

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2001年4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 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 田村義雄 大臣官房総括審議官（9:00～12:50）
内閣府 小林勇造 政策統括官（経済財政一運営担当）
（9:00～12:50）

（執行部からの報告者）

理事	松島正之
理事	増渕 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	山岡浩巳
企画室調査役	清水誠一

I. 開会

速水議長

ただ今から金融政策決定会合を開催する。

(午前9時開会)

本日は通常の金融経済情勢や政策運営の討議に加えて、経済・物価の将来展望とリスク評価、いわゆる展望レポートの決定を行なうので、効率的な議事運営にご協力をお願いしたい。

順序としては、本日はまず執行部から金融経済情勢に関する報告を行なう。ここで見通し計数を記入した展望レポートのドラフトについても報告してもらおう。次に委員による金融経済情勢と金融政策運営方針についての討議を行なって頂く。その際には展望レポートも踏まえてやや長い目でみた経済や物価の展望やリスクについて発言、討議をして頂きたいと思う。なお、もしあれば、政府からの出席者の発言、そして金融市場調節方針の採決と進めて参りたいと思う。その後、「経済・物価の将来展望とリスク評価」の採決を行なう。最後に前々回、3月19日会合の議事要旨を承認して頂く。

今日政府から出席の方は、財務省が田村総括審議官、内閣府からは小林政策統括官である。

予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言は全て記録することを前提としている。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に宜しく願います。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

それでは、金融経済情勢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の実績と最近の金融為替市場の動向について説明してもらおう。増淵理事と山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

前回会合以降の金融調節運営は、引き続き5兆円の当座預金残高を供給するオペレーションを行なってきた。こうした大量資金供給を継続する下で、無担コール・オーバーナイト・加重平均レートは、0.01～0.02%の實質ゼロ金利水準での推移が続いている。

因みに無担コール市場における日々の出合いレートの分布状況をみると、16日には4月の新積み期入りに伴い準備預金の積み需要が幾分回復したことから、0.02%での出合いが7割近くまで拡大して、加重平均レートは0.02%に一旦上昇した。しかしその後は0.01%での出合いが徐々に増えており、20日は長期国債の発行日であったにもかかわらず、むしろ資金余剰感が強まり0.01%での出合いが6割以上となった結果、加重平均レートは再び0.01%に低下している。こうした中で、マーケットでは今回の政策が前回のゼロ金利政策に比べ一段と強力な緩和策であることが改めて強く認識されてきているように窺われる。これは一つにはY2K対応を開始するまでのゼロ金利時には、3兆8千億円程度の所要準備額に対して、積み上1兆円以上を基本的に資金供給を行なってきたことから、積み期の後半には当座預金残高は5兆円を平均的に3千億円程度下回る水準となっていた。これに対して今回は積みの進捗とは関係なく、5兆円程度を毎日供給していることから、平均的な当座預金供給額はY2K対応を開始する前の通常のゼロ金利時を相当に上回っている。もう一つには短資がいわゆる短資預金の引き受けを極力抑制する姿勢にあることなどから、金融機関の保有する超過準備が膨らむ傾向にある。このため資金余剰感がゼロ金利時以上に強まっているのが実情である。実際短資預金の1日当たりの平均残高は、今回はこれまでのところ1,800億円程度と、ゼロ金利時の約3分の1に止まっており、超過準備額は今回の方が5割方多い格好となっている。このような状況下、金融機関の資金調達意欲は3月期末越え

資金のロール・オーバー需要が一段落したこともあり、急速に減退してきている。このため本行の資金供給オペに対するニーズも次第に弱まってきており、落札決定レートは、手形買入、短国買現先、国債借入、レポ・オペのいずれも先週後半には遂に 0.01%まで低下してきている。現状ではまだ応札倍率が高いため直ちに札割れにはならないと考えているが、何と言っても 0.01%が入札の最低単位であるので、もう後はないところまできている。私共としてはオペのオファーに当たり期間設定等にこれまで以上に工夫を凝らすことなどにより、資金供給が計画どおり安定的に行なえるよう、引き続き全力を挙げて参りたいと考えている。

次に前回会合以降の金融為替市場の動向を見ると、NASDAQの大幅反発を受けたIT関連銘柄の持ち直しや川鉄、NKKをはじめとした経営統合の動き等を好感した中低位株への物色買いから、1万3千円台で比較的堅調に推移している。こうした中で長期金利は先週半には一時1.5%を記録するなど上昇をみたほか、為替相場が円高方向に振れるなどこの7営業日の間にFRBの緊急利下げや小泉新政権の誕生など、大きな材料が続出したこともあり、全体として相場はかなり上下に振れるややボラタイルな展開となった。こうした最近のマーケット動向で特に目を引くのは、主要国の長期金利が一様に大きく反発に転じていることである。図表2-2は、米国、欧州、日本の10年債利回りを示しているが、本行の量的緩和策の実施後、いずれもかなり大きく上昇している。例えば米国の場合10年債流通利回りは、昨年のピークが5.89%であったが、3月29日のボトムまで114bpの低下となった後、先週後半には5.29%まで反発した。この間の低下幅の概ね半分を戻した格好となっている。日本、ドイツもほぼ同様な展開となっている。このようにここに来ての世界的な長期金利反発の背景としては、日米の政策対応を契機に過度な世界同時不況に対する不安がやや和らいできていることや、この間の世界同時株安の背景にみられていた各国国債への一種のフライト・トゥ・クオリティーの動きが株価の持ち直しなどを受けて巻き戻しに転じたことなどの要因が指摘されている。以下ではこうしたマーケット動向のうち長短金利動向、クレジット・

スプレッドの動きおよび円ドル相場の動きの三点について手短かに報告する。

まず短期のターム物レートであるが、小幅ながら一段と低下をみている。直近の4月24日とゼロ金利時のボトム水準を比べると、概ね全ゾーンでゼロ金利時のボトムを下回っている。これは長めのところでは時間軸効果がより強力に効いていること、短めのタームではオーバーナイト・レートが0.01%まで低下しており、ゼロ金利時の最低レートが0.02%であったこととの差を映じたものと思われる。また短国レートもほぼ同様の動きとなっている。短期金利の世界では僅か1か月のうちに量的緩和の効果がほぼ極限に近いところまで浸透してきたと言えるものと思われる。この間長期金利は3月19日の量的緩和策の実施後、こうした短期金利の低下にもかかわらず逆に大きく上昇をみている。これは政策変更が行なわれて取り敢えずの材料出尽くし感や株価の上昇から、3月中央にかけての金利低下の行き過ぎ感が出ていたこともあり、長めのゾーンを中心に利益確定売りの動きが広範にみられた状況の下で、海外投資家の買い越し姿勢に変化がみられていること、さらには自民党総裁選に絡んだ先行きの財政政策を巡る思惑から、国債需給の悪化が意識されたことなどを背景としたものである。実際3月19日以降直近までのレートの変化をみると、2年以下の短期ゾーンの長期金利は小幅の低下となっており、特に上昇が目立っているのは長期ゾーン、特に20年以上の超長期国債の利回りであることが分かる。もっとも足許では自民党の新総裁決定を受けて買い戻しの動きが拡がっており、昨日の10年債新発債利回りは1.36%まで低下するなど、落ち着きを取り戻してきている。当面は新政権の経済政策の具体的な中身を睨みながら、相場の方向感を探る展開になるものと思われる。

次にこうした長期金利動向の下でのクレジット・スプレッドの動きについては、全体として今のところ大きな変化はみられていない。ただ投資家は一段と深刻化しつつある運用難から、クレジット・リスクを取りにくい動きをさらに強め始めている模様である。例えば金融債・銀行普通社債等の対国債スプレッドの変化を見ると、3月21日以降直近までの変化では

金融債を中心にかなり低下をみている。クレジット・リスクを取る方向でのポートフォリオ・リバランスの動きが今後どのように展開していくのか、引き続き注目して参りたい。

最後に円ドル相場の動きは、一時 120 円台まで円高化している。円高要因の材料としては、財務省筋による相次ぐ円安牽制発言、新年度入り後活発化すると予想されていた本邦機関投資家の外債投資が実際には余り出てきていないことなどを眺め、短期筋のショート・ポジションの手仕舞い、あるいは円キャリー・トレードの巻き戻しの動きを反映したものと言われている。為替におけるセンチメントの変化をみると、リスク・リバーサル の 1M が既に円ブル方向に転じているほか、6M も急速に円ベア感が後退している。マーケットでは日本経済の構造的な脆弱性が意識されており、基本的には先行き円安を予想する向きが大勢となっているが、当面については新政権への期待などもあり、円高方向に振れ易い市場地合いとなっていることには注意していくことが必要だと思う。

以上ご説明したように、内外の金融為替市場では、本行の思い切った金融緩和政策の実施や F R B の緊急利下げなどを受けて、多くのマーケットでこれまで一方に傾けられてきたポジションを巻き戻す調整の動きが広範にみられてきた。今後は F R B の緊急利下げを受けた米国景気、株価の行方、わが国の新政権の経済政策が具体的にどのような中身のものとして打ち出されるのか、さらには今週末の G7 の帰趨、今週後半から本格化する本邦企業の昨年度決算と今年度見通しの公表などの材料を睨みながら、新しい方向感を探る展開になるものと思われる。以上である。

速水議長

それでは質問があればどうぞ。

中原委員

先程 Y2K に触れていたが、どうして Y2K と言っていたのか。

山下金融市場局長

Y2Kの時は大量の資金を出したので、当座預金残高に対する資金供給を比較する時にはそうした大量供給時期を除かなければいけないということに触れた訳である。

中原委員

Y2Kの前の時から除いたのか。

山下金融市場局長

一昨年12月中の積み期から供給量を拡大したので、先程の例えば5兆円より3千億円位下回っているというのは一昨年の12月前の話である。

植田委員

短資預金が少なくなっているのは、例の担保の制約によるのか。

山下金融市場局長

短資預金は有担ディーリングのために短資に差入れられていた担保を使って行なっていた訳であるが、その担保自体が短資を介さない有担ブローキングにシフトしたので、担保量として見ると、かつては例えば4兆円～5兆円あったものが今はもう1兆円程度まで減ってきているような状態で、その面からの絶対的な制約がある。それともう一つは短資自体の経営が急激に厳しくなっており、無駄なコストは払いたくないという意識も非常に強くなっているためと思う。

武富委員

似たような質問であるが、今回は超過準備が地銀と地銀Ⅱ、証券会社に多いが、ここから先はどういうことが起こり得るのか。

山下金融市場局長

証券会社についてはR T G S移行後決済需要として月 3 千億円位は常に持つようになってきている。これは多分常に残るものではないかと思う。地銀・地銀Ⅱは基本的に出し手であるから従来であれば短資に抱えてもらえたものが抱えてもらえなくなって出し遅れてしまうといったことが起きている。先程申し上げたが短期金利の大きな低下に焦って 0.01%でも出す。ターム物の 1Wでも 0.01%とか 0.02%でも出してしまおうかという圧力になっていると思う。地銀・地銀Ⅱのところは前回よりも厳しいという意識で色々な工夫をしてくるのだらうと思う。そういう意味での変化にはこれから注目していきたいと思う。

中原委員

先程のコールの有担ブローキングの説明をもう一回して欲しい。

山下金融市場局長

なぜ短資預金が少ないかということである。短資預金がなぜ発生するかというと、短資が取引先との関係を維持するために有担ディーリングの出し手である取引先から短資ができるだけ取って、それを取り手に渡りをつける訳であるが、取った後出せないことが結果として起こってしまい短資預金として残る訳である。このように有担ディーリングで発生するものであるから担保の範囲内ではかできない。要するに有担ディーリングは、彼らに差入れられている担保の範囲内に限られる訳である。その意味で今度 R T G S 化されたことに伴い有担コール取引が基本的にはブローキングになって、短資を通じる有担取引の額が非常に小さくなった結果、短資預金のできる範囲が非常に限られてきた訳で、実際担保の額でいうと4分の1かそれ以下になっている。それと短資自体の経営姿勢が取引繋留のための無駄なコストを避けるように変わってきたことである。

武富委員

ポートフォリオ・リバランスの話をしていたが、評価は時期尚早にしても、クレジット・スプレッドが一方で縮まっている。他方では国債 10 年超の利回りが上がっているようなことがある。その辺を含めてリバランシングの具体的方向性で何か分かるようなことはあるのか。

山下金融市場局長

正直言って今皆大変悩んでいる最中と思う。例えば長期金利自体についても一応前回は 1~1.5% のレンジと申し上げたが、直ぐに 1.5% まで上がるとは思っていなかった訳である。利喰い売りをした一部の都銀なども最初は大きく儲けた訳であるが、後はデュレーションを少し延ばして損をするとか、今の大きな環境変化の中で、色々な着地点というか落ち着き具合を計っているところではないかと思う。多分 5 月の連休明けといったところをみないと分からない。先程申し上げたように短期は相当ゼロ金利のボトムまで全部落ちてきたのでこれ以上は動かないことがはっきりしてきた。その後、ではクレジットでいくのかデュレーションを延ばすのか、あるいは外債のリスクを取っていくのかといったように、これからの投資運用方針を必死で考える時期に入ってきていることは確かであるが、まだ明確な方向性は出てきていないと思う。今色々機関投資家も含めてヒアリングを始めているので、纏まったところでまたご報告する。

速水議長

長期国債の買い切りオペは 3 月、4 月とも従来どおり行なっているのか。

山下金融市場局長

はい、2 千億円を 2 回ずつ実施している。

速水議長

それ以上は行なっていない訳だな。

山下金融市場局長

それは札割れが生じた後、また色々審議を経てということだと思う。

速水議長

札割れはやはり4月のような緩む時の現象であって、これがずっと続く見通しなのか。

山下金融市場局長

札割れはゼロ金利時には31回起こった。大体2回位のグループがあり、99年の4月、5月位がその一つである。この時は基本的には手形オペとか社債等担保オペ中心で、手形オペは短資を通じて実施していた——今現在は直接に行なっているが——ので、2bpの手数料があったものだから、ほかのものが1bpとか2bpの時に短資の手数料が2bp乗ったので札割れをした。実質的にはそういう制度の歪みから起こったものである。もう一つは去年の2月、3月位のことであり、ここは資金不足が季節的には不足でない時期に大きく拡大をする一方で、マーケットでは季節的にみて何でこんなに日銀がたくさん資金供給をしてくるのか分からない面もあった。そういう認識ギャップがあったせいかもしれないが、そこで立て続けに割れた。そういうマーケットの需給環境とか金融機関の資金需要の中身を睨みながら行なっていけば、今の5兆円程度の資金供給であれば何とか札割れを回避しながら繰り返し回せるのではないかと今一所懸命になっているところである。ただこれ自体も正に例えば5月の連休前になって金融機関が凄く資金を取るとか色々な変化があるので、場合によっては札割れが起こる可能性もある。もう0.01%まで最低落札金利が低下してきているので、0.01%でも要らないと言い出したら札割れとなる訳で、そこは非常に難しい情勢になっていることは間違いない。

三木委員

ゼロ金利の時は短資が手数料等を 2bp 取っていた影響が非常に大きかったからコールレートは 0.02%位で止まっていた。今度 1bp まで落ちているのはその短資の手数料等がなくなってしまった影響が大きいのか。

山下金融市場局長

有担コールレートについては、ご指摘のとおりである。かつては基本的に 1bp の手数料をとっていたので出合いは 2bp、出し手は 1bp の金利を受取る形であった。今度はそうも言っていないので 0.5bp に手数料を落としているため、出合いは 1bp で出し手は 0.5bp、取り手は 0.5bp という形である。

増淵理事

ゼロ金利の時よりさらに手数料を半分に減らしている訳である。

三木委員

今度は 0.5bp になっているのか。

山下金融市場局長

最近は短資預金を取りたくないの、有担ディーリングでは先週辺りから手数料を取らないことになっている。要するに短資預金で取るコストを自分で払うよりはその方が良いということである。

三木委員

なるほど。

速水議長

主要国で軒並み長期金利が上がっている原因は、それぞれ別なのか。

山下金融市場局長

基本的には世界同時不況とか同時株安の中で、マインド的にも株から債券へのシフトみたいなことが世界的に起こっていたが、日本銀行も政策対応を打ったし Fed も手を打っていく、それから株価などもインテル等予想では結構良いのではないかと、半導体辺りも色々な動きが出てきているといったことで、多少巻き戻しが起こってきていると思う。いわば突っ込みすぎたものの調整が今起こっていると思う。

速水議長

ほかにあるか。それでは次に移る。国際局から海外金融経済情勢の動向について松島理事、平野国際局長に願います。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

平野国際局長

前回以降、足許の世界の実体経済は余り大きな変化は窺われない訳であるが、金融面では先程金融市場局長から報告もあったように、株高、長期金利高の同時進行といった動きがみられた。ただこういった現象は 20 日以降逆に動いており、株式、債券市場の同時変動がみられるのが一つの特徴である。今一つはインドネシア、トルコ、アルゼンチンといったエマージング諸国の中の問題国における市場の不安定性が大きく高まっていることの二点が特徴かと思う。

それでは米国の経済について新しく出た指標を中心に若干説明する。消費者コンフィデンス指数の 4 月分が昨日公表された。109.2 と 3 月から大きく落ち、2 月のレベルまで戻った。将来指数を中心に下落したが、ただマーケットでは今回のコンフィデンス指数の調査は 17 日までの集計であって、18 日の連銀の利下げ以降の展開が織り込まれていないので、むしろ 5 月にどういう数字が出てくるか注目されている。直近の指標で注目されるのは、実は生産周りである。鉱工業生産を見ると、3 月の前月比が +0.4% と 6 か月ぶりにプラスに転じた。この最大の要因は、自動車の生

産が2月増加の後、3月さらに大きく増加したことが寄与している。この点を図表2で簡単に確認すると、米国自動車関連の生産が1月をボトムに2月、3月と大きくレベルを持ち上げ、これとほぼ平行に鉱工業生産全体が動いている。二番目に自動車販売台数は月によってギクシャクしているが、大勢としてはインセンティブ販売の強化あるいは自動車ローン金利の低下を支えに堅調に推移している。需要が比較的堅調であったことで、在庫調整が自動車に関して言えば大きく進んで、業界紙の分析では、GM、フォード、日産ともほぼ適正在庫水準のレベルまで調整が済んだことになる。つまり自動車に代表されるいわゆるオールドエコノミー部門の在庫調整には徐々に目途がつきつつあるが、第1四半期のハイテク製品の在庫は、通信機器を中心として一段と積み上がったと伝えられている。そういうことからハイテク部門の在庫調整の底入れは少なくとも年後半にずれ込むとの見方が一般的になっている。

貿易収支の2月は少し古い数字であるが、赤字幅が相当大きく減っているので若干説明する。269.9億ドルの赤字と1月に比べると相当減っている。輸入の減少が主因であり、2月の輸入の前月比は-4.4%と、こうした月次ベースの統計を取るようになった92年以来単月では最大の落ち込みになっている。これによりアメリカ以外の世界からの対米輸出の減少がアメリカ側の統計でも明確に裏付けられた訳である。ただ貿易収支が大きく減っているので、その分米国の第1四半期のGDPは押し上げられることになる。因みに市場の予想による第1四半期の米国のGDPは年率1%程度である。

図表3でユーロエリアの経済指標について簡単に報告する。消費者物価の3月分は前月比+0.4%、前年比+2.6%である。3月の消費者物価の上昇の要因としてやや目立つのは食料品、肉類の上昇であり、口蹄疫の供給ショックが物価面にも出てきている。東アジアでは中国の第1四半期のGDPがシンガポールに続いて早くも出て、これが堅調な内需を反映して、8.1%と高成長を維持している。

次に株価と金利の関係について少し紹介しておく。4月以降米国NAS

DAQの推移と、米国の株価全体、例えばS & PあるいはWilshire5000社でみても連動して動いている。世界の株価もほぼ同様な状況で、それを引っ張っているNASDAQについて変動要因を少し細かめに見てみたい。図表5は米国NASDAQの推移とインテルの株価を重ね合わせたものであるが、結局これで見るとインテルとNASDAQは、当たり前のようであるが極めて相関が高い。インテルのNASDAQに占める時価総額は高いがそれでも7%程度であり、インテル主導型の株価形成と言えるかもしれない。これで見ると4月17日位から大きく株価が上げている訳であるが、この契機には連銀の利下げもあるがインテルの第1四半期の決算発表が事前の予想より良かったことがある。売上はマイナスだったが事前に市場で織り込まれていた程悪くなかったことが大きく好感された。決算関連で株価上昇要因となった要素を見ると19日頃までは結構多い感じであるが、20日以降になると今度は下げ要因が出てくる状況であり、同じインテルでも18日は第1四半期の決算発表が好感されたが、今度23日になるとメリルリンチのインテルをはじめとする半導体関連株の投資判断引き下げが嫌気され下げている。昨日もコンパックの第1四半期の決算が予想より悪かったことで下げている。ルーセントも同様の事情で下げを主導する状況であり、ハイテク関連の企業の収益に極めて敏感に反応する地合いが続いている。長期金利とNASDAQを重ねてみるとこれまたぴったり合う展開になっており、図式的にいうとインテルが上がると、株価が上がると同時に先行きの不安心理が後退し、フライト・トゥ・クオリティの巻き戻しが起こって債券が売られ金利が上がる。こういう状況がこのところ続いている訳で、いわばハイテク主導型景気循環の性格を反映している動きと思う。問題は結局企業収益の先行き、特にハイテク企業の収益がいつ頃からどういうテンポで改善するのかであるが、これについては実は具体的な手掛かりはまだない。なお極めて不透明感が強いので、株価も収益関連のニュースに敏感に反応する展開が続くと思われる。冒頭少しご紹介したように、ハイテクセクターの在庫調整が相当後ずれしそうだ、さらには資本ストック調整も結構深いかもしれないという感じも出てきてい

る。一方で最終需要面では消費者コンフィデンスの低迷といった要素もあるので、先行き楽観は勿論出来ない。

最後にエマージング問題国の金融市況が相当波乱含みの展開になっている。ここではアルゼンチン、トルコ、イタリア、それからブラジルという問題国四か国を取り上げ、若干情勢を説明する。アルゼンチンはカレンシー・ボードで通貨を固定しているので、通貨は動かないが、こうした問題国の直近の状況において共通しているのは、通貨の大幅な下落、対米国債スプレッドの急速な拡大である。これらの国に共通しているのは政情不安であり、引き続き注意を要するが、まずインドネシアについてはワヒド大統領の蓄財疑惑を巡り、大統領と議会の対立が極めて激しさを増している。相当治安も悪化している。経済改革の遅れが憂慮されており、IMFと政府の交渉も未だ合意に至っていない。インドネシアについては、株、通貨のレベルはほぼ2年半振りの安値となっており、中央銀行は通貨防衛のため金利の引き上げを余儀なくされている状況である。それからアルゼンチンについては、対米国債スプレッドをみると、20日以降急騰しており——要するに債券が売り込まれており——トルコよりもさらにスプレッドが拡大してロシアよりも上にきてしまった状況である。相当危機的な状況と市場で言われている。アルゼンチンについてはカレンシー・ボードの要請を梃子に緊縮財政、金融引き締めを経営を進めてきた訳であるが、デフレの状態が続いている。そうした下で新しく就任したカバロ経済大臣が10年振りにカレンシー・ボードの法的根拠となっている兌換法改正案を出したことをきっかけにしてアルゼンチン経済運営のいわば大きな柱となっていたカレンシー・ボードに対する信認が揺らいでいる。23日にはペソ建ての短期国債の入札をしようと思ったところ市場が荒れており、これができずに入札延期の事態になりこれがまたマーケットの不安心理を拍車する、さらにはカバロ経済大臣と中銀総裁の確執が伝えられており、昨日辺りは中銀総裁が更迭されるというような噂も流れる状況の中でS&P、あるいはムーディーズも格付をさらに下げるような話にもなっており、相当緊迫した状態になっている。それからブラジルは暫く報告も

していなかったが、与党の政治汚職の表面化に加えて、隣の国のアルゼンチン問題が波及してくるのではないかとされている。ブラジル、アルゼンチンは相当な貿易関係があるので、こういうことから通貨が若干打たれ始めている。アジア危機の状況とは色々な意味で異なるところは多いが、世界経済がスローダウンする中で、緊張が高まっていることもあり、注意を怠れない。

国際金融市場の不安定化要因になることと、直接的にこうした国が立ち行かなくなる、あるいはデフォルトといった場合、取り敢えず直接的に及んでくるのは金融機関の債権の不良化である。例えばインドネシアについては、邦銀が一番大きい訳であるが、エクスポージャーが約108億ドルである。アルゼンチンについてはスペインとか米銀のエクスポージャーが大きい。それからトルコについてはドイツとか米銀のエクスポージャーが大きい訳であり、この辺は注意深く見ていく必要があると思っている。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

須田委員

アルゼンチンの問題に少し関心がある。カレンシー・ボード制を止めてユーロとドルのバスケット・レートに移行するようなニュースに対して、結構市場が好感しているとの記事もみられる。私はそれは巧くいかないと思っているが、そういった方向に行きそうであって、その場合、経済運営が巧く対応できるのかの見込みについて、意見があったら教えてもらいたい。それと私もこれが、投資家の目からみてどれだけロスに繋がるかに関心があって、誰がアルゼンチンに多くの資産を持っているのか何か分かるようであれば教えてもらいたい。

平野国際局長

まず、現在のカレンシー・ボード制をアルゼンチンは91年に導入した。その法的な根拠になっているのは兌換法である。指摘のように、現在のドルを前提とするカレンシー・ボード制からドル50%、ユーロ50%の通貨バスケット型カレンシー・ボード制に移行する兌換法改正案を、今回カバロ経済大臣が国会に提出している。ただ、この実際の導入には、ドルとユーロがパリティを回復することが前提になるので、仮にこの兌換法改正案が通ったとしても直ちにカレンシー・ボード制が通貨バスケット型に移行する訳ではない。ただ、この経済的効果は何かということで結構マーケットには色々な反応がある。須田委員が指摘されたように、これまでカレンシー・ボードによって政策運営が縛られていたのが、少し緩んで多少金融緩和効果あるいは景気刺激効果があるのではないかと一瞬好感された。ただ、よく考えてみるとこれはある種事実上のカレンシー・ボード放棄ではないかとの認識の方がむしろ拡まって、それが結局アルゼンチンの経済面全体に対する信認の動揺を招いているのが実態ではなかろうかと思っている。中銀総裁と経済大臣の確執の源泉も実はここにある。元々カレンシー・ボード制を導入したのが今の経済大臣のカバロであるが、カバロが再登場してこれは少し厳し過ぎると考え、緊縮財政は続けるが金融政策の方は少し緩和の余地を残そうと進めている訳である。しかし、中銀総裁はこれを緩めると信認が大きく揺らぐと反対しており、確執を生じている。それもまたマーケットに悪影響を与えている。これはまだ議会で審議中で、ここ一週間内に多分決着があるだろうと思う。それから投資家のロスという点であるが、アルゼンチンはエマージング最大の債券発行国なので、銀行のエクスポージャーはある程度分かっても、この債券を誰が持っているか分からないとあまり意味がない。アメリカのファンド辺りが相当持っているだろうと言われているが、そこは正直言って分からない。債券ルートを通ずるある種の潜在的なリスクもある。因みに銀行ルートによるアルゼンチンに対するエクスポージャーでは、去年の6月時点で、一番大きいのはスペインで177億ドル、それから米国が111億ドル、日本は非常に少な

くて18億ドルである。ただこれ以上に大きいのは債券を誰が持っているかであるが、そこは数字的には把握できない。

松島理事

アルゼンチンのカレンシー・ボード制に関するドルとユーロのバスケット方式への移行問題の本質は、基本的にアルゼンチンの実質的な通貨水準が、ブラジル通貨が減価しているところにある。減価してきている訳である。長期的に今のような水準でペッグしつつカレンシー・ボード制を維持することが本当にサステナブルかどうかということが常に市場の中に底流しているので、クレディビリティの点では制度も重要であるが、実際のレベルをどこでフィックスさせるかが実質的にはもっと大きなインパクトがある。

武富委員

先程のアメリカのハイテク製品の在庫過剰感について、もう少し何か情報があるか。アメリカ国内あるいはグローバルの在庫全体のイメージで話したのか、あるいは製品別、最終製品、部品、それもそれぞれ種類別にある程度統計的に把握できるか。

平野国際局長

今調査統計局とも協力してその辺をどう捉えるか検討しているが、取り敢えず手許にあるアメリカのハイテク財の在庫率の数字を申し上げますと、2000年第3四半期が1.05、第4四半期が1.11、1月1.17、2月1.21と、アメリカのハイテク財の在庫率が期を追って上昇してきている姿は2月までの数字で見て取れる。3月も多分同じ傾向が続いているだろうと言われる。多分これはもともとグローバルなビジネスなので、ある種の世界的な現象をこのアメリカのハイテク在庫率が反映しているとみることもできる。ただ財別に見るとどうかといった点は研究中である。一般的に色々な読み物を見ていて感じることは、いわゆる半導体の在庫の積み上がるテ

ンポは鈍化してきている。半導体は割合ハイテク財の中では調整が早いのかもしれないということである。ただ、一方で通信機器の方は半導体に代わってその在庫積み上げの主因になってきて、ここ辺りがどうなるかに今大きな関心が集まっている。ただ、半導体、あるいはパソコンについても問題は今後の需要がどう出てくるかということにかかっている、在庫はある程度整理されているにしても、需要が出てこないと生産は本格的に立ち上がってこない、先行きにかけてまだ不安要素が相当残っていると思う。

三木委員

アメリカの主要経済指標の中でマネーサプライが11%位に上がっているが、これはどのようにみたらよいのか。

平野国際局長

前回も少しお答えしたが、マネーサプライと実体経済の連関が相当崩れてきている。それは大きな金融構造、経済構造の変化がある中ではやむを得ないことである。そういうことでマネーサプライ自体を連銀もマーケットもそれ程大きく取り上げていない。ただ去年の第4四半期時点で6%だったのが、年明け後二桁になった。これは何故だということであるが、一番大きな要素は株からマネー対象資産にマネーホルダーが資産シフトを行なったためと言われている。要するにシフト要因である。その他にも色々と要因があるのかもしれないが、一番大きなのはそれで、これはある程度計数的にもはっきりしている。

三木委員

基本的には連動関係は大きく崩れているのか。

平野国際局長

そうである。あまり議論にならないので、本当を言うとあまりきちんと

はみていない。その位資金シフトが主因であることは明らかなのだと思う。

速水議長

アメリカの輸入超過が300億ドルを超えていたが、資料を見るとかなり減ったということで、これは輸入が減ったのか。

平野国際局長

輸出も減っているが、輸入がそれ以上に減ったということである。2月の輸入の1月前月比が-4.4%である。これは相当大的な数字で、日本やアジアの対米輸出がぐんと落ちている姿とコインの裏表である。

速水議長

まだ、これでも年間約3千億ドルにはなるのだろうか。

平野国際局長

貿易収支の経常の赤字はアメリカが相当スローダウンしたとしても年間で4千億ドルを超えてくるだろうという見通しが今のところ一般的である。

速水議長

ほかになければ次に移る。調査統計局から最近の国内経済情勢についてお願いします。永田理事と早川調査統計局長にお願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

前回会合から今朝まで結構な数の統計が出ている。しかし、景気や物価についての判断を大きく変えるような材料が出ているかと言うと、そうではないと思っているので、今日は幾つかのポイントだけ簡単に説明することにしたいと思う。まず最初に図表1の公共投資の関係では、3月の公共

工事請負金額が出た結果、前月比で見ると4割増、1~3月期で見ても前期比では1割の増加になった。実は、既に年末補正が定例化しているために、前年比で見ると安定的に二桁減と水準は低い訳である。従って、恐らく公共投資が出てきたという実感はそれ程ないと思うが、いわゆるGDP統計の世界などではこれが第2四半期の数字に表われてくるだろうと思っている。続いて図表3の貿易統計に関しては、まず輸出サイドは前月比でみてほぼ横這い、1~3月期で括ってみると5%の減少である。中身についてもこれまで説明してきたとおりである。他方、輸入が思っていたより弱めで、3月も若干の減少、1~3月期で括ってみると3%の減少になっている。従って、今日はむしろ図表の7の実質輸入について若干説明したいと思う。これまで輸入については消費財、特に中国からの消費財が2月まで入っていなかったもので、これがいずれ入るのではないかと申し上げていた訳であるが、3月に入ってきた。その結果、中国からの消費財の輸入は3月急増して1~3月期累計でも増加になった。財別の消費財をご覧頂いても3月の消費財は急増した。全体として消費財の第1四半期は2.7%の減少だが、前期が9%以上の増加だったので均してみれば消費財の流入はまだ続いていると思う。にもかかわらず全体としての輸入は弱い。航空機のような特殊要因も若干あるにせよ、財別で見るとおり情報関連の減少がはっきりしてきたと思う。情報関連は内外の分業が非常に進んでいるために、輸出と輸入がほぼ同じ方向で動く傾向がある。従って、輸出の減少に比べて輸入の減少が遅いと思っていたが、やはり追い付いてきて同じようなことが起こっているのも、輸入全体としても従来に比べると伸びが鈍化する、ないし若干減少するような形になってくる。素原材料などの動きも基本的には生産見合いの動きだと思って頂ければいいかと思う。追加図表の設備投資には昨日内閣府から発表された法人企業動向調査が記載されている。設備投資に関しては、2001年度計画をご覧頂くと、製造業が若干の減少、非製造業がいつものように電力と小売を中心に大きめの減少という姿である。規模的には大企業から中堅企業までを含んだ統計なので、これまで出てきた政策投資銀行のデータや私共の短観のデータと大体同

じであり、特にこれで何か見方が変わるものではない。その他色々なBSIや景況感も悪化しているが、これも調査時点が3月10日であって、私共の短観に比べて特段新しい訳でもないので大体同じような動きだと思って頂ければよいと思う。少し気になることとして報告しておきたいのが、消費者コンフィデンスの動きである。これまで株価が下がった割には消費者コンフィデンスは安定していると申し上げてきたが、ここへ来て消費者コンフィデンスについて悪化の数字が出てきた。一昨日内閣府から発表された消費動向調査でのコンフィデンスの悪化が特に目立っている。もちろん1~3月期は、例えば消費のデータはどちらかというと比較的健闘していた感じでもあり、また調査時点が3月19日の政策決定以前なので、株価的にも一番低いところを拾っていることもあるので、この数字をどこまで心配するかという面はあるかと思う。他方で項目として悪化してきているのが雇用環境であることを考えると、1~3月期それなりに健闘した個人消費が今後も持続するかと考えると、やはり若干気になる材料であることは間違いないと思う。それからさらに今朝程二つ位数字が出ている。一つは企業向けサービス価格指数、CSP Iである。これは前年比で2月の-0.7%から3月-0.8%、それから国内需給要因としているものでいくと、-1.4%から-1.5%と僅かにマイナス幅を拡大した。この3月まで長期金利は下がっていく局面であったので、リース料率が長期金利に連動して下がった影響が一つ、それからマイラインでの顧客の囲い込みのために色々なサービスを引き下げて通信が下がっているといったような動きが寄与している。それから10~12月期のGDP統計の二次速報が発表された。これは前期比で見ると+0.8%から+0.7%と0.1%ポイント低下した感じがするが、実は前年比は同じで、年率にして3.2%から3.0%と小数点第1位以下の下方修正で、実額にすると多分数百億円のオーダーの下方修正と思うので特に気にして頂くようなことはないかと思っている。私からは以上である。

速水議長

質問ありましたらどうぞ。

中原委員

GDPは前期比が+0.8%から+0.7%で、年率は+3.2%から何か。

早川調査統計局長

+3.2%から+3.0%である。だから0.1%よりも小さい下方修正と思う。

速水議長

よろしければ次に移る。最後に企画室から最近の金融環境について説明してもらおう。増淵理事と雨宮企画室参事役お願いします。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

雨宮企画室参事役

金融環境の現状評価である。前回の会合でマネーとその関連の数字が大体出ているので、それ以降新しく出た資料は倒産の件数だけである。まず貸出・資本市場関係のうち、貸出の数字は1月以降-1.8%、-1.6%、-1.8%とほとんど2%弱で変わっていない。何回か報告しているとおり、この間における株の下落に伴う貸出姿勢の変化、あるいは日本銀行の緩和措置の波及等については、まだ情報として確認できていないが、現在金融市場局で我々のローン・オフィサーズ・サーベイを集計中なので、その集計結果を待つて点検していきたいと思っている。CPが引き続き増えている状況には変化ない。マネタリーベースは4月19日まで-0.2%であるが、23日までの平残はプラスに転じていて今のところ+0.5%である。マネタリーベースの前年比については昨年が二つの要因によって相当数字が変動している。二つの要因とはY2K要因と4月から郵貯の大量満期が始まったことによる要因である。3月、4月については去年の3月がY2Kを迎えた初の期末であったため金融機関が当座預金を相当積上げた要因か

ら平残で4月にも効いたことと、郵便局が3月からの集中満期を控えて多額の現金を引き出した経緯があるので、今年の3月、4月は若干伸びが低めに出る。マネーサプライについては3月も2.6%と2%台半ばの伸びが続いている。4~6月期も一応2%台半ば、私共の中心的な見通しでは2.5%とみている。当面マネタリーベース、マネーサプライについてはこの7月に来る郵貯の大量満期のピークを控えて銀行券の動きがどうなるかが大きな変動要因だろうと思われる。最後に企業倒産であるが、3月は1,703件と1月、2月と比べて若干増えているが、これはもともと3月は期末月で倒産件数が増える季節性があるためである。前年比をみると-0.5%とこの数か月ほぼ前年並みの状況が続いている。季節調整値でみても1,600件弱の数字が続いており、特に大きな変化はない。ただし年度を通じてみると件数で結局2000年度は18,787件と、史上3位である。因みに1位が昭和59年、2位が昭和58年で、これ以来3位の件数になった。これに対して負債総額は26兆1千億円と史上最高である。中身は協栄、千代田、東京等の生保の破綻、そごうの破綻と大型破綻が続いたため、負債総額は史上1位になった。

速水議長

質問があればどうぞ。

ないようであれば次に移りたいと思う。

5. 「経済・物価の将来展望とリスク評価」の説明

速水議長

それでは「経済・物価の将来展望とリスク評価」の案を執行部から説明してもらおう。「経済・物価の将来展望とリスク評価」の政策委員の見通しが掲載されているリバイス版を配付して下さい。

[事務局より「経済・物価の将来展望とリスク評価」のリバイス版配付]

増淵理事、白川企画室審議役から説明をお願いします。

増淵理事

文章の部分は事前にお読み頂いていると思うので極く簡単に申し上げます。文章全体の構成は昨年 10 月のものとほぼ同様で、最初にいわゆる標準的なシナリオを記述し、後でリスク要因について記述する形をとっている。やや技術的な変化点は文章の段落毎に番号を 1 から 9 まで振っている点が前回のものと違っている。それからタイムスパンとしては来年度の初め頃までをイメージして記述している。標準的なシナリオとしては、今年度上期位は調整色の強い展開が続く。下期以降は海外経済の減速による調整圧力は緩和される。ただし、景気の明確な回復にはなお時間を要するといった姿を標準的なシナリオとしている。景気の上振れ下振れの可能性については四つのポイントを指摘している。前回のレポートではまず下振れリスクを纏めて記述し、後で上振れの可能性を記述したが、今回は四つのポイントそれぞれについて景気を上振れさせる可能性となる面も下振れさせる可能性となる面もあるといった形で、双方の可能性があるという記述の仕方になっている。一番最後に政策委員方の見通しの数字を載せている。

白川企画室審議役

この脚注の 2 に記載されている 2000 年度の実績について、先程の GDP 二次速報によって数字が若干変わったので、そこだけ少しご説明する。
①の 2000 年 1~3 月期が前期比横這いと仮定した場合、この場合、今「+1.3%」とあるが、これが「+1.2%」となる。

増淵理事

私共からは以上である。

速水議長

それでは質問等あればどうぞ。

前回よりも少し長いか。

白川企画室審議役

前は本文だけで5ページ半だった。今回は6ページと二行と若干長くなっている。

三木委員

今の白川審議役の脚注の説明は1～3月をどう置いているのか。

白川企画室審議役

1～3月を前期比同じと仮定した場合の姿である。

三木委員

二次速報を入れると+1.2%になるということか。

白川企画室審議役

そうである。

中原委員

もう一度言ってもらいたい。

白川企画室審議役

脚注の2の①にある実質GDPの前年比については1～3月期がまだ出ていないので、1～3月期について前期比横這いと仮定して機械的に計算すると、年度の数字が今は+1.3%と書いてあるが、これが+1.2%になる。

三木委員

政府見通し通りだな。

速水議長

具体的な書き振りについては後程また時間を取る。格別質問がなければ先に進みたい。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは次に、金融経済情勢と金融政策運営方針についての委員方のご討議に入りたい。本日は二回目なので、前回の会合での経済情勢の判断、すなわち、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。当面、生産面を中心に調整を続ける可能性が高い、といった判断に変更すべき点があるかどうかを中心に討議したいと思う。また、本日は展望レポートを決定することを踏まえて、経済や物価についてのやや長い目でみた展望やリスクについてもご議論頂ければありがたいと思う。従って討議の形式は、①金融経済情勢に関する見解、②経済・物価の将来展望とリスク評価、③当面の金融政策運営に関わる見解についても一緒に一人10分程度を目途に発言頂きたいと思う。なお、展望レポートの具体的な字句の修正などについては、最後の採決の際に纏めて行ないたいと思う。本日はまず、植田委員から始めて頂きたい。

植田委員

あまりないが、一応トップバッターなので少し話してみたいと思う。金融経済情勢については、実体面は公共投資、輸出入、消費者コンフィデンス等先程早川調査統計局長に全て纏められてしまったので、そこは省略する。そのうえで全体感としては、製造業がはっきりと減速している。ただし、経済全体はGDPの水準からみれば多少まだ少し上向きの力が残っていると思う。しかしこれも設備投資が近くピークアウトする、あるいは公

共投資も似たような感じである中では、遅かれ早かれ弱めの動きになっていく可能性が高い。そのうえでその後がかなり不確実である状況かと思う。その不確実なところがどうなっていくかについては結局先程の将来展望とリスク評価の話に繋がると思うが、そこについてのレポートの書き振りに、大まかに、私は違和感はない。

金融資本市場および政策面について一言、二言申し上げる。これも山下金融市場局長の話にあったが、短期金融市場においてはここ1か月、あるいはここ10日間位ターム物を中心にさらに金利の低下が続いていて3月19日の措置が浸透を続けている状況かと思う。しかし既に前回のゼロ金利以下の水準になっている金利も多くなっていて、そろそろ金利の低下という意味では打ち止めかという感じが出つつあるかと思う。その理由として先程執行部から説明があったように、積み上幅が平均的には前回より少し多いことと、やはり時間軸効果が前回よりも強力であることが主因かと思う。予想されていたとはいえ、やや前回よりも強力な政策であることがこの辺で見て取れると思う。もう少し金利の変動、あるいは低下余地が残り、それ故にリザーブの量を増やすような政策手段の余地もあるかと思っていたが、そういう意味ではほとんどないところへ来てしまった感じがする。もちろん期末日等の金利を下げるために何かすることはあり得る訳であるが、それをするために普段から5兆円の当座預金残高を6兆円、7兆円にするのは非常に効率の悪そうな政策である。むしろ追加緩和手段という意味では期末日だけ量を増やすという意味で完全なゼロ金利にすることが一つの手段として残されているかとも思うが、その政策は、いよいよ現在の政策、あるいはパッケージからの退出余地を非常に狭めてしまう強力な措置でもあるので、躊躇される面もあるかと思う。

債券市場周りでは、金利の上昇をみて一瞬我々の政策に対する期待インフレ率の反応とも思ってみたが、予想インフレ率に関するサーベイ調査、あるいは市場関係者の発言等をみるとそうではないようである。むしろ先程も説明があったように利益確定の売り、あるいは過度の景気悲観論の一巡——これは若干インフレ期待ともある意味では関係があるのかもしれない

い——と財政政策絡みの債券需給に市場がナーバスになっている点の表れかと思う。こうした動きは仮に我々が長期国債の買入の増額を実行する可能性を考えるのであれば、市場の安定化要因にも不安定化要因にもなる火種もあって、これはここ3年近くずっと議論した点であるが引き続き重要な議論、考察の対象かと思う。そのうえでさらに債券市場ではクレジットリスクをとる動きも拡がっていることが紹介されたが、これも前回のゼロ金利時にみられた現象と定性的には同じ現象であると思われ、3月19日の措置が広い意味ではまだ浸透を続けている状況だと思う。従って、全体としてもう少し様子を見続けることが適切かと思うので、政策としては現状維持がよろしいかと思う。以上である。

速水議長

次に、中原委員お願いします。

中原委員

総括としては、景気の山は恐らく早ければ今年の夏から秋にかけて、遅くとも今年の年初から4月位だと思うので、実体経済の悪化はまだ始まったばかりである。これから調整局面がいよいよ本格化すると思っている。そういった中でわが国経済の動向を左右するアメリカの経済は、FRBの緊急利下げにみられるように、非常に問題点を含んできている。実は後2、3か月経過するともう少し様子がはっきりすると思っているが、いずれにしても設備投資の減少、それから逆資産効果の浸透等が始まっており、極めて重大な局面に来ていると思う。以上が総括である。

最近、景気動向指数の2月の改訂値にかなり大きな改訂があったが、一番目立った点は一致系列のDIが2月10.0になってしまったことで、一桁台になったのは98年2月から98年の4月まで3か月続いた時以来である。一桁台が一番長く続いたのは、91年10月から92年5月で、8か月連続0.0を含む一桁台の連続があったので要注意である。それから一致・遅行比率も依然大幅に下がってきている。こういった中で日本経済をみると

若干気になる点があって、例によって需要項目別に申し上げる。一つは消費動向調査を見ると、3月の動向指数が2四半期連続で悪化している中で特に雇用環境が-7.0ポイント、耐久消費財の買い時期判断が-5.0と非常に悪化している。これは不良債権処理に関する関心の増大、家電リサイクル法施行後の白物家電を中心とした耐久消費財への買い控え等があると思うが、日本リサーチ総研の生活不安度指数も2期連続で悪化するなど、非常に懸念すべき材料である。それから単身者の世帯についても3月は9四半期振りに低下してきていて必ずしも単身者世帯が良いとは限らないことがはっきりした訳である。それから1~3月期の個人消費は前期比で+0.8%位であるが、サービスと支出予定項目の調査があって、その八項目について4~6月を見てみると、予定支出のDIが消費全体を示唆していると思う。例えば高額ファッション関連支出DIはここのところマイナス幅が拡大している。それから学習塾と補習教育費DI等はここのところプラス幅が小さくなっている。消費については依然低水準で横這いであると思う。もう一つ注目すべきは、第三次産業活動指数の中にある移動通信業の活動指数で、2000年3月に1,120.5、その後下がって2000年12月に1,012.4とダブルトップをつけて下がってきている。これは既存のPDCおよびiモードの需要が既に飽和状態に達したことを示していると思う。それから期待されている次世代の携帯電話サービスW-CDMA方式は、5月末の首都圏での試行予定が10月位まで本格的な開始時期が延期されるとの話なので、概して携帯電話端末の受注減が予想される。同時に通信業は長期に亘る踊り場に差し掛かっていると考えられるし、これがサービス支出の動向とも絡んでくると思っている。設備投資については法人動向調査でかなり大幅な下落が確認され、ほかの調査と整合的である。もう一つ心配しているのは輸出入である。これも先程説明があったが、生産財の輸入、生産財の輸出、それから資本財の輸入というIT関連財の輸出入の拡大均衡が転機を迎え始めてきていること、生産財の国内生産が完全にピークアウトしつつあることは、将来を含めて暗い材料である。国内卸売物価をみると、去年の10月以来6か月連続して下落しているが、除く石油製

品でも-0.8%である。C P Iの先行指数と考えられる国内品の消費財価格は前年比-1.1%で下げがきつくなってきており、これは要注意である。それから円高について前回中勢からみて円高に転換した可能性が強いと申し上げたが、今回ユーロをみるとユーロも単なるテクニカルリバウンドではなく、ドルに対して強まる可能性が高くなってきたと思う。もう一つ日本について付け加えると、株式の中で日経225に対するT O P I Xの比率であるNT倍率があるが、これが下がってきていることが非常に気になる。今年の3月12日に10.09と一番底、4月10日に9.99と二番底をつけて、値嵩ハイテク主導の力強い反発局面に至っていない。

それからアメリカでは、グリーンSPANがなぜ引き下げを実施したかであるが、インター・ミーティングを行なった一番の大きな理由は経済活動の減速がI T分野のみならずその他の分野にも拡がり始めたことを非常に懸念したためである。その点で言えば地区連銀の総裁の発言は楽観的であるが、ボードメンバーになっているビジネスマンは、ビジネスが非常に落ち込んできていることを背景にかなり悲観的な見方をしているようである。それから第二の理由として逆資産効果がいよいよ始まったという危機感を持ったと私は解釈し、またそのようにも聞いている。先程からI Tの動向が焦点になっているが、前年比でみるとI T産業に対する新規発注は3か月移動平均で急落中であるし、I Tに対する名目の設備投資も下降中である。こういった中でアメリカでは、家計のバランスシートが悪化する、レイオフ等によって賃金・所得が減少するので、支払能力を保つためには貯蓄率の上昇が必至になると思われるので、これから設備投資のみならず消費の面でも非常に注目する必要があると思う。いずれにしてもこれまで景気を引っ張ってきた半導体の主要な最終消費市場であるパソコン、携帯電話、ネットワーク関連設備、P D A等々全て世界的に需要が下降中なので、国際的にI Tのスローダウンが波及すると思う。それからアメリカについて一つだけ付け加えておきたいことは、アメリカの西海岸の電力危機がアメリカ西部に波及しつつあって、同時にこれが今年の夏から冬にかけてのアメリカの天然ガスの価格および中間燃料の価格に影響を及ぼ

す懸念が広がってきていることである。

それからリスク評価ペーパーについては、私は以上述べたようなことから分かるように、標準シナリオについては、かなり甘いのではないかと考えている。細部の表現については後程意見を申し上げるが、標準シナリオ自体私は甘過ぎると思う。

それからもう一つ抜けているのは、構造調整については順調に進展したとしても短期的にはデフレになるので、そういったインパクトは明示的に書いた方がいいのではないかと思うことである。金融政策については当面は現状のままでよろしいと思う。以上である。

速水議長

次、三木委員お願いします。

三木委員

まず一番目は実体経済面からみた問題点で三点ある。第一の問題は建設の下落が非常にはっきりしてきたことである。4～6月はさらにこの下落が鮮明になる公算が大きい。第二の問題の個人消費は、何回も申し上げているがなお平時である点、消費が伸びを回復するには時間が掛かる状況は当分変わらない。第三点は素材産業を中心に4～6月から在庫調整が本格化する点である。3月末までは決算対策から生産調整にはなかなか踏み込めなかった先が多かった訳であるが4月以降は高水準の在庫をどうしても落とさざるを得ない局面になる。ただ、この負け組を中心に、操業を落とすとすぐキャッシュが回らなくなる状態になっているところが多いので、なお高めの操業を維持せざるを得ず今回の在庫調整は相当長引くと思わざるを得ないことである。

二番目は、こういった需要動向を踏まえると、製造業の4～6月期の生産は1～3月期よりさらに低下して底になる可能性があることである。2000年度補正予算はこの3月で大体7割から8割方出尽くした状況のようである。従って、平成13年度の当初予算が出るまでの4～6月はいわゆる

る公共投資の端境期になる。そういうことを考えると素材を中心に生産下押し要因となる。そこで生産は4~6月でひとつのボトムをつける可能性があるのではないかと考えている。上期はなお低迷状態を続けるということと思う。

三番目は価格下落と企業収益下振れである。価格動向をみると、国際競争価格への鞘寄せの問題、それから価格競争激化の問題、需給バランスの崩れによる問題から下落基調はなお継続し、ここに量の減少が加わるために上期の企業収益は非常に厳しい姿になる見込みになってきた。減益どころではなく素材の一部では月次損益でもトントンになる企業が既に出ている状況である。

四番目は構造改革とマインドの問題である。やはり緊急経済対策を早期に実行に移して構造改革と不良債権処理に大胆に取り組み、そして緩やかな景気回復軌道に乗せるための基盤を整えていくことが目下の最大の急務と思う。民間の自助努力と政府と金融による三者の合わせ技での取り組みの中で国の役割はこういったこと環境整備であるし、先行きのスケッチのイメージであると考えている。国民の中にはこういった政治の枠組みが変わるという期待感が非常に大きいと思う。新政権が構造改革断行に向けて大きく前進する姿をみせると、企業や家計のマインドの変化に繋がる可能性が強いと思うし、これが日本経済を覆っている閉塞感の除去にも繋がって景気の流れを変えることを期待しつつ今後のマインドの変化も含めて注意深くみていきたいと考えている。

金融政策としてはこの財政政策と民間の自助努力による不良債権処理、構造改革の進展と合わせ技で進めることが求められている中で、やはり総需要下支えのため最大限の金融緩和環境を引き続き提供していくことが今一番大事だと思っている。こうした状況を踏まえて前回会合で決めた金融調節方針を継続したい。

それから将来展望とリスク評価については、表現の問題は後にして、標準シナリオに関し二点だけ指摘しておきたいと思う。この標準シナリオは景気がやや楽観バイアスに傾いている感じがある点である。その中で一つ

は輸出の問題でありひとつは在庫調整の問題、今ひとつは企業収益の三つである。第一の輸出は下期回復シナリオとなっているが、これはやや楽観的な見通しのような気がしている。前期比としては横這いから極めて緩やかな回復しか下期は期待できないのではないかと思う。しかも前年比で見るとほとんどマイナスになるのが明白である。標準シナリオとしてはこういったことをもう少しシビアにみておいた方がよいのではないかと感じている。第二は、標準シナリオでは全然触れられていないが、在庫調整にも触れるべきではないかと思うことである。第三は企業収益も「企業収益も減少に転じ」との一言だけで済んでしまっているが、これが標準シナリオの中で一番大きな問題になってくると思うので、特に企業収益の減少の問題は量だけではなく、価格下落の影響が非常に大きいから、そういったことも含めて触れる必要があるのではないかと思っている。

速水議長

それでは10分間休憩をしたいと思います。10時45分から再開する。

(午前10時35分中断、午前10時46分再開)

速水議長

それでは時間になったので再開する。次、武富委員にお願いします。

武富委員

今回の景気の変調をみて改めて感じたことは、日本経済が国際分業に相当深く組み込まれていることである。頭では分かっているが、今回はかなり実感した。世界経済全体も、国際分業進展の下では振幅が大きくなり、政策的なコントロールが相当難しい時代に入っている。特に加工組立型、中でもハイテクが軸になって動いている。それに関連する素材も巻き込まれるようなことで、製造業依存型の経済は殊の外こういう国際分業時代には振れの大きい環境変化に対応しなくてはいけないし、在庫もグローバル

な視点での把握が必要であると思う。今後の日本経済の先行きの展望とリスク評価もこういうグローバルな視点がどうしても必要だと思う。ただ、国内プロパーの景気の循環メカニズムがそれによって別に壊れる訳でもないし、今でも足許根っこに十分生きていると思っている。

先行きを展望する場合の注目点は沢山あるが、大まかに分けると二つである。一つは企業から始まっている足許の調整の今後の深さと長さがどの程度になっていくのかの評価である。もう一つは構造調整の政策が今後内容的あるいは実施のタイミング、段取り等についてきちんとした形で進むかどうかで、市場がそれにどう反応するかどうかの二つだろうと思う。

一点目の企業調整の先行きを読むこととの絡みでさらに注目する要因は、テーマとして三つあるように思う。一つは当然アメリカの景気の下期の回復の可能性あるいは難しさ、その度合いのようなことだろうと思う。これは主として日本の輸出環境としてアメリカの下期の景気展開如何で世界経済がどうなるかである。二つ目は今朝既に早川調査統計局長に指摘されて出番がなくなってしまったが、私はむしろ輸出の観点よりも今企業調整との絡みでは輸入浸透度がこういう局面でさらに上がるのか横這うのか下がるのかの評価、国内出荷・生産が押されるのか押されないのかもグローバルな視点の中では重要なポイントになるかと思っている。三番目は企業調整との関係では因となり果となる関係であるが、引き続き個人部門とのバランスがどう取れていくのかである。企業調整が進めばその反面で個人消費に短期的には悪影響が出る。それが企業の売上に跳ね返ってくる。三木委員も指摘していたように、売上が伸びないと収益が相当下押しを圧迫を受けるから、その辺りのバランスの取り方が先行きの企業調整との絡みで非常に重要になってくる。それぞれについて若干敷衍すると、アメリカについては下期どうなるかこの段階で断定的に言えるだけの材料はないと思うが、今アメリカで起きていることの基本は、過去の過剰に対してストック調整が種々起きているとの理解でよいのだろうと思う。一方で、日本の経験からみても調整は相当深くなるかと思う。反面金融政策の機動的な対応もあったし、うまくいけば夏場以降減税前倒しの期待もあ

る。こうした中で産業の究極的な期待成長率イメージがどの辺りで収まるのかであるが、一頃までの例えば4%を越えるような期待成長率に見合う設備投資の伸び率が、上半期は低い成長率になったとしても中長期の成長パス・イメージが3%を少し切る程度のところまで下がる程度であれば、極端には下がらずに済み、従って、ストック調整の厳しさもある程度は緩和されるのではないかと期待し得る。その評価が大変難しいのは、ストック調整が一旦起きると自己実現的に期待成長率もさらに下がるようなことが起こるので、少なくとも下期にはアメリカ経済が底入れをしてくれるとは思っているが、引き続き慎重にみる必要はあるだろうと思う。

二番目の輸入浸透度については、国際分業の中で縮小に入る時は縮小均衡的になって日本の輸入も減るのか、日本の景気が悪いから所得弾性値が高いので輸入も減ると考えるのか、あるいは輸入浸透度が上がってきている要因は、専ら価格弾性値が高いからそうなっているとみるのかといった問題がある。不況下でも価格弾性値が高い輸入であれば、さらに輸入が増えて国内出荷を蚕食することも起こる訳で、その場合には非常に厳しい環境だと思う。これは恐らくマクロ的にはなかなか言い難くて、財別に考えてみるほかないであろうと思う。消費財とか市況商品関係では恐らく価格弾性値が高い形で輸入が今後も増えると見ておいた方がよいと思う。

三番目の家計、消費周りとの関係では、家計のバランスシート調整がまだ終わっていないため、その分支出意欲が強くなりきれない状況にある。それから先程の企業調整との絡みで言えば雇用・賃金調整に対する短期的不安も出てくる。それが今の局面だと需要の低下を通じて売上に悪い形で跳ね返って収益に一番悪影響を与えることになる。それにつけても大切なのは、この局面で消費性向がこれ以上落ちないように、巧くすれば上がるように持っていくためには、企業調整はある程度行なわなければならぬことを前提にすると、ここは政策の出番である。消費を抑制しているもう一つの重要な要因である将来に対する雇用・年金不安にきちんとした手当てをしていかないと企業調整から始まった悪しき循環が少し深まってしまふことになりかねないという意味で構造改革への期待が強い

と思う。

二点目に挙げた構造調整として必要なのは、一つは金融システムの健全化であり、二つ目は日本の産業の生産性向上、三つ目は財政リスク・プレミアムの圧縮といったことを市場や投資家、あるいは一般経済主体が明確にイメージできる形できっちり実施されていくことが必要だと思う。構造改革を進めれば何人かの委員が既に指摘したとおり、短期的にはデフレ圧力が働く訳であるが、今のような明確なイメージを持てるとなれば資本市場その他の好反応を通じてデフレ圧力を緩和する方向にも十分効く訳であるから、ここでもそういう意味合いで構造改革の明確なイメージ形成が必要になると思う。今のようなことであると構造調整から来るデフレ圧力もかなり業種的、地域的にばらつきの出てくる話だろうと思うので、単にマクロの議論だけで簡単に話が進まないところが難しい。以上総括すると、循環的あるいは構造的双方の視点から企業の調整が、取り敢えずは生産、在庫調整において進んでいるが、これが先行き設備・雇用調整となり、それが企業部門から他の部門に波及するようなことまで進んでしまうのかどうか、そしてその中でそういう流れを逆転させるのは構造改革の達成と、少なくともその方向づけによると思う。この一連の考え方に立って半年以上先を睨んで、私個人としては3月19日の政策変更をしたつもりであるので、今述べた悪いリスクの組み合わせが起こらないか見極める視点で今後のマーケット、経済、物価の動きをモニターしていくことが重要だと思う。現時点は現行政策の継続でよろしいと思う。

速水議長

次、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

当面の経済判断についてはその後特にメジャーな材料も出ていない。私も植田委員が冒頭言われたようにGDPとしては後1、2四半期まあまあの数字が出てくる可能性があるのではないかと思うが、経済成長のコアの

部分に着目する限り輸出、あるいは設備投資計画などがかなり弱くなっていることは否めないと思う。調整局面が暫く続くと考えざるを得ないし、それを念頭に置いて3月19日に措置を採ったと思うので当面は周辺の状態をよくモニターしながら現在の政策を続けることで良いと思う。

先に視野を伸ばして考えた場合、第一にアメリカ経済の動向、第二に日本の新政権がどういう経済政策を採ろうとするのか、第三にそれらを全部織り込んでマーケットがどういう動きをするのか、の三つ位の着目点があるように思う。アメリカ経済の動きは下期がどうなるか極めてよく分からない状況が続いていると思うが、先程平野国際局長の説明の中にあつたように、テクノロジー関連の調整が長引きそうなことが日本にとってもかなり重要なポイントになるように思う。日本のハイテク部門の成長も世界的なIT投資ブームの中で伸びてきた訳で、米国を中心にその世界的な反動調整が長引いてくると、当然日本の設備投資計画も影響を受ける筋合いにあると思う。それから日本の新政権の政策の中では特に各委員指摘のとおり、いわゆる構造政策に関わる部分が重要だと思うが、何が提案され何が実行されるのか、具体的なメニューに即して評価していくべきであろうと思う。我々に近いところでの構造問題、構造改革という場合は、やはり金融システムの問題になると思う。例えばの話、いわゆる破綻懸念先、あるいは破綻先債権についてバランスシートから切り離すようなことが予てから議論され、また先般の緊急経済対策にも入っている訳だが、そういうことだけであれば、マクロ経済全体のシナリオを大きく変える程のインパクトを持つのかどうか、私自身は疑わしいと思う。ただ、議論する場合には、そういう具体的なメニューに即して構造改革、あるいは構造調整のマクロ経済的なインプリケーションを議論すべきであろうと思う。

それから市場の動きについて二つだけメンションしたいと思う。一つは為替相場について現状の市場においてはドル・ブル方向でのセンチメントが強くなっているとの報告があつたが、実際の為替・円レートにそういうセンチメントがどのように反映されていくのかを注意深くみていきたいと思う。ここから先、大きな円高方向への反転のような動きが出てくれば、

それは3月19日の措置とどう整理して理解すべきなのか、なかなか難しい問題のように感じる。もう一つは長期金利の動きで、これも報告の中にあったが、もし将来の国債増発懸念を主要なバックグラウンドとして長期の利回りが上昇したのであれば、あるいは今後もそういうことが起こるのであれば、それはむしろ市場がそういう材料を消化した結果起きていることであり、政府としてそれをどのように受け止めるのかをよく考えてもらうことが先決ではないかと私自身は思う。そのようなことを頭に置きながら、経済をモニターしてきたいと思う。

最後に展望とリスク評価について言えば、結局前半——これを標準シナリオというのかどうか分からないが——前半部分でどういうことを想定し文章に書くのかは、アメリカ経済の動きをどうみるのか、いわゆる構造改革、構造調整的な動きのマクロ経済への影響をどう評価するのかに依存する部分が大きいのと思う。米国経済については、最近のコンセンサス・フォーキャストによれば、既に今年の成長率が2%を切るであろうという辺りまで下方修正が進んできている。しかしもう少し厳しくみる見方もあって、1%台半ば位までに見方を切り下げてきているところもあるように思う。従って米国経済の先行きを我々の予測の射程範囲の中においたうえで、もう少し厳しくみるポジションも当然あり得ると思うが、しかしこの時点で下半期、あるいは年末に向けて米国経済が何がしかのリバウンドをみせる可能性を排除することもできないと思う。また構造改革のマクロ経済的な影響についても先程少し言ったが、一般論として色々な可能性を議論するよりも、実際に提起され実行される具体的なメニューに即した評価がいずれにせよ必要だと思う。従って展望とリスク評価ペーパーの書き方は、細部は別として、私は全体としてはこういうようなバランスでいいのではないかと思う。リスクとしてあり得るリスクをきちんと認識し、書き込んでおけば取り敢えずは良いのではないかと思う。

速水議長

次、藤原副総裁お願いする。

藤原副総裁

まず景気の現状については、前回の会合での調整局面にあるとの判断を変更する材料はなかったように思う。従って、当面の金融政策運営は現状維持としたいと思う。

前回から今回まで内外の市場をみると、若干の好材料もみられる。日本を含め各国の株価はこのところ持ち直しの動きをみせている。またアメリカの金融市場ではFRBの相次ぐ金融緩和措置もあり、一頃みられたような逼迫感は後退しているのではないかと思う。日本の長期金利は利喰いの動きなどを主因に若干水準を切り上げているが、その上昇幅は小幅だし株価上昇や円安の一服と平行して生じていることからみても、これまでのところは心配するものではないと思う。ただ大幅な財政赤字を抱える下で財政の先行きに対するマーケットの見方が長期金利にどう影響を及ぼすかについては、引き続き注意深くみていく必要があると思う。

それから「経済・物価の将来展望とリスク評価」については、日本経済は当面厳しい局面が続くと予想せざるを得ないことは認識として共有している。世界経済減速の下で輸出や生産は当面減少を免れない。設備投資も現在は余熱で増加が続いているが、いずれは頭打ちになっていく道筋が考えられる。執行部から配付されたこの展望レポートのドラフト案は、こうした厳しい認識を率直に反映していると思う。また様々なリスクについてもバランスよく書けているのではないかと思う。標準シナリオの記述に政策委員の大勢見通し、全体見通し等も加味して考えると、過不足ないバランスが保たれていると思う。今回の展望レポートについては世間では恐らく「思い切った金融緩和にもかかわらず本年度の景気はこんなに厳しく物価もなおマイナスが続くのか」といった受け止め方もあるかもしれない。しかしこの点については色々考えて評価する必要があるかと思う。例えば一般に金融政策の効果が表れるまでには、一年とか二年とかいったタイムラグが伴うし、取り分け私達が採っている緩和策は内外の歴史に例のないものであるので、その効果には当然不確実な部分もある。さらには

現在の日本経済では様々な構造問題が残存しているために、金融政策だけで経済の建て直しを図ることは難しい事情もある。従って思い切った緩和を行なっているとはいっても本年度の経済や物価の標準シナリオとしては、やはり相当厳しい姿を想像せざるを得ない訳である。むしろ我々としては先月の時点で既になんかの程度、こうした厳しい展望を共有していたからこそ通常では行なわれないような金融緩和まで踏み切らざるを得なかったというべきだと思う。ただし、今後金融仲介機能がある程度回復して、そうした下で経済に回復のモメンタムが生ずることがあれば、現在の金融緩和はこうした動きを十分にサポートするものと言えると思う。従って金融緩和の効果を十分に発揮させるうえでも、また経済に前向きなモメンタムを与えていく趣旨からみても、構造改革に向けた取り組みが前向きに市場の支持を得る形で進められていくかどうかやはり大きな鍵を握ると思う。その意味で新たに誕生する新政権の構造改革を中心としたプラットフォームがどういうものか注目される。首相候補者は折りに触れもう既にメニューはかなり議論されて出尽くしていると言っている。そしてそのメニューの中からピックアップし優先順位を位置付け、実行していくのみだという抱負を述べている。そういう意味でこの間の緊急経済対策をどのように継承して新しい経済政策を打ち立て、そのメニューを組み立て、さらに決断力と実行力をもって実際に行なっていくかどうかポイントかと思う。所信表明演説がどういう内容になるか、これまでのようなものかそれとも何か実行力を伴ったユニークなものかをみ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、須田委員お願いします。

須田委員

まず景気については調整局面にあるとの総合判断に変わりはなく、金融政策運営は引き続き現行の政策を継続し、その効果を見守ることが適当で

あると思っている。以下、足許あるいはもう少し長い視点に立って二点だけ述べておきたいと思う。

一つはこれまで各委員が指摘されている米国経済の動向である。様々な要因について懸念材料を指摘されたので、付け加える点としては、先程平野局長からも話があったアルゼンチンの問題であると思う。アルゼンチンの債券がドルにペッグされ、かつ高金利だったとすると、実態は分からないが、アメリカの投資家が保有しているのではないかと思う。そういう時にデフォルトなどの問題が起こった場合、それが投資家に与える影響がどうなのかといった点が一つ気掛かりな材料としてあると思っている。もう一つは、先程武富委員もアメリカの輸入の減少について触れていたが、私が前回も言ったように、ハイテクに関してはアジアが生産のバッファーになっているという感覚を持っているので、この輸入の低下が結局アメリカがショックを受けるのではなく外にショックを出している表われだとしたら、これが与えるアジアへの影響、そしてその日本への跳ね返りといった意味で、アメリカの輸入の動きにも注意していかなくてはならないと思っている。

もう一点は、今回ほかの委員は指摘されなかったが、長期金利のことが私は気になっている。前回会合以降株価が堅調に推移する中で長期金利は一時的ながら1.5%まで上昇した。先程色々理由についての説明があったが、そういった理由や小泉政権への期待もあって長期金利は低下した。差し当たりは小泉政権への期待が早々に裏切られることはないと思うので、このような状況が続くのではないかと思う。しかし現在でも懸念材料がない訳ではないと思っている。それはイールドカーブの変化についてである。短期、中期ゾーンでは低く押さえられているが、長期、超長期ゾーンでは上昇幅が比較的大きくなっている。この結果、イールドカーブは残存10年辺りを境にかなりスティープ化している。また長期や超長期ゾーンではボラティリティが高くなっている。長期金利の決まり方については、前回植田委員が講義してくれたが、期待理論が代表的であって、長期金利はその期間中の各年に成立する、あるいは成立すると予想される短期金利の幾何

平均値に等しいという考え方がある訳である。将来の短期金利予想が不確実であるなどのリスク要因もあるから、長期金利はそれにリスク・プレミアムを加えたものとなる。ところが現在は市場参加者が短期、中期ゾーンと長期、超長期ゾーンでは大きく異なっているために、あたかも市場が分断されたが如き様相を呈している。短期、中期ゾーンの主役は国内の投資家で、国内の投資家は市場運用難を背景に金利は低くとも債券に対する投資意欲は強い。金融政策の時間軸効果もあって短期、中期ゾーンの金利は低位安定している。他方国内の投資家、特に金融機関はリスク負担能力が低下しているし、かつ9月の中間決算の時価会計導入を控えて、価格変動リスクを回避したいとの思いが強く、長期、超長期ゾーンへの投資には慎重である。それどころか中期ゾーンの投資ですら期間を短期化しているようである。一方、長期、超長期ゾーンでは、流通市場がそもそも規模が小さいこともあるが、市場関係者の中から外国投資家の影響力が増大しているのではないかと指摘が聞かれる。従って長期や超長期ゾーンでは、国内の投資家とは異なる外国の投資家の予想やリスク評価によって金利や金利の変動が大きく影響を受けているのではないかと思う。今後の焦点としては、残存10年辺りにあるイールドカーブの断層が、短期、中期ゾーンの方にずれていくのか、逆に長期、超長期ゾーンの方にずれていくのかという点である。外国投資家の投資行動については、売買行動だけでなく投資期間が短期化するのかなども注意しておく必要があると思っている。私が今回長期金利について話をしたいと思ったのは、新聞を見ているとその動きと金融政策を結びつけた外野の議論が沢山出ているからで、やはり誤解に基づく議論に我々が踊らされることがないように、より長期的な観点から今後の動向の把握とその世論の分析を常にしておく必要があると思ったからである。問題としては、結局財政赤字の増大に対する抵抗力についての疑義が市場で高まって、長期金利が上昇する可能性があるかどうかのリスクだと思う。このリスクについては、海外投資家の日本国債に対する投資スタンスが非常に重要な意味を持つことになると思う。海外投資家は公社債の業態別保有比率では7%程度を占めているにす

ぎないが、フローベースでは中・長期債の買入額に占めるシェアは2割程度、また債券、先物売買に占めるシェアも3割程度まで上昇していて大きなウェイトを占めるようになってきている。このため国内の投資家も海外の投資家の動向には非常に高い関心を払っている模様である。例えば10年債、20年債、30年債の入札が無難に消化し続けることができるかどうかといった点には注意が必要だと思う。そこで外国投資家の日本国債に対する投資スタンスに影響を与えると思われる要因を考えると、これまで指摘されているようにまず不良債権処理に代表される構造改革の進展についての展望が開かれるかどうかである。次に構造調整が進展するとしても、短期的には実体経済にマイナスのインパクトを及ぼす可能性があるが、財政のサステナビリティを確保することが出来るかが非常に重要な論点になると思う。現在一般政府の基礎的収支の赤字額は、GDP比で5%程度に達しているうえ、90年代を通じて名目金利は名目GDP伸び率を上回っている。海外の投資家がこうした問題をどの程度強く意識しているかどうか分からないが、昨年11月の補正予算成立以降、日本国債の利回りは格付では1ノッチ低いイタリアの円建て国債の利回りを上回るという逆転現象が起きている。私は海外の投資家が現在の財政運営がアン・サステナブルなのではないかといった懸念を強める可能性が高くなっていると考えている。こうした中で金融政策運営においても、長期国債の買いオペ増額の可能性を明示しているだけに、今後これが財政規律の喪失といった疑念を強めることに繋がらないように十分に注意を払う必要があると思っている。こうした観点から現在配布されている「経済・物価の将来展望とリスク評価」の公表文の案において、「潜在成長率が1%台に低下している可能性が高い」と書かれている点は、杞憂に過ぎないかもしれないが、私はこれがわが国の財政がサステナブルであるための条件は確保されていない趣旨として受け止められる可能性もあるのではないかと懸念している。文章については別途議論することになっているのでその時まで待っているが、基本的な問題意識にも深く関わるため予め指摘させて頂いた。以上である。

速水議長

最後に、田谷委員お願いする。

田谷委員

経済情勢については、前回会合以降新たな統計類もほとんど発表されていないし変化はないと思う。ただ最近金融庁が作成し、民主党が対外配付することによって、預金取扱金融機関の自己査定による分類債権の詳細が報道され始めた。今後はこうした数字に基づいて不良債権問題が論議されることになり、抜本的な処理に繋がっていくものと期待される。金融経済情勢に大きな影響を与えることにもなるので、論議の行方に注視したいと思う。

金融面ではこのほか、これまでの金融緩和措置の影響について一、二確認できたことがある。第一に、定期性預金が減り、普通預金など流動性預金が増えてきていることである。個人投資家も投資信託、特に株式投信、また国債などに比べて利回りの高い債券、例えば社債などの購入に積極的になってきているようである。また外貨預金が増える兆しもみられる。今後低金利が暫く続くとの理解が浸透してくれば、こうした資金のシフトがよりはっきりしてくる可能性がある。今回は前回のゼロ金利政策時の経験があるので、こうした傾向は早めに出てくる可能性があるのではないかと思う。

第二に、準備預金適用先の超過準備、非適用先の日銀当座預金が増えているが、予想通り都長信は超過準備をほとんど持たず、短資もかつてのように当座預金を積み上げていないが、地銀・外銀はある程度多めの超過準備を持ち、証券や信金中金が当座預金を積み上げている。後者のグループの当座預金需要が今後どうなるのか、需要が仮に減少した場合どういった行動変化が生ずるのかなど、引き続き注目したいと思う。

次に、経済・物価見通しとリスク評価について若干触れたい。執行部のドラフトはバランスよくコンパクトに纏まっていると思う。個人的には経

済成長率は低め、物価下落率は大きめと考えている。ただ、最近の内外の株価や長期金利の大きな変動にも現れているように、先行き不透明感が強いと思う。主要なリスク・ファクターとして四点挙げられているが、それぞれについてマイナスリスクばかりでなく、ポジティブリスクともなり得ると思うので、ドラフトの書き方には賛成である。四つのリスクのうちでも第一と第三のリスクが特に重要だと思う。第一のリスクに関連するが、米国景気は意外に早く回復に転ずる可能性もある。株安の影響はあると思うが、家計貯蓄率が短期的に上昇するとは限らないし、IT関連バブルの調整も短期で完了するとの見方も一部にある。一方長期に亘った景気拡大の後だけに、設備投資、個人消費の調整が長引くといった見方もある。両サイドに通常より大きめのリスクがあるように思う。第三のリスクについては、ペイオフの再延期がないとすれば不良債権処理は今年度中に相当進まざるを得ないと思うが、ここでも予想比上振れ、下振れ両方考えられると思う。といったことでドラフトにはほとんど違和感はないが、敢えて一点付け加えれば、債券価格の下落が金融機関のバランスシートに与える影響がある。もっともほとんどの金融機関保有の債券は現在のところまだ全体としてみれば含み益超の状態であろうし、短期的に大きく債券価格が下がる蓋然性も低いと思うので、今回別建てで触れる必要もないと思う。

最後に金融政策運営については現状維持にしたいと思う。これまでのところ緩和措置はマーケット経由で想定した当面の効果は出てきていると思う。新政権の政策の行方を見守るとともに、効果の出方を引き続き見守りたいと思う。以上である。

速水議長

以上で一応皆さんの意見を伺ったが、追加的な意見、議論があれば自由に発言して下さい。

植田委員

須田委員が言われた長期金利の話であるが、私も先程申し上げたのは、

細部は別としてほぼ同じような趣旨で申し上げた。ただ、潜在成長率が1%台程度ということは、我々は厳密には言っていないが色々な形で外向けに言ってきていると思うので、今回それがニュースになることはないように思う。

速水議長

先程私は聞き損ったが、須田委員は潜在成長率1%が外部に出るのは思わしくないのではないかとの意見であったか。

須田委員

いけないとは言わない。私が申し上げたように財政のサステナビリティと関連づけて読んでしまう人がいるのではないかなと思っただけである。数字が公式に表に出たことがないとの話だったので、若干注意した方が良かったと思った。

田谷委員

公式の文章で出たことはないのか。

増淵理事

調査統計局の論文の中の脚注でそれに近いことが書かれていたことはある。そこはその物価の論文が書かれた時にそこそこマーケット等で注目された経緯はある。従ってこのような数字がこれまで日本銀行の公表物の中で全く触れられていなかった訳ではない。

早川調査統計局長

前回は潜在成長率の議論があったと思うが、1%というのは今日現在の供給力の伸びが1%台だということであって、例えば財政のサステナビリティと関連するのは、例えば内閣府が中期的な経済計画を考える時に、どの位巧くすれば経済が伸びるかといったような概念であるので、必ずし

も直接結びつくものでもない。

速水議長

ほかに発言、議論はあるか。

それではここで私の見解を少し述べたいと思う。

前回の会合以降、新たに得られた材料はそれ程多くはないが、全体として景気は調整局面にあるとの前回会合での判断を変更するものではなかったように思う。金融市場をみると、株価は振れの大きい不安定な状態が続いているが、均してみれば最近は総じて持ち直し傾向を辿っていると言っているのではないかと思う。この間長期金利もやや上昇しているが、これは3月中旬にかけて先行きの金融緩和を織り込んで大きく低下したことの反動の面が強いように思う。また1%台前半の水準は、なお極めて低いうえに、株価や為替の動きと合わせてみても、これまでのところはいわゆる日本売りから金利が上昇しているものではないと思う。今後新政権の財政運営やそれに対する市場の反応には引き続き留意する必要があるが、これまでの動きは特に懸念すべきものではないと考えられる。こうした下で当面の金融政策運営については、現状の思い切った金融緩和策を続けていくことを支持したいと思う。

次に先行きの経済情勢やリスクに関する評価について申し上げる。先行きの経済の姿を展望すると、米国経済をはじめとする海外経済の急速な減速の下で輸出や生産も当面は減少することが見込まれるし、日本経済は今後暫くの間調整色の強い展開とならざるを得ないかと考える。執行部から提示された展望レポートが示すように、本年度の経済の姿はかなり厳しいものであることは確かだと思う。ただしこうした姿は我々が3月に通常では行なわれないような思い切った金融緩和に踏み切った際にかかなりの程度想定していたものと言えらると思う。次に先行きのリスク評価について一言申し述べる。昨年10月の展望レポートでは、ダウンサイドに振れるリスクが五つ、アップサイドに振れるリスクが一つという形で整理されていたが、今回のレポートでは一つ一つのリスクの要因ごとにアップ、ダウン

両方の可能性を指摘していることは適切であると思う。例えば構造改革の影響について考えてみても、短期的なデフレ効果を及ぼす可能性がある一方で、これに向けた取り組みが市場に好感され、市場の評価と実体経済活動との好循環を生み出すきっかけとなることも考えられる。同様に米国経済の先行きについても、上下双方の可能性を考えていく必要があるかと思う。少し本題から外れるかもしれないが、昨日の自民党総裁選挙の結果をみても、各方面に亘る総意が構造改革を従来のように先延ばしすることの危機感を表明しているように思う。しかしこれから本当に経済を動かすのは民間主導の構造改革がどのように動き出すか次第ではないかと思うので、今暫く経営者、企業あるいは市場の動きをみていく必要があると思う。

また3月19日の政策決定自体かなり思い切った政策であっただけに、その時のステートメントにおいて、構造改革が伴わなければ効果的な金融政策の発揮も期待できないとかなり強く述べた。政府の側でも緊急経済対策を考え始めていた時だけに、それなりの反応はあったように思う。またそれ以降の内外の評論家、あるいは国会の半期報告の討議の中でも一部に3月の緩和措置が中長期のインフレを招く懸念はないのかと心配する論調が目についたし聞かれもした。また恐らく今週末ワシントンで中央銀行の総裁方と話をする際にもそういったことが出てくる可能性もあると思う。これは中央銀行の歴史から言えば当然のことであり、私共としては当面は時間軸の運用、国債買いオペの限度などに十分注意していく必要があることは申すまでもないと思うし、そういう説明を強くしていきたいと思っている。

以上のことを踏まえて、展望レポートは先行きの最も蓋然性の高いシナリオと上下両方向に生じ得るリスクの要因をバランスよく表現していると思う。以上である。

これまでの討議を踏まえ、さらに意見や議論があれば願います。

ないようであればここで政府から出席の方々にもし意見があれば承る。

田村財務省総括審議官

一言申し述べる。まず経済の現状認識は、わが国経済は、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。こうした中、物価は、消費者物価指数、あるいは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、あるいは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、平成13年度予算の円滑かつ着実な執行、あるいは先般取り纏めた緊急経済対策の着実な実行に努めることとしている。

日本銀行におかれては、政府による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、新たな金融市場調節方式の下で潤沢な資金供給を機動的に行なうなど、適切な金融政策運営を行なって頂きたいと考えている。

政策委員各位におかれては、ご審議に当たり以上申し上げた私共の考え方等につきご理解を賜るようお願いを申し上げます。以上である。

小林内閣府政策統括官

景気判断と政策運営に関しては、財務省の意見と同じである。金融政策に関しては、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いう考え方である。以上である。

速水議長

それでは議案の取り纏めに入りたい。先程の委員方の検討によると、当面の金融市場調節方針について現状維持との意見が大勢を占めていたように思う。そこで私の方からその旨の議案を提出したいと思う。他に正式な議案を提出されたい方がいればどうぞ。

いないか。それでは事務局から私の議案の確認をお願いします。

[事務局より議案配付]

雨宮企画室企画第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。」。別添対外公表文である。「平成13年4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。」。

速水議長

何か気付いた点があればどうぞ。

それでは採決に入ってよいか。

[全委員が賛意を表明]

政府からの出席者は、恐れ入るが、少しの間外して頂きたい。

[政府からの出席者退室]

それでは、事務局は正式な議案を持ち回って委員から決裁を得て下さい。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長
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

採決結果をご報告する。賛成 9 である。

速水議長

採決が終了したので、政府からの出席者を呼んで下さい。

[政府からの出席者入室]

ただ今、政策委員会として当面の金融市場調節方針として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、これを以って指示とするのでお願いします。なお、決定事項の公表は、会合終了後直ちに行なうこととする。

IV. 「経済・物価の将来展望とリスク評価」の採決

速水議長

それでは次に「経済・物価の将来展望とリスク評価」の取り纏めに入りたいと思うが、ここで10分程休憩を入れたい。委員方の中でこれまでの議論を踏まえ既に提出している成長率やインフレ率についての見通しの数字を改めて出し直したい方がいれば、この休憩中に増渕理事に提示頂きたい。それでは12時ちょうどまで休憩とする。

(午前11時49分中断、午後0時再開)

それでは再開する。執行部は今朝程配付した「経済・物価の将来展望とリスク評価」に記載されている政策委員の見通しに変更があれば報告して下さい。

白川企画室審議役

報告する。まず大勢見通しでは、実質GDPと卸売物価に変更はない。消費者物価指数は、「-0.7%~-0.4%」が「-0.8%~-0.4%」になる。それから今度は全員の見通しである。脚注の2の表で、実質GDPの新しい数字が「-0.1%~+1.0%」である。国内卸売物価指数は、「-1.5%~-0.5%」である。それから消費者物価指数が、「-1.0%~-0.3%」である。以上である。

速水議長

それでは、「経済・物価の将来展望とリスク評価」の公表文の検討に入る。先程の議論を踏まえて公表文に特に付け加えるべき点、修正すべき点があったら検討したいと思う。いかがだろうか。

中原委員

私は先程申し上げたように、ここに書かれている標準シナリオは概して楽観的過ぎるので、全体のトーンに賛成致しかねるが、もう一つアメリカの経済が下期に底入れして、それが海外に波及するとのニュアンスもなかなか難しいと思われる。それから短期的な構造調整のデフレ圧力をもう少しはっきり書いた方がいいのではないかと思う。それから少し細かい点で恐縮であるが、順番に申し上げますと、1 ページ (2) の三行目で「調整色の強い展開を辿る」とあるが、私はこれは「調整局面が本格化する」とあると思っている。それから「米国経済の調整進捗に伴い」と書いてあるが、私は「調整は長引く」と思っている。国内について、(3) のところで「純輸出が徐々に回復に向かう」と書いてあるが、これはなかなか想定し難いのではないかと思う。その下「もともと緩やかであった個人消費の回復テンポ」と書いてあるが、私は回復しているとみておらず、非常に良くて「低水準を横に這っている」といったように、今にも落ちそうな感じだと思っている。それから「日本の潜在成長率は1%台に低下している可能性が高い」とあるが、ボードが出す訳であるから余程慎重に審議すべきであって、私はこの件は受入れられない。それから先程の構造調整の進展についての記述では、短期的にはむしろデフレ圧力が強まることをはっきり書くべきではないかと思う。中長期的にプラスの効果があることは勿論である。また、少子化とか、高齢化が書かれているが、これをもし言うのであれば年金問題、租税負担率の将来の上昇可能性などもはっきり書くべきではないかと思う。最後に先程三木委員から在庫循環の話が出たが、これまで在庫循環は比較的小回りに回っていたと思うが、ここへきて素材を中心に大きく回り始めたこともどこかで指摘する必要があると思う。以上である。

速水議長

最後に言っていたのはどこのことか。

中原委員

それは書いていないので、それを付け加える必要があるのではないかと
いうことである。

三木委員

まず第一は最後の「雇用や設備投資の積極的な拡大には、基本的に慎重な姿勢」の「積極的な拡大」は削った方がいい。「雇用や設備投資には基本的に慎重」なのであって、決して積極的な拡大は考えてもいない。それから輸出の関係では先程申し上げたように、輸出下期回復の形で簡単に立ち直るようなシナリオにはなかなかならないので、表現の問題になるかと思うが、少なくとも下げ止まって横這いから少し戻る位のことではないかという感じがしている。先程話があったように、アメリカ経済の軟着陸を念頭に置いているシナリオとはいえ、これの影響が日本に出てくるには、東アジア経済を経由して輸出に影響してくるので、相当遅れてくる。従って、ここは少し慎重にみておいた方がいいのではないかと思う。もう一つは今「純輸出」となっているが、この「純輸出」という表現では世間には非常に分かり難いと思うし、先程も特に輸入について問題提起されたことでもあるので、ここはやはり輸出と輸入を分けて捉えた方がいいと思う。そしてその次に「こうした輸出の動きを受けて」と今度は突然「純輸出」から「輸出」になってしまっているので、それとの平仄も考えるとここは「輸出」として捉えた方がいいのではないかと思っている。修正案を申し上げますと「輸出は米国経済減速、その影響を受けた東アジア経済の減速を受け、上期一杯減少する見込み。下期は、米国経済の緩やかな回復や為替円安の効果浸透から下げ止まりから、緩やかな回復に向かうとみられるが、そのレベル感の前年を下回る低いものとどまる見込み」といったところである。次は(3)の文章の中に在庫調整の動きを入れるのがいいのではないかという感じがしている。「こうした輸出の動きを受け、生産は」と在庫が抜けているので、ここに「こうした輸出の動きを受け、また在庫調整の動きも加味し、生産は」位の表現に変更してはどうかと考えている。

(3) の中で企業収益については輸出の減少、生産の減少から企業収益も減少に転じるとのことで、「企業収益も減少に転じ」と単純に書いてあるが、企業収益の減少のもう一つの大きな要因は、価格の下落である。従ってここは「価格下落の影響も加わり」という表現をこの前に入れるべきではないかと思う。

それからその下の個人消費のところについては、中原委員が指摘したように、「もともと緩やかであった個人消費の回復テンポは、さらに鈍化する」との表現になると、個人消費がずっと段々段々回復していて、その伸びが単にこうなるだけという表現に受取られる。個人消費はもう普通の時で、ある意味では一進一退の形であるのに、そういう意味には受取れないことになる。また、今まで月報では回復感に乏しい状態が続いているとしてきた訳である。従ってここも「個人消費の回復感に乏しい状態は長く続く」とみられる」とした方がいいのではないかと思う。

それから(4)で「企業の債務圧縮の動きも続いている」とあるが、「企業の債務圧縮の動きも続いている」、「民間銀行貸出」云々からまた「動きを続けている」となっているので、企業の債務圧縮の「動き」は取っても「企業の債務圧縮も続いていることから」で意味が繋がるのではないか。

それから「日本経済の調整の動き自体が、」云々は「調整」だけだと構造調整との区別がつかなくなるのではないかと思う。この意味はあくまでも調整局面という意味であろうから、ここははっきり「日本経済が調整色を強めていく動き自体が」といった表現にした方が分かり易く、このままでは混乱すると思う。

これも中原委員の指摘にあった少子・高齢化のところであるが、ここは「少子・高齢化の急速な進行」だけで切れてしまっているが、そうではなく「少子・高齢化の急速な進行による社会保障問題」といったように、「問題」とすれば年金の問題等全体が入ってくるので、「社会保障問題や」としたうえで、その後の「財政赤字の拡大」もそこに「問題」を入れて、「財政赤字の拡大問題など、さらに不良債権問題」とした方がはっきりするのではないかということである。

後のリスクの記述については、全体の流れとして私はこの執行部のドラフトは非常に良い出来だと思っている。

速水議長

ほかにあるか。執行部の方から提案に対して答えることがあったら答えてもらいたい。

増淵理事

まずほかに意見があるかどうか伺いたいと思う。それから、執行部限りでこれは結構であるとかこれは具合悪いとか言えるような話ではないので、委員方の間で少し意見交換をして頂ければと思う。

速水議長

それでは順番にいきたい。(2)の「調整色の強い展開を辿る可能性が高い」を「本格化」としてはどうかとの意見である。ほかのところで「調整色」を使っているのではないか。

増淵理事

調整局面という言葉は使っているが、先行きの見方の話であるのでこういう表現をとるかどうかではこれが初めてだと思う。調整が本格化するか調整色の強い展開かはニュアンスの差であると思う。いずれにしても今既に調整局面にあり、それがさらに強まっていく可能性が高いとの見方である点ではそれ程差はないと私は思う。

植田委員

全体的な感じとして、中原委員が言ったようなことも可能性として分かるが、この大勢見通しの+0.3~+0.8という各委員の平均的な想定を前提とすると、そこまで振ってしまうとこれとややインCONSISTANTな感じがするので、リスクのところである程度書いてはどうか。

三木委員

中原委員、そこは私もそう思う。やはり調整の強い局面の調整は後退も含めた幅広い概念であって、今調整の局面に入っているとの理解であるから良いのではないか。それから最後のリスク評価では調整局面が強まるとかという表現にして締める形にしている訳である。であるからこれでいいのではないか。

速水議長

「調整色の強い展開を辿る可能性が高い」で宜しいか。では原案で。

それからその次の「米国経済調整が長引く」と書いたらどうかとの意見であるが、何かほかに意見があるか。

増淵理事

今の植田委員の話と似たようなことになると思う。

植田委員

ここを下に振ってしまうと $+0.3 \sim +0.8$ では済まないような気がする。

増淵理事

そこはリスク要因のところに書かれている点が一点と、もう一つ言えばさらに「米国経済の調整進捗に伴い、緩やかな回復に転じるとみれば」というような多少プラスのある表現にはしてある。

速水議長

これはほかの国のことだし、これは原文で良いと思うが如何か。ではこれは原文で。

速水議長

次は「積極的な拡大」か。

三木委員

「積極的な拡大」などということは退けないと、どう考えたって馬鹿じゃないかと言われる。単純に省くだけである。

増淵理事

そこはお叱りを受けるかもしれないが、雇用や設備投資にはいわば定常的に行われている活動の面があるので、全然いらぬ訳ではないということである。

三木委員

「積極的な拡大には」という言葉だけ削ったらどうかと言った。雇用や設備投資には、「基本的に慎重な姿勢を続け」である。そう繋がる訳である、それは間違いない。

山口副総裁

「積極的な」はいらぬのではないか。

三木委員

「積極的な」はいらぬ。

白川企画室審議役

「積極的な」を取って、「拡大には、基本的に慎重な」であるか。

三木委員

「拡大」は入ってもいいかもしれない。結構である。

速水議長

「設備投資の拡大には、基本的に慎重な」とする。

次は(3)の純輸出に関する記述である。

三木委員

そうである。やはり輸出と輸入は分けて書いておいた方がいいのではないか。確かにGDPでは「純輸出」となるが、「純輸出」という表現は世間一般ではなかなか通用しない。しかもこの後のパラグラフで輸出と受けてきている訳である。

速水議長

「(輸出-輸入)」と書いてあるから分かると思うが。

三木委員

ここは、考え方の問題である。

速水議長

では「輸出」だけにするか。それで宜しいか。カッコも消して。「輸出は、米国をはじめとする海外経済の減速を受け」。

それから次のパラグラフで在庫調整、「こうした輸出の動きを受け、在庫調整の動きを加味し」とすることについてはどうか。

三木委員

生産が絡むから入れるとしたらここ位かと思う。

中原委員

どこかに入れた方がいい。

三木委員

どこかに入れた方がいいと思うので、入れるとしたらここ位かなと思う。

増淵理事

「輸出の減少」を言わず「在庫調整の動きを受けて」というのはどうか。

三木委員

表現は任せる。どこかに在庫調整の問題は入れておかないといけないと思った。

白川企画室審議役

「こうした輸出の減少や在庫調整の動きを受け」ではどうか。

藤原副総裁

そうだな。

速水議長

「こうした輸出の減少や在庫調整の動きを受け」とする。

白川企画室審議役

それから企業収益である。企業収益について三木委員から「価格下落の影響も加わり」と挿入してはどうかとの提案があった。

速水議長

「企業収益も減少に転じ」はどのように繋ぐのか。

白川企画室審議役

三木委員の提案は、「価格下落の影響も加わり、企業収益も減少に転じ」というような修文は如何かとの提案である。

田谷委員

物価下落の影響はずっと続いていると思う。ここで加速していることは必ずしも数字のうえではっきりしていないのではないか。

三木委員

明らかに上期の企業収益は減益になる。

田谷委員

企業収益が増益から減益にいきそうであることの理由であるが、ここで「物価下落の影響も加わり」というと、何か新たに加わって減少に転ずるという感じである。

三木委員

「価格下落もあり」でも結構である。表現は任せる。量と価格で減益になるのだから量だけ書くのは不十分である。

須田委員

でもこの文章自体は全体に量の話をしているようにみえる。

三木委員

しかし、企業収益の問題はここにしか出てこないから入れるとしたらここしかない。敢えて新たに一項を起こす程の問題でもない。

増渕理事

確かに物価も弱含みであるから、三木委員指摘のようなことは企業経営の現場では正に当たり前なのだろうと思うが、例えば生産、売上というような用語で表現することではどうなのか。「生産、売上の減少から、企業収益も減少に転じ」というようにしてはどうか。

三木委員

売上の減少は量と価格と両方に掛かることである。

増淵理事

正にそういう意味でこなしてはどうか。

三木委員

通じないことはないが、实体经济の現場は価格を最も気にしている。しかも今回のペーパーで彼等が一番注目すべきはそこである。それが依然として-0.8といったマイナスになる数字を出す訳であるから、そのところが彼等の思いと重なる形になってもらわないと具合が悪いのではないか。だから価格という言葉を使った方がいいと思う。所詮量と価格で決まるのだから。

山口副総裁

量が屈折する影響の方が今後の減益に対するインパクトとしては強いのではないか。

三木委員

いや、その量の屈折する影響は、この3月決算でもう出てしまっている。あと、出てくるのは輸出からくる影響だけである。

山口副総裁

3月決算までは増益である。

三木委員

これは13年度の先行きに関する標準シナリオだから、ここでの最大のポイントはやはり価格である。

速水議長

しかし新製品が出てくるかもしれないし、余り収益の減少を決定的に考える必要はないように思う。

三木委員

決定的に考える必要はないが、やはり企業収益が一つのポイントであり、しかも企業収益を取り上げて書くのであれば量だけで表現するのは不十分ではないかということである。

増淵理事

恐らく諸々の影響で収益が減少に転ずる懸念が強まっている状況だと思ふ。

三木委員

それを全部ひっくるめれば売上になるかもしれない。

増淵理事

勿論分解し難いところもあると思うが、収益そのものの動き自体に言及する背景として、それは物理的な生産が弱まり単価の下落も企業によっては、あるいは業種によっては相当大きく響くであろうが、これはまた業種により企業により違いもある。ただ押し並べて結果としての収益の減少が問題なのではないかと思う。

三木委員

今何が問題かと言えばデフレだと言っている訳である。デフレは今度の政府の定義でも持続的な物価の下落になった訳であるから、まさに価格である。そこが企業収益にもろに効いてくるということではないか。

増淵理事

物価そのものについてはまた後で述べている。

三木委員

収益は単純に量だけではないという形でどこかに入れば良い。

早川調査統計局長

調査統計局サイドから一言だけ言わせて頂くと、2000年度は産出価格の低下に実は原油価格が上がっていたことによる交易条件の悪化があって、価格要因がかなりマイナスの一方数量で稼いで増益になるという姿であった。それに対して2001年度はまだ分からないが、実は交易条件の悪化は余りなくなってきた。為替をどうみるかによるが、多分交易条件は悪くならない方向で、むしろ数量の減少が主たる減益要因になってくると思うので、全部ひっくりめた売上という捉え方もできるかと思うが、価格だけ取り出すと実は本当に減益要因なのか——余程産出価格が大きく減少をみれば別であるが——疑問なしとしないのではないかと思う。

三木委員

それは全然実体経済を知らない者の議論である。実体経済はそんなものではない。何のためにデフレ、デフレだと皆騒いでいるのか、物価下落である。価格は非常に大きなウエイトがあるから、そういう意味で妥協するとすれば、量と価格と両方の影響を含めた売上という表現でも良い。しかし企業収益をわざわざ取り上げるのであれば価格の要素の問題を示す何かを入れておかないといけないと思う。

速水議長

輸入コストが下がって企業収益が増えているところもある。また、自動車などは輸出が増えている。

三木委員

いやいや、それであれば国内卸売物価が前年比-0.8%といった数字は出てこない。まだ下がると皆みている。どこかで止まると思うが、まだ下がる。

須田委員

この書き方について私はリアルでの話を考えてしまったが、名目の話がつらつら書いてあると読むのか。

増淵理事

それはリアルである。

須田委員

リアルであれば輸出の減少とか在庫調整もリアルで考えればここもリアルな話である。もし価格であればもっと別なところでという感じがする。その前の文章も量の話をして、一応価格の話が少し出て円安のと続くから、一応量の話で済ませておいて、もし何かあるのであれば別のどこかに書くこととしてはどうか。

三木委員

どこか別のポジションで企業収益のことを入れるのか。

須田委員

どうか分からないが、ここは量に関する記述で話が済んでいるような気がした。

三木委員

どこかに入るなら良い。

速水議長

これは後回しにする。

白川企画室審議役

次は個人消費で、「もともと緩やかであった個人消費の回復テンポ」との表現について、三木委員から良くて一進一退の状況だから、それに対応した表現にした方が良いとの提案があった。

三木委員

前回までの月報の表現が私は一番適切かなと思っている。標準シナリオとしてこの状態がまた暫くは続くともみざるを得ないから、その表現の方が宜しいのではないだろうかと思う。

増淵理事

「所得形成メカニズムの弱まりを受け、回復感の乏しい展開を続けてきた個人消費は、さらに鈍化するとみられる」との表現であるか。

三木委員

鈍化するかその状態が続くということであろう。これは回復テンポが鈍化するので鈍化と使った訳であろう。そうではなく、月報の今までの表現は回復感の乏しい状態が続いているとなっている訳である。

増淵理事

さらに弱まるということではないのか。

三木委員

そうではなく弱さが続いているということであろう。だから今回の月報は非常に良い表現だと思っている。

増淵理事

「個人消費は回復感の乏しい状態を続けるとみられる」か。

三木委員

その方が良いのではないか。

山口副総裁

これはそれで良いのではないか。

中原委員

私が先程言ったことも大体そういうことである。

増淵理事

ではそのように。

速水議長

どう書くのか。

白川企画室審議役

「もともと緩やかであった」を取って、「個人消費は回復感の乏しい状態を続けるとみられる」となる。

後の提案は(4)の「企業の債務圧縮の動き」で、この「動き」が重複するので「企業の債務圧縮も続いていることから」とする。

速水議長

それはいいな。

白川企画室審議役

それから3ページの潜在成長率について数字を言及すべきかどうかで

ある。先程慎重論が幾つか出された一方、午前中の質疑の中では、こういうことについて既に日本銀行は何がしか言っているので良いのではないかとの意見と両方あった。

須田委員

「低下している可能性が高いが」と書いてあるのはどのように読んでいくのか。

白川企画室審議役

この「が」の接続詞についてか。

須田委員

要するにこれを見た時にいつから低下したのかというと、現在ということか。

白川企画室審議役

ここはいつからについては言及せずに、現在潜在成長率が1%台だということになる。

須田委員

低いというだけでなくわざわざ「低下している」というその動き位の程度しかないということと、この水準であることと、下がっていることは……。

白川企画室審議役

そういう意味では例えば去年と比べて現在一段と下がっていることを表わす訳ではないと思う。日本銀行が物価の評価をする際、まず基本は需給ギャップであるが、日本銀行は需給ギャップについてどう判断しているのかはこれまで言っている訳である。ただそれは定性的に言っている訳である。しかしそれは非常に曖昧であるとの批判も受けていて、それに対

してはある程度数量的なイメージを出して議論した方が良いのではないかという判断で、ここでは1%台に低下しているという事実には注意を喚起した形になっている。

山口副総裁

この潜在成長率という言葉を使わずに、「短期的な供給力の伸びは」としたらどうなのだろう。中長期的な成長ポテンシャルと混同されるリスクがあると、先程どなたか指摘された。

速水議長

成長率の伸びがか。

山口副総裁

前のページの最後に「短期的な需給バランス」と「短期的」が二つ重なる。

白川企画室審議役

「短期的な需給バランス」の「短期的」を取って、「需給バランスをみると、現在、日本の短期的な供給能力の伸びは」とする訳である。

山口副総裁

そうしたらどうであろうか。

中原委員

何と書くのかももう一度言ってくれないか。

白川企画室審議役

もう一回申し上げる。「まず、需給バランスをみると、現在、短期的な日本の供給能力の伸びは」として後は同じである。

山口副総裁

「年1%」と「年」を入れた方が良い。

白川企画室審議役

「年1%台に低下している」。

速水議長

「現在、日本の短期的な供給能力の伸びは年1%台に低下している可能性が高い」だな。

三木委員

潜在成長率という言葉 avoided 訳か。

増淵理事

先程議論があったとおり潜在成長率はもっと非常にロングランのものとやや混同されやすいという問題はあったと思う。

三木委員

そのとおり。

白川企画室審議役

このバックグラウンドとなる数字も調統の計算によるもので、計算自体もその概念に相当している。

中原委員

もう一回読んでもらいたい。

白川企画室審議役

「まず、需給バランスをみると、現在、日本の短期的な供給能力の伸びは年1%台に低下している可能性が高いが」である。

速水議長

次はどこか。

白川企画室審議役

次は4ページの「日本経済の調整の動き自体が」とあるこの「調整」が構造調整なのかあるいは景気の面での調整なのかが分かり難いということで、三木委員から提案のあったのは「日本経済の調整色を強めていく動き自体が」とするものであった。

三木委員

最初との繋がりもあるから「強めていく」がまずかったら、変えてもいい。調整だけだとなかなか混乱するからそれを防ぐだけの問題である。

速水議長

「調整」を消すのか。

白川企画室審議役

そういう意味では、三木委員の方からご提案を受けてここで「日本経済の景気の動き」としてはどうか。「景気」のほかに、「調整」という言葉が紛らわしい訳なので、「日本の景気の動き自体が」とか、そういうふうにしてはいかがか。前の方の景気についての総括判断は冒頭で書いている訳なのでこれで良いかと思う。

三木委員

結構である。それでもよい。

藤原副総裁

「構造調整」の「調整」と紛らわしいということか。

三木委員

紛らわしいということである。

藤原副総裁

「日本経済の調整過程自体が」というのはどうか。

白川企画室審議役

三木委員の提案の趣旨からするとその前の調整過程の調整が「在庫調整」なのか「設備投資調整」なのか、それから「構造調整」というのは紛らわしい。最終的には構造調整も含めて景気に反映されている。

増淵理事

むしろその前に「日本の輸出生産への下押し圧力も長引くことが考えられる」としている訳なので、「そうした動き自体が」とさらりと続ければいいのではないか。

三木委員

ではもう一度言ってもらいたい。

白川企画室審議役

「またそうした動き自体が」である。つまり「日本経済の調整」を「そうした」で受ける。

速水議長

「そうした動き自体が」だな。

三木委員

なるほど。

白川企画室審議役

次は(8)である。ここは先程の具体的な修文ということではなく、中原委員から構造調整の影響は、もう少しデフレ的な影響が大きい訳で、それについてこの書き方がやや楽観的に過ぎないかとの指摘、意見があった。

増淵理事

構造調整が短期的にはデフレ・インパクトを持つのではないのか、そのことを書くべきではないかとの指摘だったと思うが、文章というか、頭の中では5ページ目の最初の三行において、一応標準シナリオの中には織り込んでいるつもりである。さらに「構造調整の動きが強まる場合には短期的にさらにマイナス・インパクトが出てくる」という書き振りにしてあるので、私共の意図としては中原委員が言われたことは表現の中に織り込んであるつもりである。

中原委員

それならそれで結構である。

速水議長

いいのではないか。それでは次は(9)か。

白川企画室審議役

(9)の第二パラグラフ、「現在、少子・高齢化の急速な進行」の後に「進行による社会保障問題や財政赤字の拡大問題」としてはどうかとの提案があった。

速水議長

「国民の将来に対する不安感が挙げられる。現在、少子・高齢化の急速な進行による社会保障問題や財政赤字の拡大問題、さらには不良債権問題などを背景に」。これはこれでもいいな。

三木委員

はい。

速水議長

それからその後は。

増淵理事

企業収益のところの一つ宿題として残っている。

三木委員

余りこだわらない。

速水議長

企業収益はもういいではないか。

三木委員

確かにここまでのところは生産の伸びがあることは間違いない。

増淵理事

よろしいですか。

三木委員

だからあまりこだわらない。

速水議長

はい。それではこれで纏めて下さい。

白川企画室審議役

それでは直したところを読み上げる。まず1ページ最後の行では「民間企業も、雇用や設備投資の拡大には」。それから2ページ第三パラグラフでは「純輸出」を取って「輸出」とし、カッコも取って「輸出は、米国をはじめとする」ということである。それからその次のパラグラフは、「こうした輸出の減少や在庫調整の動きを受け」。そのパラグラフの下の方では「所得形成メカニズムの弱まりを受け、個人消費は回復感の乏しい状態を続けるとみられる」。それから第四パラグラフの上の方で「企業の債務圧縮も続いていることから」、第五パラグラフでは「まず需給バランスをみると、現在、日本の短期的な供給能力の伸びは年1%台に低下している」、それから4ページの第一パラグラフの下の方では「また、そうした動き自体が」。それから5ページの第九パラグラフの上の方で「現在、少子・高齢化の急速な進行による社会保障問題や財政赤字の拡大問題、さらには」ということである。

速水議長

それではこれで採決する。

中原委員

先程の一番最後の「財政赤字」のところをもう一度言ってもらいたい。

白川企画室審議役

はい。「現在、少子・高齢化の急速な進行による社会保障問題や財政赤字の拡大問題、さらには」とその後は同じである。

中原委員

分かった。

速水議長

それでは採決して下さい。

[経済・物価の将来展望とリスク評価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：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

植田委員

田谷委員

須田委員

反対：中原委員

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 8、反対 1 である。反対は中原委員である。

速水議長

先程も伺ったが、何か反対意見があれば。

中原委員

大分直して頂いたので。

速水議長

修正してもまだ反対か。

中原委員

大分修正して頂いてありがたく思うが、一つは私はこれから調整局面が本格化する可能性があると考えている。単に調整が続くだけではなく、本格化していくと思うのである。これが一つである。第二には米国を中心として海外経済の下期の回復を想定しているが、私はこれは楽観過ぎると思う。この二つから反対である。以上である。

速水議長

それでは将来展望については4月26日の午前8時50分に発表することになる。本件に関して外部の関心が大変高くなっているので、当然のことであるが発表までは厳に出席者限りということで、厳正にお取り扱い頂くよう特にお願ひしたい。

三木委員

4月26日の8時50分か。

速水議長

明日の朝8時50分である。今日はいずれにしてもブラックアウトである。

V. 議事要旨(3/19日開催分)の承認

速水議長

それでは最後に前々回3月19日の会合の議事要旨をご承認頂きたい。

お手許の議事要旨に異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

それでは政策委員会としてこれを承認することとする。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

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

決裁が終わりました。

VI. 閉会

速水議長

この議事要旨は5月1日(火)の午後2時に発表する。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5月17日(木)と5月18

日（金）を予定している。

（午後 0 時 50 分閉会）

以 上