

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2003年6月25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	谷口隆義	財務副大臣	(9:00～11:51)
内閣府	小林勇造	内閣府審議官	(9:00～11:51)

(執行部からの報告者)

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

(事務局)

政策委員会室長	秋山勝貞
政策委員会室審議役	中山泰男
企画室企画第2課長	吉岡伸泰 (9:00～9:10)
金融市場局金融市場課長	大澤 真 (9:00～9:10)
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室調査役	山岡浩巳
企画室調査役	清水誠一

I. 開会

福井議長

本日の政策決定会合を開催する。

(午前9時開会)

今日の議事進行だが、「資産担保証券買入基本要領」の制定の件を最初に行いたいと思う。その後、金融経済動向についての執行部の説明、それから金融経済情勢と当面の金融政策運営に関する討議、政府代表の方々の発言、それから議案の取り纏め、採決と進める。それから先般5月19日、20日分の議事要旨の承認、最後に今年の7月から年末12月までの金融政策決定会合開催予定日の承認と、このような順番で進めたいと思う。今日は財務省から谷口副大臣、内閣府から小林審議官にお越し頂いた。ありがとうございます。宜しく願います。なお、この会合での発言は全て記録をすることが前提である。委員ならびに政府からの出席者はそのことを踏まえて発言願えればと思っている。

II. 「資産担保証券買入基本要領」の制定等に関する執行部説明と決定

福井議長

それでは最初に「資産担保証券買入基本要領」の制定に関する執行部からの説明を聞きたいと思う。宜しく願います。

山口企画室審議役

手許に資料1、追加資料があろうかと思うが、まずそれに則して説明する。本日決定願いたい事項としては四つある。一番目が「資産担保証券買入基本要領」の制定。それから二番目に「資産担保証券買入における買入対象先選定基本要領」の制定。三番目が「資産担保コマーシャル・ペーパー等の適格性判定に関する特則」の一部改正。四番目として「日本銀行業務方法書」の一部変更と、この四つである。簡単に説明しておく、まず最

初の「買入基本要領」と「買入対象先選定基本要領」に関しては、前回の決定会合において決定された資産担保証券買入スキームの骨子に基づいて要領を制定するものである。なお、骨子において「金利入札によるオペレーション方式とすること」、としていた資産担保CPの買入れについて次のような入札方式とすることを要領においては定めている。このボックスの中だが、「本行が、市場実勢等を勘案のうえ、対象証券の残存期間に応じた区分ごとに「下限利回り」を設定。買入対象先が希望する売買利回りから「下限利回り」を差し引いた値（「売買希望利回較差」）をコンベンショナル方式によって入札に付する。」と、こういう方式を考えている。基本的には、市場金利形成に過度に歪みを生じさせない観点に立った対応というように考えている。それから具体的に下限利回りをどのように定めるかだが、実際のCPの買現先オペの落札平均レート、これをベースに定めたいと考えている。以上が「買入基本要領」と「買入対象先選定基本要領」にかかわるものである。次は特則の一部改正である。実は「資産担保証券買入スキームの骨子」において、取引先金融機関のフルサポート型についても買入対象とすることとした訳だが、これを受けて「資産担保CP等の適格性判定に関する特則の適用期間（2004年度末まで）を、資産担保証券の買入期間（2005年度末）にあわせて1年延長」することとしたい、こういうことである。それから業務方法書の関係だが、これについては所要の改訂を行ったうえで、財務大臣、それから金融庁長官に対して届け出を行いたいということである。以上が本日決定して頂きたい事項についての説明だが、あと今後の予定ということで三つばかり書いている。

「資産担保証券買入基本要領」は、本年7月31日までの総裁が別に定める日から実施する。」という扱いにしたいと思っている。それから「資産担保証券買入における買入対象先選定基本要領」に基づく買入対象先の選定は、所要の準備が整い次第、行い得ることとする。」ということにしたいと思う。それから「買入れに関する詳細な要件等は、執行部において作成のうえ、7月央を目途に公表する予定。」と考えている。

以上が本日決定をお願いしたい事項についてだが、それに即して資料1

の方を見て欲しい。これが付議文である。1 ページ目だけ読み上げる。別紙については朗読を割愛する。「案件。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ることにより、金融緩和の波及メカニズムを強化するため、下記の諸措置を講ずること。記。1. 「資産担保証券買入基本要領」を別紙 1. のとおり制定すること。2. 「資産担保証券買入における買入対象先選定基本要領」を別紙 2. のとおり制定すること。3. 「資産担保コマーシャル・ペーパー等の適格性判定に関する特則」（平成 14 年 12 月 17 日付政委第 146 号（別紙 2））を別紙 3. のとおり一部改正すること。4. 「日本銀行業務方法書」（平成 10 年 3 月 24 日付政第 29 号別紙 3）を別紙 4. のとおり一部変更すること。以上。」である。私の方からの説明は以上である。

福井議長

どうぞ質問、その他意見があればお願いします。

須田委員

これ自身の問題ではないが、前回決定した時に「これはやってみないと分からないので見直していく」ということを決めた訳だが、そこはどのような形で皆に伝えるのか。「こう決めてしまった」ということになったら、その後途中で「こうだから条件を変える」という訳にはいかないのか、その辺をどういう形でやるのか。また詳細の部分は総裁が、とあるが。

山口企画室審議役

まず基本要領というものの性格であるが、これはいつでも見直し得るということである。従って、要領の中において、必要に応じて変えることができるという規定をわざわざ設けるまでもないという認識である。必要があればこの場で議論頂いて、いつでも対応できるという判断に立ってわざわざ書いていないということである。

白川理事

前回の対外発表文には必要に応じて見直しすることは対外的にアナウンスしている。

中原委員

見直しの修正案には、金額は入っていないのか。

山口企画室審議役

入る。

福井議長

他に如何か。宜しいか。それでは採決に移る。

〔「資産担保証券買入基本要領」の制定等に関する議案について
決裁文書を回付、各委員がサイン〕

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

福井議長

それでは全員一致で可決した。この件については適宜執行部から対外公表したいと思う。

Ⅲ. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

次に金融経済情勢についての執行部説明を伺う。最初に金融調節、金融・為替市場の動向である。各説明ごとに質疑応答の時間を設けるので、宜しく願います。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-2、3）

中曾金融市場局長

それでは手許の資料 2、3 の追加分の図表に沿って説明申したい。まず最初に金融調節の運営実績である。図表 1-1、日銀当座預金残高は、前回会合以降 28 兆円から 29 兆円台で推移している。それから補完貸付、これは 4 日に 50 億円がたっているが、13 日に回収されているため残高は 0 に戻っている。それから無担オーバーナイトレートの加重平均値だが、これは前回決定会合時の 6 月 9 日、10 日と連続して 0.000% になっている。マイナス金利の取引がやや纏まって成立したことからはじめて 0% を付けた。しかしその後、コールのマイナス金利は、加重平均値自体は 0.001% に戻っているが、実はコールのマイナス取引自体はトゥモローネクスト、それからワンウィーク、こういったところを中心にある程度継続的に成立している。それからマイナス金利でコールを放出する外銀が現れていて、マイナス金利の裾野自体はやや広がりを見せている状況である。その背景として図表 1-3、上段の図を見ると、足許の円転コストのマイナス

幅がやや拡大傾向にあることを指摘できると思う。ではなぜ円転コストがここのところマイナス拡大傾向にあるかだが、外銀の円転コストを決める要因は三つあって、一つ目は円金利。二つ目にジャパン・プレミアムに表われるような邦銀と外銀の信用力格差。そして三つ目が為替スワップ市場における需給要因。すなわちドルの調達需要と言っても良いと思うが、この三点である。このうちのまず円金利について見ると、現在ユーロ円も含めてほぼゼロ金利の水準に張り付いているので、ここにきて大きな変化はない。それから第二の「信用力格差」についても下側のジャパン・プレミアムのグラフに表われているように、足許特段今拡大しているような状況ではない。従って、一つの可能性として考えられるのは、第三の為替スワップ市場の需給タイト化という点である。これはどういうことかと言うと、具体的には日本の投資家による対外債券投資の活発化が関係しているのではないかという点である。この点について次の図表 1-4 を見ると、上側のグラフで示しているように、このところ日本勢の対外債券投資が大幅な買い越し超になっている。このための外貨調達を、為替リスクをヘッジする目的も合わせて、為替スワップ取引を通じて行くと、これはドルの調達圧力となり、外銀の円転コストを引き下げる方向に作用する。実際下側のグラフを見ると、ドル・円の為替スワップの出来高は増加しているので、対外債券投資の情報と対応関係があるようにも見える訳である。この他、ドルの金利先安感が強まっているので、こういったことも短期のドルの資金調達圧力を増す。こういうことがやはり為替スワップ市場の需給タイト化に繋がるのではないかと考えている。こういったマイナスの円転コストとかコールレートの形成の背景についてはなおデータ面の検証を要すると考えているが、邦銀と外銀との間の信用力格差の存在をベースとしつつも最近においては、今述べたような米国金利の見通しやその日本投資家の外債投資の動向などの要因の方が相対的に説明力を持ってきているのではないかと考えている。今度は日銀当座預金の保有状況を見て欲しい。これを見ると、都長銀、外銀、郵政公社、この辺が大量に保有している状況に大きな変化はない。外銀については、円転の増加などから足許 6.2 兆円位

に増加している。それから郵政だが、足許では3兆円の保有になっているが、これは一旦月末に2兆円台に落ちるが、7月入り後はまた3兆、4兆円辺りで振れた後に、月末に財政融資資金預託金の大量償還があるので、また7兆円弱位まで積み上がっていく見通しとなっている。次に図表1-5で最近のオペの特徴点を見て欲しい。前回決定会合以降資金余剰期に入っているため、資金供給のオペの本数は少なめになっている。CPの買現先オペは6月18日分はレートは0.004%、それから短国の買入れの6月19日分が0.006%と落ち着いた展開になっている。さらに、その上の国債買現先については6月23日に一本打っている。こちらは国債買現先オペとしては、はじめての9月末越えを打った。このレートを見ると、0.007%で、9月末越えの資金を取り漁るという動きは全く見られなかった。因みに手形の全店買入、こちらも期越えだが、そちらの平均落札レートが0.009%だったので、それよりも低い水準で終わったということである。以上、調節の動向である。次に金融・為替市場の動向だが、短期金利は極めて落ち着いているので、長期金利の動向について見ていきたいと思う。長期金利についてはこのグラフにあるように、前回会合以降機関投資家や銀行が積極的な購入姿勢を続けたために、6月12日には10年物の金利が終値ベースで0.440%と、既往最低水準に達している。投資家の間には高値警戒感がこの辺りで相当広がっていたが、そうした中において17日に、20年国債入札の応札倍率が2倍を切ったことが予想比不調であるというふうに受け止められた。これを契機に下の図にあるように、海外金利の上昇も材料視されて売りが嵩んで、19日には10年長国利回り終値ベースで0.685%まで上昇している。週明け後だが、利益確定売りや押し目買いが拮抗する形で揉み合っていて、昨日は10年物で0.635%で引けている。このように先週半ば以降長期金利がある程度大きく変動したので、以前のような一方的な金利低下期待というのは影をひそめている。9ページ一番下のグラフを見ると、こういったことに伴って、従来は極めて低い水準で安定していた国債流通利回りのボラティリティだが、こちらが足許にかけて急上昇している。少し過去を振り返ると、同じように飛び

上がっているところがあるが、これは2002年9月の日本銀行による株式買取り構想の公表とか10年債入札の札割れの頃の水準に匹敵するということである。このように長期金利は変動したが、今のところこれが社債スプレッドとかCDSのプレミアムに大きな影響を与えていない。続いて株式相場について見ていきたいと思う。株価の方は前回決定会合以降強含んでいる。17日には、12月5日以来になる9千円台を回復したが、昨日は広範な利益確定売りから9千円の大台を割り込んでいる。ただ、日本の株の上昇だが、海外投資家頼みといった構図は変わっていない。これを図表2-8、上側の表で見ると、信託の欄で表示されているが、いわゆる年金基金代行返上換金売りとか、あるいは銀行・事法の持ち合い解消といった売りを海外投資家の買いが全て吸収して相場が上昇している、といった構図に今のところは変化はない。業種的な特徴を見ると押しなべて幅広い銘柄が前回決定会合以降上昇しているが、証券の上昇率が若干目立つ。これはこのところ連日株の出来高が13~15億株と大きくなっていることで、業績回復期待が高まっていることが背景である。それから次に、銀行株がどうなっているかということだが、株価の全体の水準が上がってきているので含み損が消える、現行の水準辺りでは含み益も出てくるということが好感されていて、全般に上昇している。為替に移るが、図表2-10で簡単に述べる。為替市場については、米国FOMCを控えているということもあり、非常に動きづらい展開になっている。一番上の円の対ドル相場については117円ないし118円の比較的狭いレンジで揉み合う展開となっている。ドル安方向については非常に介入警戒感が高くて、117円ミドル辺りが壁になっているようである。真ん中のユーロの対ドル相場だが、5月頃まで続いていたユーロ高傾向が現在一服している。米国金利見通しに左右されながら、また多少高値感からの利食い売りもあって足許ユーロの方は弱含みに推移している。最後に図表2-11だが、最近のわが国の資金フローに関連して二点だけ述べておきたいと思う。一つは、わが国投資家による対外公社債投資が引き続き堅調であるというのが右から二番目の欄で見られる点である。この点、冒頭述べたように、円転コストのマイナス幅拡

大に何がしか寄与している面があるというふうに見ている。それから対内証券投資の方の公社債投資、2,300億円という数字になっているが、これも多少目立つ。これはファンド筋と見られるが、この数字自体は公社債の買い付け額が、週平均で見ると17、18兆円位あるので、全体のボリュームからすると決して大きくはなく影響も限定的と思われるが、外国のファンド筋の動きが国債市場で多少活発化している感じがある。私からの説明は以上である。

福井議長

どうぞ、質問等あればお願いします。

福間委員

市場参加者の債券相場に対する大まかなレベル感が分かれば、聞かせて欲しい。例えば、相場の乱高下を予想する非常に荒れた相場観なのか、そうではなくてボックス圏の動きを想定しているのか、あるいは、やれやれで売ろうとしているのか、今市場はそういうポジションにあると思うが。

中曾金融市場局長

あくまでも市場の見方ということで我々が聞いているところを述べると、今迄ちょっと行き過ぎたということなので、ある種自律的なコレクションの過程に入ったと見る向きが多い。大きな意味での金融環境というのは変化していないし、他に買うものがないということでボックス・レンジに入っていくのかなと見る人が多いようである。水準的には0.5~0.7%ないし0.8%という人達が多いようだが、ただ一方で先程ちょっと述べたが、海外金利に多少振られてきているところもあるので、こちらの動き次第ではそういった、より大きな変動があり得ると見ている筋もある。そういう意味でちょっと見にばらつきはあるような状態になっていると理解している。

福間委員

先程説明があったように、このところ、ボラティリティがほとんどなかったが、このこと自体がマーケットにエネルギーを溜めていた訳だから、きっかけさえあれば相場が大きく動くことは、相場の内部要因から見て、あってもおかしくない。私も、今言われたように、当面は相場のレベル感を模索する動きが続くと見ている。

中原委員

マイナス金利だが、市場でどの位の量が取引され、残高としてどれ位あるのか分かるのか。それから取り手の金の使い方というのもある程度分かるのか。ある種の裁定取引か。ただ外銀の当座預金は増えていないようだ、4兆数千億円程度と。影響する程まだ増えていないということなのか。数値的な把握はどの位できるのか。

中曾金融市場局長

数値的には、取引金額自体は実は大きくない、多くても数百億程度。ただ、マイナス幅が例えば 0.03%になると、通常のオーバーナイトのレートが 0.001%であるからその 30 倍の大きさになってしまうので加重平均ではかなり効いてしまうということである。だから全体的なボリュームは大きくなくとも、影響力は相応なものになる感じである。

中原委員

一本の取引はどの程度か。300 億位が普通なのか。

中曾金融市場局長

然り。

中原委員

それが日に数十本か。

中曾金融市場局長

これは日によって違う。ただ、多い時で1千億円とか、そんなオーダーだと思う。ただ、ばらつきは非常にある。取り手はほとんど外銀、邦銀が二つ、三つという感じである。

中原委員

結局ネームは相当限定されているということか。

中曾金融市場局長

然り。

中原委員

外銀同士でやりとりしているのか。

中曾金融市場局長

外銀同士が圧倒的に多い。

須田委員

郵政公社の部分がこれから月末に2兆円位まで落ちて、それから次の月末には7兆円位までと、そこまで振れるということに対して、今のような当預残高目標を持っていた時に上手く調整できる自信というか、その辺りは如何か。

中曾金融市場局長

郵政の方から日足も含めて私共聞いているので、資金需給に関するプレディクタビリティは十分あって、それを踏まえて我々調節の見通しを立てているので、ある程度マネージできると思う。ただ、振れ幅が非常に大きくなってしまった場合は、多少オーバーシュートする局面もあり得ると

思っている。

須田委員

あと全然違う外債投資の話なのだが、最近介入が115円位をどうも絶対守るのだというのが、かなりマーケットの中で浸透していて、そういうような状況になると金利差がかなり出てくるとヘッジを取らないで投資をしようというのが出てきても不思議ではないと思うが、この辺は如何か。

中曾金融市場局長

今のところ、機関投資家などの外債投資動向を見ると、なおフルヘッジのものが多くようである。

田谷委員

ちょっとマイナス金利に戻って良いか。先程邦銀二、三と言われたが、二つまでは分かるが、三つ目はどこか。

中曾金融市場局長

二つは割と頻繁に出てくる場所である。稀に出てきたのは
である。ただ、頻度としては圧倒的に前二行である。

植田委員

CPオペだが、ABCOPオペの下限利回りに影響してくると思われるが、それで何かオペのやり方とか頻度とか特別気を付けるということは今後あるのか。あるいはなしで淡々とするのか。

白川理事

通常のCPオペか。

植田委員

通常のCPである。その実績利回りを参照して下限利回りを決めるということだったと思うが。例えば過去の一時期は他の短期のオペは普通に札が入っているのに、CPオペだけ札割れて下限、すなわち0.007%に張り付いている。そういうことも時々あったと思うが。

白川理事

過去と現在の違いでいくと、金融市場全体の余剰感とか不足感ということは別として、テクニカルな要因としては、以前CPオペは少し長い期間でやっていた、2か月位。最近、去年の末にABCOPを取り込んで、ABCOPをもう少し入れてもらおうということで、ABCOPは少し期間の短いものが多いため、少し期間を短くしている。平均すると多分1か月半位だと思う。そうすると、CPの場合は一旦オペに入れてしまうとサブステイテューションが効かない、1対1になっている。その点手形オペの場合は非常に背後に広い資産があって入れ替えができるので、そういう意味で手形オペに応じ易い。CPオペはその面からすると応じにくい要因があった訳である。今現実にCPオペの期間を少し短くしていることもあり、札割れが以前に比べて出難くなって、と言うかほとんど出ていないという感じではあると思う。あと、札割れが出るか出ないかは別にして、レート形成に今どういう影響があるかということは、通常のCPオペもそれから今度のABCOPもそうだが、そこはかなり気を付けて見ていかないといけないポイントだとは思っている。要するに一言でいうと、以前に比べてCPオペについて、札割れが出てくると言うことは生じていない。なぜならば期間を少し今短くして、かつそのABCOPが入ってきているということだと思う。

福間委員

魚のいるところに餌はあるということ。

白川理事

そういうことである。

福間委員

前はこうやって遠いところにやっていた。

岩田副総裁

外人投資家のことについて一点良いか。株の方は言ってみると出遅れ感というか、日本の株価が他の国と比べて戻りがこれまで少なかったので、バランス調整というか、ウエイトを高めるというのではないが出遅れていたの少し買うというような形で入ったと思う。債券の方は今回の金利の下がったり上がったりした時に、外人投資家による長期国債の空売りが随分あったと言われているが、かなりそれはボラティリティを高めるようなものだったと考えているか。

中曾金融市場局長

まず外人といってもどういう人達が入ってきているのかというと、恐らく私、先程ちょっと述べたファンド系である。だから年金とかそういった構造的な投資家ではないので、多分先程の数字は買い越しになっているが、結構局面によって出入りが激しくなっているのではないか。我々も先週末辺りの感じを聞いていると、今度の局面で売り方向での取引も随分やっていたみたいなので、ボラティリティを高める方向には作用している。ただしボリューム自体が大きくないので、方向はその方向なのだが、影響が大きかったかということ、恐らく割と限定的であったかなという気はしている。

福井議長

次は海外の金融情勢である。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-4）

堀井国際局長

それでは、本日配付した手許の決定会合資料4（参考計表）（追加分）というのを見て欲しい。前回会合から今日まで二週間の間に出た経済指標はそもそも少ない訳だが、全体としてこれまでの判断に変更を促すものはない。金融市場では、前回会合時に見られたアメリカ経済に関する強いデフレ懸念というものが幾分後退している。図表1は、米国の経済指標である。まず、5. 小売売上高、5月は名目の前月比が0.1%と伸び悩んでいるが、これはガソリンの名目での消費減が響いていて、全体としては引き続き底固さを保っていると見ている。因みに左側の第2四半期の欄で4~5月平均の第1四半期比を見ると、0.7%の増加となっている。それから昨日出た7. 消費者コンフィデンス指数は、6月は83.5と前月並みになった。現状判断が幾分悪化した一方、先行きについての見方が改善している。8. 住宅投資も記録的に高い水準をキープしている。ただ、伸びは最近なくなってきた。この間、12. 生産は5月はほぼ横這いとなった、4~5月平均の前期比というのを左側で見ると-0.9%と弱い数字になっている。物価面では16. PPIはエネルギー価格の低下を主因に前月に比べて0.3%低下したが、17. CPIは全体で横這い、コアで見ると前2か月横這いの後0.3%の上昇となった。品目別では宿泊費、交通運賃といったものが上昇している。なお、運賃について、ニューヨークの地下鉄の値上げなどだが、地方政府の財政難が響いている可能性がある。図表2は、米国株価・金利である。アメリカの金融市場を主に見ると、まず株価は振れてはいるが続伸している。6月半ばにはS&Pがほぼ1年振りに終値ベースで1,000ポイントを上回った。他方、長期金利について、6月のはじめにグリーンズパン議長の「デフレの保険としての金融政策」という発言を受けて、中旬にかけて一段と金利が低下した訳だが、その後先ほど申し上げたCPIの発表を受けて市場のデフレ懸念が幾分薄れて、5月の下旬から6月はじめ位の幾分安定した水準、つまり前回のFOMCの後に暫く続く

た水準に戻している。なお、今晚のFOMCでの政策に関しては利下げは完全に市場で織り込まれており、幅について25bpと50bpに分かれているという状況である。この間、フレディマックの金融市場への影響が気がかかりではあるが、社債のスプレッドあるいはスワップ・スプレッドを見る限り、あまり影響は出ていない。また、市場関係者に聞いても、今のところ混乱している様子は見られない。次に図表3、ユーロエリアの主要経済指標である。前回までの動きに変化は見られないが、6. 輸出をこの四半期の方で見ると減少傾向が見てとれる。輸入の足許の減少の方は原油価格の下落の影響が大きい訳である。図表4. 欧州株価・金利。ヨーロッパの金融市況を見ると、アメリカの株、債券の市況に歩調を合わせた動きを辿っており、株高、長期金利の修正が起こっている。なお、先物金利のグラフを見ると年後半にかけての利下げ観測には依然引き続き根強いものがある。図表5-1は、東アジア諸国・地域の主要経済指標だが、この図表では然程明らかではないがSARSの影響を概括すると感染国の個人消費にははっきり影響が表われている一方で、輸出、生産、直接投資については影響は限定的なものに止まっていると言って良いと思う。このところ新規のSARS感染者がゼロの日が中国、台湾でも続いており、このままSARSが終息するということになると、取り敢えずアジアの経済の成長率を若干引き下げる程度にとどまるものと見られる。この間、韓国については、このところ報告しているように、内需の伸び悩みがはっきりとしてきている。さらに新韓銀行に買収される朝興銀行の労働ストであるが、これは先週末に労働組合側の要求を受け入れる形で収束したが、こういう決着を受けて現代自動車など他の企業にもストライキが広がる気配が出ている。こうした韓国での気になる動きもあるが、エマージング関連の金融市場では今のところ概ね平静に推移している。以上である。

福井議長

如何か。

岩田副総裁

SARSだが、台湾の5月の生産の落ち込みはSARSの影響ではないかという新聞報道もあったが、シンガポールの4月もややそうかなというふうにも私は思ったのだがそういうことはないか。

堀井国際局長

図表5-2に台湾の5月の数字が出ている。これは明らかにSARSの影響である。現地、それから日本の関連企業で話を聞いたところ、生産の供給サイドでディスラプションズが起こっているということではなくて、交易会が中止されたり、中国の受注が思わしくないだろうという予想から需要見合いで生産をむしろ落としているということで、供給制約というよりは、需要の見通しに対応するもの、こういう理解をしている。

福井議長

他にないか。では次に国内経済情勢についてお願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-5）

早川調査統計局長

今回は予め配付している資料5（参考計表）に加え、朝程追加した貿易統計に関する追加資料、さらにただ今配っている今朝発表のCSP I、それぞれについて専ら図表で説明したいと思う。最初に今朝配っている貿易統計の追加図表を開いて欲しい。恐らくこの間に出た統計で一番重要なのがこれなので、ここからスタートしたいと思っている。図表1、輸出入関連指標はこのとおり5月の実質輸出は前月比で3.3%の増加になった。この結果、4~5月の1~3月対比は0.3%とほぼ横這いである。輸入の方については1.8%の増加で4~5月では0.9%、いずれにしても横這い圏内ということである。図表2、実質輸出入の推移の絵でイメージを見ると分かるとおり、実質輸出については去年1年間かなりの勢いで伸びた後、足許は明らかに急ブレーキが掛かっているということではあるが、同時に本来5

月辺りはSARSの影響でもう少し弱い可能性も考えていたので、それとの対比で見るとそれ程大きな落ち込みにならずに良かったという印象を持っているところである。では、輸出の中身はどのような動きであったかということだが、図表3、実質輸出の内訳で、まず地域別に見ると米国がさすがに若干のプラスになっている。このとおり米国の第1四半期は何分にも1割近く減少したので、元々若干戻るのはないかと思っていたのだが、財別を見ると自動車関連はまだ第2四半期もマイナスであり、自動車は単月では戻っているが全体として自動車の戻りはそれ程大きくないという感じである。むしろ第1四半期は自動車以外にも軒並色々なものが減っていたので、それが戻ってある種の統計的な振れのようなものと理解している。ポイントになるのはむしろ東アジアのところであり、このとおり数字としては第1四半期高い伸びの後、第2四半期はマイナスということであるが、まず、中国に関しては第1四半期に2割増えた後、第2四半期は取り敢えず1%ではあるがまだプラスになっているということである。従ってこれはSARSの影響が出ていると考えるよりは、むしろ第1四半期これだけ増えた後、特に関税引き下げの影響もあってこれだけ増えた後、高水準を保っているという理解している。それから前月かなり大幅に減少したNIEs諸国について見ると、5月は総じて戻っているが、勿論4~5月ではマイナスだが、国別に見るとやはり弱いという感じがするのは韓国であり、これは先程国際局長からも説明があったように、内需が弱いので、SARSはないのに、やはり弱いという感じ。他方でそれ以外の国については、4~5月ではマイナスではあるが5月は戻っている国が多くてそういう意味ではSARSの影響はそれ程大きく出たとは考えにくいという感じである。勿論、香港とかシンガポール辺りの3~4月のところには何がしか影響していた可能性はあるが、そういうことかと思っている。ただ今国際局長からも話があったように、現時点でSARSの影響というものを考えてみると、確かに現地の内需、とりわけ個人消費にはやはりそれなりの影響が出たということだと思う。これは香港でもそうだし中国本土でもそうであるということであるが、皆が一番心配していた世界の工場

としての中国の機能、サプライチェーンが何らかの形で阻害されるということとはあまり起こらなかったということではないかと思っている。そのことは例えば財別で見ても情報関連のところは第2四半期でプラスになっているということを見てもそういう理解で良いのではないか。勿論、内需が弱かったということの影響が今後何がしか出てくる可能性はあるので、これで全て終わったということではないが、一番心配していた問題が起こらなかったという観点から考えると、この面から日本経済に対して非常に大きなマイナスショックが加わった、ということはないのではないかと現時点で考えることはできると思う。次に図表4、実質輸入の内訳だが、輸入については然程申し上げることはない。基本的に横這いであるということである。生産活動も横這い圏内であるので、輸入も大まかに言えば横這い。若干数字としては強めに見えるが、これは下の財別のところを見ると資本財・部品のところが、除く航空機と航空機含むところに随分乖離があって、それは飛行機の輸入が入っている。これがほぼ全体のプラス寄与を説明できるので、言ってみるとそれを除くと横這い、そのような感じで理解してもらえればと思っている。それでは資料5（参考計表）に戻って、大した数字はないが主立ったところだけ紹介していきたいと思う。

まず最初に図表5、中小製造業・設備投資計画（中小公庫調査）を見て欲しい。これは中小公庫の中小製造業に関する設備投資調査であり、これは4月調査である。これは知名度は必ずしも高くない調査だが、信頼度は高いと思われており、実際に上の方のグラフを見ても法人季報との相関という観点から見ると、わが社の短観の中小製造業とどちらが良いか、なかなか微妙というところでそこそこ信頼度が高い統計である。サンプル数が私共の短観よりも大きいということであり、この発射台を見ると下の方にあるように当初で-7.4%のスタートというふうになっている。マイナスではあるがこれは短観と同じように上方修正されていく癖があるので、このように過去数年間の中では、2000年はプラススタートと非常に強かったのだが、それを除くとそこそこ高めのスタートということである。私共、短観の3月調査も-11.2%と、これはマイナスだが確かこれは比較的高めの

スタートであると申し上げたと思うが、そういう意味ではここでも同じような傾向が出ているので最終的に上方修正でどこまでいくかは定かではないが、まあまあスタートであるということは言って良いと思う。

次に図表 6、個人消費関連指数だが、これについては 4 月弱かった後、5 月、一番心配していた車についてはかなり戻ったという感じだが、ここに出ているように都内百貨店などについては前月比ではプラスだが戻りが鈍かったということである。この他、この統計とは連続していないが昨日協会ベースの全国百貨店、あるいはまた協会ベースのチェーンストアの売上げが出ているが、いずれも戻りは鈍かったという感じである。そういう意味では車はともかく、百貨店とかそういうところに関しては、やや戻りが鈍かったと言っても良いのではないかと思う。弱さの理由については定かではない。また、業界では月末の台風が影響したということを行っているし、あるいはまた例の特に百貨店に関しては六本木ヒルズだとか最近好調を伝えられている駅ビルとかに客が流れたという可能性もあるということかと思っているが、いずれにしてもこの辺の数字はあまり強くない。6 月は少し戻りそうだという業界感触であるが、例えば 7 月に関して考えてみると、これはまだ何も数字がない訳なので当たり前だが、業界では確かに後程述べるようにボーナスのマイナス幅は小さくなるが、社会保障負担が今年からボーナスにかかってくるので手取りが減ってしまう。だからやはり心配だなというのが業界の感触である。最後に旅行取扱額、これはもう予想通りというか 4 月大幅な減少になっている。国内も弱いのは基本的には元々ゴールデンウィークの日並びが悪かったということであり、これに加えてイラク戦争の何がしかの余韻と SARS の影響で海外旅行が大きく落ちたということである。変な話だが、先程見たように貿易が大体横這い圏内だとすると、これだけ海外旅行が落ちると GDP ベースの外需はひょっとするとプラスになってしまう可能性があるということかと思う。これも逆に言うと消費の方は弱い。

さらに図表 9、生産・出荷・在庫関連指標である。鉱工業統計は若干の下方修正になっているが特に申し上げることはない。下方に第三次産業活

動指数が出ており、第三次産業活動指数は4月+0.3%、この1~3月対比は+0.5%という感じである。ただし、全産業活動指数になるとこれは4月の水準は1~3月対比-0.2%ということである。一つは鉱工業が5月、6月の予測指数を使うと+0.1%だが、4月単月であると-2.0%になるということ、加えて建設業が実は4月かなりマイナスになっており、これは-4.3%になった結果、全産業で-0.2%である。仮に鉱工業が予測どおり戻っていくとするとどうだろうか、全産業活動指数は明確なプラスにもならないかもしれないが、それ程明確なマイナスという訳でもないのかなという感じで見ている。

さらに図表13、夏季賞与アンケートが出ているので一言だけ紹介しておきたいと思う。日経連の中間集計は4.3%の増加ということになっている。ただし、これは例えば去年の夏について見ると日経連は-1.0%である。これに対して例のいつも使っている毎勤ベースの私共の集計の数字は-9.6%ということだからかなり大きく乖離している。今年に関しても恐らく毎勤ベースで捉えたマクロの数字はこれより弱いのであろうというふうに考えている。何分にも日経連に関しては大企業、中小企業で言えば大企業の方向へ、製造業、非製造業で言えば製造業の方向に偏っているのだから、強いサンプルが多すぎるということである。ただ、こういった製造業の動きからも分かるようにボーナスのマイナス幅は去年の夏が一番大きくて、冬、今度の夏と縮んでいく方向ではないかというふうに理解している。

最後に先程配ったCSP Iだがあまり申し上げることはない。図表1、物価関連指数はこのとおり三角カッコの前月比で見ると、全体でも国内需給要因でもゼロということであり、国内需給要因は前年比でもマイナスは同じであったということである。一応、図表2、企業向けサービス価格について申し上げておくと、3か月前比のところ例えば見ると、ちょっとやはり特徴的だと思っているのは広告が弱いということかもしれない。それ以外はさしたる変化はないという感じであり、この広告の弱さというものに敢えてコメントを付けると、やはり製造業部門の収益の増益の波及ルートというのが全般に弱いという一つの表われかと思っている。要するに製

造業、特に大企業はそれこそV字型の収益回復を実現している訳だが、設備投資は少しはしているがあまりしない。ボーナスはちょっとは払っているがあまり払わない。では他に何かするかというと広告もろくに打っていないということであり、ある種、勿論、まだこれはちょうど期明けであるので収益についてもまだ自信がない。逆に言うと去年の後半辺りはある程度増益が確定したころには少し広告を打っていたが、そういう動きかもしれないが、そういう意味であまり大袈裟に捉える必要はないが波及の全体の弱さの一つの表われかなというふうに思っている。以上である。

福井議長

質問があればどうぞ。

岩田副総裁

輸出数量指数で見ると5月はちょっと微減。4~5月だとどのような感じなのか。

早川調査統計局長

数量指数で見ると4~5月が1~3月対比で-0.8%である。

岩田副総裁

-0.8%か。数量指数では弱含みという感じか。

早川調査統計局長

然り。これは実はこのところ数量指数と私共の実質輸出がかなり乖離していて、輸出サイドだけ申し上げると去年の10~12月が私共が+4.5%、数量が+2.0%。1~3月が私共-0.8%、数量は+1.1%で先程申し上げたように4月の数字が1~3月対比で+0.3%に対して-0.8%ということだが、数字の作り方はご承知のとおり基本的に私共の実質輸出は名目の輸出金額をデフレーターで割り込んでいく形で作っていくものである。そういう意味ではG

D Pの作り方により近いということであり、現に今手許に数字がないが、GDPベースの輸出というのは大体私共の数字とほぼ同じ動きになっており、通関数量ではGDPの動きはフォローできない。とりわけ、同じように動く時期と乖離が起こる時期がある。乖離が起こる時期というのはどういうことかと言うと、何らかの質の変化を起こしている時期である。要するに例えば、今の局面だと分かり易いのはデジタル関連だが同じテレビ一台といっても安価物のテレビ一台とPDP一台は全然価値が違う訳である。価値の増加を数量指数で見ると主にそれは価格で捉えてしまう。それに対して私共のやり方だと数量で捉えるということになるので、それに限らず質の変化が起こっている時にこういうことが起こり易い。そういう意味で今、デジタル家電化が進んでいるこの局面で乖離が起こり易いというのは分かり易い動きというふうに思っている。

福井議長

他に宜しいか。では、次に金融環境についてお願いします。

4. 金融環境に関する報告（資料-6）

山口企画室審議役

手許の資料6（参考計表・その2）に沿って説明する。実は大したデータは出ておらずあまり申し上げることもないが、まず図表1、資本市場調達であるが、CP・社債についての信用スプレッドの状況である。6月20日までの実績ということであるが、このような状況でありA2格はCPについて若干上がった感じになっている。しかし大きな動きではないということであり、全体としてスプレッドについては圧縮された状態で横這っているという評価、前回も述べたがそこから変わっていないということである。それから社債の発行状況だが6月、これは20日までの累計の計数であるが、発行額全体は6,000億円。このうちトリプルBについては1,160億円ということであり、トリプルB格の社債の発行が増えてきているということを前回申し上げたが、そうした状況が6月についても継続中である

ということである。スプレッドについても非常に低いスプレッドになっており、発行環境の改善が続いているという状況である。次に図表 2、マネタリーベースだが、これは 6 月の 23 日までの数字である。下方の表を見ると 6 月、取り敢えず 20.5%ということであり 5 月 20 日に当座預金のターゲットを引き上げたがそれが 6 月に入ってフルに効いてきているということである。それから日銀券の発行高についても昨年の伸びの反動のようなことがかなり続いてきた訳だが、6 月辺りからそういった反動要因が一服しており、伸び率としては 5%を上回るところまで少し戻ってきている。その結果として 6 月単月ではマネタリーベースは、2 割程度の前年比になりそうであるということである。次に図表 3、企業倒産の数字である。5 月 1,452 件であり、このところ前年割れの状態が続いているということである。季調済みの数字で見ると少しまた倒産件数が減少してきているという形になっている。あまり明快な要因というのはいずれについてはない訳だが、一応参考的に作ったのが図表 3-付、企業倒産と中小企業の資金繰りである。企業倒産と中小企業の資金繰りの関係を見たものが上のグラフであり、このとおり資金繰り判断と平行にこのところ動いてきており、そういったことからすると、ここにきての企業倒産の落ち着きというのは、資金繰りが中小企業も含めて改善してきていることが要因として効いているように思われる。下の方で中小企業のキャッシュ・フローの数字、グラフも付けているがこの辺りも同じような状況が続いている。いずれにしても金融環境の動きとしては、少し厳しさが緩む方向にあるということも前回会合でも申し上げたが、そうした状況が取り敢えず続いているということである。以上である。

福井議長

質問は特にないか。今日の議事進行は今日はこの後区切りの良いところがないものだからちょっと早いのだがここでコーヒブレイクを取りたいと思う。では 15 分位。

(午前 10 時 01 分中断、10 時 15 分再開)

IV. 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

福井議長

それでは会議を再開する。金融経済情勢と当面の金融政策運営方針に関する討議に入りたいと思う。今日はこの両方について一人 5 分程度を目処に発言願いたいと思う。順番は今日は春委員から、武藤副総裁、岩田副総裁、福間委員、中原委員、須田委員、田谷委員、最後に植田委員という順番で願いたい。最初に春委員から願います。

春委員

では申し上げます。ただ今執行部から説明があったが、前回会合以降の指標を見るとまだ 5 月以降のものは少ない訳だが、総括的に言って横這い圏内の動きを続けていると見て宜しいのではないかと思う。また 4 月 30 日の展望レポートで示した 2003 年度の経済、物価の標準シナリオにも沿った動きであろうと思う。一方、先行きの不透明感については、依然少なからぬ懸念材料がある訳だが、米国経済とか S A R S の影響あるいは国内株価など下振れリスクについては引き続き減少傾向にあるのではないかと思う。今後出てくる 5~6 月の指標を期待を持って注目したいと思う。以下、若干コメントをしたい。5 月の実質輸出は地域的には米国、財別には情報関連で 4 月の低迷から反転、増加を示して 3 か月振りに前月比増加となった。4~6 月比通期で前期比プラスとなるかどうか注目をしたいと思う。なお、生産についてはこれは 4 月だが鉱工業生産の確報値で -1.2% から -1.5% へ下方修正された。4~6 月の予測値の方も +0.4% から +0.1% と下方修正になった。I T 関連製品も足許は若干増加幅は鈍化しているということのようだが、これも輸出の動向等もあるので 5 月以降の動きを注目したいと思う。生産に関してまた電気のことを述べると、5 月の産業用の大口販売電力量は対前年比 +1.8%、11 か月連続プラスだが、プラス幅は 2% を下回った。産業別ではずっとマイナスであった繊維の他に紙・パルプ、窯

業・土石、非鉄金属といったところが僅かながら前年比マイナスとなっている。設備の状況を示す契約電力では、これは東京だけのデータだが5月是对前年比-0.9%と、これも11か月連続のマイナスだが、マイナス幅が1%を下回った状況である。なお、東電の原子力だが5月に1基動いて、6月20日に更に1基再開をして、現在引き続き国の支援も受けて、残る15基のうち目標としては半数程度の運転再開に向けて努力をしているという状況である。設備投資についてはこれは前回も触れた設備投資と設備稼働率の関係だが、一概に過去の経験則から判断できるものではないということのようだが、経済産業省の試算によると、4~6月の稼働率の見通しは95年基準の稼働率指数に直すと、この水準を超えると新規投資が増えると言われていた98を超えて99を上回るという試算をされている。また、同じく経済産業省だが設備投資と資本ストックの循環からも製造業については新規投資の増加局面が近いと見ることもできるということであり、期待をしたいところである。先程報告があったが中小公庫による設備投資計画調査によると、2003年度の計画は前年比-7.4%と相当なマイナスな訳だが、上振れの傾向があるので期初計画としてはまずまずという評価だったようだが、出遅れている中小企業の設備投資だけにこれも注目をしたいと思う。金融市場については、短期の金融市場は前回会合以降、りそな銀行からの預金流出も落ち着いている中で、日銀の機動的かつ潤沢な資金供給によって概ね落ち着いた状況かと思う。長期の債券市場においては、前回会合以降、0.440%まで低下をした新発10年物の国債利回りは反転上昇して、6月19日には0.685%となった後、昨日は0.635%となっている。金利低下余地が限られている中での一方的な低下状況に若干懸念を感じていたので、この低下一服の現象は、私はポジティブに受け止めている。リスク要因は、米国など海外の経済動向と日本の株価動向かと思う。米国経済については4月までの指標は設備投資、生産、雇用、物価などいずれも弱めの指標が多かった訳だが5月以降の指標については、どちらかと言えば明るい材料が増えてきているように感じている。ただ、5月についても雇用は引き続き弱い状況であるし、双子の赤字の増大傾向など懸念

すべき材料もあるが、これも先程報告があったように鉱工業生産、住宅着工、コアの消費者物価など、実体経済の指標もプラスに転じていることに加えて、一部の地方連銀の製造業指数の発表とか、あるいは昨日のコンファレンス・ボードの将来指数なども見ると、安易な楽観は許されないとしても年度後半回復の可能性を示しているのではないかと思う。これも話があったようにFRBの金利引き下げが注目されているが、5月末に成立した減税、特に新学期を控えて7月から子供を持つ約2,500万世帯に対して子供一人最高400ドルの小切手が支給されるという、こういう減税にも期待が大きいように聞いている。ただ、米国ではこれも先程話があったが、いわゆるフレディマックに続いてファニーメイでも決算疑惑の問題が浮上している。両社で米国住宅ローンの約4割を占めているようだが、影響が大きいのではないかと思う。一方、SARSについては6月23日の香港に続いて昨日、中国本土全域でWHOが終息宣言を出して、残る感染地域は台湾とトロントだけとなった。本当にそうかどうかという問題があり、また冬に再流行の可能性があるということも言われていて、影響も今後統計の中で出てくるものもあるかと思うが、感染の封じ込めに一応目処がついたということで、経済への悪影響も一時的なもので終わる可能性も期待できるようになってきたのではないか。国内の株式市場だが、前回会合の時は8,890円まで回復していた状況だが、その後も堅調に推移して、連日10億株を大きく上回る出来高を伴いながら上昇したが、昨日は一転して8,919円まで戻った状況かと思う。この間の主要な買い手は外人投資家であり、個人を含む国内投資家も若干動き出しているようだ。米国株価次第という動きは多少残念なところではあるが、これまでの株価上昇によって金融システムに対する不安感が減少しつつあることに加えて金融機関を含む企業全般のリスクテイク力やさらには家計の消費意欲が回復に繋がっていくことを期待したいと思う。当面の政策運営スタンスについては、現状短期金融市場は落ち着いた状況にあり、当面、現在の27兆円ないし30兆円の当座預金残高目標を維持しながら、引き続き市場の状況に応じて機動的かつ潤沢な資金供給を行っていくことが必要かと思う。

先程の報告にもあったように郵政公社が一時的に7兆円程度まで当座預金を増やすという見通しのようだが、これも一時的だということのようなので、必要があればなお書きで対応するということが宜しいのではないかと思う。なお、先程、基本要領を決定した資産担保証券買入スキームだが、4月に方針を決めてから多くの関係機関のパブリック・コメントやヒアリング、あるいは協議を通じて近く実施の運びとなった。

その間、執行部で担当された皆さんの努力や苦勞に敬意を表したいと思う。今後もしわゆる市場関係者の努力を引き出す形で揺籃期にある市場の育成、さらには中堅・中小企業金融の円滑化に実効を上げていきたいと思う。以上である。

福井議長

次、武藤副総裁お願いする。

武藤副総裁

前回会合以降、二週間しか経っていないということもあり、新たな材料が少ない訳だが、その中で輸出の動向が注目されている。5月の実質輸出を見ると、前月比3.3%の増加ということで一般の予想を上回った結果であったと思う。心配されたSARSの影響は取り敢えず表面化しなかったということだが、輸出動向は景気回復を展望するうえで重要な鍵となるので、今後とも関連データをよく見ていく必要があるというふうに思う。SARSの感染拡大は収束しつつあるようで、一時心配されたようにその悪影響が先行き相当の拡がりを持つとみる必要はないように思われる。ただし、香港、台湾、シンガポール等で個人消費がSARSの影響を受けているということなので、それが東アジア地域の成長鈍化に繋がって、さらにわが国の輸出に悪影響を及ぼすというリスクはなお残っていると思っている。輸出との関連でもう一つ注目されるのは米国経済だが、最近の経済指標を見ると米国の個人消費は底固いということであるが、生産はやや弱いということであるし、設備投資も下げ止まっているものの力強さは欠く

ということで、企業活動全体として力強さは見られない。従って、多くの市場参加者が現在予想している年後半に向けて成長率が高まっていくというシナリオが順調に実現するかどうか、これは企業活動がなかなか活発化しない状況を踏まえると予断を許さないと思う。ただし、地政学的リスクの後退、あるいは株価の上昇もあるので、先行き米国経済は大きく減速するという悲観的見方をする必要はないと思うが、米国経済の状況については政策面の対応、あるいはその効果といったことも含めて引き続き注意深く見ていく必要があると思う。次に金融面の動きだが、株価は9千円前後まで持ち直す一方で、長期金利が一時急上昇するなどやや大きく動いた。海外の主要市場でも一頃の株高、債券高の同時進行といったことから株高のもとでの債券相場の調整という色合いを強めているように思う。株高が企業収益の増加や実体経済の活発化を反映したものであれば、債券安、長期金利上昇ということも自然だが、現在のわが国では実体経済面に明確な回復の動きが見られないし、株価も欧米株価の上昇に伴う海外投資家のリバランス買いに支えられているといった状況である。こういう状況を踏まえると、マーケットでは株価上昇の持続性についてやや懐疑的な見方もあるし、長期金利が直ちに上昇局面に入ることはないという見方が多いと思う。先週の長期金利の動きというのは、やはりちょっとした弾みで債券相場が崩れるという潜在的なリスクの大きさを示唆しているとも言える。その意味では長期金利がここまで低下してくると、国債は必ずしも安全資産とは言い切れないということだと思う。金融機関を含めた市場参加者が金利リスク管理の重要性を改めて十分認識する必要があるように思う。以上、細かな動きは幾つかあったが全体としては経済金融情勢についての前回会合時の基本認識を変える必要はない、先行き不透明感が強い状況にも大きな変わりはないということだと思う。念頭に置くべきリスク要因としては、海外経済の動向と金融資本市場の動きということであり、この二点について引き続き注目していく必要があると思う。最後に金融市場調節方針についてだが、以上申し述べたように、経済金融情勢に大きな変化はないという判断であり、短期金融市場も落ち着いた地合いを継続しているこ

とを踏まえると現状維持で宜しいのではないかと思う。以上である。

福井議長

次、岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

まず、アメリカ経済だが、下半期の回復に向けて明るい指標が幾つか出てきたということかと思う。フィラデルフィア連銀およびニューヨーク連銀の景況感指数、あるいは先行指標が1%上昇している。住宅投資が金利が低いということもあって極めて強い動きを示している。経済全体としては安定化傾向をより強めているということかと思うが、健全な回復に向けて説得的な証拠があるかと言えば、それはまだ不十分であるという状況かと思う。設備投資の本格的な回復がいつはじまるかということが注目される場所であるが、資本コストの方はアメリカは金利の低下やあるいは、今度の税制上の措置、減価償却加速措置等もあって順調に低下していくものと考えられる。そういうことでコンピュータであるとかソフトウェアあるいは設備関連の投資は回復に向いつつあると思う。その一方で構造物、ストラクチャーに対する投資については製造業であるとかあるいは建設業の低い稼働率が投資回復の重荷になっている可能性があると思う。特に稼働率が、アメリカの場合、NAIRU、インフレに中立的な失業率との対比で見たもの、つまり労働の稼働率と言って良いと思うが、労働の稼働率と設備等の稼働率にギャップが今回かなり存在しており、稼働率がかなり低いということが重石になっている可能性があると思う。金融面で見ると、アメリカの長期金利が反転したがこれは主としてデフレ懸念の後退によるものと考えられる。コアCPIの動きは0.3%上昇したがこれは一時的かもしれないのだが、潜在的には為替レートの減価もあるということで、むしろデフレ懸念がやや後退しているということを反映しているのではないかと考えている。年後半には政策上の措置、つまり減税で実質GDPは恐らく1%近くプラス、それに加えて実質実効為替レートの減価がある。それから金融

さらにそれに加えて金利と石油価格の低下ということがあって、合わせるとうこういった動きだけで2.5%程度は下支えになっているというふうに考えられる。そういうことで後半の回復、成長率が高まるということについては恐らく間違いのないのではないかとこのように考えている。アジアの方では個人消費についてSARSの影響があり、一部の国では、私は生産・輸出にも悪影響が出ているというふうに思う。ただその大きさは心配された程ではなかったということかと思う。ヨーロッパの景気を見ると、底這いの状況であり、特にドイツではユーロ高の影響もあってデフレのリスクが生じていると思う。ただ、ドイツはユーロ圏に属しているのも同じ通貨圏の中で一部の国、地域だけがデフレになるかどうか非常に興味深いところであるが、ドイツの議論を見ていると90年代半ばの日本と全く同じ議論をしているので、その意味では政策当局者の意識の、何と言うか、認知ラグのリスクが出ているように思う。一方、日本の景気だが実質輸出が前月比3.3%増加したが、通関ベースでは数量指数では微減したということであり、全体としては年初来の弱含み傾向からやや下げ止まりの傾向が出てきたのかなというふうに思う。この数量ベースでも落ち込み幅がそれ程大幅ではないということは、一つはSARSの影響が軽微であったことに加えて、介入政策および追加的な金融緩和の措置というようなことがあって、円高を阻止することにこれまで成功してきたことが影響していたというふうに思う。実質実効円レートを見ると安定化しており、むしろ99年末から見ると27%下落ということであり、これは日本の実質輸出に対してかなり下支えをする要因として働いているのではないかとこのように考えられる。さらに介入の効果はアメリカの長期金利の低下にも部分的に寄与した面があったのではないかと考えている。内需の方を見ると消費者ならびに企業のビジネスマインドはほぼ横這いで推移しているのではないかとこのように思う。設備投資の方も当面足踏み状況になるのではないかとこのように考えている。鉱工業生産の方だが、製造業予測指数と鉱工業生産指数の乖離はこのところかなり傾向的に乖離幅が拡大している。最近3か月の実現率および予測修正率の差を見ると、それぞれ1.4%、0.9%下振れを

している。こういったことを考慮すると4~6月の鉱工業生産はやはり弱含みになる可能性の方が強いのではないか。一致指数あるいは先行指数も生産関連指標を中心に5月も50%割れになるのではないかと思う。4月の全産業活動指数も微減をして景気が足許で弱含みになっているということを確認しているのではないかと思う。GDPベースで見ると純輸出は確かにプラスに寄与する可能性が、特に旅行収支等の出超減少からプラスになる可能性があるが、ただこのことは税収の落ち込みと同様であり、一種の自動安定化効果でGDP上はプラスになるということであって、内需がむしろ弱いということが問題なのではないかと思う。それから金融面だが、アメリカの株価は金融緩和期待であるとか投資家によるリスク許容度の回復によって回復を続けている。日本の方も前回申し上げたが9千円~1万円を目指した動きを続けていると思う。ただ私が注目しているのは、製造業でこれは仮説で2000年あるいは2001年に全要素生産性の向上というようなことが仮にあったとすれば、それがもしかすると今回の輸出物価とユニット・バリュー輸出の単価指数との乖離に出ているのかもしれないのだが、そういった点を外人投資家が評価している可能性もあるのかなと思っている。日本における国債長期金利の反転はアメリカにおけるデフレ懸念の後退、それから銀行の利益確定売りに加えて外人投資家の空売りが作用したのではないかと考えている。以上のような情勢を踏まえると、金融政策運営については経済金融情勢は既に前回会合でほぼ見込まれていたとおりの展開になっているのではないか。金融市場についても安定した動きを続けているのではないか。こういったことを考えると、政策は現状維持で変更する必要はないと考えている。ただ、最後にやはり基本的な任務であるデフレ克服について、やはりもう一步日本銀行としてコミットメントを行う必要があるのではないかと私は考えており、物価安定数値目標について、ともかく政策委員会委員としてそれぞれどのような物価指数でどの位の物価上昇率が望ましいものなのかということについて議論を早急にお願いしたいと考えている。アメリカの連邦準備の方もこれは今日の新聞に若干出ていたが、個人消費のデフレーター、コアで見て1.5%という

ような内部的な話も幾らか出ているが、私共日本銀行としても内部的に意見を固める必要性は極めて高いのではないかと考えている。以上である。

福井議長

では、福間委員をお願いします。

福間委員

わが国経済については、前回会合時点に比べると中東情勢の緊迫化とか、あるいは、アルカイダの活発化、テロ再発不安というようなものは残っているが、全体的には、以下述べるようなところからセンチメントとして、ややインフレーションしているのではないかと考えている。第一点は、色々な方が言われたように、中国各地のSARSに関する渡航延期勧告や感染地域指定が解除されたということが非常に大きいと思う。上海地区には、幸いにも渡航延期勧告等が出されなかったから、サプライ・チェーン・マネジメントについての障害は出なかった訳だが消費活動は停滞化した。今後は、正常化に伴って、個人消費や企業在庫の動きに直結するペントアップ需要がどの程度顕在化するかがポイントである。実際、在庫調整も行われていたし、また個人消費も抑えられていたということから、正常化を機にペントアップ需要は顕在化するのではないかと考える。渡航延期勧告で商談もストップしていた。ある程度電話あるいはインターネットで商談もできるのだが、通常通り取り運ぶことは難しい。特に対中直接投資に絡む商談はもの凄く増えており、SARSにより交渉中のものが中断したとか、契約したけれども発効させられないとか、あるいは、工場を建設中だがストップしたとか、そういう事態があちらこちらで発生した。こういうものが先週、先々週辺りから上海地区を中心に動き始め、恐らく北京についても、昨日の措置によって同じようなことになるのではないかと考える。そうすると去年から今年にかけて見られたように、工場・建設用機械や、原材料を含む諸機材の輸出が随伴的に増加するということが出てくると思われる。それを見越して一部では資材価格は下げ止まり、あるいは一部値

上げの動きも見られている。上海の旺盛な消費については、例えば、この前出張から帰った人達に聞いてみると、上海のレストランでは、夜の10時、11時でも列を作って待っているというような状態が相変わらず続いているということである。SARS制圧の広がりに対して手放しで楽観することはできないが、このまま終息していけばSARSのわが国あるいはアジア経済に与える影響も当初懸念された程にはならず、限定的なものになるのではないかと考えられる。SARS制圧によりアジア域内の自律的な経済成長が再び拡大していけば、わが国経済もアジア向け輸出と対米輸出の拡大が相俟って、一時減速した生産も再び緩やかな回復に転ずるのではないかと考えている。二番目の要因としては、皆さんも説明されたが、米国株が調整を伴いながらも景気回復期待を背景に上昇していることである。フレディマックとファニーメイのSEC調査の問題はあるが、個人消費はホーム・エクイティ・ローンにも支えられ、緩やかな増勢を維持している。ただ雇用環境は引き続き悪い訳で、この消費がいつまで持つかという点が気掛かりであり、早く設備投資にバトンタッチすることが一番期待される点である。そういう面で25日のFOMCで利下げを0.25%あるいは0.50%どちらとするかは分からないが、いずれにしても利下げ決定後のステートメントで金融緩和の継続感、あるいは景気配慮に対してどの程度の文言が出てくるかというのが今注目されているところである。米国がそういう動きをすると、ECBあるいはエマージング・マーケットにも一段の政策余力を与えるということで、グローバル経済にも良い影響があるのではないかと思う。三番目は、予想された程円/ドル相場が急騰しなかったということである。これは市場に介入警戒感があるためで、実態としては、米国の双子の赤字の問題がある中で何とか介入警戒感により現在の水準が保たれている状態である。非常にハラハラする部分はあるが、取り敢えず為替面からの混乱要因は今のところない。ただ本日、米国下院で日本、中国、韓国、台湾等に対しての為替操作に関する公聴会が開かれる。これは議会筋が為替政策に対して非常に神経質になっていることを示している。勿論、政府ベースではないがこの辺の動きもやはり横目で見てお

く必要もあるのだろうと思う。四番目としてやはり何と云ってもしその問題だと思う。これについてはモラルハザードの問題も孕んでいるが、取り敢えずはセーフティネットの発動を契機に、銀行株に対するヘッジ売りの買い戻しが入った。この買い戻しが継続する間は銀行株は底固い動きをするのではないかと思う。五番目は企業業績の回復である。これについては、6社に1社が既往最高益ということであり、また今期も15%の増益見通しと発表されている。それ以外に注目すべき点は11年振りに復配した三菱伸銅のように、過去何年間も無配を続けてきた企業で、リストラやビジネスモデルの変更に成功し復配に至ったという企業が、東証1部上場企業で60社以上あるということである。こういうことで株価も復配した企業を中心に上昇しており、必ずしも現在の株の動きが実態のない動きであるとも言えないのではないかと思う。

一方、金融市場については、先程から出ている債券市場の問題だが、これは米国のCPIショックで欧米市場がまず軟化し、20年国債入札の結果を受けてさらに崩れたというようなことだが、一番大きいのは、先程申し上げたように、ボラティリティの低下に伴って市場にエネルギーが蓄積されていたことである。すなわち、市場参加者の間に高所恐怖症が高まっていたところに、先程言ったような要因が出てきて、5年物が0.145%とほぼゼロに近いレベルに低下した。これが中期債の利喰いを誘い、一方で、益利回り狙いの株式購入が行われるという債券から株式への資金シフトを促す結果になったと思う。債券相場は、当面は、ボックス圏の動きを続けていくのではないかと考えている。市場参加者の方からは、イールド・カーブが正常化していくということは金融業にとっても良いことだという声も聞かれる。昨年この場で、これ以上のフラットニングが進むとデス・オブ・バンキング・インダストリーだということを申し上げたが、そういう面から見ると、今程度のイールド・カーブの修正であれば、去年の株式購入時に起きたような30bpイールドが上がった程度のものであり、そう大きな混乱は起きずに済むのではないか。むしろ、先程武藤副総裁が言われたように、市場参加者にリスクマネジメントの重要性を市場

が警告したという位に捉える方が適当ではないか、そうした認識の方が重要ではないかと思っている。最後に金融市場調節だが、これは特にならぬ銀行への公的資金注入が決定された後は非常にマネーマーケットは落ち着いている。先程申し上げたヘッジ売りの買戻しが銀行株に入り、銀行株が極めて落ち着いた展開になっていることが影響している。ただやはりいつものことだが、ターム物の資金は一部のDD取引を除いては成立し難い。さらに、9月末を控えて銀行の繰延税金資産の取扱いという問題も残っているので、現在と同じような調節を続けながら、緩和基調の継続をマーケットに伝えること、すなわち、ターム物のオペの回数を増やして、残高との関連で必要があれば売りオペを行うというツイスト方式で緩和姿勢を継続することが重要ではないかと思う。そういう面では金融政策は現状のままで結構だと思う。

福井議長

次、中原委員お願いします。

中原委員

景気の現状判断、先行きについてリスク要因も含んで、全体として判断を変えるような材料はないと思う。日本経済については、踊り場という状況というような変化はないと思うが、輸出の数字が色々議論されているが、私は思っていたより底堅いという印象を受けた。ただマーケットの見方は意外にしぶといという見方と、循環的な要素がやはり出てきたという見方と両方あるようで、SARSの影響があまり出ていないとは言いが、もう少し状況を見ていく必要があるだろうと思う。この間、日本については、資金循環表の第1四半期が発表されたが、取立ててフローの構造に新しい見るべきものはないが、やはりこれを見ても、企業部門の借入返済が相当進んでいる。それから株式保有も減少しているし、バランスシート調整もかなり進んできている。企業の足腰はやはり強くなっているという感じを受けた。また、家計の金融資産の方も、引き続き金融資産全

体が目減りしたが、流動性が増えているし、株式の保有はまた相変わらず減っているということで構造的な問題がなお増幅しているという感じを受けている。アメリカについては、企業まわりの指標が一進一退というところで、ジョブレス・リカバリーが続いているということだと思うが、若干センチメントは明るさが出てきたような感じがする。5月のCPI、これも色々議論があって、デフレ懸念の後退という受け止め方のようなのだが、ここは財のコアはかなり下がっている。Fedとしてもデフレ警戒感を持ち、ある種の時間軸による長期金利の口先介入みたいなものが続くのだろうと思うが、減税効果もあることだし、後半にかけて成長率の若干上方見直しの動きが出てきたのは、我々にとっても良いことではないかなと思う。実体経済があまり変わっていないのに対して、市場の方はかなり色々な変化があったと思う。四点コメントしたいと思う。まず第一は株式市場だが、今のところやはり金融緩和による過剰流動性、これが世界的な状況として実体経済と企業業績の改善の期待を増幅している状況だと思う。ただ、エマージング・マーケットの株式にも相当非居住者の金が入っているようだから、やはりリスクアペタイトは高まってきたということだろうと思う。日本の株価は非居住者の買いが支えているという意味で、いつものパターンという感じだが、国内需給の構造が変わっていない、まあどこまで保つのか若干まだ確信が持てない。二番目に長期金利だが、ある種の高所恐怖症がマーケットにプリベイルしていた中で、米国のデフレ懸念の後退とか株高、限月交替とか20年国債入札の結果というようなテクニカルな要因がかなりあったと思う。銀行のリスクテイク能力にネガティブなインパクトを大きく与えるものとは思っていない。勿論、今後の動きは注意した方が良いと思うが、マーケットはどちらかと言うと良い会話が出来たという見方の向きが多いような気がする。下半期の材料を見ると、米国の景気回復の蓋然性が前より高まってきたとか、日本の景気シナリオ、あるいは予算関係の動き、補正予算とかあるいは来年度の新規財源債の発行額という問題が出てくるにつれて、どうしても下半期は金利はむしろ上昇へのプレッシャーが少しずつ出てくるのではないかと、イール

ド・カーブの形状は多少変わるとしても、全体的なフラット化はもうここでちょうど限界にきているのではないかと思う。第三点は外債投資の増加だが、このところの増加はかなり急ピッチで意外な程伸びているような気がするが、1年前にも同じような議論があったが、これをリバランスと言うのかどうか、ちょっと私も分からないが、今後もこの流れ、ずっと続くとする、やはり色々な意味で為替相場も含めて影響を考えていく必要があるだろうと思う。先程の市場局長のマイナス金利拡大にも繋がっているという見方をすれば、市場調節にも色々な影響が出る可能性もある訳だし、ここは要注目と思っている。四番目にりそなの問題だが、一応安定しているが、このところの株の堅調は、まだ決算期まで遠いということもあるのだろうが、金融システム、市場のイベント・リスク的なショックが出る可能性が一応遠のいているということである。ただ、繰延税金資産の問題は中間決算、あるいは年度末に向けて地銀レベル、あるいは企業も含めて再燃する懸念は残ると思う。以上で金融政策の市場調節、ディレクティブについては現状維持で宜しいと思う。以上である。

福井議長

では、須田委員お願いする。

須田委員

前回会合以降出てきた経済指標や金融市場についての動向には金融経済情勢判断を変えるような注目すべき点はない。従って前回示したシナリオ、すなわち展望レポートの標準シナリオは基本的には維持されているが、今年度前半はそれよりも少し下振れる、つまり横這いの状況が続き、景気が上向くのがそれ以降になるのではないかというシナリオを維持している。従って、当面の金融政策運営についても現状維持でよいと思う。展望レポートの標準シナリオ対比、下振れの主たる理由は輸出環境が想定した程にはなかなか改善しないから、ということである。依然として米国景気の回復モメンタムは弱く、欧州景気は減速し、東アジアの景気回復テン

ポも幾分鈍化している。特に最近では韓国をはじめとして、東アジアの自律的な景気回復の力が弱まっているのが気掛かりである。5月の輸出は米国への輸出が戻り、全体でも想定していたよりも強かったと言えるが、他方アジアへの輸出の勢いが弱まりつつあるのが気になる。大きなリスク要因の一つであったSARSについては、経済全体への深刻な打撃なしにほぼ克服できた模様だが、アジアへの輸出の弱さにその影響が出ているのか、それとも弱さはそれ以外の理由によるのか、あるいはSARSの輸出へのマイナスの影響がこれからも出てくるのかよく分からないところがある。とは言え、輸出入がSARSの影響で今後マイナスの影響がかなり出てくるということはなさそうである。頼みの綱の米国経済については、株価の急速な回復は期待先行の懸念もなくはないが、地政学的リスクの後退もあって大きく下振れるリスクはかなり小さくなっていると思う。もっとも、フレディマックの不正会計疑惑の広がりや米国経済の重要な牽引力である住宅投資と消費に影響がないとは言い切れないので気掛かりである。なおファンドマネージャー調査6月によると、今後1年間に世界のコアインフレ率の上昇を見込んでいるものはかなり減ってきているが、米国がデフレに陥るリスクはほとんどないと思っている。ただし、5月には跳ねたが、サービス価格も基調として上方テンポが鈍化していること、とりわけサービス価格の上昇率が高い原因とされてきた医療サービスや家賃の上昇率がかなり低下傾向にあることには注意しておきたいと思う。内需については特に今回ここで言及しておくべきことはないが、最近書かれた設備投資に関するスタッフペーパーにあるように、日本の設備投資は実質金利の問題というよりは、産業構造の調整圧力、バランスシート調整圧力や、期待成長率の低下といった構造問題から本格回復がなかなか望めないという面が強いと思われるので、当面内需面で投資が景気を引っ張るという姿はなかなか想定しづらいという思いを強くしている。金融市場については米国の株価上昇を受けて株価が持ち直し、他方で債券市場が一時的に荒れて長期金利は少し上昇している。このような動きが今後とも続くのか、それともまた10年物の金利が0.5%割れへ戻っていくのか、定

かではないが、市場参加者の声はこの金利上昇を一時的なものであると捉えている者が多いように思われる。その主たる理由はファンダメンタルズに変化がないからか、あるいは他の金融市場への波及効果がないというようなことだと思われるが、リスクに対する意識の高まりとボラティリティの高まりは何がしかの影響を与えると思うので、これまでと同じ投資行動をとるとは考えられない。株価が上昇したりあるいはまた海外の金利が変化すればなおさらである。またこれまでの金利低下にバブル的な要素が加わっていたとすればそれは調整されてしかるべきである。なお、金利上昇が一時的であるとする根拠として、金利上昇が起これば日銀が対応するに違いないという意見もかなり見受けられる。金利が上昇したら日銀が長期国債の買切オペ増額をするだろうという意見もあるようである。その程度の金利の上昇に対しても日銀に頼るような姿勢が示されると、本格的な金利調整が必要となったような時にそれが非常に難しくなることを懸念する。またそのような日銀依存の姿勢が過度の金利低下に繋がっていることも否めない。不安感を生じさせることは勿論望ましくないが、過度の安心感も大いに問題である。当面は長期金利は日銀が直接コントロールすることはできないこと、長期金利のある程度の上昇・変動は市場に任せるという姿勢をとっておくことも必要ではないかと思う。また長期国債買切オペは円滑な資金供給のために必要な場合に行うという位置付けの市場への再確認も必要ではないかと思っている。以上である。

福井議長

次に田谷委員、お願いします。

田谷委員

前回会合以降の注目点はやはりこの間の長期金利の動き、それと密接に関連した米国経済の動き、そして先月の貿易統計から読み取れるSARSの影響などだと思う。これらの点では他の皆さんの意見とほとんど私は変わった意見は持っていない。米国経済の見方にも変化はない。個人消費は

今のところ緩やかに拡大しているし、住宅投資は堅調を維持している。一方、生産、それに設備投資は力強さを欠いており、雇用の改善はまだ見られない。消費者物価のコア部分は、4月まで2か月連続で横這いだったが、5月には前月比で若干プラスになった。これがその他の強めの指標の発表もあって、連銀による金融緩和の度合いが緩やかになるといった思惑を生み、長期金利の反発を生んだ。そしてこれを受けて日欧の長期金利も反騰した。しかし、米国のコア消費者物価の上昇率は月々の振れはあるものの四半期毎に見ると、傾向的に下がってきており、米国経済のデフレーション傾向は続いている。連銀の緩和スタンスは今後とも世界規模で金融市場に影響を与えらると思われる。今晚のFOMCの決定を注目したいと思う。アジア諸国については、新たな経済指標はほとんどない。ただ、幾つかの国で輸出の拡大テンポが鈍化していることが確認されてきている。また、SARSのネット感染者数が減少を続けている。これは国際局の資料に見られるところである。イラク戦と同様にSARSについても4~6月で鎮静化するといった短期シナリオに今のところ近い情勢になってきているようだ。この点がさらに確認できるようになれば日本経済の年末に向けての回復シナリオの確度も高くなると思う。この点とも関連して、5月の日本の貿易統計は先程の調査統計局長の説明にもあったように、比較的エンカレッジなものであった。この点は皆さんもほとんどの方が触れていた。金融情勢については長期金利の動きが焦点であった。債券市場には高値警戒感が強まっていたこともあって、17日から19日にはひやりとする場面もあったが、市場を取り巻く情勢に基本的な変化はないと思う。株価は時々利食いに押される場面もあったが、日本株の出遅れ感からの外人買いが代行返上による換金売りを吸収してきているという展開は変わっていないと思う。例えば、ドルベースで見た年初からの株価上昇率は、先週末の時点で日本株は先進15か国中最低だし、主要なエマージング経済や途上国25か国を加えた40か国のベースで見てもインドとハンガリー、2か国より若干良いだけである。今後とも株価は米国株次第のところが大きいが、米国株が上がらないようであれば代行返上に伴う換

金売りの影響が懸念される。以上が金融経済情勢に関するコメントだが、政策運営については現状維持でいきたいと思う。資金供給オペは資金余剰月であることもあって、少なくなっているが、短期資金市場は落ち着いた状態が続いている。その他、社債市場も落ち着いているし、為替レートに関連では先程も中原委員も触れられたが、対外債券投資の広がり注目される。さらに先程の市場局長のマイナス金利による資金取引の説明は非常に興味深いものだったが、引き続き金融市場で新たな動きがある場合には、色々調査報告して欲しいと思う。以上である。

福井議長

最後に植田委員、お願いします。

植田委員

足許の金融経済情勢、およびその今後、ないしリスク要因、それからそれを基にした当面の調節方針については皆さんとほぼ同じなので、コメントは差し控えたいと思う。ちょっとだけ岩田副総裁の方から参照値だったか、そのようなことを考えたら良いという話があったが、それだけをとると論点はかなりはっきりしているような気もするので、今さらという感じもする。むしろ考えるのは、まずちょっと将来の話を取れば、そういうものは少なくとも現在の我々の金融調節の枠組みからのイグジットを考える際にはほぼ必ず何らかの形で必要になるし、どういうふうにするのが良いのかというのは非常に難しい問題でもある。さらにそれは常に考えてきたことだし、これからも考えていかなければいけないが、まだ解けていない難しい問題が残っているということも事実だと思う。さらに申し上げたいのは、これは遠い先の話だけではなくて、足許の問題とも絡んでいるのではないかということである。これは皆さんが触れられた長期債の金利の動きとの関連だが、勿論ここ1週間位の程度の動きで慌てるということでは全くない訳だが、もう少し市場、あるいは我々も場合によっては青ざめるようなボラティリティの高まりがあった時にどうするのか、それ

も放置するというのがデフォルトの対応だと思うが、何かやるということ考えた場合には、その結果生じるイグジットのところへのインプリケーション、そしてそのところを考える際にはどういう大まかなインフレ、あるいは物価目標みたいなものと絡めるのか、ということと当然密接に関連してくるように思うので、その辺はどういうふう to どういう場で議論するのかというのはなかなか申し上げにくい問題ではあるが、私も常に念頭において今後も考えていきたいと思っている。以上である。

福井議長

一通りご意見を頂戴して、私自身も皆さんのご意見と今回は非常に同感するところが多い。率直に言ってそういうふう to 思っている。経済情勢について前回、つまり6月の月初会合での認識を特に変えるような変化は生じていない、一言で言えばそういうことだと思う。これは海外、および国内経済ともにほぼ同様のことが言えると思う。海外経済について見ると、特にアメリカ経済の場合には、経済指標の面で多少区々な動きが出ているが、そうした中で株価が目立って上昇傾向を辿っている。株価上昇の背景として、様々な理由があると思うが、やはり何と言っても地政学的リスクとか新型肺炎に伴う不透明感が一頃に比べればかなり低下してきている。これに伴って先行きの期待感が台頭している、あるいはやや強まっているということが背景にあるのではないかと考えられる。しかし、实体经济の回復力が十分確認されるほどの材料をまだ必ずしも持ちあわせていないので、海外経済の動き、特にアメリカを中心とする今後の動きについては慎重に見極めていく必要があるのではないかと思う。国内経済については、前回会合以降、然程多くの指標が出ていないので、判断材料が乏しいが、出てきている幾つかの指標は解釈すれば全体として、前回の会合の判断に沿ったものだと思う。ただ、皆さん方ご指摘のとおり、一昨日公表の5月の通関統計を見る限り、輸出はアジア向けも含めて概ね堅調、懸念された新型肺炎の影響は、輸出の計数の面からはあまり観察されていないということだと思う。一方、金融面では、ご指摘のとおり短期金融市場

は落ち着いた地合いを続けている。りそなのショックも完全に吸収していると思う。株価の方は、9千円台に乗せた後、昨日、今日とそれをやや下回っているところだが、8千円割れとなっていた3月末との比較で見ても、水準はかなり切り上がってきているということだと思う。長期金利の方は、ここ暫くやや不安定な動きが出ている。20年債入札不調などを契機とする利食い売り等から利回りも一旦かなり上昇を見たということだが、これも基本的には年初来の大幅な金利低下の後、少し行き過ぎ警戒感があったという状況のもとで、やや修正的な動きが入ったということだと思う。最近の株価の上昇とか金融システムを巡る不透明感の後退が行き過ぎの修正を呼んでいる面が背景にあるのではないかと見ているが、我々が今後の経路というものを色々考えながら今後の金融政策の枠組みを考え始める最初のきっかけを与えてくれたのかなという気がしている。岩田副総裁、植田委員のご議論があったが、私が今申し上げたような大きなフレームワークで勉強を開始しなければならないと私自身は思っていて、また色々ご相談させて頂きたいということをお願いしてさらに議論をお願いしたいと思う。

岩田副総裁

では一点だけ宜しいか。植田委員からのお話でイグジットが必要になった時に参照値はどうかというお話があって、私との違いはどこかというところ、私はイグジットのところに行く前にむしろ参照値的なものを出した方が、調整の費用とかあるいは望ましい方向への調整期間を短縮するとか、むしろ安定化効果を強めることができる、事前に発表することによって強めることができると私は考えている。それからもう一つは、2001年3月からこれまでずっとやってきて、同じやり方でこのままイグジットのところまでいくのかということ、私は甚だ疑問に思っている。このままで何も新たなことをしなければ局面は打開できないと、その二つの理由でもう少しポジティブに考えるべきだ。それからもう一つ、足許の金利についてまさにそうであって、私、皆さんの意見を全部理解した訳ではないが、例え

ば物価安定数値目標として望ましいのは0%のインフレ率である、仮にそういう立場を唱える方と、それから、いや、やはり1~2%位ではないのかというふうに考えられる方と両方あった場合に、例えば長期金利が上がった時にどの辺までだったら許容するのか、そういうことにまさに、シリアスにかかわってくる問題で、どこまでだったら期待インフレの許容し得る範囲なのかということは、事前によく考えておく必要がある。望ましいのはどこなのかということマーケットにも事前に知らせておくことが本当は望ましいことなのではないかと思っている。それで私の理解する範囲では、かなり望ましい物価安定目標について、まだ相当差があるのではないかというのが私の印象なのだが、私の感じでは0~3%位まであるのではないかと思っているが、その辺はもう少し詰めていく必要があると思っている。

須田委員

今の岩田副総裁の意見についてだが、私はやはり物価だけで議論はできないと考えている。前にも申し上げたが、物価の下落が止まるというその時の経済状況、勿論金利も含めてだが様々な経済状況が、一体どういう状況になっているのかというのは今の状態では分からない。そういうところでは場合によっては相当高いインフレも許容しないとならないかもしれない。つまり上限をつけていて、経済がスタグフレーションのような状況になって、最初に上限まできてしまった時に、最初から経済が悪いから上限突破を許容しなければいけない、ということになったら、一体上限は何の意味があるのか。やはりこれが期待インフレ率をどれだけ安定化させるかということが重要な意味を持つ訳だが、本当にそれが安定化すると簡単に言えるとは私は思っていない。今回海外出張に行ってきた、イギリスでのインフレターゲットのやり方の難しさが分かった。つまり資産価格がバブルかもしれないといった時に、人々が例えば、タイムスパンをどう考えているかということによって違う訳である。そういうような形で人々が議論している時に、果たしてこれで透明性が高まるのだろうか。人によって

例えばインフレの望ましさが違った時に、一体外向けに本当に透明性の高い議論ができるのだろうか、数字を出すということが期待インフレを安定化させるというところへ行くにはまだまだ色々自分達でも勉強しなければいけないことが多いのではないかとということが実感である。

植田委員

私も岩田副総裁とそんなに違わないと思うが、イグジットもかなり差し迫っているというところでアナウンスしたのではやはり遅いと思う、もし何かやるとして。大分前だと思うが。ただ、仮に今アナウンスしたとしてもイグジットを考えはじめたなというメッセージをマーケットに送るリスクはある程度あると思う。他方、もっと景気刺激効果を強めるという方向で何か考えるという場合は、目標値をもっと高めるとか、はっきりインフレターゲットイングと言うとか、そういうことではほとんど効果がないと私は思う。極端なことを言えば、株を買うとか外債を買うとか、財政と一体で何か考えるとか、そういうのが違う枠組みに移ることかなと思う。ただ、そういうことも含めて、難しい問題が色々あるのは事実かと思う。

中原委員

私は植田委員、岩田副総裁、須田委員の議論に参加する資格はないが、私はイグジットにおいていずれ表明せざるを得ない問題と前から申し上げている。それをインプリシットにしておくのか、目に見える形で議論して出していくのかどうかは別として、2000年10月に出した結論についても一度勉強すること、今皆さんが言われたような議論をやる場があるのではないかとというのがまず基本。その時に結論がどういう方向に出るかというのはまた別の問題だと思う。私は参照値に賛成するが、その議論なしに検討課題、検討課題と言っていること自身が日銀に対する信用を失わせているのではないかと私は思う。これはもう検討課題と言い出して2年以上やっている訳だから。私はそこである意味ではカタを付ける方が良いのではないかと。それがまた期待に悪い影響を与えるかどうかということとは

別に、むしろそれを曖昧なままにしておくこと、多くの議論が行われながら、きちんとした態度表明が行われないこと自身の方に問題が出てくるのではないかという気はしている。それから長期金利の問題だが、これは長期金利にどう中央銀行として介入するかというところだと思うが、まさに今の足許の長期金利の動きを見て、参照値やインフレ目標についてやはり慎重にやらねばならないというのはちょっと次元が違うのではないかと。やはり金融政策の枠組みとして考えているという問題と、足許の市場の変動に対して場合によっては緊急的に対応しなければいけない問題とこれらは別に取り扱っていけば良いのではないかなと思う。

須田委員

今検討課題に決着つけろと言われたが、私はこれは、ずっと検討課題であり、検討が終わる時は採用する時なのではないかなと思っている。その限りでは…。

中原委員

採用したくないから検討課題としてずっと置いておこうという見方をされる。

須田委員

ということではない。検討課題が終わった時には採用することだと思っている。

中原委員

検討課題としたものは検討しないで良いという訳ではない。

須田委員

違う。皆さん検討しているのではないか、この問題はずっと。皆が…。

中原委員

大勢集まらなくても検討できる。

須田委員

皆が集まらなくてもそれぞれがこの問題に関しては常に頭の中において考えているのだと思う。私はそうである。そしてそれが採用できるような状況になった時には、一つの方式としては、ノーマルな状況では、私はこれをポジティブに捉えている。ここで議論して止めようとか、やろうとか、今決断するようなことではないと考えている。

田谷委員

幾つかあるのだが、まず岩田副総裁が2001年3月以降のフレームワークは、このままで済まないだろうと言われたが、まあ済まないでしょうね。そういうこととの関連でこの問題を考えていかなければいけないと思う。まず、イグジットを考える、イグジットを本格的に議論する前にこういうものは決着を付けなくてはいけない問題だとは思っている。それと、須田委員が言われたように、その時の状況にも色々よるので、なかなか一概に言えない。それぞれが多分持っていると思う。しかしそれを表明したりすることが何のプラスになるのか、今の現状で、何のプラスになるのか、ひょっとしてマイナス面がないのか、ということを私は懸念している。だから、多分前から岩田副総裁は、そんな考えていることが違っていないだろうと言われるのだが、イエスでありノーであり、難しいところだと思う。

中原委員

企画のレポートがあるが、この問題はやや感覚的に言えば、もう手垢がついてしまって、その意味での効果はあまりないのかもしれない、私もそう思う。だから今言うと、却ってマイナスというのはあまりにもここまで色々な人が色々な議論をしてしまったがために、効果もないと同時に逆に

マイナスが出るという、そういう感じはあるのではないか。私に言わせればもう少し早く議論して早く結論を出すべきなのではないかなという印象を持っている。

岩田副総裁

もう一点宜しいか。すみません。繰り返し言うが、その公表するかどうかということの以前に、どこが望ましい物価安定なのかということは、これは事務方も含めて、きちっと整理しておくべき話だと思う。それを参照値として公表するかどうかというのは、独立の問題としてあると私は思う。私が今緊急にやって頂きたいと思うのはその点である。それをどういう形で公表するか、あるいはそれがターゲットの形になるのか、どういう形になるのかというのはその次の段階だと思っている。どこが望ましい物価安定レベルか、最終ゴールが本心ではどこに置いているのかということについて、答を持っていないというのは非常に不幸な事態だと思っている。以上である。

田谷委員

だからその持っていないという状態ではないと思う。

岩田副総裁

だけど私が聞いた限りでは、凄い幅がある。

田谷委員

ただ、先程岩田副総裁が 0~3%で、そこを詰めなければいけないと言われた。詰める必要が本当にあるのか。

植田委員

だから詰めていないことのマイナスはほとんどない、というのが我々の認識だと思う。

岩田副総裁

いや、そのところになると話はだいぶ違ってくるのだが…。

植田委員

まあ、一つ、それがマイナス、あるいは必要だという例を私は…。

岩田副総裁

0%と考えている方と3%と考えている方では、例えば長期金利はどうするのかというのは足許から全然違ってくと私は思うが。

植田委員

それは私も…。

岩田副総裁

だから詰めたいのだ。

武藤副総裁

その議論は、言われることは分かるが、議論するということと、そういう方向に向かって結論を出すということは別だと言いながら、何となくそこが渾然となっているところで物事がちょっとおかしくなっているのではないかという気がする。議論をするだけということが本当に可能なのかどうかという問題が実はあるのだと思う。あるいはその議論することがどういう影響を与えるかということまで考えるべきではなかろうかと、そういうご意見だと思う。議論と、その先の話というのを一緒にたにできるのか、それからそのやり方としてはどういう方法があるのかということも含めて、整理する必要があるのではないかという気がしてならない。何となく議論をするということであっても、同時に出口まで想定しながら議論はどうしてもされる訳で、そこをどうやって巧く捌けるのかということが課

題なのかな、という気がする。

福間委員

いずれにしても、私はイグジットの条件の中の一つだと思っている。だからこそ毎月毎月こうやって金融経済情勢について総合的な判断の議論をやっている訳である。その中でインフレーターゲットが必要となるタイミングは発見できるはずなのだ。ただ、それを予め言う場合、現段階ではどうやって実現するのだということになる。そこが問題なのだ。要するにどういう手段でもってやっていくのだと。その点が明確でなければクレディビリティを失う。何を言っているんだ、日銀は、とマーケットはとる。

福井議長

皆さんの意見を私が聞いていると、やはり何か非常にスペシフィックなポイントに焦点を当てていきなりこれを実現するかどうかという議論の仕方では本当に良いのかという疑問を持つ。私はもう少し幅広く、本当に今後の経路というものを想定しながら、今我々が持っている、2001年3月以降持っているこの金融政策の枠組みというものをどのように組み立て直していくのかという、そういう議論の仕方ではなければ、皆さんがせっかく頭の中で知識創造して頂いているものを持ち出して、全体として新しい総合した知恵に纏め上げていくのは難しいと私は思う。中原委員と須田委員のご議論——検討課題として放置しておいて考えないのか、いや毎日考えているといった議論——、これも私は皆さん頭の中でナレッジクリエーションをして頂いていると思うので、これを持ち出して如何に全体として新しい総合的な良いフレームワークに結び付けるか。これは非常に知的な作業になると思うが、我々としてやる責任があるし、やらなければならない。だとすれば、それはいつまでも個々人の頭の中でナレッジクリエーションを続けて下さいと言うのではなく、やはりそれを持ち寄りながら今後の大きな金融政策のフレームワークについて勉強を開始するということにさせて頂きたいと思っている。今日は取り敢えずこの段階で止めさせ

て頂いて、政府の方からご意見を頂戴したいと思う。

谷口財務副大臣

申し上げる。政府は、持続的な経済成長の実現およびデフレ克服に向けた取組みとして、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2003」を取り纏めているところである。

今回、日銀は、中堅・中小企業関連の資産担保証券買入れの枠組みについて、最終的な決定をされた。今後、可及的速やかに買入れを開始するとともに、こうした新しい措置が企業金融や実体経済の資金循環にどのような好影響を与えるかよく検証し、必要に応じ、制度の見直しを行うなど、継続的な検討が必要であると考えている。

そもそも資産担保証券の買入れを決定する前提として、実体経済の資金の流れが目詰まりを起こしている、とりわけ中堅・中小企業に上手く資金が流れていないという問題があったと思う。

こうした問題を解決するためには、政府や日銀の政策的な対応だけではなく、民間金融機関における貸出行動が活性化することが必要であると考えている。こうした観点から、民間金融機関における積極的な対応を期待している。

なお、日銀におかれても、実体経済の資金循環の活性化に資するような新たな工夫を講じられないかさらなる検討を進め、実効性のある金融緩和措置を実施して頂きたいと考えている。

さらに付け加えると、今申し上げた中を具体的に申し上げますと、これは前回も申し上げたが、例えばフェース・トゥ・フェースの民間金融機関の融資が行われるような金融環境を整えて頂くために、日銀は頑張ってもらく。例えば、支店長権限といったようなものである。また、プロジェクトファイナンスといったようなことが、従来から金融担当大臣も言われている訳だが、どうも現場ではあまりそういうことが行われていないといったようなことも、是非指導をお願いしたいと思っている訳である。またもう一つは、従来はデフレは日本特有の現象とされてきた訳だが、最近ではIMFなどがドイツ等もデフレ危険国と指摘するなど、世界的にデフレやディスインフレに対する懸念が広がりつつある。デフレ問題を考える際に、日本

国内だけに目を向けてデフレの原因を分析しようとしておられた訳だが、現在のように他の国においてもデフレやデシインフレの兆しが生じている中では、これらの国における発生メカニズムについても研究することが有用ではないかと考えているところである。以上である。

福井議長

ありがとうございました。それでは小林内閣府審議官をお願いします。

小林内閣府審議官

景気の基調判断については、17日の月例経済報告等関係閣僚会議において、「景気は概ね横這いとなっているが、このところ一部に弱い動きが見られる」と報告した。景気を大局的に見れば、概ね横這いとの認識に変化はないが、輸出、設備投資等に弱い動きが一時的に見られることから、前月と比べ、下方修正した。先行きについても、アメリカ経済等の回復が持続すれば、景気は持ち直しに向かうことが期待される一方、アメリカ経済やアジア経済等の先行きを巡る不透明感により、我が国の最終需要が下押しされる懸念が存在している。

日本経済の重要な課題は、デフレを早期に克服すること、および内需主導の自律的回復を実現することである。このため、政府としては、デフレの克服や経済の活性化をはじめとする、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2003」を経済財政諮問会議の諮問、答申を経て、6月27日に閣議決定する予定としている。本基本方針 2003においても、デフレ克服に向け、政府は、日本銀行と一体となって強力かつ総合的に取り組むこの方針を示す予定である。

日本銀行におかれては、本年3月から今後の金融政策運営の基本的枠組みについて検討を進められてきた。今回金融緩和の波及メカニズム強化のために、資産担保証券買入れの制度を迅速に発足された。

引き続き、デフレ克服に実効性ある金融政策運営を行うことを期待する。その際、2005年度のデフレ克服を目指すという観点から、まず、物価変化率が上昇に向かうよう図るとともに、物価や金利の経路を展望し、その段階に応じた適切な金融調節手段の選択を検討して頂きたいと考えている。以上である。

福井議長

ありがとうございました。以上の議論の中から次回決定会合までの金融政策運営方針となると、私の纏めでは足許までの経済情勢に大きな変化が見られないということ踏まえて、日銀当座預金残高の目標額を 27 兆円から 30 兆円程度とする現在の方針を維持することが適当ということになるのではないかなと思われる。議長としてはそういう現状維持を趣旨とする議案の提出をしたいと思うが、それ以外に議案提出の意向を持っている方、おられたらどうぞ。ないか。それでは議案を用意して欲しい。

[事務局より議案配付]

それでは読み上げて欲しい。

榎田企画室企画第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。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。日本銀行当座預金残高が 27～30 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。別添である。「2003 年 6 月 25 日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致 or 賛成多数）。日本銀行当座預金残高が 27～30 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。

福井議長

それでは採決に移る。大変恐縮だが席を外して頂きたい。

[政府からの出席者退室]

[[「金融市場調節方針の決定」に関する議案について
事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

福井議長

それでは全員一致で調節方針を決定した。白川理事と金融市場局長はこの定めに従って調節に努めて頂きたいと思う。宜しくお願いする。

それでは政府からの出席の方を呼んで欲しい。

[政府からの出席者入室]

恐縮であった。全員一致で可決をした。

V. 議事要旨（5/19～20日開催分）の承認

福井議長

それでは次に、議事要旨5月19、20日分だが、この承認を願いたい。
議事要旨は既に読まれたか。

それでは採決をお願いします。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

福井議長

それでは全員一致で可決した。

VI. 2003 年 7 月～12 月の金融政策決定会合開催予定日等の承認

福井議長

それからもう一つある。手許に議案が届いていると思うが、今後 7 月～12 月の金融政策決定会合開催予定日の承認である。議事要旨の公表日も掲げられている。確認願いたいと思う。宜しいか。

それでは採決をお願いします。先程の議事要旨の公表日だが 6 月 30 日月曜日午後 2 時と予定している。

[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

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決をした。

VII. 閉会

福井議長

それでは次回の会合は 7 月 14 日月曜日、15 日火曜日と 2 日間である。本日の会合についても議論の内容はご自身の発言も含めて厳に出席者限りにして頂きたい。議事要旨、議事録を一定のルールに従って開示する取扱いとなっているので宜しくお願い申し上げます。決定会合への信認確保という観点から非常に重要な点なので、皆さんには厳正な機密管理をお願いしたいと思う。

須田委員

その点で一点良いか。今回もまたそういう話が出ていて、私が反対した話とか、ここで一時 5 対 4 になりそうだったという記事が出ている。非常に不愉快なのだが、是非その点をもう一回お願いしたい。

福井議長

そうですね。これは本当にこの会議の出席者の機密管理義務の問題であって、この部屋の外で盗聴されているリスクはないと思っているので厳に宜しくお願い申し上げます。それでは全ての議事は終了したので、本日の政策決定会合は閉会とする。ありがとうございました。

(午前 11 時 51 分閉会)

以 上