

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2001年4月12日

4月13日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席者：議長 速水 優 （日本銀行総裁）  
藤原作弥 （日本銀行副総裁）  
山口 泰 （日本銀行副総裁）  
武富 将 （審議委員）  
三木利夫 （審議委員）  
中原伸之 （審議委員）  
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）

### 政府からの出席者：

財務省	村上誠一郎	財務副大臣（12日15:02～17:01）
	田村義雄	大臣官房総括審議官（13日9:02～12:17）
内閣府	坂井隆憲	内閣府副大臣（12日15:02～17:01）
	小林勇造	政策統括官（経済財政一運営担当） （13日9:02～12:17）

### （執行部からの報告者）

理事	松島正之
理事	増淵 稔
理事	永田俊一
企画室審議役	白川方明
企画室参事役	雨宮正佳
金融市場局長	山下 泉
調査統計局長	早川英男
調査統計局企画役	吉田知生
国際局長	平野英治

### （事務局）

政策委員会室長	横田 格
政策委員会室審議役	村山俊晴
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室調査役	内田眞一
企画室調査役	山岡浩巳

## I. 開会

速水議長

それでは、ただ今から金融政策決定会合を開催する。

(午後 3 時 2 分開会)

先般の決定会合の運営方法見直しに基づいて、今回は本日、明日と 2 日に亘って会合を開催する。

はじめに今回会合の取り進め方を申し上げる。本日は金融経済情勢に関する執行部からの報告と関連する質疑応答のセッションとしたい。明日は 9 時に会議を再開して、金融経済情勢と金融政策運営の方針に関する委員の討議、もしあれば政府からの出席者の発言、そして金融市場調節方針の採決、金融経済月報の基本的見解の取り纏め、最後に前々回会合の議事要旨を承認したいと思う。

ご存知のとおり 2 日に分けたのは日本の市場が開かれているうちに政策の決定を発表したいことが最大のポイントである。

政府からの出席者として本日は財務省からは村上副大臣、内閣府からは坂井副大臣が出席している。なお、明日は財務省からは田村総括審議官、内閣府からは小林政策統括官が出席すると伺っている。

予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等はすべて記録することを前提としている。委員および政府からの出席者におかれてはそのことを前提に発言頂くよう宜しくお願いする。

## II. 金融経済動向についての執行部説明

速水議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部からの報告に入りたい。最初に金融市場局から前回会合以降の金融市場調節実績と最近の金融為替市場の動向について説明してもらおう。増淵理事と山下金融市場局長にお願いする。

## 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

山下金融市場局長

前回会合での新しい調節方針の決定を受けての金融調節の運営は、当座預金残高見込みの推移を見て分かるように、朝方の定例調節で原則5兆円程度の当座預金を供給するオペレーションを行なってきた。ただ、3月21日、22日の新調節方式移行直後および3月30日から4月3日の期末、期初には5兆5千億円前後のやや多めの資金を供給する調節を行なった。これは多くの金融機関が前回3月19日会合での金融緩和措置決定を予測して準備預金の積みをかなり抑え込んでいたため、政策決定直後の21日、22日にはそのいわば復元需要が膨らんだうえ、国債発行日要因による決済需要の増大や生保によるコール市場から普通預金へのシフトの動きなどからコール市場の需給がタイト化することが予想されていたこと、また期末、期初については季節的な資金需要の拡大がみられたことなどに配慮したものである。こうした調節を行なってきた結果、無担オーバーナイト・コール加重平均レートは資金需要の膨らんだ3月21日、22日と期末、期初にレートが上昇したのを除けば一貫して0.02~0.03%の実質ゼロ金利水準での推移となっている。

なお、今週に入ってから3月積み期の終盤に入り積み所要額も3兆5千億円を切る状況になってきたので、当座預金5兆円の供給継続のもとで需給は一段と引き緩んでおり、昨日の加重平均レートは四捨五入ベースで0.02%、小数4桁のベースで0.0151%と史上最低の水準を記録している。また、本日は8時30分に0.01%で一部外銀がビッドを出したところすぐにギブンされ、その後はノービッドの状態がかなりの長い間続くような展開でありコール市場取引は大幅に減少してきている。午前中の加重平均レートが0.012%台だったので、恐らく本日は四捨五入ベースでも史上初めて0.01%になる可能性が強いものと思われる。因みに無担オーバーナイトのレート別出来高の分布を見て頂くと、一番上の3月21日には外銀が0.05~0.10%で資金調達を進めていたのに対し、都銀は0.01%~0.03%での調達を行なっており、はっきりした二極分化の形になっている。

一方期末日の3月30日は、朝方は3月21日とほぼ同じような分布のレート形成となっていたが、地銀等資金の出し手が期末日ということもあって資金の放出を極端に抑え込んだことから、出合いレートが薄商いの中じりじり上昇し、午後に入ってから、一部都銀・外銀が待ちきれずに一時は0.25%前後までビッドを引き上げて取り漁ったことから、0.19%以上でかなりの量の出合いが出来て結局加重平均レートは0.12%まで上昇する結果となった。こうした特殊な日を除くと例えば3月29日のように、0.02%を中心にレート分布は狭く集中する形が普通である。ただ、今週に入り需給が一段と引き緩んでいるため0.01%の出合いが増えてきており、昨日は0.01%の出合いが最大のウエイトとなって、昨日のウエイトは67%までいっている。こうした中で短期のターム物レートもじりじりと低下してきている。ユーロ円1W物は昨日0.04%まで低下して3M物も0.07%まで低下してきている。実質ゼロ金利がターム物の世界にも急ピッチで浸透しつつあると思う。この間資金供給オペは足許の資金需給の急速な引き緩みにもかかわらず、金融機関サイドの期末越え資金のロール・オーバー・ニーズが依然として強いため、平均落札レートは各オペとも0.03~0.04%程度、応札倍率は比較的高い状況で、これまでのところは総じて順調に推移している。問題はこうしたロール・オーバー需要の一段落するこれらになるが、私共としては調節手段の選択やオペ期間の設定に工夫を凝らすことなどによって引き続き札割れを回避し、5兆円程度の当座預金残高を安定的に供給できるよう全力を挙げて参りたいと考えている。

次に、前回会合での政策決定を受けてのマーケットの反応であるが、特に目立っているのは株価がかなりポジティブに反応し3月下旬にかけて大きく上昇をみたこと、二つ目は長期金利が大きく上昇し、3月末以降は1.3%前後に水準が切り上がっていること、第三に円ドル相場が一旦126円台まで円安化した後、足許では124円を挟むレンジ取引となってきていることの三つである。

第一に日経平均株価は、3月19日の政策決定を受けて翌営業日の21日には910円方の急反発を示し、26日には13,862円と16日対比で1,600

円方の上昇となった。その後もNASDAQが不安定な動きを示す中で広範な利喰いの動きをこなしながら概ね1万3千円台前半で比較的しっかりした推移を辿った。これは市場予想を上回る本行の思い切った政策決定を契機に、これを受け政府が不良債権の抜本処理策を含む構造改革の実施に踏み切るといった期待が、マーケットでは強まったことを主たる背景としたものである。もっともその後4月6日に政府の緊急経済対策が発表されると、取り敢えずの材料出尽くし感等から利喰いの動きが出ており、足許は1万3千円を挟んでやや方向感に欠ける展開となっている。今日も若干上がっていて13,300円位である。今回のこうした株価の動きを99年3月のゼロ金利政策実施時と比較してみると、TOPIXは今回政策変更から4営業日目に取り敢えずのピークを打っており、その上げ幅も12%に止まっているのに対して、99年3月にはかなり持続的に大きく上げていることが特徴である。また、業種別株価の動きをみると今回はこれまで下げを主導してきたIT業種の買い戻しが中心であり、銀行株は株式取得機構の設立とか一部行の赤字決算発表等の材料に反応して大きく反発する場面はあったが、足許では3月19日以前のレベルにまで戻ってしまっている点が前回のゼロ金利時に大きく銀行株が上がったこととは異なる特徴点と言えらると思う。前回の株価の直前の下落は金融システム不安をテーマとしたものであり、それに取組んだ金融システム安定化関連法案の手当てがなされ、金融システムに巨額の公的資金が投入されるという思い切った措置が打たれたことに、ゼロ金利が重なったことを好感した海外投資家の資金が大量に流入して、株価が大きく上昇する結果になった訳である。今回も不良債権最終処理などの課題への対応が出てきているが、まだ期待の段階に止まっている点が株価を押し上げる力が弱いところに現れているように思う。従って当面の株価動向については、構造改革へ向けての政策面での対応待ちの模様眺め気運が強まっており、暫く1万3千円を挟んだ比較的狭いレンジでの推移を予想する向きが多い。因みに市場参加者の注目する株価変動要因をみると、政治要因の部分が4月は34%、3月は24%と大きく拡大している一方で、海外要因への注目が低下してきていること

が注目される。

次に長期金利の動向では、10年債の新発債利回りは政策変更後21日に一旦1.045%まで下げた後大きく反発し、足許は1.3%台での展開となっている。こうした長期金利の反発は今回の措置で当面の材料出尽くし感もあり、一部都銀、外人投資家等を中心とする利益確定の売りが大量にみられたこと、緊急経済対策の決定や財政改革の棚上げを巡る自民党内の議論などを眺め、先行きの需給悪化懸念が再び強まっていることなどによるものである。本日は前日比11.5bpと大きく上昇し、レベルとしては1.435%まで上昇しているが、財政赤字拡大懸念の強まりを背景としたもの等の指摘が聞かれている。これまで大きく低下をみてきた長期ゾーンを中心にレートが上昇している。もっとも一方では本行の量的緩和策の長期化見通しの下で、引き続き資金運用難が強く意識されていることや、わが国の景気、物価の先行き見通しが一段と慎重化していることなどのレート押し下げ要因も強いいため、当面は需給面での悪材料との綱引きとなり、10年債レートでみると1.0%~1.5%の広いレンジでのややボラタイルな展開を辿るとみる向きが増えている。因みにゼロ金利時代には10年債レートは99年5月に一旦1.230%まで下げた後、1.6%~1.9%のレンジ内で14か月以上推移した訳であるが、今申し上げた1.0%~1.5%という当面の予想レンジはこのゼロ金利時との比較でみてもかなり低いレベルにあると言えると思う。なお市場参加者のアンケート調査結果によると、相場反転のきっかけとして挙げられている要因としては、株価の回復、国債の大量発行、景気回復、消費者物価の下げ止まりの順となっている。金融政策については、現在の政策が長期に亘って続くとの見方が大勢で、実質ゼロ金利政策がいつまで続くかとの問いに対しては、1年以上2年以内が62%、2年以上3年以内が21%、3年超が4%と、合わせて9割近くが長期化予想となっている。当面の金融政策運営スタンスについては、昨日公表された別のアンケート調査があり、これによると3か月以内にさらなる金融緩和措置が採られると予想する向きが26%となっている。6か月以内は52%、1年以内は59%となっており、まだ緩和期待が残っている。

最後に円相場動向である。円／ドル相場は本行の金融政策発表後、材料出尽くし感や株価の上昇もあり一旦121円台へ強含んだ後、3月末に報道された麻生経済財政政策担当大臣の発言を契機として、日米当局による円安容認の思惑が強まったことに加え、新年度入りに伴う国内機関投資家の外債投資拡大の動き、さらには短観の予想比下振れといった要因から急速に円安が進行し、4月2日には98年以来となる126円台後半まで急落した。もっともその後は円下落ペースの速さに加え、韓国、中国などアジア諸国からの円安に対する懸念の声が強まり、8日に発表されたASEAN財務大臣会議の共同声明でも、円安は地域金融市場を不安定にし、ASEANの持続的成長の展望に悪影響を及ぼす可能性があるとされたこともあり、宮澤財務相以下財務省筋が入れ替わり急激な円安に対する牽制発言を行なったことから、ドル・ロング筋の利喰いの動きが入り、足許は123円～124円のレベルでの推移となっている。マーケットではこうしたドル売り・円買い介入も辞さないとする財務省筋の強い姿勢を眺め、当面125円を大きく超えていくことは難しいとの見方が拡がりつつあるため、暫くは概ね122円～125円台のレンジでの推移を予想する向きが多くなってきている。

以上申し上げたように、今回の政策は政府の構造政策への期待との合わせ技の格好で、株価にポジティブな影響を与えたほか、短期金利を押し下げるなどの効果をもたらしている。こうしたゼロ金利以上に強力な政策が金融機関や投資家の運用姿勢、あるいは短期金融市場の機能に対しどういう影響を及ぼしているかについては、現在市場局の方で鋭意集中ヒアリング等を行なっているので、その分析結果を別途取り纏めてご報告させて頂く予定にしている。以上である。

速水議長

ただ今の説明についてご質問があればどうぞ。

村上財務副大臣

説明の中で自民党総裁選で財政支出の可能性が懸念されるので国債金

利が上がっているとのことであつた。我々は小泉さんにはネジを巻いているが、ほかの三人の方は今一つそこら辺が分かっていないみたいであるが、この表のどこをみてそれが認識されたと説明していたのか。

#### 山下金融市場局長

先程の追加資料（図表 2-10）に「注目する変動要因の影響」というアンケート調査結果がある。上に上がっているのが上昇要因であるが一番直近では債券需給のところが上がっている。今マーケットはこれまで短期金利・金融政策に注目し、これですと債券の金利は下がってきた。一応その政策が現実化したところで一旦利喰いが出て今後どちらに向かおうかというところにある。今の材料は先程申し上げたように、当面金融政策の面から大きく動くことはもうないし、景気についても悪くなっている訳でその辺も大きく変わっていない。これから債券に対する影響を与えていくのはやはり需給に絞られてくる。需給については色々な議論がある訳であるが、最近多少マーケットにとってネガティブサプライズであつたのは、これまでの間は政治家の皆さんも要するに財政再建というか財政改革が必要であるという認識が非常に強く、色々なことがあつてもそことのバランスを取りながら政策を進めていこうという感じが出ていた訳であるが、今週 1 週間位の動きをみていると、財政再建棚上げの動きが色々出てきているところにややマーケットの需給に対する不安の強まりが出てきている。特に外人投資家はそこに凄く反応する傾向がある。現に昨日、今日はそういうことを材料にヘッジファンドが売りを入れているということも聞かれている。ただでさえ日本の金利は低くなっているのです、それを材料にショートで稼ごうとする人が出てくる可能性があるのだと思う。

#### 村上財務副大臣

坂井副大臣、きっちりアナウンスしておいて下さい。



速水議長

為替がまた動いている。123 円 30 銭になっている。

山下金融市場局長

円高になっている。先程申し上げた 123 円～124 円くらいのところで今動いているという感じである。

中原委員

債券は現状 1.0～1.5%のレンジでの推移と言ったのか。

山下金融市場局長

今、債券は非常に分かり難くなってきている。ともかく運用難で皆どのように運用しようかと困っている。実際問題として今度の政策については 5 兆円ということ、特に年度末が掛かったことから、それ程強力な政策であるとの認識がなかったため、実際 0.1%に金利が上がった。ただここ 1 週間位は相当強力な政策であるとの認識が強まってきており、運用難でこれから大変だとの認識が強くなる。しかし、色々考えてもやはり国債を買っていくしかないという感じが基本的にはあると思う。他方で最近の政治情勢をみていると、場合によってはまた財政再建とか財政改革路線みたいなものが崩れる可能性もないではないというところで、多少色々な材料でボラタイルに動く可能性がある。それから先程申し上げたヘッジファンドなど外人も参戦してくるとすると、やはりボラタイルに動く可能性があるので、現状レンジをやや広くみていると思う。

武富委員

それとも絡むが、マーケットは今度の金融政策のどこに一番強く反応しているのか。時間軸でかなり厳しい条件を付けたことで、現行政策が相当長く続くとみられることが効くことになっているのか。結果としてはこれだけの量を出すから短期金利のゼロ状態が結構長い間続くとみられて長

期金利の見通しにも影響を与えているのか。あるいは量的レジームだということについての反応があるのか。今の長期金利が少し上がっているところに三番目の量に対するイメージが影を落としているのかどうか。端的には今の説明のような材料出尽くし感と需給悪化懸念の方が何となく分かり易いが、量という初めての経験に対するエクスペクテーションが既に市場に起こって、こういう現象が起きているのか。

#### 山下金融市場局長

そういうことよりはまず最初に、従来日本銀行は金利で行くと言っていたところを変えて、しかも時間軸を入れて打ち出してきたことが非常にサプライズであったと思う。もう一つは長国買い切りの増額に言及していることで、多分債券市場は最初は多少誤解をしたのだと思う。実は3月26日に長国買い入れを行なったが、その時にマーケットでは2千億円から4千億円に増額されるのではないかといった噂が流れたりした。そういった意味ではパッケージについて色々皆がまず驚いたことがあって、その後総裁の説明とか色々な形で説明が行なわれていくことによって段々分かってきたのだと思う。かつ今度の場合、年度末を挟んで5兆5千億円しか出さなかったものであるから、本当にもの凄く緩いのか緩くないのかは多分最近になってきて感じが分かってきたようである。例えば今日の積み所要は2兆2千億円であるが、そういう状況で5兆円を維持するのは大変強力な金融緩和であると分かってきて、そうしたことを段々織り込みつつある。今の質問にお答えするとまずパッケージに対するサプライズが、例えば株とか色々なものに最初に出てきて、それが段々実際に具体的に動いてきている中で今消化しつつあるプロセスではないかと思う。今は相当強力な手が打たれたという認識だと思う。

#### 増淵理事

私から補足すると、追加資料の(図表2-10)にある実質ゼロ金利政策はいつまで続くのかというアンケートに対する答えにも表れているが、消

費者物価上昇率が安定的に0%以上になることは、相当先にならないと実現しないのではないかとみている。ここ2年位続くという見方が多い訳であるが、そのことは相当効いていると思う。今山下金融市場局長が説明したことに加えて言えば、それをさらに包み込むものとして実質ゼロ金利の状態が長く続くということで短期の金利を引き下げているし、長期金利については下に押し下げる力として働き続けていると思う。もう一つ敢えて言えば、それを打ち消すような需給面からの懸念材料がここへ来て少し短期的にかもしれないが強まっていることだと思う。

速水議長

ほかはないか。

三木委員

ここにある非適用先の残高、これは短資なのか。どこか。

山下金融市場局長

証券会社が割と多い。

証券会社はRTGS移行後決済用資金として大体毎月2千億円から3千億円位抱えている。そこがベースになっている。ここへ来て増えているのは短資預金である。

三木委員

かつてのように農中とか何とかではないのか。

山下金融市場局長

農中は適用先である。

農中と信金中金は多い。信金中金の場合はやはり傘下の信金の資金がコール市場で運用できないと上がってきてしまうので抱え込む傾向がある。

速水議長

それでは次に移りたいと思う。国際局から海外経済の動向について説明してもらおう。平野国際局長お願いします。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

平野国際局長

本日は米国、ユーロ、アジアの動向のレビューを行なった後で円安とアジア通貨や経済の関係を簡単に整理してみようと思う。

米国の主要経済指標の特徴点を整理してみたい。米国経済は引き続き減速しているが、最近の経済指標から窺える特徴をみると、以下の四点に整理できると思う。一つは家計支出周りはまずまず底固く、例えば実質個人消費の2月は前月比一応プラスであり、自動車販売もまずまずの数字が出ている。消費者コンフィデンス指数もレベルは低いが一応3月のコンフィデンス指数は6か月振りに前月比上昇した。住宅着工は緩やかに持ち直しているというようなところから家計支出の底固さが窺えると思う。二点目の特徴は、その一方で設備投資に減速傾向が極めて明確に表れていることである。非国防資本財受注（除く航空機）の2月は前月比で-4.7%、前年比でも1月、2月とマイナスをつけているところに表れている。特にIT関連財の減速が目立っている。三番目の特徴は生産周りである。在庫調整を反映して生産の減少、稼働率の低下といったようなことが数字に表れてきていると思う。四番目は、労働市場周りであるが、労働需給の緩和傾向が窺われる。失業率の3月は4.3%と上昇している。それから非農業部門の雇用者数は久方ぶりの減少となっている。こうした指標の中で特にマーケット周りを中心に雇用の指標がかなり注目されている。民間部門の雇用者数と失業率に移動平均を掛けてみると、雇用者数の増加ピッチが急速に落ちてきている。足許はマイナスであるが、移動平均傾向値としても落ちてきている姿がみてとれるし、失業率はそれと呼応して少しずつ上がってきている姿になっている。こうしたこの先の雇用情勢に注目が集

まっているのは、雇用情勢の緩和の進行、あるいは悪化が株安の逆資産効果と相俟って、消費者コンフィデンスのさらなる低下をもたらし、それが足許ますます堅調に推移している家計支出を下押しリスクが意識されているからである。もう一度需要コンポーネント毎に簡単に整理すると、設備投資は相当悪い。家計は比較的健闘しているが、しかしこの先コンフィデンスがさらに崩れていくと家計の方も崩れかねない。コンフィデンスと雇用は非常に大きな関係があるので、雇用情勢の変化に注目が集まっている。そうした中でFRBのスタンスは、3月20日のFOMCでは50bpの利下げを行なった訳であるが、FF先物金利の直近の様子をみると、市場では年央までにさらに50bpから75bp程度の利下げが行なわれることを織り込んでいる。前回会合時以降、雇用統計が公表になった4月6日にすわり利下げ間近かとカーブは下に落ちた訳であるが、その後株価の反発があってそういう期待感が後退して直近のカーブに押し上がった姿である。特に資料を用意していないが、財政について一点だけ話をする。4月6日の上院本会議において向こう10年間に1兆2千億ドルの減税案決議がなされている。下院では既に1兆6千億ドルの減税を決議している。今後は両院の協議会を経て、最終的な減税額が決まるので、いずれにしても1兆ドルを超える減税が決まってくるのは確実とみられている。さらに上院では850億ドルの減税を今年の9月に終わる今財政年度分として前倒し実行する決議を行なっている。これが一応今私共が持っている情報の全てである。こうしたことが今年の景気にどのように影響するのか、前回三木委員から質問があった訳であるが、はっきりしたことはまだ分からない。仮に前倒し減税がこの夏場に実施されてその半分程度が年内に消費に回ると仮定すると、そのGDPに対する直接的なプラス効果は、乗数1と仮置きすると計算上0.4%程度の押し上げになる。しかしながらその減税の方法はキャッシュのリファンドで行なうのか、あるいは社会保障費の免除の格好で行なうのか、決まっていないし時期も極めて流動的である。従ってその効果についてはっきりとした把握は困難である。先程の例は全く腰だめの数字であって、民間のフォーキャスト等の中でもまだ減税の効果を明示的

に織り込んだ予測は出ていない。

続いてユーロエリアである。ユーロエリアの主要経済指標の表をみると、ユーロエリアも景気は減速傾向にある。しかし失業率が相当下がってきているなど雇用環境の改善、あるいは各国の減税の効果といったことから個人消費周りは底固く動いている。家計のコンフィデンスも高く、それが経済を取り敢えず支えているので減速の程度は相対的に他の地域に比べて緩やかだと思う。ユーロエリアは統計の速報性に問題があって、今ごろ1月の数字が最新という状況である。なかなか景気全体を指標で捕まえるのは難しい面があるが、その指標の中では比較的早くでる景況判断指数、コンフィデンス指標を先行指標として注目している。ユーロエリアの景況判断指数、製造業・消費者コンフィデンスをみると、景況判断指数は製造業のコンフィデンスを中心に昨年の半ば頃から低下傾向にある。消費者のコンフィデンスは比較的固いが、製造業のコンフィデンスはかなり急速に落ちている。連れて景況判断指数も年央から低下傾向にある。それから有名なドイツのI F O研の景況判断指数と鉱工業生産を重ねてみると、ドイツI F O研の景況判断指数の2月も大きく低下している。こういうことでユーロ経済で最大のウエイトを占めるドイツ経済においては、景気スローダウン程度が比較的大きい。因みに2000年のユーロエリアの成長率は、実績で3.4%であった。つい最近の4月のコンセンサス・フォーキャストによれば、2001年のユーロエリアの成長率見通しは2.6%である。昨年と比べるとスローダウンはするが、ユーロエリアの潜在成長率は一応2.5%程度といわれているので、逆に言えば潜在成長率程度は伸びることになっている。ただ、これにはダウンサイド・リスクもあることはこの間報告したとおりである。それから物価のところでは、E C B等の政策運営において、消費者物価に注目が集まっている。2月の消費者物価の前年比の上昇率は2.6%で、既往のユーロ安やエネルギー価格上昇の影響といったようなことから、E C Bが物価安定の定義としている2%以下を上回って推移している。最近では狂牛病とか口蹄疫の影響から食料品価格も上昇している。こういう状況の中で景気はスローダウンしているが、まだ物価上昇率

はかなり高い状況の中で、昨日のECB政策理事会では政策金利の据え置きを決めた訳である。

東アジアの主要経済指標では中国とNIEs4か国とASEAN4か国を説明する。輸出の大幅な鈍化を主因に昨年末から本年にかけて景気は急速に鈍化しているというのが全体感である。第1四半期のGDPがシンガポールにおいて早くも公表になって、前年比4.6%である。昨年第4四半期が11%なので第4四半期に比べて成長率は半分以下に落ち、景気の急減速が確認されたことになる。二番目に、アジア経済に大きな影響を与える輸出動向を改めて整理をしてみたい。3月の数字が中国、韓国、台湾と出ている。韓国、台湾の3月の輸出は前年比でマイナスになった。これらの国々では内需も減速している。中国の3月の数字は14.9%であるが、1、2月は旧正月の影響で相当数字がぎくしゃくしている。従って2001年の第1四半期を括ったところで傾向値を読み取ってみたいと思う。中国も昨年第4四半期から輸出はスローダウンしてきているが、ほかの地域に比べるとその程度は軽微に済んでいる。ほかの地域の昨年第4四半期、本年第1四半期の輸出動向をみると、昨年第3四半期辺りの伸びと比較して、輸出の伸びが劇的に落ちている。中国では輸出の伸びが落ちてきているが、落ち込みが相対的に小さい一方で、財政支出を拡大していることや、直接投資の流入に伴って内需が比較的堅調なので引き続き高成長を維持しているとみて良いのではないかと考えている。各国のインフレ率は全体感としては概ね落ち着いているが、ここへきてインフレの上昇が目立つ国が二つある。一つは韓国である。3月の消費者物価の前年比は4.4%と、昨年第4四半期の3%前後位から今年に入って相当上がってきている。それからインドネシアの3月は10.6%と、遂に二桁台の物価上昇率になっている。

次に円安とアジア経済について色々な報道もあるので、少し事実関係等を整理したうえで若干の評価を加えてみたい。一応アジアの9か国について6か国が現在フロートしている国、中国、香港、マレーシアはドル・ペッグの国、それから日本という形で並べてみる。そして直近のレート





のところは大きなリスクは表面化している訳ではないと思う。しかし一段の通貨安の進行については、インフレ、外貨建て債務の実質負担増といったこととの関係で各国とも強い懸念を共有している。事態が高じた場合には、98年の9月から固定相場制を採用しているマレーシアが通貨の切り下げに追い込まれるリスクが市場で意識されるようになってきた。マレーシアが通貨切り下げに追い込まれると、アジア通貨が減価の悪循環に追い込まれるような連想もあって、当局はこれを強く否定しているが、しかし一層注意をしてみても必要があると思う。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

田谷委員

確認したいが、アメリカの減税の今年度850億ドルの前倒しのエンドは10月までで850億ドルか。

平野国際局長

正確なからくりが実は良く分からない。今言われているのは一番早くて7月に、単純にはキャッシュバックが行なわれるのではないかとされている。しかしそれよりずれ込む公算も高い。しかし財政年度は9月までで終わるので、9月までに支払えるのか、あるいは財政年度を越えても今年度分として支払える可能性があるのかについては、少し事実関係を確認して報告したいと思う。多分、財政年度を越えても払うことは出来るということではないかと思っているが、確認して報告したい。

松島理事

むしろ今年度については効果はある程度限界的にならざるを得ない。フルスケールの効果が出るのは来年以降との見方だろうと思う。

速水議長

米国の生産性が変わっていないという数字はあるのか。

平野国際局長

昨年 の 第 4 四 半 期 まで の 数 字 は 出 て い る 。 第 4 四 半 期 の 生 産 性 は 第 3 四 半 期 に 比 べ て 落 ち て い る が 、 レ ベ ル と し て は 非 常 に 高 い と ころ に あ っ て 、 一 応 第 4 四 半 期 を 見 る 限 り に お い て は 構 造 的 に 生 産 性 の 上 昇 率 が 90 年 度 の 後 半 に 高 ま っ た 事 実 を 打 ち 消 す まで の デ ー タ は 出 て い な い 。 し か し 今 年 の 第 1 四 半 期 も 景 気 が 減 速 し て い る の で 、 そ う し た 景 気 の 減 速 局 面 の 中 で 第 1 四 半 期 以 降 今 年 に 入 っ て か ら の 生 産 性 が ど の よ う に 動 く の か が 今 注 目 さ れ て い る 。 米 国 連 銀 は オ フ ィ シ ャ ル に は 引 き 続 き 生 産 性 の 上 昇 率 は 高 い と い う こ と を 言 っ て い る 。 し か し 、 こ れ は デ ー タ を 確 認 し て み な け れ ば よ く 分 か ら な い 。 実 は 景 気 の 調 整 局 面 の 中 で 意 外 と 生 産 性 が 落 ち て し ま う リ ス ク も あ る の で は な い か と 言 わ れ て い る 。 こ こ は 一 つ の 注 目 点 で あ る 。

植田委員

アメリカの家計のコンフィデンス指数とか純資産残高と貯蓄率の相関は、過去はかなりはっきりあるのに、このところ少し切れている。例えば純資産残高は落ちてきている、コンフィデンスは悪い、しかし小売のデータはまあまあである。これについての説明は何かあるのか。

平野国際局長

直ちにお答えできる仮説を持ち合わせていない。持ち合わせていないが、いわゆる販売データについては取り敢えず2月までしか出ていないので、この昨年末から今年初にかけては、例えば天候は去年は悪くて今年は良かったとか、例えば1月のデータについて言えば相当早めに見切り売りを行なったことが売上増に結びついているとか、そういうことで幾つか攪乱要因があると思う。従って3月、4月のデータを見た上で並べ替えてみると、結構コンフィデンスが消費に効いている結果が出るかもしれない。も

う一つは当然コンフィデンスの方が多少先行的に出てくる訳である。実際の消費者行動はそれに遅行すると考えると、むしろコンフィデンスが支出に影響を与えてくるのはこれから先だとの見方もある。その辺はっきりした整理が出来ないというのが実態である。

#### 松島理事

若干補足すると、コンフィデンスの指数は直近少し回復はしているが、水準でみるとまだ相当低い水準である訳である。にもかかわらず実際の個人消費の売上等の指標を見ると結構戻ってきており、その関係をどうみるのかは、なおこれからもう少し先をみないと分からないという意味でパズリングであるとの見方が多いと思う。しかし現実の小売の指標がそこそこ戻ってきていることもあって、最近の 이슈は個人消費よりはアメリカの設備投資がどの程度調整が続くのかにポイントが移ってきているように思う。

#### 平野国際局長

一つ付け加えると、労働市場が最近少し緩和傾向にあるとはいえ、引き続き好調な状態が続いている。ジョブセキュリティが保たれていることは、コンフィデンスにも影響するはずであるが、消費を支える環境となっている感じがしている。

#### 植田委員

コンフィデンスの中の雇用関連は悪かったのではなかったか。

#### 平野国際局長

先行きは悪い。

#### 山口副総裁

家計のネットワースに対する消費比率は結局ストックとフローを比較

している訳である。それで取るとピークに比べるとまだ非常に低いところ  
にあって、従ってフローとしての貯蓄を増やせなくても消費を維持できる  
だけのフィナンシャルな状態にあるということを言うエコノミストはい  
る。先日私のところに来たエコノミストもそういう表を見せていた。

松島理事

家計の貯蓄率がネガティブであると言うが、キャピタル・ゲインを所得  
のストリームの中に入れると貯蓄率はまだ高いという評価もある。

植田委員

あるいは資産のストック残高がかなり高いとか最適値よりも高いから  
まだまだ減らしても大丈夫というようなことか。

山口副総裁

そういうロジックらしい。

平野国際局長

国内でも例えば野村総研はそういう見方をしている。ただそうではない  
という見方もあるので、結果が出てみないと分からないのが正直なところ  
ではないかと思う。

山口副総裁

企業収益の下方修正が続いてきている訳であるが、それが少し一巡しつ  
つあるような兆候は何かあるか。

平野国際局長

年が明けてから例えばS & P 500社の企業収益状況をみると、月を追っ  
て下方修正されてきている。取り敢えず1~3月に色々な企業の下方修正  
が続いたので、それを跡付けるような格好で下方修正されてきた。見通し

という意味ではそれ以上その先の下方修正を示唆するような見通しは出ていないと思う。ただ企業収益がこの先さらに悪くなる材料があるのかというと多分私はあると思っている。それは結局需要次第になる訳であるが、設備を中心とするストック調整がどうなるのか、消費がどうなるのか、その見通し如何によっては特にこの下期の回復見通しが大きく下振れることがあるだろう。もう一つは生産性の上昇に関係するが、生産性の上昇率が相当落ちてきているという状況の中では、雇用コストが相当高いところにあるので、その面から費用が上がってプロフィットスクイーズが起こることがあり得る訳である。この場合、大胆な雇用調整をすればそれはそれで企業は救われるが、その分消費が押されて需要が落ちてしまう悪循環があるし、それをしないでレーバークールディングとなると、さらに収益が圧迫され結局また下方修正もあり得るといようなことが、一応の予想としてはあり得ると考えている。ただ、今年の第3四半期、第4四半期の需要がさらに下方修正される兆しは今のところはほとんどない。

#### 須田委員

アメリカの時間当たり賃金が上昇していることはどう判断したらいいか。

#### 平野国際局長

基本的にはまずインフレの状況を見ると、前年比でみて大体3%とかなり高いところにある。企業の収益も勿論予想に比べれば落ちているが、水準でみると相当高収益の状態が続いている。労働市場は非常にタイトな環境の中で、企業としてはある程度の賃金を払って雇用を確保していく行動に出ていることがこういう数字に反映されている。直近の数字の動きには、当然にエネルギーコストの上昇分が賃金に反映している部分があると思う。基本的にはインフレ率や労働市場に多少緩和傾向がみられるものの、基本的にはまだタイト感がある状況の中で、かつては企業収益が良かったという環境が重なってこういう状況になっている。

須田委員

これからは下がっていくとみておいてよいか。

平野国際局長

ここから先は色々な見方があると申し上げた上で、私自身は先程の企業収益とも関係するが、やはり企業が株価を意識すれば今の状況の中で相当雇用調整は続かざるを得ないだろうと思う。そうすると雇用情勢はこの先も緩和傾向が続き、急速にそれが進行するかもしれない。そうした環境の下で、エネルギー価格の安定化からインフレ率も多少落ちてくれば、時間当たり賃金も下がっていくであろうと思っている。

武富委員

大勢には全く影響ない質問であるが、香港の物価がマイナスというのは何か。

平野国際局長

これは家賃である。香港の物価のウエイトに占める家賃のウエイトは確か4割程度で、非常に高い。そしてまだ家賃は下がっている。

坂井内閣府副大臣

マネーサプライがアメリカで伸びているのは、季節的な要因か意識的政策的に行なっているのか。

平野国際局長

まず政策との関係ではアメリカはマネーサプライをほとんど重視していない。この増えているのはなぜかについて、はっきりしたことは分からないが、一応仮説を申し上げますと、昨年辺りから相当株式市場が株安に動いた訳で、株を持っていた投資家は株を売ってそれを流動性の高い資金の

方に乗り換えていることがあると思う。そうすると株を持っている限りにおいてはマネーサプライ（M2）には反映されないが、株を売って例えばMMF、あるいは預金に運用したとすると、シフト要因でマネーサプライが上昇することがある。多分そのことが年明け後のマネーサプライの上昇に効いているのではないかと私は思う。

#### 田谷委員

前に聞いたことでイギリスで80年代大きく貯蓄率が下がってそれが大きく反発したということがあったが、調べてもらったら家計資産の中に占める実物資産のウエイトがイギリスでは5割前後と比較的大きい。この価格が大きく作用しているとの答えであったが、アメリカの場合は多分実物資産の方が3割位で金融資産7割とすれば、その3割のところの不動産価格は今どのように動いているのか。もしそれが株のように下がり始めているのであれば、例えばFedのスタディだと2年位のラグが過去において観察されたとのことである。それがかなりタイムラグをおいて相当消費などにも効いてくるはずだと思うので、株価だけでなく不動産価格の動きは今どうなっているのか。

#### 平野国際局長

まず景気、あるいは資産効果との関係で不動産、住宅価格が非常に重要なことは、前にグリーンSPANも演説で強調したことがある。株価の資産効果よりも住宅価格の上昇からくる資産効果の方が実は一単位当たりの資産効果が大きいというようなことをスピーチで述べたことがあるかと思う。そういう意味で非常に重要な要素だろうと思う。実際どう動いているのかであるが、これは全く直感的なことであるが、大きくは上がっていないけれども少しずつ上がっているのではないかという印象である。しかし株と同じような動きをしている訳では全くないので、資産価格が大きく反落してそれが逆資産効果を通じて消費を下押しリスクは今のところ余り意識されていないと思う。しかし大事なポイントであると思うので、

チェックをしてまたご報告させて頂く。

速水議長

それでは次に移りたい。調査統計局から最近の国内経済情勢について説明してもらおう。永田理事、早川調査統計局長に願います。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

最初に図表1の短観の景況感である。確認だけすると、99年から約2年間ずっと改善基調にあった企業の景況感が今回悪化した。その悪化の形をみると、これまで比較的順調に改善していた製造業、特に大企業で悪化の程度が大きく、逆に言うところではこれまであまり改善しなかったところではそれ程悪化していないのが特徴と思う。

それから公共投資は2月の公共工事請負金額前月比が8%の増加になった。まだ1、2月では低い水準であるが、3月は恐らくかなり増加すると思っている。これは例年のパターン化した補正予算の工事の発注なので、水準は決して高くはないが、季調後の感覚でみると増加して4~6月にかけて工事の進捗が進んでいくことになる。

輸出入については、まず2月の実質輸出が前月比では7%の増加になった。ただ、1~2月平均の10~12月対比はまだ5.7%の減少と、かなり大幅な減少になっている。輸入の方も現時点では-3%位と減少しているが、何分前期の輸入の伸びが高かったことが一つと、恐らく飛行機の輸入、消費財の輸入の減少辺りは若干一時的な要因ではないかと思っているので、まだ「減少した」とまでは考えていない。そうは言っても、情報関連財の輸入等の減速ははっきりしているので、輸入の増加テンポはかなり鈍ってきていると思っている。それから図表8で、輸出の中身についても申し上げておきたい。最近減少が目立っているのは自動車関連、情報関連、資本財・部品の三つであるが、自動車については前月申し上げた20%減といった数字よりは随分マイナスが縮んできた。しかも、車の輸出は1~3月は



減少になるが、これは米国向けの減少と欧州などでの工場の立ち上げに伴う減少であるので、一時的であって4～6月以降さらに減っていく感じは取り敢えずない。それに比べて、むしろ輸出の基調的な動きとしてこれまで伸びていた情報関連財が明らかに大きくマイナスになってきていること、資本財・部品についても1～3月の減少に半導体製造装置関連が一番大きく影響し、情報関連財の動きと密接に関連していることが重要である。こうしたことから現在の輸出の減少が、情報関連を中心とするものであることが確認できる。

それから企業収益では、短観の企業収益についてはもう説明したとおりで、表面の数字としては2000年度に続いて2001年度も大企業、中小企業、製造業、非製造業ともに増収、増益が見込まれている。この景況感との乖離を指摘されているが、その背景には製造業大企業が上期減益、下期増益と見込まれていることが背景にあり、こういった動きは加工産業において最も顕著である。その前提となる売上については、輸出が上期減少、下期増加になっていること等を踏まえると、基本的には海外景気、特にアメリカの動向、情報関連事業の下期回復が前提になっていることが分かる。それから短観の関連でもう一点だけ付け加えておくと、企業金融については金融機関の貸出態度判断DIが取り敢えず今回悪化しなかったことはある意味でグッドニュースだったと思う。すなわち、株価の下落等が取り敢えず現状までは金融機関の貸出態度に大きな変化をもたらしていない訳である。ただし、その割には特に製造業の資金繰り判断が若干悪化している。これは恐らく生産の減少に伴うキャッシュ・フローの変化、ないしは在庫の動きの反映だろうと思っている。

次に、設備投資については二点申し上げておく必要があると思う。まず現状、一般資本財出荷の1、2月の数字は、前期比が2.1%の増加である。先程見て頂いたように資本財の輸出は減少しているので、恐らく国内向けの出荷でみるとこれよりも大きく伸びていると思われる。従って、機械受注の段階では1～3月減少が始まっているが、実際の設備投資の進捗を表わす資本財出荷は今のところ比較的堅調な動きになっている。しかしなが

ら、先行きについての情報である機械受注については、前回は説明したとおり1~3月のところで下を向いてきている。今のところ2月までの数字で民需合計にあるように、前期比8.3%の減少なので見通しの6.4%を若干上回る減少である。中身では、産業機械は-3.8%の寄与度が立つ程減るかなと申し上げたとおりに、今のところそこまで減少していないが、電子通信機器は見通しでは+1.4%の寄与が見込まれたのに対して、1~2月は-2.7%で減少が目立っている。それから短観の設備投資では、大企業の設備投資について製造業が2000年度15%弱伸びた後、また若干の増加、その一方で非製造業については10%位の減少である。これは若干の数字の違いはあるが、大まかに言うとこれまでの日経新聞調査、および政策投資銀行調査とほぼ同じ動きで、基本的には設備投資が急に落ちる訳でもないが、機械受注に表われている先行き頭打ちとほぼ整合的な動きと理解できるだろうと思っている。右側の中小企業については、それぞれ製造業、非製造業とも-20%程度と例年並みの発射台なので、今後の設備投資の仕上がりについては、この辺りがどういう動きになっていくかが恐らくポイントになってこようかと思っている。

それから雇用関連について若干注釈を付けるべき数字が幾つかある。まず労働力調査については、失業率が1月の4.9%から2月4.7%と低下した。その裏側では就業者、雇用者が1月に一旦伸び率をかなり低下させた後、2月に伸び率を高めている形になっている。ただ、例えば雇用者の中身を見ると、製造業で雇用者が増える形になっていて少し生産の動きとそぐわない感じがある。この統計は1月、2月だと若干振れがあるので、そういった範囲内ではないかと取り敢えず思っている。その一方で職安統計は、有効求人倍率が毎月0.01ずつ極めて緩やかな緩和となっている。その裏側にある新規求人の数字をみると、前年比でついこの間まで30%近い増加であった伸び率が2月には13%まで低下してきていて、季調済の前月比でみるとここ2か月むしろ減少になっている。そういう意味では、最近の経済の動きがいわば限界的な部分での労働需給に影響を与えていて、それが有効求人倍率でみると極めて緩やかな緩和といった姿に表われ

ていると思っている。なお毎月勤労統計で見た雇用者数はほぼ安定しているし、名目賃金も全体としてみると若干の振れはあるが、ほぼ前年並みないし僅かなプラス位で推移している。ただし所定内給与の数字がここ1月、2月と少し前年比でマイナスになっている。この点については、図表24に所定内給与の前年比が事業所の規模別に書いてある。毎月勤労統計は事業所のサンプル調査であるが、30人以上に比べて5人～29人はサンプルの抽出率が低いところでメンバーが入れ替わっていく。半年毎に入れ替わっていくが、2000年一杯は実はやや強めのサンプルが入ったのではないかと思われ、逆に今年の1月からやや弱めのサンプルが入ったのではないかと思われる。実際、30人以上の動きが比較的安定している中であって、5人～29人が上下に振幅しているのはそういう要因の影響が大きいと思っている。

個人消費に関しては1～3月の前期比をみると、ほとんどのところでプラスになっている。そういう意味では、今の経済状況の中で個人消費は比較的健闘していると思っている。マイナスが付いているのは、自動車販売のところであるが、これは前期増加の後の減少なので均してみれば横這い圏内だし、一番最後の旅行取扱高にしても2月の数字が入って前期比-1.6%が-0.3%とほぼ横這いになっている。そういう意味で個人消費については、この間から申し上げているとおり意外に健闘している。特に消費水準指数は全世帯で前期比1.9%増と勤労者世帯ほどではないがそれなりに高い数字になっていて、これが消費の実勢をどの程度表わしているかはともかくGDPとの関係等では注目される動きと思っている。

それから今月、短観を別にして一番数字としてショッキングだったのは生産である。見かけ上は2月前月比0.4%増であるが、これは予測指数で2.4%の増加が見込まれたのに対する0.4%の増加なので、かなりの下方修正になっている。1月の速報段階で1～3月-1.7%と見込まれたものが現状では3.3%の減少とかなり大幅な減少になっている。中身で一番寄与が大きいのは電気機械である。最近の下方修正率が一番大きいのも電気機械である。これまで生産を押し上げてきた電気機械が落ちている訳で、先

程の輸出、機械受注、生産と基本的に同じ姿である。在庫について一点だけ付言すると、今全体としてみると在庫循環が循環表の  $45^\circ$  線に引っ掛かってきた状態である。特徴は最終財、すなわち資本財とか耐久消費財の在庫が抑制されている一方で、生産財、素材の一部と取り分け電子部品の在庫が積み上がっている。ただ細かいことを一つだけ言っておくと、建設財が少しばかり  $45^\circ$  線に引っ掛けるような感じになっていて、最終需要財の中ではここが少し弱い感じがしている。

次に物価に関して図表の 36 をみると、今申し上げたような輸出や生産の動きはあるが、まだ物価指数にそういった動きが顕著に表われる段階には至っていない。取り敢えず輸入物価についてはこのところ上昇しているが、これは申すまでもなく円安の影響である。日経商品指数はこのところ少し下がっていて、ある意味で在庫の動き等を若干表わしているが、3月に限っていうとこれも上がってしまった。ここでも円安が影響していて、むしろ例えば鋼材とかについてみれば市況は弱い感じである。国内卸売物価については前年比でみると、少しずつマイナスが拡大していて、弱含みの姿になっている。ただ前期比の感覚でみると3か月前比 $-0.2\%$ 前後の動きであって、特段大きな変化がある訳でもない。前年比が拡大しているのは、去年の前半が原油価格の上昇局面で比較的強かったのに対する動きである。一方全国のCPIを3か月前比でみると、ここ2か月位横這いになっているが、前年比では大体 $-0.5\% \sim -0.6\%$ の下落でこの辺が基調的な動きだろうと思っている。物価指数自身顕著に動いている訳ではないが、図表 39 でその裏側にある需給環境についてみれば、短観にも出ており各種の稼働率水準、製品需給あるいは価格判断ともに需給は緩む方向、価格については下落の方向を示しているので、指数は特に動いていないが方向としては弱含みの方向を示しているだろうと思う。国内卸売物価については3か月前比の四半期データをみると分かるが、機械類は基本的にコンスタントにマイナスに寄与している。そうした中であって最近やや弱めになっているのは、為替・海外市況連動型で、原油価格の影響でマイナスになってきていることと、鉄鋼・建材関連が若干マイナス幅を拡大してい

る。素材その他も化学の影響が大きい、これまでのプラス傾向が縮んできています。そうした中であって全体としてあまり動いていないのは、電力料金の影響があるため、中身をみるとやや弱めの動きだろうと思っています。それから消費者物価も3か月前比は横這いになっている。ただ中身をみると、商品は大体同じような動きで、原油価格の影響で石油製品の上昇率が若干低下しているのだろうと思っています。その一方で全体が横這いになっているのは公共料金の影響である。これは診療報酬の影響等でこのような数字になっているので、消費者物価の下落が止まってきた訳ではない。先程申し上げたように前年比-0.5%、-0.6%の方が大体正直なところだろうと思っています。

以上全体として「わが国の景気は、輸出の落ち込みを主因に生産が減少するなど、調整局面にあると判断される」。前月の足踏みという表現から比べると若干の下方修正であるが、その主たる理由はやはり生産の減少が思っていたよりも大きかったこと、短観の動きはほぼ予想された動きではあったが、事実として景況感の悪化、および設備投資計画も慎重であることが確認されたことを基本的な判断材料にしている。それから今現在産業別で見ると、基本的に変化が最も大きく表われているのは情報関連である。従って、当然のことながら情報関連分野の調整の深度が非常に大きなテーマになってくるのは間違いないが、ただそれだけではなく仔細に数字を見ていくと、最近少し弱さが気になるのは実は建設関連である。短観でも建設や木材、中小の窯業・土石などが少し弱かったし、先程も説明した在庫や市況面を見ても建材が弱い。もちろんメインのストーリーと比べるとサブストーリーではあるが、そういった動きがほかにも出てこないか注意深く見ていく必要があるだろうと思っています。それから先行きについて、基本的には先程申し上げたように公共投資は景気の下支えの役割を当面果たすと思っている。しかしながら設備投資については、4~6月なのでそろそろ頭打ち局面に入りつつあると思っている。そうした中で輸出はまだ少し減少が続くような気配であり、最終需要全般としては強くない。そうした中であって一部ではあるが在庫調整圧力もあるので、恐らく生産は減

少をまだ続けそうな気配である。そうなってくると家計支出は今現在比較的健闘しているが、こういう状況が長引いてくると段々家計支出の方にも影響が及んで、当面は生産面を中心とした調整が続くだろうと思っている。先の展開についてはやはり海外景気、とくにアメリカの景気および情報関連の需要動向に依存する部分が多いことは前月申し上げたとおりである。これが回復してくれば、当然日本にもプラスの影響が及んでくる訳であるが、その点についてリスクがあることはただ今国際局から説明があったとおりである。今回の短観の景況感と売上・収益の乖離も、基本的には売上・収益が海外景気ないし情報関連需要の下期回復を前提にしているためであって、もしこの前提が崩れてくると売上・収益の姿も大きく変わって来ざるを得ない。株価のリスクについては前月も書いたとおりであるが、今月は現状直ちにどういった影響が現われてくるかわからないが、今後不良債権処理が進んでいった場合の影響についても注意しておくべきであるとしている。もちろん短期的に倒産・失業あるいは企業金融面への影響といったマイナスの影響が及んでくる可能性はある。ただ、他方でこうした動きを市場が好感して株価が上がるといったことになってくると、また違った展開もある。現時点ではあまり予断を持つことなく情勢の推移をみて参りたいと思う。

最後に、現在の円安の動きは恐らく物価の押し上げ方向に作用してくる。しかしながら、需給バランス面からは物価に対して低下圧力が掛かり易い状況である。この他技術進歩や規制緩和が一定の幅で影響するし、衣料品を始めとする流通合理化の影響もまだ尾を引いてくる。さらに細かいことを言うと、内外価格差の是正の動きは必ずしも消費財だけではなく最近業界でもゴーン効果と言う人がいるように、いわゆる中間財の分野でも広い意味での内外価格差の是正の動きがあると思うので、そういった供給面での動きは続くと思っている。そうした中で各種の物価指数は弱含みで推移する可能性が高い。さらに海外景気が回復して来ずに、この調整が長引くことになってくると、当然本邦においても輸出、生産あるいは情報関連での調整が長引いてくる。そうすると、そういった悪影響が段々それ以外の

産業に染み出していく形で需要の不足に伴う物価のダウンサイド・リスクが高まっていくことについては、前から申し上げたとおりである。その点を最後に指摘して私の報告を終わる。

速水議長

今の説明について質問があればどうぞ。

中原委員

所定内給与の減ったことについて少し説明してもらいたい。

早川調査統計局長

図表 20 を見ると、これまで所定内給与は若干のプラスだったが、1月、2月と少しマイナスになってきている。所詮小数点以下の話であるから大した動きではないが、少し段差があるような気がする。勿論これには、例えば日雇いも入ってしまったたりするので、そういう実勢の要因による影響もある。ただ、この5人～29人の事業所は30人以上の事業所に比べると標本の抽出率が低い。従って、サンプルの抽出の仕方によって若干振れやすく、2000年の1月からこの部分の伸び率が高く上がっていて、2001年の1月はその裏で低く出ている。この2000年は強めに過ぎていると2001年はやや弱めに過ぎているというのは、サンプルの入れ替えによる動きであろうと思っている。毎月小数点以下の動きで上がった下がったという範囲内では一応注意しておくべきということである。

速水議長

ほかはないか。

それでは次に移る。最後に企画室から最近の金融環境について説明してもらう。増淵理事と雨宮企画室参事役をお願いします。

#### 4. 金融環境の現状評価（資料-5）

##### 雨宮企画室参事役

今月クレジット関係貸出、CP、社債等については大きな変化はないので、私からの報告は主に三点である。一点目はマネー、ベースマネーの動き、二点目は貸出金利の動向、三点目は企業金融周りのDIが幾つか短観を含め揃ったので、特別保証の話も入れて企業金融周りの動きの三点を中心に説明する。

マネー、ベースマネーの動きの前提としてまずクレジット関連の動きを簡単に申し上げると、図表1のクレジット関連指標である。5業態計の貸出残高は2月-1.6%の後、3月-1.8%と-2%を割る動きが続いている。業態別の内訳に後程の話との関係で一点だけ触れておくと、都銀が2月-2.0%を3月-2.3%とマイナス幅を若干拡大させているが、地銀が2月0.7%から3月0.9%、地銀Ⅱが2月の-4.9%から3月-4.7%と伸びをプラス方向で拡大させている。これは後程申し上げる特別保証制度打ち切り前の駆け込みの影響と思われる。それから社債、CP等の動きを図表3でみるとCP発行残高の3月は18.6兆円である。2月の数字が19.4兆円であるので、ほとんど既往ピーク並みの水準が続いている。相当高いCPの発行残の水準が続いている背景として、三つ程指摘できるかと思う。一つ目は、2月以降の短期金利低下をCP市場が先取りした面があったこと、特に一時本行がCPオペを積極化するというような話もあり、先取りしてCPレートが下がった結果、企業がCPを発行して銀行のCDで運用するといった鞘取りの動きがあったことである。ただしこの話は3月には適用できない。3月には既にCP金利、CD金利共に非常に下がったので、2月前の動きである。むしろ足許ではグループファイナンス等々資金繰り効率化の動きの中で、大手企業が貸出からCP調達への振り替えをそれなりに始めている。もう一つは投信がこの頃CPの組み込み残高を若干増やしており、この半年程で5兆円位CPの組み込み残高を増やしたとみられている実体面の動きも背景にあり、CPは高水準である。続いて社債発行残高（末残前年比）は、さすがにこれまで堅調を保ってきたが、残高前年比



は段々落ちてきており、足許1%台になっている。

こうした貸出、CP、社債の動きを念頭に置いて図表6のマネー、ベースマネーの動きをみると、まずマネタリーベースの3月の平残は1.2%と2月の3.4%から伸びを低めている。ただ実額は増えており、昨年Y2K絡みの2月29日閏問題で資金供給を増やし3月の平残が高まった昨年の動きの反動で伸び率が若干落ちたものである。この後のマネタリーベースの動きは、銀行券の動きに左右されるが、仮に銀行券が足許前年比6%といった動きのまま本行の当座預金供給額5兆円程度でいくと、インプリケーションはともかく算術的な結果では、この後徐々に伸びを高めながら8月、9月頃には6、7%と7%程度に達するような試算結果が得られる。ただし銀行券については、この1年間の郵貯要因で相当大きく動くようになっており、当面郵貯の満期到来の山が続くので、かなり不確かである。因みにこれまでの月間の定額郵貯満期到来額のピークは昨年12月の8.9兆円だったが、今年は7月がピークになり11.7兆円が満期到来額になるので、その辺で流出がどうなるのか、郵便局が手許現金をどの程度持つのかといった波乱要因によって現金の動きが相当変わり得る状況である。マネーサプライ、M2+CDは、2月のM2+CDの前年比2.7%に続く3月の数字が2.6%と比較的最近の中では堅調な伸びを続けている。この結果、10~12月の実績2.1%に対して1~3月の実績は2.6%と伸びを高めている。この伸びを高めた内訳を大まかに申し上げると、今申し上げた郵貯からの資金シフト要因が半分強、残りがCPによる資金調達要因である。そのイメージを図表9のM2+CD増減とバランスシート項目の対応という表の

(1) M2+CD前年比の要因分解でみると、海外要因と財政要因はこの間ほとんど変化ない訳であるが、民間資金調達要因がこの数か月CP要因からマイナス幅を縮めている。さらにその他要因が郵貯からの資金シフト要因のようなことで、マイナス幅が縮んで最近ではマイナスがなくなる格好になっている。このように、主にこの二つの要因からマネーサプライの伸びが若干高まっている状況である。

一言だけ貸出金利の動きに触れると、図表11の企業の資金調達コスト

のところであるが、まず短期プライムレートは3月に1.375%に引き下げられ今も変わっていないが、長期プライムレートは4月10日に1.90%から1.85%に引き下げられた。この1.85%は長プラとしては既往最低レベルとなる。元々1.90%が今回および前回のゼロ金利政策の時に付けたボトムであったので、それを更新したことになる。さらにCP発行レートも2月の0.36%から3月0.12%へと下がっており、こうしたプライムレートや市場金利の動きからみると、全般的に企業の調達金利は、——まだ貸出約定平均金利の数字が出ていないので全体像は把握できないが——この間の金融緩和措置を受けて相当大きく低下しているとみられる。そうした金利情勢の下で、企業金融を巡る情勢がどうなっているかであるが、図表15で関連DIの動きをみると、貸出態度判断DIは、先般の短観ではほとんど横這い、むしろ大企業は17%から18%という格好で緩い超幅がむしろ拡大した。月次の中小企業金融公庫の数字を見ても3月19.2%と緩い超幅が19%位の状況が続いているので、3月までのところは金融機関の貸出態度が企業からみても厳しくなった訳ではない。また、資金繰りDIを見ると若干の変化らしきものがあり、短観ベースでは全国短観で-5%から-6%と幾分厳しい超幅、苦しい超幅が増えている。ただ中小公庫と商工中金の3月のデータを見ると、中小公庫の方は-16.3%から-15%と窮屈超が若干減る一方、商工中金の方は悪化幅が0.3%ポイント増えるということでもちまちまの動きであるが、幾分変化の兆らしきものがある。私共のヒアリングベースでも元々業況の悪い先に対しては審査基準を見直しているのではないかといった動きも聞かれるので、こうした資金繰りの変化が今後どうなっていくのか注視して参りたいと思う。中小企業の金繰りでもう一つ指標を見てみたい。図表18の信用保証制度の利用状況は、2月の保証承諾額8,729億円に続く3月最終月は駆け込みから正式なデータは入っていないが、ヒアリングベースだと、恐らく2月の二倍強の1兆7千億円~1兆8千億円位に急増しているとみられる。この結果98年10月以降の累計額は恐らく28兆5千億円位である。従って元々制度の枠が30兆円であったので、ほぼ枠を目一杯使って終わったことになろうかと思わ

れる。ただこの後幾つか激変緩和措置が講じられており、例えば元々の保証制度の上限枠を1兆円から8千億円に引き下げるとか、各地区の保証協会に対して、審査基準に対してある程度弾力的に対応するように指導しているので、今のところこれによって大きな影響が出るとはみられていないが、一応倒産動向等も含めて注視してみていくべきと思われる。今月は倒産の数字は出ていない。

金融環境を総括すると、前回会合における金融緩和措置に伴い金利面から相当緩和効果が浸透しているプラスの面と、一方で株価低迷の影響で金融機関の貸出の動向がどうなるか、あるいは中小企業自身のキャッシュ・フローがどうなるかというネガティブな要因の綱引きの状況が当分続くと思われる。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

よろしいですか。それでは平野国際局長から先程の質問に対する説明があるとのことである。

平野国際局長

まず田谷委員から質問のあったアメリカの減税の前倒し分支払いのタイミングであるが、これは9月までに支払わなければいけないことはないとのことであるので、場合によっては今財政年度分の前倒し支払減税分が来年にずれ込むことも十分あり得る。もう一つのアメリカの地価であるが、アメリカの場合、日本のような公示地価といったトータルインデックスがない。国富統計くらいしか確認する手立てがないが、一応アネクドータルな話として言われているのは、例えばシリコンバレーの地価が下落しているといった話である。しかし一方で上がっている地区もあるので、全体としてみると多分大きな変化はないのではないか位の感覚である。

それから香港のCPIに占める賃貸料のウェイトを先程4割位あるのではないかと申したが、正確には3割であった。以上である。

村上財務副大臣

ついでにインドネシアのC P I 上昇率が二桁を超えた原因は何か。政情不安定か。何が原因で物価が 20% 台まで上がったのか。

平野国際局長

一番大きいのはルピア安である。インドネシアのルピアも今相当大きく売り込まれており、それが国内物価に影響していることが非常に大きい。

村上財務副大臣

なぜルピアが売り込まれているのか。

平野国際局長

主に政情不安である。インドネシアは通貨危機に見舞われた後一旦は立ち直りかけた。しかし、ワヒド政権の下で、どういう舵取りがされるか非常に分からない状況である。IMF との間には国の建て直しに関する約束事がある。例えば企業のリストラを進める、金融のリストラを進める、財政運営はこうするといったようなことである。しかし国の舵取りがはっきりしないものであるから、これらの約束事が守られないのではないかという疑念が生じており、現に IMF との間では今も鋭意交渉が続いている状況である。マーケットでは、IMF との間の交渉が仮に決裂するとまたインドネシアの経済は相当に落ち込むという懸念が生じ、ルピアが売り込まれている状況である。

村上財務副大臣

それとチェンマイ・イニシアティブとの関連はどのように考えているのか。

平野国際局長

インドネシアは、IMFの支援対象国としてIMFとの間で交渉が行なわれている国である。チェンマイ・イニシアティブの基本的な趣旨は、危機が起こる前の防止手段として、IMFを中心とした支援を補完する意味から支援資金を相互に援助し合うのが趣旨である。しかもまだチェンマイ・イニシアティブは正式に契約に至っている訳ではないから、今現在それが発動できるという訳でもないし、この先の話である。

村上財務副大臣

聞きたかったのは、将来どれ位先になるか分からないがチェンマイ・イニシアティブができた場合、それでインドネシアを多少救うことができるのかどうかである。

平野国際局長

それはチェンマイ・イニシアティブの下で行なわれているスワップ取極めがどの位の金額でどこに行なわれるかがまず条件になる。それについてはまだ一切決まっていないので、まずその辺がはっきりした上でIMFとの金の出し方とか役割分担を考えていくことになる。従って、今から先見的にチェンマイ・イニシアティブができればこうなるであろうと申し上げることはできない。

速水議長

インドネシアは石油とLNGの輸出は良いが、価格が下がっているから貿易収支も悪いのだろうと思う。

平野国際局長

輸出も落ちているし、輸入も落ちている。確かにインドネシアにとって最大の輸出の目玉が下がってはいるが、レベルとしてはまだかなり高いところにある。それが輸出を支えているパターンには変わらないと思うが、

その支える程度が少し落ちてきたということと、対米の輸出も落ちているので、その面からも少し苦しい状態になりつつあると思う。ただ貿易収支は黒字であり、その面から直ちに何か問題が発生する訳ではないと思う。

中原委員

アンコールで悪いが、アルゼンチンの話をして欲しい。

平野国際局長

まずスプレッドでみると一頃よりは少し落ち着いている感じがある。ただ引き続きカバロ経済相の政策がどの程度実効性を持つのかが市場の注目になっており、その辺はまだ非常に流動的な要素があると思う。

三木委員

ついでで申し訳ないが、ASEANとNIEsの輸出が落ちてきている訳であるが、その落ち方は対米依存度が高いから故の落ち方なのか。また、域内貿易も彼らにとって大きい訳で、その辺がどうなっているのか。それから韓国だけは別だと思うが、一番大事な内需の動きは一体どうなのか。そしてその内需の動きに対して財政出動をしている国、していない国があると思う。その辺を教えてもらいたい。

平野国際局長

まず域内の貿易も当然落ちている訳であるが、それがどの程度かは数字を確認した後で報告する。それから内需が明らかに落ちているのは韓国のほか台湾である。これについてはその立ち上がりも相当遅れるのではないかと言われている。一方で例えばタイとかフィリピンは韓国、台湾に比べれば比較的内需は固いという印象を持っている。それはコンフィデンス要因が一時的に効いているためである。フィリピンの場合は去年はエストラダ政権が混乱しており、それがアロヨ政権になってある種のユーフォリックな感じもあり、信認が戻ってきた部分が支えている。それからタイ

の場合はタクシン政権になり、明確に財政支出の拡大をコミットして、現にそういう政策を打ち出して財政が経済を支えている感じがある。しかし問題はタイの場合もリストラ資金に相当財政資金が要るし、ここでもばらまきとも思えるような政策を打ち続けると、最終的には財政の赤字負担が問題になる。それが問題になってくると信認が落ちて外資が入ってこないようなリスクがある訳であり、当座は良いが、その先については怪しい問題があると思う。

村上財務副大臣

先程ヨーロッパにおいて潜在成長率が2.5%で、今回2.6%と言っていたが、その潜在成長率2.5%は何を根拠に算定できるのか。

平野国際局長

潜在成長率の計算の仕方は幾つかあると思う。教科書的に言えば、ある国のGDPはグロスのアウトプットであるから、生産関数をインフレが上昇しない程度に巡航稼働させた場合を前提として資本を入れ労働を入れ、一定の技術進歩率をそこに仮定した場合に大体どの位の伸び率になるか計算する訳である。2.5%という数字は色々な人が色々な方法を使って潜在成長率を計算した中で一般的に大体2.25%~2.5%程度との意見が多いことから紹介したものであり、私自身が別に計算している訳ではない。

村上財務副大臣

私は金融はやはり企業の揺りかごに徹すべきではないかと考えている。結局今の欧米のギャンブル的な金融に日本が巻き込まれて、巡航速度で走っていれば良いのになぜ皆焦って欧米型の経営に則らざるを得ないのかなという気がする。では日本の巡航速度、潜在成長率は幾らだと計算するのか。

早川調査統計局長

日本についても人によって、計算の仕方によって色々な数字が出てくる。細かいことは省略して私達が今行なっている計算だと、1%強から1%台の半ば位という数字が出てくる。

村上財務副大臣

それが巡航速度だということか。

早川調査統計局長

巡航速度といっても今の巡航速度である。例えば潜在成長率と言う時に気を付けなければいけないのは、特に内閣府が経済計画を考える時に、例えば五年間、十年間のタームで考える時には、色々な設備投資が行なわれたり構造改革が行なわれたりした後にどれだけ成長できるかという話であるから、その場合は今の1%強よりも高い可能性は十分あると思う。今の1%強というのは、これまで設備投資も余り行なってこなかった、労働力の移動も余りない状態で計算するとそれ位になるということである。一応そのところは区別して頂きたいが、そういう計算で言うと今紹介した数字になる。

速水議長

宜しいか。

それでは本日の議事はこれで終了する。明日は午前9時に会合を再開したいと思う。

なお、今回から会合は2日間になるので、先般も情報管理の徹底について強くお願いしたが、決定会合に関する信認を確保するために、出席者は本日の議事内容について厳正な機密管理に努めて頂くようくれぐれもお願い申し上げたいと思う。

(午後5時1分中断、13日午前9時2分再開)



### Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

#### 1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

それでは、金融政策決定会合に入りたい。昨日の執行部からの報告等を踏まえ政策委員会としての検討を行なって参りたい。本日の討議の形式はいつものとおり最初に金融経済情勢に関して順番にご意見を頂いて、自由に討議して頂く。その後で金融政策運営に関してもう一度順番に意見を伺い討議する。そして最後に政府から出席の方々から意見があれば承る順で進めて参りたい。

それでは、委員の意見を伺っていくが、ポイントを絞って議論頂くために金融経済情勢、金融政策運営のそれぞれのラウンドにおいてそれぞれ一人5分程度を目途にお願いしたい。今回は決定会合の運営方法見直し後の初回の会合なのでこのような時間配分とするが、どのような議論の進め方が適切かは議事運営に資するよう今後の状況をみて引き続き考えて参りたい。

それでは、金融経済情勢について本日は田谷委員からお願いする。

田谷委員

最近内外株価の乱高下が目立つ。それだけ企業収益見通しや景気の先行き不透明感が強いのだと思う。先行きについて中心となるシナリオに上振れ下振れリスクが大きい訳である。海外における最大の不透明要因は米国経済の先行きであろう。米国景気は昨年末の急落の後、今年に入ってからV字型回復の見方は薄れたものの、年末に向けて回復するとの見方が依然として支配的である。例えば今年に入ってからこれまで、今年前半の企業収益見通しは下方修正されてきたが、後半の見通しはほとんど修正されていない。マクロの経済指標を見ても企業活動は製造業を中心として生産、雇用、設備投資などの面で調整局面に入っているが家計支出関連指標は比較的底固さを維持しているようである。各種消費者コンフィデンス指数は昨秋から最近までの急落の後、足許低い水準ながら底打ち気味あるいは継

続的に下がり続ける局面ではなくなってきたようである。企業のセンチメントを表わすNAPM指数なども同様な動きをしている。米国景気は現時点では昨年末から年初の急落の後、若干落ち着きを取り戻しつつあるようである。長期に亘った景気拡大と株高の後だけに調整が長引く可能性はあるが、年後半からあるいは年末に向けて回復するとのシナリオを中心に考えざるを得ない。

こうした認識は今回の短観の調査結果のベースにもなっているし、先日の支店長会議でも各地支店長が異口同音に触れていた。そうした想定の下で短観によれば今年度も、変化率は小さくなるものの増収・増益の予想になっている。今後ともこうした予想がどう修正されていくかに注目したいと思う。ただ足許の企業部門における生産調整の動きは、IT関連、建設関連を中心に予想通り厳しいものであることがはっきりしてきた。この関連で支店長会議で注目されたのは、輸出の鈍化とともに海外現地生産拡大の国内生産に及ぼすインパクトに多くの支店長が言及していたことで、その国内物価への影響とともに今後の注目点だと思う。

支出項目について一言ずつ触れると、個人消費はこのところ意外に底固く推移しているようであるが、雇用・所得面が今後厳しくなることを考えれば、景気の下支え以上のことは期待できないと思う。公共投資が足許増加に転じていることも当面の下支え効果を発揮していると思う。一方住宅投資は弱含みが続きそうであるし、これまで民需拡大の柱であった企業設備投資は先行き鈍化しそうである。経済全体としてみれば、輸出の低下を起点とした生産面での調整の影響が分配・支出面に及びつつある、あるいは及んでくるところだと思う。しかし、何といても当面の国内経済最大の不透明要因は、金融機関の不良債権処理がいつから、どれだけの規模で、どの位のスピードで進むかであろう。この問題の帰趨によって短期的にも長期的にも景気の先行きは大きく変わり得ると思う。以上である。

速水議長

ご紹介が遅れたが、財務省から田村総括審議官、内閣府から小林政策統

括官が出席されている。それでは次に植田委員お願いします。

#### 植田委員

景気・物価の現状については、昨日執行部から説明があった点に特に付け加える点はない。一言で言えば引き続きネガティブな材料が出ているが、ある意味では前回会合までに概ね予想されていた範囲内かと思う。今後を睨んだ場合の注目点としては、既に田谷委員が述べられたが、基本的には製造業の悪化の程度がどうなるか、そしてそれがその他セクターへどれ位及んでいくかであると思う。これをみる際のポイントの一つは米国経済の動向だと思う。田谷委員が挙げたことに付け加えると、昨日小売売上高、あるいはコンフィデンス指数等新しい統計が公表されているが、これはかなり弱かったと私はみるが、それにもかかわらず米国で株価は上昇しているので、一応マーケットとしてはこの程度は織り込み済みなのかなと思われる。今後を注目していきたいと思う。

それから国内では非製造業を中心とする構造的な弱さがどうなっていくか、あるいはこれを改善しようとする構造改革的な動きが今後どうなっていくかであると思う。これも田谷委員が触れていたが、不良債権問題については緊急経済対策の中に一応織り込まれているものの、私は最重要課題である要注意先債権に切り込んでおらず、極めて不十分であると判断する。しかしこの点について一段の進展が今後みられるとすると、短期的にデフレ圧力が強まるかもしれないし、逆に放置したとするとどこかで金融不安の再燃が起こる火種も残っている、デリケートな問題かと思う。

その上で第二ラウンドの話題かもしれないが、前回の金融緩和のマーケット等への影響を少し評価しておきたいと思う。私の考えでは前回の政策は本質的には実質ゼロ金利プラス時間軸の効果を付け加えた政策であると思う。ただし、コールレートを期末日等に多少振らせるという意味で、完全にゼロ金利にする一歩手前で止めている状態かと思っていたが、昨日金融市場局長からも報告があったように、4月入り後、さらにここ数日5兆円も出せばほとんど通常はレートが跳ねる余地がなく、時間軸効果が今

回は前回にも増して強力であることに一段と理解の浸透がみられている。例えばT/Nレート等に若干流動性プレミアムが前回と比べて付いているような気がしていたが、資金の取り手間の金利のばらつき等でさえも急速にここにきて縮小しているように思う。これは99年、2000年初めと同じ現象であるし、さらに一部のレートは99年当時の水準以下に低下し始めている。その理由としては、5兆円のリザーブ供給が、積み上で見ると1兆円より少し上であること、および資金運用難の意識を高めるよう作用する時間軸効果の強さの双方によるのではないかと思う。ただ極く足許は積み期間後半で積み上がさらに平均よりも上がっている効果もあるので、5兆円の資金供給の意味がどういうことなのかについては、もう少し見極めていきたいと思う。

より広く株式、債券、為替市場については、昨日の執行部説明に余り付け加える点がない。ただし若干申し上げておくと、足許の長期金利反転が前回の政策の結果ではないと取り敢えず仮定したとして、そうするとマーケット全体として前回の措置に強いネガティブな反応はみせていないことにほっとしている。申し上げたように時間軸の設定は、短期金融市場では非常に強い影響を持ったと考えられる。ただ債券市場は事前にこういう点をかなり織り込み済みであったうえ、昨日指摘があったような新しい要素もあり、落ち着きどころを探っている段階なのかと思う。量的緩和という表現を使った訳であるが、これが期待等にどの程度の影響を持ったかについては今のところ厳密な分析は難しいかと思う。またこれは政策のところで後で触れたいと思う。しかし付け加えれば、日本銀行の政策に批判的であった人達をなぜか急に黙らせてしまったという効果は取り敢えずあったと思う。以上である。

速水議長

次、中原委員お願いします。

中原委員

冒頭に議長が言われた議事運営に関し一言意見を申し上げたい。これまでも何回も申し上げているが、審議委員の責務は十分に意見を開陳することだと思うので、これまでの10分間から5分間に削減されることについては、強く反対である。金融経済情勢が大変厳しくなったし、内容もテクニカルになったので、5分ではとても言い表わせない場合も往々にしてあると思うので、その点は議長の弾力的な対応をお願いする。今申し上げたコメントは、是非議事要旨に掲載して頂きたい。以上は時間にカウントしないで欲しい。これから始める。

まず景気動向指数であるが、2月の指数を見た結果として年初から転換したことが明白になってきた。同時にこれまで申したように8月にピークを打ったとの考え方が依然として有力である。もし8月でなければ10月の可能性が非常に高い。10月には所定外労働時間がピークアウトしている。そういった中でデフレ傾向が非常に明白になってきた。特にGDPのデフレータ、あるいはCPIが、99年から再び急速に悪化している。デフレの進行が一番出ているのはCPIであり、第二には債権放棄の件数が99年から急増していることに表われている。それから第三に名目GDPがずっとマイナスである。これは大変由々しいことであり、昭和恐慌の時にあった29年-1.3%、30年-9.9%、31年-9.6%という時代を彷彿とさせる。そして現在の方が当時より悪い状況としてまず銀行の貸出残高の名目GDPに対する比率が2倍以上になっていることがある。これは取りも直さず企業の過剰債務問題、言い換えれば不良債権問題がいかにシリアスかを表わしており、これが最大の問題である。それから第二に財政に余裕がなくなったことがある。財政収支の名目GDPに対する比率も恐慌当時はマキシмум1%程度であったが、現在では6~7%になっている。現在の方が良い一つの大きなポイントは経常収支の名目GDPに対する比率が高いことで、戦前はマイナスであったことが大きな違いであるが、大変難しい問題を抱えていると指摘しておく。

そういった中で緊急経済対策が打ち出されたが、果たして構造改革が行

なわれるのかどうか最大の問題である。この最終処理に年限を限定した訳であるが、2年間で13兆円を処理する過程で生ずるデフレ圧力を緩和させるためにどのような方法が取られるのかについては全く議論されていない。思い返せば1929年10月にダウが暴落して、金解禁は30年の1月であり、そういった中で結果的に日銀は国債の引き受けを余儀なくされた訳で、世界経済が悪化している間は日本経済の構造改革は難しいと考えざるを得ない。結局構造改革を強行すると追加の大型補正予算や金融政策にとっても追加の国債買入を迫られる危険性が非常に大きいと思っている。循環的な景気回復、それからIT革命への期待が剥げてきて過剰投資も懸念される局面でさらに構造不況が表面化すると、顕在的な複合不況に再び陥る恐れが大変にあると思っている。

それからアメリカ経済をみる場合、依然として消費者心理が重要であるが、この点については昨日の説明にもあったが雇用もまだ余裕を持っており、例えば2000年はレイオフ件数が5,522件、30日以上レイオフされた労働者の数は112万人であり、これは統計が始まった95年第2四半期以来最低である。従ってまだ経営は労働力を温存している訳で、失業が増加してきた時には逆に非常にインパクトが大きくなると思っている。それから住宅も堅調であるが、準連邦政府機関的な先による数字も含まれており、そうした先は自己資本比率が3%位しかないといった危険性を持っている。そういった中でモーゲージ・リファイナンスが前年同期比で258%位の上昇を見せ、消費を支えている。これがいつまで続くかが一つの大きな問題である。第二は、今年の夏のエネルギー問題であり、今年の夏にガソリン価格が急騰する恐れが出てきた。同時に西部の7、8州においては停電の繰り返しが予想される事態になっている。これは主としてノースウエスト州の渇水、コロンビア・リバーベイの今年の冬の降雪量不足によるものであるが、恐らく2000年の電力供給比20%減も予想される状態であり、アメリカ経済に対して大きな影響が出ると考えられている。以上、ヘッドラインだけ申し上げた。

速水議長

それでは次に、三木委員をお願いします。

三木委員

まず総括観としては、景気は踊り場状態から悪い方向に一步進んで今は後戻りの入り口に入った状態である。ただ、デフレ・スパイラルに陥る懸念が現実化する状態ではない。その意味でこの4~9月期、上期の景気動向をどう見るかがポイントになると思っている。昨日の執行部の説明による金融資本市場、経済活動の見方については特に違和感はない。特に経済活動の見方については、今回は非常に賛成である。それを踏まえてその中で实体经济の面を重点に置いた場合の景気の現状と先行きをみるようなポイントだけ今日は話したいと思っている。ポイントの一つは輸出であり、二つ目は在庫調整の動き、三つ目はこれを受けた生産の動き、四つ目は価格下落と企業収益の四点になると思っている。

まず輸出は、米国経済の急減速、そして対米輸出依存度の高いアジア経済への減速の波及によって、当面本邦の輸出の減速傾向が続くことは避けられない。これまでのわが国の輸出の牽引役は素材、情報関連財、自動車等の輸出産業にあったが、鉄鋼の東アジア向け、あるいは自動車の対米輸出等の受注動向は今大幅なマイナスとなっており、この4~9月の上期輸出減少は続くと思われる。一方金融の量的緩和は円安を促して、この円安が輸出量の拡大効果、収益効果、安値輸入品の国内流入防止による物価下落の抑制効果を持つと思う。ここでの問題は世界景気の減速感が強まる中で、わが国の輸出拡大が貿易摩擦の新たな火種とならないかだろうと思う。この点産業界では過去貿易摩擦問題は結局急激な円高で解決された苦い学習効果があるために、非常に慎重な輸出計画となっているが、この点はなお注意が必要だと思っている。

二番目、在庫調整である。在庫調整局面に入る業種は徐々に拡大しており、引き続き鉄、石油化学、紙、半導体を中心に生産減速が続くと思われる。ただサプライ・チェーン・マネジメントやITによる在庫管理の高

度化もあって、かつてのような大きな生産調整にはならないと思われる。しかし石油、あるいは鉄鋼等の素材関連は構造的な供給過剰問題が残存しているが故に、在庫調整が長引く公算が大きい。高水準に積み上がっていた東アジアの海外現地在庫は、ここにきて急速に解消しつつあるものの、国内の在庫調整が中途半端に終わっているために、在庫は危険水域から一向に減らない状況である。ここは本来輸出減による需要の落ち込みに合わせて生産をかなり絞り込むべき局面であるが、淘汰されるべき負け組企業が生き残ろうとして、なおも高水準の生産を続けていることによる価格下落、市況の混乱がみられるので、在庫調整は長引く可能性があると思っている。

こうした需要環境を踏まえて当面の生産動向を展望すると、設備投資の伸び鈍化、建設需要の減少等内需の伸び悩みの中で、輸出減少、在庫調整のマイナス効果が響いて生産は減少している。例えば平成13年度の主要産業の生産動向を具体的にみると、鉄鋼の場合は内需は微減で約100万トン位の減少、輸出で400万トンの減少、在庫調整で400万トンの減少でトータル900万トンの減少となり、率にして前年度比9%減とかなり厳しい経営計画で走り始めている。つまり昨年は1億700万トン造った訳であるが、今年度は9,800万トンという数字である。それから自動車は内需が+2%程度伸びると思われるが、輸出は-5%程度で、生産トータルは約2%減の計画で走り出している。つまり絶対量では昨年度が1千5万台と辛うじて1千万台を回復した訳だが、今年度は980万台とトータルとしては厳しい数字になる。

四番目に価格下落と企業収益下振れの問題では、三つのポイントがある。一つは国際価格への鞘寄せによる価格下落である。メガコンペティションの中で国際競争力コストに鞘寄せする構造的な価格下落がなお続いている。昨年国内の大手自動車メーカーが原材料部品メーカーに対して3年で2割の調達コスト削減を果すよう国際競争力を反映したプライスの提示を求めた訳であるが、ほかの大手自動車メーカーや大手家電メーカーなどがこの動きに横並び的に一斉に追随しており、さらに広範な産業にまでこの



値下げ行動が波及しつつある。この新しい低価格は実際の取引面ではこの4月取引分から適用されることになるので、卸売物価統計の面ではここ暫く下げトレンドが続くと思われる。二つ目はこの間需給バランスの崩れによる価格下落が引き続きみられるとのことであるが、これは市場淘汰されるべき企業が延命を目的に稼働率を上げて需要環境を無視し続けていることによって生じる現象にほかならず、過剰商品をコスト無視の安値提示で市場に流していることによって価格下落を招いている点で問題である。特にこの価格下落は勝ち組企業の収益・体力をも弱め始めていることが問題になっている。三番目に海外からの安値輸入品による価格下落という点では、衣料品、食料品等東アジア・中国等からの安値輸入品の増加が引き続きわが国の物価下落の圧力となっている。この一面をもって今、日中貿易摩擦と捉える向きもあるが、現実には商社等の日本企業が中国現地で資金とITによる物流合理化の知恵を投下して安い労賃で生産した商品を日本に輸入する形、結局実質的には土地と労働力の輸入を行っている訳であるので、実態はまったく日日摩擦だと思われる。こうした価格下落は消費者にとっては実質所得の増加というプラス効果を楽しむことができる訳であるが、輸入品と競合するわが国企業の構造調整は避けられないと思う。これはメガコンペティションの中におけるシームレスなビジネスがわが国の高コスト体質是正を迫るプロセスであり、国内価格が国際価格になるのは不可避の流れだと思う。政策の方向としては戦略を持った産業構造への円滑な転換だろうと思う。いたずらに貿易に歯止めをかけるのではなく、何を守り、何を捨てるのか戦略を明確にした上で産業構造の転換を行なうことが重要だろうと思っている。

以上を総括して上期の企業収益を展望すると、上期は輸出が減り内需も設備投資の伸び鈍化や建設業の減、個人消費は横這い、これに在庫調整が加わるので量の減少に価格下落も加わって減益になることは確実である。また、下期は米国景気の動向による外的要因リスクが大きく、この3月の日銀短観では、今年度収益計画は上期減少、下期回復という先行きの楽観論と業況判断DIの先行き悲観論の間に非常な乖離がある状態となって

おり、こういう点にも注意が必要である。以上を踏まえるとこれまでの企業部門を起点とした所得創出メカニズムが働き続けることは期待し難くなってきたと言えらると思う。今後は価格の下落動向と量の減少動向を注意深く見極めたいと思っている。

速水議長

武富委員をお願いします。

武富委員

今後点検していくポイントを幾つか申し上げる。

一つは先行きの景気を考える際に、私自身は所得の分配のありようがどうなるかに着目していきたいと思う。これまでも景気が回復してきたときに、かつて私は企業部門と家計部門の間の微妙な所得分配のバランスというような見方をした訳であるが、引き続きこの点が先行きの景気の落ち込み度合いをどの程度に食い止め得るかを考えるうえで重要なポイントだろうと思っている。1～3月の消費支出はまだ確定的には言えないが、数字的には多少いい感じがようやく出てきたようにも見える。それだけに先行き企業部門での調整が所得分配面からみてさらなる労働分配率の大幅な引き下げに繋がるような調整に入るのかどうか、その度合いがせつかく1～3月期の消費が少し良くなりかけてるところをこわしてしまうのかどうかという判断にも繋がると思う。従って、経済は需要だけではなく所得面に相当目を凝らしていく必要があるだろうというのが第一点である。

第二点は、今回採った政策措置を市場がどのように受け止め、どこを軸に反応するような形に収斂して行くのか、あるいはしないのか、を良く読んで行くことが重要と考えている。今度の措置は非常に多層的な措置であるから市場がその多層なものの中からどこに眼目を置いて反応するようになるのかを見極めるのは結構重要な作業だろうと思っている。この3週間強を見る限りまだ十分収斂した反応とは思えないので、いろいろな仮説を立てながら市場反応の中からどのように情報を読み取っていくかが大

切だろうと思う。その中で少し気になるのが、政策とは直接関連ない動きのようではあるが、外国人中心と思われるドルとJGBの売り仕掛けのようなやや投機的な動きが限界的にみられることである。この辺が心理的あるいは期待として何かを含んでいるのかどうかといったようなところが少し気になっている。ただ、まだ断定的に言えるようなことではないと思う。

三番目は、景気の短期の循環と同時に今後構造調整が本格的に進んでいく時の注目点である。目先の緊急を要する構造対策は当然しなくては行けないが、着目すべきはどういう転換をするのかであるので、技術であるとか新需要の創出が企業努力の段階でもあるいは政策の示す方向性でももう少しはっきりしないといけないと思っている。これは時間が掛かることなので短期の景気判断とは直接関わりないことであるが、根っこにあるこの部分の動向を良く考えていく必要がある。所詮構造調整は、人と資本と技術の最適配分の均衡を目指す動きであるから、技術が相当大きいウエイトを持つのだろうと思う。その意味で敢えてポジティブな見方をすればアメリカが低迷している間に日本が技術面で一步前に出るということも全然なくはない訳である。支店長会議でも誰かがユービキタスコンピューティングと言っていたが、私も前にここでユービキタスネットワークということを紹介したと思う。5月以降第3世代の携帯電話等出てくる訳で、これはひとつのユービキタスネットワークのシンボリックな事象であり、技術面で日本がこの際一步前に出る可能性もなくはない。すべて総悲観で見る必要はないだろう。構造調整を進めると雇用に大きな影響が出る訳で、これは非常に重要な問題であるが、ここでも敢えて少し違う視点で必ずしも100%悲観的に見なくても良いような観点を申し上げてみたい。個別業種をここで取り上げるのは穏当でないかもしれないが、建設業従事者の95%は末端の大工さんで、これは第三次下請けを形成している。雇用問題は会社が潰れて人が路頭にあふれることによって生じる訳であるが、公共プロジェクトあるいは民間のプロジェクトがあればこの95%の人は働きの口は確保されるという意味で構造調整に伴う雇用問題の捉え方をそうい

う視点で行なっていく必要がある。日本の建設会社は、入札等の資格との絡みで所謂総合建設業の形になっているが、アメリカなどの例で見ると設計等の分野と物理的な工事をするコンストラクションカンパニーとに分かれて行っている訳で、先行き入札資格の見直しとか機能的な分化が行なわれる形で業としての建設業がレーゾンデートルをもっていけば、有るべき形で構造調整をこなしていく、あるいは不良債権問題をこなしていくことができるといった視点が必要だろうと思っている。

速水議長

次、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

経済の現状は情報関連を中心に輸出の減少、在庫調整が進んでいると思う。この場合、内需が強ければ輸出あるいは在庫の調整からくる経済調整も短期の足踏みで終わる可能性があるが、輸出の減少や在庫調整同様の原因によって設備投資のスローダウンが始まりつつある状況と思うので、やはり成長の力は全体として弱まりつつある方向だと思う。消費は底固いというべきだと思うが、特に強くなっている訳でもないので、田谷委員が言われていたように、私も消費の動きは下支え程度に止まるのではないかと思う。昨日の調査統計局長の説明を踏まえると、既に終わったこの1~3月については輸出の減少によって生産が大幅にダウンした訳であるが、消費は底固く、設備投資や財政支出は若干増加を続けた可能性があるから、経済成長全体として1~3月はまだプラスになった可能性があると思う。

当面の問題は設備投資のスローダウンがいつ頃からはっきりしてくるかではないかと思う。それはいずれ表面化してくると思うが、もしその局面においてアメリカの景気回復がかなり遅れることになっていけば、日本経済の成長力が当面は期を追って弱くなる展開になる可能性が出てくると思う。しかし本当にそうなのかどうかは、まだアメリカについての不確実性が極めて大きい状況であるから、もう少し様子を見て判断すべきであ

ろうと思う。ただ、いずれにしてもなかなか自律回復のきっかけが国内に見えていないことが一番大きな悩みだと思っている。

最後に物価の動きは、円安の物価に対する影響が少し出始めていると思う。これは卸売物価を見てもそうであるし、消費者物価について輸入品、輸入競合品のグラフを見ても、下落率が何となく底を打ったような感じがなきにしもあらずである。まだ輸入品と国内品の絶対的に見た価格差が大きいことに加えて国内需要が弱くなっていると考えざるを得ないので、円安の力だけで物価が反転することはないと思うが、しかしある程度価格の下押し圧力を緩和するような動きが出始めているような気がする。これは「物」についての動きで、サービスについてはその背後にある賃金は恐らく前年比ゼロ近傍で動くであろうと思うので、この面からは特に大きな物価低下圧力が出てくる訳ではないと思う。もちろん将来は企業収益の動き次第だと思う。そう考えるとCPIについては前年比-0.5%程度という動きが続いている訳で、暫くはこのような状況が続くのではないかと思うし、内需の弱まりと為替からくる物価低下圧力の緩和の綱引きが今暫く続く可能性がある。この面で一番クルーシャルなのが企業収益の動きであろうと思う。これは恐らく、先程三木委員も指摘していたが、今減益に転じつつある状況だと思う。減益の度合いがどの程度になっていくのかがクルーシャルなことだと思う。過去2年間増益を続けてきた結果、利益率としては国際比較をすれば低いにしても、日本国内の歴史的な比較の中ではかなり高いレベルにまで収益率が戻ってきている状況で、つれて企業と雇用者との間の分配率もいわば正常化してきているが、それが再び大きく崩れるような減益が起きるのかどうか、物価についても、設備投資についても当面一番のポイントではないかと思っている。

速水議長

藤原副総裁お願いします。

## 藤原副総裁

前回の政策決定会合での政策変更の後、毎月の指標や短観が公表された。支店長会議でも幾つかの材料があったかと思うが、全体としてはやはりIT分野を中心とした輸出、生産の落ち込みによる景気減速の構図がよりはっきりしてきたと思う。

まず、ポイントとなるのはIT関連業種の動向であるが、短観の業況判断は大幅に悪化した。支店長会議の報告でも同様の印象を受けた。また、電気機械の生産減少とか在庫圧縮の動きが非鉄、一般機械などの関連業種の生産にも影響し始めていることは少し心配である。短観の収益見通しは現時点ではIT需要の下期回復シナリオを前提にしているように見える。こうしたシナリオが実現するかどうかはアメリカ経済次第の面が大きいが、以前述べたように私はどちらかといえばこの点は慎重に見ている。

金融資本市場では、前回の政策変更は前向きに受け止められたと思う。タム物金利の低下は時間軸効果が強く効いていることを示しているし、長期金利も事前の織り込みで下がっていたため、数字上はやや反発した形にはなっているが、極めて低い水準にあると言って良いかと思う。それから企業金融の面でも資金調達コストは下がっているし、短観の貸出態度判断がほとんど変化していないことからみても、全体としては緩和された状態が維持されていると考えられる。今後は金融緩和の波及効果を見守っていくことと、やや持ち直した観がある株価の動向やその影響について引き続き注意してみていきたいと思う。

これは当然のことであるが、現下の最大の注目点、日本のシステムがどのように動いていくかを占う政治のリーダーシップの動きももちろん注意してみたいと思う。以上である。

## 速水議長

最後に、須田委員お願いする。

## 須田委員

まず景気の総括的な判断については、前月の足踏み状態から調整局面にあると一段と下方修正することを支持する。以下では先行きの景気転換について考える場合、私自身今気になっている点について三点ほど申し上げたい。

第一に、今経済のグローバル化が進展していることは皆さん共通の認識であると思うが、審議委員に就任してから今日まで色々と聞いてきた日本の景気を巡る議論は、米国をはじめとする海外景気から日本の景気がどのような影響を受けるかという一方向の関心に関心が向けられているように思われる。つまり日本がまだ小国であった過去を引きずったまま議論しすぎているのではないかという印象を持っている。先般FRBのグリーンズパン議長が議会証言の中で、「日本の景気低迷の長期化は米国をはじめとする世界景気に対してネガティブな影響を与えるとの懸念を示した」と報じられている。この発言の真意については色々なことが考えられるが、米国、アジア、日本が貿易や資本移動を通じて相互に大きな影響を及ぼし合う関係になっている認識については、大いに賛同できる。特にハイテクセクターはこの傾向が顕著であって、その背景には台湾や韓国などでは米国とか日本などの委託生産が盛んであるし、製品も汎用品のウエイトが高いことが挙げられる。言い換えると従来は米国とか日本の国内の生産・在庫の調整であったものが、現在ではその影響が国境を越えてアジアのマクロ経済を大きく揺り動かしているのではないかと思う。このマイナスの影響が巡り巡って米国と日本の景気にも跳ね返ってくると思う。このような跳ね返りの効果によるマイナスの影響を軽視してはいけないと思っている。

次に米国経済の帰趨についての見方を申し上げたい。現在ブルーチップの見通しでは今年の米国の成長率は+1.8%となっていて、かなり楽観的だと思っている。しかし米国が今後設備投資および個人消費の本格的な調整を回避できるか否かは、90年代における労働生産性の上昇がどの程度構造的な変化であったかによって大きく左右されると思っている。90年

代には労働生産性の上昇が企業収益見通しに対する強気の期待を生じさせ、総需要を増加させる形で長期に亘る好循環を実現させてきた。もっとも米国の企業部門をみると、既に90年代後半には人件費とか減価償却費、あるいは金融費用が収益を圧迫していたとの見方もある。この見方が正しいければ、90年代の生産性の上昇には循環的な面が、現在想定されているよりも大きく寄与していた可能性がある。実際東海岸は結構楽観的であるが、西海岸のスタンフォードなどから話を聞くとこのような声はかなり聞こえてくる。今後期待成長率の低下を出発点とするマイナスの循環に陥る可能性も否定できないのではないかと思っている。

三番目に現在ハイテクセクターは世界的に在庫調整の真っ只中にある。日本でもIT関連業種の在庫調整の影響は、1~3月の生産の減少、それから先日の短観における製造業・大企業の業況感の悪化、さらには機械受注における電気機械の受注の大幅な減少などに顕著に表れている。ところで世界的なハイテク関連需要については、米国経済の調整の影響を強く受けるのは確かであるが、その一方で必ずしも米国経済とは一体ではない。言い換えれば現在の在庫調整が完了した後の実需の増加ペースについては、IT後発組である日本を含むアジアの現地需要の趨勢も重要な鍵を握っている。すなわち東アジアはIT関連財の需要、生産両面で世界の動きに先駆けた変化をみせる可能性が高いと思っている。このため今後はハイテクセクター、特に東アジアの情勢の変化や東アジアと結び付きが強い国内のハイテク企業の受注、生産について、一段と注意を払う必要があると思う。ただ、色々話を聞くとデータがないという話ばかりなので、それは非常に難しいことだと思うが、注目していく必要があると思っている。以上である。

速水議長

以上で一応ご意見を承ったが、今の皆様の発言について追加的な意見、議論があれば自由に発言して頂きたい。金融政策運営に関わる意見はまた後で伺う。



先程中原委員が5分では短いと言われたが、私も短いと思う。しかしこれだけの方々が毎回のようこうして話をされる訳であるから、特に言いたいことを最初に言って、後は議論の中で追加するなり自分の意見はこうだというように討議するのがいいのではないかと思う。特に今日は何かこういうことを調べてきたから皆に説明したいということがあれば、その時は時間を取るようにしたい。当面大体5分の目標で運営して、これからの討議の中で必要があれば議論頂きたいと思う。

#### 中原委員

債券のことを少し追加しておきたい。先程紹介した中で銀行貸出残高の名目GDPに対する比率が昭和恐慌より悪いと言ったが、それを数字で言うと140~150%である。そういった中で世界経済が悪化してきて、OECDのコンポジット・リーディング・インディケーターズが去年の5月をピークに2月までずっと下がっており、私は債券、長期金利の動向が非常に心配である。過去の例でムーディーズがダウングレードしたのは、全て補正予算絡みであり、今回構造改革が先送りになる懸念を持っているが、そういった場合には、10年物の金利は2%を目指していくのではないかと思う。その点でもう一つ付け加えると、短期のジャパン・プレミアムはほとんど問題ないが5年物のクレジット・デフォルト・スワップレートは例えば東京三菱の場合、昨年夏頃の15~20bp位から、この3月末にかけて70bp程度まで拡大し、足許でも60bp程度とほとんど低下する気配がない。またその他の金融機関についても多くの先は値段すら立たないことになっており、不良債権処理に主軸を置いた経済対策が本当に実行されるのかについて、欧米の機関投資家が含みを持っているのではないかと思う。問題は日本国債であり、これも5年物のクレジット・デフォルト・スワップ・レートを見ると、去年の夏は7~9bpであったが、今年度末には19bp程度、現在でも16bp程度で高止まっている。こういった中で、もしムーディーズが日本の国債を格下げすることになると、2004年から適用される新しい新BIS基準ではA+のソブリンは20%のリスクウェイトにな

るので、そういった可能性を市場が織り込む可能性がかなり高いのではないかと懸念している。以上である。

#### 速水議長

他にどなたからでもどうぞ。

#### 三木委員

武富委員の言われた構造改革の中でも最大の問題は問題三業種といわれているゼネコンである。このゼネコンはともかく三つの過剰の最大の担い手である訳であるから、これが不良債権処理の最大の問題だと思う。その場合のマイナスの圧力を考えた場合、武富委員も指摘されたように大手ゼネコン会社を整理する際には雇用問題は余り効いてこないと思っている。彼らは全く総合建設業であり、工事に携わる人はほとんど二次、三次、いわゆる孫請けと称される三次下請けである。三次下請けを構成しているのはそこで日常恒常的に働いている建設作業員と季節工である、半年だけ働きに来るような人達で構成されている。この人達はどこで働くかは関係ない。仕事のあるところでだけで働いているから、例えばある時は鹿島で働いて、鹿島で仕事がなくなったら清水建設というだけの話である。そういう意味ではゼネコンの処理問題は雇用の問題ではないと思う。むしろ雇用の問題はその人達の受皿となる仕事があればいいということに尽きると思う。これから財政再建路線を考えざるを得ず、公共投資も道路をほじくり返すだけのような建設作業は段々落としていかないといけない訳であるから、むしろこれから考えなければいけないのは新しい事業への転換が第一であり、これには非常に時間がかかるだろうと私は思う。そうするとその間をどうするかという話になるので、そうしたタイムラグを稼ぐことに焦点を置く労働政策をとるべきであって、雇用保険の給付期間を今の6か月ではなく、ヨーロッパ並みに2年とまではいかにしても延ばすことである。

## 速水議長

先程の中原委員の景気が良くなると構造改革はできないとの意見には私は反対である。構造改革といっても非常に広い色々な定義があり、私もここ10年来経済同友会の代表幹事の頃から構造改革と言ってきたが、その場合政治改革もあったし、社会改革もあった、また企業経営改革もあったと思う。政治改革は選挙制度を変えて55年体制を崩さなければ駄目だというようなことを言って、それはある程度良いか悪いかは別として実現した。社会改革は保険とか介護とか年金とか高齢化に対してどう対応していくか、教育をどう良くしていくかといったことである。それから経済については規制の撤廃、既得権保護の撤廃など市場原理を生かしたフェアな競争を促していくことが私は構造改革だと思うし、そうしたことに対応する自助努力、競争の中から勝者と敗者が出てきてそういうフェアな競争を通じて経済が発展していくことだと思う。これはよく言われるようにイノベーションが成長を呼ぶ訳で、クリエイティブなディストラクションを行なって新しい事業を創り出し、それにミートしていった者が勝つようなことを先延ばししていたら景気はいつまで経ってもよくなる。これは過去十年私共の歩んだ道が十分実証していると思う。規制撤廃や規制緩和が遅れてしまったし、ビッグバンなどと言われて漸くここへきて動き出したところである。小さい政府はほとんど実現されていないし、グローバリゼーションと言われ始めたのは、ベルリンの壁がなくなり、皆一つのマーケットの下でフェアに競争していく世界ができ始めた89年位からであったと思う。その中で経済力が世界で第二位といわれる日本が未だに規制保護を温存し補助金行政を行なっているというのではこれを続けられるはずもないし、それで保護されてきた企業がいつまでも生き残っていけるはずもない。そういうものを外して独立したフェアな競争を行なうような経済にしていかなければいけないと思う。アメリカでもイギリスでも、1979年のサッチャーリズムにしても、80年から始まったレーガノミックスにしても、皆規制をなくし競争を促し、10年経って財政が両方とも黒字になっているし、金融も今のように落ち着いて経済成長も3、4%で安

定的に伸びている。遅れ馳せながらこういうことを行なっていない限り日本の経済成長は立ち行かないと私は思う。そういう意味で経済面では不良貸出の償却が重要である。これだけ不良貸出を持って銀行が伸びていこうとしてもこれは無理な話であり、バランスシートから落とせと私は言い続けてきているが、それでも先延ばし先延ばしでここまできてしまった。自己資本は公的資金で増えているが、これは早く対応しないと内外からの信認が得られるはずがない。金融面ではまずこの不良貸出の償却だと思し、第二には家計の資産をもっと運用させ、資金の流れを間接金融からある程度直接金融に切り替えていくことが必要と思う。あるいは企業家と投資家資金がミートして市場ができていく姿を早く進めなければいけない。

また、市場主義、市場開放についても遅々として進まない。税制がかなり大きな重石になっていることは確かだと思いが、そうしたことを一つ一つ正常化していくことが私は構造改革だと思う。今不良貸出や家計資産の直接金融への振り替えのために税制も見直すといった動きがみられることは大変前向きなことだと思し、これを断行して初めて緩やかな成長が生まれてくるだろうと思う。そういったことを言っている訳であって景気が良くならなければ構造改革が出来ないなどということはありません。これは私の長年の考え方なので、ここで議論をしても終わらないかもしれないが、そういう線に沿って今度の政府の緊急経済対策が出来たのだと思し、このことは私は非常に高く評価するし、是非これを一つ一つ実現してもらいたいと思う。

#### 中原委員

私は別に構造改革に反対している訳でも何でもありません。する必要はあることは十分分かっている。ただ、私が言いたいのは、日本では問題が先送り先送りになってきていることが悲しい現実である。昔話をしても仕方がないが、95年の秋にオーバーナイト金利と10年物の金利のスプレッドは300bp位あった訳である。95年の9月8日に公定歩合を0.5%に引き下げた訳で、例えばそういった時期が最も最終処理に着手出来た時点であった

と思う訳である。現在はもうほとんどスプレッドが小さくなってきて、現在で 140bp 位、公定歩合も 0.25% である。そういった政策のミスで最終処理が遅れ、その代償が高いということである。それは政府の追加的な財政出動にもなるかもしれないし、日銀の追加的な量的緩和にもなるかもしれない。いずれにしても代償を払わない限り、非常に大きな構造改革はできないと申し上げたい。もう一つ申し上げたいことは、やはり構造改革は三つタイプがあると思う。一つは政治主導で計画的に行うもの、第二はマーケットがハードランディング的な構造改革を迫るもの、第三は世代の交代によってソフトランディング的な構造改革を図ることである。私は残念ながら二番目のマーケット主導のハードランディング的な構造改革の可能性が段々高まってきているのではないかという懸念を持っている。それだけ指摘しておく。構造改革をするべきというのは全くそのとおりである。それには全く異論はない。ただ私は現実論を少し申し上げただけである。

#### 速水議長

しかし、構造改革は民間主導で行なうべきものであって、やはり企業家が動かなければできないことである。そういう環境を、金融も政治も色々な規制や税制を取払うというように、環境を作り上げ企業家に動いてもらうことが日本のあるべき姿だと思う。そういうことがかなり進んでいることは確かである。特に流通の革命は典型的な姿だと思うし、こういうことは規制が撤廃されて初めて動き始めたのだと思う。こういう動き方の中で行き過ぎになっているものもあるかもしれないが、しかし儲かるところは儲けているし、駄目なところは駄目だと思ったらリストラクチャリングしていかなければ生き返れない。そのところの始動はやはり金融機関が間に立ってしっかりみていかなければいけない問題ではないかと思っている。中小企業の保証制度などによって、先延ばしをしていたのでは構造改革や経済が成長軌道に乗るようにはなっていない。短期的にはサバイブできるかもしれないが、競争力のないものに幾ら金を注いでも駄目だと、

早く気づいてもらうように世論が動いていくことが大事だと思う。

ほかに意見ありますか。どうぞどなたでも。

#### 田谷委員

植田委員がかなり詳しく金融緩和措置がどのようにマーケットにインパクトを与えるか述べていたし、藤原副総裁、武富委員も少し触れていた。私は政策の議論の際に触れようと思っていたので触れなかったのだが、ここで述べていいものか。もう一つは、植田委員が「要注意先に切り込んでいない、不十分である」と言われた。私も基本的に実質破綻懸念先以下の債権に対する最終処理を早めることに加えて、実態に即して債務者区分を見直していくことは是非とも必要だと思っている。その意味ではその点を強調することに私も大きな声を上げたいところである。それと多分今中原委員が言っていたこと、あるいは速水議長が言っていたことと関係すると思うが、やはり銀行の収益基盤を改善することが先行き相当重要になってくると思う。この点はここで議論する主要テーマではないかもしれないが、その点を少し強調したいと思う。

#### 速水議長

それは情勢判断の領域に入ると思うので、どうぞ皆さん述べて下さい。

#### 植田委員

今の点は、要注意先とか分類もされていない債権で、場合によっては明らかに信用度に劣るものがあることは事実だと思う。田谷委員はそれを第三、第四分類とかにきちんと区分し直すことを言われたのだと思う。それは当然そういうことが必要だと思うし、しようと思えばできると思うが、より難しい問題として現在の例えば監督庁が作成しているマニュアル、あるいは確立された方法では格下げできないが、冷静にみてもどうみても中長期的には無理な企業であるが、要注意先に区分されているような債権が沢山あると思う。これをどうするかは非常に悩ましい問題で、ある種

のインセンティブとかあるいはペナルティを巧く考え出さないと先に進まないと思う。それ以外の問題と今の点を考えるのは難しいという両方があって今回そこに切り込めていないと思うが、それは残念だと先程申し上げた。

#### 田谷委員

基本的には同じ見方だが、確かに持って回った言い方を私はしたかもしれない。経営実態に即して債務者区分を見直すといったのは、そういう意味も含めてである。やはり金融監督庁のマニュアルそのものについてどう考えるかといった見識を私は持ちあわせていないが、そこを見直していかないとマーケットからは不十分であるという評価を受けるのではないかなと思う。

#### 速水議長

この間諮問会議でも少し議論になったのは、銀行が株を持つのは良いか悪いかという議論である。これは極めて単純な議論だが、日本の中では当たり前前のこととして今まであまり議論されてきてないと思う。こういうことの中で今度の株買い取り機関を作る案が出てきた訳である。それは自己資本の何%までにするかに関わってくるのだろう。そういう議論ももう少し政策委員会でも議論があっても良いことではないかなという気がする。

#### 山口副総裁

私は少しそこには異論がある。先程来の構造改革の問題も不良資産の問題も銀行の株式保有の問題も、決定会合のテーマとしてそれを取り上げてもいいが、取り上げる時はやはりマクロ経済の評価なり金融政策の評価との関連において取り上げるべきではないかなと思う。それ自体非常に重要なテーマであることは間違いないので、例えば政策委員会の別の会合で議論することは当然考えて然るべきだと思う。決定会合のテーマは割合明確に決まっているので、なるべくマクロ経済の動向に焦点を当てた議論をした

方がいいのではないかと私は思う。

#### 速水議長

株価対策や金融機関バランスシート問題と関連してきているが、この委員会ではあまり議論していない。確かに決定会合のテーマになってくるようでは困る。

#### 山口副総裁

例えば今度の不良資産についてのある種の方針は、先程来植田委員、田谷委員が指摘した評価に私も基本的に賛成である。直接償却に焦点を当てて対応していくことは、元々破綻懸念先、あるいは破綻先に対して当然行なうべきことを行なう範囲を出ない訳である。それ自体が例えば法的整理なり何なりの形で、企業の整理の動きを抜本的に加速するようなことは多分生じさせない。今、そう言い切って良いのかどうか分からないが、仮にそのような評価が出来るとしたら、そのことを我々のマクロ経済の評価の中に織り込めば良い。一方、要注意貸出、第二分類的なものにもっと切り込んでいけば、それとは相当違った結果がマクロ経済にも起きてくるが、そちらの方はどうもあまり可能性はなさそうだと思います、そのことを経済の判断に織り込んで議論すれば良いのではないかと私は思う。

#### 田村財務省総括審議官

経済対策の話が大分出ているので一言だけ申し上げたい。今回の経済対策の一つの大きな柱が不良債権処理であるし、また今色々お話があったように基本は直接償却に論点を置きながら、そして主要行ベースでかつ懸念先以下の債権、要注意先債権の問題をどうするかとか色々な議論があることは承知している。今回、不良債権処理にしても直接償却を中心にしながら色々なレベルの問題を包括して、例えば今までの私的整理と法的整理の間の第三の道みたいなものへのガイドラインのようなものをどのように作っていくかといった論点とか、あるいは産業再生法とのブリッジをどの



ように行なっていくかといった論点とか、色々なことを加えながら直接償却に踏み込んでそして一応網羅的に進めている。問題は色々なものをどのようにこれから肉付けをしてどのように実施していくかが非常に大事だし、株式保有の問題にしても株式保有の制限のように、本当に日本の産業構造に大きく関わるような話を——例えば、金融審議会も分科会、ワーキンググループを作ってスタートしたが、——どのように議論していくかというところから詰めて行き、どのように実践、実行していくかが非常に大事なところだと思う。議論を聞いていると足りない部分も多々あるようであるが、それよりも色々書いてあることをどのように実施に移していくか、どのように詰めていくか、どのように皆がある程度納得できるような方向で実施に移していくか良く見守って頂きたいと思うし、またそれを大いに努力して金融庁を中心に推進していく必要があると思う。

### 三木委員

総裁の言われた話、それから山口副総裁の話もあったが、要は金融政策だけではなく、その後ろにある実体経済とその間にある金融機関、別の切り口から言えば対外価値の安定など色々な問題が全部絡んでくる。しかも物価デフレ圧力を防いで景気の回復に繋げようとするれば、財政も、金融も下支え環境整備という意味では非常に大きな役割をお互い担うことになる。従ってそういったことを考えた場合、何もそれについて議論しないで金融のことだけ議論していればいい訳では私はないと思う。どこまでの議論をどの場で行なうのがいいのかという問題はあると思う。我々は金融政策決定会合とは別の会合もある訳である。ただ大事なのは、これが日銀だけの問題ではなく政府、国会も巻き込んだ議論の形になるテーマについては、この決定会合の場でしか政府代表は出席してない訳であるから、この場でその辺の話をしない限りはそれが伝わらない。私はそういう意味で決定会合の場でそういった話をもっともっとしていいと思っている。

速水議長

情勢判断の議論で。

三木委員

だからそういう意味で政府代表の方に是非聞いて頂いて、それを反映させて頂くことを考えなければいけないと思う。

速水議長

今朝も経済閣僚会議で大分議論があったが、ある大臣が、こうやって緊急対策を打って構造改革していくのはいいが、かなり長い期間が掛かる。財政政策もまだはっきりとした方針を立てていないので、その間に大きな景気循環のほかに小さい景気循環が起こるはずであり、そういうものに対してどう対応するのかという質問があった。私は手を挙げて、それはまさに金融の問題であって私共はこの月に一回か二回金融政策決定会合を行なっているので、そこで情勢判断をして適切な政策を打つ、場合によっては今 5 兆円というのを変えることもあるしほかの政策を考えることもあるから、その辺は私共も良くみながら情勢を判断していくつもりであるとお答えした。

須田委員

私も山口副総裁に賛成で、今回が初参加であるが、何でこのような議論をしているのだろうかという気持ちがある。こういう構造改革が行なわれると金融市場はどうなるだろうかというのが頭に浮かんでくるような議論をして頂ければ、私は乗っていけるが、議論が構造改革そのものの問題で止まってしまっているような気がする。今言われたように金融がどうなるかというところまで繋げて是非議論して頂けると違和感なくこの問題を取り上げていけるような気がする。是非お願いしたい。

#### 植田委員

私もそれに賛成で、先ほども不良債権問題は今後のマクロ経済動向を占う際の重要なポイントであるという観点から私は述べたつもりである。それから三木委員が言われた点で少し私は意見が異なるのは、やはりここは金融政策を決定ないし議論する場なので政府出席者との意見の調整ないし交換もその問題を中心に限定されるべきであって、財政政策とか構造問題に対する政策についての我々の希望などをそれ程強く主張する場ではないと思う。

#### 三木委員

そんなに強く言う必要はないが、やはり言わなければならないことは言っておかなければ駄目であって、その中身は別の政策委員会の場で話してもそれはおかしくない。ただ、言っていかなければ伝わらない。

#### 速水議長

情勢を動かす非常に大きなファクターの一つではある。情勢判断を議論する時にはこれなくしては議論にはならない。

#### 植田委員

構造問題と景気、マクロ、金融が密接に絡み合っている難しい局面であることは明らかである。

#### 中原委員

私が先程問題を申し上げたのは債券の利回りがいずれ2%になる危険性があるという意味で、構造改革について申し上げた。

#### 速水議長

それではこの辺で前段の討議を終わる。少しコーヒーブレイクにする。それでは40分から再開する。

(午前10時28分中断、午前10時39分再開)

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

情勢判断の幅が広がったが、これから政策に入りたい。金融政策運営方針に関する委員の意見を承りたいと思う。今回も一人5分程度を目途に意見を伺いたいと思う。また田谷委員から願います。

田谷委員

このところの経済・金融情勢は、これまで想定してきた範囲内での展開であり、現在は前回会合までに採った緩和策の効果を見守ることが適当と思うので、現状維持としたいと思う。

結論はそういうことであるが、緩和策のマーケットへの影響について若干触れたい。まず、強い時間軸を設けたことによって、相当長期間にわたって緩和状態が続くとの見方が浸透し、かなり長めのところまでターム物金利が低下した。また債券投資のデュレーションがやや長めになる動きもあるようである。こうしたことから、緩和策はイールドカーブ全体を下押す方向で効果があったと思う。しかし、実際には長期国債の流通利回りは却って若干上昇したが、これは金融政策に関する材料出尽し感による利益確定売り、株価の反発、年度末の益出し、緊急経済対策や次期政権による財政支出拡大などによる需給悪化懸念などによるものと考えられる。円相場に対する影響は海外投資家による国債売却や円キャリー・トレードの増加などによって、円安に作用したとの見方もあるが、これまでのところ限定的のように思う。株価に対する影響では、当座預金残高を主たる操作目標にすることは、ストラテジストや投資家のコメントなどから判断するとかなり大きく材料視されたようである。これはいわゆる量を重視することに付随した様々な連想が関係していると思われる。時間軸効果もサプライズだった面もあり、プラスに作用したと思われる。それらに比べれば、長

期国債の買切オペ増額の可能性は、債券相場同様これまでのところ大きな材料にはなっていないようである。緩和策全体としては銀行の不良債権処理を促進させる方向に働くと受け取られ、株価押し上げ要因になったと思う。これら以外では以下の現象が目についた。昨年までのゼロ金利政策時と比べ、普通預金金利の水準がより低くなったこともあって、コール市場から普通預金へのシフトは現時点まで余り起こっていないようである。同じことの裏側であるが、これまでのところコール市場の縮小はみられない。本行オペに対する応札倍率の低下もこれまでのところみられない。また、昨年までのように、いわゆる短資預金が常に増えることもないようである。ということは、その分証券会社や信金中金の本行当座預金が増えているほか、銀行などの資金余剰感が強まるということである。この点からは、銀行等の超過準備が常態化した時、それらの資金運用姿勢にどのような変化が出てくるかに注目したいと思う。マーケットへの影響という点からは以上の点が目についたが、緩和効果がどう出るかは今後の金融機関による不良債権処理の動向によるし、その結果として金融システムの安定性や経済構造改革の動きがどうなるかに大きく依存すると思う。以上である。

#### 速水議長

次、植田委員お願いします。

#### 植田委員

私は景気物価情勢はやや悪化しているが、そこまでを予想して前回の措置を採ったので、今回は現状維持でよろしいかと思う。そのうえで、今後を展望して何か起こった時に政策対応の余地があるのかどうか、それに備えて検討しておくべき点、あるいは問題点等を幾つか指摘しておきたい。5兆円というリザーブの目標を増やすという手段が単純に頭に浮かぶが、それによってどういう影響があるかを考えてみると、直接にはほとんどないところまで来てしまっている気がする。すなわち、量を固定しておくとき期末日にはレートが跳ね上がることがある訳であるが、そういう期末日は

ひょっとしたら次は9月の終わりまでないような気がしないでもない。あるいは数年後に運良く景気が良くなってきた時に5兆円では少しレートが上がってしまうといった跳ね上がりを押さえる効果があるかもしれない程度かと思う。それから量自体が増えることの直接の効果は、私はほぼゼロと見る。ただし、量が増えることは期待を通じて別途影響するかもしれない。それから検討課題として本当にリザーブを5兆円から6兆円、7兆円と増やしていけるのかという点があるかと思う。もちろん我々は札割れになれば長期国債買いオペを増額する可能性を示しているが、しかしこれを資金供給を受ける金融機関の資金需要面から見ると、彼らにとっては不要の資金が長国買いオペによってどんどん供給されてくることになるので、むしろ短期のオペに応じなくなってしまう、長国買いオペ残があったという間に積み上がってしまうリスクがあるように懸念される。

次に量的緩和、長国買いオペ増額、追加緩和余地等について次のような座標軸からもう一つ違うことを申し上げてみたい。非常に単純な長期金利に関する決定理論によれば、長期金利は将来の予想短期金利の平均値に等しい訳である。従って我々はほぼゼロ金利+時間軸効果で今の決定式の右辺に対して大きな影響を与えている訳である。従って買いオペで直接左辺を制御していく意味はあまりないと考えられる。これはずっと議論してきたことであるが、それでも長国買いオペを若干使うのであれば、右辺で決まるある種の長期金利に関するファンダメンタルズから現実の長期金利が一時的にずれた時にオペの活用の余地があるのかもしれない。しかしこれも良く言われるように、タイミング等を間違えると却ってボラティリティの上昇を招いてしまうリスクがある。それでも買いオペ増額に大きな意味があるとすれば、私の考えでは、極端な言い方になるが、今申し上げたようなファンダメンタルズを無視して、長期債を日本銀行が買い上がっていく決意をした場合と思う。こういうことをするためには、場合によっては無制限に買うというコミットメントが必要であると思う。ただしそういうコミットメントがあれば場合によってはほんの僅かの量のオペでも思うところに長期金利を誘導できる可能性もある気がする。しかしこれはほぼ

文字どおりマネタイゼーションのような世界に我々が踏み出す決意をすることになるし、また明らかに長期債市場の市場機能を少し麻痺させる可能性も概念的にはあると思う。これが残された大きな緩和余地であると言えるかと思う。他方、前回の措置の中にあるような歯止めを考えてみると、現在のスタンスはそこまでを含んでいない。従って、現行スタンスにおける追加緩和余地はあまり大きくないと思う。もしも5兆円を6兆円に増やすような措置が思わぬ強い影響を持ったとすれば、私の考えではそれは我々が否定したとしてもマーケットの中に先程申し上げたような意味でのマネタイゼーションの期待があり、それを強めることになるからだと考えている。もう少しぼやかした言い方もできた訳であるが、やや極端に申し上げてみた。以上である。

速水議長

次、中原委員お願いします。

中原委員

三つ申し上げてみたい。一つは今回の量的緩和策の効果である。これは色々な方が言われているので、その点を省くと、一番大きな効果があったのは私は株価だと思う。日経平均は3月15日に11,433円で底打ちをした。これはかなり長い期間の底這いの下限にタッチした意味のある数字であり、その直後に日銀が金融緩和を準備したことは極めて意味があったと私は思っている。それがどういう効果をもたらしたかということ、ニューヨーク・ダウが3月22日に9,106ドルでボトムを打ったし、NASDAQが4月4日に同じくかなり重要なボトムを打った。従ってある意味では日本銀行の金融緩和政策によって世界の株価がある場合には意味のある底入れ、ある場合には中間的な底入れといったように、株価の崩落を防いだという意味では非常に大きな意味を持っていたというのが、私の解釈である。現在の考えは恐らく4月24日から28日位までかけてこのリバウンドが続く。あまり詳しい数字を言うのも好ましくないが、ダウが10,294ドルを抜け

るかどうかがポイントである。いずれにしても6月か7月位までこのリバウンドが続くと私は考えているので、その間に政府その他で色々な政策が打ち出されれば大変よろしいのではないかと思う。

第二には、円相場である。これはずっと目を凝らしてみていたが、大勢円安転換を果たすかと思ったが、どうもそれは果たさなかったようである。私の見方では、円安はほぼ終了し、これから円高に向かう確率が高いと考えており、恐らくこの6か月間に相当な円高に向かっていくと考えている。恐らく100円台が出てくるのではないかと見ている。

三番目には、今回の金融政策の転換に関連して是非執行部をお願いしたいが、やはり金融政策の手法の高度化が必要ではないかと考えられる。一つは取り敢えず直ぐできることだが、例えばテイラー・ルール、マッカラム・ルール等に基づいて適正金利あるいは適正マネタリーベースなど、経済理論に基づいたレベルをテンタティブなもので結構なので、チェックしてもらいたい。そしてできれば決定会合の直前の段階で希望者に示してもらいたいと思う。もう一つはこのあいだ金研のペーパーを見たが、BOEとかバンク・オブ・カナダとかその他ではマネーギャップに注目して、マネーと実体経済指標のクロスチェックを行なっていると承知している。これまでの日本銀行はパッシブ・マネー・パラダイムの観点が中心で、基本的にマネーギャップに注目したアクティブ・マネー・パラダイムを取り入れていなかったと思う。もちろんマネタリーベースからマネーサプライへのトランスミッションが崩れていることは承知しているが、しかし折角政策転換したので、ECBとかBOEとか、バンク・オブ・カナダ等で行なっているようなアクティブ・マネー・パラダイムとパッシブ・マネー・パラダイムによる相互チェックに踏み切り、金融政策の手法についても国際的なレベルをクリアするような状況にしてもらいたいと思う。最近行内でも勉強が進んでいて、様々な関連資料が作られているようなので、大変頼もしく思っている。先行きを是非期待したいと思う。そういう訳で、ここ暫くの間は現在の政策で宜しいのではないかと思う。



速水議長

次、三木委員お願いします。

三木委員

最初に情勢判断に繋がる話だと思うが、どうしてもこれだけは話をしておきたいと思うのでそれを話しておきたい。それは今個人消費は平時であって消費不況ではないという予てからの主張である。個人消費を需要サイドから見ると、構造変化、消費飽和、所得不安という変化、飽和、不安の三つのHが引き続き消費抑制要因として支配している。そういう中で消費の構造変化は、安価商品ニーズの高まり、物からサービスへの変化——インターネットや携帯電話等情報通信の消費支出が増えているという変化——、機能満足型の商品への変化といった消費の構造変化が大きく起きている。それから消費の飽和感、循環型商品の買い替え需要が消費の主流を占める事態になってきているということで、逆に言えば消費刺激効果は機能満足型商品でないと出てこない環境になってきたことである。それから所得不安は、当然のことながら雇用不安とか年金不安、老後不安が根強く家計に浸み通っているから、なお選択的消費に徹するスタンスだと思っている。ただ消費は萎縮している訳ではなく、家計は所得に合わせて消費を調節するよう身の丈に合わせた消費スタンスを継続している訳であるが、消費性向はますますのレベルであるし、さらにマクロでは雇用者所得は下げ止まりをある程度確認できるところまで来た。一方、消費をサプライサイドから見ると、確かに単価が下がっているため、メーカー側から見ると消費の回復感がなかなか出てこないが、消費財供給数量は着実に回復している。また需要構造変化主導の個人消費の動きであるために、それに対応できたところは個人消費回復を実感している。消費の先行きを展望すると、ディマンドサイドの三つのHが制約となる中では消費は機能満足型消費と循環型消費の二極分化とならざるを得ない。これは買い替え需要の時代としての循環型の個人消費の対象となる自動車にしろ生活必需品にしろ、どう考えても今の状況ではこれ以上消費が増えることはなか

なか期待できない。つまり今程度の消費レベルは続くという公算が大きいことを意味している。この点を踏まえると、既に消費は平時に復していると評価して良いのではないかと思う。消費に前向きの力が加わるには企業部門の回復が家計部門に波及するのを待つしかない訳であるが、現実には構造調整問題が制約となっているため雇用者所得の回復に繋がるまでには相当時間がかかる。だからこそ今構造問題の解決が急がれると思っている。

もう一つの問題は、ベースマネーとマネーサプライの連動関係が不安定になっていることである。直近データである去年の10~12月を見るとマネーサプライは名目GDPに対して大体1.24倍と過去最高のレベルまで増えていて、ある意味ではひとたびこのマネーが使われ出すと経済活動の活発化に大いに寄与する環境が整っていると思う。にもかかわらず、マネーの面から総需要を刺激するに至っていないのは、一つはマネーが必要な経済主体にうまく行き渡っていないからである。二つ目はマネーを持っている者が使おうとしない、つまり資金需要がないからであると思う。第一の問題について言うと、これは貸す側の問題だから銀行は企業の信用リスクに対して非常に慎重なスタンスを継続し、信用創造機能がうまく働いていないことが大きい。これがためには、銀行が抱える不良債権を早くオフバランス化して二次ロス不安を解消することである。自己資本比率が不足するのであれば、公的資本を再投入してでもリスクテイクができるだけの体力をつけさせることが大事なのだろうと思っている。第二の問題について言うと、これは借りる側の問題であるが、企業のバランスシート調整による借入れ返済が続いているほか、設備投資がキャッシュ・フロー、さらに言えば減価償却の範囲内に抑制する動きを続けている。一方家計も将来の不安が根強いためにマネーが個人消費になかなか向かっていないと思う。金融の量的緩和政策との関連で見ると、第一の問題はあくまで銀行にリスクテイク力がないことが原因であって、決して金融市場における流動性不足が制約となっている訳ではないと思っている。運用難から余剰資金は債券市場に流れているのが現状である。第二の問題も流動性制約とは

あまり関係がない。従って本行がベースマネーを非常に潤沢に供給しても簡単には貸出が増えてマネーサプライが増加する関係にはないということである。ベースマネーとマネーサプライの間の安定的な連動関係がなくなっているために金融緩和の直接的効果は非常に限定的だと言わざるを得ないと思う。こういう下で、金融政策に求められることは財政政策と民間の自助努力による構造改革と金融政策という合わせ技の中で総需要を下支えし、デフレ圧力に対するための最大限の金融緩和環境を引き続き提供していくことに尽きるだろうと思う。金融調節方針としてはこういった状況を踏まえると前回会合で決めた金融調節方針を継続したい。

#### 速水議長

武富委員、お願いします。

#### 武富委員

前回、金融緩和に賛成したのは、もともと今年度下期以降のかなり長い時間軸を想定して、その中で循環的にも構造的にも抱えている色々なリスクが最悪の組み合わせになって実際に表面化した場合でも、少なくとも金融面からは万全を期すことができるという趣旨で賛成した。従って、今時点で余りそれ以上のことを考える必要はないと思っている。今度の措置は先程前半でも申し上げたように重層的な政策であるから、どういうルートでどういうことが起こるかモニターするのが従来に比べてかなり難しいと思っている。時間軸を加えた結果として金利がかなりの期間ゼロになると市場が予想するであろうことは、ゼロをアンカーにした金利レジームに時間軸効果を入れたこととほぼ似た効果を持つ部分である。これは従来も経験していることであるから、比較的先行きが読みやすいが、形の上で量のレジームに変えたことから一体何が起こるのかは極めて経験がないだけに読みが難しい。よく言われる金融機関のポートフォリオのリバランスは本当にどれだけ起こるのか、無理して生じさせることはないかということと、もう一つ一番分かり難いのは、期待を通じるルートの効果というの

がどういう形で出てくるのかという部分である。潜在的に量のレジームが期待と繋がる場所は、あるところで二面性を持っていると思う。スキーマの初心者が最初にターンを覚える時の戸惑いみたいなものがある、インフレ期待は起こしたいが、起こってしまったら大変かもしれない部分があり、その時の手仕舞いの仕方が非常に難しい。今後そういうことを頭に置いて色々な現象をみていく必要があるだろうと思っている。

それから先程須田委員から構造調整と言ってなぜ議論しているのだろうかとの疑問は出ていたが、頭の中では実は全部繋がっている。金融政策からみて構造調整の話をしているのは、CPIで条件付けした時間軸にしている如く、物価については、構造要因によって、かなりの期間非常に上昇が難しいと思っていることが背景にある。当たり前のことであるが破壊的供給者の存在が国内外にあることが非常に大きいと思う。要素価格が内外価格差を均等化する現象はエマージング・マーケットという破壊的供給者がいるため、これは前から指摘されている。国内においても結局構造調整をしなかったために業界毎の再編が合理的に行なわれず、限界的な企業は単に延命のためのダンピング価格で市場に提示する。そうすると生産性が高く順調に経営している先もその影響を受ける形の物価下落傾向が非常に強い。我々はCPIが安定的にゼロを上回る状況がきたら金融政策として淡々と次のステップを考える訳であるが、建設業などは一つの典型で構造調整が進んで業界が少し整理されて合理的になつてこない、恐らくこの破壊的供給者の存在による物価下落は止まらないと思う。従って、構造調整が必要な部分もあろうかと思う。今後色々複眼的に前回の金融緩和措置の効果と副作用をモニターしていく必要があると思ひ、従来と少し議論の仕方も変えていく必要が出てくるだろうなとは思ひ。当面はかなり長い時間軸での政策のフレームワークを作ったという意識でいるので、暫くは引き付けた形で色々なことをモニターしていくことで十分だろうと思っている。

速水議長

次、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

余り申し上げることはなく、当面金融政策としてできることはやったと思うので、現状維持で良いと思う。そして当面は経済政策のほかの分野なるべく日本経済が前進できるような措置が採られるのを促し、かつ見守っていくことではないかと思う。長国の買い増しも先般発表したような基本方針の下で、必要があれば買い増していけば良いのではないかと思う。私も今行なっている措置がどんなところにどういう効果、影響を及ぼしていくのかをもう少しきちっとフォローアップし、それを分析したうえでないと、何かさらに行なうことが果たしてあるのかどうかについてきちんと結論を下し難いように思う。そういう意味では既に何人かの委員が触れたことであるが、一つは市場の期待に対する影響がどういうものになっているのかを少し掘みたいと思う。もともと3月19日の措置自体が市場の期待にある程度乗っかるような面があったと思う。我々と市場との間のインターアクションがどのようになりつつあるのかがモニターすべき第一だと思うし、第二は田谷委員がはっきり言われたことであるが、金融機関における超過準備保有が恒常化していった時に、それがただ超過準備がそこにあるというだけで終わるのか、何か予想していなかったものが出てくるのかは大事なポイントではないかと思う。そういうことをモニターしながら現在の調節方針を続けることでいいと思う。以上である。

速水議長

次、藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

先程の第一ラウンドのセッションで大方の委員から依然厳しいとの情勢判断が示された訳であるが、3月19日の決定会合はそうした展開を予

想して思い切った手段に踏み切ったものであるから、当面はその効果を見極めていくべき局面にあると思う。従って、当面の金融政策運営方針としては現状維持を支持したいと思う。今後の問題点については、今多くの委員から色々なご意見が話されたが、今後ともそういう意見を踏まえ目を凝らして情勢を見極めていくことだと思う。以上である。

速水議長

最後に須田委員、お願いします。

須田委員

金融調節については新しい政策の効果を見極めるためにも現在の方針を維持することが適当であると判断している。なお、当座預金残高を金融調節上のターゲットとする現在の方式については、私にとっては理解し易い政策運営方法であるが、先行きを展望すると幾つか気になる点がある。皆さんがもう既に指摘されている部分もかなりあるが、それについて述べておきたいと思う。

最初に三木委員も指摘されたが、現在日本では銀行貸出の停滞もあって、ベースマネーの増加がマネーサプライの増加に繋がり難い状況にある。つまり現在の日本では貨幣的な要素と金融システム問題などの構造的な要素が複合的に絡み合っていて、ベースマネー、マネーサプライ、そして物価の間の安定的な関係が少なくとも短期的には成り立っていない。こうした中で今後の景気の展開次第では、ターゲットである日銀の当座預金残高の引き上げについて考えなければならないことが予想されると思う。先程植田委員は、例えば当座預金残高を増やしても効果がないと判断することであったが、実際にリザーブをどの位増加させることが適当であるかを考える時、一体どのような判断基準を用いたらいいのだろうか。これは考えていかなければいけない凄く重要な問題点と思っている。

第二に、これも植田委員が指摘していたが、金融調節による資金供給はヘリコプターからばらまく訳にはいかないのだから、短期資金の供給オベに依

札してくれるインセンティブが急速に弱まる可能性が高いのではないかと私は少し懸念している。このような状況に対して、まず長期国債の買い切りオペ増額で対応することが想定されている訳であるが、それを行なえば本当に増加するのだろうか。短期の方の資金供給オペに対する需要が一段と減ってしまうような素朴な疑問を持っている。要するに金融調節の目標を作ったとしてもそれを達成することは決して容易でないと、日銀についての理解が深まるにつれて実感している。

それから長期金利と量的緩和との関係についてであるが、今日本の財政赤字問題が主要先進国の中でも最も深刻なものとなってしまうている。イタリアよりも悪化していると言われた時はかなりショックだったが、現在財政バランスの展望に対する注目は高まるばかりであって、長期金利におけるリスク・プレミアムの変化には十分注意しておく必要があると思っている。こうした観点からみると、海外の投資家による対内中長期債投資が3月に大幅に売り越しに転じたことや、メリルリンチやJPモルガンなどの一部の海外証券会社が、本邦国債の組入れ比率の引き下げを推奨し始めたことなどは気懸かりな動きである。長期金利は本来将来の経済成長やインフレ期待に大きく左右されるから、金融政策で短期的にコントロールすることはできないし、現在は金融調節のターゲットを金利から量にシフトしているから、金利の決定は基本的に市場に委ねられていると考えられる訳である。しかし外から見ていて日本の世論のあり方を踏まえると、長期金利が上昇するとその理由に関わりなく長期国債の買い切りオペ増額要請が凄く強まるのではないかと懸念している。他方、こうした状況下で長期国債の買い切りオペを増額すれば、実質的な日銀による国債引き受けだとか財政ディシプリンが無くなってしまおうと受け止められて、またさらに長期金利がどういう影響を受けるか、あるいは日本の景気そのものに対して極めて深刻な影響を与える可能性があると思っている。こうして考えると金融政策は非常に難しい領域に踏み込んでいると痛感している。差し当たり現在の方針を維持するとしても、色々考えなければいけないことが多いと思っている。

最後に今回の新しい政策の評価については、金融政策と為替レートの関係についてどのように考えて整理したらいいのかまだ分からない点があるので述べておきたいと思う。単純にマンデリアン的な線から考えると、緩和政策は円安を引き起こす。しかし、超低金利政策になった時にはそういう議論は少しも出てこなかった。「金利が下げ止まったので、これ以上の金融政策は有効ではない」などという話があった。ところが最近になると、「金融緩和政策は円安になる」という議論が急に出てきて、この背景は何だろうかと思う。今日の話では為替レートに対する効果は限界的だとか、あまり出ていないといった評価が多かったが、そもそも頭の体操としてどう考えたらいいのだろうか。私は元々実態を良く知らないから、単純にマクロで金利が低下すれば円安だと思っていた。新しい政策との間に違いがあるとしたら長い時間軸が入ってきたことで、より長期的な視点で考えるから少しは効くと考えられているからなのだろうか。それとも余り影響が無いといわれるのは、今のような状況では元々マネタリーポリシーと為替レートは、前に議論されたようにこういう状況では余り関係しないと考えておいた方がいいからなのだろうか。その辺りが良く分からないので、もし後で議論する際にこのように考えればということがあるのであれば、是非教えて欲しい。私はこれから少し実態が分かってきたところでもう少し深く研究していきたいと思っている。以上である。

#### 速水議長

それでは次に私の見解を申し述べる。前回会合以降、月次の定例指標に加え3月短観の発表があった。これらによると、各委員からの指摘にもあったように輸出、そして生産の減速が鮮明化してきている。二つ目には収益改善にブレーキが掛かって、投資姿勢が慎重化してきている。三つ目には製造業を中心に業況感が悪化してきている。これら企業部門の減速が明確化してきているように思われる。この点は今週初めの支店長会議での各地の報告によっても確認できたところである。企業部門の中ではとりわけ電気機械を始めとする情報関連分野の落ち込みが目立つように思う。情



報関連はこれまで回復を牽引してきた分野だけに、今後の景気展開に大きな意味を持っているように思う。足許消費関連の一部に堅調な指標が出ていることは心強い材料だが、一方で企業部門の低迷が雇用・所得環境に悪影響を及ぼしている。それが家計支出を抑える結果になって、さらに企業活動にも影響していくという後ろ向きの循環に陥ることがないかどうか、留意すべき局面ではないかと思う。こういう景気情勢の下で国内需給バランス面からは、物価に対する低下圧力が働き易い状況にあると思う。また技術進歩、流通合理化、規制緩和といった供給面の要因も引き続き物価下落方向に働くかと思われる。このため物価は当面弱含みで推移することは避けられないと思う。これらを総括すると、わが国経済は調整局面に入っていると判断できる。

ただこの点は、先月思い切った金融緩和措置を決定した際に、目先の展望としてある程度想定していたものと言える。3月に決定した追加的緩和措置は市場では概ね前向きに受け止めているように思う。短期金利は予想どおり低下しているほか、株価が上昇して為替も円安気味に展開している。今回の措置は金融面から景気回復を支援する力を最大限強化するために実施したものであるが、金融資本市場の動きの面では、まずは所期の効果を発揮しつつあると評価して良いと思う。一方、決定会合の場でも繰り返し議論されていることだが、日本経済の持続的成長のためには構造改革の進展が不可欠である。この点に関連して先週政府の緊急経済対策が発表された。今回の対策には不良債権処理をはじめとする金融システム強化策や構造改革のための各種メニューが盛り込まれていて、従来型の公共投資中心の対策と異なっている点政府の姿勢を高く評価したいと思う。もちろん民間の自助努力なしには真の改革は進まない訳だが、今回の対策を一つのきっかけとして改革の実施に向けた気運が高まり、各方面の取り組みがこれまで以上に進展することを期待したいと思う。

以上を踏まえると当面の金融政策運営としては、現状維持、すなわち日銀当座預金残高が5兆円程度となるような調節を続けていくことが適当だと思う。そのうえで我々の緩和措置の浸透状況、構造改革の進展度合い

の経済への影響を注意深くみていくことが必要だと思う。

私の意見は以上であるが、追加的な議論があればどうぞ自由に討議して下さい。

#### 植田委員

先程の須田委員の金融政策と円の議論で、ある意味では何回もここで議論してきたことだがもう一度振り返っておくと、基本的には私の認識はやや言い過ぎかもしれないが、外の議論は大混乱していると思う。ただ、大混乱している人の方が数では圧倒的に多いので、ひょっとしたら自分の方が大混乱しているかもしれないという不安を覚えつつある。ただクルーグマンなどは私がこれから言うようなことを言っているし、少数の間では大体そういう意見なのかなとも思う。まず現在の環境をみると、3月19日に戻ってみると、短期金利は少しプラスであった。ここで短期金利を下げるとか、その裏側でマネーを増やすことは当然極く僅かであるが、円安効果を作り出す。しかしそれがゼロになってしまった後にどうなるかという議論に移ると、これは短期金融市場に限れば、言い方は悪いが流動性の罨のような状態である。従って短期金利を下げることはできないし、マネーをそこで増やしても意味がないと思う。これは先程私が申し上げたりザーブを増やしても意味がないことに繋がると思う。もちろん別の点として、マネーを増やす中で財務省が外国為替に直接介入するオペレーションをすれば別である。ただしそういうオペレーションが効くか効かないかは昔から議論がある点だと思う。ただそこでの議論の争いは不胎化すべきか非不胎化すべきかである。しかしこの点は量を増やすこと自体が流動性の罨の中で意味がないとすると、非不胎化であっても不胎化であってもこの特殊状況では同じである。そのうえで為替に影響を与える金融政策がほかにあるかないかであるが、我々が考えてきたのは、現在は行き止まりなので、将来の金融緩和政策についてのコミットメントを出すことが期待を通じて現在の為替レートに影響を与えるかもしれないことだと思う。この場合重要なのは、現在のマネーの量を増やすことではなく、将来の金融緩和

姿勢についてコミットすることである。それは量で言うこともできるし、金利で言うこともできる。昨年8月までの我々のスタンスでは金利をゼロにする形で、将来においてもここを約束していたのだろうし、現在は量を出し続ける形で約束しているのだと思う。ただ私は前回申し上げたように、金利で約束した方がある意味でコミットメントが強いと思う。量を幾ら出すと約束しても金利はゼロにはいかないかもしれない訳である。しかしゼロと約束してしまえば、究極の金融緩和を将来時点において約束していることになる。二つ注釈を付ければ、現在流動性の罫であることは良いが、将来もそうであればこのようなことをしても効かないのではないかという議論はあると思う。ただ、今そこに立ち入るのは一応止めておきたいと思う。それから量でコミットする方が弱いと申し上げたが、そうでないケースが恐らく二つあって、量が金利を通じずに直接何かプラスの影響を持つと考える立場であれば、違うのだと思う。ただし私はまだそうでないと思っている。もう一つは先程私が申し上げたように、量の出し方の中にマネタイゼーションといった含意が存在し、それに対する期待を喚起する方法をとるのであれば、金利を通じるルート以上のものが出るかもしれない。

#### 山口副総裁

一つだけ追加的にコメントしたい。私は前回の措置を決めた時も、もう少し前から日銀の緩和措置が、緩和とは何を意味するのかは別として、緩和措置が為替の変動を伴った場合に最も効果が強くでてくるであろうと思ったし、ここまで来ると、為替変動を伴わない場合には効果が非常に限定されていると思っている。ただ、そういうことを公然と外で言うかどうかはまた別の問題で、なかなか言い難い環境であることも間違いない。従って何らかの意味のある緩和措置を採れば、それはそのこと自体としては当然円安圧力を生むであろうと想定し、またある程度それを期待をしながらほかの政策に関与していくつもりである。ただ、そう申し上げたうえで為替は当然その他の諸々のファクターが働く中で実際には決まってい

く。例えば 99 年のゼロ金利政策を採った時に実際に起きたことは、インシャルなインパクトとしては為替をある程度円安方向に振らせたが、株価の上昇が非常にはっきりと起きて景気回復期待が起きてくるところまでいくと、動きが反転して今度は円高方向の流れが生まれてきた訳である。従って、金融緩和措置だけで為替が決まるということでないことは当然だと思ふ。

#### 速水議長

ほかに意見があるか。

私は為替に長く携わってきたので、若干申し上げると、経常収支は GDP の 2.5% に相当する黒字である。それがずっと累積して 1 兆ドル近くなっている訳である。それが基本的にはアメリカに流れている訳で、金利を下げようと上げようとこの流れは変わらない。それがあってなお経常黒字が続いているのは、貿易収支の黒字にもよるが、1 兆ドルの資産超過があって、その金利だけでも、仮に 5% として 500 億ドル入るためである。このため、90 年以降大体 100 円から 120 円位のところで推移している訳で、金融を緩めた結果、金利差がついて資金が外へ出て行く動きは確かにあるが、それは極く一時的なものであって、基本的な流れとしては経常収支の黒字があって、資本がアメリカへある程度流れることによってバランスが取れている。新聞が色々書き立てるが、長い長い期間でみればそういうことで、余程国が危ないという感じで不信認が起こらない限り市場は行き過ぎたと思ったら必ず戻ってくる。これは私の長い体験で得た感じである。金融を緩めたからといって円が安くなるとは必ずしも思わない。

#### 田谷委員

為替関係ではないが、先程山口副総裁は今回の措置はある面で市場の期待に乗ったと言われたが…。

山口副総裁

私の解釈である。

田谷委員

一方で植田委員が先程纏めた中で、今回場合によっては長期国債をオペレーションの手段としてももう少し余分に使う可能性があり、それが意味があるとすれば財政のマネタイゼーションのようなものがあるとのことであつた。しかし量を重視することに付随した様々な連想が関係している訳であつて、必ずしもそれだけではないのではないかと思う。先程武富委員も染み出し効果と言われていたし、植田委員も先程量が金利を必ずしも通じないで意味がある場合もあり得ない話ではないとのことであつた。ここは先日山下金融市場局長がこういった経験を色々踏まえて調査をしてみると言っていたので、それをよくよく見てもう少し考えを固めてみたいと思っている。

植田委員

私も初期設定としてはその効果はゼロだと言いたいが、前回は今回もひょっとしてあるかもしれないという言い方にしている。ただ理論的にはよく分からない。それからもう一つ意味があるとすると、長期金利＝予想短期金利であつて将来の予想短期金利の平均を動かせば十分といった見方ができると申し上げた訳であるが、そうはみない人達も沢山いて、こちらを動かした時に期待される効果と同じようなものがより十分に出てくるような面があるのではと思う。

田谷委員

今日全部議論する必要はないが…。

山口副総裁

先程、植田委員が為替について限定された言い方ではあつたが、この議

論が大変混乱していると言われた。混乱の中にある種の期待もあって、期待とマッチングして日本銀行が何かアクションをとったときには何かを変えるインパクトになるかもしれない。継続的なものかどうかはよく分からないが、そこを含めてもう少しモニターして分析すれば、期待の状態あるいは我々のアクションが期待にどういう影響を与え、延いては日本銀行が将来どういう行動をとるであろうかといった期待について、もう少し情報があれば、考える足しになると思う。

#### 植田委員

ただそこは金融政策にとって本質的な部分に関わってくると思う。常に期待との相互作用で政策がマーケットあるいは経済に影響を与えるのだと思うが、できればそういう期待がどういうものであるということがある種の理論できちんと説明できるルートを通じて我々は期待に働きかけ、経済に働きかけるべきだと思う。しかし今回の場合はそういう部分もあるけれども、そうでない部分も、というような感じである。後者の部分について完全に否定することも間違っているのだと思うのだが、後者に乗ることのリスクは常に認識しないといけないと思うし、我々は前回の措置を採った結果背負ってしまった部分もあるのだと思う。ただそれがどういう展開をみせるかは今後少しみてみないとわからないし、無責任な言い方であるが良い勉強になると思う。

#### 速水議長

それではこの辺で議案の取り纏めに入るが、その前に政府から出席の方々から意見があればお願いします。

#### 田村財務省総括審議官

経済の現状認識は、雇用情勢が依然として厳しく、個人消費も概ね横這いの状態が続いているほか、企業部門についても、輸出の減少を背景に生産が減少しているなど、景気は弱含んでいる。また、米国経済の減速など、

先行き懸念すべき点がみられる。物価は、原油価格の高騰にもかかわらず、消費者物価指数やGDPデフレータの前年比マイナスが続いており、物価の下落が実質金利の上昇、実質債務負担の増大などを通じて経済に与える影響が依然として懸念される。

こうした状況の下、政府としては、先に成立した平成13年度予算の円滑かつ着実な執行に努めて参る所存である。また、不良債権処理を始めとするわが国の構造問題への取り組みが喫緊の課題であるとの認識の下、4月6日には先程来議論のあった緊急経済対策を取り纏めた。その中において、①金融再生と産業再生、②証券市場の構造改革、③都市の再生、土地の流動化、などについての具体的施策を盛り込んだところである。これら施策の着実な実行を通じて、わが国経済の構造調整が一層進展することを期待している。

日本銀行におかれては、政府によるこの諸施策の実施と併せ、物価の安定を図ることを通じて経済の発展に資するよう、経済や市場の動向を注視しつつ、この新たな金融調節、金融市場調節方式のもとで潤沢な資金供給を機動的に行なうなど、適切な金融政策を行って頂きたいと考えている。私からは以上である。

#### 小林内閣府政策統括官

本日月例経済報告等関係閣僚会議が開催されたので、まずそこで報告された月例経済報告の内容について紹介する。

先月の総括判断は景気の改善に足踏みがみられるというものであったが、最近の景気動向をみると、一つは生産の減少がはっきりしたこと、二つ目は企業収益の伸びが鈍化し、企業の業況判断が製造業を中心に急速に悪化していることなどから、今月の総括判断は景気は弱含んでいると3か月連続で下方修正した。景気の先行きについては先月と同様、アメリカ経済の減速や設備投資に鈍化の兆しがあるなど懸念すべき点がみられることから今後の経済動向には十分注意を払っていく必要があると思われる。政府としては今回の緊急経済対策における具体的施策の着実な実施を通じて今後の経済の礎を築くことができると考えている。

同時に、このような構造改革を推進するためにも、引き続き景気回復に軸足を置きつつ適切かつ機動的な経済財政運営を行なうこととしている。日本銀行におかれても、景気の先行きについて懸念すべき点がみられることから、物価の安定の実現を目指して予防的観点を含めた適切かつ機動的な金融政策の運営を行なって頂きたいと考えている。以上である。

速水議長

それでは議案の取り纏めに移る。先程の委員方の検討、意見によれば、当面の金融市場調節方針については現状維持が大勢を占めていたように思う。そこで私からその旨の議案を提出したいと思う。ほかに正式に議案を提出されたい方はいるか。いないようであれば今回は私の議案を一度読み上げた後採決に入りたい。

[事務局より議案配付]

雨宮企画室参事役

議長案を読み上げる。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。別添対外公表文。「平成13年4月13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5兆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。」である。



速水議長

それでは、採決に入るので政府からの出席者は、少しの間外して下さい。

[政府からの出席者退室]

それでは採決する。事務局は正式な議案を持ち回って委員から決裁を得た後、その結果を報告してもらいたい。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

中原委員

植田委員

田谷委員

須田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

速水議長

それでは全員一致で可決されたので、政府出席者を呼んでももらいたい。

[政府からの出席者入室]

ただ今、政策委員会として当面の金融市場方針として全員一致で現状維持が決定された。増淵理事と金融市場局長はここに定められた方針に則って調節に努めるようこれを以って指示するので、お願いします。

なお、決定事項の公表は前回会合時と同様、会合終了後直ちに行なうこととする。

田谷委員

それは、昼休みの時間でも公表するのか。

速水議長

そうである。

#### IV. 金融経済月報の検討

速水議長

それでは金融経済月報の検討に入る。金融経済月報のうち最初の4ページが本委員会での正式な決定事項になるので、本日のこれまでの議論を踏まえて検討をお願いします。まず調査統計局吉田企画役と企画室雨宮参事役からポイントを説明してもらおう。

吉田調査統計局企画役

実体部分では、先月は冒頭表現を「わが国の景気は、輸出の減少を背景に、このところ足踏み状態となっている」としていたが、今月は判断を下方修正し「わが国の景気は、輸出の落ち込みを主因に生産が減少するなど、調整局面にある」としたい。理由については、既に指摘頂いたことであるが、一つには2月の生産が予測指数から見ると下方修正であり、生産の調整が大きいこと、短観の内容を見ても業況感が製造業を中心に悪化してい

る点等を踏まえて下方修正したいと考えている。

各論部分で先月と違う点を順に少し申し上げると、住宅投資では、「概ね横這いの動き」と先月まで言っていたのを、2月の住宅の着工件数が比較的大きく減少した事実を踏まえ「やや減少している」に今月は変えたいと思っている。それから公共投資は先月「下げ止まりつつある」であったが、請負の数字などを見てみると、まだ3月は正式には出ていないかもしれないが、ミクロ情報から言えばかなりの大幅増加になっている。これは補正予算の執行に伴うものであるが、そういった点を踏まえて「増加に転じている」と変えたいと思っている。それから輸出は同じであるので省略して、生産では、今月はやや判断を厳しめにしたと思っている。先月の「減少に転じている」から「減少が一段と鮮明になっている」と変えている。それから在庫も先月の「素材や電子部品の一部で過剰感が高まっている」の中の電子部品を前にして、電子部品の調整がかなり大きく、しかもそれが関連素材等へも波及していることを表わしたいと思う。それから企業収益では、先月は「製造業を中心にかなり鈍化していると考えられる」と短観が出ていなかったのが想像するところであろうという書き方だったが、実際にそうだったので、今月は「大幅に鈍化しているとみられ」と単純な表現にしている。それから業況感の表現を加えて「企業の業況感も製造業を中心に悪化している」としている。所得形成は同じである。

先行きのところでは、大きな変更は余り無い。強いて言えば前段部分を変えたことに伴う変更が主である。まず「公共投資はここ暫く増加を続ける」と書いた。これは足許の表現が「増加に転じている」となったからである。それから設備投資は、「暫くの間、既発注案件の進捗が続く」と先月書いてあったが、今月「既発注案件の進捗が下支えに寄与するとみられる」と表現を変えたいと思っている。これは、1~3月までは資本財出荷等の動きからして設備投資が増加していることについてある程度の自信を持っていたが、既に4月になっており、4月以降設備投資については必ずしも増加が続いているのかどうかは判然としなくなってきたので、横這いも含めて下支えに寄与するという程度の表現が如何かと考えた訳

である。それから「以上を全体としてみれば」の後、「わが国の景気は、当面、生産面を中心に調整を続ける」という表現になっている。これは先月「停滞色の強い展開が続く」と書いていたが、今月変えたのは冒頭表現が「調整局面にある」と変わったことを受けたものである。

それから物価では、まず国内卸売物価の足許の判断では今月は先月の「やや弱含んでいる」を「弱含んでいる」に変えた。前年比で見ると3月が-0.5%と段々下落幅が拡大しているので、それを踏まえて「やや」を取った訳である。それから先行きについては、「景気が足踏み状態となったことに加え、一部とはいえ在庫の過剰感が高まっていることもあって」という先月の表現から足許の総括判断が変わったことに伴い「景気の調整が続くもとで」と変えている。在庫調整はどこにいったのかとの疑問があるかと思うが、それも含め「景気の調整」と短い文章で表わせば良いのではないかと考えている。それから物価に対する低下圧力について、先月は「働く可能性が高い」としたが、むしろ調整局面にある中では働くのが自然であるので、「低下圧力が働きやすい状況にある」との表現にしている。そうしたことを踏まえて「総じてみれば」の後、物価は先月まで「やや弱含みで推移する」としていたがそこも「やや」を取って「弱含みで推移するものと考えられる」と変えている。私からは以上である。

#### 雨宮企画室参事役

金融パートを説明する。市況報告説明部分については、3月19日の緩和措置以降の動きを記述したものである。この中で長期金利の動きだけはここ数日の市況の動きを踏まえて後程若干の修文をお願いしたいと思う。

まず資金仲介活動では、企業からみた金融機関の貸出態度について今月一応短観、中小公庫等のDIなど全部揃ったので、貸出態度も「大きな変化はみられていない」とした。また、社債の伸び率が明確に鈍化してきているのでその表現を付け加えている。

それから企業の資金調達コストでは、短プラ、長プラを引用して「低下している」との記述にした。

最後の締め括りの部分は前月までの「株価の下落が、金融機関行動や企業の資金調達環境にどのような影響を与えるか、注視していく」という表現から金融緩和措置の波及効果というプラス面とその他の株価動向等のややネガティブな側面の両方の引っ張り合いの状況をみていくような表現に変えた。

最後に「長期国債流通利回りは」の部分であるが、昨日 1.43%台まで上昇した。今日は長期金利は付いていないが、先物等から推測すると大体 1.4%台であるので、ここは簡単に「幾分上昇しており」を取って「最近では 1.4%台まで上昇している。」と、そのまま国債と民間債の流通利回りスプレッドへ繋がっていく表現にしたい。もう一度読むと「長期国債流通利回りは、最近では 1.4%台まで上昇している。」である。

速水議長

意見、質問があればどうぞ。

田谷委員

冒頭の表現はここまで4月の月報で言っているのかと思う。どうしても悪いという強い意見はないが、生産面は確かに大幅な調整局面にあることはもう既にはっきりしているにしても、分配面、支出面で本当に調整局面にあるといえる状況なのかどうか疑問である。例えば設備投資は増加を続けているし、個人消費も一部明るさが窺われ、所得形成でも家計の所得環境が底固さを維持している中で、調整局面にあると言い切れるかどうか違和感が少しある。今までの「調整局面」の使い方はどうであったか。

吉田調査統計局企画役

かつて日本銀行で調整局面にあるという言葉を使ったのは大分昔であり、92年の1月から93年の5月位にかけて、調整局面にあるという言葉を使った。これはバブル崩壊後の景気が悪くなる局面において在庫調整、資本ストック調整といったものの調整がかなり急に起こった局面だった。

その後どうなったかという、「停滞」というような言葉になって、段々回復になっていくということだったと思う。95年の後半にも確かに景気が一旦弱くなる局面があったが、この時には「足踏み」という表現を使ったにとどめており、結果としてそれ以上悪くなるということにはなかった。さらに97年の秋以降、アジア危機や金融システムのショックから景気が急速に悪くなったと思うが、その時は景気は「減速」しているという言葉に始まり、「停滞」している、さらに「下押し圧力が強い」という言葉を加え、最後は「悪化」しているという表現になっている。このように、必ずしも景気の局面が悪くなる時に常に「調整」と使っている訳ではなく、なかなか難しいところであると思う。今回はこれ位の生産調整がある程度始まってしまうと、それなりに長く続く可能性もあるのではないかと思い、勿論アメリカ経済次第で早く終わることもあるかもしれないが、昨日の資料にあったように在庫循環図の回り方等を見てみると、生産財中心であるとはいえ大きく回ってしまう感じになるのではないかと思ったので、悪い方に早めに進むのが良いのではないかと考えた次第である。

#### 田谷委員

私の感じからすると、冒頭の「輸出の落ち込みを主因に…」の表現を、例えば「輸出の落ち込みなどから生産を中心に調整局面にある」とすればいいかなと思う。まあその吉田企画役が言ったことは多分蓋然性として非常に強いと思う。従って、こういう表現でもいいと他の委員方がお考えになれば私は敢えて反対はしない。

#### 雨宮企画室参事役

この案に到着するまでには全く同じような議論を内部でも相当している。そのプロセスでは今例えばと言われた生産中心の調整局面という表現も考えた。ただ生産を中心とする調整局面と言うと、では何かほかのものを中心とする色々な調整局面があるのかといったことになる。勿論資本ストック調整までいっていないとか、在庫調整段階などと分類はできるが、

調整は調整に違いない。多分この後若干所得や資本ストックにも影響が及ぶことも展望していることを踏まえると、敢えて生産を中心とするといった限定を付けない方が適切ではないかという議論を経てこうなった経緯がある。ただ、もちろん最終的にはここでの議論による。

### 三木委員

田谷委員、私もこれを最初にもらった時に疑問を提起したのは正にそのことである。今の彼の説明を事前に聞いて結果として納得した。

### 中原委員

私は今の田谷委員と全く逆で、既に景気後退が始まっているという立場であるから、広い意味でそれも含んでいるという解釈ができるのであれば、私はこれで賛成である。

### 早川調査統計局長

今のご質問についてお答えすると、恐らく現在の状況が一定期間以上続くと恐らく内閣府の景気基準日付の概念でいうところの後退ないし収縮局面だと思う。ただ条件としてはこういう調整状態が一定期間続いて後退であるので、現況はまだその期間を多分満たしていないので、後退といった言葉を内閣府に先駆けて検討委員会も開かずに使うのは如何なものかというイメージを踏まえ、調整という言葉を使っている。

### 三木委員

それは田谷委員の意見と少し違うかもしれない。逆方向の懸念であったから。

### 早川調査統計局長

一方、田谷委員のご指摘には全くそういう面もあって、先程の「生産を中心に」という案を最初に作ったのは私である。むしろ「輸出の落ち込み

を主因に生産が減少するなど」という表現によって例示する形で、今の調整というのが、国内最終需要はそれなりに安定していることを裏側でインプライするようになっているとの考え方である。もし仮に国内の最終需要まで影響が出てくれば、こういう例示文は取ってしまい、単純にわが国の景気は調整局面にあるというのであるが、今現在どこが調整しているのかを明示することによって、いわば生産面中心ないし輸出、あるいは裏側に在庫という概念になる形で、一応こういう表現を考えている。勿論委員方のご判断次第だと思う。

#### 中原委員

もう一箇所だけ言わせて頂くと、所得形成のところでは、「家計の所得環境は底固さを維持している」と書いてあるが、経済活動の現状評価では「なお底固さを」を書いてあるので、「なお」を入れてもらえれば良いと思う。

#### 早川調査統計局長

これはほかの委員に異論がなければ私共は「なお」を入れることに全く抵抗はない。むしろ後ろに書いているように、こういう状態になって「家計の所得・消費の改善も滞りがちになっていく」と将来が書いている訳であるから、足許に「なお」を付けることについて、特に違和感はない。

#### 三木委員

どこか。

#### 早川調査統計局長

各論の所得形成のところの「家計の所得環境は底固さを維持しているが」の「底固さ」の前に「なお」を一言付けたらというのが中原委員の提案である。



山口副総裁

ただそれは非常に予断を含む。その言い方だと底固くなくなっていくように予断を与える。

早川調査統計局長

一応先行きの方で「家計の所得・消費の改善も滞りがちになっていく」と書いてしまっているの、そういう意味では文法の世界に近い。

速水議長

よろしいですか。原文のままです。

田谷委員

先程紹介のあった議論からスタートしてこういう結論になったことが分かったので私は結構である。

山口副総裁

先行きのところで「わが国の景気は、当面、生産面を中心に調整を続ける」とあるのは、冒頭の表現とどういう関係になるのか。

早川調査統計局長

基本的には同じことを意味している積もりである。要するに冒頭の一文とこの「以上を全体としてみれば、」の先行きについての表現は基本的には同じイメージである。ただ先程申し上げたようにもし調整が広がっていくことがもう少しはっきりしてくれば、「生産面を中心に」とは言わなくなるかもしれない。

藤原副総裁

山口副総裁が指摘したのは、本文の方で「可能性が高い」と言っているのに対して、総論のところは「調整局面にある」と断定している、その差

はどういうことかということだろう。

山口副総裁

総論の表現として「生産面を中心に調整を続ける」をリジェクトしておいて、先行きのところで同じ表現を採用しているのは何か理由があるのかということである。

中原委員

「主として」とか何とか入れたらいいのではないか。「主として生産面を中心に」。

早川調査統計局長

要するに先程「中心に」というのを止めたのは冒頭表現だからやめた感があって、やめた理由は、生産面を中心にしない調整局面があるかと言われ、ないと思ったからである。本当は生産面を中心にしない調整局面はあるかと言われて、ないということになったので、冒頭表現はそれをやめて例示の形にした次第である。いわば冒頭の表現をふわっと受ける形で、後半はそういうことであるという積もりで受けている。

速水議長

それではこれで採決する。

雨宮企画室参事役

もう一度確認したい。所得環境の前の「なお」は入れることでよろしいか。

速水議長

そのまま原案通り。入れるのか。

山口副総裁

入れなくて良いのではないか。

中原委員

私は入れなければ反対する。もらった資料に書いてある。

山口副総裁

どこに書いてあるのか。

雨宮企画室参事役

各論の一番最後の所得形成の一行目「家計の所得環境はなお底固さを維持している」と書いてある。

田谷委員

私は入れても良いのではないかと思う。結局収益が大幅に鈍化しているというのが前にきていて、そして所得のところは「なお底固さを維持しているが」とあるからである。

山口副総裁

来月辺りから落ち始めるという意味ではなくてそれと対比させるという意味か。

田谷委員

来月なのか、何か月先なのか明確ではない。

山口副総裁

そこはかなり時間があるかもしれない。我々はまだ時間について判断できる材料を持っていない。

速水議長

なしで良いですね。

中原委員

何しろ私が申し上げているのは、経済活動の現状評価にそう書いてあるからである。「家計部門においても、所得はなお底固さを維持している」と書いてあるから、私もそういう解釈には全く賛成である。

山口副総裁

入れた方が良いという方が多いのであれば別にこだわらない。

三木委員

入れておいてもいいのではないか。「なお」を入れても余り変わらないし、入れておいても良いのではないか。

速水議長

入れることに反対の方はいるか。それでは入れましょう。

雨宮企画室参事役

一応理解を確認しておくとして、「なお」を入れることは先行き波及してくるリスクが大きくなっている認識である。それは先行きのところで「企業収益が伸び悩み、家計の所得消費の改善も滞りがちになっていくとみられる」という判断と整合的である。ただしこれが何か月続くのか時期についてはこれから当然判断していこうということによろしいか。

早川調査統計局長

非常に短いことが「なお」であるとする、今私共は例えば夏のボーナスが急に落ちるところまでは考えていないので、少し長いかもしれない、そういうことをお含みのうえで「なお」ということであれば結構ではない

かと思う。

速水議長

入れましょう。

それでは採決する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

中原委員

植田委員

田谷委員

須田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

速水議長

ただ今決裁頂いた基本的見解に沿って、後段の背景説明部分は必要があれば執行部で修文させて頂きたい。なお、本件の対外公表については、4月16日、来週月曜日の午後2時にする。

V. 議事要旨（2/28日開催分）の承認

速水議長

最後に前々回の議事要旨の承認を頂きたいと思う。前々回28日会合の議事要旨をお手許にお配りしてあると思うが、異議はあるか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としてこれを承認することとする。なお、本議事要旨は4月18日水曜日の午後2時に公表する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

中原委員

植田委員

田谷委員

須田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

VI. 閉会

速水議長

それでは以上で本日の議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は4月25日水曜日の午前9時から開催する。

(午後0時17分閉会)

以上