

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2003年5月19日

5月20日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

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

政府からの出席者：

財務省	津田廣喜	大臣官房総括審議官（19日 14:00～15:42）
	谷口隆義	財務副大臣（20日 9:00～12:57）
内閣府	小林勇造	内閣府審議官 （19日 14:00～15:42、20日 9:00～12:57）

（執行部からの報告者）

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

（事務局）

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

I. 開会

福井議長

それでは政策決定会合を開催する。

(午後 2 時開会)

今日は執行部からの説明を伺って色々と情勢を確かめたいと思う。政府の方から財務省津田総括審議官、内閣府小林審議官にお越し頂いている。宜しく願います。会合の中でのご発言は全て記録することになっている。委員及びご出席の皆様方にはそのことを踏まえてご発言をお願いしたいと思う。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

早速金融経済情勢についての執行部説明に移りたいと思う。各説明ごとに質疑応答の時間を設けたいと思っている。金融調節、それから金融・為替市場の動向について、白川理事、山本金融市場局長願います。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告 (資料-1、2)

山本金融市場局長

それではいつものように本日お手許に配った方の資料 1、2 (追加) に沿ってご報告したいと思う。まず 図表 1-1、金融調節の運営実績である。いつものように左側に日銀当座預金残高 (実績値) が掲げている。前回決定会合で定められた金融調節運営方針に沿って調節、当座預金の方は 25~27 兆円程度となるよう運営してきた。先週末、5 月 16 日金曜日の当座預金実績は一番下の段にあるように、26 兆 8,100 億円ということである。本日はりそなグループへの公的資本注入の決定というのをきっかけに金融市場が動揺することないよう、マーケットの安定確保に万全を期するという観点から、即日の資金供給オペ 1 兆円を実施している。即日の供給オ

ペは3月20日の対イラク武力行使開始時以来ということになる。本日の当預残高は27兆3千億円に達する見込みである。朝の短期の金融市場だが、朝方は、出し手、取り手ともやや慎重な感じがあって、レートが上がっていくという地合いではなかったがやや出合いのつきにくい情勢だった。ただ、私共の即日の資金供給1兆円というのもあり、その後大手行間でコール取引が成立するといったこともあって、レートの方は午後はもう0.001%、若干の出し残り気味ということで落ち着きを取り戻している。レポ市場の方もレートはほぼ先週末対比横這いというのが現状である。図表1-2下段に日銀当座預金の業態別の保有実績がある。一番右端に新たな積み期である5月16日、先週末の残高が掲げてある。上から6行目に郵政公社の当座預金保有残があるが、左の方から目で追うと3月の積み期平均が6兆7千億、4月5兆2千億、5月16日現在で4兆4千億円ということで、予定通り徐々に減少している。今週には4兆円を割り込んでくるという見込みである。ただ、当初から申し上げているように7月の末近くになると、再び預託金が戻ってくるということで、当預が大きく膨れ上がる可能性は引き続きある。一方郵政公社の当預残高の減少とは対照的に増加しているのがその一段上の外銀である。3月3兆2千億円、4月4兆3千億円、5月16日5兆4千億円ということで外国銀行の当座預金保有が増加している。このところ、円転コストのマイナス幅が大きく拡大しているということがあって、その裏側として外銀の円資金保有も拡大してきているということである。なお、りそなの問題を受けて都長銀の数字だが、元々都長銀5月16日時点で11兆3千億円とかなりの金額の当預を既に保有しているということである。一部行で若干当預積み増しを検討しようかという話もあるようだが、基本的には現在の水準で当預を十分持っているので、特に積み増しを検討しないとしている先も結構ある。以上が当預の実績である。図表1-3、最近のオペの実績である。上の方から見ると、全体として見ると資金供給オペの本数が全体として減少しているという状況にはあまり変わりがない。少し下旬になってくると資金不足になっていく関係でオペの本数が増えてくると思うが、上中旬は比較的オペの本

数が少ない時期である。下段の欄外にあるよう、日銀のバランスシート上の数字を見て分かるように、短期オペの残高というのがカッコ内に前年比があるが、前年に比べて減っている。背景としては二つあって、一つは政府余資が、これは政府の方で余資圧縮の努力をして頂いているのを反映して左側の短期オペが減少している分。もう一つは銀行券の伸び率が鈍化している一方で国債の買いオペをコンスタントに続けているのでそのギャップということで、この両面から短期オペの残高が減少している。それから最近は為替介入の分があるので資金需給が余剰方向になっているということで供給オペの本数は全体として減少気味である。ただ、ある程度供給オペもマーケットが安心するという観点から入れていこうと思っていて、供給と吸収と両建てになっている部分もある。そのために、資金吸収オペの方は、連日打っているという状態が引き続いていて、吸収オペの方、手形売直近残高というところでご覧頂けるように、引き続き6兆円台の吸収オペの残高を残している。なお本日の資金供給オペの結果だが、書き入れるとすると上から3行目の手形買入（本店）のところは本日オファー、本日決済という即日で入れた。期間は1か月である。オファー額1兆円、応札倍率はやや低めで2.5倍である。落札レート、平均落札レートが0.006、決定レートが0.005ということである。大手行及び系統からの入札があり、レート自体としてはほぼ前週対比横這い位のイメージではないかと考えている。以上が短期の金融市場及び調節の方である。図表2-2以下金融・為替資本市場の動きだが、図表2-3、地政学的リスクと国内金融・資本市場という表がある。左側に湾岸戦争時、右側に今回のイラク戦前後のマーケットの動きということと比較したものである。大雑把に前回との顕著な差を示しているところをピックアップすると、一番顕著なものがこの表上は、真ん中の段の債券市場の動きであって、右側にあるように長期金利が一貫して低下を続けているというのが非常に目立っている。もう一つは図表2-6、上段に為替相場がある。湾岸戦争開始、それから終結後はドル安が反転して左側にあるように10年前はドルは急反発していった訳だが、今回はその右側の表にあるように為替相場は引き続きドル

の下落が鮮明になっている。金相場もこのドルの下落に併せてむしろ最近では反発しているの、為替相場の動きの違いが顕著ということである。図表 2-7、その為替相場の動向である。上段の方から一番上にある細い線がユーロ対円、上段の太い線がドル対円、中段の太い線がユーロ対ドルという相場の動きである。ドルの対ユーロ相場、急ピッチで年初来ずっと一貫してほぼユーロが強くなってきているという形で、昨週末は 1.15 という水準まで来た。この間円相場の方はややサイドライン気味という動きが続いていたが、最近は少しこのドルの下落ピッチが速いために円も対ドルで少し強くなってきているというところである。特に足許については本日の方は少しアメリカの当局者の発言などもあってユーロ対ドルが 1.17 の水準まで来ている。円相場の方も 115 円台ローということである。イラク戦の終結、あるいはアメリカの株価の堅調といったことがあるにもかかわらず、ドルの方は下落が進展しているということで、マーケットではアメリカの双子の赤字の懸念とか、あるいは引き続き国際的な機関投資家による資金フローがアメリカからヨーロッパに向っているということが指摘されている。マーケットの方はアメリカの当局者の発言、及びヨーロッパの金融政策に注目が集まっている。一番下の表に名目の実効為替相場がある。太い実線が円相場の名目実効為替相場ということで、円の方は対ドルで強く、対ユーロで、あるいは対欧州通貨で弱くなってきた関係で、全体としては年初来、レンジ内での動きの中で少し足許円高方向へ強含んでいるという動きである。やはり顕著であるのは、ドルの動きで、その細い実線の方がドルのブロード指数、ラ米、アジア通貨などを含めた 26 通貨を対象としたブロードな指標で見たドルの動きだが、足許やはりドルの軟化のピッチが非常に早いということで、この 2 か月間程で全体としては 5%位ドルが軟化しているという動きになっている。次に図表 2-9、株式相場の動きである。前回決定会合直前には代行返上の動き、それから一部電機メーカーによる業績修正の動きということがあって、7,600 円台ローまで下押しした後、株価は 8 千円台に戻ってきた。特に中段にあるアメリカの株価が全体として非常に堅調な動きを続けているということが日本の株

式相場の反発、持ち直しにも好影響を与えてきたということである。ただ、本日の株価は、一つはりそなの問題、それから朝方から円相場が強いということもあって、再び8千円前後、朝方一時8千円を割れていたが、ほぼ8千円の辺り、挟んだ動きとなっている。りそなの問題については、これから他の似たようなことが他の銀行でもあるのではないかといった思惑がマイナス材料という見方と、これから経済の改革がさらに進捗するのではないかといったプラスという見方もあって、いずれの見方も特段強くは影響しない形でむしろ為替相場の円高といったことが若干悪材料として今日の株価に反映されてきているのではないかと見られている。なお、図表2-11、銀行株価の動きがある。銀行株価の方、みずほが4月の後半に一時期5万円台まで、5万8千円までいった後、行き過ぎ感が出て反発に転じていたが、本日は若干りそなの公的資金注入決定というのを受けて、少し下押しする展開である。直近時の数字を申し上げると、三菱東京、本日の午後1時30分の時点だが、そこに445千円と書いてあるのが、436千円、-9である。それからUFJが103、-5、三井住友が194、-9、それからみずほが69、-5といったところで小幅の低下、下落という動きになっている。図表2-12、長期金利である。新年度入り後長期債の方は長期ゾーン、及び超長期ゾーンの金利低下が進んだ後、5月入り後は再び中期債も買われるという展開になってやや循環物色の様相を呈して、全体にさらに一段と金利が低下したという動きである。先週末はそこにあるように、上の段、一番上から20年債が0.880%、10年債が0.575%、5年債が0.170%ということで、ほぼ史上最低水準のゾーンで推移しているということである。マーケットの参加者の多くが行き過ぎ感を若干持ち始めつつ他に運用手段がないという観点から国債投資を続けているといったような表現をとっている。本日はりそなの問題をきっかけに新たな財政支出が出てくるのではないかという思惑がマーケットの参加者の中に出て、少し金利は反発している。10年債で0.59%、20年債で0.91%と、5年債で0.18%といったところへ少し戻している。あまり大きな動きではないが少しそうした影響が出ているということである。図表2-14に社債の動きがある。信用ス

プレッドの動向があるが、上の方から社債、真ん中の段に銀行債があるが、こちらの方は急速に縮小している。これまでのところは銀行の年初来の一連の増資、あるいは特別検査が大きな波乱なく終わったということで企業の破綻の可能性は遠のいたのではないかとといったマーケットの見方、さらに国債の利回りが大きく低下していたので他に運用手段を求める機関投資家などは社債の投資を活発化してきたということで、信用スプレッドの方は急速に縮小している。りそなの件をきっかけにどういう影響が出てくるかということだが、朝方のところはまだ全くなく、ほぼ前週末比横這いというのが現在の水準である。最後に図表 2-15 資産担保証券の動きが、残高の数字が一番上の段にある。例年 3 月、9 月というところで大きく残高が伸びて、4 月、一番上の段の右側だが、4 月の数字は現に発行されているものとしては、ABC P が 6 兆 7 千億円、ABS のこれは公募だけだが、1 兆 5 千億円ということで、3 月末に大きく増えた後、ほぼ横這いのような動きになっているということである。私からの報告は以上である。

福井議長

ご質問等あればどうぞ。宜しいか。それでは次に移る。りそな銀行に関する措置を受けた金融機関の動向ということで、考査局から説明してもらおう。

2. りそな銀行に関する措置を受けた金融機関の動向に関する報告 (資料-7)

稲葉考査局長

それでは考査局の方からご報告する。資料 7 に沿ってご説明する。りそなの状況だが冒頭書いてあるように、政策委員会において 38 条の貸付けを行うことを決定したので、17 日、その決定を受けて所要の手続きに入った。昨日午後りそな銀行との間で特融に関する特約書を取り交わした。またそれに基づいて、特融が出た場合の監視、及び業務状況の情報収集のため、同行に対して本行職員を派遣することができるようになったので、

本日考査局において派遣者を決定し、活動に当らしている。考査局から派遣したものは課長級1名、調査役級1名の2名である。こういうことで一応特融を実施するという体制は整ったということである。りそなグループの状況だが、土日の17、18日においては、りそな銀行、あるいはりそなという名前がついている埼玉りそなのATMの預金現金払い出しが通常の週末に比べて2倍弱に上った。特に土曜日は新聞報道が先行したので、2倍を超える引き出しがあった。通常はATM1件当たり5万円とか10万円という引き出し額だが、土曜日は平均すると20万円という感じであった。ただこれも夕刻の対策発表が功を奏して日曜日の段階になると、通常に比べて5割増というところまで落ち着いてきている。極く一部に100万円単位の現金払い出しが見られた程度で、総じて言えば平静ではないかというふうに評価できると思う。本日の動きだが、店頭において顧客が並ぶといったことは一切ない。店頭及びATMでの引き出しはさすがに朝方通常よりは多め、先方の担当者の感触だと2割位、あるいは3割位多めの出方をしているというような感じだが、全体として見れば落ち着いているという報告である。市場性資金の方は通常どおり調達ができているということで、他行のビッドアップといったような動きはない。大口預金の方は極く一部に引き出しが散見されるといった程度であり、これも平静である。円貨だけでなく外貨の方も同様である。これに対して現金対応の方は、りそな側では金曜日及び本日と本行から現金の引き出しをされていて手許に積み上げている状況で、十分潤沢に保有している。別途、傘下の近畿大阪銀行及び奈良銀行も特段ご報告するようなこともなく、落ち着いている。従って本日の貸付けについては、担保付の貸出も無担保の貸付けもまず必要がないと思われる。他の金融機関の状況だが、大手行で、特に預金流出は起きていない。平静である。地域金融機関の方も全国の日銀支店で感触を聴取しているが、特に預金流出が起きているというような報告はない。りそなで若干資金が抜けているという動きが朝方あるという程度である。いずれにしても全体として落ち着いていると思われる。参考までに株価の状況を付けているが、これは先程市場局長の方から報告があった。全体が

軟調になる中で、やはり主要行の株価が下落している。りそなは前引けでは49円だが、午後の寄り付きでは50円と、幾分戻っている。他の地域金融機関も繰延税金資産が多いと目されている先を中心に幾分軟調な株価形成になっている。以上である。

福井議長

如何か。宜しいか。それでは海外経済情勢の説明をお願いします。

3. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

それでは本日お配りした追加分の図表編をご覧ください。図表1、イラクのフセイン政権が崩壊して以降のアメリカ経済に関する経済指標がここに出ているが、個人消費関連などの一部に明るい指標がない訳ではないが、生産、雇用を巡る循環的モメンタムは一段と弱まっている様子が窺われる。まず5行目だが、これは名目の小売売上高だが、4月は-0.1%となった。これにはガソリンのマイナスが0.4%の寄与で効いている。その下の自動車販売6行目であるが、4月はインセンティブの再強化もあってまずまずの販売台数となった。それから9行目資本財受注も3月はコンピュータを中心に増加した。一方で供給サイドだが、12行目ISM製造業は4月45.4%と50をかなり下回っているし、13行目鉱工業生産も3月、4月とともに0.5%の減少となっている。また、16行目の雇用者数のうち民間部門というのを見ると、8万人マイナスと引き続きかなりの減少となっている。これらのイラク戦後の景気指標については後でグラフで確認して頂くとして、今は17行目、4月のPPIは-1.9%と、戦後では記録的な低下となった。中身を見ると、ガソリンなどのエネルギーが大幅に低下したほか、自動車、たばこもかなり低下している。その下のCPIだが、これもエネルギー価格の振れを主因に3月に0.3%上昇した後、4月は0.3%落ちるという展開だが、コアは2か月連続で横這いとなっている。前年比で見ると、CPIは昨年中ほぼ2%台で推移した訳だが、今年に入って伸びを縮

めて、4月にはついに1.5%と、これは1966年以來の低いインフレ率となった。アメリカの物価に関して財の価格については、予て申し上げているように、下落していることには驚きはないが、先月、今月とコアインフレ全体が下方に振れているということにFRBも市場も神経質になっている。さて、景気の流れという観点に関して図表の2である。生産・雇用の動きをグラフで確認するが、以前もご報告しているように、循環的な拡大モメンタムの弱まりというのがここへきて一段とはっきりしている。一番上のパネルが生産だが、昨年の後半から伸び悩み、最近では頭を垂れている様子が見える。ただし、中段にあるように、在庫は依然低水準であり直ちに在庫調整が製造業全体として始まるといった兆候はない。一番下のグラフでは雇用の削減というものが一段と深まっている様子が見て取れるところである。しかしこれが個人消費にどれだけマイナスになっているかという、次の図表3である。図表3で見る限り、4月も当初のところは例のCNN効果で低い水準であった訳だが、最近になってかなり持ち直してきている。昨年後半位のこのへこんでいる水準と比べると、かなりの水準にはなってきていることが分かる。金利低下による借入れ負担の減少という消費刺激効果が依然続いている可能性が強いと思う。景気の先行きに関してエコノミストの経済成長の予想を下のパネルで示している。イラク情勢が始まる前から見ると、これは四半期の変化だが、実績が明らかとなっている第1四半期と期近の第2四半期についてはかなりの下方修正になっている。例えば第2四半期だと1月の3.2%から5月にかけて2.1%といったところで落ちている訳だが、年後半の成長率については然程下振れしていない。年後半のアメリカの景気については私共が考えている標準ケースに比べて依然楽観的なシナリオとなっている。次に図表4、金融市場だが、一番上の株価は前回会合前のトレンド上でジリ高を続けた。一方長期金利だが、5月6日に開かれたFOMC以降大幅に低下している。先週末には10年物の国債利回りで3.419%と、1958年以來の低水準にまで低下している。このFOMCでは政策金利自体は据え置かれた訳だが、その際に出されたステートメントの中で先行きの物価に関してインフレ率の大幅な

低下というものへの懸念が明示されたことから、市場では期近の利下げもさることながら先々の利上げが遠のいたという予想が広まったようである。この点に関して一番下で3か月物のユーロドル先物金利を見ると、6月限はほとんど動きがないが、12月以降についてグラフの傾斜が大きく寝ているという様子がここで見て取れると思う。なお、FRBの金融政策について二点付け加えたいと思う。まず、前々回のFOMC——3月開戦直前のFOMCだが——で、金利は据え置きとなったが、実はその前日に開催されたボードの理事会では、サンフランシスコとセントルイスの両連銀から0.5%ポイントの公定歩合引き下げ申請が出されていたことが先週末になって明らかになっている。第二点は、金融政策のいわゆるアンコンベンショナル・ポリシー・オプションズの中で金利にキャップをつけた上での長期債の買い切りオペについて。これはグリーンSPAN議長をはじめ、複数のFRB関係者が言及している訳だが、そういうこともあって、これを巡る思惑が市場で出始めていることも長期金利の低下に影響しているものと思われる。いずれの点に関してもこの水曜日にグリーンSPAN議長が議会証言されるということなので、そこで何らかの情報が出てくるのだと思う。次に図表5だが、ユーロエリア、1行目の実質GDPは第1四半期が横這いとなった。このうちドイツは年率で-0.9%で2期連続の減少となった。アメリカの景気に関する暫定的な定義をこれに当てはめると、ドイツは景気後退局面入りということになる。他にオランダも2四半期連続の減少となっている。その他の経済指標を見ても、例えば直近の4月に関するものがある4行目、消費者コンフィデンスであるとか、10行目の製造業PMI、いずれも不冴えな状況を示している。図表6でヨーロッパの株価だが、かなり持ち直している。それから長期金利に関しても4月から低下気味であった訳だが5月7日以降低下テンポを速めて、翌5月8日に開かれたECB定例理事会で、この時は政策金利が据え置かれた訳だが、金融政策ストラテジーに関して、物価の定義である2%を下回るインフレ率のうち2%に近いところを目指すという発表がなされた。市場ではECBがデフレリスクに配慮したというふうを受け止めている。こうしたこと

から金利低下予想が強まって、一番下のユーロ先物金利にあるように、次回6月5日理事会での利下げがかなりの程度織り込まれているのが分かる。アメリカの市況、欧州の市況、さらには載せていないがエマージング債にも資金が流入しているという事実を合わせると、結局地政学的なリスクが薄まるにつれて、それまで一時的に資金の待避場所となっていたドルの短期の流動性資産からドルの株、ドルの債券、それから他通貨の株・債券に資金が移動していると考えられる。最後にアジアだが、図表7-1で下のところで輸出を見ると、4月までについては中国、韓国とも高い伸びを続けている。それから台湾も元々米国向け中心に減速というこれまでのトレンドの延長線上での動きを続けていて、取り立ててSARSの影響は見られない。しかし、ミクロ情報からは感染地域の個人消費に大きなマイナス影響を及ぼしているとか、生産、直接投資に関しても一部には影響が見られ始めているところである。以上、全体的には、アメリカ、ヨーロッパ、アジア、実体経済指標には今月弱めの材料の方が幾らか多いと思うが、他方、原油価格は低下しているし、長期金利は下がって株価も上がるといった先行きへのプラス材料もある。アメリカにとってはドル安という景気支持要因もある訳である。ただし、これらの金融市況の影響については、従来の波及経路が今後も作用するという前提でもその影響が出るのは1年位のラグがあるので、ここ数か月のうちに実体経済指標からそのプラスの影響が確認できるということはないと思う。私からは以上である。

福井議長

ありがとうございました。いかがか。

仮にSARSの影響がミクロ的に今現に沢山出ているとして、それが統計的に現われるまでには随分時間がかかるのか。

堀井国際局長

場所にもよるが、輸出はアネクドータルな情報がかなり早い。

福井議長

仮に深刻であるとした場合はどうか。

堀井国際局長

とすると、5月の輸出・生産位から出てくる。

福井議長

5月位からか。

堀井国際局長

だからあと1か月以内には数字としても把握できると思う。

須田委員

SARSの影響を市場で織り込んでいる部分についてだが、年前半位で終わるといふふうに考えているのか。

堀井国際局長

一応各機関が、各機関というのは世銀、アジア開発銀行、インベスメント・バンクの調査部辺りがやっているのは、3か月で大体峠を越えるという前提のもとでアジアのGDPが、期間にもよるが、最低0.2%、一番大きなのは0.5%のマイナス影響という試算を出している。病気自体は分からないからしょうがなく、その前提でやるという程度の話である。

岩田副総裁

その数字だが、香港の数字はまだ4月が出ていないのか。香港がかなり悪影響が大きいのではないかとされていて、それからシンガポールは若干4月輸出が落ちているようにも思うのだが、これは特にSARSではないということか。弱い基調が続いているということか。

堀井国際局長

香港はまだデータが出ていない。それからシンガポールは基本的には対米向けの比率が高いものだから、IT絡みのものが落ちている。それから年の前半に例のバイオメディカルで一時的に嵩上げされた反動減がここに出ているのがこの数字の裏だと理解している。

福井議長

ありがとうございました。では国内経済情勢について説明をお願いします。

4. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

本日はいつもの資料4（参考計表）に加えて、先程配布した（追加図表）がある。取り敢えずまず、追加図表で1～3月のGDP統計が金曜日に出ているので、これについて説明し、その後各論に移りたいと思う。図表1、実質GDPの推移である。1～3月のGDPの成長率については皆さん既にご存知のとおり前期比で0%成長ということである。ただし、この1～3月の数字を前年比で見ると2.7%の成長ということで、例えばこれはアメリカが2.1%であるので、主要国の中ではかなり高い数字になっている。そういう意味ではあくまで過去1年間の経済について実質で見るということであれば、まあまあの数字であるということが言えると思う。ただし、このとおり風速を見ると、去年の第2四半期が一番高くて、その後段々下がってきて今年の第1四半期はゼロということである。勿論、去年の前半は上のグラフで見ると分かるとおおり、外需と在庫で結構稼いだ。それに対して足許は外需在庫がマイナスになっている。あるいは、絵には出ていないが公的資本形成、公共投資は大体毎四半期0.2%のマイナス寄与ということである。従って、民需のコアの部分だけを見るのであれば、そこまで極端に減速しているということではないが、輸出まで含めた意味で経済活動が横這い圏内になってきてしまっているということはこの統計が表わしているとおおりだということだと思う。図表2、GDPデフレータだが、

今回説明しなければならないのが、デフレータの動きである。GDPデフレータは前年比で計算して去年の第4四半期の-2.3%から第1四半期-3.5%とかなり大きくマイナスが拡大してしまった。そのマイナス幅の拡大についても去年1年間は上のグラフで見ると分かるように、外需デフレータがプラスからマイナスに変化したことが一番大きく影響していた訳である。外需デフレータというのは、一言で言ってしまうと原油価格上昇の影響を考えれば結構である。GDPのデフレータは輸入のデフレータをマイナスで勘定するものだから、原油価格が上がって輸入デフレータが上がると、GDPデフレータに対しては押し下げに働くということである。先だって内需デフレータを見た方が良いと述べた矢先にこういうことになってしまって恐縮だが、このとおり実は今回の第1四半期のデフレ率の拡大は、内需デフレータによるものであった。ただし、今回は若干と言おうか、かなり計数のいたずらが起こっている。大きく言って二つのファクターが今回効いていて、一つは設備投資デフレータの下落幅の拡大である。テクニカルになり恐縮だが、設備投資デフレータがこのところマイナス幅が大きくなっているのは、一つは私共がWPIからCGPIに変更したことの影響がここに起こっているというのは前に説明したとおりかと思う。またさらに詳しいことを言うと、このように設備投資デフレータは2001年は、何となくマイナス幅がずっと縮んでいるように見え、それから2002年はマイナス幅が拡大しているように見える。これはデフレータ自身の動きもあるのだが、ここでかなり効いているのは、いわゆるパーシェ効果と言われるものである。具体的に言うと、詳しいことを言うと難しいのだが、極く簡単に言ってしまうと、今、デフレータのレベルが個人消費だとざっと95である。それに対して設備投資は80近い低い水準である。そうすると、設備投資が持ち直して設備投資のウェイトが上がると、パーシェのデフレータは現時点での数量ウェイトの加重平均みたいになっているので、95が沢山あれば水準が高いのだが、80が多くなると下がってしまうということが起こって、設備投資が減退していく2001年はこのデフレータのマイナス幅が縮んでいく一方で、設備投資が少し持ち直

しはじめた 2002 年のところでは少しマイナスが拡大するということが起こっている。それを言ったうえで、この第 1 四半期は何が起こったかという、設備投資は相変わらず持ち直しが続いている訳だが、それに加えてその設備投資の中でもコンピューターはデフレータのレベルが非常に低い。そのコンピューター投資がたまたまこの第 1 四半期はかなりウエイトが高まったということのようであり、その結果として何かやや段差をつけて大きくマイナスが拡大しているということが起こっている。これが一点目である。それから二点目はもっとこれは極端な話だが、グラフを見ると斜めに描いている政府最終消費支出のマイナスが急拡大している。これは一言で言ってしまうと、公務員の期末手当の圧縮に伴うものである。政府消費というのは、かなりのウエイトが普通に言うところの人件費に対応する。期末手当を圧縮したので名目の政府消費が減る。しかしながら、当然公務員は従来と同じサービスを行っている訳であるから、実質は減らない。そうするとその皺の部分はデフレータが下がったというふうに認識するということであり、これがここに起こっているということである。従って、今回デフレータのマイナスが拡大したことに関して述べるとやはり一時的な要因がかなり効いていて、例えば次の四半期は第一に原油価格がかなり下がるので、恐らく外需デフレータのマイナスは縮小するであろう。それから設備投資デフレータはこれはトレンドとして少しずつマイナスが拡大する動き自体は変わらないと思うのだが、第 1 四半期はたまたまコンピューター投資が集中したことに伴うマイナス幅は少し縮小するであろう。そして最後に政府消費のこの突然のものはまた消えるということになるので、多分マイナス幅は次回はかなり縮小するというふうに言うことはできると思うが、恐らく 2%弱位の数字はまだ残っている、そういう意味では GDP で見たところのデフレはそれ位の形になっているということだろうと思っている。

少し技術的な説明が長くなってしまったが、ここで資料 4 に戻って、計数については実は、前回相当消化してある。従って本日は若干の計数についてヒアリング情報と合わせたところの判断について説明していきたい

と思う。資料 4 (参考計表) の図表 6、実質輸出の内訳である。実質輸出については計数は既に前回報告済みであり、去年の第 4 四半期 4.5% 増えた後、第 1 四半期は 0.8% の微減であったということである。前回も述べたように均して見ればまだ緩やかな増加が続いているということも可能かと思うが、これから述べるようなヒアリング情報を合わせて考えると、輸出は横這い圏内になっていると評価した方が良く、現時点では思っている。中身については皆さん記憶されているとおり、地域別にはアメリカが大きく減って、中国を中心とするアジアが大きく伸びたということで、それぞれについてやや特殊要因があるので、微増ではないかと前回述べた次第である。図表 7、米国向け輸出の動向だが、関数がどこまであてになるかということはあるが、米国の各種のデータから見て第 1 四半期は米国向けの輸出が 10% も減るようなことは起こっていないので、多分特殊要因があったのだろう。前から述べているように車の在庫の問題であるとか、通関の検査の問題とかそういったものがあるので、少しこれは行き過ぎである。従って、第 2 四半期はこの辺は少し戻る可能性があるだろうと言った訳だが、問題はアジア向けについて、元々中国については第 1 四半期、WTO の関税引き下げの影響が第 1 四半期に集中的に現れているので、多分でき過ぎだろうということを示し上げた。加えて SARS の影響についてははっきり言って計数はないのだが、若干のヒアリング情報を本文の 5 ページに纏めてある。口頭で申し上げれば済むと思うが、下の方の横棒を一言で述べるとこういうことかと思う。第一に、既存のオペレーション、例えば皆が一番心配していた中国における SCM の混乱みたいなことは起こっていない。従って既存のオペレーションとしての生産、輸出に目立った影響が現時点で起こっている訳ではないということには変わらない。しかしながら、二番目にやはり人の動きが大きく制約されているものだから、なかなか新規の商談が進みにくいということに加えて、既に新聞等で幾つか報道され始めた新工場の立ち上げみたいなものがなかなか進まないということがやはり起こっている。従って、既存のオペレーションの崩壊みたいなことは起こっていないが、他の条件にして等しければ本来、増

えていくはずであった輸出とか生産のようなものが増加しないというよう
なことは既に起こりつつあるということだろうと思っている。三番目に、
これが一番難しいのだが、個人消費を中心とした現地需要の下振れについ
て企業は懸念を強めているが、これはデータとして確認するのは非常に難
しい状況にある。先程、国際局からも報告があったように、我々も各種デー
タを見ているのだが、今のところどこの国でも4月の統計位しか出ていな
くて、生産・輸出、あるいは消費について現時点でこれがSARSの影響
だろうというのがまだ確認されていないということである。いずれにしま
しても、個人消費の現地需要の影響まで含めて何がしか4~6月のアジアの成
長、あるいは日本からの輸出にも影響するという可能性があると思うので、
そういったことも踏まえて考えると4~6月の輸出については一応、横這
い圏内になっていると見た方が良いのではないかということである。それ
から図表11、実質実効為替レートだが、先程市場局からも報告があった
が、為替レートについてはこのとおりであり、実質レートあるいは、実質
実効レートで見る限り極端に円高が進んでいるという感じではない。しか
しながら、一方で何分にもドルがかなり急ピッチで下がっているものだから、
このような形で先行きドル安が進んでいくということになると、どう
しても貿易ウエイトの関係で米国及びドルに連動し易いアジアとの貿易
ウエイトが高いので、そういったことが影響してくる可能性があると思い、
月報などにもちょっと今回はドル相場の話に触れている。

それから次に図表14、設備投資一致指標だが、設備投資に関しては先
程のGDP統計もそうであるし、この資本財出荷等を見ても足許までは緩
やかに持ち直してきているということは間違いのないと思う。問題は次の図
表15-1、設備投資先行指標であり、機械受注がこの間に出た。これは複
雑で、まず足許1~3月の実績に関して見れば、このとおり前期比で5.8%
とかなりの増加になった。従って、これを見ている限りは比較的安心でき
る訳だが、承知されていると思う、第2四半期の予測について二桁の減少
という予測が出てきた。これをどう評価するかということである。勿論、
一つには1~3月の5.8%ができ過ぎなので、その反動という面があろう

かと思う。それから二番目にこの調査が行われたのがどうも 3 月下旬であったようであるので、イラク戦争の最中ということであって、企業サイドもそういったことを考えた慎重な答えをしているという可能性があるだろうというふうに考えられる。加えて、図表 15—2、機械受注の実績と見通しであるが、これはよく短観のひげグラフと言われて、実績値と予測値をひげの形で組み合わせるのを機械受注についてやってみた訳である。これを見ると分かる通り、実は直近は 4 四半期に亘って毎回、機械受注の予測調査ではマイナスの予測結果が出てきて、その後実績になると横這いしないし増加という着地になるという傾向がある。これはある意味ではちょうど在庫が普通であれば在庫が増える局面で在庫が減り続けるのと同じように、要するに先行きの需要について企業が常に慎重に見て行動するということの現われではないかというふうに考えている。現にと言っては何だが、同じようなことは実は 99 年の機械受注の回復局面でも起きている。要するに、実績は毎回上がって、先行きは必ず落ちると言い続けるということで、この時は最後に本気になったら駄目になってしまったのだが、いずれにしてもこういう企業行動があるということであり、一応、現時点ではこの機械受注のマイナスに関してもここまでは減らないのではないかと、恐らくは 1~3 月の 5.8% 増加というのは名目でこれだけ増えれば恐らく実質では相当いってしまうので、その反動減位に収まれば良いかと現時点では思っているが、何分にも SARS を含めて、あるいは今後のりそなの件の影響等を含めて不確実な要因は沢山あるので、今後の統計及びヒアリング情報を注意していきたいと思っている。図表 16 は、中小公庫のアンケート調査による中小企業の設備投資実施企業割合である。これはこのように、意外に法人季報の中小企業の設備投資となかなか上手くフィットする統計であるので、これを一応見ておくと、この辺は持ち直しの動きが確認できるということである。続いて、図表 17、企業収益関連指標についても一言だけ述べたい。ちょうど決算の発表時期であるので一番下の民間機関の経常利益の調査を見ると、2002 年度の実績見込み及び 2003 年度の予想共にカッコ内とその外側にある数字、例えば去年の 12 月時点の

数字と最近の数字は全く変化していないということである。これは前から同じことを言っているが、要するに去年の末頃の予想値と現時点の数字がほぼ同じであり、明確な上方修正も明確な下方修正もないままに、とにかく企業収益は予想どおりの増加になっているということである。

さらに今度は図表 19、個人消費関連指標である。個人消費も前回月末に報告した後、数字はあまり沢山出てはいない。出ているのは二つだけであり、乗用車と都内百貨店である。問題はこの中で乗用車であり、このとおり乗用車の4月の販売はかなり大きな落ち込みとなった。これについては、実は3月末までいわゆるグリーン税制に伴って低燃費車についての税の軽減措置があった訳だが、それが一部外れるということが起こっている。この結果、恐らく1~3月中には何がしかの駆け込み需要があり、その反動が出ているということかと思っている。5月のラップの数字を聞いてみると、ある程度は戻っているようだが、どんどん落ち込んでいくという感じではなさそうであるが、これは企業によって違うが一部の企業ではやはり、思った以上に反動減が大きいと言っているところもあるので、その辺少し今後、車の動きがどうなるか見ていく必要があると思っている。一方、百貨店についてはこれはどちらかと言うと4月はやや天候要因だと言われている。特に前半が寒かったのと、正確には覚えていないが確か週末毎に雨が降るということがあったことがどうも景気ウォッチャー調査にも出ているので、その影響が大きかったと言われている。5月はそれなりに戻っているということのようである。ただ、こちらに関しても、今回のりそなの件が恐らくは5年以上前の山一、拓銀の時のような感じにはならないとは思いますが、何分にも消費者心理にどういう影響を及ぼすか見ていく必要があると思う。因みに、図表 24、消費者コンフィデンスで直近について見ておくと、これまで消費者コンフィデンスは全体に下がってきていて、一番下に太い実線で月次の消費動向調査がある。これは4月の数字で東京だけの調査であるが僅かに改善にしている。ただ、先程述べたようなことであるので、こういった消費者心理の改善が続くかどうかは定かではないので、その辺個人消費に関しても前から述べているとおり、所得の

減少幅は縮んできているとは言え、これ迄でき過ぎの分もあるので、この辺どうなっていくのかの注目は必要だと思っている。

次に生産である。生産は先程配ったGDPの表の次、図表3、生産・出荷・在庫関連指標の確報の数字が出ている。そんなに大きな差ではないので、速報の数字をそのまま見ても良いのだが、このとおりの確報が出たところで1~3月の生産は+0.3%、これで4~5月の予測指数を単純に計算すると+0.1%ということであった。文字どおり横這いという感じの動きである。ここで恐縮だが図表28、生産を見て欲しい。前回、月末に生産指数が出た時点でこれを説明できなかったのだが、一番下の欄に予測の修正状況の絵がある。このとおりの、去年1年間と言うか、比較的直近までの傾向はグレーのところ、予測修正率というのが、要するに2か月前の予想から1か月前の予想が一回上方修正されて、その後、実現率が下方修正されるというのがパターン化している。そうした中であって4月のところで予測修正率がかなり大きく下振れたということである。これが一番気になるところで、もしこれを重視すると、これに加えてさらに実現率が下振れていくとなると4~6月の生産は横這いと言うよりはマイナスではないかということになってくる訳だが、一応、この点について私共のヒアリング結果を述べると、この4月のグレーのところに効いているのはデジカメ関連が大きい。しかもそのデジカメの下方修正の一番大きな理由はCCDと言われるデジカメ用に使う半導体の供給不足が起こっているということのようである。今、このCCDというのは各メーカーが一所懸命投資をしているところだが、我々のヒアリング結果であると5~6月位から生産が立ち上がってくるので供給不足が収まって、少しは生産が上向いてくるのではないかというふうに言われている。そういうことを踏まえて現時点の私共のヒアリング結果は4~6月の生産は横這い圏内ということであるが、こちら先程も述べているように輸出に関するSARSに関する問題、あるいは先程車も一部のメーカーがやはり不振を訴えているので、そういったことも含めて生産がどういう動きになっていくか、今後も統計だけではなくてヒアリング情報も合わせて見ていく必要があるというふうに思ってい

る。

さらに図表 31、雇用関連指標である。雇用については、基本的には前回説明したことで良いかと思っているが、一点だけこの一番下の欄にある毎月勤労統計が出ているので、この点だけ確認しておきたいと思う。毎月勤労統計のうち、常用労働者数のマイナス幅は従来と同じようなマイナスが続いているということである。加えて賃金だが、賃金は承知のとおり名目賃金のマイナス幅はこのところずっと縮んでいたのだが、3月はやや拡大してこういう数字になっている。ただし、ここも公務員の期末手当が相当影響しているということである。と言うのは、毎月勤労統計は本来、公務員は入っていないのだが、いわゆる純粋な公務員は入っていないのだが、学校の教員、あるいは病院、公立病院の職員といったものがこの統計に入っており、その部分での期末手当の削減がこの特別給与のマイナスに出ている。これが3月はそういう人がいるからそこそのウェイトがあるということである。このような数字になったということであり、基本的にはそういったことを除いて見れば、名目賃金のマイナス幅は縮小しているということである。良いかと思っている。

最後に物価である。この間にCGPIが出ているので図表 37、輸入物価を見て欲しい。輸入物価だが、輸入物価についてはこの4月時点までは3か月前比で見て上昇している。言うまでもなく、原油価格の上昇がここで効いているということである。ただし、原油のスポット相場は一頃よりはちょっと上がってきているが、3月頃の30数ドルと比べるとかなり低いところにあるので、こういったものの輸入が5月位辺りから数字にはっきり出てくる。と言うことで、近々これは下落の方向に転じていく可能性が高いというふうに考えている。さらに図表 39、国内企業物価についても、足許までのところで言うと3か月前比で+0.1%ということであり、若干強含み位の動きになっている。内容的には下のグラフで見るとおり上のポチポチになっている原油絡みのものと、それから国内商品市況絡みのものが押し上げ要因になっている訳だが、これについても皆さんご承知のとおり、まず第一に、原油は5月辺りからマイナス方向に効いてき始めるというこ

とである。それから、国内商品市況、鉄等についても下がっている訳ではないが大体3月一杯上がった後、4月以降は概ね横這いで推移しているので、例えば3か月前比の寄与ということで見ると、段々寄与度がなくなってくるということになる。ということで、恐らく国内企業物価の方も先程述べた原油価格の影響等を含めて次第に弱含み下落の方に転じていく可能性が高いと思う。最後に消費者物価については、前回述べたとおりである。恐らく4月の数字は-0.3~-0.4%位まで縮むであろう。含む生鮮だと、ひよっとするとプラスになる可能性がなくもないが、その後どんどんマイナス幅が縮んでいくかということ、そういうことではないだろうということである。計数の説明は以上である。

全体を纏めて見ると、やはり古い数字とは言いながら冒頭に述べたGDPの数字が割と全体を良く表わしているような気がしている。例えば、去年の第4四半期辺りは生産とか輸出の統計が上方修正されてみると、やはり少し一頃、去年の第4四半期の年率2%成長はでき過ぎではないかという声もあったが、今にして見ると、まあそのようなものだったのではないかという気がする一方で、足許のところは輸出の動きも含めて文字どおり横這い圏内になってきてしまっているという感じである。そのように景気について方向感がなかなかはっきりしない中であって、確かにイラク情勢自体は戦争は短期に終結した訳だが、一方においてSARSの影響については、まだまだなかなか全体が読み切れない状況にある。今回のりそなの実質国有化についても、恐らくはそれ程大きな影響は出ないと思っているが、何分にも過去にはこういったことが消費者心理に影響したことがない訳ではないし、企業金融面への影響というのも最初からないと決め付ける訳にはいかない。従って、そういう意味で不確定要因は非常に多い状態が続いていると理解している。以上である。

福井議長

意見があればどうぞ。

田谷委員

一つ宜しいか。機械受注のひげグラフだが、去年の第4四半期、第3四半期は確か、達成率が100を切っていたと思うがなぜひげが下にいつているのか。

早川調査統計局長

これは、達成率そのままの絵を描いている訳ではなく、要するに前期比をそのまま描いているので、例えば去年の第4四半期は当初時点は-3.5%だっただろうか、-3.5%に対して実績は+5.8%だったので、ひげは-3.5%のひげが出ていて+5.8%ということである。言われるとおり、これは技術的な話になるが普通は達成率のところで調整されるので、あまりこういうひげは考えなくても良いというのが従来の我々の常識であった。であるから、例えば今回も達成率が段々上がってきているので、そうマイナスにならないだろうと思ったのだが、こうしてグラフを描いてみるとやはり99年の時もあれだけ上がっているから恐らく達成率は相当良かったはずなのに、毎回、先をマイナスに見る傾向があり、そういう意味では少しやはり企業の答え方が先行きについて常に慎重に見るという傾向が以前より強まっているのではないかという気がする。これはやや比喩的に言ったが、在庫行動と例えば、機械屋というのは基本的に在庫を持っていない、普通のメーカーは在庫で調整する訳だが、この人達は受注残で調整する人達な訳だが、やはり常に先行きについては受注は取れないだろうという前提で動いていくというのが、動いているのではないだろうかというふうに考えるとある意味で、こういう局面での在庫の減少に非常に近いような企業行動の様式がここにも見えるのではないかというふうに思った次第である。勿論、これだけの理由をもって、そんなにマイナスにならないと断言することはできないが、いずれにしても今のところ元々設備投資に関しては、名目で見るとほとんど増えなくても実質で少し増えてくるという傾向にあるので、そもそも1~3月の+5.8%というのは相当でき過ぎな訳である。このような勢いで増えていけば、設備投資はとんでもない伸び率になって

しまう訳なので、ある意味で私共は1~3月稼いだ分の範囲内位の減少であれば、基調として大きな変化はないというふうに考えているが、何分にも二桁という数字が出てきたものだから、ちょっとこういったグラフを描いて一応、そういう傾向について確認してみたという次第である。

岩田副総裁

その機械受注なのだが、普通は機械受注は先行指標だというので、私もずっと先行指標だと思っていたのだが、最近のGDPベースの設備投資と合わせると何か一致系列に極めて近い。仮に一致系列に近いとすると、第2四半期にもしかすると少し弱くなるという動きも推察できるが、どうか。

早川調査統計局長

そうであるか。必ずしも完全に一致系列という訳ではなくて、これは仮に機械受注をデフレータで割り込んでいくと、相当上がっていく感じになる。そういう意味では単純にノミナルの機械受注とリアルな設備投資をぶつけて、よく似ているから一致系列というのはちょっと如何なものかという感じはあり、私共の頭はこの上の方の感じと、下の方の例えば建築関係は本当に真横である。そのようなものを合わせたのが大体リアルの見通しになっているのではないかなという位の感じで見ている。幾ら何でも確かに、機械受注というのは比較的ラグは一定ではなくて、承知のように例えば何と言うか素材産業などが出てくる時には、受注から仕上がりまでのラグが長くなる。その一方で、今のところそういうのは少ないと思うので、多分比較的ラグの短い状態が続いていると思うが、なんぼ何でも一致はちょっと無理だと思うので、従来、2四半期から3四半期と言われているものを1四半期から2四半期位で見るといような感触ではないだろうか。

岩田副総裁

それとデフレータなのだが、設備投資のデフレータは確か第1四半期-5.2%のマイナスなのだな。

早川調査統計局長

然り。

岩田副総裁

勿論、特殊要因というのはあると思うが、コンピュータとか。投資財の価格というのは、デフレが深化しており、少し長い目で見ても少しずつやはりマイナス幅がむしろ拡大気味だと思う。GDPデフレーターの方は特殊要因が明らかにあるので、ほとんど-2%位で続いているというふうに判断して良いのかと思うが、投資財の方がマイナス幅を拡大させていくと、資本コストが上がってしまうのである。差し当たりは。後になるとまた下がってくる可能性はあるが、そうすると設備投資についてはやはりマイナスの材料と言うか、差し当たりの資本コストが上がるということで、やはりあまり良い流れではないのではないかと思うのだが。それからもう一点は、生産の第1四半期がヒアリングとか今度の確報で4~6月期は恐らく横這いでいくとのことで、先程の話では予測修正率でずっと話があって、特殊要因があるのではということだったのだが、実現率はやはり1~2%ほとんどマイナスなのである。生産はやはり下振れリスクの方が強いのではないか。それからGDPの方も、流れからすると昨年第2四半期が強くて、その後段々減速してとうとうゼロになってしまったのだから、第2四半期はむしろ若干弱含むと考えた方が良いのではないか。これは鉱工業生産もそうだし、それからGDPベースでもこの輸出の環境とか色々考え合わせると少し弱いのではないかという気もするのだが。

早川調査統計局長

まず、最初の投資財の話だが、確かに気を付けなければならない点有一点あるかと思う。例のCGPIなどは先程見たように単純に見ると3か月でプラスだったりする訳だが、これはあくまで上がっているのはその原油絡みのもの、あるいは素材類であるので、ちょっと今数字を持っていない

のだが、最終財のところで見ると、実は必ずしもそんなに上がっている訳ではないのである。あっ、図表 40 には投資財がないか。申し訳ないが。いわゆる例えば、これには投資財がないが、例えばこの耐久消費財などを見ると同じ位のマイナスが続いているということであって、要するに見かけのC G P Iが現わしている程、物の価格の下落が止まっている訳ではないということである。ただ、投資財価格の下落率が一段と拡大している訳でも必ずしもないと思うので、第1四半期は先程述べたように、これは内閣府に聞いたのだが、どうもコンピュータ投資が相当大きかったというふうなことのようなので、それがかなり影響した可能性が高いと思う。であるので私の感じはむしろ、大体設備投資デフレーターは現状で見ると3.何%~4%絡みの下落が基調であって、ただし、寄与度で見ると先程述べたとおり回復するとパーシェ効果で段々マイナス効果が大きくなっていく位の感じで基本的には見えて、今回の分はちょっと大き過ぎるという感じである。生産については、先程もちょうと述べたとおり確かに実現率のマイナスは傾向はあるので、それを考慮するとマイナスになる可能性もある訳だが、先程述べたとおりこれはあくまでも4~5月の数字しか現在なくて、6月の数字はない。それを含めて私共の企業ヒアリングをやった感じでは、大体横這い圏内だろうということである。去年も統計上はマイナスだったが企業は横這いだと言っていたというようなこともあるので、一応現時点ではそうである。勿論、今後これが下方修正されるかどうかについては少し見ていく必要がある。とすれば、GDPというのが下がってきたから下がるというのは幾ら何でもちょっと、それだけではなかなか分からない。あくまで、気にしているのは輸出のところで大體横這い圏内だと思っているのだが、SARSの影響等が思いのほか大きかったりするとマイナスになる可能性はあるなということ。それから生産についてもちょっと気になるのは、やはり車は各社によって随分様子が違うようなので、皆が下方修正という訳ではないけれども一部のメーカーで下方修正が出てくると、生産は少しマイナスになる可能性はあるということを少し心配している。他方、計算面の話でいくと海外旅行が多分4~6月は大きく落ち込

むので、これは計算面から言うとGDPがプラスになる爆弾なのである。既にゴールデン・ウィークに激しく落ち込んでいるので。あまり役に立たないが、ただこうなったからこうなるというような話をするのであれば、そういうこともある。

植田委員

CGPIの中の投資財的な部分か。

早川調査統計局長

然り。

植田委員

これは例えば機械類で言うと、下落幅は縮まってきているのか。

早川調査統計局長

どんどん縮んでいるという感じでもない。大雑把に言うと同じような感じで、確かに設備投資デフレータに置き換える訳にはいかないが、近いと見て良い。足許ちょっと縮んでいるように見えるが、これも持続的な縮小という感じでは必ずしもなくて、たまたまそういうようなことが…。

植田委員

生産との違いは先程のパーシェ効果とか、その辺か。もしあるとすれば。

早川調査統計局長

然り。それはある。既に、連鎖指数とラスパイレスの間には乖離が発生し始めているので、このCGPIの世界で、たったまだ基準年から3年弱しか経っていないのに乖離が発生し始めているので、既にラスパイラスについては若干の上方バイアスが起きている。ただ、逆に言うと95年基準の設備投資デフレータは相当大きな下方バイアスが入っていると思

うが、これはなかなか本当は両方連鎖を作ってよく見ないと確たることは言えない。

福井議長

宜しいか。では、金融環境に移る。

5. 金融環境に関する報告（資料-5）

山口企画室審議役

手許に資料5 参考計表その2 というのがあろうかと思う。それに則して説明する。図表1、クレジット関連の指標である。銀行貸出の方だが、4月は-2.1%ということで、3月に比べるとマイナス幅が縮小しているという姿である。業態別には色々と入れ繰りがあるが、大勢観察的には大手行を中心にやや貸出姿勢が緩和してきている。これは前回も申し上げたがそうした動きが継続しているということである。それから特に4月については地銀、及び第二地銀について地公体向けの貸出が増えたというようなこともあって、これらが相俟って銀行全体の貸出残高のマイナス幅が縮まっているという姿である。それから下の方、民間部門総資金調達だが、4月は-2.8%ということで、ほとんどこのところ動きがないという状態である。銀行貸出の方はマイナス幅が圧縮されている訳だが、その他の業態で若干逆の動きが出てきているというようなことから、全体としてマイナス幅は変わらずという展開だということである。次の図表2、資本市場調達だが、CPと社債ということである。まずCP・社債を合わせた発行残高、グラフで大体の感じを掴んで頂ければと思うが、全体としてはほぼ前年並みというような推移である。ここ数か月の動きと特に変わったところはない。CPについては引き続きやや高めの伸びが続いているということだが、一方で社債については、これは前回も申し上げたが、98年頃、大量発行された分の償還がきている。それが全てはロール・オーバーされていないということで、残高が落ちるという状態になっている。しかしCP・社債全体として見ると、ほぼ前年並みという状況である。そういう中

で、発行環境は、(2)の信用スプレッドのところ、4月についてはCPのA2格、それから社債のA格といった相対的に信用度の低いところについて、スプレッドがさらに低下するという事になっている。例えば4月のCPのAA格については、0.26%と、3月が0.46%だったので、スプレッドが圧縮されているということであるし、社債のA格については0.35%ということで、同じようにスプレッドが縮まっているということである。左側を見ると、シャドーを付けているが、2001年の第3四半期、ちょうどエンロンが破綻する前という時期だが、達観して言えばほぼこの時期のスプレッドにCPは近付いてきているし、社債についてはほぼその水準と同じようなところまでスプレッドが低下してきているという状況である。それから一番下に公募社債の発行額のうちトリプルBの数字を載せているが、4月は850億円ということである。ざっと左側を見ると2001年第3四半期とほぼ同じということで、相対的に格付けの低いところの発行も、エンロン以前の発行額まで増えたという状況である。それから図表3、銀行の貸出姿勢は、全体感としては幾分緩和方向の動きが続いている。これは先程銀行貸出のところでも申し上げたとおりである。一番上の表は考査局の調べだが、大手行の上期業務計画によると、この上期は+0.2%ということなので、ほぼ前年並みという計画になっている。引き続き利鞘改善という旗印自体は下ろしていないが、ややボリュームに軸足を移していくという計画になっている。その結果としてほぼ2年ぶりに大体前年並みを目指す計画になっているということである。貸出計画自体はそういうことだが、例えば利鞘設定、この辺りはどうかというのが次の表である。これは既にご報告済みの市場局のローンサーベイの結果だが、大企業、中堅企業、中小企業、いずれについても利鞘設定スタンスとしては少し緩和方向に振れているという状況である。それから、企業の側から銀行の貸出態度を見るとどうかというのが、一番下に載せた表である。今月は中小公庫の調査結果が出ているが、4月7.5%ポイントということである。3月に比べ大きな変化はないが、第1四半期との比較で見ると多少貸出態度が緩んでいるように見えるし、それから貸出態度が厳しいと見ている企業の割合は、

4月23.5%ポイントということなので、これまた若干減っている。銀行側の貸出スタンス、それからそれを見ている企業側の感じ、いずれも全体としては幾分緩和方向の動きが見て取れるということである。図表4は既にお配りしている資料には計数公表の関係で間に合わなかったので付けた訳だが、企業倒産の数字である。4月については一番上の表の一番右手ということになるが、1,495件、-7.2%ということである。大体前年を1割程度下回る状況がこれまで続いてきている訳だが、その状況が継続しているということである。以上がクレジット関連、企業金融周りということである。次は、図表5、マネー関連だが、まず上の方マネタリーベースは、4月は11.5%ということである。3月に比べて極く極く小幅であるが伸び率が拡大するという状況である。銀行券については前年の反動から伸び率が縮まっているが、当座預金については「なお書き」対応によって資金供給を潤沢にやっているの、その分だけ伸び率が拡大し、37.2%になっている。因みに郵政公社の当座預金残高、これは平残で4月は6兆円ちょっとということである。これを除くベースで見ると前年比+4.5%ということになる。それから下の方、マネーサプライだが、4月のM2+CDについては+1.4%ということ、3月の1.7%から伸び率が低下するということである。要因としてはやや技術的ではあるが、一つは例の大手行の増資、期末にかけて2兆円程度の増資が行われた訳だが、この部分について法人企業等では預金などを取り崩してその増資資金を捻出するというような対応をとったようで、その分がかなり効いているのではないか。それからもう一点は、3月から個人向け国債が発行されて、それぞれ3月3千億円、4月3千億円ということであったが、この部分が伸び率鈍化に寄与しているということである。金額的には大手行の増資要因が今回のM2+CDの伸び率低下には寄与しているのではないかと見ている。それから次にその下の方に広義流動性を載せているが、これまた4月は1.2%ということ、伸び率が縮小している。この要因としては一つは今申し上げた増資がこの面でも勿論効いている訳だが、もう一つは、これも技術的な話だが、簡保福祉事業団が4月1日から郵政公社に統合されたということである。それ

までは簡保福祉事業団は、マネーホルダーであって、その分広義流動性に計上されていた訳だが、郵政公社に統合されて、非マネーホルダーになるということなので、その分が剥げ落ちる。具体的には簡保福祉事業団が持っている金銭信託を中心にして広義流動性の伸び率圧縮に寄与しているようである。勿論具体的に簡保福祉事業団が金額としてどれだけかということについては現状まだ分かっていない。ただ、簡保福祉事業団は3月末段階で金銭信託として20兆円を超える運用を行っていたようなので、その分が全部とはまだ申し上げないが、何がしか郵政公社の方に移ることによって広義流動性の伸び率低下に繋がっているということである。従って、5月以降についても簡保事業団については影響が残る可能性が結構あると思っている。実勢を見るうえでは簡保福祉事業団を除いて見ていかなければならないというようなことに5月以降はなってくるのかなと、こんな感じで見ているところである。以上が計数の説明ということだが、今申し上げたように、一つはマネーとか広義流動性の伸び率鈍化が、技術的な要因が相当含まれているとは言え、起きていて、これをどう評価するかといった点があるかと思う。それからもう一点は企業金融周りで、銀行貸出姿勢が若干緩和方向に振れ続けている、それからCP・社債の発行、スプレッドにもそういうことが出ているし、相対的に格付けの低い社債の発行額の増額という形でも出ている訳だが、発行環境の改善といったような動きをどう見ておくかといった辺りが今回の一つのポイントと思っている。大したことはないが、一応それを見るための資料ということで図表6以下用意したということである。まず最初にマネーサプライの方だが、上の方の表というかグラフをみると、太い実線がM2+CDの前年比である。右側が今年に入ってからということだが、ご覧のとおり伸び率がずっと落ちてきている。その下にグレーの棒グラフがあろうかと思う。資金シフト要因を抜き出したものであるが、これが去年の暮れから今年に入って小幅化しているという姿がご覧頂けるかと思う。基本的にはこの3月までは前年の裏が出たということだが、この4月については先程申し上げたように大手行の増資要因が響いているということである。因みにその下の預

金動向を見て頂くと、実は都銀等とその他というふうに分けているが、直近のところで都銀等の預金の寄与はこのとおりに若干マイナスになっていて、大手行の増資が大手行の預金の伸びを落とすという形で表れている可能性が非常に高い。そういう意味では大手行の増資要因がやはりマネー押し下げに効いていると、この面からそういう裏付けが取れるのではないかとということである。ただ、上の方の表に戻って、季調済みの前期比を細い実線で示している。これも微妙な動きではあるが、昨年未から本年入り後にかけて、直前のところは先程申し上げたような増資要因により落ちている訳だが、少しずつ伸びが鈍化しているように見えようかと思う。従って、前年の裏要因だけで全てを語るというのはちょっと難しいかなというような感じがしている。大勢観察的には前年の裏を含めて技術的な要因が大きいと思うが、M2+CDの実勢としても伸び率が鈍化方向にあると見えない訳ではないので、5月以降この辺りは注意して見ていく必要があるかと思っている。それから図表7だが、これは広義流動性である。先程申し上げたように、増資要因とそれから簡保福祉事業団要因で4月相当落ちている。趨勢的に伸び率鈍化というような流れできているが、4月についてもこの流れから大きく逸脱したというようには見えないので、大きな基調の変化は生じていないということで見えておいて良いのかなと思う。いずれにしても、簡保福祉事業団要因といった辺りも含めて5月以降注目していく必要があるかと思っている。マネー関連では以上のとおりだが、次は、企業金融周りということで、図表8ではCP・社債の信用スプレッド、貸出態度判断DIを載せている。先程申し上げたように、少し緩和方向への動きが継続しているということだが、この2年、金融環境にインパクトを与えた要因は、グラフの中にも一応書いてはあるが、一つは一昨年秋のエンロンの破綻、それから昨年春のペイオフ部分解禁といったようなイベントであった訳で、こうしたイベントをきっかけとして株価が下がる、金融仲介の機能が低下する、それから投資家のリスク回避志向が強まる、そして金融環境が厳しめに振れる、というようなことがあった訳である。また、昨年秋の不良債権処理の加速策の打ち出しもムードとしては金融環境を

厳しい方向に振らしたと思っている。しかし、ここにきて不良債権処理の加速策に対する警戒感が後退してきている。そういう中で先程申し上げたようにやや安心感が広がっている、感覚的ではあるがこんな感じの状況ではないかと思っている。具体的に信用スプレッドを見ると、CPは上の方のグラフだが、ざっくりみればほぼ今のスプレッドはエンロン以前のところに近付いている。それから社債は相対的に格付けの高い方についてはむしろエンロン以前よりもスプレッドは改善しているということである。いずれにしても相対的に信用力の高い企業を中心とするマーケットであるCP・社債について見た場合には、現状ほぼエンロン破綻以前のところまで戻ってきているという姿である。それから貸出態度判断、これについてはCP・社債の発行市場よりもより広範な信用力の企業を対象としたものであるが、このとおり短観で見ても中小企業公庫の調査で見ても、環境は2001年夏よりはなお厳しい部分が残っている。2001年夏の段階でも信用力に応じた調達環境といった構図が存在していた訳だから、そうした状況というのはより厳しい形で残っている、こんな状況である。企業から見た貸出態度は比較的緩めになってきているとはいえ、過去との比較ではそういう状況だということである。企業金融についてはそんなことであるが、この2年を振り返ってみると、大きなイベントによって結構金融環境は振れてきているので、今回のりそなの件がどのように響いてくるのか、このところ広がりはじめている緩和感といったものが崩れるのかどうか、この辺りは見ていく必要があると思っている。私の方からは以上である。

福井議長

如何か。

田谷委員

二、三あるのだが、簡保福祉事業団の数字というのは今後公表されるのか。

山口企画室審議役

我々は簡保福祉事業団の計数は非マネーホルダーとして計上して下さいということを銀行等に言って、それで計数を把握するということになると思う。それ以上のことはできない。

田谷委員

統計を普通に使う人にはほとんど情報は得られないのか。

山口企画室審議役

そうである。

田谷委員

あと、ちょっと小さい点だが、コミットメントラインがこのところ随分増えているが、これは統計には、実行されない限り入ってこない訳ですね。

山口企画室審議役

マネー関係のところにか。

田谷委員

ええ。

山口企画室審議役

それはそうである。

田谷委員

あと私募債はほとんど入っているのか、これは。

山口企画室審議役

M2+CDには勿論入らないが、広義流動性には入る。

田谷委員

ほとんど把握はできて…。

白川理事

これは図表8、同じベースではないが、全体感という意味では元々の図表に入ってくる。

山口企画室審議役

資料の参考計表…。

田谷委員

元々の。

白川理事

元々の資料編の8ページ。

田谷委員

こっちはあまり見ていないから。

白川理事

私募債は実際上は貸出の変形みたいなところがあるが、貸出ではないということで、この上の方の銀行貸出と並べる形で私募債引受の大宗を占める都銀の引受残高を書いている。私募債はいつも申しているが増えていつている。

早川調査統計局長

田谷委員、先程簡保福祉事業団の件は統計作成は私共なので、現時点では総務省及び郵政公社と話をしている、できれば次回の統計発表の際にこうした要因が影響しているということをアナウンスしようと思っている。どこまで簡保福祉事業団が3月末で幾ら持っていたかというところまでアナウンスできるかどうかは今後の交渉といった次第である。いずれにしても統計関係者がびっくりすることはないように、何らかのアナウンスメントはするという方向で考えている。

植田委員

スプレッドのことだが、CPや社債を発行できる企業については非常に落ち着いていて、ただ、その最後のページの短観ないし中小公庫の調査については01年よりもまだやや厳しいところにあった。

山口企画室審議役

そうである。

植田委員

その最後のページに対応する金利スプレッドみたいなものがあるとすると、その状況はどうなっているのか。

山口企画室審議役

それはなかなか読みにくいですが、例えば社債についてちょっとご覧頂くと、この図表8だが、社債のこのグラフの中の細かい実線、これがトリプルBで相対的に格付けの低い方である。このとおりに格付けの高い方についてはエンロン前よりもむしろ改善している訳だが、格付けの相対的に低い方についてはほぼ横這い、ないし、なおまだスプレッドは縮小しきれていないような状況なので、この延長線上にあるというふうに考えれば良いのではないか。

植田委員

トリプルBで行内格付けはどれ位になるのか。

白川理事

ダブルになるとその他要注意も入ってくるかもしれない。

植田委員

その辺か。

白川理事

先程の植田委員のご質問だが、発行していないところについてはデータとして出てこないから、そういう意味では実際にどの程度格付けの低いものの社債なりCPの発行が増えていくか…。

植田委員

あるいは銀行貸出。

白川理事

然り。合わせて見ていくということだと思ふ。若干増えているというのはグッドサインではあるが、しかし全体として増えている訳ではない。そういう意味でこの理論的に今どういう点にあるのだろうかということからいくと、まだ方向としては下がっているのだけれど、しかしこの数字程に下がっているのかどうかということについては分からない。ただセカンダリーの方は割と下がっているということはこれは勿論数字の上で明らかである。

中原委員

トリプルBは要注意先か。

山口企画室審議役

基本は正常先である。

稲葉考査局長

いわゆる要管理債権、その他要注意もある。

中原委員

いや、マジョリティがそうか。それが入っているというだけ。

白川理事

入っている。

中原委員

だから指標性としてその代表がトリプルBの спреッドという訳ではないだろう。

白川理事

と言うか、出ているのが少ないので、これでもって、これ実際に投資家がどういうものを投資しているかという時に消去法的に段々下げていく。それでスプレッドが下がってきている訳だから、これで企業金融全体の実勢を把握するというのはちょっとやはり無理があると思う。ただ、投資家がどういうふうな今アペタイト思っているかということを示すうえではこれは参考のデータだと思うが。

福間委員

ここ1、2か月トリプルBは大型 이슈があるね。

白川理事

出ている。

山口企画室審議役

因みにこの4月発行されたところでいくと、神戸製鋼、住友金属、それから大成建設、太平洋セメント、丸紅。

福間委員

随分下がっているね。

白川理事

然り。

福井議長

他に宜しいか。それではありがとうございます。今日の案件は一応終了した。従って金融政策決定会合は閉会する。明日は午前9時に再開する。宜しく願います。なお、決定会合への信認確保のため、いつも申し上げているが、ご出席の皆様方におかれては厳正な機密管理を是非お願いしたいと思っている。

(午後3時42分中断、20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

1. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

それでは会議を開催する。本日は財務省から谷口財務副大臣、内閣府からは昨日に引き続き小林内閣府審議官にお越し頂いている。本日の議事だが、最初に取りそな関連のマーケットと金融機関の動きについて、簡単に執行部の説明を聞く。その後、通常どおり金融経済情勢に関する討議、当面の政策運営等に関する討議、政府出席者からのご意見も頂戴し、議案の取

り纏め、採決、さらに続いて金融経済月報の検討、議事要旨の承認という手順で行いたいと思う。いつものことだが、会合の中でのご発言は全て記録をさせて頂いている。それを前提にご発言頂きたい。それでは、執行部からの説明だが、金融調節、金融・為替市場の動きについてお願いしたい。

山本金融市場局長

それでは、今日新たにお配りしているお手許の資料1、2追加その2という図表で簡単にご説明したい。りそな問題後の昨日の国内市場は概ね昨日の報告以降は大きな変化なく市場が終わっているので、計数の確認を含めて簡単にご報告する。まず、図表1-1、金融調節の実績の推移だが、一番左の列に日銀当座預金残高（実績値）、一番下に5月19日（月）の実績がある。当座預金の残高は27兆1千億円であった。朝方は、昨日も申し上げたが、右側のコラムにあるように、27兆3千億円の見込みであったが、資金需給の方が銀行券が不足方向に振れたということで、最終的には27兆1千億円の仕上がりということになった。図表1-3、計数の確認であるが、オペの結果である。欄外に二つチェックが入れているのが昨日の資金供給オペ2本である。1本が上から4行目の手形買入（本店）、5月19日、1マンス1兆円というのが、昨日の即日決済、昨日スタートのオペである。応札倍率2.5、平均落札レート0.006、落札決定レート0.005という結果であった。もう1本は通常の定例的なオペに近いものであるが、CP買現先、5月19日、1マンス4千億円、これは通常のT+2の決済でやっている。応札倍率2.2、平均落札レート0.017、落札決定レート0.016ということで、いずれのレートとも、ほぼイメージとしては前週比横這いと、波乱のないオペ結果となった。図表2-1、短期金融市場の動向である。短期金利の動向は下段のテーブルの1番下が昨日の一連のレートである。まず、無担保コールレートであるが、コール市場は昨日も申し上げたように、早朝は、やや出し手取り手とも様子見気分が強く、出合いの付きにくい状況であった。9時過ぎに日本銀行による即日オペが実施されたということで、その後コール資金の放出サイドも増えて、平均値は

0.002%、午後には出し残り状態ということで、いつもと同じような状況であった。一方、それ以外のユーロ円レート、短期国債レート、レポレート、ユーロ金先レート、いずれもほぼ横這いということである。マーケットの雰囲気だが、短期国債及びレポのマーケットは、大手の銀行が運用の主体であるということもあり、今回のりそな問題をきっかけに大手銀行の運用姿勢が慎重になるのではないかと危ぶむ声も聞かれたが、昨日については日本銀行による即日オペが入ったこと、そのオペによる資金の一部がレポのマーケットに回ったということもあり、結果的に落ち着いた地合いが維持された。図表 2-2、株式相場である。一番下のテーブルに昨日 1 日の動きがある。日経平均、5 月 19 日 8,039 円、前日比 78 円安、率にして約 1% の下落である。りそな問題をきっかけに銀行株の下落、あるいは円高が進んだということで、一時 8,000 円台を割れたが、下値では押目買いも入ったということで、昨日は 8,000 円を回復して終了した。ただ、昨晚の米国市場がダウその他、大分下げている。その上のグラフは 8,678 ドルと先週末の数字が書いてあるが、これが昨日 NY ダウの引けが 8,493 ドル、185 ドル安であった。この表からもお分かりになるように、かなりこれまでの株価の持ち直しというのが比較的早いピッチで進んできたので、基本は利食いというふうに言われている。ただ一部で、ドル安の進展が早いいため、経常赤字ファイナンスの方に不安があるという声も出ていて、そうしたものも一部の材料として言われているところである。そうしたアメリカ市場を受けて、本日の日本も若干弱含みのスタートということである。図表 2-3、銀行株価の動きである。下のテーブルが昨日の銀行株価の動向である。後程、考査局長の方から更に付け加えて頂くが、全体としては 1 日だけの動きを取ってみると 5% 前後の銀行株価の下落ということであるりそな以外では、みずほホールディングスの下落幅の大きさが目立ったという 1 日であった。図表 2-4、長期金利である。マーケットの方ではりそな問題をきっかけに新たな財政支出拡大への思惑が生まれ、長期金利は若干反発である。下段のテーブルにあるように昨日 1 日だけ見てみると、5 年債、10 年債で 0.01~0.02 程度、20 年、30 年という超長期の方はもう少し金利

が上がっていて、0.05～0.06 という金利の上昇である。ただ、上のグラフからご覧頂けるように、金利の上昇幅としては、先週半ば以降の低下幅を取り戻した程度ということで、引き続き長期金利の全体の水準は史上最低圏内であるということに変わりはない。最後の頁、為替相場である。為替相場の方は、米国スノー財務長官が週末に「最近の為替相場の動きはかなりおだやか」という表現を使ったと思うのだが、そういうものを受けてドルが一段と下落するという展開である。昨日はドル／円で 115 円ロー、ユーロ／ドルの方は日中一時 1.17 まで入ったという状態である。その後昨晚の海外市場であるが、本邦当局介入を巡る憶測というのが非常に強く、ドル／円は大きく反発して、本日の早朝は、ドル／円は 117 円ローという水準である。一方で、ユーロ／ドルの方は基本的には引き続きユーロ高、ドル安の基調は大きく変わっておらず、1.16 ミドル水準である。この結果、ユーロ対円の水準は 136 円のローということで、ユーロ発足時のユーロ最高値 135 円ミドルを大きく抜けていて、過去ユーロ最高値を更新しているという状況である。マーケットの方では米国当局が、為替政策のスタンスを変えているのではないかという思惑が一部に生まれているということで、基本的にはドル安センチメントの強い為替市場であるということだろうと思う。以上である。

福井議長

ご質問はあるか。

中原委員

欧米の長期金利はどうか。

山本金融市場局長

長期金利は極く僅か反発である。あまり大きな動きはない。

福井議長

それでは稲葉考査局長、お願いいたします。

稲葉考査局長

それではりそな銀行の昨日の状況についてご報告する。資料7の(2)をご覧頂きたい。一言で申し上げますと、昨日19日りそなグループの資金流出は限定的であって、特融を含む本行貸付を実行することなく、資金決済を完了した。若干、詳しく申し上げますと、まず①店頭及びATMの状況、預金の状況であるが、りそな銀行では土日を含めてみると、沈静化してきたが、預金の1%位がトータルで流出したものと推定される。金額としては2千億円位である。一方、埼玉りそなも日を追って落ち着いてきたが、流出額が3日間で、個人預金を中心に500億円と推定される。結局、それぞれ1%位の流出が起こったということである。②市場性資金及び大口預金の動向、であるが、りそな銀行では、市場性資金の無担保の調達は、1つの先で、株価が50円割れしたために一旦放出を見送るという先があったが、その他は繋がっている。有担保の調達の面では、昨日は期落はこなかったが、今週期日がくるものは、先方によれば一応繋がるという感触を得ているということである。大口預金の方は先程申し上げた数字の中に入る動きであるが、一部の とか取引先企業から引き落とす事例が散見されたということである。円貨はこういうことであるが、外貨預金の方は特段の動きはない、ということである。一方、埼玉りそなの市場性資金及び大口預金の方は、もともと預金超過銀行であり、しかも個人預金中心の銀行であるので、ほとんど動きはなかった。③現金対応であるが、こうした流出の結果、現金が実際に出ていったネットの金額は、この3日間で両行とも大体それぞれ300億円程度ということである。それぞれ多めの現金を手当てしてあるので、この程度の動きは小さな動きと考えて良いかと思う。④傘下の地銀(近畿大阪銀行、奈良銀行)の状況、については、ほとんど問題なく推移している。この結果資金繰りであるが、りそな銀行の本行当座預金は約1兆円ということで昨日は締まっており、前日に比べると2千

億円ほど低下した。ただ、りそな銀行の所要準備額は1,400億円であるので十分余裕を持ってクリアしたということであり、従って貸出も起こらなかったということである。今日も何がしかの流出が起こると思うが、こういう状況であれば、暫く見守っていて宜しいのではないかと思う。埼玉りそなの方も昨日の締め後で当座預金は2,000億円という残高であり、所要準備額が700億円であるから、これも十分余裕を持ってクリアしているという状況である。他の金融機関の状況もそこに書いてあるように特に資金流出が起こるといったようなことはないし、また、昨日のニューヨーク市場における邦銀のドル資金繰りについても特段の問題は生じていないという状況である。下に大手行の株価の状況を掲げてあるが、りそなが結局のところ50円を切って48円でクローズということになっている。先程述べたように、株価が50円割れを続けていると大口の出し手がこれを嫌気するという動きがあるので、これは要注意だというふうに思うが、一方で、新聞報道もあったが、格付機関、S&Pとかが今回の措置などを踏まえて格付けを引き上げるという方向でクレジットウォッチに入っているということであるので、こういった株価の動きと格付機関の動きがいわば、綱引きになるというような状況がこれから出てくるのではないかと思う。そういうことであれば、ある程度安定した状況が続き得るということだが、この辺は要注意ではないかというふうに思っている。以上である。

福井議長

尋ねることがあればどうぞ。

それでは、討議に移りたいと思うが、最初に金融経済情勢に関する討議、委員方一人大体5分位ずつを目途に発言頂きたいと思う。金融政策運営についての討議は第二ラウンド、後の方にして、まずは情勢についての討議をお願いしたいと思う。今日は、田谷委員が皮切りで、後、植田委員、春委員、武藤委員、岩田委員、福間委員、中原委員、そして須田委員という順番でお願いする。田谷委員からどうぞ。

田谷委員

イラク戦の終了後も内外の経済・金融環境が安定化しない。不透明感がかえって増している面もある。そうした中であっても、現在のところでは、回復が後ずれする可能性は高まっているが、これまでのメインシナリオは維持できると思う。以下では、米国経済の先行き、東アジア経済へのSARSの影響、そして国内経済の先行きについてコメントする。

まず、米国経済についてだが、先日のFOMCのステートメントにもあったように、足許は生産・雇用周りの統計に弱さが目立つ。一方、経済の先行きに大きく影響すると考えられる指標には改善が見られている。昨日の国際局長の説明にもあったように、原油価格の落ち着き、金利の低下、株価の戻り——昨日は若干また反落したようだが——、そうしたこととともに消費者センチメントが改善している。短期的にはまだ厳しい情勢が続くそうだが、先行き改善の期待は持てそうである。ただ、米国においても、このところディスインフレの動きが注目され、物価の先行きについての懸念が強まっている。4月の生産者物価や消費者物価が予想以上に下落したことも、こうした懸念を強めているようである。これらは主としてエネルギー価格の低下を反映したもので、ここにきて物価の下落圧力が急に高まっている訳ではなさそうである。とは言え、財の価格が傾向的に下がってきているし、足許の需要が低調であることも事実であろう。しかし、先行き景気が回復するとすれば、ディスインフレ懸念は米国にとって今直ぐの問題というよりも、中長期的な問題だろうと思う。米国経済に関連した当面のリスクとしては、日本経済から見ると、年後半の景気というよりもドル安だろうと思う。長期金利が下がってきており、米国にとってドル安に伴うデメリットがあまりなくなっている。連銀によるインフレ率低下懸念の表明や、一部金融当局者によるイールドカーブのフラット化を示唆する発言なども長めの金利の低下に結びついている可能性がある。また、日本の円売りドル買い介入や日本の金融機関によるドル債投資も米国金利の低下に一役買っているかもしれない。さらに米国長期金利がさらに下が

るようであれば、日本の長期金利に低下余地が乏しい状況下では、金利差の縮小がさらなる円高要因にもなりかねない。要注意だと思う。若干昨日のマーケット状況を聞くと、変化の兆しも見られるが、一応私はこれが最も大きなリスクではないかと思っている。

東アジア経済については、SARSの影響が統計上まだほとんど確認できない。中国経済についても、4月までの生産関連統計にはその影響が確認できない。需要サイドへの影響、そしてその供給サイドへの影響が確認できるまでにはまだ時間がかかると考えられる。我が国の輸出、生産への波及にはもう少々時間がかかりそうである。しかしこれがマイナスインパクトを持つことだけははっきりしている。そうしたこともあって、民間エコノミストによる今年の成長率見通しは、前回会合時より米国、欧州、東アジアとも、下方修正されている。輸出環境は若干悪化したと考えられる。国内経済の先行きについては、輸出・生産の回復時期が後ずれしそうだが、依然として輸出主導の回復シナリオを維持したいと思う。实体经济について二点だけ触れたいと思う。第一にGDPデフレーターについて、第二に機械受注統計についてである。まず第一の点だが、第1四半期の国民所得統計が公表され、実質成長率が前期比でほぼ横這いであったことが確認された。主要支出項目の動きは予想の範囲であったと思う。ただ、GDPデフレーターが前年比3.5%低下し、デフレの深化が懸念されている。昨年第4四半期の2.3%の下落と比べての下落幅の拡大は、第一に昨日の説明にもあったように公務員給与の年度末調整が響いた政府最終消費支出デフレーターの低下、第二に円高による輸出デフレーターの低下、そして第三にこれも説明があったように価格下落の顕著な財への支出が拡大することによる民間設備投資デフレーターの低下などによるもので、今後ともデフレーター下落率が傾向的に大きくなるということでもないと思う。あるいは、昨年度前期と後期に分けてみると、GDPデフレーターの前年比下落率は1.6%から2.9%に拡大しているが、これは今指摘した三つの要因に加えて原油価格の上昇による輸入デフレーターの上昇が影響したものである。これらの要因が今後とも同じ方向で働く可能性はあるが、全てが傾向として

そのように働き続けると想定することもできないと思う。要するに、確かにGDPデフレータの低下幅は大きくなってきたが、これが一つの傾向として今後も続くと想定することもできないのではないかと思う。機械受注の第2四半期見通しが前期比で二桁の下落となったことも懸念されている。しかし、これについても、比較的高い伸びとなった第1四半期の反動、調査時点がイラク戦の最中であったことに加えて、見通し数字が単純集計値に過去3四半期の達成率を掛けて算出しているために、達成率が上昇する過程で若干低めに出ている可能性がある。設備投資に黒い雲がかかってきた感はあるが、今後出てくる各種サーベイ結果などを見ながら考えていきたいと思う。既に時間オーバーしてしまった。ここで止めて、金融情勢、あるいはマーケット情勢については、後程政策との絡みでお話したいと思う。以上である。

福井議長

それでは植田委員。

植田委員

田谷委員の意見と重複する点も多いのだが、世界経済については、やはり米国経済を中心に、イラク戦等の情報、ポリティカルリスクが必ずしも経済の停滞、と言うと言い過ぎかもしれないが、スローダウンの本質的な理由ではなかったということが確認されつつあると思う。その中で設備投資のハイテク分野はやや持ち直しの動きが見られる訳だが、Fedのハイテク企業まわりの稼働率が62.3%という数字が出ていて、取り敢えず直ぐにはあまり期待できない、ということだと思う。足許出ている指標が弱いと言っても、田谷委員がおっしゃったような先行きに関する幾つかの経済変数に、先行き経済がトレンド成長率近辺に復帰する期待がまだ持てるという動きが現れている、ということも確かかと思う。更に申し上げれば、このところの金融資本市場の色々な動きは、敢えて言えば、Fedが意図したかしないかは分からないが、ある種の時間軸政策採用のようなこと

への反応と見ることも可能かと思う。そういう中で、ドル安あるいはそれに伴う諸問題について、田谷委員と同様の懸念を私もある程度持っている。アジア周りでSARSの影響については、データを見ると明らかであるが、旅行だとかレストラン関係にはある程度影響が出ている。それについては、今後乗数効果的な、更なる波及効果がどれ位出てくるか、ということが問題かと思う。貿易については、昨日もあったように、恐らく足許までは、過去の発注済みの取引のデータが現れているということで、大したことはないということである。これからどうなるか、ということかと思う。いずれにせよ、今後ある程度避けられないということだろうが、新規のSARSの感染者数の減少が見られているので、あまり心配し過ぎるのもどうか、ということかと思う。国内実体経済については、前回以降、追加的情報はない訳だが、機械受注の見通しあるいは自動車新車登録の弱さ等が、やや目立つかな、という程度かと思う。ただ、それぞれ特殊要因もあるので、単月の動きでは何とも言えないということだと思う。その中で、機械受注見通しあるいは在庫投資の弱さ辺りに経済の先行き不透明感の影響をある程度見て取ることができるようにも思う。いずれにせよ、世界経済がある程度もう少し強い回復軌道に乗るまで、日本経済もゼロ近辺の成長が続くということだと思うが、どこかで上向きに転じるというシナリオを放棄する必要はない、と同時にその時期は後ずれということだと思う。物価についてはGDPデフレータの予想しなかった大幅な下落が注目される訳だが、これについては田谷委員あるいは昨日の調査統計局からの説明にもあったように、特殊要因が大きいということだと思う。他方、当統計でも、消費デフレータが下落しているということもあるかと思う。むしろ、消費デフレータあるいはCPIの下落率が当面もう少し縮小するけれども、その後が見えていないということの方が我々にとっては大きいのかなと思う。金融面では、株価、社債スプレッドにやや好ましい動きが、今日は別として、見えている訳だが、明らかにりそな問題の影響が一つの焦点かと思う。これが、他行に同じようなメカニズムでどの程度波及していくのか、あるいはりそなを含めてアセットサイドにどういう影響が出ていく

のか、というようなこと、更にそれを株式市場等がどう読んでいくのか、ということだと思う。昨日、今日、心配したほどのインパクトがマーケットになかったということであるが、今後、明らかな点であるが、徐々に不良債権問題、金融システム問題の正しい処理に繋がって行くというのが広まればプラスであろうが、他方、りそな以外は大丈夫だと言いつつ、次々に色々な所に波及して、しかもオペの対応を迫られるというようなことになるとマイナスということだと思う。また、りそなにとってみても、資本注入はするということだが、その後の経営のリストラについてもどういう動きになっていくのかという点についてもマーケット等は非常に関心を持って見ていくのだと思う。以上である。

福井議長

それでは春委員、お願いします。

春委員

昨日、執行部からのご説明を伺って、今回は統計上の特殊要因とか、バイアスというような点が多かったということもあり、十分理解できないところもあったが、結論的な部分については特に異論はない。国内の実体経済指標は、設備投資の先行きに対して機械受注の見通しなどや、やや警戒すべき材料が出ているが、総じて横這いの動きが続いているものと思う。一方、リスクは高止まっていて、注意は怠れない。これらを踏まえると、景気の現状認識については、基本的には前月判断の継続で良いかと思う。なお、昨日のご説明にもあったが、最近出ている指標は、3月から4月を対象時期とするものが多い訳だが、当時はイラク戦争や原油高、日本の株安、SARS発生、といった不安要素が山積した中であったことを考えると、企業の投資マインド、あるいは消費マインド、色々な面で影響が及んでいた可能性がある。5月に入って、SARSは依然として不安要因であるが、また新たにドル安の進行とか、サウジでのテロとか、りそな銀行への公的資金投入決定といった不安要因もあるが、イラク戦争が終結し、その前か

ら原油価格も低下しており、日米両国で企業業績の堅調さが明らかになっている。また米国の株価も、ここ数日また下がっているが、概ね堅調と、こうした点も重要ではないか。日本の1~3月期の実質GDP成長率は、前期比ほぼ横這いとなったが、内需の中で個人消費は自動車の税制変更前の駆け込みといった要因などから小幅の増加で、設備投資も資本財の増加やデフレータの低下に伴って四期連続増加ということで、二つのエンジンが取り敢えず健闘した格好になっていることを確認できた。一方、外需のマイナスやGDPデフレータのマイナス幅拡大は、悪材料かと思う。米国向け自動車等が減少した輸出と、中国からのパソコン等や原油の増加した輸入があって、一時的な要因もあるが、外需は前期比マイナスとなった。デフレータの落ち込みは大型コンピュータ投資や公務員の期末手当といったようなことが影響したということだが、今後更にデフレが進むのかどうか懸念される場所かと思う。債券市場について一言申し上げると、昨日は若干値を下げたようだが、10年債の利率が0.5%まで下がり、超長期、30年債でも1%を割り込む事態である。こうした長期、超長期の金利低下から中期債の見直し、一般社債、銀行社債も資金流入というような非常に強気な相場が続いているが、金利低下の余地が限られている状況でのこのような動きには若干懸念を感じる。リスク要因として、引き続き米国経済の動向と日本株の動向、特にりそな銀行への公的資金注入決定以降の株価の動向が重要ではないか。まず、米国経済については、4月の下旬から5月の下旬にかけて発表された第1四半期の企業決算は順調な増益基調を維持していたと思う。自動車の先行き見通しが慎重な点は気掛かりだが、金融部門は消費者部門や住宅ローンの好調持続を背景に好決算、IT関連も軒並み好決算、先行きの収益見通しも下方修正はされていない、ということと理解している。ただし今回の決算は、売上げ改善というよりも、コスト削減効果が現れた面が多いので、決算発表にあわせて追加的な人員削減策などを公表する企業も多かったということで、マクロ的な回復を示す材料になるかどうかの判断は微妙という論評もあるようだ。米国経済は基本的に緩やかな回復基調という認識だが、厳しい雇用環境が続いているこ

とや、消費者コンフィデンスは改善に向かっているが、企業家の方の心理改善が滞っていること、更にこのところの株安などが懸念材料かと思う。日本の株式市場だが、ソニーショックなどもあり下落が進んだが、その後発表された企業業績は好調のものが多く、業績予想修正指数を見ても、企業業績の順調さは確認されたかと思う。東証一部上場企業の3月決算が、16日段階までの集計だと思うが、2002年度は86%の増益、66.7%の会社が増益、2003年度は更に13%の増益、84.7%の会社が更に増益を見込んでいる。こうした好調な企業業績や先週までだが持ち直しが鮮明な米国株価などから、国内の株価は8,000円台を回復して、4月28日の7,600円から一時600円以上の反発をみた受け止めている。ただ、当面最大の注目点はりそな銀行への公的資金注入の決定が市場でどのように受け止められるかであろうと思う。この決定を契機に金融機関の経営改革が進み、金融システム不安の解消に向かうという見方もできると思うが、一方では他の金融機関への波及や貸出態度の一層の厳格化を懸念するという見方もあり、昨日19日の株価への影響は限定的だったと思うが、米国株価の動向もあり、日本の株式市場の先行きについては正に予断を許さない状況ということではないかと思う。以上である。

福井議長

次、武藤副総裁、お願いします。

武藤副総裁

今回はまず、りそなの影響も踏まえた金融市場の動向から意見を申し述べたいと思う。先週末の総裁談話や昨日の追加的な資金供給など、日本銀行として金融市場の安定確保に万全を期すという姿勢を打ち出してきた。そういうこともあって短期金融市場は今のところ概ね落ち着いた推移を続けていると思われる。りそなの問題が我が国金融機関全体の流動性調達の問題に結び付く事態は取り敢えず回避されていると考える。株式市場については、銀行株を中心に株価が弱めの展開を辿っている。株価が将来の

企業の収益力に対する市場の見方を示すものというふうに考えると、銀行株の低迷ということから我が国銀行の将来の収益性に対して市場が依然として極めて厳しい見方を取っていると考えられる。従って今回のりそな問題が日本経済全般にどのような影響を及ぼすのか、これがプラスの方へもっていけるのか、それともそうではなくマイナス面が強く表われるのかということがポイントと考える。りそな自身がどのように推移するかということは勿論だが、我が国の金融機関全体として収益力の向上に向けたビジョンというものをきちっと示せるかどうかという点が非常に大きいように思う。企業金融の観点からは今回のりそなの問題がその他の銀行の資産圧縮の動きを加速することがないかどうか、また投資家の運用姿勢の後退を一段と強めないかといったことも重要な論点かと思う。今後ともこの金融市場や企業金融の動向については細心の注意をもって見ていく必要があると考える。

為替市場ではドルが他通貨に対して売られる展開となっていて、この中で円も対ドルでは円高方向の動きとなっている。一方、対ユーロでは総じて円安となっているなど、実効ベースでは円高が進んでいる訳ではないが、ドル安の動きは米国の経常赤字などへの懸念が底流にあるだけにこれが国際資金フローなどに影響を及ぼすことがないか、良く見ていく必要があるだろうと思う。

実体経済の問題だが、これは特に前月以降大きな変化が見られる訳ではない。今まで幾つかご指摘があったが、基本的にはそういうことだと思う。従って、景気判断としては、不透明感が強い中で全体として横這いの動きを続けているということでは宜しいのではないかと思う。ただ、既にご指摘があったとおり、欧米の経済の回復力の問題、それからSARSのアジア経済への影響など、海外経済を巡る状況というのは依然として不透明感が払拭できない、あるいは一部不透明感が増しているというところもあるように思う。また、今申し上げたようなりそなの問題も踏まえれば、先行きを巡る下振れリスクというのは、やや高まっているのではないかと考える。そうしたリスクを踏まえた政策サイドの問題についてはまた後程お話を

申し上げたいと思う。

福井議長

ありがとうございました。それでは岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

それではまず実体経済の方から申し上げますと、現状については日本経済は横這いという判断はそのとおりだと考えているが、先行きについてはやはり前回の会合よりもややリスクが高まっている、下振れのリスクが高まっているというふうに考えている。ただ、メインシナリオというか、年の後半からアメリカを中心にして回復に向かうというシナリオは維持されていると考えている。アメリカの経済、例えば第1四半期が1.6% GDPが増えたが、恐らく第2四半期もほとんど同様の数字となる可能性が強い、つまり2%を割るのではないかとというふうに考えている。これは主に生産、あるいは雇用、あるいは設備投資というようなところがやはり弱いということかと思う。アジア経済の方もSARSの影響、悪影響がまだはっきり見えないが、例えばシンガポールのGDPの数字、ややSARSの影響もあるというふうにも言われていて、東アジアだけとると前期比でかなり成長率が減速するのではないかと思う。一部の予測機関ではゼロ近くなるというような予測もある。ということで、第2四半期前期比で見るとかなり伸びが鈍化する可能性がある。さらにEUの方を見ると、ドイツ経済がやや腰折れに近いような、成長率が2期続けてマイナスになる。フランスも実はGDPも第4四半期マイナスに改訂されて、ややヨーロッパの下振れ傾向が以前よりも明瞭になっているのではないかと考えている。日本の方はGDP第1四半期0%の成長ということになったが、先行きを見てみると、やはり輸出・生産を中心にやや弱含むリスクがあるのではないか。これは鉱工業生産を見てもそうだし、あるいはGDPをとっても第2四半期、第1四半期よりも若干弱くなるという、つまり微減するというリスクを孕んでいるのではないかと思う。ただ第2四半期微減したからと

いって、今年度1%近い成長ができないかといえれば必ずしもそうではない。なぜかという、成長のゲタというか、出発点で既に0.4%あるので、あと残りの期間で0.6%分を成長すればいいということだから、差し当たり少し微減があったとしても、1%程度の成長が不可能だということではないと考えている。GDPの数字でやはり私が気にしているのは、デフレーター動きである。基本的には持続している-2%程度のGDPデフレーターで見ると、デフレが持続しているということかと思う。ただ、消費のデフレーターの方は確か-1.4%ということになっていて、上方バイアスを考えると決して楽観できる状態ではない。このところやや消費者物価指数と個人消費のデフレーターの数字が乖離しているが、色々な研究によると上方バイアスが1%以上あると、アメリカについては1.5%とか1.6%とかいうような説もあって、OECD諸国平均で個人消費デフレーターは+1.6%だが、そうした上方バイアスが深刻であるとすると、実はゼロインフレだという可能性もあるということかと思う。デフレーターの中でも私は投資財のデフレーターは、実質的な意味でややデフレが深化していると考えている。これはコンピュータ等の要因もあるだろうが、建設資材等がかなり大幅に下がり続けている。ということで名目金利は下がっているのに実質金利は上がる、その結果、資本コストが上がる。投資のカットオフレートというか、資本のレンタル費用が上がるということで、これは投資環境について見ると、やはり好ましくない状況ではないかと考えている。それからもう一点、前回の会合と比べて大きな変化はドル安傾向が明瞭になったということかと思う。ドルは今年の初めから見ると実質実効レートで5%程度ドル安になっている。ピークから比べると10%程度のドル安ということである。1985年の時点でもドル安があったが、その時は実質実効レートで20%ドル安になった。アメリカにとってはドル安は景気にプラス要因だが、貿易相手国にとってはマイナス要因ということで、しかもヨーロッパの景気がさらにやや下振れしているというようなことがある。日本の実質実効レートはそれ程上がっている訳ではないが、ユーロに対して円安になっているといっても、肝心のユーロの成長率の方が減速してしまうということ

なので、やはり全体として見ると輸出についてはマイナスの影響が出てくるのではないかと考えている。今回のドル安、色々な要因で起こったと思うが、一つの要因はやはり Fed の FOMC の 5 月初旬の決定でデフレというリスクにメンションしたということ、同時にそのメンションしたということがある程度の期間、低金利を続けるというメッセージをいわば、あるいはプレコミットメントしたということが長期金利の低下、あるいはドル安というようなことを誘発した面が私はかなりあると思う。つまりある意味では連邦準備はデフレ・ファイターとしてのクレディビリティがあって、それが事前にコミットメントをすることによってドル安と金利を低めることができる。現実には金利はカットしないのだが、しないままで効果を上げるといった政策を私は採ったのではないかと考えている。最後に日本の金融情勢だが、りそなの問題で差し当たり、影響は限定的なものであると考えられるが、これは短期的な問題ではなくていわば税効果についてのルールについて、やはりこれまでとは違う形で、あるいは本来のルールに基づいて、きちんと査定をするということが今後も続けられるというメッセージを市場に送ったのだと思う。そのこと自体私は中長期的にはプラスの材料だと思うが、マーケットにとっては、短期的にはやはりデフレ圧力をむしろ強める可能性があるということで、ドル安傾向の問題、そしてこの金融の問題、こういった点を考えていくべき、注意していくべきではないかと考えている。以上である。

福井議長

次は福間委員をお願いします。

福間委員

皆さんおっしゃったように足許はほぼ横這いだが、センチメントは、りそなに限らず色々な問題から悪くなっていて、実体面への影響は恐らく今月を含めて徐々に出てくるのではないかなと思っている。展望レポートで申し上げたリスク要因、ドルの動向、SARS の問題、テロの再発につい

ては、私が予想した以上の展開になっており、警戒感を強めている。ドルについては、皆さんご指摘があったように、市場筋では、米国が戦略的見地からドル安を容認しているのではないかという認識、また欧州では、実業界はユーロ高を非常に心配している一方、当局の方は、要するにドルの受け皿としてのユーロというような違った観点から現下のユーロ高は、去年、一昨年と売られた分の戻りであるという見方を変えていないようである。このように見ると、欧米当局と市場、さらに我が国との間では、ドル安に対してやや認識ギャップがあるということで、ドルの動向は一つ心配である。二番目はSARSの問題だが、これは先程おっしゃったように4月までは、その影響は出ていないが、5月に入ると、まず素材市況に影響が出てきている。この点は私も4月末にちょっと申し上げたが、これが従業員解雇、工場・事務所閉鎖といった形で生産活動に一部影響が出始めている。こうした動きが広範化すると、生産・貿易・投資等実体経済に影響が及ぶことが懸念されており、影響の及ぶ範囲は、私が4月に申し上げた時点よりはやや広いのかなという不安を持っている。三番目はテロの再発である。サウジ、モロッコ等で自爆テロが多発しているし、昨日の夜も、米国のテレビで、これが昨日の株安の理由ともなっているが、サウジの米国大使が「今後もテロは多発する。何か大きなことが起きる感じがしている」と、ちょっと不用意な発言ではないかなとも思ったりもするが、こういうことを言っていた。それ程事態は緊迫しているようである。中東和平に対してはロードマップ戦略もなかなか軌道に乗らないということで、ある程度予想していた事態とはいえ、中東情勢の混迷は地政学的リスクとして見逃せないと思っている。米国経済については執行部の説明どおりで、それ程違和感はない。ただ、ドルの問題に敢えてもう一度触れれば、ドル安は諸刃の剣で、先程からあるように、ドル安というのは資本流出を伴い、それが株安債券安を現出したというのは過去何回も米国が経験している訳で、ウォールストリートの方が勝つのか、産業界側が勝つのか分からないが、いずれにしてもウォールストリートが不安定化することは米国にとってトータルにはやはりマイナスな訳である。そういう面での歯止めは

いずれは出てくるのではないかなと思うが、財務長官が交代する度に、発言のニュアンスが変わって市場が動揺するという繰り返しにややうんざりしているという部分もある。欧州経済については、スタビリティ・アンド・グロース・パクトで財政支出に制約があるということ、さらには域内にデフレ傾向の大国、ドイツとかフランスとかイタリー等とインフレ傾向の小国が混在しているため、金融政策の機動性の面で制約があるということ、さらには、構造問題も足枷となっていること等から、景気減速感を一段と色濃くしている。ご承知のようにドイツは2期連続マイナス成長ということである。こうした中で、先程もちよっと申したように、ユーロ高については産業界からこれを憂慮する声が聞かれる訳だが、当局側からはドルに代わる国際通貨としての地位を築くとして歓迎しているかの如き発言が出ているのを見ると、なかなか一筋縄ではいかないなということである。アジアについては皆さんお話しをされたし、私も先程申し上げたが、素材の値段が、前回会合時点で去年の12月位までの水準に下がり、現在は、さらにそれ以上に下がっている。物によっては出合いがないという状態である。これは、要するに、SARSの問題になかなか見極めがつかないので、当用買いだけに徹し、その結果、取引が低調化してきている状況を表わしている。7月以降も感染拡大が続くようであれば、内需減少に伴い中国、アジア域内の自律的な成長メカニズムが逆回転するという懸念もあるため、ワクチン開発まではいかなくても、早期にSARSを制圧することができればなと祈る以外はないということである。国内経済については、これまで内需の不振を輸出でカバーしてきたが、その輸出先の中心が中国、アジアだったが、それがこの円高とSARS拡大で価格面の下落に加えて輸出量の減少が場合によっては見込まれるということ、それにりそなの問題、これは特にもう詳しく申し上げないが、不良債権の処理、税効果会計に関する公認会計士のガバナンスというか、厳しい態度というものが、りそな問題を契機にクローズアップされ、他行の不良債権問題に対しても、改めて問題を投げかけたということである。良い方の動きとしては、春委員が先程おっしゃったように、企業業績が非常に良い。企業の中には、リ

ストラをかなり進めてバランス調整を終えた先も相当数出てきており、リストラに伴う雇用調整の問題はあるが、業績の好転は着実に広がっていて、そうした動きをマクロ面の好転に繋げていくことが、今の日本にとっては一番必要なのではないかと思う。そういう面では、月並みであるが、皆さんおっしゃっているとおり、マクロ政策としては税制改革、規制改革、乗数効果を念頭に置いた財政支出の見直し等が必要だろうと思う。もう一つ良い点は、円高円高と言いながら、円安ユーロ高なので、欧州との競争力は非常に回復しているという点である。採算面ではかなり好転している感じになっている。ドル全面安の中、対欧州通貨に対しては円が弱いという点では95年の円高時代とはちょっと違うということである。それともう一つは、ここにきてプラント輸出が伸びていて、エネルギー関連を中心に大幅に伸びており、これが輸出を下支えしてくるのではないかなと思っている。いずれにしても、この外需依存の経済拡大では円高やSARSを含む海外の政治経済情勢に左右され易い状況であり、重点4分野は勿論のこと、内需拡大を何とか図ることが今の日本に一番求められていることではないかなと思っている。以上である。

福井議長

次、中原委員お願いする。

中原委員

イラクを巡る地政学的リスクという要因は剥落したが、今まで背後に隠れていた構造的な脆弱さ、それに伴う不透明感が、世界経済を覆い始めたということだと思う。米国については経済指標一進一退ということかと思うが、このところ下方へのモメンタムを感じさせる指標が増えているように思う。第1四半期成長率は予想通りの低水準だし、企業生産周り、これは足踏状態、消費も息切れと、設備稼働率、雇用指標、家計債務残高を見ると、まだ企業・家計とも引き続き調整圧力に晒されていると思う。上半期は恐らく潜在成長率をかなり下回る成長だということになるだろうと

思う。F O M Cの発表文にもあったとおり、デフレへの警戒感が強まっている訳だが、この間市場では株高、債券高、ドル安というものが同時進行していて、地政学的リスクの縮小とか原油価格の落ち着きに支えられてとは言えるが、勘繰って言えば財務省とF e dの動きがどこまでコーディネートされたのか知らないが、今後の資本流入が続く限りは一石三鳥と言うか、ウィンウィンのシナリオが展開されつつあるように見える。減税とかF e dのスタンスとかによりマーケットの改善は見られるものの、マクロ面での信頼感とか景況感の指数が思った程好転していかない。そこにやはり米国経済が抱える本質的な問題があるのかなという気がする。本年の後半からは回復のピッチが早まる、強まるという見通しがまだ多数説だと思うが、デフレ傾向が単に需要不足という循環的なものではないと思われるだけに、今後のそのデフレ傾向の強まりが企業、家計の行動にどの程度影響してくるのか注目を要するのではないかと思う。欧州はドイツを中心に米国より深刻だと思う。後退の瀬戸際とっていいのではないかと思うが、今回のE C Bのアナウンスメント、非常に分かりにくいように私は感じているが、どうも金融政策が後手に回っているという批判が強いように思う。ユーロの上昇に対する危機感があまり出ていないが、これは非常に奇妙に思われるが、先日のF Tの記事などを見ても、この状態が続くと相当成長の足をやはりドイツを中心に引っ張るのではないかなと、構造問題をさらに深刻化させると、相当影響が出てくるのではないかと懸念している。米国、欧州とも期せずしてこのデフレに対する懸念が中央銀行によって表明されているが、貯蓄不足ということで資本流入に頼っていかざるを得ない米国が本当に長期金利を大きく引き下げてこのイールドカーブをフラットにしてデフレ対策を打っていけるのかどうか、また欧州では生産性、あるいはインフレ格差を内部に抱えている中で、デフレ克服、あるいはデフレ防止ということで統一的な金融政策を打つことが本当に可能なのかどうか、いずれも今後相当難しい政策運営を迫られる可能性があるように思っている。東アジア、A S E A N、何ともこれは読みにくいとしか言いようがないが、もう少し各国指標を待つ必要があると思うが、S A R

Sの影響は一時的にせよ予想以上強いと感じている。どの程度これが尾を引くのか、年間を通じた経済成長率の大幅な下方見直しは避けられないのではないかと考えている。このような世界経済の中で我が国の経済だが、このところで下方へのリスクバイアスを強めざるを得ないような状況が生まれつつあるように思う。SARSや米国、EUにおけるディスインフレーション傾向の強まり、さらにここに来ての今回のりそな銀行への資本注入は实体经济面にどのような影響を与えることになるかまだ読み切れない。实体经济面で、輸出の頭打ちは明確になった。SARSの影響から4~6月の輸出は減少に転じるのではないかと考える。中国におけるSARSの需要面、供給面への影響はシリアスに考えるべきだと思っている。在庫水準の低さに助けられて生産はまだ横這い圏内ということだと思いが、輸出の先行きによってはここにも影響が出てくると感じている。1~3月のGDP、内需が意外に粘り強い動きだったと思うが、機械受注の見通し、色々な特殊要因があるとは言え、やはり設備投資回復の流れも決して強くない。消費もレジリエントという感じはあるが、所得の減少が続く中で消費性向を上昇させる動きがいつまで持つのか、自動車販売、百貨店売上げ等を見ても夏のボーナス時期の消費が凄く気になっている訳である。GDPデフレ率は昨日来色々な説明があったのもう少し見た方が良いと思っている。金融資本市場、引き続き不安定でまだ先が読めない。企業業績二極化と言って良いと思うが、史上最高益を上げているような企業が多い中で、株価は構造的な売り圧力に晒されていて、底打ち感が出ていない。りそな銀行への公的資本注入に関わる昨日の市場反応は予想していた程悪くはないと思うが、これで悪材料出尽くしということにはならないと思う。引き続き高度の警戒を要する状況である。為替動向も心配である。今のところEUのスタンスから見て日本は孤立無援、実効相場ではユーロ高に助けられてというものの、今後の相場如何で今年度の企業業績への影響も留意しておく必要があると思う。以上である。

福井議長

それでは最後になったが須田委員、お願いします。

須田委員

まず実体経済面については「海外情勢を巡る不透明感が強い中で横這いの動きを続けている」という判断で良いと思う。我が国の景気展開については、国内民間需要の自律的な回復力に多くを期待できないだけに、輸出の動向、その背景にある海外経済の動向が重要な鍵を握っている。具体的には展望レポートで指摘したとおり、皆さんも指摘されたとおりだが、米国経済が回復基調に乗ることができるのか、また、新型肺炎の問題が東アジア経済に及ぼす影響、ドル安の動向などに注目している。

まず米国だが、引き続き緩やかな回復基調にあるものの、未だに回復の力強さは見られない。先般のFOMCの声明文では物価面でのリスクがデフレ方向にあるとされたことが市場で注目を集めた。もっとも同時に経済のファンダメンタルズについては、上振れと下振れのリスクが同程度で、リスクバランスは対称的であるとされたことも重要である。確かに最近の米国の経済指標には良いものと悪いものが混じっている。ただし具体的に見ると、どちらかといえば悪い指標は雇用、生産、稼働率など、遅行的、ないしは同時的なものである一方で、良い指標は先行的なものであるように見られる。すなわち、消費者コンフィデンスが持ち直しているほか、金融・資本市場でも市場予想を上回る企業業績の発表が相次いだことなどから株価が上昇し、社債のクレジット・スプレッドも一部で縮小の動きが見られる。また45年ぶりの低水準と言われる程に長期金利が低下し、ドル安が進行している。因みに米国の金融環境全体をFCIで見ると一段と緩和方向に進んでいる。投資家のリスク認識は落ち着く方向にあるようである。米国の経済自体はこの半年間、対イラク武力行使の帰趨やその原油価格への影響、あるいはテロの拡大などいわゆる地政学的リスクが大きい中で、経済行動に対する意思決定を留保してきたのではないかと思う。そしてそれらリスクがかなり小さくなって、意思決定を再び始めると、時間差な

く値動きに反映される金融市場と、影響が出るのに時間がかかる実体経済の間に、表面上ギャップが生じるのは当然のことだと思う。こうした観点を踏まえると、米国の年後半の成長率が標準シナリオ程度には高まると期待できる状況が続いていると捉えておいて良いと思っている。なおドル安は輸出だけでなく株価を通じて日本経済に影響を与え得るので今後の動向は気掛かりである。

次に東アジアにおける新型肺炎の影響については、個人消費を中心に影響が急速に広がっているようだが、感染の広がりも、またいつ正常化に向かうのかも定かではない。従ってそれが東アジアの内生的な拡大の力にどの程度のブレーキを掛けるものなのかよく分からない。こうしたもとで日本の企業や投資家などの判断停止状態がイラク戦争終結後も今暫く続く恐れがある。現時点で入手可能な統計によれば、韓国や台湾など多くの国・地域で中国向け輸出が拡大傾向にあり、4月の中国の輸入は順調に伸びている。差し当たりは5月の中国の輸入のデータを注目して待ちたいと思う。

次に国内要因については、りそな問題と設備投資の動向について取り上げておきたいと思う。まずりそな銀行への資本増強の必要性の認定が金融市場や企業金融に悪影響を及ぼさないか懸念される。その最初のインパクトとしては、銀行株への影響はあったが、金融市場はほぼ平静であったように思う。今後の展開については、政府やりそなの対応と国民や市場の受け止め方などによって異なってくるのでよく分からない。状況によっては評価が上下に振れる可能性があるので注意が必要だと思っている。日銀としては、前向きな評価が得られるようになりそなの再建に協力する必要があると思っている。次に設備投資の動向については、設備投資の先行指標である機械受注の4～6月の見通しが大幅に減少したことが気掛かりである。これについても、昨日の早川調査統計局長の説明にあったように、1～3月の大幅増加の反動という側面もあるし、また調査時点の問題、つまり、3月下旬にはイラク戦争を巡る不透明感が急速に高まっていたため、判断停止になっていた可能性もある。また、多くの企業が予想どおり増益を実現

し、今年度も増益の見通しだし、中小公庫の設備投資実施企業割合も持ち直している。従って、今回の4~6月見通しについては幅をもってみる必要があると思う。ただし、こうした指標の動きの中に実体経済の下振れが紛れている可能性もあるので引き続き注意深く目配りする必要があると思う。この点に関連して調査統計局では全国の支店と協力してミクロ・ヒアリングを通じ、企業経営者の声や表情などに十分注意を払って頂いている。今日のように企業経営環境を巡る不透明感が極めて強い中ではこうした地道な実態把握が一段と重要になっていると感じている。以上である。

福井議長

ありがとうございました。一通り意見を頂戴した訳だが、この段階で一応の皆さんの意見の纏め、あるいは私の感じも入れて少し申し上げたいと思う。前月以降今日まで、あるいは前回の政策決定会合以降今日まで、いずれを見ても国内経済の足許の動きにはあまり大きな変化はない、ほぼ横這いで推移しているという、そういう大まかな認定では皆様の意見は揃っていると思う。ただ、先行きのリスク、特にダウンサイド・リスクとなると、展望レポートの標準シナリオの修正を迫る程ではないが、それでもやはり幾つかのリスク要因がむしろ強まっている。従って、全体の雰囲気としてもやや不確実性が高まっているという受け止め方をされているのではないかと思う。外部環境という点では、まず海外経済だが、米国の経済がイラク戦争の短期終結により、そういう意味での不確定要因はかなり急速に消え、金融市場では株価の持ち直しや長期金利の低下、スプレッドの縮小という形でそれを好感する動きが出ている。また、米国企業の業績が比較的良いということで、米国自身についても今年後半以降、先行きの標準シナリオについて引き続き期待が持たれ続けている一方、戦争が終わり、改めて米国経済のファンダメンタルズの強さ、弱さの確認が急がれる状況になってきている。生産・雇用・所得の拡大モメンタム、循環的な動きがむしろ弱まっているようにも見えるということで、そこにギャップが見えるというのが現状ではないかと思う。加えて、米国においてもディスイン

フレーションが進行し、デフレが心配されるところにまで近付いている感じがあり、前回のFOMCのプレスリリース、これはデフレーションという言葉を取って避けているが、アンウェルカム・サブスタンシャル・フォール・イン・インフレーションという表現でそのことをかなり強く匂わせた。従って、それがかなり金融市場、特に為替市場に対して波及的な影響を持ったということだろうと思う。特に為替相場については、円の立場から見ると対ユーロ、対ドルで大きく異なるが、対ドルでかなり円高が進行した。対ユーロではそれほどではないが、ユーロについても対ドルで相当ユーロ高になってきている基調は米国の政策スタンス、金利そのものの変更はないが、物の見方、アナウンスメント、従って金融市場への波及効果という点からみて為替相場の基調はかなり変わったのではないかと思われる。今のところ、ヨーロッパではユーロ高に対する懸念は然程強く聞かれていないが、1.17というユーロ発足の時の相場に非常に近付いてしまったということなので、ヨーロッパ経済から見ても限界に近付いてきているのではないかと推察される次第である。日本の立場からは、ユーロ高がヨーロッパ経済に対してダメージを及ぼす段階になると、対米、対欧、双方とも、為替相場の動きは、日本経済にとってあまり好ましくない要因としてカウントしていく必要が出てくるということではないか。

アジアの経済は、目下のところ好調。ただし、SARSの影響が非常に大きな不確定要因であり、病気そのものについてこれをコンテインする見通しが立っていないということであるので、こうした状態が続けば時間の経過とともに経済への影響も大きくなるであろう。日本経済に対してどれ位強い影響が及んでくるか、今後そこのところの注目は愈れないということではないかと思う。

国内の方もほぼ横這いということなのだが、一番大切な設備投資の動きについて、先行指標に少し弱い部分が出てきた。これが本当に先行きを示唆するものか、見極めが非常に重要になってきていると思うし、個人消費の方は雇用・所得環境の厳しさがなお続くということであり、どちらかと言えば勿論、持ちこたえてはいるのだが弱めの動きが続く可能性が強いと

いう状況だと思う。

加えて、金融面では企業業績の回復にもかかわらず株価が不安定である。つまりマーケットは企業業績の足許の回復にもかかわらず、将来の企業収益についてはまだ十分これを評価していないという段階にある。また、りそな銀行に関する一連の措置の今後の影響としては、やはり繰延税金資産の問題にメスが入ってきているということであるので、将来に亘って、不良債権問題の処理がうまくいけば促進される。しかし、仮にうまくいく場合でも、その手前のところでは金融システムに対してある種の不規則な動きを予感させる面もあるということで、今後の市場に対するインパクトはかなり複雑なものがあるだろうと感じている。なお、長期金利は引き続き低下している。特に20年債、30年債についてもかなり顕著に低下している。一部に行き過ぎではないかと見られる程に低下しているということであるので、基本的にはまだマーケットは日本経済の先行き、企業業績に対する先行きの見通しについて、引き続きかなり弱いものを織り込んでいるということではないかと思う。結局、色々な変化の中で、先行きリスク要因として、海外経済、為替相場の動向、SARS、国内の方ではりそな問題を出発点に特にこれが繰延税金資産の問題に熱が入り始めたということなので、金融問題を先行き不安視する人から見れば、不安材料を少し底上げして見始めているといったことではないか。さらに経済情勢について引き続き議論したいと思うが、第1セッションの討議は一応終了したい。第2セッションに移る前にちょうど区切りであるので、ここで10分程コーヒブレイクをとりたいと思う。今10時22分なので35分に再開する。

(午前10時22分中断、10時35分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

それではちょうど35分になったので会議を再開したいと思う。次は金融調節方針等についての議論であり、先程と全く同じ順番に一通りまた意見を頂きたいと思う。最初に田谷委員お願いする。

田谷委員

景気回復のタイミングが若干後ずれする可能性が高まってきていると思う。円高圧力も懸念されるし、株価も足許しっかりしているとは必ずしも言えないと思う。金利引き下げなどの対応が採れるのであれば、採るような状況かもしれない。しかし、採り得る手段が限られたもとでは、それもままならない。今回は、なお書き対応で様子を見るのが適当のように思う。株式市場は、りそなグループに対する公的資金の注入に関連した材料を織り込んだとはとても言えない段階である。市場は、まだこういった材料を消化しきれていないと思う。今後、株主責任のあり方であるとか、資本注入の形態、税効果会計の行方などが明らかになるにしたがって、影響が拡大する可能性がある。足許、時として軟調な株価は、円高や厚生年金基金の代行返上に伴う売りなどによる需給悪化懸念、それに輸出環境の厳しさなども反映して、必ずしも強くないのだと思う。こうした株安あるいは円高、それに現在の環境下における景気下振れリスクなどに対して、日銀当座預金残高の引き上げで対応するのは論理的に弱いように思う。また、これまでのところマネーマーケットはそこそこ落ち着いており、不安定化するようであれば、なお書きで対応して様子を見るのが良いと思う。そのうえで、金融市場の安定化を図るために残高目標を引き上げることが必要であれば引き上げれば良いと思う。前回会合では、郵政公社の預け金の残高がなかなか下がらないことで、なお書き対応が長期化しているということと、大手行を中心として日銀当座預金の吸収力がありそうだということとで当座預金残高引き上げに賛成した。また、それが意味付けとしては金融緩和であるということにも同意した。その後、郵政公社の預け金残高は低下してきている。その分、量的緩和は拡大していることになる。繰り返しになるが、現時点では当座預金の残高目標の変更を行うのではなく、なお書き対応をしながら、マネーマーケット動向を観察したいと思う。景気・為替相場、株価などへの対応は金融システムの正常化促進、金融緩和経路の確保、あるいは何らかの政府の需要喚起策との協調などに見出す

方向が望ましいのではないかと思う。その関連でも、現在検討中のABS購入計画についてだが、どの部分を幾らで買うかというのは非常に難しい問題だが、市場を育成するという観点から考えていきたいと思う。以上である。

福井議長

次、植田委員お願いします。

植田委員

私が考えてきたことは、今田谷委員が言われたことと全く同じなので、必要があればなお書き対応ということで宜しいかと思う。以上である。

福井議長

次、春委員お願いします。

春委員

先週半ば過ぎ位までの状況では、前回決定方針の継続という判断で良かったかと思うが、りそな銀行への公的資金注入決定によって状況は大分変わっているのではないかと思う。次回会合が6月10、11日であるが、5月17日の総裁談話を受けて具体的な対応方針を明示するとともに引き続き市場の状況をウォッチしながら先見的な対応をとっていくということが必要なのではないかと思う。具体的に調節方針だが、市場の展開が予測しがたい現段階では対応の方針を明確にしたうえで、当座預金目標については次回会合まで現状維持としてなお書きで対応するという案と、もう一つは日銀のメッセージを明確に示すというような意味で、あるいは既に昨日もう27兆円を超えているという状況の中で、今回当座預金目標を若干増額するという案と両方考えられるように思う。私としては昨日、27兆円を超えた当座預金残高が次回の6月10日、11日まで、これは勿論分からない訳だが、状況から見て継続する可能性が考えられるのであれば第二

案であるし、ある程度、何と云うか影響が限定的でまた 27 兆円以下に戻せるというような見通しがある程度あれば第一案かなということである。委員の皆さんの現状認識には非常に厳しいものがあつた訳だが、この調節方針についても皆さんの意見を伺いたいと思っている。なお、先日パブリックコメントを締め切つて検討を進めている資産担保証券の買入について、2 点ほど申し上げる。先日、リース業界の方とお会いする機会があり、既にリース債権を裏付けとした資産担保証券の日本銀行の担保の適格が認められていて、資金調達の円滑化に貢献しているということだったが、さらにオペ対象になれば、一段と市場の流動性が高まり市場の拡大にも繋がるので是非検討をして欲しい、ということであつた。リース債権の担保証券については、当初の検討対象に含まれていなかった訳だが、パブリックコメントを見ると、これを対象にして欲しいという意見も出ているようなので、中小企業向け金融の実質的な円滑化に繋がるものとして、前向きに考えたいと思う。もう 1 点は、売掛債権の流動化については、債務者企業の同意を得るのが難しいとか、債権者企業側での社会的評価の懸念があるとか、既存の地域金融機関のコーポレートファイナンスへの影響があるといったようなことで、ハードルが高い面もあると考えていたが、5 月 8 日に岩手県に行って金融懇談会を開き、その中で公的機関である日本銀行が売掛企業債権を担保に証券を買い取るということで、売掛債権の流動化に対する債権者企業側の社会的評価への懸念が少なくなるのではないかというようなコメントを頂いた。考えていないリアクションだったのだが、こういった点も踏まえてこちらの方も実現に向けて対応の検討を進めたいと考えている。以上である。

福井議長

武藤副総裁、お願いします。

武藤副総裁

先に申し上げた経済の現状認識の下で、欧米経済の回復力や新型肺炎の

アジア経済への影響など、海外経済を巡る不透明感に加えて、りそな問題というものを踏まえれば、先行きを巡る下振れリスクは高まっているように思う。そういう現状認識を踏まえると、金融市場調節方針については当座預金の目標値を更に引き上げてはどうかと考える。今仮に不確実性があるとしても、なお書きの活用で十分ではないかとか、いろいろなご意見があるので、私としてはまずそういった考え方を述べて議論をし、それを踏まえて結論を出したいと思う。まず、具体的に結論を申し上げると、目標値としては、27兆円から30兆円程度としてはどうか、というふうに思う。30兆円に引き上げる理由であるが、今申し上げた下振れリスクへの予防的な対応、ということであるので、従来より小幅、従来は5兆円ずつ引き上げてきたので、従来より小幅ということの良いのではないかと思う。仮に30兆円を超えるときには、その時はなお書き発動、というような整理になるのではないかということである。もう一つ、現実問題として、4月30日に5兆円引き上げているので、その引き上げた後それ程間がないということでもあるので、小幅という考え方もできるのではないか、ということである。下限を27兆円とするのは、現実にもう26兆円とか27兆円とか、運用しているの、25兆円というのは如何なものかと。むしろ、現在の27兆円のアッパーリミットを超えて緩和するという姿勢を明確にした方が、小幅引き上げとはいえ、より姿勢が明確になるのではないかということである。その場合に、なお書きをどう考えるかということだが、所謂期末要因、イラク戦争要因というものが最早済んだと考えられることと、りそなの問題を大きく認識するので、そういうことを考えると、当座預金引き上げ自体にりそな対応から引き上げるという色彩が強くなる訳だが、そういう状況を踏まえるとなお書きを、従来のなお書きに戻してはどうかと考える。従来のなお書きはご存知のとおり、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場合には当座預金目標に関わらず云々、という訳なので、まったく前の形に戻してはどうかということである。我々が考えるリスクというものが、りそなの影響といった金融市場の流動性需要を増大させるというリスク要因であるということと、今までの

金融調節の実態から考えると、長期国債の買入を増額するという必要はないだろう、そういうことに頼らなくても 27 兆円から 30 兆円程度という目標は実現可能ではないかと考える。少し観点が違うが、補完貸付については全体の政策の方向性との平仄から見て引き続き現状どおりの扱いを継続することで良いと思う。以上が基本的な考え方であるが、なお書き対応というのは意見としてあり得るというふうには思うが、私の理解ではなお書きの趣旨というのが、予測を超えたイベントに対する執行部限りの柔軟対応ということであるので、基本認識に下振れリスクというのがあるとするならば、やはり明確な目標値の引き上げという形の方がいいのではないかと思う。その場合にも当然なお書きというものは引き続き必要である、という位置づけ、これはなお書きの位置づけの問題にもなるのだが、そういうふうに整理したらどうかということである。以上である。

福井議長

岩田副総裁、お願いします。

岩田副総裁

現在の状況を纏めて申し上げると、実体経済面では為替レートだとか、或いは海外経済、一部に国内経済に下方リスクがあることだと思う。もう一つ、金融面ではりそなの問題。これは言ってみれば、金融システムのある意味での構造変化を引き起こすものだと考えている。日本銀行としても、特融を準備するというようなことを決定した訳だが、そういう事態のもとでどういう対応が求められているのか。一番重要なことは今の時点で国民に安心感を持ってもらうということだと思う。つまり、経済には十分な流動性があります、心配しないでください、というメッセージをどれ位マーケットに対してはっきり伝えるかと。その伝え方は色々な方法があると思うが、具体的な対応としては三つほど考えられると思う。一つは田谷委員等からご指摘のあったようになお書きでもって様子を見て、それから考えると。これは一つの対応である。二番目は、当座預金の目標残高を一定の

額引き上げるという対応。三つ目は上限自体を払ってしまう。これは9月11日の事態のようなことと同じような、ということで上げると。私の考え方は、武藤副総裁からあったように、二番目の一定額当座預金残高を引き上げるということで下方リスクに対しても十分手当とする、そして、国民に対しても、流動性は十分供給しています、と安心感を持ってもらうというメッセージを伝えるという意味では、二番目が良いのかと思う。上限を撤廃というと、相当ある意味では国民がひやひやするのかな、と逆の推測も出てしまうリスクもあり得るということで二番目が良いのではないかと考えている。また、為替レートのリスクについて申し上げますと、85年の時はドルレートが実質実効レートで2割切り下がった。その時他の先進国は平均すると3%程度金利を引き下げるということで、言わばドル高修正と言うか、ドル安から生ずるデフレ圧力に対して、それを相殺するような措置を採ったのであって、先程田谷委員からもあったが、それを何らかの方法で相殺するということが求められていると私は思う。これはヨーロッパの方もそうだろうし、日本も限られた政策手段の中で量的緩和というのを進めるという、マーケットに対してメッセージを出すべきではないかと思う。これは世界経済全体のデフレ圧力の高まりに対し、日本銀行がどういうシグナルを送るかということで、日本国内だけの問題ではなく、世界経済全体を見てもこういうことは、いわば重要な視点ではないかというふうに考えている。この観点で言うと、実は5月に入ってから、非常にドル安傾向が強まって当局が介入政策を行っているというふうに思うが、こういう追加的な緩和をやるということは、実は介入政策の援護射撃になる。これはかなり強い援護射撃になると思う。私は4月時点の量的緩和でも、そういった効果が既にあったと考えているのだが、つまり介入の効果をより強めるといった効果を持っている。簡単に言うと、日本銀行が外債を購入するというのと同じような効果がマーケットで生じているというふうに現時点では思う。例えば、昨日の1兆円の即日オペレーション、これは物凄くタイミングが良かったと思う。これは市場参加者に安心感を与えるということだけでなく、介入政策についても援護射撃をするという意

味で、極めて適切な措置であったのではないかと思う。不良債権の問題についても、言わば税効果会計について、本来あるべきルールでもってきちんとやっていきます、というメッセージを今出した訳で、それに対しても日本銀行は特融という形で、全面的に協調してやるという姿が出ている訳だが、量的緩和の面でもそれを更に強めるということが、今適切なことではないかと考えている。具体的な額について5兆円にすべきなのか、或いは3兆円にするべきなのか、この辺のところの議論というのはさらにあり得ると思うが、私自身は十分に事態をコントロールしているというイメージを出すのであれば、前回よりは小幅の引き上げということで、武藤副総裁がおっしゃったような3兆円程度引き上げるということではないか、と考えている。以上である。

福井議長

次は、福間委員お願いします。

福間委員

昨日の大手行の株価急落を踏まえ、本行としても金融市場の安定化に向けた断固としたスタンスを明確にすることから、当座預金の目標レンジを上げることが適当だと思う。りそなショック、これがどの程度高まるか、税効果会計に対して監査の厳格化がこれを機会に広がるのかどうか。広がることについては、正しいことをやるべきという面からはその通りで良い訳だが、不良債権処理がその裏にあるので、政策サイドとしては、これとの絡みで銀行経営の安定化をどう図るかということが重要になってくる。勿論、銀行自身がビジネスモデルを変えたり、一段のリストラを行うことによりもう少し収益を上げるという努力は必要だが、今の税効果会計は、銀行によって違うが、基本的に一年毎にデューを迎えるため、りそなのような問題が発生することは、当然予想された訳である。だからこそ、みずほや三井住友は、前もって債権放棄したのであり、放棄せずに背丈に合わない税効果会計を行ったらどうということになるかということは、これ

はもうマーケットも知っていた訳である。ある意味では。日本全体で見ると、この不良債権問題あるいは銀行の問題というのは、個別行毎の対応もさることながら、国全体としてのダメージコントロールをどうやったら良いのかという視点から考える必要がある。と言うのは、こういう格好で監査の厳格化が広がり——広げるべきだと思うのだが——、個別行毎に102条の第1項を発動していくと結果的には相当の金額になるという事態が予想される。それよりは、私がいつも持論のように申し上げ、奥山公認会計士協会会長も言われていることだが、税の還付を行う、要するに税効果会計を何とか現実的な姿に戻さないと、不良債権問題の解決に目途をつけることは難しい。ビジネスモデルを変えて収益を上げるというだけでは、幾らそれが長期的に正しく、直ちにやるべき問題とは言え、デューの到来を考えると、結果として、不良債権処理ができる銀行はないことはないと思うが、できない銀行の方が多い。それであれば、今事前的に税還付を行った方が国富の立場から見ると、ダメージが少ないのではないかと思う。これはもう私は5年前からずっと言っていることであり、ダメージコントロールの考え方でいかないと我々が今まさに検討している金融政策運営方針にも影響する。つまり、私は去年の4月以降、日銀はブローカー役を果たす必要があると言ってきたが、これは、信用リスク、カウンターパーティーリスクの存在により、銀行が銀行を信用せず、コールが円滑に運営できていないためである。ではカウンターパーティーリスクはなぜあるかという、ディスクロージャーの問題、不良債権の問題があるためである。そのような状態では、当預を上げて、日銀がオペに入らない限り、円滑に資金が循環しない訳である。この悩ましい問題の根っこは、繰り返しになるが、不良債権問題、さらに厳密に言えば信用リスクの存在にある。ここを放っておくと、金融システム安定化のために日銀が当預を上げることについて、金額の歯止めがかかりにくくなる。基本的には信用リスクが低下し、マーケットが円滑に動くまでは当預の引き上げを行わざるを得なくなる。りそなショックも蓋を開けてみると基本的に各行に共通した問題がある。トランスミッション・メカニズムの問題は、日本経済の心臓である銀

行がスムーズに動けないということが大きな原因であることを踏まえると、バイパスは必要だが、冠動脈・心臓に当たる銀行を動かさないと、なかなかトランスミッション・メカニズムを強化することも難しいのではないかと考えている。であるから、不良債権問題を早く解決する、あるいは税効果会計をもうちょっと現実的な姿にして本当に銀行が前進できるようにすることが求められるのだが、その点に関して依然として不透明である現実を市場が突いてきているのではないかと思う。そういう面で私は、今回、当預引き上げを予防的に行うことはもう当たり前であるし、やるべきだと思っている。そのうえで、これはいつも言っていることだが、オペの回数を何とか増やしてやって銀行のALM管理にも配慮してやること、当預との関係で必要があればツイストオペレーションで売りオペもやっていくということだと思う。金融調節方法だが、これは先程何人かの方が言われたが、手形オペで十分対応可能であるので、敢えて市場に過熱感のある長期の国債の買入枠増額を行うことは今のところ必要ないのではないかと考えている。当預残高目標値については、前回、25兆～30兆円への引き上げと言った手前、本当はもう少し必要だったのではないかと今思うが、けれど武藤副総裁が言われた27～30兆で結構であるし、なお書きの運用も元に戻して対応すれば、恐らくこの危機の鎮静化を図れるのではないかと考えている。ただ、問題の根っこはまだ残っている。以上である。

福井議長

それでは中原委員お願いします。

中原委員

先行きリスクは前回会合の時に比べて高まっているということは先程皆様のご意見にもあったとおりだが、内外での不透明な要因が極めて多い状況、また政策の選択がかなり限られている現状から見て、今回としてはなお書きを援用して潤沢な資金供給を行い、場合によっては27兆円以上を現実の数字として維持するというようなことも必要だと思うが、同時

に決定会合で強い問題意識と金融システムの混乱を未然に、徹底的に防止するという強い意志をステートメントの形で明確にコミットしたうえで、もう少しりそな問題の影響を、実体経済の流れを見ることが必要ではないかというふうに考えている。私は楽観的に見ている訳ではなくて、りそなの影響が読み切れない、もっと悪い状況も起き得るという中で、今3兆円か5兆円か分からないが、当預目標を引き上げることが必要なのかどうかという判断を詰めていくと、もう少し力をためるというか、そういう状況が必要ではないかというふうに考えている。現実問題として、総理大臣談話、関係大臣・総裁談話、さらになお書きを援用した即日オペ、特融というような対応をされていて、マーケットの安定は一応保たれている訳だし、預金者の動揺も見られていない。今後は地方銀行とか中小金融機関への波及は全く不明である。何が起こるか分からない。税効果の運用もどうなるか分からない。また本来一番大事な金融機関の収益モデルとか、あるいは収益力向上、あるいはリストラ、こういう問題がどう展開されていくのか、どう行政的に指導されていくのか、全く読めない。また実体経済についても景気判断が分かれ目の状況に今来つつあるというようなところで、ここでもう一呼吸おいて、手許に引きつけて、事態を引きつけて見極めることが必要ではないかと思っている。30兆円、3兆円増やすという様な、ややトークンのような緩和を行っても必ずしも日銀としてのコミットメントを強めることにはならないのではないというふうに思う。今後考えられる金融システムの不安定感、あるいは資本市場の揺らぎ、実体経済がネガティブなショックを受けるリスク、世界的なデフレ傾向等々を考えると、私は改めてここで二つの点を申し上げておきたいと思う。第一は物価目標の問題である。これを参照値とするか目標とするか、これは今後の議論でもあるし、また政策の透明性の議論の中で進めるのか、あるいは追加緩和の一つの枠組みとして考えていくのか、いずれにしろ直ちに望ましい具体的な物価上昇率の採否を結論を出すのは、今までの議論の接合性、あるいはコンシステンシイからいっても、また説明責任という点から言っても難しいのではないかと思うが、そういう点ではまずは物価上昇率を何

で捉えて、中央銀行の金融政策の中でどのように扱うべきかを検討することを早急に始めるべきではないかというふうを感じる。今後実体経済面、金融資本市場で生ずるかもしれないネガティブなショックに対して現在の量的緩和のレジームのもとで対応せざるを得ないとすれば、物価上昇率の目標設定、たとえその目標の達成期限を定めないとしても、量的な拡大の手段とパッケージで打ち出すことによって期待形成へ働き掛ける部分はあるのではないかというふうに思っている。それから第二の点は、量的緩和のさらなる拡大を今後の選択肢として考える、あるいはそれしか残されていないという感じはある、そのような状況のもとで、どういう手段でさらなる拡大が考えられるのか、適格担保の拡大もまだ余地は残されていると思うし、民間信用リスクを直接取る選択、資産市場に直接流動性を供給する選択、こういうものも含めて今後の政策選択を網羅的に、波及のメカニズム、市場機能への影響、テクニカルなフィージビリティ、あるいは法的問題、こういう切り口から早急に詰めていく作業が必要ではないかと考えている。以上である。

福井議長

次、須田委員お願いします。

須田委員

先程述べた私の金融経済情勢判断を簡単に纏めてみると、実体経済面の判断は前回の会合から変化していないが、内外経済を巡る不透明感はかなり高いところに、リスク要因として新たにりそな問題が加わったということだと思う。りそな問題がどのような展開を辿るかは定かではないが、繰延税金資産の多い銀行、株価の低い銀行、生保などへ問題が伝播する可能性や風評リスクなどを考えると、金融市場が不安定化するリスクは無視できない。従って、金融市場の安定確保に万全を期す必要があると思う。そのためには、必ずしも読み切れない金融機関の予備的な資金需要増に無制限に応じるという姿勢が必要だと思う。当面の金融政策運営について、

そのためにこそなお書きがついているので、それに対応するというところを改めて表明すれば良いのだと思う。強いてもう一つの対策を挙げるとすれば、「本文」で対応する姿勢を示すという意味で、差し当たり当預の上限を取るということが考えられる。これはまさに異例な措置だが、これが危機対応というものだと思う。いずれにしても市場が落ち着いたところで改めて調節方針を決めれば良いと思うが、先程の執行部の説明にあったように、昨日の金融資本市場はほぼ落ち着いていること、りそなグループの当預の状況、市場における資金決済の状況に特に目立った混乱もなく資金流出も生じておらず、特融も必要なかったことなどから考えると、なお書きで対応すれば良いのではないかという思いを強くしている。

あと、当預残高引き上げが望ましいとおっしゃった意見について、二つだけ意見を述べさせて頂きたいと思うが、下振れリスクに予防的な対応を取るということは、私は少しおかしいのではないかと考えている。と言うのは、これまで我々は昨年からの展望レポートにおいて、下振れリスクを色々議論してきたが、それがずっと顕現化しなかったという状況がある訳で、そういったリスクが顕現化する可能性が高まったのであれば分かるが、下振れリスクがあるからそれに対応する、というのは、それが実現しない可能性もかなりあるということであり、ちょっと如何なものかなと、思っている。それから、その3兆円の意味がよく分からないのだが、ある程度見通せる部分に対してはそれに対応して、予想外のものにはなお書きで対応、ということだと、実際30兆円以上となった場合、——私は色々な理由でどういうふうに資金需要増が出てくるか分からないと考えているが——予想よりももっと資金が必要になったということによって却って市場を不安定化させるのではないかと、思っている。いずれにしても私は、現状ではなお書きで対応すれば良いというふうに考えている。以上である。

福井議長

ありがとうございました。一通り意見を頂戴した。当面のリスク要因の強まり、あるいは金融市場の不安定性に対する見方、対応という点で、基

本認識に大差はないが、対応の仕方として三つ程案が出ている。一つ目は少なくとも次回決定会合まではなお書き対応でいくという案。二つ目は当座預金の目標値を引き上げる。小幅引き上げ、具体的には現行の目標値から3兆円引き上げ、30兆円をアッパーリミットとする案。この場合はなお書きは従前のもの、つまり2月以前のものに戻すという案。三つ目は当面上限を撤廃するという案である。三つ目の上限撤廃案はかなり少数意見だったかなと思うが、残りの二案、なお書き対応でいくのか、あるいは当座預金目標値をこの際3兆円程引き上げるのか、この二つの案についてはかなり意見が分かれている印象を持って拝聴した。情勢判断に基本的な差はないが、なぜこのように意見が分かれるのかという点についてはもう少し議論をして頂きたい。しかも何らかの対応が必要だということまで一致している訳なので、あとは技術的な問題の差なのか、より本質的な問題認識の差なのか、というポイントがあると思うのでさらによくここで議論をして頂きたい。私自身の感じは先程申し上げたとおり、前回、あるいは1か月前以降の情勢の変化という点からいくと少なくとも海外経済については実態的に少し下振れリスクが強まっている。それから為替市場の動きにもかなり大きな変化が出てきている。それからSARSの問題についての不確実性は強まっている。国内については、实体经济の動きは、先行指標に多少変化が出ているとか、デフレータの読み方が難しいということはあるが、あまり大きな変化は出ていない。しかし金融面ではやはりそなの問題が、繰延税金資産の問題にもメスを入れながら、不良債権の問題処理を加速するという要因ではあるが、短期的には不安定性を拡大するところがあり、これに対する吸収措置をきちんと用意しながら対応していく必要がある。こういう要素が出てきている点はやはり大きな変化ではないか。従って、なお書きというものの性格を本来、どう理解するのか、一過性のもので時間の経過とともに、収束の可能性が十分予見できる場合というのが一番典型的なのだが、判断を留保して次の会合までということに本当になじむかどうか、ということが一つあると思う。それからなお書き対応の場合には、メッセージ性という点では極めて不明確だということが

あろうかと思う。従って、今の情勢判断、そんなに差はないとは言っても、本質的なところでこの際、少額であってもよりメッセージ性の強いもの、つまり日本銀行のコミットメントを明確に出して、なお書き対応の位置付けを少しノーマルな状況に戻す対応が良いかどうか、ここがポイントだろうと思う。なお量的拡大、つまり流動性を追加的に供給し続けることによるデメリット面も少しずつ出てきているのではないかという、より本質的な問題もあるかもしれない。これについては引き続きより深い議論を行っていく必要があるだろうとは思っている。取り敢えず私の頭の中にはそういう問題意識があるのだが、今回については、残された二つの案、なお書きでいくか、目標額を引き上げるか、情勢判断にそんなに差がないのにスプリットしたままということでは非常に結論が出しにくい。もう少し討議を尽くしてみたいと思っている。先程、植田委員は、全く同じとおっしゃったが、本当に全く同じか。

植田委員

今日は私の感じではあまり揉めずにレンジを上げるかなお書きでいくか、すんなり決まった方が良かったと思ったのだが、議論になってしまったので、総裁おっしゃったように技術面の問題と、やや本質面の問題と両方あると思う。本質の方は、本音を申し上げれば今日議論しても甲斐はないので、やや不毛なところがあるが、技術面の方を中心に二、三申し上げてみたいと思うが、当預をどうするかということを考える際に、流動性不安の問題にどう対処するかということと、これは一部に含まれるが、景気・物価の将来リスクに対してどう対応するか、そのために当預をどう使うか、という両面があると思う。まず流動性需要のあり得るかもしれない増大にどう対応するかという点に関して申し上げれば、まだりそなでも特融を直ちに出すという状況ではないし、昨日、今日と短期金融市場に重大な混乱が起こっている訳でもないということで、現在物凄い需要が増えて、それをアコモデートしなくてはいけないという状況にはなっていないと思う。だから、予期せぬリスクがこれからくるということではなくて、りそなと

いう見えているものであるという点では、ある意味なお書き対応に馴染まないという武藤副総裁がおっしゃる点、分かるのだが、他方流動性需要の増大というところにきていないという意味では、まだ流動性需要の増大が起こるかどうかが見えていないということでもあると思う。そういう中でやるとすると、現在当預目標を上げるということであるとすると、将来りそな関連等で流動性需要が増えるかもしれない、それに現在前もってある程度の手当てをしておくことによって、将来の不確実性を心配した現在のネガティブな動きをある程度抑えておくということかなと思う。これを何人かの方は強いメッセージを送るという表現をされたのだと思う。ただ、これに対する反対側の見方は、ここまでの流動性供給の経緯を見ると、前もって増やしてもあまり後で流動性需要が増えた時の対応にならなかったということがあるのだと思う。増やした分はどこかに溜まってしまって、その後誰かが流動性需要が増えたので欲しいと言ってもマーケットでは必ずしも仲介されずに日本銀行が福間委員がおっしゃったように、オペの相手方として出て行かないとなかなかその必要な人に入っていないということかなと思う。従って、前もって対応していくということの意味もやや普通に考える状況よりは薄れているということであるし、それからこんなことを言うと自己否定に段々なっていってしまうが、当預の水準自体が流動性の必要な人に上手く行き渡るかどうかということの程度を表わす指標に必ずしもなっていないという面もあるのだと思う。それが難しさであり、なお書き対応が良いのか、当預目標引き上げが良いのかということの判断が難しい一つの理由でもあるかと思う。もう一つのやや大きな問題である物価、景気の下方リスクへの対応ということでの当預の増額ということであるが、勿論当預の状態が通常金利引き下げと同じような意味で景気、物価にある程度のプラスの影響が見込まれるということであれば私もダウンサイド・リスクの高まりに対応して発動するというにやぶさかではないが、ここは控えめに言ってもそういう力はこれまでの景気を見る限り弱いということだし、岩田副総裁がおっしゃったような為替介入への支援になるかどうかは私は一瞬はあるかもしれない

が、やや疑問である。近い将来を見ると、政策の行方は量でやるという看板を下ろすという選択か、下ろさずにあまり何もしないという選択か、下ろさずに何か工夫をしていくかという選択なのかと思う。この議論に今日入っても答えはないのだと思う。そういう中で悩むなあというところか。混乱させただけのような話になってしまった。

福井議長

他に如何か。

春委員

質問だが、27兆円から30兆円に増額するとした場合に、実際の目標値というのは、昨日の段階で27兆1千億円になっている。30兆円の方へもっていくというイメージなのかどうか。

武藤副総裁

そこは、議論をして決めればいいと、結論的に言うとそういうことかと思う。というのは、予防的などという趣旨から考えると、それを常に従来と同じように30兆円の上限を目指した運用が望ましいのか、それともその辺りはもうちょっと弾力的で良いのかということはあるかもしれないので、そういう意味では従来と同じように考えて良いのかどうかは議論を要すると思う。なお書き対応というのは、確かにある意味で賢明なやり方だと思うが、また別途考えると、なお書きで対応するということは、対応という言葉があるので、ごまかされるが、実は対応していないということだと私は思える。要するに今回何もしないということで、何かが起こったら今まであるツールを使えばいいということだから、なお書き対応という言葉の意味がちょっと不明確なのだが、積極的に何かをやるということが必要かどうかということが一つ判断の対象となるのかなと思う。これは今伺っていて気が付いたことなので、なお書き対応というのは一体何なのかなというふうに考えると、一般の人は要するになお書きの文章を多少変え

たところで、現状維持したなというふうに捉えるのではないかという気がする。

植田委員

これはさらに突き詰めるとまた難しい問題になる。例えば当預目標、量ではなくて金利でやっていたとする。コールレートで0.1%。そうするとなお書き対応というのは自動的に発動される。金利が上がりそうになると量を増やすので。従ってそういう対応をしたとしても、全く現状維持の政策になる。だからそれよりも強めの対応する時はたいてい金利をちょっと下げるのだと思うが…。

中原委員

私はなお書き対応のもとで現状維持で良いと思う。既に総裁談話、総理大臣談話が出ているが、改めて金融システムの混乱を未然に防ぐという強力なコミットメントを追加する。例えば、必要があれば政策委員会で、決定会合としても改めて流動性供給については万全を期すというステートメントを出せば良い。なお書き対応のもとでの現状維持が弱いということは私は必ずしも運用の仕方次第ではないかと思う。むしろ3兆円という大きさが今までの5兆円という大きさに比べてどうかと、どの程度に見ているのか、3兆円の意味は何だ、5兆円の意味は何だという議論が起きる訳であって、その時にどう説明するのか、これは非常に難しい。私は本当に実体経済のリスクがここで顕現化する蓋然性が極めて高くなったというのであれば、もう思い切って長国の買い切りを相当増やして、35兆円位を狙うべきだと思う。27兆から30兆、しかも27兆から30兆の間にどこで落とすかについては適当にやるというのでは私は政策としてのコミットメントは弱いのではないか。もし、万が一30兆で決めるとしてもその時は30兆ピンポイントでやるという構えでやるべきだろうと私は思う。

田谷委員

宜しいか。

福井議長

どうぞ。

田谷委員

この、岩田副総裁が最初に言われたことも、量的緩和の効果を考える時、金利低下効果に近いようなことであれば、全く言われるとおりにということだと思ふ。であるから、先程一番最初に申し上げた時は、先程植田委員が言われた本当に根本的なところに触れないで、一言で、ワンセンテンスで言ったのである。円高対応であるとか、株安対応であるとか、景気下振れ対応にその当預残の目標値を上げるということで、対応しようとする論理的に弱いところがあると申し上げたのだが、それは後で色々エンピリカルなリサーチをしてみたら、いや実はこういう経路を辿ってあったということになるかもしれない。私は今まで量的緩和の効果については、比較的前向きに評価していた方だと思ふ。例えば、クレジット・スプレッドを小さくしてきた可能性はあるというふうに思ふ。ただ、今現状のマーケットを見ると、クレジット・スプレッドは随分縮小してしまっているし、そういう面でも今まで私が評価してきた点すらあまり効果がないのではないかというふうに思ふ。そういうことで、ちょっとやはりそこら辺でどうしても趣旨はよく分かるのだが、なかなかそうであるというふうに申し上げられない。あと一つ、福間委員に聞きたいのだが、確かに日銀がブローカー機能を強めてきていて、これは致し方ない面がある。そしてその際、何をそれでは見ながら当預を引き上げていくのか、端的に言うと、やはりマーケットを見ての対応だと思ふ。そうすると、金利の動きということにはなると思ふ。仮にそれが落ち着いている時は先程の福間委員の表現では予防的にやると。そうするとマーケットの側から、あるいは日銀ウォッチャーと言われる人から我々が当預を引き上げる時、なぜ引き上げたのか

全く分からない。前回の引き上げの時も随分その質問をされた訳だが、私も予防的に引き上げたというふうには言っているのだが、これを続けていくと、マーケットの人達の対話というのが非常に難しくなってくるのではないかと思うが、その点はどのように考えているか。

福間委員

私が銀行のALM管理を非常に気にする、気にするというよりも心配で仕方がないのは、それが企業金融に繋がるからである。つまり、97年、98年の流動性危機の恐怖感を経験した人は判かるのだが、銀行は、大手行とてALMはちゃんとできていないと思う。非常に良い銀行でも。手前の資金、流動性はある。しかし、長めの資金については、昔は大口定期とかユーロ円とかでスムーズに取れていた訳であるが、現在は、そのような形で市場調達することが困難になっている。だから去年の10月30日手形買入れのオペ期間を6か月から1年に延ばしたのである。銀行にとって、資金の安定性がないとラダーとしてのコンフォートは出てこないのである。コミットメントライン及びオーバードラフト契約が随分あるため、明日になったら資金が出ていくリスクがある。であるからターム物3か月、6か月の資金を銀行が客に随分出している中では、そういうものに対して、ある程度の期間の資金、ターム物資金を調達しておかないと、ALMはできない。もっとも、長い資金はりそなのような問題が出るとグッと引っ込む訳である。去年の秋口までは、コール市場の縮小を補う形で、DD取引を通じて長めの資金の調達を行っていた訳である。ところが10月頃から、特に11月になって株が急落した。そうすると200円以下の株価の銀行はどうだとか、100円以下はどうだとか、そういう形で信用リスクが一段と意識されるようになった。そうすると、DDも1週間とかそういう具合に縮小してくる訳である。それまで3か月で調達していた資金がキュッと縮小する訳であるから、求めるところは日銀のオペ以外にない訳である。あまり具体的な名前を出してはいけないが、ある銀行が去年の11月のオペの時に全取りしたことがあった。ああいう格好になる訳である。全部金が

欲しいという感じになってしまう。というのはあまりにも資金がとれないから。今回のりそなショックというのはそういう形での波及効果はある、ターム物がとれないという。であるから私は、手許はそんなに心配している訳ではない。よく執行部の説明にもあるが、預貸は余剰、つまり預金オーバーなので流動性リスクは小さいという見方がある。しかし、その場合でもターム物は足りない。経営の安定という観点、ALMの立場からいったら、ある程度の資金の安定性が必要である。完全なマッチングは必要ないが、ところが今は非常にタイトな細い細い線の中でターム物資金をとっている。だから日銀経由で長めの資金をとる必要が高まる。今、需要がないと言われたが、ターム物を出したら幾らでも需要はあると思う。幾らでもとは言わないが相当あると思う。特に、こういう形で不安が高まれば、銀行はできるだけ安定した資金にシフトしたいはずである。タームを出すと手許はさらに余るかもしれない。その時は売りオペをやれと。実際、山本市場局長の出す資料の何番かにあるが、オペが両建てになって6兆円位か、売り買いが両立してある訳である。

植田委員

それはターム物の金利に今、必ずしもそんな急上昇の傾向が見えないのだが、金利を見ていたのでは実態が分からないということなのか。

福間委員

いや、リスクがあるから出さないのである。

植田委員

取引が薄いからか。

福間委員

然り。成立しないのである。それは何かと言えば、やはり相手のディスクロージャーがしっかりしていない、あるいは不安があるということであ

る。

福井議長

私は議長の立場なので敢えて質問ということではないのだが、なお書き対応か増額かについて私の頭の中にコンフリクトがある。不確実性が高まっている、リスクが高まっている時に全てなお書き対応というのが馴染むかどうか。明らかに一過性のもの、戦争が起こったとか、システムのアクシデントが起こったとか、銀行の問題にしても非常に単発的な性格のものとか、従ってその波紋は必ず静まるのだと誰しも認められるようなケースは、極めて典型的になお書きに馴染むと思うのだが、一口に不確実性と言われている部分であっても必ずしも一過性でない、場合によってより増幅するかもしれない、長く続くかもしれない、そういった物に対して政策的判断を留保する形でなお書きで臨むことで良いのかどうか。今回の場合は、リスク・ファクターが幾つもあるとそれぞれに違うと思うが、金融システムの問題について言えば、例えばその問題は本当に単発のケースと考えられるのか。連鎖的に物事を引きずり出すとか何とか敢えて言っている訳では勿論ないのだが、みな共通の問題を抱えている。程度の差としてみな共通の問題を抱えていて、処理が促進される方向にあれば、処理の促進そのものは将来にとって好ましいのだが、そのプロセスにおいてむしろ不安感を増幅させる可能性があるのか、それに対して、やはり一番最初の段階でメッセージを出す必要がないのかどうかと、この部分が私の頭の中のコンフリクトである。それも含んで議論、判断をして欲しい。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。要するになお書きですか、それとも量的緩和をさらに追加したというメッセージを伝えるかというところが基本的な点だと思うが、さらにその点のもう一つの裏側は量的緩和、先程植田委員と田谷委員両方からあったのだが、そういう当座預金残高を増やしても、それは实体经济に利下げと同じような効果はないのではないかという、つまり

力不足なのではないかという問題である。私も力不足だと思っているが、では力不足なのをどうやったら力を付けられるのかと言うと、私自身は最初からずっと申し上げているが、中原委員から指摘があったように、要するに中央銀行としてデフレを克服するということに対するコミットメントが、実はマーケットに十分伝わっていないので量的緩和をやって、増やしても、マーケットの期待が変わらないというところに本質的な問題があると思っている。そこをどうやったら変えられるか、ブレイクスルーは私はやはり、ターゲティングだと思う。勿論他にも方法があるかもしれない。別に物価でない場合もあるし、為替レートというのをターゲットにするということだって経済政策上はあり得ると思う。そういうことで、人々の期待を変えるというところが本質的に問題なのであり、量的緩和が力不足だというのは、私も認識としては同じなのだが、それではそれをどうやって強めるのかといったネクストステップは、やはり私は、それは参照値の形にするのか、あるいは強い形のターゲティングにするのか、それは日本型のターゲティングにするのかが、やはりブレイクスルーするための一つの有力な手段だというふうに考えている。であるから、強めたいのであればそういうことをさらに付け加えて量的緩和をやれば、私はもっとパワフルだと。先程私はFOMCの決定は非常に巧妙だったと述べたのだが、日本銀行もある意味でプレコミットメントをやっている訳である、量的緩和で。プレコミットメントのテクノロジーを使っているのだが、惜しいことにデフレを克服するということについてのメッセージ性が不足しているために、マーケットがそれを十分に受け止めない。であるからやや力がそのために減殺する。さらに私から見ると凄く不幸だと思うのは、日本銀行自身がこれはあまり有効性がないと言いながらやるというのが、そういうコメント付きでやってしまうというのは最悪の事態で、コミュニケーションのテクノロジーとしては最もまずいやり方だというふうに思っている。であるからそこをはっきりさせる必要があるのではないかというふうに思う。それからなお書きというのは、どの位そのメッセージ性を持つかということなのだが、私はおそらく、短期市場のマーケットの方は単純

に増やしてもそれはあまり変わりはないなということかもしれないが、私はここはもう少し広い国民の立場に立って考えて金融政策を見る必要もあるというふうに思っており、日本銀行がどういう形で自分達のスタンスを国民に伝えようとするのか、その伝え方がなお書きで十分なのか、それともあるいは談話という形でそれでもう十分伝わるのかどうかと言うと、私はやはりちょっと心もとないと思う。はっきりそこは、より緩和の方向で考えるということマーケットに伝えるべきではないかというふうに思う。これは正にコミュニケーションの問題だというふうに思う。

福井議長

他にあるか。

春委員

やや初歩的なことだが、マーケットの受け止め方は、私はなお書きでやると言えば、現在のあるべき水準は 27 兆円だなというふうに受け取るだろうと思う。それから拡大すると言うと、やはり先程質問した点だが、マーケットは 30 兆円に上げるつもりがあるのだな、あるいはあるべき水準は 30 兆円だなと、であるから昨日即日オペをやって 27 兆 1 千億円という微妙な数字にあるところで、どちらの宣言をするのが良いのか。であるから、ここは結構右か左かという問題ではないかと思うのだが、そういう認識で宜しいか。

福井議長

概ねそういうことなのだろう。

中原委員

りそなの問題がここで終われば万々歳なのだが、3 年という税効果を公認会計士協会が今後どうインプリメントしていくのか。既にマーケットでは 3 年で計算すれば大手行の幾つかも 8% 割れという試算が出ているし、

問題の広がりがちょっと読み切れないところがあると思う。これで次にまた1~2週間のうちに問題が出る、あるいは地方銀行に波及する時に、もう一回3兆円ずつまた上げていくのかというような議論もあり得ると思う。問題の大きさをその3兆円という大きさを計っていくのかどうか。私は、もし今及び将来とも、金融政策、金融システムに対する非常に不安定感が出てくるという蓋然性が高いと判断するのであれば、3兆円などと言わずに、思い切って35兆位を切りの良いところで5兆円位を増やすということによっていくべきではないかという気はするのだが。何か3兆円という数字を説明できるのか、今後さらに発生してきた時にどう対応していくのか、改めてこういう逐次的な対応でいくのかというようなところについての説明ができるだろうかという点でまだ自信がないというのが私の考えである。

福井議長

他に宜しいか。

須田委員

私も3兆円とは一体何かという問いに答えなければいけないと思っている。

福井議長

はい。

武藤副総裁

「思い切って」というのはおっしゃるとおり、メッセージとしては一番強力なるものだが、それも結局35兆円を合理的と今言えるのか、ということになると、同じ問題を持っているのではないか。5兆円というのは、確かに過去も5兆円ずつ上げてきたから一番説明しやすい、ということはいえなくもないが、所詮5兆円も、7兆円も3兆円も、そういう意味であ

まり実質的な意味合いがないのではないかと。要するに増やすかどうかと、増やした時にはどの程度が一番現実的なのか、という判断にならざるを得ない。結局このりそなの問題の深刻さをどのように捉えるか、ということなのだが、確かに一両日の状況というのは安定をしているやに見えるが、これは、とてもこれを基に様子を見るというような安定した状態というふうに考えられないのではないかと。要するに何が起こるか分からないと考えておくべきではないか。確かに顕在化するかどうかという議論をすると、色々難しいかもしれないが、リスクの量とかタイミングとかいうことに非常に心配がある。従って、なお書きというのは、依然として合わせ技としては意味があると思う。3兆円にしても、5兆円にしても、いずれにしても、なお書きは必要である。先程、メッセージ性という話があったが、ここは明確なるメッセージを出す、ということで、それで足りないという事態が生じたらそれこそ対応していかななくてはならない。だからといって、逐次投入ということを行う方もいるかもしれないが、様子を見てということよりは、積極的な対応をした方が非常に現時点においては望ましいのではないかと、という総合判断ということなのではないか。

須田委員

なお書きが控えている、ということではないと思う。読み切れない需要に対しては無制限に応えますよ、と前に言っていくことだと思っている。

武藤副総裁

それは分かる。そういうことでやるということも、確かにひとつの手であると思う。そういう立場ということも十分あると思うが、そういうことだと先程のメッセージ性ということと、事態に対する対応について、状況が分からないから上限を撤廃してしまうのだというのは、少しコントロールを逸した印象を与えてしまう。9.11のようなマーケットの要因でないような、外部の要因ということだからわかるのだが。今回はあくまでも金融の中の話であるから、コントロールが効いているという状況のもとでリスク

に対応するという、そういうことから、数字があった方がいいのではないかと思うのだが。

福間委員

例えば、中原委員が言われた地銀の小さいところの問題が金融システム全体にそんなに大きく影響するとは思わない。やはり金融政策としてどのように対応するかは問題の発生の都度判断するというのが、現実的である。一方では、発生を防ぐという努力はしなくてはならない訳だから。逐次投入というよりは、りそな銀行の今の不安感に対してこれに連鎖が起こるか、という今の状態にこちらとしては万全を期して対応をする、ということだと思う。

福井議長

議論が必ずしも、十分収斂したとは思わないが、皆様の意見は十分に出して頂いたと思う。結論を出さなくてはいけないので、議長提案を出させて頂きたい。今の段階では、当座預金増額、という方向で議長提案をさせて頂こうかと思っているが、その前に政府の代表の方から意見を頂戴したいと思う。

谷口財務副大臣

わが国経済の現状を見ると、企業収益の改善や、設備投資に持ち直しの動きが見られ、先日5月16日に公表されたQEによると、14年度の実質GDP成長率は、1.6%とプラスに転じている。他方、名目GDP成長率は依然マイナスの0.7%であり、このところの株価の低迷や、アジア地域におけるSARSの発症拡大など、先行きについては楽観視できる状況ではなく、引き続き十分注視していく必要があると考えている。

現在、日本銀行は金融政策運営の基本的な枠組みについて、金融政策の透明性の向上と金融緩和の波及メカニズムを強化する観点から、幅広く検討を行っている。日本銀行におかれては、家計や企業など実体経済に如何に資金を流すかという観点から、質量両面において一段と工夫を講じられ

ないかさらなる検討を進め、実効性のある金融緩和措置を実施して頂きたいと思っている。

こうした検討作業の一環として、日本銀行は中堅・中小企業関連の資産担保証券の買入れについて検討しているが、今後、可及的速やかに市場関係者の声を踏まえた具体案が決定・実施され、企業金融の円滑確保及び実体経済における資金循環の活性化に繋がることを期待している。

今後とも、わが国金融システムの安定確保のため、市場に不測の事態が生じないように、潤沢な資金供給を含め万全の対応をお願いする。

これに付け加えて申し上げますと、先週の土曜日、先程の議論でもあった、内閣府に設置された金融危機対応会議が行われた。この際に、預金保険法の102条の第1項第1号対応ということで、この公的資金の注入ということになった訳である。日本銀行においては、この日銀特融ということも含めて、先程も申し上げたこの状況の中で万全の対応をお願い申し上げたいと思う。今申し上げた中で言及していたが、ABS、ABCPの資産担保証券のことだが、そもそも中堅・中小企業関連の資産担保証券の購入の検討については、従来のように資金流動性供給だけが目的であれば、信用度の高い部分だけを購入するということになるが、今回、日本銀行は資産担保証券市場の活性化を通じて企業金融の円滑化を図り、金融緩和効果を強化することを目的とする旨表明している訳である。現在発展途上にある資産担保証券市場が活性化するためには、日本銀行がある程度リスクをとることを含めて、従来よりも柔軟な対応をとることが必要であると考えている。他方、金融政策として行う以上、一定の制約があり、日本銀行においてはそうした制約の中でぎりぎりの努力をお願い申し上げたい。いずれにしても、本措置は、中堅・中小企業金融の円滑確保に資するという趣旨もあるので、可及的速やかに具体案を決定、実施することが必要であると考えている。もう一つ言及させて頂くと、先程、福間委員が税の還付のことについて言及されたので、そのことについて申し上げますと、ご存知のとおり対象になっている金融機関がこの数年間、納税を行っていないという実態があり、このような状況の中で税の還付を行うということがどれほどの効

果があるのか、ということも国会の中で議論されている訳である。金融庁の方は、この15年間先まで還付したらどうかと。9兆5千億になる訳だ。こういうような要望がある訳だが、しかし、金融業界とその他の業界との公平、公正という観点もあるし、ここにきて15年先まで還付するといったことについてはどうなのか、ということもある。冒頭に申し上げたように金融機関がこの数年納税していないという状況からすると、なかなか難しいところもあるのではないかと考えている。

福井議長

小林内閣府審議官、お願いします。

小林内閣府審議官

16日に公表された平成15年1～3月期のGDP速報では、実質GDPが前期比0.0%とほぼ横這いとなった。これにより、平成14年度の実質GDP成長率は、1.6%となり、政府の実績見込み0.9%を上回った。しかし、GDPデフレーターの下落幅は拡大し、1～3月期前年同期比で-3.5%とデフレが継続している。

景気の基調判断については、本日の月例経済報告等関係閣僚会議において報告されるが、いずれにせよ、景気は概ね横這いながらも、先行きを巡る環境には不透明感が存在している。

政府は、金融・経済情勢を注視しつつ、中期的な日本経済の重要課題のデフレ克服に向け、平成15年度予算、税制改正法案等を着実に執行・実施するとともに、引き続き金融、税制、歳出及び規制の四本柱の構造改革を積極的に推進しているところである。また、14日には「証券市場の構造改革と活性化に関する対応について」に基づいて、可能なものから早急に対応を行うこととしている。

さらに5月17日に金融危機対応会議を開催し、りそな銀行に対する資本増強の必要性を認定した。政府としては、今後とも、金融システムの安定確保に万全の対応をとっていく。

日本銀行においても、りそな銀行の資金繰りには万全を期して頂くとと

もに、今後とも、内外の金融・為替市場の動向等に応じ、適切かつ機動的な対応をお願いします。さらに、2005年度のデフレ克服を目指す観点から、金融政策運営の基本的な枠組みについての見直しも含め、さらに金融調節手段の検討を深め、デフレ克服に実効性ある金融政策運営を期待する。以上である。

福井議長

ありがとうございました。次は議案の取り纏めに移る。ここで、もう1回コーヒープレイクを取らせて頂く。12時10分から再開する。

(午後12時00分中断、午後12時10分再開)

福井議長

それでは会議を再開する。議長提案をさせて頂くが、今日は随分沢山意見を出して頂いた。議長として、量的緩和というのは本質的にどこまで進め得るのかという基本の問題が根っこにあると感じている。これは今後真剣に議論していかななくてはならない。それを前提にして、しかし当面りそな銀行の問題を発端に、それに限らず、より広い範囲でリスクが高まってきているということであるので、リスクの高まりから出てくる金融市場に対する不規則な影響、不安定性を流動性の供給によって吸収していく、これは日本銀行の使命としてしっかりやっていくというコミットメントを明確にしたいという趣旨で、提案させて頂きたい。提案の内容は、当座預金の目標額を、現在の22兆円～27兆円程度から27兆円～30兆円程度に小幅引き上げる。この案でいくと、従来5兆円のレンジ幅が3兆円と狭くなる訳だが、これまでの調節の経験を踏まえると、この幅で十分対応が可能だということに加え、ターゲットがより明確になる。春委員がおっしゃったとおり30兆円というイメージにぐっと近寄るという利点もあると考えた提案である。今後りそな銀行の問題を中心に流動性需要が高まる事態を想定して対処する訳であるので、なお書きの文言に対しては、従前の文言、つまり今年の2月以前の文言、すなわち「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惧れがある場合には」という表

現に戻すということに合わせて提案させて頂きたい。これに関連して、追加的にご発言があればお願いしたい。

植田委員

正直申し上げて、午前中までの議論を聞いていて、今ここで採決を採れば、6対3か5対4位に割れてしまうな、と感じている。大事な時にそれ程割れたケースというのはなかったと思う。それはかなり強いメッセージを外に対して送るということになるかと思う。議論をしていることが、それに値するかをもう一度議論してみたい。ここには二つの問題があって、先程私が申し上げた訳だが、目先顕現化するかもしれない流動性の問題にどう対応するかという問題と、もう少し幅広い景気、物価情勢に対するリスクに対してどう対応していくのが良いのか、両方関連しているから難しい訳だが、前者について今すぐ対応が必要か、近い将来必要か、分かれるにしても何かあれば対応しなければいけないということは皆さん一致していると思う。その対応の仕方についてちょっと微妙に分かれている訳だが、後者については今回何かするとしても、後者的な意味をどれ位もたせるか、あるいは持たせようとしても無理なのか無理でないのか、という点についてはかなり意見の相違があるということだと思う。割れているのは、突き詰めていくと後者に関する意見の違いに端を発している面がかなりあるのではないかなと私は思う訳である。後者の問題まで含めてということであれば、私としても簡単に今、流動性目標を増やすというふうに直ぐ賛成できないなという面もあるので反対してしまうかもしれないが、後者の問題は、ずっと議論してきたことでもあるし、ぎりぎりのところにきているので、今回会合では別にして終わり次第、次回あるいは次回以降に向けて真剣な議論を始めるという前提で取り敢えずそこは置いておいて、前者の流動性対応についてややそれでも意見の違いがある訳だが、もう少し歩み寄れないかということはどうか。私はそれでもなお書きの方がまだ良い位に思っているが、そういう立場からすると当預目標を増やすということにいった場合に、対外的に説明が難しいという問題はそれは議論して頂

くのだが、残ると思うが、そのコストと全体に5対4に割れてしまうことのコストと比較して、割れないことは良いという訳ではない訳で、割れている本質が大きな問題だとすると、それについては別途きちんと話し合うということで何とか纏められないか、と思うのだが…。

中原委員

私も5対4ということになるとすると、割れたことがマーケット、あるいは信認の問題にどう影響するのか、やや心配な面がある。今植田委員がおっしゃった前者と後者という意味だと私は前者の方を議論している。そういう意味では先程申し上げたようにどうせやるのだったらやはり5兆円というのは定着してきたのだから5兆円をぱっと増やす方がメッセージ性もはっきりしていると思う。5対4というのが、総裁会見でどういうふうにご説明頂けるかということもあるが、やはりメッセージとしては、好ましくないというのは同意する。

田谷委員

私はそういうことで皆さん良いよとおっしゃる方が増えてもそれはその方が良いのかもしれないが、私はやはり前者の点でやはりなお書き対応が良いなと依然として思っていて、それは福間委員が色々おっしゃって下さったのだが、やはり今現在、あるいは昨日今日辺りのマーケットを見てみると、それなりに落ち着いているという状況のもとで、引き上げるというのはちょっと説明が難しいということで、やはりマーケットとの対話との関係で難しいなと依然として思う。岩田副総裁がおっしゃったように、国民に対するメッセージがあるではないかという点もよく分かるのだが、やはりちょっとこの今後の私共の政策のそれこそ透明性確保のためにも、ここはやはり足許の状況を反映してなお書きにしておく方が適當ではないかなと依然として思う。しかし、植田委員がおっしゃったように、5対4で採決を取るような問題ではないだろうということから少し歩み寄られる方がいらっしゃるのは私は十分理解する。

福井議長

宜しいか。

福間委員

一言だけ。需要がないといっても、オペで札割れが一回も起きてないではないか。そうだろう。需要がある証拠である。しかも倍率を見てもそれは明白である。それがマーケットとの対話ではないのか。これは判断の問題である。

田谷委員

ただやはり金利が不安定化していないというふうにも見えるし、そういう状況下で対応すると、何と言うか、予防的かというと、私も今までそういうことを言っていたのだが、予防的と言い出すと、まったく判断基準がなくなってしまう。だからそのところをちょっとやはり私は大事にしたいなと思っているのでそういうことを言った。

福井議長

それでは議長としては先程の内容で提案をさせて頂きたいと思っているが、他に議案の提出を申し出られる方がおられればおっしゃって下さい。宜しいか。それでは執行部から議案を配って下さい。

[議案配付]

事務局から読み上げて頂けるか。

櫛田企画室企画第1課長

それでは議長案を読み上げる。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおり

とすること。記。日本銀行当座預金残高が 27～30 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。

福井議長

それでは決議に移りたいと思う。大変恐縮だが政府からの出席者は一旦別室でお待ち下さい。

[政府からの出席者退室]

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：田谷審議委員

須田審議委員

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

採決の結果を報告する。賛成 7、反対 2。賛成多数である。なお反対された委員は田谷委員と須田委員である。

福井議長

ありがとうございました。それでは少数意見のご披露をもう既に述べられているとは思いますが、一応纏めてお願いします。

田谷委員

一言だけ。これまでのところマネーマーケットはそこそこ落ち着いており、不安定化するようであればなお書きで対応して様子を見れば良いと思う。そのうえで、金融市場の安定化を図るために残高目標を引き上げることが必要であれば引き上げを検討すれば良いと思う。

福井議長

それでは須田委員。

須田委員

基本的には田谷委員と同じであるが、もう一つ、世の中に対する分かり易さという面では今のなお書き対応の方がより分かり易いのではないかなと思っている。

福井議長

ありがとうございました。それでは調節方針としては今決まったとおり行って欲しいということで、白川理事と金融市場局長にこの旨指示をする。宜しくお願いします。次に春委員からお話のあった、この幅の中のどの辺りを目指すのかという件については、3兆円の幅で上半分という話も非常にしにくくなってきているし、実際問題として少し窮屈感もあるので、気持ちとしては勿論上の方ということだが、敢えて今度はそこをわざわざ説明しないということで宜しいか。

福間委員

良いのではないか。

中原委員

やはり本質論からいけば3兆円プラスということで良いのではないか。ここで切りの良い数字に戻ったので多少ほっとした。次にそれをどうするかという時に、3兆か5兆かという議論はあると思うが、30兆をやはり狙うべきだと思う。そうしないとこれを実施する背景、問題意識、説明からは現実に27兆を越えている状況があるので…。

福井議長

分かった。敢えてごちなく上半分という言い方をしないにしても、気持ちは上の方ということで宜しいですね。それでは政府の出席者を呼んで下さい。

[政府からの出席者入室]

どうも恐縮であった。ただ今の件は賛成多数で可決をした。

それでは対外公表文の検討に移りたいと思う。対外公表文について草案を配付して下さい。

[対外公表文案配付]

読んでみて頂けるか。

山口企画室審議役

「金融市場調節方針の変更について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、金融調節の主たる操作目標である日本銀行当座預金残高の目標値を、これまでの「22～27兆円程度」から「27～

30兆円程度」に引き上げることを決定した（別添）。」。別添は後程読み上げる。「2. わが国の景気は、全体として横這いの動きを続けているが、欧米経済の回復力や東アジアでの新型肺炎の影響を巡る不確実性に加え、株価、為替相場の不安定な動きなど、先行き不透明感がこのところ強まっている。3. こうしたなか、今般、政府の金融危機対応会議において、りそな銀行に対する資本増強の必要性の認定が行われた。金融市場は、日本銀行による追加資金供給の下で、これまでのところ総じて落ち着いた地合いを維持している。しかしながら、景気の先行き不透明感が強い状況だけに、今後、金融市場において不安定性が高まるような事態になれば、实体经济にも悪影響が及ぶ可能性もあり、この点注意が必要である。4. 以上のような経済金融情勢に関する認識を踏まえ、日本銀行は、金融市場の安定確保に万全を期す趣旨を明確にするため、当座預金残高の目標値の引き上げを行うことが適当と判断した。以上。」。別添だが、「当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致 or 賛成多数）。日本銀行当座預金残高が27～30兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。失礼した。3. の読み上げが間違っていたが、3. の二つ目のパラグラフの下から2行目からちょっと読み上げさせて頂く。「今後、金融市場において不安定性が高まるような事態になれば、实体经济活動にも悪影響が及ぶ可能性もあり、この点注意が必要である。」。失礼した。

福井議長

この案文についてご意見をどうぞお出し下さい。先程申し上げたようにりそなを中心にした不安定性に対して、金融市場の安定確保に万全を期すと、そういうふうにポイントを絞って書かせて頂いているつもりであるが、宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

それでは採決に移る。

[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：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：田谷審議委員

須田審議委員

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 7、反対 2。賛成多数である。なお反対された委員は田谷委員と須田委員である。

福井議長

ありがとうございました。それでは賛成多数で可決させて頂いた。本件については会合終了後ただちに公表することとする。合わせて本日政策委員会議長としての記者会見を行わさせて頂きたいと思う。

IV. 金融経済月報の検討

福井議長

次に金融経済月報、基本的見解を決定させて頂きたいと思う。

門間調査統計局経済調査課長

最初にご覧頂くのは今お配りしている分ではなくて、元々お配りしている実体経済部分からご説明する。「わが国の景気は」という文章から始まっている元々お配りしている実体経済部分というA3の紙があると思うが、そちらからご説明する。

それではまず実体経済部分、5月分左隅の冒頭だが、今し方ご決定頂いた対外公表文と平仄を考えると、この総論は若干修正の必要があるかと思っている。ただ今の公表文とほぼ平仄を合わせるという形で言うと、ただ今から申し上げるような文案になろうかと思う。「わが国の景気は、全体として横這いの動きを続けているが、先行き不透明感が強まっている。」という文である。後程そこはご議論があったらご議論頂くとして、まず各論等を説明する。設備投資以下の各論だが、設備投資のところ、機械受注の先行きを巡って若干色々なご議論があったので、それを踏まえて「先行指標に弱い部分もみられるが」というのを入れている。しかし基本的な判断は「足許緩やかに持ち直してきている。」ということで、設備投資の基本的な判断は変えていないということになる。それから個人消費以下の各項目についても特段の修正は行っていない。非常に細かく言うと、純輸出のところは前月は「輸出入はともにごく緩やかな増加基調」ということで、グロスで両方とも少し増えていると書いていたが、純輸出ということで今回は変わらないが実際には輸出、輸入、それぞれグロスでは若干頭打ちになってきているというイメージを背後においている。それから先行きの部分だが、これまで先行きの標準シナリオについては海外経済について、「本年の海外経済については」というふうに書いていたが、本年も半ばまできているので、今月は「本年後半には米国を中心に成長率が高まるとの見方が一般的である。」ということで「本年後半には」という表現にして

いる。それから先行きの3行目だが、「堅調に推移してきた東アジア経済についても、新型肺炎問題の影響から、少なくとも一時的には成長率が鈍化するとの懸念が強まっている。」というのが今回の新しい文章である。それからその後、「これらを踏まえると、当面、輸出は横這い圏内の動きにとどまり、」ここが足許実は横這いになっているということが暗に示されているというところで、先行き輸出は横這いということが若干の前月からの変化だが、その続きの生産については前月から既に横這いといっているので、大きな変更点ではない。それから「以上を総合すると」のパラグラフだが、ここも「海外経済の成長率が本年後半に高まることを前提とすれば、」ということが枕にきている。その後、次第に「前向きの循環」に繋がっていくというストーリーは同じである。その「以上を総合すると」のパラグラフの5行目だが、「また」以下のリスク・ファクターのところだが、ここは今回は「輸出環境の先行きについては、欧米経済の回復力、米ドル相場の動向に加え、わが国と密接な連関を有する東アジア域内での新型肺炎問題の影響を巡って、不透明感の強い状態が続いている。」となっているが、ここも冒頭に合わせると「不透明感が強まっている。」という語尾の方が宜しいかと思う。それからその次の国内面だが、本日よりその問題についてかなり議論が行われ、それが全体の判断にもかなり関わっているので、この文章をなるべく最小限の修文でこのように変えたいと思う。主語を株価ではなくて、「金融システム情勢」として、「国内面でも、金融システム情勢が、今後、株価や企業金融、ひいては実体経済に及ぼす影響について、注視していく必要がある。」ということで、「金融システム情勢」というのを主語にして「株価」と入れ替えることとする。そこも後程ご議論があるかもしれない。それから物価のパーツだが、現状に即した修文ということで、まず1行目の輸入物価だが、足許についてはなお幾分上昇ということで変わっていないが、その次のパラグラフ、「物価を取り巻く環境」というところで輸入物価の先行きだが、「次第に下落に転じていくとみられる。」ということで、これまでは先行きの方向感、見定め難いというふうに書いていたが、「次第に下落に転じていくとみられる。」という方向感

を出している。それからそれを受けて、あるいは素材市況の頭打ち等を受けて、国内企業物価、5行目だが、国内企業物価についても「再び緩やかな下落に向かう可能性が高い。」ということで判断の若干の変更になっている。最後の消費者物価については、前月は「4月以降に医療費自己負担率の引き上げの影響が見込まれることなどから、前年比下落幅が幾分縮小する」というところまで書いていたが、今月はそこを書いたうえで、さらにその先についてはどんどん下落幅が縮まっていく訳ではない、プラスマイナス両方の要因があるが、「4月と同程度の前年比下落幅で推移するものと予想される。」と締め括っている。実体経済は以上である。

櫛田企画室企画第1課長

続いて今し方再配布した手書きの修正が入った金融部分をご覧頂きたいと思う。金融部門については前月との変化ということで申し上げますと、足許までの動きに関する限り、限界的な動きも含めて金融環境は幾分緩和方向での指標が見られている。最初にこの点を幾つかご紹介したいと思う。二つ目のパラグラフ、ターム物金利の記述である。先月は「年度末にかけて、短期国債金利などが一時上昇する場面もみられた」という状況があった訳だが、このところそうした動きはもう既に払拭されていて、「低水準で安定した動きを続けている。」ということで前月の表現を取ったということが第一点である。第二点目、長期国債流通利回りである。ここでは「新年度入り後、銀行や機関投資家による国債投資が一段と活発化したことから、ここで手書きで「一時」というのを入れているが、「一時0.5%台まで低下した。」ということで、本日0.6%になったり昨日もそうした動きがあったのでここで「一時」というのを一言入れたい。以上が金利面に関する緩和的な指標である。続いてちょっと飛んで資金仲介活動の面である。中程の「資金仲介活動をみると、」というところをご覧頂くと、まず最初に民間銀行の融資姿勢である。追加させて頂いた表現として「このところ利鞘設定などの面で貸出姿勢を幾分緩和する動きも窺われている。」。これはある意味で市場局のサーベイ結果とか考査局のマイクロヒアリング等を

参考にすると、こうした動きが見られ始めているので、ここを新たに記述したということである。続いて社債・CPなどの資金調達環境の部分だが、その次のところ「高格付け企業は引き続き緩和的であるほか、相対的に格付けの低い企業でも幾分持ち直しの動きがみられる。」と、直接金融の部分でもこうした変化が見られているということである。ただ、今申し上げた金融機関の貸出姿勢の幾分緩和、あるいは社債・CP市場での変化、これはある意味でまだ限界的な面に止まっている部分があるので、最後の「以上を踏まえて、」という総論のところ、再度記述した部分では「企業金融面では、」というところをちょっとご覧頂くと「CP・社債の発行環境などに」、ここの「などに」はある意味で銀行の貸出姿勢の変化も加えている、意味合いとしては加えているということだが、「などに幾分改善の動きがみられるものの、信用力の低い企業を中心に資金調達環境は総じて厳しいという基本的な状況に大きな変化はない。」と、限界的にそうした緩む動きは見られるが、大きな枠組みとしてはそこまでボリューム的には基本的な構図がここに来て大きく変わっているということではないと、こういう判断をしている。以上が先月から足許までの緩和的な方向で窺われる動きを記述した面であるが、そうした中でやや先行き気になると言うか、見ていく必要がある要素として、最初に株価のところである。株価のところ、「株価は、わが国経済の先行きに対する不透明感や需給悪化懸念などを背景に4月下旬にかけていったん大きく下落したが、その後は、欧米株価に連れるかたちで持ち直し、最近では日経平均株価は8千円台を挟んだ動きとなっている。」と、こういうふうな記述にしている。その次に、対円の米ドル相場である。「米国における財政赤字・経常赤字の拡大懸念等を背景とする米ドル軟化基調の継続を受けて上昇し、最近では」ここは「115~117円台で推移している。」とこのようにしたい。この二つはマーケットの関係ではやや気になる動き。さらにマネーサプライであるが、これは技術的な要因も含めて足許鈍化しているということを説明したが、ここでの記述としても「伸び率がやや鈍化し前年比1%台半ばとなっている。」という表現にしている。このように多少先行きじっくりみていく必

要がある要素もあるということである。最後に総論のところに加えたのは、先般の金融危機対応会議以降のりそな問題を含めた問題であり、「こうした中で」というところを読み上げるが、強弱そうした要因がある中でという意味合いだが、「今般、金融危機対応会議が開催され、一部大手行に対する資本増強の必要性の認定が行われた。こうした措置の影響も含め、金融資本市場の動向や金融機関行動、企業金融の状況については、引き続き十分注意してみていく必要がある。」と最後にこういった格好でりそなの問題も含めたということである。以上である。

福井議長

それでは実体経済と金融、両方にまたがっているが意見を出して欲しい。

田谷委員

門間調査統計局経済調査課長、この設備投資のところだが、この我々が見ている数字というのは3月までの数字だな、それで4～6月の数字が見通しベースだが下落している訳で、そうすると「足許緩やかに持ち直してきている」というのは表現としてどうかなと思うのだが、例えば、緩やかに持ち直してきたが、先行指標に弱い部分も見られる、というような逆かなという気がするのだがどうか。

門間調査統計局経済調査課長

そこは微妙な、まさに判断の部分だと思うのだが一応確認できるところまでの数字では持ち直してきている。

田谷委員

それはそうだな。

門間調査統計局経済調査課長

それから勿論3月までという制約付きではあるが、GDP統計、資本財

出荷、その他諸々先程も議論のあった中小企業の設備投資実施割合等々を見ても足許まで確認できる限りでは持ち直してきているということなので、一応それを主文に置いているという形である。これは勿論議論の余地はある。

田谷委員

強い意見があるという訳ではないが、今もう既に5月後半であるから。

門間調査統計局経済調査課長

ただ、それはいつもそうなので直近まで確認できる材料でということであると、こういうことかなということを書いてある。

福井議長

他に。

門間調査統計局経済調査課長

それから、一点確認だが全体判断だが先程私が申し上げたように、先行き不透明感が強まっているということであると、あくまでも足許は横這いなのだが、全体判断とすればリスクは少し強まっているということで、一応その判断は下方修正、つまり前月までは5か月連続で判断据え置きできたが、トータルな判断としては総論は下方修正という位置付けになるがそういう理解で宜しいか。これは必ずマスコミから問われるので、そこは黒白はっきりさせておかないと、これを若干下方修正とかという微妙な言い回しも可能なのだが、全く同じか少しでも下げたかという感じのところは確認しておく必要があると思う。これまでも一応、総論の中で多少その先行きについてのリスクを滲ませている部分が強くなったという時には、下方修正という説明をしてきているので、今回の文章を非常に素直に説明すると、若干の下方修正ということになると思うが、それでも強い異論がなければそういうことで説明したいと思うが如何か。

春委員

4月のと比べると「一部に持ち直しの動きがみられるが」というのを削除する訳か。

門間調査統計局経済調査課長

然り。

春委員

それから後の言葉は先月と同じか。

門間調査統計局経済調査課長

もう一度読み上げると、「わが国の景気は、全体として横這いの動きを続けているが、先行き不透明感が強まっている。」。それでこの「一部に持ち直しの動き」というのを取ったのは、先程決定した対外公表文でこれが入っていなかったということに合わせたものだが、ここは月報は一応切り離して、前月からの連続ということで、一部に持ち直しという表現を残すということも可能ではある。

春委員

下方修正という理由は、「持ち直しの動きもみられる」というところを削るから下方修正なのか。

門間調査統計局経済調査課長

いえ、それが主な理由ではなく、主な理由は「先行きの不透明感が強まっている」という。

春委員

それは4月と同じではないか。

門間調査統計局経済調査課長

4月は、「不透明感が強まる中で」ということではあるが、さらに一段と今回強まっているということである。

早川調査統計局長

それは両方である。「持ち直し」を取り、かつ「不透明感が強まっている」ということを主文に置けば。

門間調査統計局経済調査課長

これはあくまでも先程決定した内容との平仄ということなのだが、つまり景気の判断は全く変えない、基本的に変えていないでああいった措置を採られたのか、あるいはここはここで下方修正、若干であるが下方修正というそれはリスクの強まりも含めて下方修正という言い方をするのかということなのだが。

春委員

人によって違うのか。

中原委員

それは若干。

門間調査統計局経済調査課長

であるから、若干である。若干でも下方かどうかということが非常に重要であるので。

福井議長

若干の下方修正か。「若干」を付けることで良いか。

門間調査統計局経済調査課長

然り。

武藤副総裁

ちょっとつまらないことで恐縮だが、金融の方の一番下に手書きの部分の中に「一部大手行」というのがあるが、この「一部」というのは必要があるのか。ちょっと細かいことで恐縮だが。

櫛田企画室企画第1課長

「一部」を取るということか。

武藤副総裁

取らないと全部大手行ということになってしまうのかどうかなのだが、「一部」というのは何か…。

櫛田企画室企画第1課長

表現としては、大手行全部ではないということではあるのだが。

福井議長

こういう時は固有名詞は出さない習慣か。

櫛田企画室企画第1課長

固有名詞はどうかなということで、ここは「一部大手行」という表現を使ったのである。

武藤副総裁

「一部」というのは複数もあり得るのだな。

福井議長

固有名詞なら明白なのだが。

田谷委員

英語で言うとどうなるかだな。

櫛田企画室企画第1課長

勿論、りそな銀行というのはもうこれは公の事実であるので。

岩田副総裁

大手行1行か。

山口企画室審議役

先程の対外公表文で…。であるからここはもうりそな銀行で特定した方が。

櫛田企画室企画第1課長

承知した。では、りそな銀行で。

武藤副総裁

それならそれで。

福井議長

却ってその方が疑問を呼ばないのではないか。

武藤副総裁

そうである。

福間委員

一部というとまだ他にあるかのような。

櫛田企画室企画第1課長

そのパラグラフで、今、指摘を受けたところを読み上げるが、それと併せてここを手書きの中でちょっとうっかりして「こうした中で」、「こうした措置の影響」と「こうした」、「こうした」が続くものだから、後の「こうした措置の影響」という部分は、「この措置」か「この影響も含め」いずれかに変えてはどうかと、改めて「こうした」、「こうした」がちょっと続くのが文章表現として嫌味かなという感じがするので「この措置の影響」あるいは。

武藤副総裁

「この措置」で良いのではないか。

櫛田企画室企画第1課長

「この措置」で宜しいか。

福井議長

それで良い。

櫛田企画室企画第1課長

その点も含めてもう一度読み上げる。「こうしたなか」から再読する。「こうしたなか、今般、金融危機対応会議が開催され、りそな銀行に対する資本増強の必要性の認定が行われた。この措置の影響も含め」という主文である。

門間調査統計局経済調査課長

それから実体経済の部分ももう一度読み上げて宜しいか。念のために間

違えるといけないので。

福井議長

どこを読むのか、全部か。

門間調査統計局経済調査課長

実体経済の変わったところをもう一度確認のために読み上げたいと思う。まず、冒頭だが、「わが国の景気は、全体として横這いの動きが続いているが、先行き不透明感が強まっている。」それから先行きの中で「以上を総合すると」の5行目の「また」以下のところだが、「輸出環境の先行きについては、欧米経済の回復力、米ドル相場の動向に加え、わが国と密接な連関を有する東アジア域内での新型肺炎問題の影響を巡って、不透明感が強まっている。」である。その次、「国内面でも、金融システム情勢が、今後、株価や企業金融、ひいては実体経済に及ぼす影響について、注視していく必要がある。」ということである。

福井議長

宜しいか。まだ何か修正があるか。

門間調査統計局経済調査課長

いえ、再確認である。

橋本政策委員会室長

付議文の再確認をしている。

福井議長

付議文と我々の持っているものが違うといけない。我々の方はチェックのしようがないから。

では、採決をお願いします。

[事務局より議案配付]

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

福井議長

それでは、金融経済月報については、その背景説明を必要に応じて執行部で修正を加えたうえ、明日 21 日水曜日の 14 時に対外公表をする。

IV. 議事要旨（4/7～8 日開催分）の承認

福井議長

それでは議事要旨の承認に移る。配っている議事要旨はもう目を通され

たか。もし異議がなければ採決に移る。

[全委員が賛意を表明]

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

福井議長

それではただ今の議事要旨は、これは明日ではなく 23 日金曜日の 14 時に对外公表をする。

V. 閉会

福井議長

次回は6月10日、11日、政策決定会合を開催する。宜しく願います。本日の会合についても、機密保持の関係で十分確認をしたいと思うが、決定会合における議論の中身は自身の発言も含め厳に出席者限りという扱いである。議事要旨あるいは議事録という一定のルールに従って開示する取扱となっているので了承されたい。決定会合への信認を確保する観点から、政府の出席者の方々も含め、この場の皆さん方全てに厳正な機密管理をお願いしたいと思う。宜しく願います。大変時間をとったが、これをもって本日の会合は閉会とする。ありがとうございました。

(午後12時57分閉会)

以 上