指数は97年時点の水準に戻った。またニューヨーク・ストック・エクスチェンジの株価も97年時点に戻っているし、予想PERやイールドレシオなどからすれば割高感はない。だからと言って株価はもう下がらないかという不透明である。なぜなら、決算報告上の利益予想に対して市場は懐疑的になっているからである。振り返ってみると、グリーンSPAN議長が「根拠なき熱狂」と言ったのは、96年の12月であった。95年から97年にかけても、企業収益が伸び、米国株は全般的にかなり上昇した。それもある種のバブル、それはアーニングス・バブルとでも呼べるのかもしれないが、そうした結果であり、現在でもインフレートされた収益数字が公表されているということであれば、まだ株価の下落は止まらないことになる。主要企業の第2四半期決算は、今日から来週にかけて発表ラッシュとなっている。また、福間委員も言われたが、証券取引委員会が大企業千社近くに直近の年次報告の正確性だとか完全性というものを8月14日までに報告するよう求めている。収益の数字が下振れたり、決算修正が続くようであればさらに株価は下がるかもしれない。さらなる株安ということになれば、実体経済への影響も大きくなるだろうし、ドル安が更に進行することにもなりかねない。マーケットの反応を注視したいと思う。

国内経済については、株価の下落、円高などに起因する不透明感の高まりから、判断を据え置くのも選択肢の一つとも考えられるが、輸出、生産、機械受注、それに短観の結果などから、判断を半歩なりとも進めることでよいのではないかと思う。短観の結果については、昨日の調査統計局長の説明に付け加えることは特にない。また、輸出・生産の先行きに対する判断、あるいは設備投資の先行指標の読み方についても違和感はない。ただ

一つ気になるのは、労働市場が生産の増加などを受けて限界的な部分で改善していることは事実だが、労働力調査だとか毎勤統計の雇用・賃金の数字がかなり悪いことだ。つまり気になるのは、限界的な労働市場の改善が全体としての雇用・賃金の改善にいつになったら結び付くかという点だ。そうなるにしても、相当先の話ではないかと思う。分かっていたことではあるが、これが景気判断を進めるにしても、一歩ではなく半歩に止めたい一つの理由である。また、経済・物価動向とも関連して気になるのが、株安、円高とともに14週上げていたゴルフ会員権相場が足許3週間下がってきたことや、また、企業の低価格戦略に一服感があるということだが、その一方で、これは3人も4人も触れられた点ではあるが、マクドナルドだとか発泡酒、コンピュータなどの値下げの動きである。サービス価格の動きなどとともに注視していきたいと思う。以上である。

速水議長

ここでそれではコーヒブレイクにする。追加的なディスカッションは10時20分に再開する。

(午前10時13分中断、午前10時21分再開)

速水議長

それでは、時間になったので先程の皆様方のご意見に対して、ご質問なりあるいは付け加えることがあればお願いします。

須田委員

先程介入政策について話が出た。私はこの話は、本来財務省の管轄のことであるので、ここで議論するのは望ましいとは思っていない。でも二人の方がタイムリーな介入と言われて、私自身はそれに対して意見があるので、少し述べさせて頂きたい。

介入の効果と言ったときに、二つあって、一つは為替レートに影響を与

える。それと、もう一つは、例えばMOFがドルを買うといたら、為替リスクを民間から政府にトランスファーする二つの効果がある。為替レートに影響を与えるといった場合にも、それもどれ位のタイムスパンを考えているのか、非常に短い期間の効果を考えるのか。ここで議論するとしたら、やはりマクロ経済に与える影響と考え、ある程度の時間であろうと思う。そういうふう考えた時に、私はやはり為替レートに介入が影響を与えるとしたら、それは世の中でかなり為替レートはオーバーシュートしているというような認識があった時には、サプライズで、あるいは何か政策の方が一緒になって介入すれば、それは効くことがあるだろうと思っている。しかし、今のような為替レートのレベルがオーバーシュートなのかというと、私はそうは思っていない。従って、タイムリーな介入と言われたが、私は今のような状況は為替レートに影響を与えるために介入するような時期だとは思っていない。

それから、もし、為替レートのリスクを、例えば輸出業者から政府にトランスファーさせるための介入と言ったら、これはやはりおかしいことであって、要するに介入するということは、ある意味では、マーケットにしてみれば政府が買ってくれるという、そのために介入を要求している部分があると私は思っている。それはやはりおかしいと思っているので、本来ここで議論したくないが、一応一言言わせて頂く。

速水議長

その点については、私も意見を言わせて頂く。これは老セントラル・バンカーの意見として聞いて頂きたい。

確かに、介入の話は中央銀行がやっていくことではないが、大量になればこれは金融にも非常に大きな影響を与えるし、財政にも与えていく。今日の新聞には「無制限介入せよ」、などといった記事が出ている。大量に買っていく、しかも今の介入というのはアウトライト買だから、政府がこんなことを無制限にやっていったとすれば、ドル安のリスクを政府にかぶせるようなことになっていくと思う。10円ドルが下がった時に、仮に

本行が千億ドル買っていけば、それは1兆円の損になる。これは血税につながる。中央銀行としては、こういうことを政府がやればいいんだと簡単に新聞などが書くことについて、もう少しはっきりしたしっかりとした考え方を持って頂きたいと思う。私はいつもこれには反対している。そのリーニング・アゲンスト・ウィンドという言葉があつた頃よく使われたが、微かな風に対して体をもたれかかせるぐらいの介入であれば、それはそれで相場の安定を保っていくのに良いと思うが、水準を変えていくといった介入というのは、介入とっていいかどうか、他の国でこんなことをやっている国はない。日本でも、30年かけて360円のレートが今は116円まできているわけだから、30年で3倍の購買力が増えたことになっている。やはり経常収支が80年以降、ずっと3%~4%近い黒字であったということ、これはアメリカと全く反対であるが、そういうものが重なって今や対外債権超過が外貨準備も入れて1兆3千億ドル位、150~160兆円位あるということになっているから、私は円は強いと思う。日本銀行の持っている外貨についても為替レートが余り大きく変われば、これは納付金に影響してくることは間違いない訳で、そういうことを余り考えないで、こうやって介入をしろというのは一種の補助金を出せといったようなことと同じである。日本は昔は固定相場制度で、358円、362円で外為会計で買ったり売ったりしていたから、それに慣れてドルでやるのは当たり前だといったような感じに変わっていったのではないかと思う。勿論、保有外貨の運用利益があるから、そちらで多少利益が出るにしても、そんなことをしていたらやはり政府資産の損失を大きくしていく可能性は十分あると思う。アメリカが立ち直れば良いが、そうは今までのように一本調子に行くものではないと思う。従って、中央銀行として言えることは、先程実効レートという話もあったが、やはり中期的にはもっともつと円を使うように指導していくことを中央銀行としては言っていかなければいけないと思う。そういうふうになっていけば、すぐそこで損が出たり益が出たりということはなくなっていく訳である。ドイツなどはご承知のように輸出の約8割はドイツマルクでやっているし、他の主要国も大体そうである。日

本の方は長年の為替銀行の扱い、あるいは商社や輸出業界の便宜性からドルで決済をやってきており、これまで私共では随分、円にしようと言ってきたが、それが使われないでここまできた。今は全輸出の52%がドル建てである。この辺はやはり変えていかなければいけないことであり、中央銀行としてもそのことはもっとはっきり言っていくべきではないかと思う。今でこそ、ユーロと円というのが代替通貨になって買われたりしているが、この辺のところは多少変化が起こっていくかもしれないが、いずれにしてももっと円を使っていくべきだということを使うべきであって、介入をしろなどと言うのはもってのほかの話である。それがまた当たり前だと思っている人が多いから、この辺は須田委員が先程言われたことは私も非常に気になるところである。以上である。

谷口財務副大臣

為替に関しては、ご存知のとおり財務大臣の権限と責任のもとで介入が行なわれる訳である。このところの介入は、5月の下旬からであろうか、大きく為替が動くといったことで幾度かの介入が行なわれた訳である。私自身の個人的な考え方と財務大臣とは必ずしも合っているということではないが、私の意見ははっきり申し上げており、ドル安の地合いのところには効果も十分念頭に入れた介入の仕振りということで、まさにタイミングが問題だろうと思う。また、先日の決定会合でも申し上げたように、ECBまたはBOEの副総裁と意見交換をさせて頂いた折にもそんなことを申し上げた。また、外貨準備においてもユーロの割合を増やすということであるとか、また、総裁が言われたように円建て取引を推進するように、前回の決定会合以降、担当者呼んで官民のそういうような推進の協議会をより一層充実した形でやっていくようにということを示したところである。一方で、産業界の方は、先程福間委員の方からもあったように、介入の方法しかないだろうなというような話もある訳なので、その辺りは十分注視しながら、現在の為替状況を注視しながら大臣がご判断されるということなのだろうと思う。今言われたことも念頭に入れた形で、本日また

持って帰りそのような意見もあったということは申し上げたいと思うが、最終的判断は大臣が大臣の責任のもとでやられるということなので、どうかそういう観点でご了解を頂きたいと思う。

中原委員

谷口副大臣の後でまた私が喋るのは問題を余計蒸し返すようなことで申し訳ないが、須田委員が言われたが、私が申し上げたタイムリーな介入と言うのは、まさにタイムリーな介入のことであって、効くような介入をやるということを申し上げた積もりであって、無制限な介入をすることやのべつまくなしにもっと買えということを行っている訳ではない。ただ、谷口副大臣の前であるが、122～123 円の時の介入のスタンスと、その後のドル安のスピードと比較すると、あの頃の介入というのは何であったのかと、今は介入はなぜしないのかと言われた場合に、コンシスタントな説明ができないという感じを私は持っている。

それから、オーバーシュートしないと効かないと言うが、何を基準にオーバーシュートと考えるのか。今のアメリカのこのドル安が相当長期的な、まさに 95 年の 7 月以降の大幅なドル高の流れの基本的な調整だと考えると、恐らく 105 円位までいかないと止まらないと私も思う。もう少し循環的な景況感格差的なところ、あるいはアメリカが今株安という状況の中で、須田委員の言われるお金の行き場がないというような意味において、円高・ドル安という流れが出てきているのであれば、これはある程度私は介入でも止まると思うし、それから時間的な問題である程度解決すると思うが、確かに長期的な、構造的なドル高調整ということになると、これは相当私も時間が掛かると思っている。その辺を逃げ道でタイムリーな、とは申し上げた。

それから為替ロスの問題は、民間のロスを政府が肩代わりするのはおかしいというのは、確かに補助金だということであるが、これは経済全体の運営の中で考えるべき話であって、為替ロスとそこで民間が得た利益、それが等価であるかどうかこれも分からないし、介入の問題は余り為替ロス

ということを念頭に置いたら、これは政策としてはできないのではないかと私は思う。過去の360円時代以降の介入の結果についても、それが本当にロスをもたらしているものか利益をもたらしているものか、これはもう全く分からない状態である。確かに趨勢的に、長期的にドルが一定の方向に動く時に一定の方向で介入が積み重なっていくということについては、確かに一定の時期に立ち止まって考える必要があると思うが、現実の世界は今もうアメリカが過去のドル安からドル高にこのところ大きく振れて、またこれがちょっとドル安に振れているという循環の中の話なので、為替ロスの問題は余り大きな政策決定のファクターにはならないのではないかと、私は個人的には思う。

速水議長

ほかの国の中央銀行の皆さんはそれは非常に関心を持っている。

中原委員

そうですか。

福間委員

タイムリーな介入と申し上げたが、介入の効果についてはもう長年色々な学者が色々なことを言っているということで、それぞれが意見をお持ちならそれはそれで良いと思うが、今のマーケットは、要するにサービス、財貨のトレードに比べて投機的な動きというのが95%以上を占めている。その思うがままにやらせたら良いのかということそうはいかない訳で、やはりマーケットプレーヤーとのバーゲニングというのは、これはやはり代行するセントラルバンクがタクティフルにやるというのはもう常識な訳である。それで介入はタックスペイヤーのマネーが使われているんだと、それでは運用益はどうなっているんだということになる訳で、やはりトータルの経済運営からオーバーシュートする、だからこそ財務大臣がそう思われればやること自体は決して悪くないと思う。

もう一つ、円の国際化の問題は、——これは須田委員もあるいは出ておられたかと思うが——外為審で色々何回も何回もやったが、アジア貿易における実質円建て化はかなり進んでいる訳である。やはり一番大きいのは、貿易から言うと、日本の原材料輸入の円建て化をどうするかということところが一つのポイントになる訳である、もう一つは、円の利用者がメリットを受けないということがネックになっている。メリットを受けさせてやって円を利用させるというようなそんなことまでやる必要はないという議論もあるが、私が外為審で主張したのは、要するにエリジビリティをつけなさいということである。つまり、アメリカが1960年代やったように、アジアと日本との相互貿易を増やすようなこと、あるいはアジア域内の貿易については円建てをやったら日銀がその貿易手形を買い上げますよと、エリジビリティをつけますよと、そういったアジアのリーディングセントラルバンカーとしてのファンクションをやる位の覚悟がないと、ただ言葉で円の国際化と言ってもなかなかできないというようなことを申した。この議論は喋ると幾らでも掛かるのでこの辺で。

速水議長

確かに、ご承知のように円については、1ドル360円からずっと上がっているから、この分だけ中央銀行は損しているはずである。金融当局というのは自分の国の通貨が強くなればそれだけ損が出る。成功した証拠である。そういうふうに皆さん思っている。だから損が出たからといって悔やむことはないが、そういう金は結局は血税から出るしかないんですよということを申し上げた。だから大量に無駄に買う、無駄というか…。

福間委員

無制限にというのはそれは恐らくどこかの…。

速水議長

水準を変えたりするようなやり方というのはおかしいですよという話

をしている。

福間委員

それはおっしゃるとおりである。

谷口財務副大臣

介入にしても、やはり協調介入が基本だと私は思っているし、やはりその介入のタイミングの問題もあると思うが、パリティが1になったということだから、そんなことも含めてどのように大臣が判断されるのか、というようなこともあるだろうと思う。また、円の国際化の件については今言われた訳だが、いわば惰性でドル建てでやっているところもある訳で、そこはやはり官民共同でより意思疎通を高めて、権限を持つなり、方法を考えたうえで一層の円建て取引を推進するというのも一つの大きな方向ではないかなと思っている。そういうことで財務省の中では、指示を出してもう一度その今の状況について何らかの効果のあるような方法を考えなさいと言っている訳である。そのような方向で進んでいる。

速水議長

先程須田委員がちょっと言われた米国の生産性の話、これは確かに私も非常に気になる。グリーンSPANはいつもアメリカは労働の生産性が高いから大丈夫ですよ、という言い方をされるが、どうも最近の動きをみていると生産性は上がっているのかもしれないが、設備投資なんかは過剰になっていて企業のコストが高く、収益がプラスになっていないのではないかという懸念がある。この辺がこれから出てくる企業の収益発表ではっきりしてくるかもしれないと思うが、余り生産性だけを見て、これなら大丈夫だということでもなさそうな気がしてきている。

ほかに何かあるか。

山口副総裁

ちょっと一つ宜しいか。今日は我々皆、主としてアメリカのことを喋っていて日本のことを余り議論していないが、ちょっとその意味で冒頭植田委員が言われたことについて一つ質問なのだが、ここから先、上にいくか下にいくか、非常に読みにくい状況になってきたと言われたと思うが、どれ位の時間的な幅を頭に置いて言われたのか。7~9 月期以降、例えば生産の回復傾向は息切れしてしまうかもしれないという位の、かなり切迫したことを言われたのか、もう少し息の長い話なのか。

植田委員

余り情報はないが、基本的には長い話だと思う。ただ、先程申し上げたように、リストッキングに伴う反発の先を気にする時期に入ってきたという気がするし、アジアの内部の貿易のデータの直近のところを見ても、少し動きが止まっているような気もしないでもない。

山口副総裁

それはそうである。

植田委員

ヒアリングに基づいた第 3 四半期の生産の見通しもフラット近辺である。ということから、基本的には大分先、半年とかそれ以上先の話を心配しなければいけないと思うが、目先 3 か月、4 か月というところも少し不透明感が高まっているかなと思う。勿論、そこがフラットでもその先また上がれば問題ない訳だが。

山口副総裁

7~9 月の生産がフラットになるということは、4~6 月期がかなり急カーブの上昇だったので、そんなに気にしなくていいのかなとも思うが。

植田委員

貿易も同じような話があると思うが…。

山口副総裁

10～12月以降、結局アメリカ、それから福間委員が言われたアジア周辺諸国のサイクルが自律性をもっているのかどうかというその辺も…。

中原委員

植田委員がこの前講演でも言われていたが、私もアジアの内需というのが本当にどうなのかというのが、非常に日本の輸出の持続性を考えるうえにおいて重要ではないかなと思っている。色々なエコノミストの発言をみると、日本のアジア向け輸出は大部分はアジア各国の内需に基づくものであり、アメリカ向けの再輸出でアメリカがこければアジアもこけて日本もこけるといふ、こういう構図は薄れつつあるというのだが、データ的にはなかなかそこを検証するようなものがどうもないような気がしている。私の不勉強かもしれないが。

植田委員

ただ、中国や韓国は内需が強い。

中原委員

中国、韓国は内需と言われているが、確かに鉄鋼やセメントや化学品はそうかもしれない。韓国向け輸出は伸びているのか、よく分からない。

福間委員

伸びている。

中原委員

どの程度伸びているのか、その辺りの恐らくデータはあるのだろうが。中国はオリンピックが終わるまでは続くのかもしれないし、ただ、物価なんかの面からいっても、かなり中国はデフレである。

植田委員

だから、先程福間委員が言われたように、私も希望としてはそこが巧く回って、アメリカが駄目になっても、数年間は1~2%程度だと思うが、持つかないという期待感というか、希望はある。ただ、本当に大丈夫かと言われると確固たる自信はない。

須田委員

最近の国際局のレポートではやはりアメリカだということであったが。

福間委員

そうであった。日本は、トランスプラントを随分やっているから、例えば鋼材が伸びている、あるいは高級鋼材が伸びている。中国の蘇州向け、あるいは東莞向け、タイの加工基地向けに伸びている。これは昔だったら、トヨタの九州工場であったり、あるいは日本内のどこかの工場であったが、これが鋼材の輸出基地を現地に設けて、そこに対して鋼材が出て行くことになればこれは輸出である。ということで、今は中国も韓国も鉄はフル生産である。それで自動車が進出したのが非常に大きい。自動車や家電が出て高級鋼材がない。これはしかも日本企業が中心に出ている。ということで、それでは現地でミルを作ればいいではないかということだが、確かにアジア危機の前にマレーシアもインドネシアもタイも、ミルを作る計画があったが、アジア危機になってしまって、とても今は作れるような状況ではない。そうすると、こちらから工場を進出した自動車、タイの場合だったらホンダ、マツダ、それにGMもフォードも皆出ている訳である。

そういうことで、やはり自動車と家電が出ていったのが非常に大きい。だから、私は鉄だけが全てではなくて、要するにトランスプラント効果がやはりアジアと日本の、要するにグレートジャパンという構図で考えればいいのではないかなと思っている。財の移動をみていると、そういう効果が色々なところに出ているということで、いつかも申し上げたように、90年代の初頭——アメリカがマイナス金利になった時代だが——、アメリカは景気は悪かったが、日本は非常に良かった。それは何故かと言うと、アジア向けがもの凄く伸びたというようなことで、あの時はアメリカは一時的にマイナスになった。今のような、落ちたとしても2%前後のようところで止まるのであったら、私は何とかアジアが緩衝材になってくれるのではないかなと思っている。

植田委員

ただ、それは緩衝材ではないか。

福間委員

然り。

植田委員

つまり日本の内需が伸びてこないと全体が持続的には回っていかないとと思う。

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

ほかになれば、この辺で政策論議に入って宜しいか。当面の金融政策運営方針について今回もお一人5分程度を目途にご意見を伺いたいと思う。もう一度植田委員から願います。

植田委員

金融面をみると、先程来議論してきた世界的な株価下落等の中で、幾つかの国の資本市場ではセグメンテーション的な動きがみられる訳だが、過去数年に何度かみられたようなクレジット、あるいはリクイディティ・クラシのよう状況には至っておらず、比較的落ち着いているということだと思ふ。

それから実体経済の方をみると、先程も議論があったように、一応改善の傾向がまだ継続している。そして先行きについてもリスクは人によって評価は違ふと思うが、若干高まりつつあるものの、これまでのメインシナリオを変えるにはまだ至っていないということだと思ふ。米国中心の株価下落等の直接の実体経済への影響の可能性としては、取り敢えずは円高がどのような影響を及ぼすのかという事位かなと思ふ。円については、先程難しい議論があったが、ミスアライメントがあるということであつて、かつ有効な手が打てるということであれば介入という政策があるのだと思ふ。ということで今回は現状維持で宜しいかと思ふ。

速水議長

それでは次、春委員お願いする。

春委員

当座預金残高については、6月下旬以降も前回のディレクティブで指定した範囲の上方の14兆円、ないし15兆円の水準近辺で維持されている。経済はこれまで議論があつたが、少しずつではあるが、生産増加の好影響が企業収益や設備投資、限界的な雇用動向にも波及をみせつつある。しかしながら、さらにこれが一段の内需関係に結び付くかどうか、引き続き大事な時期かと思ふ。こうした中で、本行の金融緩和を通じた景気の後押しは、好循環の波及を支えるうえで、不可欠なものとする。一方では、米国の株安は止まる気配がどうもない。ドル安に向けた流れも底が深いよう

にも思われる。市場関係者にもそういう見方もあるようなので、仮に、日本の相当程度の株安だとか、信用スプレッドの拡大とか、それらに影響された流動性逼迫といったような、いわば緊急事態の発生の可能性にも留意しておく必要があるのではないかと思う。こういった意味から、現在の「なお書き」は、引き続き必要なものではないかと思う。従って、ディレクティブについては、現在のまま継続することで宜しいかと思う。また今後、緩和を一段と浸透させる対応が必要とされるというような事態も考えられる。さらに、当面の問題ではないという昨日の議論もあったが、市場の情勢から 15 兆円前後の水準維持が困難となるような場合にも備えて、その場合の取り得るべき選択肢等について十分に研究・検討しておく必要があるのではないかと思う。以上である。

速水議長

次、福間委員願います。

福間委員

海外の市場というより、日本の問題に絞るが、ご承知のようにペイオフの解禁問題について、非常に早いピッチで議論が出ている。先程中原委員が言われたが、流動性預金が急激にシフトしている銀行、あるいは流入している銀行、それぞれにある。こういう実体験をした結果、次のペイオフの動きというものが金融市場にどう影響を与えるのかということに対しての、ある意味では、恐怖感がそういう動きを呼んでいるのだと思う。まず、地銀、第二地銀クラスをみると、一部の預金流失が確かにみられているが、ただこれは極く一部であって、そうした先でも有担コールを使って資金繰りをつけ始めた先がみられるという程度であり、全体的には小規模な預金流失に止まっているというところである。一方、大手行では、集まった流動性預金をどう今後展開していくのかについて、またALMの観点から、大量預金シフトリスクをどう考えるのか、これがやはり銀行の経営上、非常に大きな問題として今後出てくるのだと思う。一部の格付けの

低い地銀からは、中間決算後の11月、12月にかけて、金融システム不安が再燃して流動性預金が流失するリスクを警戒する声も出てきている。本行としては、短期金融市場の機能が十分でないことに留意しつつ、銀行の流動性リスクの動向に引き続き注視が必要である。金融政策運営では、不良債権問題を強く意識せざるを得ない局面が訪れてきたのだと思っている。今述べたように、あるいはこの会合で過去も申し上げているように、流動性預金シフト、短期金融市場の機能不全といった問題は、根底に不良債権問題があり、全てここから波及している訳である。不良債権問題で金融システム不安が残るからこそ、短期金融市場の機能不全の問題が発生したり、市場機能を補完する量的緩和が必要になっているということである。私が前回、量的緩和の再定義が必要なのではないかというようなことを申し上げたのは、ただCPIのプラスを志向するということよりは、それと同時に、金融システム不安がもたらしている短期金融市場の機能不全を量的緩和で補っているのだということ、もう少し外に向けて、その実態を言った方がいいのではないかなと思っている。中央銀行として、さらに大事な課題は、自らの金融政策の歪みが出る根元である不良債権問題について、金融庁と協力して、あるいは早期解決に向けて対応することが求められているのではないかなと思っている。ペイオフの問題は、また別途色々議論をする機会もあるかと思うし、ここは意見を言う場ではないが、現時点ではアメとムチを使って進める必要があるし、徒に期待を持たせてもやはりまずいと思う。ただ、そのスイッチを切り変えるところが非常に重要な、微妙なポイントではないかなと思っている。

金融市場調節方針だが、現行の調節方針を継続することが適当であると考えている。いつも申し上げていることだが、オペの入札は中央銀行にとって、金融機関の流動性不安の強まりがどの程度かが掴める大事な手段である。まずは、市場のニーズを正確に捉え、必要に応じ期間を弾力的に動かし回数を増やすなど、引き続き注意深くオペを行なってほしいと思う。また、「なお書き」の趣旨に沿って、市場の変化に応じて弾力的な供給をお願いしたいということである。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

結論は、現行の政策継続ということで宜しいと思う。先程申し上げたが、輸出を中心とした足許の回復というのは、若干想定以上のペースだと思うし、一方で、リスク要因の方はこれも想定以上に高まっているものがあるという意味で、市場のポテンシャルなボラティリティというのはむしろ高まっている方向だろうと思う。そういう意味で相当注意を要すると思う。その中で、量的金融緩和のスタンスを堅持するということは、重要だし、また必要に応じて「なお書き」の援用も躊躇すべきではないと思う。先行きを考えると、これから下期にかけて制度的な要因でマーケットに影響を与えかねないものが幾つかあって、例えばこれは余り議論にはなっていないが、源泉課税の廃止に伴う株価への影響ということに私自身は非常に関心を持っているが、年末にかけてこの辺の動きは本当に出るのか出ないのか、これはちょっと問題である。それから不良債権問題の解決が本当に年度内に目途がつくのか、あるいはその後のペイオフは続くのか、こういう制度的、構造的なものがマーケットに与えるそのリスクというのが幾つかテーマとしてこの下期にあるので、十分注意していく必要があると思う。それから目先のところでは、今の円高の進行が企業収益の改善を抑えて、デフレ圧力が高まるという危険がある。現実問題として、追加的な緩和措置という選択肢がかなり限られてきているという状況は認識しているが、一方で、現在の政策が期待に働き掛けている要素が多いということがあるだけに、金融緩和スタンス、これを堅持していくという、その堅持の姿勢をみせるためにどのような方策が考えられるのか、引き続き考えていきたいと思う。以上である。

速水議長

山口副総裁、お願いします。

山口副総裁

金融調節は現状維持でいいと思う。経済情勢は半歩か1歩か、前に進みつつあるという状況だと思うし、マーケットの環境が大きく変化しつつある訳だが、国内においては、一応株価が何とか持ち堪えている。また、須田委員もご指摘になったと思うが、金融システム周りで信用リスクの不安がかなり強く再燃してきているという状況でもないのだから、当面はマーケットにかなり大きなリスク要因が潜んでいるということをも十分頭に置きながら、状況をみていくということではないかと思う。ペイオフ問題はここで議論する対象ではないし、金融政策で対応できるような話でもないと思うが、来年4月のことを頭に置きながら、金融市場の中で何かそれをきっかけに大きな混乱が起きるといえることがあるのかないのかということ、十分にウォッチしていくということではないかと思う。

最後に、為替の問題について、介入の是非ではなくて、為替のインパクトの話だが、先程須田委員がシミュレーションを例に出されて、1ドル110円位になってもというようなことを言及されたと思う。私も同じシミュレーションをちらっと見たのだが、確かにその時ドルに対して円が高くなっていきながら、ユーロその他の通貨に対してどういう動きをするのかということによって、当然結果が変わってくると思う。さらにもう一つは、こういう為替のかなり大きな調整が仮に今後も起きてくるような場合に、何によって起きてくるのか、何が背景なのか、先程もちよっと申し上げたが、アメリカ経済がかなり減速していくというようなことを背景に起きてくるのかどうかということによってもインパクトはかなり違ってくると思うので、そういうことも含めて市場の状況を当面はよくみていくということではないかなと思う。

速水議長

藤原副総裁、お願いします。

藤原副総裁

先程述べたように、足許で国内民間需要を取り巻く環境の好転はみられ始めた一方で、先行きについては不透明感がさらに増している。それから依然として国内民間需要の自律的な回復を展望する状況にはなく、消費者物価の緩やかな下落傾向に歯止めが掛かる見通しも立っていない。こうした状況のもとでは、やはり現在の潤沢な流動性供給を続けることで、漸く出始めた回復の動きを一段と後押しする姿勢を示していくことが重要であると思う。それから短期金融市場をみても、15兆円というターゲットの上限を目指す中で、札割れも発生しないでそれなりの資金需要が存在している。こうした動きの背景には、市場機能の低下といった問題も存在することは事実だが、現状どおり潤沢な流動性を供給し続けるということが、現時点では最善の選択であると言えると思う。調節方針は現状維持である。

速水議長

次、須田委員お願いします。

須田委員

先程申したように、実体経済は今までのところ、標準シナリオよりも少し強めに推移しており、株価や為替レートの動きにかかわらず金融情勢は落ち着いている。信用リスク懸念は後退しており、金融システム不安は顕現化していないということで、金融政策運営については現状維持が良いと思っている。当然のことながら、執行部には金融システム不安が台頭し資金需要が急激に増大した時には「なお書き」に従って速やかに資金を供給して頂きたいと思っている。

あと一言、ペイオフの解禁についてだが、私もここでやる話ではないと思っているが、これについては、やはり日銀はかなり厳しい決断を迫られ

るのではないかと思う。単に、どうなるかみていけばよいという話ではなくて、私はかなり厳しいことになると思っているので、じっくり勉強して考えていきたいと思っている。

速水議長

最後に、田谷委員お願いします。

田谷委員

政策は目標レンジの上の方を狙うオペを続けることで良いと思う。このところオペ落札レートが低下気味になっており、資金余剰感の強まりを反映したものだと思う。ただ、長めの資金を供給したりすることでほとんどの種類の供給オペで札割れを回避してきている。15兆円近辺の当預残高は当面維持できそうである。経済状況は先程の議論でも、若干判断を前に進めるにしても先行きの不透明感が高まっている。こうしたもとでは、緩和姿勢の堅持が必要だと思う。今後は引き続き、各種金利の推移をフォローしていこうと思う。また、株価下落の金融機関、金融市場への影響、さらに、より本質的なイシューである不良債権処理の推移に関わる動きだとか、ペイオフ解禁に関する議論の帰趨にも注意していきたいと思う。以上である。

速水議長

それではここで私の見解を述べさせて頂きたい。

景気の現状をみると、輸出の大幅な増加や在庫調整の急速な進捗等を受けて、生産の持ち直しが一段と明確になっていると思う。こうしたもとで、6月短観では、企業の収益や業況感の改善が確認された。このような輸出・生産を中心とする景気の前向きの部分は、4月の「展望レポート」などで想定していたより強めに推移しているとみて良いと思う。一方で、設備投資や個人消費などの国内需要は、雇用・所得環境の厳しさや企業のバランスシートの調整圧力などを背景にして、弱めの動きを続けている、という

基本的な構図に変わりはないように思う。

しかし、例えば、雇用・所得面では、新規求人や所定外労働時間といったような生産増加の影響が出てきているように思うし、設備投資面でも製造業では機械受注などが下げ止まりつつあるように窺われる。このように、景気の中で従来弱めとされていた部分についても、若干ながら変化の兆しが窺われるようになっている。物価面でも、消費者物価については緩やかな下落傾向に目立った変化はみられないが、卸売物価は需要の改善などを反映して、5か月連続して横這いの動きとなっている。以上のような情勢を踏まえると、景気の現状認識については、5か月連続の上方修正とすることで良いと思う。

しかし、先行きについては、足許が若干強くなった分、回復の確度が高まったかという点、必ずしもそうとは言えない面がある。このところやや不確実性を高めている要素として指摘できるのは、米国株価や米ドル相場の動向である。米国株価や米ドル相場は、企業会計不信などをきっかけに、かなり不安定な動きをみせているが、これを巡っては、比較的短期の調整に止まるという見方と、一方で、長年続いてきた米国の経常収支の赤字がここに来てGDPの4%を超えるというところまできていること、また、98年から続いていた黒字の財政が今年から赤字となって、再び経常赤字と合わせて「双子の赤字」となること、こういうことが海外などでドルの保有者の不安感を抱かせている。また、大企業の収益状況を不安を持ってみる見方が海外等に出ているなどが挙げられると思う。いずれにしても、通貨に関わるといっても一時的なことかもしれない。その辺はよく分からないが、現時点でどちらが正しいのか判断することは難しい訳である。当面、市場は不安定な動きを続ける可能性が高いように思う。また、こうした傾向が続くと、米国景気の回復に水を差す要因ともなり得ようとも思う。

米国市場の影響を受けて、本邦株価もやや神経質な展開となっている。アルゼンチンなどエマージング諸国の情勢も幾分不安定化する動きがみられる。わが国の景気は、米国を中心とする海外経済の回復に依存しているだけに、国際的な資金フローの変化や株価・為替相場の動向が、様々な

ルートを通じて実体経済に悪影響を及ぼすリスクには一層の注意が必要だと思う。

この間、金融環境は、社債・CPの発行環境や企業の資金繰り判断などからみて、基本的に今年度に入ってから改善傾向が続いていると言って良いと思う。しかし、内外の不安定な株価動向の影響などを踏まえると、今後もこの傾向が続くかどうかは、慎重にみていく必要があると思う。

最後に金融政策運営についてだが、以上述べたような経済金融情勢に照らすと、現在の思い切った金融緩和を継続して、漸く見え始めた景気回復の動きをしっかりと支えていくことに重点を置いていくことが適当と考える。私の意見は以上だが、追加的なご議論があったらどうぞ。

田谷委員

一つ福間委員に質問だが、先程、福間委員は、根っこのところに不良債権問題があって、一方で資金シフトが色々な形で起こっているし、また一方で、短期金融市場の機能不全がある。特にその短期金融市場の機能不全が結局量的緩和に結び付いている。そういうことをもう少し市場に知らせたらどうかと言われたが、どういう意味で言われたのか。市場はそういうこともかなり分かっていると思うし、反対の側面もあると思う。

福間委員

勿論そうである。

田谷委員

どういうお考えで言われたのか。

福間委員

要するに、ペイオフ解禁が近付いてくると、短期金融市場の機能不全がもう一段と進む、具体的には、先程言ったように、一部の地銀辺りには既にそういう動きが出ている訳である。恐らく私も「なお書き」はそういうこと

への対応という意味も入っているのだろうと思っているが、だからこそ、その点をもう少しはっきり言った方が良いのではないかと思う。というのは、もう何回もこれまでの決定会合で言ってきたように、コール市場が機能不全状態でどんどん縮小してきている。それで、ユーロ円市場というのは、ほとんど一部の銀行が利用しているだけで、あとの銀行には出合いがない、取らないということになっている訳だから、やはりそれを正直に言った方が良いと思う。要するに、ここ半年位のコール市場の動きをみてもそうだし、海外での資金の取り合い状況も一段と悪くなってきている訳で、だからこそ日本の銀行はあれだけの海外撤退をやる訳である。要するに短期金融市場が非正常な動きをしているということである。だからこそオペを使って資金が取れば、少しでも流動性不安緩和に繋がっている訳である。そういうことの意味で申し上げた。

須田委員

コールマーケットを正常化させたいということか。

福間委員

必ずしもコール市場だけではない。短期金融市場を…。

須田委員

ではなくて、短期金融市場全体を正常化した方が良いという趣旨か。

福間委員

いやそういう趣旨ではない。短期金融市場は今動いていないであろう。

須田委員

だからそうすると、例えば、金利機能をもう少し働かせるようにすれば機能し始めるということが考えられる訳だが、そうした方がいいということか。

福間委員

そうではない。流動性の量で機能不全に陥った市場機能を補完するということである。言われるように経済がもう少し良くなって、金利機能の復活ができれば、そういう状態になれば別である。今の状態では一部の学者の人達の間では、マイナスにしたらどうだというような暴論を吐く人もいる位の状況だから、要するに金利機能を働かすことは、今の実態からいって現実問題としてなかなか難しいと思う。だから量の拡大でもって、市場機能を補っていかうということである。

中原委員

私も 15 兆円という絶対水準を維持することによる緩和の度合いというのは、環境によって相対的に変わってくると思う。だから、当然ながらマーケットの流動性が落ちて、偏在が起きて、お互いのカウンターパートに対する、信用リスクに対する警戒感が強まってくると、同じ 15 兆円であっても流動性の供給としてはやはり足りないと思う。ただ、足りないというのがそうであれば金利に出てくるかということ、銀行同士の非常に円滑な相互の資金取引がほとんど行なわれない状況のもとでは、現実的には現実のものを表わすマーケット金利が存在しないとすれば、マーケット金利というのは、オペ金利しかない訳である。そうすると、オペ金利がやはり上がってくるのかなという感じは持つが、それを兆候としていいのかどうか、もう少しマーケットに深く浸透するような流動性に対する不安感というのが内在し、蓄積していくような過程があり得るのかどうか、そこは私もちょっと分からない。短国のオペをみていると、金利は確かに落ち着いているが、応札倍率は非常に高い。マーケットからはやはりもう少しオペの回数を増やしてくれ、という声があることは確かなようである。これは非常に機動的な資金需要を本来であればマーケットで適切に対応していけるものが、マーケットの取引が行なわれないので、オペという与えられたものだけで資金調節をしなければいけないので、2 週間とか 2 か月とか、

そのタームそのものがもう与えられてしまうという意味において、銀行のALMとか資金繰りのフリーハンドが非常に小さくなっている感じはあると思う。だからこそ、心配になって手許に集める。それが15兆円をイージーに達成できているということになるのではないか。だから、15兆円という目標を達成して金利が落ち着いていけば、緩和の度合いはこれで十分だと言えるのかどうかについては、私も少し疑問を感じているところはある。

速水議長

ほかにないか。それではこの辺で政府からのご出席の方々からご意見を頂きたいと思う。竹中経済財政政策担当大臣、お願いします。

竹中経済財政政策担当大臣

前半の活発な議論を十分にお伺いすることはできなかったが、為替レートの問題等々、大変重要な問題をご議論して下さったという認識をしている。内閣府の方からの今の現状についてのご報告を簡単にさせて頂くが、先週の月例経済報告で、ご承知のように景気判断を上方修正した。5月、6月は「底入れ」という言葉だったが、7月は、「景気は依然厳しい状況にあるが、一部に持ち直しの動き」という言葉を使っている。これに対しては、判断が早いというご指摘もあるようだが、基本的には、ファクトをしっかりと踏まえることと、将来に対するリスク要因とは別に考えるべき問題であって、現状がどうなっているかということに関しては、きちんと踏まえようとしている。この中身そのものについては、輸出の大幅増、在庫の一巡、生産の持ち直し、これはもう皆さんご承知のとおりである。我々としては、現状はそのように認識しているが、同時に、将来に対するリスク・ファクターは、それはそれで同時に十分に配慮しなければいけない問題であると認識しているということである。恐らく今日の話の中でもあったアメリカの経済をどうみるかということが、当然のことながら重要なポイントであろうかと思う。基本的な認識だけ申し上げておくと、これは須田委

員からご指摘があったようだが、私自身もアメリカのやはりサプライサイドは非常に強固であるが、生産性の上昇トレンドが、トレンドとしてやはり数年前から変わってきているというような認識を持っている。その意味で資産市場の調整が当面続くということに対する配慮は極めて重要であるが、アメリカの経済が大崩れするというような状況では多分ないであろう。ブルーチップのコンセンサス予測を見ても、第2四半期についてはがくっと下がる訳だが、第3四半期、第4四半期はほとんど元のままで3%強で動いていない。ただ、敢えてアメリカの問題点としての認識を申し上げますと、実はやはり財政のバランスがもの凄く大幅に変わっているということはどうみるかということだと思う。プラスからマイナスに、そのプラスとマイナスの落差をとると、凄くラフに考えて、円に直すと30兆円とか、そんな落差である。ひょっとしたら、数年後に振り返ると、レーガノミックスと同じように、いわゆる意図せざるケインズ政策であったというような評価が出てくる位の大きな財政バランスの変化が起こっている。考えてみると、サプライサイドが強くてこれだけ財政刺激を続けていたら、短期的に悪くなるということは先程申し上げたように余りないのかもしれない。しかし、これは総裁からのお話にもあったが、同時に「双子の赤字」という中期的な観点からも問題点にどう対応していくかということが、むしろアメリカの問題というのはそのような意味では中期のリスクと考える方がいいのかなという感じも持っている。

それとの関連で円ドルレートの問題が出てくる。ここはオフレコにして頂きたいが、実は為替レートの問題を今まで経済財政諮問会議のような場で議論したことは、残念ながら一度もない。その意味では今日のオープンな議論は、私にとっては大変新鮮であった。最終的には介入の問題も含めて非常に総合的な判断を責任者である財務大臣ないしは総理がお考えになるということ間違いのない訳であるが、この為替レートに関する議論は、ある意味で、ほかの経済戦略の根幹、少なくとも認識のうえでは根幹になるということであるので、今日の皆様の議論を反映させて少し経済財政諮問会議でも議論すべきなのかなと思った。ここの部分はオフレコにして頂

きたいと思うが、同時にこれは私が来る前に議論されたのかもしれないが、一方でやはり実効レートの議論、実質実効レートの議論等々を踏まえたもう少し詳細な議論も必要なのだと思っている。

もう一つ、議論としてご紹介しなければいけないのは、実は日本のいわゆるマクロバランスというか、財政に関しては、ともすればシーリングをどうするかという積み上げ方の議論になりがちな訳だが、財政の公的部門の貯蓄・投資差額が一体どんなふうになってきて、今後なっていくのかというような議論が、マーケットではほとんど議論されていない訳である。私達がそれをきちっと議論することが、予算編成に当たっての大変重要なポイントであろうと思っている。一般には、額で見ると30兆円の国債を発行している。これは貯蓄・投資差額そのものではないが、相当の刺激を続けているということは確かである。一方で、第二次補正予算の公共投資の部分が、来年度剥げ落ちるといようなことを、どのように認識するのかというような議論が、実は日本のマクロ論理の本質であるにもかかわらず、意外と十分議論をされていないという認識をしていて、この議論をかなりはっきりと進めていかなければいけないのかなと思う。その財政の状況に合わせて、恐らく金融政策の認識も変わってくる可能性もあるので、この点は是非ご一緒に議論をして頂きたいと思うところである。

先程から不良債権等々の議論が出ている。また、ペイオフをどうするかという議論が出ているが、これはご承知のように、内閣府としては大変強力に金融庁に働き掛けて、金融庁にやはり金融システム強化のためのビジョンをイメージして欲しいと言っている。一方でオーバーバンキングだと言い、一方で中小に関しては金融が全く閉ざしていると言い、その中でペイオフというのは、その中の一つの通過点であるから、その先にどのような強固な金融システムを作っていくのか、いけるのかということのビジョンを議論してくれということである。金融庁も漸く応じてくれて、ご承知のように私的懇談会である蛭山委員会の報告が出たばかりで、これから議論を進めていく。実は一方で、我々は政策金融の議論をしなければい

けないということになっているが、言うまでもないが、民間の金融部門がどうなっていくかということと、政策金融機関がどういう補完的な役割を果たすかということは、表裏一体の問題であるので、ある意味で初めて今回そのビジョンの議論と政策金融の議論を合わせて、トータルな議論ができるような環境になってきたということであろうかと認識している。

いつもお願いするが、そういった政府、内閣の議論に合わせて、日本銀行の方でも、日本銀行としてのビジョン、金融のビジョンをどのように描かれるのかとか、そういった議論を是非建設的にして頂きたいと思う。いずれにしてもご承知のように、総理が今般、総理としての基本方針を示して、その基本方針に従う人にきちんとしたポジションについてもらって、きちんとした仕事をやるんだということを中心に強力におっしゃられた。これは「コントラクト ウィズ 小泉」と我々は呼んでいるが、そういう方向を目指して、国会が終わって、9月になってもしも臨時国会があれば、その冒頭で総理が所信表明をすると思う。恐らくこれからの2か月位が、本当に不良債権処理の体制をどのように強化していくのか、財政の枠組みをどうしていくのか、その中で為替レートの問題についてはどのように考えていくのかという、少し政策議論を集約的に行なう大変重要な2か月になろうかと思っていて、是非、日本銀行の金融面に関するその専門的な知識をそういった面でも議論に集約をさせて頂きたいと思う。少し長くなったが、政策のスタンス等々に関しては、既に皆さんが議論をされていたとおりだと認識をしているので、事務方が用意したものを私は敢えて今日はもう読まないが、大体先月と同じだと考えてもらえれば結構である。以上である。

速水議長

谷口財務副大臣お願いします。

谷口財務副大臣

申し述べさせて頂きたいと思う。政府は先週発表した7月の月例経済報告に

において、「景気は、依然厳しい状況にあるが、一部に持ち直しの動きがみられる」としているところである。

こうした状況の中、政府としては、構造改革を着実に進め、民需主導の持続的な成長を実現するため、先般、閣議決定された「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2002」を今後のデフレ対応の基本として、早急に実施できる事項を検討し、可能な限り早期に実施していくこととしている。

なお、この中では、デフレ克服のため、日銀においても、引き続き実効性のある金融政策運営が期待されている。

こうした政府の方針に呼応し、日銀におかれても、デフレ克服のため、金融政策運営にもさらなる工夫を講じ、思い切った対応が採られるようお願いしたいと考えている。昨日の金融経済情勢等の報告においても、わが国の経済情勢については、全体としてほぼ下げ止まったとの見解を示されているが、金融政策の効果は、前回会合において申し上げたとおり、こういう時期にこそデフレ心理を払拭するうえでより効果的であると考えている。

加えて、現在までのところ、潤沢な資金供給が行なわれているが、引き続きこれを維持すると共に、今後とも、経済・市場動向や金融情勢について十分注視し、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する。

こういうことで、また若干私自身の意見をこれに付け加えさせて頂くと、今の委員の方々のアメリカ経済におけるマクロとミクロの乖離についての話をお聞きしていたが、全般的には楽観視しておられるというような状況である。私は個人的には、必ずしも楽観視していない。アメリカの経済は、この「ニューエコノミー」といわれるようなIT産業を中心として非常に活性化した訳であるが、株主を中心とする経営のやり方がROEを引き上げるために、かなり無理をしたといったような状況も見受けられる。今の会計不信といわれるようなところの状況を全て私が捕捉した訳ではないが、今のやり方は、例えば、インタンジブル・アセットと言われるような資産性について疑問が持たれるようなところがあるのではないかと思う。これは一旦資産性がなくなると、全くこの資産性がなくなってしまうという観点で、崩壊すると非常に早く、その企業収益の悪化をもたらす

というような傾向がみられるのではないかと思う。

わが国経済も、このような状況の中で金融工学的手法を用いた経済取引が膨張しつつある訳だが、ここは非常に注意を要するのではないかと考えている。春委員は、東京電力からこられた訳だが、例えば、電力とガスとのデリバティブズとか、例えば天候デリバティブズとか、生活関連のところにおいてもヘッジを行なうというような動きさえみえている。こうした状況の中で、私は先日、政府税制調査会の中で、わが国企業のあり方について、一度考えてもらいたいと言って、問題を投げかけた訳である。そういうやり方について、ここはよく検討し、一方で、国際的整合性という観点もあるので、そのような観点も十分認識しながらやっていかなければいけないと思う。そういう傾向のある取引が、現に必要以上の資金供給を世界中にもたらしているというようなことを、リスクという観点で考えていく必要があるのではないかと思う。私は冒頭お話したように、アメリカの企業における収益構造がそういう不安定な状況の中にあるということを確認したうえで、やっていく方向をみていく必要があるのではないかと考えている。

速水議長

ありがとうございました。何かご議論がございましたらどうぞ。

藤原副総裁

議論ではないが、両大臣のご意見は、非常に含蓄のある有益なご意見として拝聴したが、この政策委員会の運営の方針の一環として、透明性ということとの関連で、ご発言は議事要旨および議事録に掲載される訳だが、竹中大臣は二度オフレコというふうに言われたが、少なくとも10年後にはそのオフレコという言葉も含めて記録されるというのが建て前であるが…。

竹中経済財政政策担当大臣

分かった。諮問会議ではオフレコはずっとオフレコであり、その瞬間に懇談に変わるが、しかし、それはこちらのご方針であるから、10年後に為替レートの戦略がないと言っているとしても一向に構わない。現時点ではこれも勿論オフレコである。

山口副総裁

先程竹中大臣が言われたお話の中に、貯蓄・投資バランスのことがあったと思うが、補正予算の分が今後剥落していくということの影響というか、そのことがまだ十分考慮されていないというようなご発言があったと思う。これは質問であるが、その分を加味して考えると、この財政のバランスというのは、現在大きな赤字、つまり投資超過な訳だが、その投資超過が今後はかなり縮小していくということを言われた訳か。そのことの影響をよく考えて欲しいという意味か。

竹中経済財政政策担当大臣

いえ、申し上げたのは、政府が民間に対してお金を出しているか吸い上げているかというバランス、その政府部門の差額についてご議論をさせて頂いたが、それについては基本的には、今、4%程度あるプライマリーバランスの赤字を10年で解消していくということであるから、毎年GDP比0.4%位は吸い上げていくという形にならざるを得ない訳である。ただ、その吸い上げが年次によって余りに極端に大きくならないようにしなければいけないと、そういうバランスを考えていかなければいけないという趣旨で申し上げた訳である。

速水議長

ほかになければ議案の取り纏めに入りたいと思う。先程の委員方のご検討によれば、当面の金融市場調節方針について現状維持とのご意見が大勢

を占めていたように思う。そこで私の方からその旨の議案を提出したいと思う。ほかに正式に議案を提出したいという方がおられたら、どうぞ手を挙げて下さい。

[事務局より議案配付]

それではどなたからも正式な議案の提出はないようであるので、事務局は私の議案を確認のため、もう一度読み上げて下さい。

櫛田企画室企画第1課長

それでは議長案を読み上げさせて頂く。「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。」。別添である。「別添。平成14年7月16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お考えを集約して提示したものであるが、これで宜しいか。そのほかご質問や追加的なご討議があればどうぞ。

それでは議論が出尽くしたようであるので、採決に移りたいと思う。ご異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

ご異議がないようなので、採決する。政府からのご出席の方々は別室に
願います。

[政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節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、その結果を報告して下さい。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

速水議長

それでは、全員一致で可決された。採決が終了したので政府の方々をお呼びして下さい。

[政府からの出席者入室]

ただ今、政策委員会として当面の金融市場調節方針として、現状維持が決定された。白川理事と金融市場局長はここに定められた方針に則って調節に努めるよう、これをもって指示とするのでお願いする。なお、決定事項の公表は、会合終了後直ちに行なうこととする。

IV. 金融経済月報の検討

速水議長

それでは次に金融経済月報の検討に入る。金融経済月報の最初の4ページが本委員会での正式な決定事項になるので、本日のこれまでの議論を踏まえてご検討をお願いする。まず、調査統計局門間企画役と企画室櫛田企画第1課長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、いつもの資料に沿って、まず実体経済部分から説明する。

まず、各論部分から説明するが、設備投資以下、内需四項目については前月から一切変更はない。その下の純輸出と生産であるが、いずれも上方修正である。純輸出は、前月は「はっきりと増加している」としていたが、今月は「大幅に増加している」。それから鉱工業生産については、前月は単に「持ち直している」としていたが、今月は「はっきりと持ち直している」としている。それからその下の企業収益と業況感であるが、こちらは今回短観が出ているので、それを踏まえて記述を加えている。雇用・所得環境であるが、「限界的な部分での改善の動きが続いている」ということ

で、基本的に前月の判断の延長線上の判断をしている。その次の「ただし、」以下の文章については、若干表現をコンパクトにしている部分があるが、基本的な判断は変わっていない。

以上を踏まえて総論のところであるが、「わが国の経済情勢をみると、国内需要は依然弱いものの、」ここは変わっていない。「輸出や生産面の明るさが増し」。輸出、生産それぞれ上方修正であるので一言で纏めて、「明るさが増し」と書いてある。「企業の収益や業況感も改善するなど、」ということで、短観を踏まえているが、業況感の改善が必ずしも製造業・大企業だけではなくて、ある程度拡がりがあることが確認されたということも踏まえて、「全体としてほぼ下げ止まっている」というのを今回の総論の結論としている。前月は、「下げ止まりに向けた動きがみられる」ということであったから、上方修正であり、5か月連続の上方修正になる。ただ、この「ほぼ下げ止まっている」という表現であるが、足許の短観、生産、輸出等の動きからみると、やや控えめの表現というふうに考えている。まだ完全には下げ止まっていないということもインプライしている訳で、やや控えめにみている。その控えめにしている理由であるが、一つは、民間需要について、収益とか限界的な雇用の改善とかがある訳だが、民間需要そのものについては今月も上方修正するには至っていないということがある。それから二つ目には、後程申し上げるが、今月はやはり先程色々議論もあったが、先行きについて不透明感が強まっているという感じがあるので、先行きは先行きで足許と切り離すということもできなくはない訳だが、一応その先行きについて不透明感を表明する以上は、足許についても余り大幅には推し進められないということ考えた。

その先行きのところであるが、「今後の経済情勢についてみると」以下で、輸出について前月は、輸出は今後増えるけれども段々緩やかになっていくというふうには書いていたが、足許既に相当な勢いで輸出が増えていくので、やはりさすがに足許ほどではない、しかし、輸出は増えていく、というふうに語順を変えた方が今の状況では自然かと考えて、若干語順を変えた。ただし、「海外景気の緩やかな回復」という基本的な前提は変わっ

ていないので、輸出自体についての基本的な見方は変えてはいないということである。鋳工業生産についても、前月は「一時的にやや加速する局面を伴いつつ」という表現が入っていたが、既に5月が相当増えており、多分5月が加速のピークだろうと思われるので、今月はそれを踏まえて若干表現を変えているが、やはりその基本的な判断は「基調的には緩やかな増加傾向」ということで変えていない。

次の国内需要であるが、ここも基本的には変わっていない。公共投資の減少、それから民間需要も当面は弱いということで、この辺は変わっていない。「輸出や生産の増加が続いていけば、企業収益の回復が明確となり、その好影響が、国内民間需要へも次第に及んでいく」ということで、前月は国内民間需要の前に「設備投資をはじめとする」という言葉を付けていたが、今月はむしろ先行指標の動きに即して具体的に次の文で、「実際、設備投資の先行指標には、一部に下げ止まりの動きがみられる」と書いている。

「以上を総合すると、」であるが、「今後わが国の景気は、輸出や生産の増加が企業収益の回復を通じて、国内民間需要を下支えしていくことにより、下げ止まりが明確になっていくものと考えられる」ということで、足許若干進めているので、先行きも明確になっていくというふうに若干進めているが、二点留意点があり、一つは、「下げ止まりが明確になっていく」というところまでは言っているが、「持ち直し」とか「回復」というところまでは今月も言っていないということである。二つ目は、この語尾であるが、前月は「予想される」というような表現であったが、今月は「ものと考えられる」ということで、不確実性が若干増しているという雰囲気はこの段階で既に多少込めている。次の「ただし、」の文章であるが、「過剰雇用や過剰債務の調整圧力が根強いことなどを踏まえると、景気は暫くの間、自律的な回復力に乏しい展開となる可能性が高い」と書いている。前月は、ここは非製造業とか中小企業への拡がりが出て行き難いというふうな書き方をしていた訳だが、足許、短観で多少拡がっているということが確認されているということと、それからフェイズ的にはこれからむしろ生

産とか輸出も鈍化していくという方向なので、余りコントラストをつけずに、いわば全体として「自律的な回復力に乏しい」というふうに今月は書いている。次の「また、」のところのリスク要因の指摘が、ある意味では今月の一番のポイントかと思うが、「情報関連分野を中心とする輸出環境については、米国をはじめとする世界的な株安やドル安の動きにみられるように、このところ不透明感が幾分増している」という表現である。この表現でインプライしていることは、株安とかドル安自体が実体経済に悪影響を及ぼすということは勿論であるが、そうした不安定な金融市場の動きの背後にある情報関連需要の不透明感といったようなことも両方インプライしている。それから、「そうしたもとで、為替市場を含め内外の金融・資本市場で不安定な動きが増大するような場合」、足許、既に若干不安定であるので「増大するような場合、実体経済にその悪影響が及びやすいという点には注意が必要である」。ここも前月の「引き続き留意」から若干言葉を強めているつもりである。

最後の物価のブロックであるが、変更点は輸入物価であり、一行目の終わりのところであるが、「このところ弱含みに転じている」というふうに変えている。これは輸入物価は、前月比が2か月連続でマイナス、3か月前比でも小幅ながらマイナスに転化しているという事実を踏まえたものである。国内卸売物価については「ほぼ横這い」ということで変更はない。そのあとは、「一方、消費者物価は引き続き緩やかな下落傾向にあり、企業向けサービス価格も下落が続いている」と書いている。ここは実は前月までは、消費者物価と企業向けサービス価格を一緒に書いていたが、もう少し厳密に考えると、消費者物価は0.8を中心とするマイナスであり、企業向けサービスの方は1%を超えるマイナスということで、若干実は濃淡がある。これから物価については肌理細かくみていくフェーズになっていくのではないかとということも多少念頭に置いて、今月は少しここを分けて丁寧にした。

最後のパラグラフ、「物価を取り巻く環境をみると、」のところはほとんど変更はなく、変わっているのは、「輸入物価が下落に転じつつある」と、

前月の推測から事実に変えているというところだけであり、ほとんどあと
は変更はない。実体経済は以上である。

櫛田企画室企画第1課長

続いて金融部分である。前回以降の総論部分、これは一番最後の「以上
のように、」というところでいつも総括的な判断をしている訳であるが、
ここは変更していない。そこで本日は資料提出後の市況の変化を踏まえた
フォローアップと——これは後程纏めて報告するが——、前回会合以降
の変化を微調整しているパートについて何点か説明したいと思う。

最初に、中段の資金仲介活動のところである。この資金仲介活動のpara
グラフの「企業からみた金融機関の貸出態度」である。これは前は「厳
しさを増している」という表現であったが、今回は「引き続き厳しい」と
書いている。これは、6月短観の貸出態度判断DIを見ると、幾分改善な
いし横這いという結果が得られていること、また、中小公庫の6月のデー
タを見てもここは幾分改善ということであるので、ある意味で「引き続き
厳しい」という状態を表わす言葉に変えていること、これが一点である。

二点目は、その下の社債の発行残高およびCPの発行残高、これは事実
関係に即した記述の変化である。昨日説明したように、社債の発行残高は
6月は前年の裏という特殊要因があるとはいえ、 -0.1% になっている。
従ってこの表現は、「前年比伸び率が低下している」という事実関係の
表現に改めている。一方、CPの発行残高であるが、ここは、「前年を大
幅に上回っているものの」という記述できているが、ここ数か月の推移を
みると伸び率がやや大幅に上回っているというほどではなくなっている
ので、ここは「前年を上回って推移している」という表現に微調整してい
る。

三点目として、マネタリーベースである。マネタリーベースについては、
これまで大手行のシステム障害に伴う流動性需要を含めて、「引き続き前
年比3割程度の大幅な伸び」という表現を使っていたが、6月は 27.6% と、
7月のラップを見てもやはり20%台の半ばから後半という推移であるの

で、今回は「前年比2割台の大幅な伸び」という表現に変えている。

あと、変えていないところで一点、最後の総括判断のところは変更していないと申し上げたが、その中で企業の資金繰りについては、6月の短観だけから見ると、各企業規模で前回は僅かではあるが改善の動きがある。ただ、この企業の資金繰り判断については、ここでは「悪化傾向に歯止めが掛かりつつある」という表現を踏襲している一つの要因としては、やはり借入れ金利の水準等をみると、中小企業のところは上がっているという判断もある。また資金繰り自体、足許の景況感の好転、あるいはそういった実体経済の改善を受けた部分もあるので、企業の資金繰りの総括的な表現としては、「悪化傾向に歯止めが掛かりつつある」という表現で良いのではないかということを変えていない。

最後に、資料を提出したあとの事実関係の変更も含めて、この場で口頭で修正させて頂きたいと思う。最初に長期国債流通利回りのところである。資料では、「株価の下落をきっかけに小幅低下し、最近では1.3%近辺」というふうに表現しているが、このところ「1.2%台」で推移している。本日も1.27%と、前後での推移ということで、「1.2%台」というふうに変えさせて頂きたいと思う。通して読ませて頂くと、「長期国債流通利回りは、株価の下落をきっかけに小幅低下し、最近では1.2%台で推移している」と、このようにさせて頂きたいと思う。その下の株価である。株価については、資料では、「6月中、米国株価の動きにつれるかたちで下落したが、その後は幾分持ち直し、最近では10千円台後半でのみみ合い」という表現になっているが、ここは「半ばでのみみ合い」という表現に変えさせて頂きたいと思う。もう一度読ませて頂くと、「株価は、6月中、米国株価の動きにつれるかたちで下落したが、その後は幾分持ち直し、最近では10千円台半ばでのみみ合いとなっている」である。最後に為替相場のところであるが、「最近では117～119円程度で推移している」と、ここは2円の幅を持って書いている訳であるが、昨日、海外では5円台も付けている。本日は6円台での推移ということで、ここは「115～117円程度で推移している」というように変更させて頂きたいと思う。以上である。

速水議長

ご意見あるいは修正の希望があればどうぞ。

田谷委員

質問が二つある。一つは、総論の部分はなかなか短くならないが、致し方ないかなとも一方で思う。ただ、今後、先程の植田委員の話ではないが、上に行ったり下に行ったりする可能性があるとして、下に行く場合は新たに全部考え直すということじゃないかなと思うが、上に行った場合、例えば、月例経済報告のああいう表現みたいにする、この一つ先はそういうことを考えているのか、これが第一の質問である。二つ目は、輸出環境についての文章であるが、「情報関連分野を中心とする」ということはどうしても入れる必要があるのか。その理由をもう一回聞かせて欲しい。

門間調査統計局企画役

まず最初のご質問であるが、来月どういう表現にするかは、その時の経済情勢によって考えるべきことで、まだ具体的には考えていないが、上に行くか下に行くか、恐らく上に行くと思うので、その場合は、普通にいけば下げ止まりつつあるとか、下げ止まっているとか、そういうふうになると思うが、そこはちょっとまだ今の段階では分からない。それで、むしろ長いというご指摘だと思うが、どうしても過去5か月間連続して修正しており、その過程で修正している理由を書き込んでいくと、多少こういうフェーズでは長くなるということがこれまでもあった。例えば、99年の3月なども相当長い文章になっていたが、4月の段階で「下げ止まりの様相」というふうに行き換えているように、ある程度判断が安定してくればその段階でそれまでの議論を踏まえて一行位で短くするというのをこれまでやってきているので、そのような方法を取らせて頂きたいと思っている。その過程で多少長くなるのはご容赦頂きたいと思っている。

それから二番目であるが、情報関連をどうしても入れなければいけないかということだが、一つは昨日早川局長からも報告したけれども、足許、実際にマイクロヒアリング等で、情報関連、電子部品を中心に輸出環境について受注が少し減っているといった話が聞かれてきているというファクトがあるので、輸出環境が今後少し不安だという場合には、どうしてもその分野が中心になるだろうという判断がまずある。それから今日の議論でも色々あったが、株価の下落といっても米国経済なのか、あるいは世界共通のテレコムという要因なのか、その辺も実は微妙な部分があって、多かれ少なかれいわゆる情報関連、ハイテク分野のものが落ちているということもあるであろうということも踏まえて、敢えて情報関連という言葉を入れている。特に足許の輸出、生産はほぼこれによって増えているので、リスクを指摘する場合にも足許との対比でここを中心に書いているということである。

田谷委員

分かった。

中原委員

福間委員のご意見も伺ってみたいが、この総論の中の収益の改善という表現は、前にも申し上げたが、果たして改善が確認されているのか。確かに短観では上期の改善も見込んではいるが、これだけ生産が増えれば足許増えているはずだというのが、月次損益ベースでどれほど収益が改善したという確認を企業サイドが実感として持っているかとなると、私は非常に疑問である。どうということはないが、元々ちょっとやはりマイクロの感覚とずれているという発言が多い中で言うと、企業収益までリファーするのはややもうちょっと先でも良いのかなという感じを私は持っている。

福間委員

一つはリストラ効果がまずある。これはもう間違いなく出る。ただ、先

行きの収益パスについては私はクリック型になるのではないかと考えていて、V字型にはならないのではないかと思う。特に情報関連の経営者と話してみるとそういう人が多い。最近V字型はほとんど変わらない。つまり、マイナスがプラスになることは間違いないが、それが急激に回復する姿になるというような感覚が大分薄れてきている。というのは、予想よりは意外に立ち上がりが悪いという先程のような認識がある。だから全く間違いのないのはリストラ効果、これだけは確かである。あとはポジティブサプライズが出た業界は鉄鋼業界である。これはもう彼ら自身も驚いている。こんなに強気ではみていなかったというのが出ているが、目立った業界で言うとそんなものではないかなと思う。情報産業分野というのは元々言われたほどにはいかないのかなと思うが、だけでもプラスには入ってしまうというような感じではある。ただ、リストラが効いていないような企業はやや判断しかねる。

田谷委員

そうするとこの「収益」だけを落とした方が良いということか。

速水議長

「回復に転じつつあるとみられる」というのも消すのか。

中原委員

いえ、「収益と業況感も改善するなど」とあるが、収益の改善というのはまだ確認されていないのだろうと思う。短観ではあくまで計画段階の数字なので、四半期決算の発表というのがアメリカ並みにどんどん行なわれるような事態であれば、これで4~6月の決算で確認するという部分はあると思うが、どうもその辺が確認されていない。確かに、リストラ効果が出てきているから、恐らくコストは相当下がってきているだろうとは思う。リストラの真っ最中のところもあるだろう。

門間調査統計局企画役

ご判断はお任せするが、書かせて頂いた気持ちを申し上げますと、まず短観については、各論のところ、「企業収益は回復に転じつつあるとみられ」ということで、やはりここは一応まだ推測ではある。ただし、法人季報で見ても、1～3月から実は多少改善が始まっているということと、それに加えて4～6月になってこれだけ生産が増えれば、さすがにかなりの確率で収益が回復していると考えても良いのではないかという判断がある。そのうえで、総論のところ「収益」も入れるかどうかということについてであるが、やはり全体にほぼ下げ止まりという時に、民間需要について実は今回何も上方修正していない訳で、その中で、しかし、その民間需要を動かす力みたいなものは潜在的には少し強まってきているというようなことを言うために、業況感だけで良いか収益を入れた方が良いかという判断が最後はあるのではないかと思う。

中原委員

中小企業はどうなのか。確かに業況感は上がっているが、大企業との格差は3月時点よりはかなり広がってきている訳である。良くなったというのは、悪くなったが減ったということなので、企業の収益環境という意味では、この前NHKで夜に長時間に亘って大阪の鉄鋼会社の方が出ていたが、企業収益が改善したというのは、どこの世界のことかというようなことを考える人はかなりいるのだろうと思う。

福間委員

内需関連の企業はそうである。輸出関連のところは中小企業でも良いということであるが、内需はもう皆さん悪い。

植田委員

製造業のユニット・レーバー・コストは凄く下がってきている。それとアウトプットの価格である卸売物価との比較等から見ると、第2四半期は

かなり上にいっていると私はみている。ただ、非製造業ははっきりしないと思う。

山口副総裁

企業の決算によって確認するということまでは勿論まだいっていないが、業況判断があれだけ改善しているということは、収益の改善という裏付けなしには非常に考え難いと思う。非製造業においても予想は人々によって違うが、予想より業況判断の改善というのが拮がりを持ってこの間の短観では出てきたということはあるから、業況感も改善するというのに加えて収益というのをメンションしても私は良いのではないかと思う。ただ、それにどれ位の持続性があるのかということについては、誰しも非常に不安を持つところで、そういう意味で実感はどうかと言われると、それは自信がないが、不安を別にして短観およびマクロ的に推論されるところを踏まえて書くというのは、私は余り違和感はない。

福間委員

要するに予想が高すぎるので、4~6月の実数をどの位拮んだうえで出ているかということである。四半期決算をやっている会社も大分出てきている。中にはやはり4~6月も期初予想より悪いところはある。例えば、ソニーなどもそうである。一方、今日は日立が業績発表していたが、日立は営業利益段階ではマイナスがプラスになっている。4~6月の数字というのは今月にかけて大分出るが、大体話しを聞くとリストラ効果を一番に挙げる。それと実態的にどうなんだと聞くと、企業は、大体ははっきりとは言わない。良くなったと、非常にはっきり言うのは鉄鋼業界である。

中原委員

今は余り良くなった、良くなったと言う雰囲気ではないものだから、良くなったところも黙っているという感じは多少あるが。

山口副総裁

ただ、そのリストラ効果というのも普通は多少は量的な回復があって、かなり如実に出てくるといった場合が多いのではないかと。

福間委員

先程述べた会計疑惑ではないが、会計技術上の問題として、先行的にリストラ費用を計上してしまう。だから皆リストラ効果が出てくる。例えば割増し退職金をつけるようなところは見込みで上げてしまう。そういう企業は既に増益になっている。

田谷委員

しかし、これも改善と言っているが、プラスになったとは言っていない訳である。結局、短観でもそうだったと思うが、昨年度の下期は相当、それこそこれ位マイナスだと思っていたのがこれ位だったということで、それとの絡みで言うと、上期の下方修正というのはあった訳だが、どっちが大きかったかというところ、下期の上方修正の方が大きくて、ちょうどそこいらが起きているので、プラスかと言われるとどうか分からないが、改善したかと言われるれば改善したのではないかと。

中原委員

それで結構である。

速水議長

企業収益のところは、「回復に転じつつある」、ここもこれで良いかと。

田谷委員

これはこれでいいのではないかと。

速水議長

ほかにあるか。それでは宜しいですね。宜しければこれで決裁を採って下さい。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

決裁終わりました。

速水議長

それでは全員一致で可決された。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。本件の対外公表については、明日17日水曜日の午後2時に行なう。

V. 議事要旨（6/11～12日開催分）の承認

速水議長

次に議事要旨の承認に移りたいと思う。前々回6月11日から12日の会合の議事要旨をご承認頂きたいと思う。お手許の議事要旨にご異議はございませんでしょうか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としてこれを承認することとする。この議事要旨は7月19日金曜日の午後2時に公表する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

決裁終わりました。

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8月8日木曜日、9日金曜日に予定している。ご如才もなきことながら、決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含めて厳に出席者限りとし、議事要旨および議事録という一定のルールに沿って開示する取り扱いとなっている。決定会合への信認を確保するという観点からも、皆様におかれては引き続き厳正な機密管理に努めて頂くようお願いする。本日はどうもありがとうございました。

(午後12時16分閉会)

以上