

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2001年5月17日

5月18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
(17日14:00～15:41、18日9:00～12:18)
内閣府 薦田隆成 大臣官房審議官（経済財政－運営担当）
(17日14:00～15:41)
小林勇造 政策統括官（経済財政－運営担当）
(18日9:00～12:18)

(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
企画室企画第2課長	梅森 徹 (18日、9:00～9:18)
企画室調査役	内田眞一
企画室調査役	長井滋人
金融市場局調査役	栗原達司 (18日、9:00～9:18)

I. 開会

速水議長

ただ今より、金融政策決定会合を開催する。

(午後 2 時開会)

はじめに今回の会合の進め方を説明する。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致したい。明日は 9 時に会議を開いて、「手形買入基本要領」の一部改正等に関する執行部からの説明と採決、金融経済情勢と金融政策運営方針に関する委員の討議、もしあれば政府からの出席の方々の発言、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て頂く予定である。

政府から出席の方々は本日は財務省から田村総括審議官、内閣府から薦田大臣官房審議官である。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の予定と伺っている。

予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等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出席の方々におかれては、そのことを前提に発言頂くよう、よろしく願います。

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、金融経済情勢等に関する執行部報告に入る。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から願います。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

山下金融市場局長

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。その結果、無担コールオーバーナイト加重平均レートは積み最終日となった5月15日に0.16%となったのを除き、引き続き0.01%から0.02%の実質ゼロ金利水準での推移となっている。この間の約3週間における調節運営上のポイントは、次の二点であった。第一は、金融緩和効果の浸透に伴ってマーケットの需給が一段と引き緩む傾向にあり、5月に入ってから、オペの札割れが続発していることである。第二には、積み最終日となった15日の調節である。この日の調節が格別の工夫を要したのは、都銀を始めとする金融機関が超過準備の保有を回避する狙いから、積みの進捗を極端に抑える資金繰りを行なったことから実際5月2日以降連日大幅な積み下になった結果として、残り所要額が急速に拡大して15日には4兆9,500億円とかつてない規模の準備預金を1日で積むことが必要となったためである。既に積みを終了している先による超過準備の保有や証券会社などの非適用先も2~3千億円程度の当座預金を保有するのが通常であることを踏まえると、5兆円程度の当座預金供給では必要な準備預金が積めない先が続出すると予想される状況となった。実際当日は、朝8時半の市場オープン直後から一部都銀・外銀等がビッドレートを大幅に引き上げて資金を取り漁ったことから、コールレートが0.15%~0.20%へ一挙に上昇して出合う展開になった。積み最終日であるため、どうしても資金調達が必要な先が多いので、5兆円程度の当座預金供給ではレートが補完貸付金利の0.25%を超えて上昇するなど混乱が発生する恐れが少なくないと判断して、9時20分の定例調節では当座預金の供給額を6兆円とするオペレーションを実施した。その結果、レートは一旦は0.10%まで低下したが、その後再びじりじり上昇し午後3時頃には一部都銀が0.23%、外銀が0.25%まで取り上がる展開となった。結局当日の加重平均レートは0.16%で着地した。当日のレート別出来高では、0.15%が中心となっている。なお補完貸付は800億円が

実行されている。3月30日以来の利用となる。このように5兆円ターゲットの下で大量の資金供給をし続けてきたにもかかわらず、積み最終日に多少緊張する事態となったのは、都銀等の一部金融機関が必要な資金はいつでも調達できるといった安心感から、一種のモラル・ハザード状態になっており、超過準備の保有回避を第一にした資金繰りを行なった結果、マクロ的な所要準備が積み最終日にかけて大幅に拡大したことによるものである。もっともこうした緊張した展開も積み最終日の一日だけであり、新積み期に入った昨日、本日とも朝一番から再び資金余剰感の極めて強い0.01%の世界に戻っている。

この間、資金供給オペでは5月2日以降短国買現先を中心に札割れが連続して発生している。これは5月入り後の金融機関の積み抑制姿勢などを背景とした需給引き緩みの中で、短期金利のイールドカーブが一段とフラット化し、特に短国流通利回りは1年のところまで既に0.01%以下の水準となったため、本行オペで資金を調達するインセンティブが乏しくなってきたことが響いている。こうした状況下、先週後半から従来は3千億円であった短国買入を5千億円に増額して活用している。これは現先オペの入札単位が1bp刻みとなっているのに対し、短国買入の刻みは0.1bpと、1/10小さい刻みとなっているため、応札インセンティブがなお残されていることによるものである。実際短国買入の応札倍率は、3倍台をキープしている。本日は8千億円に増額してオファーしたが、4.1倍の応札があった。このように5月に入って短国現先オペを中心に札割れが続出している訳であるが、いずれも先日付オペでの札割れであり、他のオペの供給額の増額や資金吸収オペの削減等により、日々の5兆円供給にはこれまでのところ格別の支障は出ていない。先行きについては、今回買入れ手形の手形期間延長を決定頂ければ、その他の工夫と併せてオペ供給力の強化がある程度図られることになる。また、資金需給見通しも、当面の不足のピークは6月4日の55.5兆円であるが、グロスの供給残高を横這いとしても55.5兆円を越えられるので、既往オペのロール・オーバーさえ確保できれば売出手形オペの圧縮等でやりくりできる状況にあること

などから、当面5兆円ターゲットは何とか達成することができるのではないかと考えている。もっともイールドカーブが極端にフラット化してきているので、オペの集玉は実際問題としてかなり難しくなっているため、一定の資金供給額を維持するにはある程度札割れも覚悟で各種オペを最大限に活用していかないと回らない状況にある。引き続き様々な工夫を凝らしながら、資金供給の確保に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・為替市場の動向であるが、小さな政府、構造改革路線を掲げた小泉政権の誕生を好感した海外投資家の日本株買い戻しの動きが活発化したことなどから、一時は株高債券高円高のミニ・トリプル高とでも呼べるような状況となった。しかしながら、連休明け後はそうした期待買いの動きも一巡して模様眺め気運が高まる中で、相場もやや株安、円安方向に振れたため、この三週間を通してみると総じて小幅の動きに止まったといえると思う。こうしたマーケット動向の特徴点を個別にみると、まず第一に短期のターム物レートが一段と低下し、ゼロ金利が1年以内の短期金利に一層浸透したことが挙げられる。例えば短国レートは、銀行や投信等がいわゆるキャッシュ潰しのため積極的に購入していることから、1年までは0.01%ないしそれを下回る水準まで低下している。ゼロ金利政策時代のボトム時点との比較ではいずれも1.5~3bpも下回る驚異的な低水準である。時間軸効果が強力に効いている証左とすることができるように思う。このような政策効果の浸透を象徴する話題を二つ紹介する。一つは短国入札の過熱である。例えば昨日実施されたFB117回債の応札倍率は、10.8倍、平均落札レートは0.011%まで低下している。これをみても最低入札レートが0.01%である私共の短国買現先に対する応札が減るのは当然となる訳である。第二の話題はユーロ円金利先物の出来高が4月、5月と2万枚前後に急減していることである。短期金融市場取引の規模縮小を象徴する動きとして注目されている。次に長期金利動向では、10年物レートは短期金利の一段の低下に加え、小泉政権誕生に伴う国債需給悪化懸念の後退もあり、再び1.2%台半ばの水準まで低下している。一部の市場関係者からは、5月入り後頻発している本行オペの札割れが長

国買入オペの増額期待を強めていることも影響しているといった指摘も聞かれている。現在の10年物利回りの水準は、二年前のゼロ金利政策時代のボトム時水準にほぼ並んでいる訳であるが、その当時のイールドカーブと比較してみると5年から7年のところが大きく低下しているのが目立っている。これは短期ゾーンの利回り低下が著しいため、少しでも高い利回りを求めてデュレーション・リスク・テイクに走る動きが出てきていることによるもので、一部の市場関係者は時間軸効果の浸み出し現象と説明している。当面の長期金利動向については、概ね1年から5年の中短期ゾーンについては強力な時間軸効果から現在の低水準が続く見通しにある。これに対して10年を中心とする長期ゾーンについては、それぞれ要因が書いてあるが、需給悪化懸念、国債の追加格下げ懸念等の金利押し上げ要因がある一方で、運用難を背景としたデュレーション長期化等の金利押し下げ要因もあるため、概ね1.0%から1.5%のレンジの中で材料が出る度に上下に振れやすい比較的ボラタイルな展開を予想する向きが多くなっている。第三の最近のマーケット動向の特徴点は、クレジット・スプレッドの動きである。社債の対国債スプレッドは、全体としては概ね横這い圏内の推移となっているが、個別にみてもスプレッドが縮小した発行体が相対的に多くなっている。これは中短期債を中心にクレジット・リスクを取る動きが活発化していることを背景としたものとの指摘が聞かれている。また利金債や地方債等もスプレッドをかなり縮小させているが、これも金融緩和効果浸透に伴うクレジット・リスク・テイクの積極化を反映したものと言われている。なお、銀行株の下落などを背景に3月末にかけて大幅に悪化していた銀行の海外優先証券利回りの対米国債スプレッドとか、クレジット・デフォルト・スワップ・レートなどの銀行信用リスク指標が、小泉政権誕生に伴う不良債権問題の抜本解決の進展期待などから大きく縮小している点が目立っている。

次に株価は前回会合以降、総じて比較的堅調に推移した。業種別にみると、NASDAQの持ち直しを受けた通信、電気機器、サービス、また小泉政権誕生に伴う不良債権問題の抜本解決期待から銀行株が上昇してい

るのが特徴的である。この間の株価押し上げ要因の一つは米国株価、特にNASDAQの持ち直しである。世界の主要な株価指数の動きをみると、NASDAQが4月4日にボトムをつけた後27%前後の上昇となっており、これにつれる形で世界的に株価が反発する展開となっている。また米国、欧州の長期金利は、この間にFed、ECBによる利下げが行なわれたにもかかわらず一段と上昇し、概ね昨年11月頃の水準まで戻している。グローバルに景気減速を示唆する統計が相次いでいる中で、株価が各国で上昇し長期金利も反発に転じているのは、米国経済の下期回復シナリオ——最近ではチェックマーク型回復と言われているようだが——に対する期待が強まっているためと思われる。ただこうした株高の持続性については、まさに今後の米国経済・企業業績の推移にかかっている訳で、期待が空振りに終わった場合には再び大きな調整過程に入るリスクが残されていることに留意する必要があるように思われる。もう一つの株価押し上げ要因としては、海外投資家が小泉政権の誕生に伴う構造改革進展期待から日本株の買い戻しの動きを積極化させていることが挙げられる。主体別株式売買動向をみると、海外投資家は、4月が1兆円の買い越し、5月1日、2日の二日間で4千億円強の大幅な買い越しとなっている。海外投資家はこれまでのところ、大きく株価が上がった99年度のゼロ金利実施後の買い越しペースを上回るテンポで買い戻しを行なっている格好になっている。一方こうした中で、安定保有関連主体の持ち合い解消売りもほぼ99年度並みの速いペースで進んでいる。なお、市場関係者が注目する株価変動要因をみると、政治・外交要因が大きく拡大している。また、株価上昇要因としても、政治・外交が大きくプラス方向に働いているほか、海外株式、内部・市場心理要因がプラス要因となっているのが目立っている。

最後に円相場動向であるが、対ドル相場は小泉政権による構造改革進展への期待感を背景とした海外投資家の日本株買い等から、連休明けの5月7日に121円前後まで上昇した後、期待買いの一巡から模様眺め気運が強まる中で、米国の一部指標の早期上振れ公表や米国連銀による利下げを好感したドル買いなどから、足許では123円台まで軟化している。当面125

円を越えた円安になると当局筋の口先介入や輸出筋の纏まったドル売りが出てくるものと見込まれている一方、121円を割り込むと国内機関投資家等のドル買いの動きが活発化することなどから、目先は121円～126円程度のレンジでもみ合う展開を予想する向きが多くなってきている。

以上説明したように、この間の金融・為替市場は、本行の金融緩和措置が一段と浸透する下で、小泉新政権への期待と米国経済の下期回復期待の二つの期待によって、総じて堅調に推移してきたが、当面のマーケット動向はこうした期待が今後どのように実現されてくるのかにかかっている訳であり、市場筋の関心は小泉政権の打ち出す具体的な政策の中身と先行きの米国経済、株価の動向に集中してきているように窺われる。以上である。

速水議長

ただ今の説明について質問があればどうぞ。

須田委員

アメリカとドイツの長期金利上昇について、先程の説明では下期回復シナリオで長期金利が上がっているのではないかとのことであったが、よく記事を読んでいるとインフレ懸念に注目した記事もある。欧州ではどうして上がっているのかをもう少し説明してもらいたい。それから国際的なポートフォリオを考えた場合、昔は日本の長期金利ももう少し連動していたような気がするので、日本的な特殊な要因が無くなった時にまた連動するような可能性があり得るのかも含めて教えてもらいたい。

山下金融市場局長

後者の日本の長期金利との連動から申し上げますと、基本的に日本の国債市場は極めてドメスティックなマーケットである。確かに去年辺りから海外投資家のフローでのウェイトは高まってきているが、ストックではまだ6%と非常に低い状況である。やはり欧州とアメリカの関係とは非常に異

なっており、海外との連動が非常に低いドメスティックなマーケットであることが基本的にあると思う。それから経済の置かれた状況の違いもあろうかと思う。どこかの局面では連動的に動く可能性はある訳であるが、最近では長い間経済状況自体ディカップリングの状況が生じていると思う。

それから欧州でどうして長期金利が上がるのかであるが、やはり欧州の場合はかなり米国に連動している面がある。このところ1月以降はどちらかというところ世界経済の同時不況の不安感に支配されていた訳であるが、ここへきてアグレッシブな米国連銀の利下げもあり、米国経済についての下期回復期待が高まると同時に、インフレについての懸念も示唆されていると言われている。たまたま昨日メリルリンチが機関投資家調査を発表しているが、それでも「一年後のコア・インフレ率が変わらない・上昇する」という回答が前月の40%から55%に上昇したといったように、マーケットでは1月辺りに強まったグローバルな不安感が回避され、ひょっとするとチェック型の形で景気が回復するかもしれないという期待と、そういう中でインフレについてもそう手放しではいられないかもしれないといったことがここへきて長期金利に織り込まれてきている可能性があるのではないかと思う。

速水議長

5月15日の積み最終日にはいわば短時間の内に大きく荒れた訳であるが、こういうことは6月以降も積み期の終盤にかけて起こるのか、あるいは今回特別な事情があったのか。

山下金融市場局長

特別な事情というか、基本的には金融機関の資金繰り担当が弛んでいたのだと思う。4月の積み最終にかけて、彼等は超過準備を持ちそうになって非常に苦労した経験があったので、今度は最後にそういう苦労をしたくないと、なるべく抑え目に抑え目に積みを進捗させ、最後にスッと着地しようと考えていた。個々の銀行にとっては、通常であればいつでも短資に

言えば取れる訳で気の弛みがあった。しかし積み最終日に皆が一斉にそうした行動をとると全体のマクロの供給が仮に 5 兆円では足りなくなる訳であり、そういうことが今回のことが起こった訳である。多分これを教訓にして、今回はもう少し平準的に積みを進めるようなパターンに変えてくると思う。今回多少不運であったのは、積み最終日が 5 月 15 日火曜日であったことである。週末というのは、金曜日に積んだものは三日間積み効くものであるからどうしても週末の積みを皆抑える習い癖があり、むしろ週末に積み下についてしまう傾向がある。これを取戻すために月・火で積まなければいけない。前積み期の場合、月曜日の 14 日に積んでおけば良かったが、この日は午後になって、大きく積みが足りない先が慌てて取り上がり、午後は 0.06%まで上がってしまったので、0.06%は高いということで取り止めてしまい、15 日朝に 0.15%とか 0.20%とか 0.23%で取ることになってしまった訳である。多分今度の積み最終日に向けては、もう少し平準的に積みを進めていこうというビヘイビアに変わると思う。

中原委員

しかし、マーケットが自然に動いている訳であるからいいのではないか。

山下金融市場局長

そういう意味では動いたということである。

中原委員

先程の 800 億円はいつ以来か。

山下金融市場局長

3 月 30 日の年度末以来である。

中原委員

それはロンバート型貸付が発動された訳か。

山下金融市場局長

然り。

中原委員

補完貸付が役に立って良いということではないか。

山下金融市場局長

申し上げたように午後 0.23%とか 0.25%で止まったのは補完貸付があったためである。都銀は皆すぐ持ち込めるように準備していたからそれが上限になった訳である。

三木委員

F Bの応札状況をみると、量的ターゲットに踏み切って以降、急激にF Bの応札が増えているが、これはどのようにみればよいのか。

山下金融市場局長

これは99円9幾つかの価格で入札し、それで落札されるであろうことは分かっている訳である。従って例えば1兆円取りたいとすれば応札制限がないので都銀等が按分率を10%と想定して10倍の10兆円を応札するといったようなことが起きている。本当に需要がある訳ではないが、取りたいという人達がいればレバレッジが効くような状況である。

三木委員

そういう短い期間のもので動かしているのか。

山下金融市場局長

キャッシュ潰しと言われている。要するにキャッシュで置くよりは0.01%でも運用したいということの表われとみている。

速水議長

リザーブ残高は通月では5兆円を超える訳か。

山下金融市場局長

準備預金自体は、今は4兆円強が所要準備である。それに対して5兆円供給している。

中原委員

先程の買いオペの3倍台をキープしているというのは最近の資金供給オペのうちの短国買入のところか。

増淵理事

そのとおりである。短国買入で5月10日、11日にオファーした二つである。

中原委員

今日8千億円行なったものの倍率は…。

山下金融市場局長

今日は4.1倍である。今までは3か月超のTBだけを買入対象にしていたが、今回はFBも対象にしたため対象が広がって倍率は高まっている。毎週月曜日がFBの発行日になっており21日にはTBの6か月と3か月のFBが発行される。今までの短国買い切りは3か月超で行なっていたが、今日は3か月のFBも対象にしている。FBを対象とした現先は今申したように刻みを小さくしない限り入ってくる可能性はほとんどないので、買い切りで当面对応しようと思っているためである。

速水議長

これだけ頻繁に札割れがあると何か弊害があるのか。

山下金融市場局長

札割れ自体による弊害はないと思う。ただ、今供給している資金をロールオーバーしないと6月4日は越えられないし、また5兆円も維持できないので、ニーズのあるところを狙いながら札割れをしてもオファーをしていかないといけない状況である。例えば今日も5,000億円の手形オペを打って4,500億円と、500億円の札割れになったが、それでも4,500億円は供給している。これであれば入るかなと思って4,000億円でオファーすると、この500億円は取れないので、ややみみっちい話であるが、取れる時に出しておかないとという状況である。札割れは覚悟でオペは実施している。

武富委員

政府預金は今どうなっているか。

山下金融市場局長

引き続き高水準であるが、色々努力は頂いている。

速水議長

20兆円位あるのか。

山下金融市場局長

残高自体はその位と思う。対本行現先とかいったものを含めればもう少しあるかもしれない。

速水議長

これも指摘されると説明し難い。

山下金融市場局長

政府の資金繰りは資金運用部の改革とも絡んで色々な問題があるので企画室と相談しながら、上手く対応していきたいと思っている。

速水議長

それでは次に移る。国際局から海外金融経済の動向について説明してもらおう。松島理事と平野国際局長にお願いする。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

平野国際局長

注目の米国について前回会合以降幾つかの重要統計が出ているほか、15日には年初来五回目の政策変更があってFFレートが4%に引き下げられているので、本日は米国の経済と金融市場を中心に報告する。

結論を先に申し上げると、米国については家計部門が引き続き底固さを維持している反面、企業部門は調整色の濃い展開となっている。この先企業部門の調整が家計に波及するリスクがある。そうした中ではまだ先行きは不透明であり、FOMC、連銀は引き続き景気配慮型の姿勢を維持している。

先般公表された米国の第1四半期GDPの推計値の概要を基に簡単に点検してみたいと思う。第1四半期については在庫が大きくマイナス寄与になった。一方で個人消費は比較的プラス寄与が大きい。一言で言えば個人消費の堅調、それから輸入の大幅減少に伴う純輸出のプラス寄与があり、在庫のマイナスをこなして前期比年率で2%と、事前の予想を上回る伸びを示した。ただ、この2%という数字については、個人消費、それから純輸出のプラス寄与が過大推計になっているのではないかとの見方が強くあり、今後下方修正されてくる可能性も高いことは念頭に置く必要があるかと思う。

個人消費、設備投資のコンポーネントを分解してみると、個人消費では

耐久財のプラス寄与が非常に高くなっており、自動車等耐久財を中心に底固さをみせた訳である。一方設備投資で際立っているのは情報化関連投資がマイナスに出たことで、これがマイナス寄与になったのは91年第1四半期以来になるので、十年振りの前期比減少である。これが大きく設備投資の足を引っ張って設備投資全体としても低迷であり、家計と企業活動は明暗を分けた格好になっている。4月以降出てきた指標を中心にその後の動きを点検してみたいと思う。結論的には第1四半期とほぼ同様のパターンが続いており、景気全体としては緩慢な動きと思う。従来「減速」という言葉を使っていたが、第1四半期のGDPが少し高めに出たので緩慢ということかと思う。すなわち家計周りでは4月の小売売上高が前月比+0.8%とかなり高い数字が出ているし、ミシガン大学の消費者コンフィデンスの5月の指数も現在指数、将来指数ともに若干改善している。それから4月の住宅着工も堅調に推移していることで、家計周りは引き続き固い感じがする。一方企業部門をみると、設備投資の先行指標である非国防資本財受注は、2月、3月と大きく落ち込んでいる。それから生産は、4月に至るまで7か月連続のマイナスとなり、4月の製造業稼働率もまた十年振りの低水準に落ち込んでいる。ここで生産について、注釈しておく、3月の生産の速報は+0.4%であったが、これが今回修正され-0.1%となった。3月もマイナスであった訳であり、この結果4月の-0.3%に至るまで7か月連続でマイナスが続いていることになる訳である。雇用の方をみると、企業は急速に雇用調整を進めており、4月の雇用者数は製造業に加えこれまで増勢を維持してきた非製造業の雇用も大幅な減少になった結果、雇用全体としても4月は大幅な減少と、これも単月では十年振りの減少幅になる。失業率も上がっており4月は4.5%である。物価は足許までは落ち着いている。

設備投資の先行指標である資本財受注の統計、出荷統計を確認すると、全体でも足許にかけて大きく落ち込んでいるが、IT関連財の受注、出荷が特に大きく下方へ落ち込んでいる姿が確認される。生産が4月に至るまで7か月連続の前月比マイナスとなる中で割合はっきりしているのは、昨

年秋以降本年初めまで生産にマイナス寄与していた自動車関連が2月以降むしろプラスに出ており、それに変わって1月以降IT関連が一貫してマイナスに寄与している。ここへきてのIT関連のマイナスがどうなるかがこの先の注目点になる。

足許まで今申し上げたような調子であるが、先行きの景気のパスを読むうえでの着目点を二点ほど申し上げておきたい。一つは雇用調整が進み労働需給が緩和傾向にある中で、消費の堅調が維持され得るかである。それから今一つはIT部門の調整——これは在庫調整と資本ストック調整の二つある訳であるが——がどこまで尾を引き、また企業収益の回復への展望がいつ拓けるかという点にあらうかと思う。そうした目でこの先をみていきたいということである。

2日に公表されたベージュ・ブックの要約が資料にあるが、ハイテク・テレコム関連がどうなるのかは実は余りデータで確認ができ難い部分もあるので、アネクドタルな話の一つとして、ベージュ・ブックの生産の「ハイテク・テレコム関連」でも特に生産・受注の減速幅が大きいとされていることを指摘しておく。

第1四半期の労働生産性が公表されたのでこれを少しチェックしてみたい。第1四半期は、労働生産性が大きく低下した。一方で福利厚生費を含めた労働コストが増勢を続けユニット・レーバ・コストが足許にかけて急速に大きく上昇した姿になっている。余り良い格好ではない。第1四半期の動きだけで即断することはできないが、この姿だけみると企業にとってはコストプッシュ要因、収益圧迫要因になることが懸念される。これが今後の企業収益、投資行動はもとより企業の雇用態度に与える影響をよくみていく必要がある。また、こうしたことが最近のガソリン価格とエネルギー関連価格の上昇と相俟って、今後の物価上昇圧力に繋がりがねない点にも留意が必要である。現に米国の物価連動債からみたインフレ期待は足許少し上がってきている感じもあり、その辺も一つ注意が必要である。FRBは公式には労働需給の緩和傾向を考慮すれば現在のところインフレは心配ないというスタンスを採っている。

金融面を簡単にチェックする。年初以降の米国債のイールドカーブの変化をみると月を追う毎にスティープ化してきている。二番目に株価は市場局長からも報告があったが、3月下旬位から持ち直してきている。それからドルの名目の実効為替レートは年初来ドル高地合いが続いている。この三つを眺めると、そのベースにあるのは先行きの景気回復期待、さらに言えば景気回復、企業収益回復に対する期待、あるいは中期的なインフレ圧力の高まりがここに織り込まれていることになる。ただマーケットに織り込まれた期待どおりに先行き順調に下期にかけて景気が立ち上がってくるかまだ確かに申し上げられるような状況にはなく、若干ウォール・ストリートが先走っている感じもないではないと思う。

米国金利では、FFの先物金利が5月15日の利下げ以降どうなっているのかみると、年央までに25bp程度の追加的な利下げはあるだろうという見方を織り込んだような姿になっている。

ユーロエリアではECBは10日の政策理事会で昨年10月の利上げ以来据え置いていた政策金利を25bp引き下げ4.5%にした訳である。物価をみると消費者物価の4月が昨日公表され2.9%と3月よりもかなり物価上昇率が高まった。物価の高止まりが暫く続く見通しにあるにもかかわらず、ECBとしては景気減速の明確化に配慮せざるを得なかったのではないかと思う。

ドイツとフランスの生産とコンフィデンスを重ね合わせてみると、ドイツでは生産・受注の落ち込みが目立っておりコンフィデンスも悪化傾向にある。景気のレベルはフランスの方が少し高いが傾向としてはフランスも同様な傾向にあることがみて取れる。

次に東アジアであるが、NIEs、ASEANではIT関連財を中心に米国、日本向けの輸出の減少が続いており、また内需の動きも鈍く景気は減速ということである。一方中国では輸出の減速にもかかわらず内需の堅調から引き続き高目の成長を維持しており、基本的なパターンは変わらない。輸出の数字で4月の数字が三つほど出ている。中国は4月までまだ二桁の伸びを維持しているが伸び率は落ちてきている。韓国、台湾の4月の

輸出は 10%前後のマイナスと大きな輸出の減少がみられる。それから前回報告したインドネシア、アルゼンチン、トルコの状況であるが、危機は勿論潜在しているが、このところ小康を得ている。代表格はトルコであり、IMF等による追加支援プログラムが合意に至ったことから、若干スプレッドが縮小している。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

須田委員

アメリカの電力不足の問題はどのように考えればよいか。

平野国際局長

一般的に言われているよりアメリカの電力問題は相当構造的に深刻だという話がある。それは電力の供給の方は簡単に発電所も増やせないし、短期的には制約が掛かってくる中で需要は引き続き堅調に動くと思われるためである。これからドライビング・シーズンを迎えてカリフォルニアだけではなく、他の地区にも電力問題が波及する恐れがあると言われている。景気との関係で問題になるのは、一つは特にカリフォルニアを中心とする間欠的な停電が生産活動、あるいは企業の経済活動に与える影響がある。それから需給がタイトになっている訳であるから電力料金が相当な勢いで上がる。このことが企業の収益をどの程度圧迫するか、巡り巡ってそれが家計の方にどの程度波及するか、実質購買力を削ぐか、その辺が懸念されている。ただこれを定量的にどの位か見定めるのはなかなか難しく、具体的に定量的に計測した例を私は残念ながら知らないが、一つのリスク・ファクターとして意識する必要がある。

須田委員

今朝のニュースでかなり電力価格が上がって、それにアジャストするよ

うに生産を変えているといったことが伝えられていた。価格がどの程度上昇しているのか。

平野国際局長

原発に対するスタンスを変えたというニュースを今日みた。ただ直ちに供給量が立ち直る訳ではないので、中長期的には供給面がアジャストしてくるのだろうが、短期的には電力の逼迫がなにがしかは景気にマイナスの要素になっている、あるいはインフレを通じて購買力を削ぐリスクがあるということではないか。

三木委員

その後のASEAN諸国の動きは大きな変化がないという理解で良いか。

平野国際局長

これまで報告していたところから大きな変化はないと思う。

三木委員

韓国もそうか。

平野国際局長

韓国経済も細かくみれば、去年の秋から今年の年初にかけて急激に下がって、そこから底這いという状況だと思う。

三木委員

そのままか。

平野国際局長

そうである。底這いという感じである。さらにどんどん悪くなっていく

ところまではいっていない。しかし一方で底入れの目途もまだ立たない状況ではないかと思う。事実韓国の株価は、足許で若干持ち直している感じがあり、急速に悪くなった企業コンフィデンスがここへきて少し下げ止まりという感じもあると言われている。敢えて言えばそれ位の変化である。

速水議長

アルゼンチン、トルコ、インドネシアは非常に悪いという話が続いていたが、政治の方は少しずつ落ち着いてきているのか。

平野国際局長

一言で言うと、足許にかけては若干改善しているけれども、いわゆるダウンサイド・リスクのレベルは高い。例えばアルゼンチンの対米国債スプレッドは一頃 13%を上回っていた訳であるが、足許は 10%位である。一頃よりは 3%程度アルゼンチンに対する対米国債スプレッドからみた信用リスク面の危機意識が改善したということである。この大きなきっかけの一つが、アルゼンチンの政府が借換債を発行することにより短期の国債を長期に乗り換えるオペレーションをすることによって、当面の資金繰りを緩和すると公表したことが市場で前向きに受け止められた訳である。短期で回しているものを長期に巧く乗り換えられれば、その分目先の資金繰りは緩和される。そのことが資金繰りの安定化をもたらすであろうと好感されてスプレッドが縮小した訳であるが、しかしこの 10%というスプレッドのレベルは、4 月中旬位の 8%台のスプレッドに比べればなお高いところにある。そういう借換債の発行という方策は発表されたけれども、その詳細はまだ明らかになっていないし、事実そのフィージビリティについても多少懸念があることで、引き続き市場のアルゼンチンに対する警戒認識は強いと思う。多かれ少なかれ他の問題等についても同じようなことが言える。基本的に危機意識は収まっている訳ではないが、一頃に比べれば多少小康を得ているという評価である。

速水議長

他にないか。それでは次に移る。調査統計局から最近の国内経済情勢について報告してもらおう。永田理事、早川調査統計局長お願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

まず輸出入について少しお話する。統計自体は前回の会合で説明したので、最初に今回の調整の性質のようなことを確認しておく、今回は景気の回復過程で設備ストックとか雇用を積み上げてきた結果、調整圧力が溜まって柿の実が熟するようにして落ちてくるような話とは全く違って、柿が青いうちに外からのショックが加わってきたような情勢である。従って、ある意味で内生的な調整圧力が溜まっていないことは安心材料ではあるが、他方でこの部分を調整するといわば自律的に底に当たるといようなこともない訳で、どうしてもそのショック、外生要因自体がどこかでリバウンドしてくれなければいけない性質になっている。従って、前々からアメリカ経済であり、情報関連需要であると申し上げてきた訳であるが、アメリカ経済は今平野国際局長から説明があったとおりで、最近の情報は良い方の材料と悪い方の材料が相変わらず交錯していて、なかなか先行きについて決定的なことが言えない状況と思う。それから情報関連の状況も米国あるいは米国だけでなくアジアでもパソコンとそれに関連する部品の在庫調整は進んできているとの情報もある。その一方で、携帯電話については例えば欧州辺りでの不振、先程平野国際局長から説明のあったアメリカの情報関連の投資の落ち込みがみられ始めて、いわゆるネットワーク関連投資の低迷が生じている。従ってIT全体としてみると、初期に調整が行なわれた分野についてはある程度調整が進んできているが、全体としていつリバウンドするか明確にみえている状況ではない。そういう意味では、残念ながら米国についてもITについても、半年位前に調整が始まった局面では、今頃には良きにつけ、悪きにつけ、どちらかの方向に勝負がみえてくるだろうと思っていたのが、この年央近くになった現在もまだ勝負

がつかないというのが特徴であると思う。

後は若干計数に即して、説明する。図表の 11 の設備投資の指標で、一般資本財出荷をみると、1~3 月通計で結局 0.5%ではあるが減少になってしまった。一つには季節調整替えて 10~12 月の伸びが高まった結果 1~3 月が落ちた部分がある。それから輸出が減っているので、国内は多分純減ではないと思う。そのようなことで 1~3 月の段階で設備投資がマイナスに転じたと考えていない訳である。しかし、いずれにしても、こういった数字と先行指標の動きを考え合わせると、恐らく設備投資の進捗ベースでも頭打ちになりつつあると考えられる。先行きの動きではまず図表 14 の機械受注の 1~3 月実績が前期比でみて 7%減と遂に減少した。これは見通しが 6.4%の減少だったので、ほぼ見通しどおりにみえるが、これも季節調整替えが行なわれている。原計数でみると、前年比の見通しが 7.5%だったのが 4.6%で着地しているので、やはり 3%近く下方修正が行なわれたと読んだ方が良いのではないかと考えている。4~6 月についてはその下方修正になった数字からみて横這いである。中身を見ていくと、1~3 月についても季節調整替えになっているのでなかなか正確なことが言えないが、当初産業機械の寄与度が-3.8%までは落ちないだろうと申し上げたとおり落ちなかったが、逆に見通し段階で寄与度+1.4%のプラスが見込まれていた電子通信が寄与度-3.3%と悪化した。半導体製造装置を中心とするこの分野での機械受注が減少したとお考え頂ければと思う。先行きについては横這いではあるが、最近の実現率等を考えるとよくて横這いではないかと考えている。続いて個人消費は、これまでも申し上げてきたとおり、1~3 月は全体として所得の割には健闘したと思う。もちろん家電などについてはリサイクル法といった特殊要因があるが、全体としてまずまず伸びたのではないかと考えている。因みに問題のリサイクル法の関係については、NEBA の家電販売が 1~3 月トータルで前期比 11%の増加になった。リサイクル法の関連の四品目だけ取ると 1~3 月で 33%伸びた感じで、この伸び方はほぼ消費税引上げ前並みの伸び方であった。ただ、家計調査ベースでみると、四品目のウェイトは 1%位なので、リサイ

クル法の関連が全体の消費を大きく押し上げたとか、この反動が全体として大きく足を引っ張るとかいう訳でもないと考えている。他方、最近心配な材料としては、3月位に行なわれた一連のコンフィデンス調査でコンフィデンスが低下していたことである。所得環境が少し弱くなってくる中でコンフィデンスの悪化の影響は、やや気になるところではあるが、4月に出つつある数字はそれ程悪いものでもない。自動車販売の数字は前月比でマイナスになっているが、業界はそれ程悪かったと受け止めている様子でもないし、都内百貨店が前年比で2.7%増、前月比+2.6%、1~3月対比で2.2%増加している。4月になっても、今のところはそれ程消費が急にどうこうした感じではない。ひょっとするとマインドそのものも、小泉政権等その他で変わっている可能性もあるので、両様の可能性を考えてみていく必要があると考えている。続いて生産である。これは一言で、予想以上に大幅な減少になっている。既にご存知のとおりだと思うので、極く簡単に申し上げると、1~3月が仕上がりで前期比3.7%減と、かなり大幅な減少になった後、4月、5月の予測指数をみてもまだ減少が続いている。寄与度でみると、1~3月の減少の主体はもちろん電気機械であり、4~6月についても電気機械のマイナス寄与が大きい。勿論ほかも強くないが、電気機械の寄与が大きいのが特徴である。さらに在庫をみておくと、これも大きな変化はない。基本的に資本財とか消費財でみる限りは在庫は小さく回っていて、それ程積み上がり感が大きい感じではないが、最終財の中では建設のところで少し在庫が積み上がっている感じがあることに加えて、生産財の電子部品が生産者在庫の段階で在庫の積み上がりが非常に大きい。私共のヒアリングで7~9月にかけての企業の生産計画などを聞いてみると、恐らく減少幅は1~3月や4~6月という程ではないだろうが、7~9月もどちらかと言えば下向きではないかといった感触を持っている。

続いて雇用関連については、全体として大体これまでの流れどおりかと思っている。新規求人が落ちてきて有効求人倍率が少しずつ下がってくるような動きがある一方で、雇用者数についてはまだ変化が出ていないし、

失業率にもあまり変化は出ていない。そうした中で少しだけ気になる動きを申し上げると、所定内給与がこの1、2、3月と前年比でマイナスになっていることである。3月は確報が出て-0.7%になっている。これについては以前も若干統計上の問題から1月のところから段差が生じていると申し上げたと思うが、その後のこの減少幅はその段差だけで説明できるものでもない。しかも最近の大きな特徴は、労働時間が減っていることである。1月から3月までの前年比を申し上げると、所定外労働時間が2.2%、1.0%、-0.9%である。これはこれだけ生産が抑制されてくれば所定外が落ちてくるのは当たり前である訳であるが、むしろ驚くべきなのは、所定内労働時間の前年比が0.2%、-1.2%、-3.3%とより大きく減っていることである。勿論、これには去年の2月が閏年だったことがあるし、3月は若干休みが多かったカレンダー要因もある。ただそれにしても少し大き目の労働時間の減少になっていて、いわば賃金の低下だけではなく、時間の減少が影響しているように見える。不思議に思われるかもしれないが、実は常用労働者の中にも日給で貰っている人もいる。それからパートの人は当然時給で貰っているので、時間で調整が行なわれると、当然それがデータとしては所定内給与に出てくる。現時点で、2月、3月の数字だけ捉えて時間で何らかの調整が行なわれていると考えるべきなのか、あるいは単純にこれはカレンダー要因が大きいと考えるべきなのかよく分からない。ただいずれにしても少し特徴的な動きなので報告した。場合によっては生産の減少をある程度労働時間で調整している可能性がある印象がある。

最後に物価関係では、輸入物価はこのところ前月比でみて上昇傾向にある。これは基本的には円安の影響である。原油が大体下げ止まったところへ円安の影響が出てきている。商品市況は、一頃弱かった後、ここ2か月位少し上がっている感じになっている。これもどちらかという円安で非鉄が上がるような影響の方がむしろ大きく、中身をみると鋼材が弱いような感じであるし、半導体なども弱い感じで、先程の在庫と同じような動きになっている。さらに国内卸売物価でも大体同じような感じである。3か

月前比の落ち方は特にここ一月、二月と大き目に落ちている訳でもなく小さ目に落ちている訳でもない。ただ中身をみていくと、まず機械類がコンスタントに低下している。機械類の低下も全てが技術進歩要因であればよい訳であるが、最近例えば電子部品などは技術進歩というよりも単純に需給面で価格が少し低下している面がでてきているし、鉄鋼・建材のマイナス寄与などはほぼ生産、在庫の動きを反映した動きだろうと思っている。さらにC S P Iはマイナス幅が割合広がっている感じと思うが、広がっている理由は通信である。マイラインの施行を前に、通信会社が顧客の取り込みのために色々なサービス料金を下げていることが影響している訳である。最後に消費者物価は前年比でみると大体0.6%のところでほぼコンスタントに低下している。中身ではマクドナルドの平日半額セールが1年間経って寄与度がなくなったことから外食のマイナス寄与がなくなった。そうした中であって商品の被服辺りの下落がまだ続いている。円安傾向にはなってきているが、貿易統計でも分かるように中国からの消費財輸入が継続的に入っており、物価の下落がまだ続いている。

各論は以上にして概況を説明する。現状認識での変化点は、先程の設備投資が頭打ちになりつつあること、それから生産減少の影響が労働時間の減少等を通じて家計部門に及び始めていることである。設備投資についてはサプライズというよりは時間の経過に伴ってこうなってきたものである。ここ1か月間の変化点について申し上げますと、輸出の減少に歯止めがかからず、生産の減少幅が大きいこと、もう一つは、前回説明したことだが輸出だけではなく輸入も減り始めたことである。そういう意味で貿易の縮小が起っている。その一方で個人消費などについてはあまり変化がない。特に貿易の縮小は日本だけではなくある種グローバルに起っている現象である。過去の2年間位の景気の回復過程、特にIT需要の急増の過程においては、恐らく色々な段階での在庫の積み上げが行なわれ、それが最終需要以上に生産を拡大し貿易を拡大したと思っている。勿論ITは最も水平分業が行なわれている財なので、そういった需要が伸び、在庫が膨らんだ結果、生産と貿易が非常に拡大した訳である。逆に去年の後半辺りにI

ITの最終需要が減速し始めたところで、その在庫の急激な圧縮が多段階で行なわれた結果、各国で生産が減り貿易が減る、輸出も輸入も減ると言うことが今起っていると思う。ただ違うのはアメリカのGDPの説明にあったように、アメリカは在庫が減って貿易が減ると純輸出がプラスにたつ訳だが、日本とアジアは貿易が減って純輸出がマイナスの方にたつことが違いである。先行きについての一つのポイントは、「設備投資についても、企業収益が減益に転じる中で、頭打ちから減少に転じていく公算が大きい」ことだと思う。企業収益について実は証拠はない。証拠はないがこれだけ生産が減っている以上、減益になっていると考えざるを得ないと思う。消費は先程申し上げたとおり、悪い方に押されていくのか、あるいは少しコンフィデンスが持ち直してもう暫く頑張ってくれるのか、これが注目点であろうと考えている。その後のアメリカの景気やITの話は先程説明したとおりである。株価については先程山下金融市場局長からの説明にあったとおり、構造改革への期待もあって反発している訳であるが、企業の収益環境は厳しくなっていると基本的には思う。逆にいうと市場の改革期待のようなものが少し萎んでいくと、逆に株価がもう一回下落するリスクがないとも言い切れない。そういう意味で単純に喜んでばかりはいられなくて、やはりここにリスクが残っていると考えて頂く必要があるし、その後の不良債権の話については前月も説明したとおりである。従って、物価についても取り敢えず現状特段驚くようなことが何も起こっている訳ではないが、弱含みが続く可能性が高いし、逆に米国やITなどについて予想以上に深い調整が行なわれることになることになると、わが国のリスクも大きくなることは前々から申し上げているとおりである。私の説明は以上である。

速水議長

ただ今の説明に質問があればどうぞ。

田谷委員

内生的な調整圧力が小さい、柿が青いうちに落ちてしまったからと説明

していたが、それは設備投資の今後をみるうえで特に重要なポイントではないかと思う。例えば機械受注の数字をみると、1～3月は確かに相当落ちているが、数字のうえでは4月、5月は横這い圏内の動きになっている。その辺りの感覚は何に依っているのか。

早川調査統計局長

ここはまさに注目していくべきポイントだと思っている。要するに「柿が青いうちに落ちてしまった」というような考え方を採ると、当然のことながらこれまでかなり活発に設備投資を行っていた情報関連にかなりはっきりした反動は出るが、それ以外はそれ程大きなマイナスは広がらないと思う。本当にそうなるかどうか、少なくとも1～3月の数字をみれば今のところはそういう動きである。もちろん大店法の反動とか電力といった特殊要因は当然ある訳であるが、それ以外のところには広がっていないのか、あるいは逆に企業収益の減少が続いていくうちにいわゆるIT関連以外のところにも少しずつ弱さが広がっていくのかである。少なくとも前回の設備投資アンケートの段階ではITの反動と電力と大店法の反動は比較的特定できる感じであったが、収益が悪くなる中での内生的なマイナスが出てくるのか、今のところそれはみえていないと思うが、そこが調整の深さを考えるうえでは重要なポイントだと思うし、みていく必要がある。まだ明確な答えが出るような材料は出ていないと思う。

田谷委員

それから消費が非常に強い訳である。一方、先程の毎勤統計の数字も振れのある統計であるし、消費性向はチャートなどをみると少し高くなってきたといえるような動きをしている。

早川調査統計局長

正直に申し上げて1～3月は予想に比べて消費が健闘したのはそのとおりだと思う。リサイクル法の影響を除いても健闘した感がある。それはあ

る種雇用環境が去年一杯で好転したことの遅れてきた影響位に思っていて、ついこの間などはコンフィデンスの低下をみて4月位から消費関係は少し弱くなってくるのではないかなと心配していたら、意外に4月も悪くなっている様子がみえないので、ひょっとしたらそういうマインドも一方的に暗くなっていないのかもしれないと申し上げた訳である。正直に言って意外にマインドが落ちていないのか、それともあくまでこの3月、4月までは何とか踏み止まっている範囲内であって、どこかで個人消費がもう少し、段々息切れてくるのか、あまり予断を持たずに少しみていきたいと思っている。少なくともここまでは意外に頑張ってきているのは指摘のとおりでと思う。

田谷委員

それに関連して、ひょっとすると大企業の夏のボーナスは昨年度の企業収益からみて若干プラスになるかもしれないとの話だが、中小企業の動きはどのようにみているか。

早川調査統計局長

そこが非常に難しいところだと思っている。大企業の場合は圧倒的に当期ではなく前期の影響がある程度出てくるので、どうしても2年連続の増益の後だから足許で厳しいという話はあってもやはり増加の可能性は高いと思う。しかし中小企業の場合は必ずしもそうではなく、当期の影響が入ってくる可能性があると思う。中小企業でも前期で言えば法人季報等を前提とすると相当良かった感じであるが、中小企業の場合はどうしても既に足許で収益が悪化しつつあればその当期の影響が出てくる可能性がある。ただ、これを今証拠をもって申し上げることができる状態ではない。

速水議長

ほかになければ次へ移りたいと思う。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にお願いする。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

雨宮企画室参事役

それでは最近の金融環境の現状評価について報告する。金融環境の評価としてはこの2月、3月の一連の金融緩和措置が具体的に金融仲介活動にどのような影響を与えていて、例えば期待されている効果がどの程度出ているのか、それが経済活動をどの程度サポートし得るのかといった点が評価のポイントとなる訳である。ただ金融機関行動や機関投資家の行動も含めた変化については、もう暫くヒアリング調査も含めた情報の蓄積を待って判断したいと考えていて、今日は取り敢えず直接金融市場の動きと金融機関行動の動きの兆しのようなものを纏めて報告したいと考えている。結論を先に申し上げると、社債、CP、株式市場といった市場を通じる金融仲介活動については金利水準、あるいは信用スプレッドからみたリスクテイキング活動の観点から緩和の効果は相当効果を表わしているとの評価かと思われる。それに対して金融機関行動、信用創造行動については足許までの情報では、例えば企業の景況悪化を反映して足許むしろ幾分慎重化の兆しがみられている状況で、この辺のバランスがどうなっていくかが注目ポイントかと思われる。

まず全体に金利環境からチェックすると、図表 11、金利関連指標にある企業の資金調達コスト関連指標では、短プラは1.375%の最低水準が続いている。長期プライムレートについては5月10日にまた下げられて1.75%となっており4か月連続の下落である。因みにゼロ金利時代の既往最低値が1.90%だったのでそれを既に0.15%下回るレベルまで低下している。市場周りの金利の動きでは3か月物CP発行レートはa-1格で0.06%まで低下、社債発行クーポンも1%を割るまでに低下していてレベルは相当下がっている。また社債の発行スプレッドは月によって非常にばらつきがあるが、イメージとしてはこの数が月、40bpか50bpあったものが10bp程度縮み出している感じである。CPの発行スプレッドについて

は非常に小さく、ほとんど無い状態になっているので金利、信用スプレッドの観点からみる限り市場の調達環境はさらに一段と改善していると思われる。図表3のCPの発行残高で特徴的なのはCPの発行が顕著に伸びていることで、19.9兆円と既往ピークとなっている。CPの中身は社債や銀行借入からのシフト、それから一部鞘取りの動き、極く一部の電機メーカー等で在庫資金をCPで調達する動きもみられるといったような三つの要因でCPが伸びている。社債の残高前年比をみると、社債そのものは今年は非常に償還が多く、基本的には長期の資金需要があまり大きくないことも加わって、前年比は落ちている。最近の特徴的な動きは、かつてゼロ金利時代に何回か報告した個人向け社債が相当出だしていることである。例えば個人向け社債の発行額は大体これまで月5百億円位だったが、この3か月大体1千5百億円内外となっている。元々額は非常に小さいが、この額はゼロ金利政策を導入した99年の春から夏にかけてもみられた動きで、そういう個人も含めたリスクテイクの動き、あるいはそれを促進する動きの兆しと一応捉え得るかと思う。株式市場における資本調達の動きで特徴点を一点だけ申し上げると、新規公開が今年の10~12月まではそのさらに前年を上回るペースだったのが今年の1~3月はほとんどストップに近い状況になった訳であるが、4月になって、数字は677億円とまだ小さいものの1~3月に比べ若干新規公開の息が戻ってきた感じがある。この辺も変化の兆しの一つと考えている。今年についてはこの1月に延期して話題になった野村総研のほかマクドナルド、電通などの新規公開が予定されているので、この辺の動向も引き続き見守っていきたいと考えている。CP、社債、株式市場はこのようにそれなりの変化の動きがみられるが、金融機関行動はまだデータが出揃っていないので、足許の動きだけ報告する。図表15の貸出態度判断DIの新しい数字に若干気になる数字が出ていて、例えば中小企業金融公庫の4月のDIが引き続き大きく緩い超ではあるが、緩い超の幅が3月の19.2から4月の18.5と若干縮まったことと、国民生活金融公庫の貸出態度判断DIもずっとマイナスで困難超であるのが3月調査で-22.3と拡大したことが気になる動きで

ある。これはまだ3月、4月のデータなので今回の緩和措置の浸透状況をまだみていく必要があると思うが、99年2月のゼロ金利導入時と環境がかなり大きく違っていて、図表17で当時の動きと今の動きを比べてみると、中小公庫の中小企業景況調査に基づくDIはゼロ金利政策を実施した後大幅に緩いと答える先が増え、厳しいと答える先が減ってきている訳である。もちろん当時と今回は環境が大きく違って三つ位指摘できるかと思う。一つ目は当時はそもそも97、8年の金融システム不安から金融機関の貸出態度が大変厳しくなっていれば発射台が既に低かったことが一つと、二つ目は当時金融政策だけではなく公的資金の注入も含めた大幅な対策が採られたこと、三つ目はちょうどその頃景気が回復に転じたというような三つ位の点で今回と環境が違う訳であるが、少なくとも今のところこういった格好で金融機関の貸出態度が大幅に緩む感じはみられていない。むしろ特徴的なのは二極化である。金融市場局の貸出態度のアンケート調査の貸出運営スタンスという表で大企業向け、中堅企業向け、中小企業向けと分けてある中の今年1月時点の1~3月見通しと4月時点の今後の見通しとを比べて頂くと、例えば大企業向けでは、積極化が、1月は0だったのが、今回2と増えている。一方で慎重化も1月は1だったのが今回は4に増えているので、要するに積極化と慎重化両方出ている状況で、現在の金融機関の貸出態度は、要するに優良な先にはむしろ非常に強い緩和姿勢で臨んでいるのに対して信用リスクが若干劣る先についてはむしろ注意深くなっている状況が端的に表われている。

以上全体を踏まえて図表の6でマネーの動きをみると、特徴的にはマネーサプライがCPの伸びの寄与により比較的高めの伸びをキープしている。マネタリーベースの動きでは、4月まで去年のY2Kの裏要因から伸びが低めに出るため4月のマネタリーベースの伸びは1.4%であったが、5月は15日までの途中ラップで4.2%であるので、多分4月が終わると去年のY2Kの裏がなくなるので伸びは徐々に高まっていくのではないかとみている。次に、マネーサプライは、4月2.7%とこのところ2%台半ばではあるが比較的高めの伸びが続いている。マネーサプライの中身では、

図表 9 に M2 + CD 前年比の要因分解があり、この中で「その他要因」は、足許郵貯からのシフト要因である。「その他要因」が去年の終わり位から今年の初め位にかけてマイナスが消えプラスとして寄与し出しているのが郵貯からのシフト要因である。それから民間資金調達要因が若干マイナス幅を縮めているのは専ら CP の要因である。全体として寄与度はこの半年計算すると、郵貯からのシフト要因と CP の要因が半々の感じでマネーの伸びに寄与している格好になっている。

最後に昨日倒産の数字が出ているので追加的に申し上げる。図表 19 の 3 月 1,703 件に続く 4 月の数字が 1,575 件、前年比が +0.8% とほぼ前年並みの高水準の動きがそのまま続いている。因みに季節調整値の試算値も 1,540 件とそう変わっていない。以上である。

速水議長

質問あればどうぞ。

小さいことで恐縮だが、個人向け社債というのは何か。投資主体が個人ということか。

雨宮企画室参事役

然り。額面の金額が社債の場合には 1 億円の物と 100 万円の物が設計としてある訳であるが、1 枚 100 万円の設計で個人向けに売り出すことを前提に作られた社債である。

速水議長

利回りはかなり良いのか。

雨宮企画室参事役

利回りは物によって全く違う。ゼロ金利時代に個人向け社債を一番多く出したのは住友不動産であったが、今回はどちらかというとノンバンクが割と多い。利回りが最終的にどの位で回るかは会社の格付けによって異なる。

るが、大体5年物で1%内外である。因みに5年物の定期預金金利が0.13%か0.14%位なので、それと比べると利回りは非常に良いことになる。

速水議長

市場で売買できるのか。

雨宮企画室参事役

本来社債は途中で流動性が欲しければ市場で売買することを前提に設計しているが、そうは言っても社債の流通市場はもの凄く小さい。それに加えて個人向けは今申し上げたとおり、一口100万円という商品なので多分証券会社に持って行って引き取ってもらうことは可能だが、流通市場はほとんどないと思う。

速水議長

大きな証券会社が扱っているのか。それとも小さい証券会社が扱っているのか。

雨宮企画室参事役

そこまでは分からない。

田谷委員

そういうのは格付けがA格だったりトリプルBだったりかなり高い。それこそ大儲けしているところばかりが発行しているので、ひよっとすると総合商社などの利回りよりも低いのではないか。

雨宮企画室参事役

田谷委員指摘のとおり会社によってもの凄く違うが、例えば総合商社より低い利回りで発行できているノンバンクもある。

田谷委員

武富士などは相当良いレートで出していると思うし、そういう評価が個人投資家の中でも浸透しているのではないかと思う。それは多分ゼロ金利時代の経験があつてのことと思う。そういうところの調達コストは凄く低い。

速水議長

むしろ1千5百億円と3倍になったということか。

雨宮企画室参事役

そうは言ってもロットとしては非常に小さいものである。

速水議長

急増しつつあるということだな。

雨宮企画室参事役

然り。

植田委員

社債、CP市場ではスプレッドが縮小するような動きがあつて、銀行貸出市場ではそれと違う動きになっている。これは、借り手の質の違いが大きな要因とみて良いのか。あるいは銀行と社債の購入者の痛み方の違いなのか。何となくぼんやりは分かるがどうなのか。

雨宮企画室参事役

そこは両方の要因があると思う。やはり社債を発行できる先と銀行借入れに依存する先の信用度は多分平均的にみれば相当違うと思う。日本の社債市場ではほとんどAが付いている企業が中心で、トリプルBになると発行全体の5%から10%位しかないが、今銀行が一生懸命貸そうとしている

のはむしろトリプルBかそれより若干下位の格付先なので、借り手側の信用度が相当違うという要因はあると思う。ただそれ以外に当然植田委員指摘のとおり、資金を出す方のキャピタルポジションの強弱で金融機関の貸出態度が直ちに前向きにはなり難いといった要因も当然あると思うが、如何せんデータ的に把握し切れない。直接金融市場の方はマーケットプライスの格好でこの影響が直ちに出てきた訳だが、金融機関行動がこの後どのように変化し得るかはもう少しヒアリング調査も含め時間をかけて調べていきたいと思っている。ただいずれにせよ、先程申し上げたような客観情勢の違いを考えるとゼロ金利政策を導入した時のように、急ピッチで金融機関の貸出態度が変わるようなことは少し考え難い印象はある。

速水議長

ほかに質問ないか。

それでは以上で本日の議事は終了したいと思う。明日は午前9時に会合を再開するのでよろしく願います。なお、予てからお願いしているとおり決定会合に対する信認を確保するために皆様におかれては本日の議事内容についても厳正な機密管理に努めて頂くようお願いする。

(午後15時41分中断、18日午前9時再開)

Ⅲ. 「手形買入基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と決定（資料-7）

速水議長

只今から、金融政策決定会合を再開致したいと思う。

はじめに、会合2日目の本日の取り進め方を申し上げる。本日は、まず最初に「手形買入基本要領」の一部改正等に関する執行部の説明とその採決をする。続いて金融経済情勢と金融政策運営方針に関する討議、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いう順序で進めて参りたい。

採決の後は、金融経済月報の「基本的見解」の取り纏めを行い、最後に前々回会合の議事要旨を承認頂く予定である。

本日政府からのご出席は、財務省は田村総括審議官、内閣府からは小林政策統括官である。

あらかじめお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言はすべて記録することを前提とする。委員および政府から出席の方々においては、そのことを前提に発言頂くようよろしくお願いする。

それでは「手形買入基本要領」の一部改正等に関する件について、執行部から提案があるので、討議頂きたい。これは本行の資金供給力の向上を通じて金融調節の一層の円滑化を図る観点から、手形買入における手形期間の延長等の措置を実施するものである。

説明は増淵理事と山下金融市場局長からお願いする。

山下金融市場局長

本件は昨日報告したように、量的緩和策の効果浸透からイールドカーブのフラット化が極端に進む中で資金供給オペの札割れが続発するなど、円滑な金融調節の遂行に支障がみられはじめている現状を踏まえた対応策である。見直しの内容は、本行当座預金残高をターゲットとする現行の金融市場調節方針の下で、本行の資金供給力の向上を通じて、金融調節の一層の円滑化を図る観点から、手形買入における手形期間の延長等、以下の四つの措置を実施したい。

まず第一は、手形買入における手形期間を現行の3か月以内から6か月以内に延長することで、本日決定頂きたい事項である。第二は、手形買入、本店買入における買入対象数を現行の30先から40先に拡大することとしたい。本件については選定手続を進め、6月中旬頃対象先を公表する予定にしている。第三は、国債買入における買入対象に中期国債を追加することである。国債買入における買入対象は、現在10年債、20年債に限っていたが、今回中期国債、2年債、4年債、5年債、6年債を対象に追加し、6月より実施したい。第四の措置は、オペの入札における刻み幅の細分化

である。オペの入札におけるレートの刻み幅は現在国債買入と短期国債買入のみ0.001%刻みとなっているが、他のオペは0.01%刻みとなっており、最近の市場金利の動向等に鑑み、全てのオペについて入札レートの刻み幅を0.001%に統一したい。本件についてはシステム手当ての問題もあるので、事務体制が整い次第順次実施し、7月下旬までに完了させる予定である。

このうち決定案件である手形買入における手形期間の延長の件について敷衍させて頂く。決定頂くのは「手形買入基本要領」の改正であり、具体的には「買入先が自己を受取人および支払人として振出し引受を完了した為替手形であって、満期日が買入日の翌日から起算して3か月以内に到来するものとする。」というこの規定を「6か月以内に到来するものとする」に変えるものである。本措置の狙いは、手形期間の延長により長めの短期資金供給の途を拡充することによって、オペ先の資金ニーズに対応する余地を広げ、現行の当座預金残高ターゲットを円滑に実現していくことに繋げることである。現状国債借入オペや短期国債現先オペは、各基本要領上最長6か月の期間で実施し得る扱いとなっているが、価格変動リスクの問題もあり、3か月を超える長めの期間のオペの実施は事実上困難というのが実態である。これに対して手形買入の場合は、オペ期間中に根担保として差し入れられている担保の入れ替えが可能であるので、価格変動リスクの問題がある程度回避されるため、長めの短期資金供給に適している。なお今回手形買入における手形期間を6か月に延長しても、買入手形は信用力が十分と認められる金融機関等の振り出した手形であるうえ、担保については昨年10月の適格担保取扱いの見直しにおいて価格変動リスク等を勘案し、担保割れが極力発生しないよう掛目を設定したほか、担保債券の値洗い頻度を週次とするなど、厳格な管理を実施しており、債権保全面で特に問題は生じないと考えられる。因みに買入手形担保は、現在日中当座貸越等との共通担保となっているが、本年4月末時点の内訳は、国債が87%、政保債が4%、地方債が3%、手形・CP等3%となっている。

本日も決定を頂けば、各オペの取引期間は国債借入、短期国債現先、手

形買入が6か月以内となり、CP買現先、手形売出は3か月以内となる。

最後に付議文を読み上げる。「『手形買入基本要領』の一部改正等に関する件。金融調節の一層の円滑化を図る観点から、手形買入において買入対象とする手形を、その満期日が買入日の翌日から起算して6か月以内に到来するものに変更することとし、そのため下記の諸措置を講ずること。記。1. 『手形買入基本要領』（平成12年4月27日付政委第62号別紙2.）を別紙1. のとおり一部改正すること。2. 『日本銀行業務方法書』（平成10年3月24日付政第29号別紙3）を別紙2. のとおり一部改正すること。以上。」。その別紙1、2は3か月が6か月に変わっていることが内容である。私からの説明は以上である。

速水議長

それでは只今の説明を踏まえて、自由に討議頂きたい。

田谷委員

今日こういう決定をした場合、どういった対外説明をされる予定になっているのか。

山下金融市場局長

今日夕刻、金融調節課長から記者レクをする予定にしている。一応この四つの件について公表文を一枚用意してそれで説明する。

藤原副総裁

これはどの位の効果を持つと言うことができるのか。

山下金融市場局長

効果は間違いなくあると思う。昨日申し上げたように短国の買切オペは、昨日8千億円に増額しても4.17倍と、刻みを低くすれば資金が入ってくるニーズがある。当面考えられる資金のニーズは9月の期末越えである。

9月の期末越えも金融機関によっては早目に手当てするところもあろうし、大丈夫だと思って手当てしないところもあると思うが、いずれにしても一応手当てしておこうというニーズがある訳である。最初の期間の延長によって、そこに手を打てるようになることは非常に大きいことである。今回の措置である程度対応余地を広げることは十分できると思うので、現状の策としては最善の対応策だと思う。

須田委員

私はこれ自体全く問題があるとは思っていないが、対外的な説明の仕方如何で変な誤解を呼ぶのではないかと考えている。特に国債買入で中期国債を追加したことが、中期の買い切りを加えることになる。元々国債買入れを巡っては色々な情報が世の中に出ているから、単に調節手段が増えたというだけの情報として、正確に伝わるよう、是非よろしくお願いしたい。

山下金融市場局長

承知した。勿論買切オペも資金供給力の強化の一つである。中期国債については昔から市中から要望が出てきている案件であり、あまり誤解を生むとは思わない。今まで中期国債を対象にしてこなかったのは、歴史的経緯と発行残高が少なかったためであるが、それも段々満たされてきたために、この際、資金供給力強化の観点から一括して措置を講じる形としたというように説明する。

速水議長

中期国債を買うのは今度がはじめてになる訳だな。

山下金融市場局長

然り。今までは10年債、20年債に限っていた。

速水議長

国債買入額についてはバランスシートなど対外公表するうえでは、買入国債とか、内訳に中期国債といった項目が設けられるのが。対外的な扱いはともかく、行内で私共がいつもみている日計表とか積み上げ額とかの計表のうえではどう扱うのか。

山下金融市場局長

国債は利付国債ということで一括して纏めている。勿論内訳は分かっている。

速水議長

それでは対外的にも行内でも中期国債が幾らかという数字は一応出さない形で取扱うのか。

山下金融市場局長

銘柄別に本行が幾ら保有しているかの数字は現在公表していない。ただ色々検討しているのでいずれまた相談させて頂きたい。

三木委員

国債は今の買入ペースを前提にすれば、月4千億円の範囲内で行なうことになるのか。

山下金融市場局長

然り。

三木委員

今回、新しくそれ以上に買い入れるスキームを作った訳であるが、仮に今後買い増していく場合には、それも当然対象になるのか。

山下金融市場局長

勿論そうである。

三木委員

その辺のところでは誤解を招かないようにというのが、須田委員の指摘だと思うが、そこは気を付けてもらいたい。

それから手形を6か月にするとのことであるが、商慣行では手形は90日というのが厳としてあって今まできている訳である。それとの関係でみた場合に、それを6か月にすることは180日手形であるから昔で言えば台風手形になる訳である。これは本行のオペであるから今言ったような誤解がなされないように十分工夫してもらいたい。

増淵理事

それは金融調節課長の説明で誤解が起きるようなことがないように説明を尽くすが、委員もよくご存知のとおり手形オペの手形は金融機関等が振り出した手形であって、担保は別途国債等である。従って実態的には「手形」オペと言うよりは金利入札の貸出に近いものである。そういう実態を踏まえたうえで、誤解のないような説明をさせたいと思っている。

三木委員

そこははっきりさせておいた方がよい。

武富委員

因みに2年から6年の新対象となる中期国債の現在の発行残高というのはどの位か。

山下金融市場局長

今2年債が28兆円、4年債が14兆円、5年債が15兆円、6年債が21兆円であるから、80兆円位である。

三木委員

申し訳ないが、もう一度言ってもらいたい。

山下金融市場局長

今2年債が28兆1千億円、4年債が14兆4千億円、5年債が15兆8千億円、6年債が21兆円である。

速水議長

国債発行残高350兆円の大体2割強か。

山下金融市場局長

4月末現在10年債が226兆円であるから、そのようなイメージかと思う。

三木委員

20年債の残高は幾らか。

山下金融市場局長

20年債は30兆円である。

三木委員

この件は結構であるが、マーケットの中では短期の債券ディーリングで持っている物について、即日オペといったようなことをしてもらえないかというニーズがあるとのことである。それを行なう場合、当然本行は繁忙になるし、システムの対応も必要になって非常に問題かもしれないが、その辺は何か考えたことはあるか。

山下金融市場局長

レポ・オペのT+0ということか。

三木委員

そうである。極く短期の即日取引である。

山下金融市場局長

今即日で取引できるのは手形オペと短国で、レポ・オペについてはシステム対応が必要である。RTGS以降指摘のようなニーズが非常に強まっており、民間でもそういうマーケットができ上がりつつあるが、まだまだマーケットを形成する程の取引には至っていないので、そこはそういうニーズ、マーケット自体の拡大と私共のシステム対応等、相携えていくということである。

三木委員

一応考えてはいる訳か。

山下金融市場局長

勿論である。いずれにしても短国は今でもできる。

速水議長

他になければ採決に移りたいと思う。事務局は「『手形買入基本要領』の一部改正等に関する件」について議案を持ち回って、委員から採決を得た後その結果を報告してもらいたい。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

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

全員一致で可決された。ただ今ご決裁頂いた件については、会合終了後執行部から報告のあった他の措置とあわせて、適宜の方法で対外公表したいと思う。

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

それでは、昨日の執行部からの報告等を踏まえ、金融経済情勢に関する委員の方々の討議に入りたい。本日の討議の形式はいつものとおりであるが、最初に金融経済情勢に関して順番に意見を頂き、次いで自由に討議頂く。その後で金融政策運営に関してもう一度順番に意見を頂いて討議頂く。最後に政府から出席の方々に意見があれば承るという順に進めて参りたいと考えている。

それでは、委員方の意見を承るが、ポイントを絞って議論頂くために、金融経済情勢、金融政策運営方針の各ラウンドにおいて、それぞれ一人5分程度を目途にお願いしたいと思う。

では、まず金融経済情勢について、本日は中原委員から願います。

中原委員

日本の景気については、景気動向指数から明らかなように、景気の後退が改めて確認されている。問題のアメリカについては、若干の明るい材料も出たので、なかなか読み難くなっている。以上について逐一申し上げる。まず景気動向指数は、3月の速報が出て、前月の結論をさらに補強するもので、遅くとも年初に転換点を迎え下方に後退中である。これは三つか四つの方法で判断して全てそうなる訳である。最も簡単なD Iの3か月ルール、第二にC Iの一致指数についてボールディングの簡便法、第三にアメリカ商務省が使っているEDA——C Iの先行指数変化率とC Iの一致指数変化率の両者から判断する方法で、1月にP1、2月にP2、3月にP3の信号が出ている——でみてそうである。後退局面に入っている証左である。第四の方法は長期先行指数の金融重視型の変化率とC Iの先行指数の変化率、C Iの一致指数の変化率について比較する方法で、いずれも10月にP1、1月にP2、2月にP3の信号が出ている。四つの方法から判断して景気の後退局面に入っていることがさらに追加的に確認された訳である。なお、季節調整替え後の生産指数をみると、季調替え前と同様に今年の8月がピークと判断されている。いずれにしても今年の8月に景気がピークを打った可能性が依然としてある。最終的な基準日付の判断については基準判定会の結果も踏まえて判断するまでに時間がかかることは以前から申し上げているとおりである。日本経済について極々簡単にかいつまんでポイントを申し上げますと、一つは輸出の失速が非常に大きく影響していることである。今次局面の生産指数の上昇においては、輸出主導型業種の寄与が過去の局面に比べて非常に高かった。99年4月以降の生産指数の上昇において、輸出のウェイトが全体の平均である12%を上回る業

種を輸出主導型産業と名付けると、それに該当する一般機械、電機、輸送、精密の四業種の寄与率が 77.5%を占めていて、過去の回復局面のいずれよりも高い。83年2月から85年6月の回復局面が63.6%、86年11月から91年2月の局面が59.1%、93年10月から97年3月局面が72.7%であったから、今次局面は典型的な輸出主導型の景気回復であった。従って輸出の減速がはっきりした現在、鉱工業生産がかなり大きな落ち込みになることは必至である。それから設備投資についても今申し上げた輸出主導型産業の2000年機械受注高に占めるシェアは62%に達しているので、機械受注の伸びにおいても輸出主導型産業業種が牽引した訳であるが、これらの機械受注は2000年半ば以降米国の生産活動・稼働率の減少を背景にピークアウトしている。特に電機の中を細分化してみると、昨年前半に全体を大きく牽引してきた半導体製造装置が35%の落ち込みとなっているほか、電気計測器、電子応用装置などITに関連する品目も減少している。IT以外に牽引者が現われない限り今年度はかなり設備投資が落ち込まざるを得ない。それから雇用は、ばらつきが非常に目立ってきた中で厳しい状況が続く。有効求人倍率の分析として、2000年平均の数値を地域、年齢、職種の三種のカテゴリーに分けてみると、ばらつきが非常に大きくなった。地域的にも福井県が最高で1.10倍、最低の沖縄県0.28倍と、年齢的にも最高は19歳以下の1.96倍、最低は60~64歳の0.07倍、職种的にも最高の保安が2.37倍、最低の事務が0.39倍、最低から二番目に管理があって、0.965倍である。こういった中で地域的なばらつきは縮小傾向にあるが、年齢別、業種別にはばらつきが拡大していて、労働市場におけるミスマッチが拡大傾向にある極めて厳しい状況である。いずれ失業率が5%台に乗るのは時間の問題である。

それから世界経済について申し上げますと、OECDのコンポジット・リーディング・インディケーターズの3月は前月比-0.6%と大幅減少である。米国についても前月比-0.9%、前年比-0.35%となっている。アメリカについて申し上げますと極めて微妙な段階で、2、3か月先の経済動向が非常に決定的に重要になると思う。逆資産効果の消費への影響もかな

り大きくなってきたと考えていて、GDPベースで1.2%程度のマイナスが出ているのではないかと思っているし、また失業率の3か月移動平均でみると、7月が0.4%上昇しているので景気後退入りを示唆している訳であるし、非農業部門の就業者数が2か月連続で減ってきたことは既に知られているところである。

最後にこうした経済情勢の中で、一番問題なのはハイテク輸出業種の在庫評価減が起っていることで、99年の6月をピークにアジア諸国の交易条件が低下している。産出価格が下落を続けている一方、昨年の下期以降為替は円安方向に動いているので大手電機メーカーの本年3月の連結決算をみても多額の在庫の評価減が発生している状況で、IT関連製造業の競合等による輸出製品の大幅な価格低下のためにわが国のハイテク産業は円安メリットを奪われつつある。

速水議長

それでは次、三木委員お願いします。

三木委員

昨日の調統の説明にほとんど違和感がないが、敢えて現場からみたミクロの問題も含めて、特にこれが問題だという点を総括してみたいと思う。まず景気の総括感は、景気は緩やかな後戻り状態のままである。実体経済は膠着状態に入っていて前向きの動きが出ない状況ということに集約されると思う。需要項目別にみると、海外需要は依然として弱含みを続けていて、輸出は減少基調継続である。これまで増加基調を続けていた設備投資はここへきて頭打ちの感が強まってきた。生産設備について言うと、先行き需要の不透明感を背景にIT関連投資以外でも投資の減額、延期、中止の動きが出つつある。全体として頭打ちないし減少に転じつつある。それからその設備を入れる箱物は建築着工床面積、民間非住宅をみると、前年比マイナス幅が段々拡大していく中で、工場だけがなお前年比プラスをキープしている。設備投資は止められるところは止めてきているが、設備

の増設を中断できない案件が残っていて、そのための建築着工が、最後の残り火のように出ている状況とと思っている。住宅投資は完全にピークアウトして、減税効果にももはや反応しなくなってきており、平成12年度は121万戸で収まった訳だが、平成13年度の着工戸数はさらに減少して115～120万戸の間の下限に近い方に落ち込むのではないかというのが今の見込みである。ただ首都圏の分譲マンションだけは、この1～3月まで好調を保ってきたと言える。これは遠距離から近距離への住み替えという特殊なニーズに支えられたものであるが、デベロッパーは首都圏シフトはなお続くと強気な見方を崩していない。首都圏内で手当てした立地条件の良好な土地——本行をはじめとする銀行、大手企業が社宅を売り出した土地——に今後上物の建築をどんどん進めるので、物の動きには寄与するだろうと思うが、販売がついていくのかどうか疑問であり、これも不透明感が強いと言わざるを得ないと思う。在庫動向は、素材、電子部品は微増する方向になおあり、在庫調整は長引く。それから公共投資は緩やかに増加するもせいぜい9月までの動きである。時間軸でみると2、3月で12年度補正分の約8割弱の発注が出尽して、4～6月の着工に繋がるので、物の動きでは足許は緩やかに増加している。足許4～6月の発注状況をみると、12年度補正分が玉切れになる一方で、13年度当初分の発注が新たに入り始めるので、物の動きとしては7～9月は割と高めの水準が維持できそうだと思う。もっともその先は13年度補正次第で、補正がなければここでピークを打ち、10月以降は減少基調に転ずる姿になろうと思う。もっともこうした姿になるかどうかは、公共投資全体の約6割を占める地方の単独事業と地方の補助事業の動向如何によるところも大きいと思っている。地方はこのところ分不相応の公共施設建設のつけがたたって、第三セクターを含め資金繰りが非常に厳しくなる中で公共投資削減は必至である。こういった形で考えると今述べたシナリオも依然として不透明感が残ると言わざるを得ない。個人消費は、自動車等一部耐久消費財に明るさがみられるほか、都内の百貨店売上高、大阪の百貨店売上高等も前年比プラスとここへきて一部に回復感がみえる分野もあるが、基本的にはかねがね

申し上げているように一進一停の域を出るものではない。個人消費は好況でも不況でもない、平時状態のままである。以上の需要動向を踏まえての生産動向は、製造業の4~6月の生産が1~3月に比べてさらに落ち込み、7~9月にかけてボトムをつけにいく姿が想定される。業種別にみると、自動車、造船は好調であるがそれ以外の業種は押し並べて不振と、荷動き低調である。特に問題は建設の落ち込みが大きい点である。首都圏はなお再開発の工事量が残っているが、地方圏はここへきて急速に冷え込んでいる。業界最大手の優良ゼネコンでさえ、13年度の工事見通しは前年度比1割以上のマイナスになっていて、一般のゼネコンではさらに大きなマイナス幅になる見込みである。この結果、構造改革先送りのつけとして生き残りをかけての安値受注競争になっており、体力消耗戦に入っている。ゼネコンであるが故にその取引先であるファブリケーター、工務店、資材納入業者を巻き込んでの消耗戦である。こうした厳しい経営環境の中で業界ではいよいよ建設業界のハードランディングは避けられそうにもないとの見方が強まっている。直近1年で債権放棄等の支援を受けたゼネコンはまだ時間的余裕があるが、それ以前に債権放棄を受けた痛みの大きい問題ゼネコンは、いよいよ再建計画の限界から倒れるのではないかとの見方が日々強くなっていて、非常にシビアな局面になってきている。次に価格下落と企業収益では、価格の下落基調がなお継続している。足許の価格下落の中身は良い価格下落、技術革新・生産性向上による価格下落に加えて某自動車メーカーによる原価低減戦略を契機としてわが国産業界全般に広がっている国際競争価格への鞘寄せとも言える価格下落、さらにITによる物流合理化も駆使しながら実現する国際水平分業による価格下落もある。しかし、こういった良い価格下落と同時に悪い価格下落——需給バランスの崩れからくる価格下落——も生じている。構造改革先送りで市場から淘汰されるべき企業の安売りが誘発する価格下落がなおみられて両者混在しながら全体として価格下落に繋がっている姿だと思う。これをどう評価するかであるが、まず生産性向上による価格下落は不可避の流れとして企業経営に織り込まれており、景気動向をみるうえで過度に懸念

する必要はないと思っている。国際競争価格への鞘寄せの動きも今後2、3年計画で行なう計画線上にあって、その動きは一応の決着をみている。先がみえていることから企業経営の点では更なる不透明感は避けられるところまで来た。問題はこの悪い価格下落によって、退出すべき企業の安売りが誘発する下落が勝ち組の体力消耗に繋がっていることである。また需給アンバランスからくる価格下落は構造改革先送りの中では在庫調整の目途がみえるまでは続かざるを得ないので、相当長引くのではないかと思っている。以上の結果、上期の企業収益は量の減少も加わるため、減益局面の厳しい姿になることは避けられず、企業部門からの回復シナリオは一段と不透明感が強まることになる。因みにこの4月に実施した商工中金の中小企業調査によると、ここにきて売上高が前年比マイナスになっている中で、価格下落は前年比-13%とかなり大きな下落幅になっており、収益環境は相当厳しい姿になると思う。

こういった実体経済の中身を見据えたうえでの今後のリスクとして懸念されるのは、長期金利、株価、為替等のマーケットの動きだろうと思う。日本経済は株、債券、為替といった金融資本市場でのボラティリティーが非常に高くなっている一方で、実体経済はその影響をもろに受ける点が問題だろうと思う。中間決算の動きがみえてくる9月頃に下期期待の企業収益がどうなっていくのか、それから時価会計導入による銀行の業績もどうなのか、こういった点がいよいよ問題になると思っている。以上である。

速水議長

それでは次、武富委員お願いします。

武富委員

現在は景気調整局面の初期段階に典型的にみられる現象が起きていると思う。つまりセクター別、需要項目別にモメンタムの方向感が異なることがみてとれる。これを単なるタイムラグとみるのか、それぞれ独立したモメンタムのぶつかりあいとみるのか、あるいは微妙な景気の綾程度とみ

るのか、いつも難しいところだと思う。今の日本経済では企業セクターと家計セクターのモメンタムがまだ少し方向感として揃っていない。企業の方は明らかに下向きで、電子部品等を中心にする輸出減による売上減少を受けた生産、在庫調整が進み、それがかなりの程度設備調整にまで及んでいるかと思う。一方家計部門は、もともとあまり強くなって、一進一退を続けてきたが、今現在も一進一退に止まっているようなところがある。需要項目別にこれを置き直せば、設備と消費で少しモメンタムの方向感が違うことである。これはアメリカでも似たようなことが言える。企業調整に伴う株価調整が進んで消費に相当逆資産効果が出るかと思えばそれ程でもない。少なくとも1~3月のGDPの需要項目といったような平板な捉え方をすればそういう形になっている。純輸出は昨日も執行部から示唆があったが、日本の場合は輸入はやや構造的な問題もあって増える方向にある。国際分業している電子部品等は別だが、消費財を中心に輸入は減らない。一方、ハイテク関連の輸出が急激に落ちることで、純輸出が成長にとってマイナスとなる。アメリカの場合は、ハイテク企業調整を反映して輸入が急ピッチで落ちているが、輸出の方はそこそこで、純輸出が取り敢えず落ち着いており、ここは日米若干向きが違う動きになっていると思う。こういうことを総合して考えると、今の日本の景気調整はアメリカ発、それも企業発、もっと言えば電子部品関連分野発で調整が起きていて、それが日本の企業部門に調整を起こしている。しかし今現在では家計セクターまで大きくは及んでいないようにみえると思う。従って先行きのポイントは、企業から家計へタイムラグを伴って調整が収斂してくるのかどうか、それをみる場合には雇用、所得調整の度合いがどうなるかをみていくことだと思う。90年代前半も今回も、景気の調整を受けて労働投入量が減ってきている。90年代前半はILOの問題もあったので時短から始まって、臨時工、季節工等の削減があり、残業時間が減って所定外収入が減るようなことによって、正規社員の雇用削減にいかなかった。今回はその正規社員のところにもここ2、3年では少し手がつけられたが、最近の動きをみていると昨日も話があったように労働時間の圧縮の形の労働投入量の減少

がみられる。今度の不況で企業が固定費の変動費化努力をした事実を踏まえると、いわゆる景気調整局面における雇用、所得調整が過去と多少違う感じが出てくるのかどうか私にとって着目したい点である。今起きていることはパートの統計上の扱いで限界的な旧来の正規社員の調整として出てきている部分をどのように上手く斟酌するかという問題があるが、今のところは雇用調整、賃金調整が常用雇用に激しく及ぶことなく起きている。そして、それが企業セクターと家計部門のモメンタムの若干の方向感の違いに繋がっていると思う。先行き6月のボーナスや雇用・賃金周りの事情により強く注目していきたいと考えている。

速水議長

次、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

私は前回の決定会合で将来展望とリスクの評価を試み、また自分自身の経済と物価の見通しを提出したので、それを念頭に置きながら最近の情勢について気がついた幾つかのコメントを申し上げる。

一番気になるのは輸出と生産の落ち方が相当大きくなって出てきていることの評価であると思う。米国のGDPは第1四半期まで数字が出ている訳であるが、その減速の度合いに比べて日本からの輸出あるいは生産の落ち方が非常に大きくなっている印象を受ける。これまで我々は、米国の下期回復の可能性如何をシナリオの中の最も大きな前提として、米国経済全体のいわばGDP成長率がどうなるかといったことを議論してきたように思うが、実際に日本の輸出や生産のパフォーマンスをみていると、先程武富委員が指摘していたように、米国の中の様々な調整のうち、テクノロジー関係部門の動きがどうなるかがわが国にとっての影響としてはより重要かもしれないと思う。そういう意味では最近の米国経済の調整がだんだん設備投資調整に比重を移してきていることの意味合いが重要だと思ふ。

I T投資が過去数年間行き過ぎたのではないかとの評価が強くなってきていると思うが、行き過ぎの度合い、逆に言えばいつ頃調整が終わりいつ頃回復に向かうかの展望になると、極めて見通し難いのが現状ではないかと思う。しかしここまでの動きをみると米国におけるTMTセクターの調整が長引いた場合には、わが国の影響も大きくなる。それは米国経済の動きが主としてオールド・エコノミー部分が金利の低下に支えられて比較的活況を呈しGDP成長率がそれほどシリアスな状態にならなくても、テクノロジー部門の調整が非常に大幅になっていく場合は日本への影響は大きくなるリスクがあると受け止めた方が良くかもしれない状況である。

第二に生産の減少幅が大きくなってきていることの延長線上で考えると、収益の悪化幅が、例えば短観などに出ているよりは大きくなる可能性があるのではないかと思う。それが雇用・賃金に対してどのように先行き影響を与えていくのかが今年度後半の日本経済を見通す場合のポイントだろうと思う。これはこの時点ではまだそこに注目して収益動向をみていきたい、あるいは収益の悪化幅が大きくなった場合に企業がどういう雇用政策を採るのか注目してみていきたいということに止めておきたいと思う。今のところ消費は昨日の調査統計局の説明にもあったように、比較的底固い動きを示していると思う。雇用者所得が限界的に前年比マイナスになってきているところがやや気になる動きであって、これが今言った収益動向との関係でどのような動きになっていくのかが消費についてのポイントだろうと思う。コンフィデンス指標の悪化が昨日も指摘されたが、コンフィデンス指標が昨年比較的堅調というか改善を続けた時に、果たして消費性向が上昇していったのかということ、これは甚だ私は疑問に思う。逆にコンフィデンス指標が今度は多少下向きはじめているが、だからと言って消費性向が落ちていくかどうかは何とも言えない。それよりは雇用者所得全体の動きの方が大事ではないかと思う。

最後のポイントは物価であり、これは少し分からない動きがひとつあるように思う。WPIでみると輸入物価は円安その他の情勢でこのところ円ベースの輸入物価が前年を3月で10%、4月で12%上回るような動きに

なってきた。CPIの輸入品とか輸入競合品の動きをみると、前年比-2%程度の下落が続いており、ほとんど変化がない。CPIをみると為替の影響を今のところほとんど受けていないように見える。この理由はよく分からないが、大量に入ってきている輸入消費財——特に日本のメーカーがアジア諸国に進出して作った物の輸入品——が、もともと円建ての長期輸入契約になっているのか、さらにコストダウンが進んでいるのか、この辺の理由が私はよく分からないが、いずれにしてもここまでのCPIの内容をみると輸入からくる消費財の価格低下圧力は依然として衰えていないように見える。こういう一般的な背景の中で3月の金融政策の変更を行ってから約2か月近く経った訳であるが、金融システムに対する過剰準備の供給が銀行行動にどういう影響を与えているのかみてみると、——これはまだ評価は多少プリマチュアだと思うが——今のところ大手行の上半期の業務計画等々別の材料から推定してみて、ほとんど銀行行動に対して目にみえるような影響はまだ出ていないと思う。少なくとも貸出に関しては、大手行は信用リスクの審査に慎重であり続けているし、企業向けのスプレッドを拡大したいという意向は非常に強い状況で、流動性制約がさらに薄れていることのポジティブな影響はまだ認められない。

以上全体としてみると、前回議論した「展望とリスク評価」のリスク評価において認識したようなダウンサイド・リスクをコンファームしつつあるような状況ではないかと思う。ただ、その度合いについてはまだ非常に不確実性が高いと思う。以上である。

速水議長

次に藤原副総裁、お願いします。

藤原副総裁

前回の会合以降に公表された指標等から考えると、先月の月報や前回決定した展望レポートの判断を変えるような材料は得られていないと思う。

従って輸出、生産の減少が続いており、調整局面にあるという評価は当たっていると思う。企業部門では輸出、生産の減少がより鮮明になってきている。設備投資も頭打ちになりつつあり、先行き減少に転じていく可能性が高くなっていると思う。個人消費はこのところ比較的明るい指標が目につくが、雇用・所得やコンフィデンス等の面で生産減少の影響が出はじめてきた点が心配である。消費者コンフィデンスについて数か月前に私は、わが国の場合は株価の下落よりも雇用・所得環境の影響の方が大きいのではないか、と言った覚えがある。生産の減少がはっきりしてくる中でいよいよそうした動きが現われてきている可能性があると思うし、この点注意してみていきたいと思う。物価は需要・供給両面の要因で弱含みの動きが続いている。景気の弱さに加えて衣料品などの輸入競合品の価格低下やマイラインの値下げ競争などの影響も大きく響き、当面はこうした要因は大きくは変わらず推移すると思われる。

先行きについては、引き続き注目すべきポイントはやはりアメリカ景気の動向、世界的なIT需要の動向だと思う。この点は昨日執行部からの報告にもあったとおり強弱両面が窺われ、悪化の速度が加速している訳ではないが、かと言って明確な回復への道筋はまだみられていないと思う。当面はこうした海外景気、IT需要の動向、国内要因としては新政権の構造改革に向けた姿勢、努力などを注視して参りたいと思う。以上である。

速水議長

須田委員、お願いします。

須田委員

私は引き続き日本の景気が調整局面にあるとの見方を持っている。本日は年度後半にかけての景気展開についての下振れリスク要因のうち、海外の景気動向の点検、主として米国に絞って意見を述べたい。

米国景気の先行きについては、楽観的な見方と悲観的な見方が交錯している訳であるが、年後半には緩やかに回復に向かうといった見方が引き続

き標準的な見方とされている。しかしこれまでの長期に亘る供給能力の増大に見合う需要増を維持する困難さとコストアップ要因を考えると、私は米国の景気調整については長期化するリスクが高まっているように思う。先日のFOMCのステートメントでは、ここ数年観測された生産性の基調的な増勢は損なわれていないとの見方が改めて示されている。確かに90年代のITを中心とした設備投資の増加は、労働者一人当たりの資本財を増加させ資本深化させて、全要素生産性を引き上げた。この結果、企業収益が増加して期待収益率、設備投資がさらに増え、また家計の購買力も増加した。今後米国の景気が本格的に回復してFOMCのステートメントのような状況に戻っていくには、設備投資が回復して資本深化が進行し、労働生産性が上昇し、企業収益の見通しが好転するというメカニズムが働く必要がある。FOMCはこれを下支えするためにこれまで積極的に金融緩和措置を打ち続けてきたのだろうが、最近公表された経済指標は、当面こうした回復のメカニズムが働くことが困難であることを示唆しているように思う。すなわち昨日の説明にもあったが、今年第1四半期の労働生産性の伸びは対前年比でマイナスとなって、単位当たりの労働コストは急上昇している。これは当然企業収益を圧迫することになる。それからもう一つのコスト増要因として挙げられるのがエネルギー価格の上昇である。最近米国では夏場を控えエネルギー価格の上昇に対する懸念が一段と強まっている。その対策が遅まきながら出てきたようであるが、即効性があるものではないと思う。このようなコスト増要因を価格に全て転嫁できるとは思わないし、もしそれをしようとするればインフレ懸念が顕在化してしまう。ではコスト増を減らしてインフレ懸念に対処しようとするれば今後労働時間数の抑制といった対応からもう一步踏み出して本格的な雇用調整に繋がるであろうとなる。となれば、今のところ堅調に見える消費に悪影響を与えると思う。またエネルギー価格の上昇は家計部門にも影響を与え、消費者コンフィデンスやエネルギー以外の商品に悪影響を与えるのではないかと思う。生産面でも4月の製造業の設備稼働率は91年4月以来の低水準まで低下している。特にハイテク部門の設備稼働率が急低下してい

る。こうした中でハイテク部門の今年度生産能力は過去の積極的な設備投資によって4月も前月比で1.7%と引き続き拡大している。先程も話があったが最近数年間の設備投資の中には過度に楽観的な収益見通しに基づいた過剰な投資が含まれていたことは明らかだと思う。今後企業収益が悪化する中で、企業は資本ストックを調整せざるを得ない。そしてそのことは資本深化による生産性の伸びを引き下げる方向に働くはずであると思う。FOMCの政策余地も少なくなっていることを考え合わせると、私は米国経済の先行きに対して、非常に悲観的な見方を採っている訳ではないが、標準的なシナリオの達成は難しくなっていると感じざるを得ない。

次に少しだけ欧州に目を転じると、ここにきてドイツを中心に生産・受注の伸びが落ち込みはじめており、製造業のコンフィデンスが悪化している。他方物価面では、エネルギー価格、畜産価格などの上昇、あるいはユーロ安の影響などから価格上昇率はじりじりと上昇している。これまでのところこれが賃金に波及してはいないようであるが、先行き警戒が必要だと思う。従ってECBは今後景気の減速とインフレ・リスクの高まりを両睨みしつつ、非常に難しい舵取りを迫られていると思う。このように最近の欧米の景気動向などをみると、米国中心に世界景気が同時に減速に向かうリスクが高まっている。そうした情勢を受けて日本の景気調整も長期化するリスクが高まっているように思う。以上である。

速水議長

次、田谷委員お願いします。

田谷委員

経済情勢については、輸出の減少を受けた生産調整が続き、製造業を中心に減益になりつつあり、設備投資も頭打ちから先行き減少に転じそうである。個人消費は各委員が指摘していたように比較的堅調な動きを示しているが、雇用・所得環境の改善が期待できないことから一進一退の動きの範囲内と思われる。公共投資も進捗ベースでは年央辺りまでは増加しそう

である。物価は生産調整の影響もあって卸売物価の下落がやや大きくなっているし、輸入競合品の価格低下が続いて軟調な消費者物価が続いている。金融・資本市場では金融緩和が浸透し、各種金利がほぼ極限に近いところまで低下してきている。株価についても金利の低下に加えて、米国株価の反発や国内経済構造改革への期待が下支えとなっているようである。ただ不良債権処理の行方とその影響については、現在のところマーケットとしても判断できずにいるようである。これらのうち幾つかの点について若干敷衍したいと思う。

まず輸出に関連して米国経済の先行きについてみてみたい。家計部門は底固さを維持しているものの、企業部門では生産の調整が拡がり、収益が悪化し、雇用調整が進み、設備投資の鈍化がよりはっきりしてきており、連銀は景気先行きについて依然慎重なスタンスを採っているようである。ただこのところの株価の反発、堅調な長期金利、ドルの底固さに代表されるように一部に先行き楽観論も出ている。まだまだ米国経済の先行きの見方について紆余曲折が予想されるが、現在のところ年後半以降回復過程を辿るといったシナリオで良いと思う。一方、東アジア諸国で輸出の減少が数字のうえでも確認されつつある。特に台湾、韓国の落ち込みは大きい。米国、東アジア向け輸出の減少、生産財を中心とした在庫調整などから鉱工業生産の減少が目立ってきているが、まだ暫く続きそうな情勢である。

設備投資は各種先行指標から判断して、今後頭打ちから減少に転じそうである。ただ今のところそうした減少が加速する兆候はみられない。個人消費関連の指標は堅調である。まだ第1四半期中のデータしかほとんどアベイラブルではないが、国民所得統計上の個人消費はかなりプラスになったのではないかと思う。純輸出のマイナス寄与を打ち消してGDP全体としてのプラス成長の主因になると考えられる。生産面から推計するGDP成長率は、仮にプラスになったとしても製造業生産の大きな落ち込みによって限定的になると思われ、支出面からの推計とのギャップがまた目立つことになりそうである。第2四半期の個人消費については、第1四半期の高い伸びの反動もあるであろうし、雇用・所得環境が若干悪化してきて

いることもあり、多くは期待できないであろう。年前半の個人消費は一進一退の範囲内と思う。一つの注目点は、このところの消費性向の若干の上昇である。各種消費者コンフィデンス指数が悪化してきているので、どの位続くか分からないが、一部節約疲れが出ているのかもしれないし、今後についても変化への期待から閉塞感が薄れて消費にプラスに働くかもしれない。

経済情勢については一言で言って、これまでのアセスメントを変える必要はないと思う。金融緩和のマーケットへの影響についても、全体として想定どおりと言って良いように思う。預金金利、国債利回りの低下もあり、個人でも株式投信に加えて社債、地方債などに対する購買意欲を高めているようであるし、機関投資家は低格付債や外債投資意欲を強めたり、デュレーションの長期化を図っているようである。つまりリスクテイク活動の進展がみられる。株価は米国株価の反発や構造改革への期待に支えられて持ち合い解消売りや企業業績の悪化懸念からくる下押し圧力を凌いできているが、金利の低下がプラスに働いていることも事実だと思う。円／ドル為替レートについては前回も申したが、影響は今のところ限定的のようである。

最後に、所要準備を超える日銀当座預金の供給自体が如何なる効果を発揮しているかについての評価については、現在のところできる情勢にはないと思う。ヒアリングなどの結果を含めて判断したいと思っている。以上である。

速水議長

植田委員お願いします。

植田委員

私は皆さんがお話になったことと特に大きく違うポイントはないし、政策の方で5分を少し超過しそうなので極く簡単に済ませたいと思う。

日本経済はほぼ予想どおりのパターンで少しずつ悪化を続けている。注

目が集まる米国経済は、私の感じでは最悪の状況に陥るようなりスクは少し減少しつつあると金融・資本市場は評価しつつあるように見える。しかし本当にそうなのかどうかについては依然として大きな不確実性が残っている。いわゆるTMT部門でのオーバーハングの度合いがどれ位かに関する分析があるのかないのか色々調査してみたが、分析は大量にあるものの、誰も自信を持ってこうであるという結論を教えてくれる人はいなかったという感じである。以上である。

速水議長

それでは金融経済情勢について追加的な意見や議論があれば、自由に発言頂きたい。政策運営については後程討議したいと思う。

中原委員

アメリカ経済について少し補足する。幾つか問題点があり、一つは家計の負債が増加の一途を辿っていることである。特に対GDPで計ってみると、現在のレベルは既にGDPの72~73%程度に達しており、これが貯蓄率のマイナスと結び付いているので目を離せない。第二は過剰設備で、テクノロジー・セクターのみならず家計消費関連にも過剰投資が現われてきた。PCは勿論であるが例えば娯楽、家具、あるいはエキゾチックな食料品といったものも含めて過剰投資が現われてきている。その結果、稼働率が低下したことは先程の須田委員のお話にあったとおりである。特に労働力対稼働設備の比率が上昇中であり、失業率がさらに増加するであろうと容易に想像される。先程は3か月移動平均の数字を紹介したが実数では4月は僅か6か月前に比べて0.6%も上がっており、過去の経験でみると失業率が0.5%上昇すると雇用不安が発生し消費の抑制が起こり、結局失業率が2%上昇するというデータが出ているので、失業率が増大すると予想している。もう一つ申し上げなければいけないことは、アメリカの実質の輸入が激減していることであり、昨年第4四半期の年率-1.2%が、この第1四半期は同-10.4%と二桁の落ち込みである。これがどういう影響

を与えているか、例えば台湾をみると、4月の輸出が年率で-13.5%減、輸入が-11.3%減である。特に台湾におけるマザーボードの出荷は前月比-21%と大変な減少になっている。それからアメリカにおけるパソコン販売はこの第1四半期はネガティブであり、全世界も第1四半期は+3%程度である。データ・クエスト・インクという会社の予想によると世界の半導体チップの売上高は2001年は前年比-17%となり、2003年までは2000年の水準を超えないとの予測を出している。そういった中でエネルギー危機が問題になってきているが、まず石油について申し上げると、色々な市場でバラバラな価格の動きが出てきたことが特色である。アメリカにおいては改質ガソリンが環境基準の強化により必要になってきている訳であるが、在庫が減り価格が上昇することが考えられる。幾つかの原因があるが特に大きいのはMTBEという原料の供給が天然ガスの価格高騰によりその生産が制約されてきていることが一番大きい。それからいよいよ夏のドライビング・シーズンを控え、ミシガン大学の今週の消費者コンフィデンスが上がってきていることもある。一方天然ガスは1月にピークを付けて100万キュービット・フィート当たり10ドルであったのがこれが今現在はその半分以上の4ドル25セントくらいになっている。従ってカリフォルニア州以外では価格はさらに下落する可能性がある。それから問題の原油は前から言っているように需給バランスは過剰に移りつつあり、4月は在庫の積み上げになったと言われている。そういった需給緩和の証左として挙げられるのはブレント原油とWPIの спреッドが3か月前は4ドル位であったが現在はほとんどバレル当たり数セントまで減ってしまったことである。しかしながらOPEC、その中でもサウジとイランが関係を密にしているので、25ドル~30ドル/バレルの間で行ったり来たりしている。最近の価格の中で注意すべきは4月2日に25ドル59セント/バレルという、先物のクロージング・ベースの安値を付けてその後16日に高値の28ドル79セント/バレルを付け、もう一回押して24日に26ドル86セント/バレルを付けたところから出直ってきて高値を超えてきたので、6月にかけて一段の戻りを試し、場合によっては30ドル

／バーレル台を覗く展開になると思う。従って原油価格は依然として高止まりと言えらると思う。それからいよいよカリフォルニアの電力危機が恐らく全米に拡がる可能性をみせてきている。アメリカ経済のeエコノミーによって引き起こされたエネルギー需要の増大によるエネルギー・インフラストラクチャーの長期的なインバランスがはっきりしてきて、今日の電力危機の解決には長い時間がかかる。そして恐らく今年の夏までにカリフォルニアの電力危機がエネルギー価格の上昇という格好で他のアメリカ地区へ段々と拡がっていくと思う。70年代のスタグフレーションの再来も十分に考えられる状況であるし、エネルギーコストの上昇から生産コストの執拗な上昇により、企業利潤が圧迫される。恐らく私の考えではTMT、あるいはITバブルは既に終わり、次の投資ブームは恐らくエネルギーになるのではないかと考えている。以上である。

速水議長

先程、三木委員が言っていたゼネコンの一部で再建計画が限界にきている、というのは、よく問題になる全国規模のゼネコンのこと、あるいは国際的に知れた大きなゼネコンを意味しておられるのか。あるいは地方の大手建設を指しているのか。

三木委員

既に債権放棄等の手段で一度再建に乗り出しているゼネコンである。全部で12～13社程度かと思うが、そこが問題である。特にいずれも3年位前から少しずつ取り組んできている訳であるが、再建計画がもともと問題であったので、ともかく今のこの状況では絶対巧くいかない。公共投資と民間の建築需要が首都圏を中心にある程度出たこともあって今日まで何とか凌いできたが、ここにきて公共投資も民間建築需要も玉切れになるから、再建計画に頓挫をきたす局面にきたのではないかとということである。

一番困るのは、請け負い先であるし、材料を納品する人である。これは鉄鋼から始まってすべての業種に及ぶ訳である。資材納品側は今そういっ

たゼネコンに対しては与信制度を厳格にしておき、倒れてもこの程度なら良いというところまでしか出さないか、あとは全部キャッシュ・オン・デリバリーになっている。それがいよいよ維持できなくなってくるのではないかと懸念されている。こうなってくると三井物産以下の総合商社は材料を納品しなくなる訳で、そうしたことが今の業界の中の大きな動きになっている。

今度の不良債権処理の最大の相手先である訳であるが、金融機関の不良債権処理本格化の前に自動的に再建計画の破綻先が出てくる感じにどうもなりそうかなと思う。そのくらい建設業のダメージが大きいということである。

中原委員

今の三木委員の話はアメリカにも当てはまる。この間91年1月以来最大となる人員削減をアメリカの建設業界が発表している。3月の建材・資材の受注額も2か月連続でマイナスになっているし、ベージュ・ブックをみても商業用の不動産の建設がさらに不安定になっている。12の地区連銀のほとんどで建築・建設需要が軟化している。失業保険の申請者数が増えている原因の一つになっており、アメリカでも建設業不振は非常に問題になっている。日本はもっとひどく、今三木委員が指摘したとおり再建はいよいよにっちもさっちもいかなくなってきた。

速水議長

紙にしてもセメントにしても鉄鋼でもそうであるが、日本の民間における合併とか再編はかなり進んできていると思う。

三木委員

問題3業種は全然進んでいない。

速水議長

問題は先程も指摘があったゼネコンと流通といったところで、問題と言われ続けているながら銀行が動かないのか、あるいは債務者の方がどうにもならない状態だからなのか、ずっと動いていない。私的整理のガイドラインを作ろうというような話があるが、どうも感じをみていると、6月末にできるとされるガイドライン待ちのような形でこの大事な時に全く構造調整に動いていない。今は新政権にしてもまだ人気があるが、構造改革を現実に具体化して動かないと長続きしないと思う。そういう意味でも、今一番大事なところが流通でありゼネコンだと思うが、どうして動けないのかこの辺がよく分からない。あるいはガイドラインが出れば多少良いことがあると思って待っているのか、金融機関はそういう感じがあるのではないかなと邪推している。

三木委員

構造改革に対しては色々な意見があるが、あれだけの資金を貸している銀行がどう対応するのかが最大のポイントである。かつその問題は最後は社長、頭取の経営責任に明らかに繋がるからこそ、今までは全部弥縫策で先延ばしとなり誰も責任を取った人はいない状態できている。そのつけが今出てきている。それからもう一つは借りている方の問題である。過剰債務は自分の責任なのだから、自己改革に取り組んでいかないといけないのにそういう姿勢がないと思う。ゼネコンは最後は公共投資で助けられて今日までずっと生き残り、非貿易財として規制に守られ、談合に守られてきた訳である。それに慣れ親しんでいるところにも一つ問題がある。

速水議長

そごうが取り組んでいるような民事再生法とか法律は既にできている訳だからもっと積極的に取り組むべきである。

三木委員

問題は法的整理、あるいは不良債権の売却で臨むべきことである。法的整理の道として民事再生法も作った訳で、それを考えないといけないと思う。今のような形で債権放棄を中心とした私的整理を進めていくにはやはり限界があるのではないかと思う。昔はメインバンク主導の調整ができたが、今は銀行がそのようなことを考えてもいないし、考えられない状態である。そうすると何か、ルールのようなものが必要かなと思うが、どうもこの間からの経団連と全銀協の間の話も全然意見が一致しない。柳沢大臣は政府がそういうのを決めるのはおかしいと言っているし、この辺のことは私もよく分からない。

速水議長

それでもう一月位うろうろしている。

三木委員

それは間違いない。その間に傷がどんどん深くなっている。

速水議長

会社更生法なら経営責任が問題になるかもしれないが、民事再生法であればその問題はないから、法的整理を進めるべきである。

三木委員

それはミクロの話にならないか。

山口副総裁

これはあまり立ち入り過ぎるとまずい。

速水議長

ミクロというよりも業種である。金融システム改革、構造改革は、マク

口政策であり、それを動かしていくにはどこが問題なのか議論することは必要である。結局このところは動いていないと思うから、私は問題にしている。

須田委員

議長、他の質問をしたい。

中原委員

その前に今の続きで、私ももう一つ問題があると思う。今言った再建中の企業を片付ける一方で大企業の方は寡占化が進む。そして恐らく構造改革が進んできて一番問題が起ってくるのは中小企業である。しかもいわゆる価格の自由な競争に晒されている中小企業が倒産すると、非常に大きな問題として出てくると思う。それだけ申し上げておく。

速水議長

地方で一番問題なのは今の 50 万からある建設業者と小売業だと思っていた訳であるが、そういうものがかなり潰れているのかどうなのか。今の地方財政、公共団体の動きとも関連して仕事がなくなり、破綻するか、あるいは自ら変わっていく動きが出ているのかどうか、その辺も実態がよく分からない。

三木委員

ミクロの話で恐縮だが、そういう意味でいくと従業者数は全然減っていない。溶接工とか塗装工とか特殊な技能を持っている人達は大手建設会社が抱えているし、そうではない季節工も組単位で抱えられていて、ビジネスというか、プロジェクトが残っていれば皆そちらに行って仕事をするので人間は減らない。今までビジネスやプロジェクトがあったので 60 万社位ある組は大きいものから小さいのまでその数も全然減らない。600 万人もほとんど変わっていない。それがいよいよ不良債権処理をせざるを得ない

という局面の中から、貸す方からみてもこれ以上は無理になってきているし、借りている方自体がいよいよ財政再建を視野に入れざるを得ない。だから国債発行も抑えていく、公共投資も見直して抑えなければいけないという形になっていく。今のところはまだ補正が繋がっているから、9月位までは仕事があるものの、9月以降の仕事はないところが多い。この辺になってくるといよいよもうもたないという先が、出てくるのではないか。出てくるとなるとそこの取引相手がまず問題になってくるから、一番問題なのは下請けが問題だし、その下の工務店が問題である。これらは全部中小企業である。ここが連鎖倒産的になる可能性がある。

速水議長

今まで中小企業問題というのは、あまり解決の方向に動いていないという事だな。

須田委員

話を変えたい。植田委員に聞いたかったのだが、先程アメリカの設備がどれだけ過剰かを少しチェックされているとの話が出たがどういう情報か。

植田委員

皆に聞いて回ったものである。

須田委員

聞いて回った結果、もう少し具体的に何かあったら教えて頂きたい。つまり全然過剰ではないとする人は絶対いない訳か。

植田委員

過剰ではないとする人はいることはいる。投資は減ってきているがなぜ減ってきたかという、最近数年間に出了な技術を胎化するような設備投

資が最適なレベルまで行なわれ、資本ストックが最適な水準になったので自然と投資が下がってきているという訳である。今のところは投資がゼロになっているが新しい技術とか他の諸条件が変わるとまた出てくるかもしれないという説明をしていた。

須田委員

過剰だというのはどの程度なのか。

植田委員

そこは分からない。

須田委員

ただ過剰だと言うだけか。

植田委員

皆すごい分析はしていると思うが。

須田委員

その具体的な姿は全然みえない訳か。

中原委員

しかし稼働率のデータはあるのではないか。

植田委員

稼働率をみれば今の状況はどう説明されるのかと聞いたが、テクノロジーの変化で稼働率を捉えるのは非常に難しくなりつつあるという答えが多かった。

速水議長

ほかにあるか。議論はたくさんあるだろうが、この辺で 5 分ほどコーヒブレイクにする。40 分再開とする。

(午前 10 時 34 分中断、午前 10 時 41 分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

先程の続きでまだ意見があるか。ないようなので、当面の金融政策運営方針について順番に意見を伺いたいと思う。今回も一人 5 分程度を目途にお願いしたい。先程の順番で中原委員からはじめて頂きたい。

中原委員

前回も申し上げたが、日銀の 3 月 19 日の量的緩和を契機に、日経平均が底入れをして順次アメリカの株価も底入れをして順調に上がってきている。今日話すポイントは、一番気になる株価の動向と金融政策である。日本についてはダウ平均、TOPIX、単純平均ともに 3 月 21 日に新値三本足が陽転しており、これがいわゆる上昇相場の始まりである。順調に上がってきたが、5 月 14 日に TOPIX と単純平均、5 月 16 日に日経 225 の新値三本足が陰転して、短期の上昇波動は一応終わった格好になっている。現在のところ 200 日移動平均線が右下がりできていて、昨日現在で大体 14,500 円であるが、それを 6 月の半ばから 7 月位までに突破できるかが一番大きな勝負であると私は思っている。2000 年には外人の対日投資は約 2 兆 3 千 6 百億円の売り越しだったが、今年 1 月から 5 月 2 日までに 2 兆 8 千 3 百億円の流入なので、この勢いがどこまで続くかが問題である。また、これに日銀による金融緩和が下支えをしていることは疑いもない。問題はアメリカであるが、ダウが突然急騰して、非常に難しい問題を投げかけている。5 月の変化日は、5 月 14 日から 16 日 ±1 日と、5 月 28 日から 29 日 ±1 日の間で、昨日まで急騰することは十分に計算済みであった

が、なぜ急騰したかは、ダウの動きからみて一種の丸天井の格好になっていたもので、これが弱気のパターンではないかと考えて、コール・オプションを大量に売り込んでいた向きがあるので、その買い戻しが起こったことが一つである。もう一つは証券会社による懸命のPR活動があることである。例えば某大手においては、弱気の経済見通しを出したスタッフ、あるいは売り予想をしたスタッフは即刻首になるという事態も起こっているようである。それからヨーロッパからの資本の流入が非常に強く、ネットで97年が290億ドル、98年が363億ドル、99年が460億ドル、昨年が848億ドルと、ヨーロッパからの株式投資が非常に続いている。それが非常に大きな原因になっているが、問題はこの大幅な上げによってこれからの見通しが全く変わってしまった。先月の決定会合においてアメリカのダウについては3月の安値の9,106ドルを下に切るのか、あるいは10,290ドル、どちらを先に突破するかによって変わってくると言ったが、先に下値を取らないで上値を取ってしまったので、チャートの的には現在の段階では驚くなかれ、去年の1月のピーク11,750ドルを突破するというシナリオが出てきて、チャートからみた確率では50%以上である。もちろん目先には非常に大きな障害があって、11,342ドルを抜けるかということと、逆に10,950ドルを割れば終わりということがあるので、現在非常に微妙な段階であると言える。もちろん11,750ドルという去年1月のピークを抜けないシナリオも十分ある。ダウが11,000ドル台に乗せたのが99年5月で、ここ2年間11,000ドルを中心に大きな踊り場を形成した訳で、ある見方から言えば今回の切り返しは崩壊寸前のダムを何とか食い止めた訳である。しかしながら問題はS & P 500 と Wilshire 5000 がそれに追いついていないことである。ダウは少し前の計算では高値から底値までの下げ幅の大体7割くらい戻しているのに対してS & P 500 は38%、Wilshire 5000 は35%で、そういったアンバランスをどうみるか問題である。私としては以前から言っているように今年の年央になると、大体の見通しははっきりすると思うが、今のところはこれまでの見方を変えていない。しかし非常に微妙な局面にかかっている。

もう一つは、アメリカ国債のイールドで、いつも30年物でみているが、これが実は急激な上昇を示していて3月22日に5.22%だったのが4月20日に5.82%と、21日間で60bpの驚くべき上昇幅を示し過去4年のうち最も急激な上昇となった。そして最も重要な抵抗水準とみられていた5.69%を突破したので、3月22日の安値の5.22%を下に破らない限りこれまでの高レートである2000年1月の6.75%を突破して8%を目指していくチャートになる。これはチャートだけでなく色々な分析をしても同様である。最近高騰した理由は、一つは社債の発行がアメリカで急増し、そのエクスポージャーに対してT-Bondをヘッジで売っているヘッジ売りが効いている。それからまだスプレッドがあるのでT-Bond売り・社債買い取引の活発化から社債にシフトしていることもある。以上のような株価、債券の状況を見てくると、日本銀行の金融緩和政策が非常に力があつたと十分に言えると思うが、アメリカの株価の将来に対しても日本銀行が量的緩和を続けることは非常に意義のあることと思う。連銀も50bp下げた訳であるが、そろそろ限界にきていて、公定歩合で3%というのは92年9月4日以来の最低レベルである。従って、これからアメリカの金融政策は慎重になってくる。そういった中でアメリカのM3が二桁の伸びを示すなど猛烈に増えていることが注目されていて、これが株価急騰の背景にある一つの原因である。いずれにしても現在の緩和スタンスを維持して必要があればさらに一段と量的な拡大を図る準備をしておくべきだと思う。以上である。

速水議長

それでは次に三木委員お願いする。

三木委員

3月の政策変更から2か月位経ったが、この中で量的緩和の効果について一応の評価だけはしておく必要があると思っている。現行の量的緩和政策は構造改革、不良債権処理によって生ずるデフレ圧力をできるだけ吸収して、金融面で最大限にサポートする環境を作り出そうとするものである。

そのために必要なのは超低金利と流動性であるとの考えから踏み切った政策であって、民間の自助努力と財政政策と金融政策の合わせ技で不良債権処理を行ない、構造改革を通じて景気の回復への道筋をつけていかなければならない。その進展についてはまだまだ注視すべき局面にあるとしか言えないと今は思っている。貸出市場ではベースマネーの拡大がマネーサプライの増加を生むという連動関係が依然不安定である状況は変わっていない。企業のキャッシュ・フローは潤沢であるが、まずはバランスシートの修復を優先して資金需要は非常に乏しい。一方、銀行の信用リスクに対する警戒感も依然として根強く融資スタンスは引き続き厳しい状態が継続している。これは借りる側からみれば厳しいかもしれないし、貸す側からみれば当然の信用リスク判断を念頭に置いたスタンスと思うが、そういうことでベースマネーとマネーサプライの関係が切れている。しかしながら少なくとも流動性の供給量増加で短期金利には、ゼロ金利時を上回る大きな低下効果が作用していると評価できるであろう。一段の金利低下で、僅かではあるが企業収益の追加的な下支え効果も作用していることは間違いない。特に今上期に企業収益が急激に減益方向に落ち込んできている中では、僅かとは言えこの下支え効果は重要と思う。潤沢な流動性供給を維持し信用創造活動を円滑に行なえる環境を続けることが依然として大事だと思う。

資本市場に目を向けると、量的緩和の効果が、CP、社債市場に表われていると思う。信用リスク・テイクに対する姿勢が強まっていて、円滑に発行できる環境が維持されている。現場の動きをみると、トリプルB格とダブルB格の間のせめぎ合いまできている。市場には日銀が精一杯の金融政策を打っているとの安心感が間違いなく拡がっていて企業・家計のマインドの後戻りには歯止めがかかってきていると言える。これが株価の下支えにも一役買っているのではないかと思っている。

今回の政策判断としては、これ以上追加的に量を出しても非常に効果が乏しい、あるいは金融政策の効果には自ずと限界があることも明らかになりつつあるが、直接的な量的緩和の効果が限定的ながらも認められつつあ

り、構造調整問題、不良債権問題を解決するために金融面で最大限のサポート環境を引き続き維持していくことが重要だと思っている。緩和効果を浸透させるための手段充実も今日一部出たところであり、5兆円のディレクティブを維持して、現行の調節方針を継続したい。以上である。

速水議長

武富委員お願いします。

武富委員

先程は実体経済について短期間でみると色々な動きが輻輳していて、その中から多少長いタイムスパンを想定して統一的に評価することが、難しいけれども重要であると申し上げた。比喩的には同じようなことが現行の金融政策についても言える面があると思う。

今の政策は量的レジームである。金利は考え方としては変動し得る建て方になっている。ただ、具体的な中身や措置をみると、相当色々なものが入っている。従ってこれら措置の政策効果が波及していく道筋や金融仲介機能、あるいは実体経済活動との絡み合い方はかなり多様になるし、錯綜するであろうから統一的に評価・分析して次の政策への含意として繋げていくことが相当難しくなるのだろうと思う。当面はそういうことを孕みながらも取り敢えず金融・為替・資本市場に良い効果を与えたと思う。それが今度の政策パッケージの量、金利、時間軸のどれに市場が反応しているのか自体を評価することは現実的には問題ではなく総合的に反応したという評価で良いと思う。ただ、これから先行き物価や投資・消費活動へ政策の効果が仮に巧く及んでいく場合には、その中間段階で色々な金融・経済現象とか金融機関をはじめとする色々な経済主体の行動変化が出てくる際に、これと量、金利、時間軸などをどう結び付けて活かしていくのかについての議論では相当潜在的に解釈が異なり得るだろうと思っている。結局話が難しいのは、量の金融理論が想定している道筋や影響の仕方というものが試されたことがないこと、もう一つは量に軸を置いて評価しよう

としても現実にはゼロに金利を固定したのとほぼ同等の実質的にはゼロ金利になるだけの量の供給になっていることである。実質ゼロ金利になるとマーケット参加者全員が思っている期待形成の中では、なかなか量と金利は切り離せないし、時間軸の中にも量の金融理論が想定する貨幣数量説的なインフレ期待への働きかけという部分がある。時間軸自身、物価がある水準にくるまではこの政策を続けるという形で、ある種物価に対する期待に働きかけている訳で、先行き幸いCPIが今の大幅なマイナス幅を縮小するような動きが現実に出てきた時にそれを今の政策のどこの部分の効果と捉えるのか、あるいは政策とは関係なく構造要因とか経済の実態的な動きの中からそういうものが出てきたと考えるのか、なかなか難しいと思う。量の金融理論に軸を置いて考えれば、期待インフレ率に働きかけられたと考えられるし、時間軸で物価条件付きにしたところに力点を置けばまさにその効果が出たと考えられる。金利が十分機能していると考えれば、金利がゼロに実質張り付いていることによる需要喚起効果が底流にあるからこそ経済主体が先行き需給改善見込みを持って、それによって物価についてマイナス幅が緩和されてきたことに繋がっていると理解できるだろうから、恐らくこの席でも相当その辺を巡って多角的に検討しなくてはいけないと思う。

金融機関の資金運用姿勢が変わってきたときにも量、金利、時間軸あるいはそれぞれに繋がっている色々な金融理論を統一的に理解していくのは相当難しい作業になるなと思っている。景気が少し良くなってくると、この政策の持っている意味についての本質的なところを議論する必要性が出てくると予告して今日のプレゼンテーションとする。今の考え方で言うと、景気が良くなってくるまでは、私は当面現行政策の維持に自動的になると思っている。

速水議長

次、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

先程、経済を展望するに当たっていくつかの留意事項のようなものを申し上げたが、大きな絵に何か変化が生じている訳ではないと思うので、5兆円の日銀当座預金残高をキープするような調節を続けることで良いと思う。

一つの問題は、札割れが頻繁に出てくるようになっているので、これにどう対処するべきかだと思うが、札割れは出てきているものの5兆円という当座残高をきちんとキープできている訳だから、慌てて国債買い入れ増額に打って出る必要は今のところないと思う。短期の調節手段を最大限活用することを優先させることで良いと思うし、先程三木委員も言っていたが、今日資金供給措置の強化を決めたのに続いて短期の分野でさらにどういう工夫があり得るのかを企画室、金融市場局などで引き続き勉強してもらったら良いと思う。

もう一つは、今度二度ほど海外出張に出掛けた際、わが国の為替についての考え方について色々な方から問いかけを受けた。アジアの一部の国——これは実はペッグしているところとフロートしているところで反応が非常に違うのだが——主としてペッグしている国々からは日本は為替をどのように持っていこうとしているのかという心配、懸念の方に傾いた質問を受けた。他方、先進国の方々と議論していると、日本の為替についての考え方がややちぐはぐになっているのではないかとコメントを受ける方がむしろ多かったように思う。「ちぐはぐ」という意味は、日本銀行の3月の金融政策変更は一つの帰結として為替相場を押し下げる力を発揮する可能性がある——実際そうなるかどうかわからない訳だが——のに対して、財務省の方々の公的な発言は円の下落をチェックするような、場合によっては円相場をトークアップするような印象があり、そういう意味で中央銀行のアクションと政府の発言が必ずしも整合的でないかのような印象を受けるというものである。これは非常に微妙なところで、アジアの一部の国から聞かれるようなある種の心配が一方にあり、他方ではわが国のマクロ政策が色々な意味で限界にきている中で、金融政策についてぎり

ぎりの政策の変更を行なったことの帰結をどのように考えるかということである。全体のことを視野に入れバランスの取れた発言をしてもらうことが必要だと思ふ訳である。少なくとも政策当局の中で為替について整合性を欠くような印象を与えている部分があるとすれば、そこは我々としても気を付けなければいけないと思ふ。以上である。

速水議長

では次、藤原副総裁をお願いします。

藤原副総裁

3月19日の金融緩和措置の効果を点検するにはもう少し時間を要すると思ふが、現時点で確認できることを私なりに整理してみると、第一に短期、長期の金利はゼロ金利政策時代並みか、それを下回るレベルまで低下している。第二に信用スプレッドの動向などからみて、投資家のリスクテイク活動を積極化させる効果、つまりポートフォリオ・リバランス効果もゼロ金利政策導入時よりも早く表われている。第三には、札割れが予想よりも早く、しかも大量に発生している。このことは、今回の資金供給額がいかにか潤沢なものであるかを端的に表わしているとも言える。

以上を総合すると、市場動向からみる限り、今回の政策はゼロ金利政策と同等かそれを上回る効果を発揮しはじめているのではないかと思われる。ただ、99年の春にはそれまで非常に厳しくなっていた金融機関の貸出態度が急速に緩和に向かっていたことが思い出される。もちろんこれには当時の公的資金注入の効果も大きかったといった金融政策以外の条件が異なっていたとは思ふので、今回はあの時程の効果が金融機関の貸出態度面では期待できないかもしれない。こうした点なども踏まえての総括評価は、さらに出てくるデータや調査結果の蓄積を待つて判断していきたいと思ふ。従って暫くは現在の政策の効果を見極めていく局面にあると思ふので、当面の金融政策運営方針としては現状維持で行きたいと思ふ。

札割れの頻発を捉えて長期国債買切オペ増額の思惑が生じているよう

であるが、3月19日の決定で明らかなように、通常の資金供給手段によって当座預金残高の目標を達成できる以上は長期国債買切オペを増額する必要はないと思う。本日の手形買入の手形期間の延長などの措置によって資金供給がよりスムーズに行われるようになることを期待している。

速水議長

次、須田委員お願いします。

須田委員

金融資本市場をみると今のところ、新政権の下での構造改革の進展とか米国経済の下期回復などに対する期待感がみられる中で、株価は幾分上昇し長期金利は安定、円相場は121円から123円台の落ち着いた推移となっている。

しかし、実体経済面をみると先程指摘したように米国を中心に海外経済が同時に減速するリスクが高まりつつあるように思う。このことは当然わが国においても輸出減少を起点とする企業収益の減少、そして設備投資や雇用の抑制・削減へと繋がるリスクが高まる方向にあることを意味している。こうした内外の実体経済面の下振れリスクが顕現化する場合には、為替レートや株価が大幅に変化して、わが国経済に対するさらなる下押し圧力が增大する可能性もあると思っている。

金融政策運営としては以上のような金融経済情勢を巡るリスクには十分に注意を払い続ける必要があるものの、当面引き続き現在の思い切った金融緩和措置を継続することが適当であると考えている。

ところでこのところ資金供給オペで札割れが発生していることについては、金融市場における根強い資金余剰感などを考えると、当然当初からこのことは予見されたことであると理解している。つまり日銀の当預残高を5兆円に維持する金融市場調節方針に支障が出ている訳ではないということである。私も、今日説明があったような措置を行なうことによって、市場参加者のニーズに肌理細やかに対応して資金供給力の一層の向上に

努めることは必要な措置であり、かつ、打出すタイミングも適切であると
考えている。先程から出ているように、より一層の措置が可能であるなら
ば、是非それを考えて頂きたいと思う。以上である。

速水議長

田谷委員をお願いします。

田谷委員

金融経済情勢についてはこれまでの想定の範囲内であるし、緩和効果も
限定的ながらみられるところであり、政策運営としては現状維持としたい
と思う。

結論は以上であるが、長国オペ増額については次のように考えている。
ここで長国といった場合、中期国債も含む。オペ入札におけるレートの刻
みを小さくして札割れを防ぐのは良いとして、その他あらゆる無理をして
まで 5 兆円の当座預金残高を維持する限り長国オペを増やさないと
いったスタンスはやや硬直的のように思う。長国オペにあまりに大きな意味を
持たせてしまうと、それを実施するしないが必要以上に注目されてしま
うのではないかと思う。あまりに安易に使うのも問題であるが、私が申し上
げたいのは 3 月 19 日の声明にしたがって必要であったら使うということ
である。私の申し上げたことは藤原副総裁が言われたことの裏側で、ほぼ
同じようなことを言っているのかもしれないが、私はこのように考える。
以上である。

速水議長

最後に植田委員をお願いします。

植田委員

金融経済情勢からすると、政策については現状維持で良いかと思う。
そのうえで各委員が少しずつ触れていたことにも関連するが、先を睨ん

だ議論の材料を提供しておく意味で少し話をしてみたい。テーマとしては二つの「流動性の罨」の概念、長期国債買いオペ、日銀当預残高目標になるかと思う。学者的表現で恐縮であるが、「流動性の罨」という概念が二つの意味で使われてきていると思う。一つは、現在の日本の状態に近い訳であるが、短期金利がほぼゼロとなり、それ以上下がる余地がない状態であると思う。この状態では短期金融市場でのオペレーションによるベースマネーの量の拡大は非常に効果が小さいと普通は考えると思う。我々はそれでも効果があるかもしれないと思っている訳であるが、理論的には効果がないか、あるいはオペレーションそのものが難しくなる。これは金融機関がある程度以上の流動性を必要としないからだと思う。

もう一つの「流動性の罨」の概念は、昔からある概念でケインズの『一般理論』にある訳である。これはむしろ長期債市場、あるいは長期金利に関するものである。すなわち長期金利がある種極限の低水準に達してしまい、それ以上下がらない状態である。何故かという、投資家はそこから先は債券の将来の値崩れの方をむしろ心配するようになり、それ以上は買わなくなってしまうからである。もしも中央銀行がそこで長期債をさらに買い増し、少しでも利回りが下がるような心配がでるとどっと売りが出て長期債利回りが現実には低下しない状態である。逆に言えばそういう状態に達すると、投資家は喜んで債券を中央銀行に売り、その裏ではベースマネーを保有しようとする。この貨幣に対する需要の増大を「貨幣に対する投機的需要が増大した」と言ったりもする。こういう理論が現実的に安定的な状態として実現するかどうかは、私は非常に疑問であるが、そういう話は昔から経済学の中に存在する。ただ、そういう状態で貨幣に対する投機的需要が増大するのであれば、私の考えではリザーブが増えるのではなく、0.001%でも金利がついている短期なり中期債に資金が流れてしまうような気がする。という二つの「流動性の罨」の概念があることを申し上げたうえで、現実の問題に帰ってみたい。

現実には最初の意味での「流動性の罨」にほぼ陥っている状況かと思う。ただし、各委員が言われるように、時間軸効果、あるいはその他の効果が

まだ出続けており、浸透し続けている状況かと思う。超過準備そのものの効果については、私はほぼないと思うが、場合によっては出てくるかもしれない。そのときには目を閉じずにそれを煎じ詰めてみたいと思う。

そのうえで、田谷委員が指摘したことと関連して申し上げておきたい。私も田谷委員の意見に3~4割方賛成な訳であるが、そうでない部分も考えておくべきということで申し上げる。つまり、当預目標5兆円であっても、あるいは仮定の問題として6兆円とか7兆円にしたとしてもそこでオペ未達がやはり生じ、長期国債買いオペを増額することになるであろう。とすると、そもそも目標は達成できるかという問いを今から少し考えておきたいと思う。

すなわち短期の札割れが一層増えることになってしまうと、当座預金目標は達成できないか、あるいは膨大な額の長国買いオペ増額にすぐ追い込まれることになり、いずれも問題含みである。目標の大幅未達はやはり目標を達成できないというマイナスがある。また、膨大な長国買いオペ増額を考えるに当たって次の点を指摘しておきたいと思う。すなわち現行の政策スタンスは長期国債買いオペそのものに意味があるというよりは、リザーブの量に意味があり、それを達成する単なる一手段として長期国債買いオペがある構造になっているかと思う。しかし私の考えでは本当は逆であって、ひょっとしたら買いオペ増額に意味があり、——それが正しいかどうかは疑問であるが、——その手段として量の目標があるという見方があり得ると思う。しかしそういう中で買いオペ増額をはじめたところ、すぐ買いオペの額が大幅に増えてしまうのであれば、現行の政策フレームワークはそうした「手段」としても有効でないばかりか、むしろ無秩序な買いオペ増額に自分自身を巻き込んでいくリスクを内包している点を考えておかないといけないと思う。

現実にどうなのかは、実験をしてみれば分かる訳であるが、なるべく先に分かった方がよい訳である。理論的に考えてみると難しいと思う。「日銀券残高まで」という枠を外して国債を日銀が無制限に買っていった場合の極限はどうなるのかをまず先に考えて現実に戻ってきたいと思う。その

極限の姿の一つの可能性は、二回ほど前に私が議論したように、任意かあるいは特定の水準に日本銀行が長期金利を誘導でき、投資家も当面そこで金利が安定すると信じてしまうケースかと思う。この場合には長期債は金利変動リスクが非常に少なく、しかも恐らくプラスの金利がついているという意味で極めて魅力的な資産となり、非常に大幅な需要が発生すると思う。従ってそれをそこで売って貨幣に換えようというインセンティブはないように思うので、この場合リザーブの量を増やしていくことはなかなか簡単ではない可能性があるかと思う。もう一つは先程申し上げたケインズが言うような流動性の罣が極限の状態である可能性である。この場合は先程申し上げたように投資家は国債を売りたいがるので、幾らでも裏側では貨幣の量を増やせる可能性があるかと思う。ただ実際には貨幣ではなく中・短期の国債に流れてしまう可能性が高いように思う。つまりこの場合の貨幣の増大は何の意味もない訳である。長期金利がぴたっと動かない状態になってしまっているので、貨幣の増大そのものから何か意味があることを論じない限り、意味がない状態を続けることになる。勿論他の可能性も極限の状況として当然あり得るかと思うが、結局量は増やせないか増やせるものの意味がないかであると思う。

最後に極限への移行過程を考えてみる。長期金利が買いオペに伴ってどう動くかについては色々な可能性があり得るが、難しい議論は省略して、仮に長期金利が極限への移行過程で低下する余地があるかないかという問題にこれを置き換えて考えてみる。そういう余地がなければ既にほぼ極限に達しているのかもしれない。しかし時間軸効果以上に長期金利がこれから低下する場合、理論的にはどういう理由があるかといえば、我々のコミットメント・ホライズンより先の短期金利の部分については何も言っていない訳であるから、そこに働き掛ける効果を買オペ増額が若干持っているのかもしれない。そして長期金利に影響を与える、あるいはリスク・プレミアムに影響を与えるかもしれないかのどちらかしかないと思う。しかしこうしたところへの働き掛けの影響がゼロでないとすると、勿論どの程度かは不明であるが、買いオペ増額で長期金利がある程度低下する可能

性はあり得ると思う。こうしたオペで長期金利が下がるのであれば、金利環境が変わる訳であるから、金融機関等の行動にある程度の影響が出ることは量による直接の影響を信じていない人でも十分あり得ると考えると思う。金利が低下するのだから貨幣等に対する需要が増えても良い訳である。従って金利低下による一段の緩和効果が期待でき、量も増やせる余地がここに若干存在すると思う。但しこの場合は、恐らくケインズの言うような投機的な貨幣需要が増える訳ではなく、普通の状態の下で生じることであり、取引動機的なリザーブに対する需要が中心だと考えられるから、そこで長期金利が少し下がった場合にリザーブ需要がどれくらい増えるかは非常に難しい問題かと思う。

結局纏めると、買いオペ増額によって経済的に意味のある効果を引き起こしつつ、かつリザーブの量も増やせるか考えてきた訳であるが、「あり得ない」訳ではないと思う。しかし、今の時点ではかなりナローパスと私は考えている。また私自身の見方も時間とともに変わっていくかもしれないが、議論の材料として提供した。以上である。

速水議長

金融経済情勢、政策運営について各委員の意見を聞いたので、ここで私の見解を纏めて述べる。

前回会合以降の経済指標をみると、全体としては前回の私共の判断を裏打ちするような材料が多かったのではないかと思う。但し、各委員からも指摘があったように、生産・在庫、設備投資の関連で、企業部門の減速が鮮明化していることは確かであると思う。これを注意深く今後みていく必要があると思う。

消費関連の数字からみると、家計部門は取り敢えず健闘している姿になっている。生産減少の影響が労働時間など統計を通じてどのように表われてくるのか、注意を要するところかとは思いますが、現状では何とも判断できかねるところだと思う。

以上のようなことから、景気の先行きについては、先般の展望レポート

で想定した展開から余り大きな変化はないと言っているのではないかと思う。本年後半の回復が期待されている米国経済についても、第1四半期のGDPが意外に高い数字になったほか、家計部門が底固い動きを示しているような明るい面と、これまで高い伸びを続けた労働生産性が第1四半期にマイナスをつけるといったような不安材料も出てきている。こういうことを考えると先行きの米国経済については現時点で判断するのは時期尚早ではないかと思う。

一方で金融市場の環境は、前回会合に比べて総じて一段と緩和方向に動いているように思う。短期金利の低下はより長いタームにまで拡がって、ゼロ金利政策時を下回る水準になっている。3月に決定した措置の強力な緩和効果が出てきたとみていいと思う。一時は反発していた長期金利も国債需給に関する懸念の後退を反映して若干低下している。この間に株価は5月の中旬に年初来高値を更新するといったような展開をみせたが、その後は幾分水準を下げてきているように思う。こうした株式市場の展開は、構造改革の進展に対する期待は高まってきたけれども、その実現性についてはなお不透明であるといったような市場の心理が反映していると思う。金融・資本市場の好ましい反応は、構造改革が経済に対してプラスに働き得る重要なルートの一つではあるけれども、そのためにも市場の信認が得られるような具体的なプランを策定して実行に移していくことが必要だと思う。今後各方面における取り組みを期待を込めて注視して参りたいと思う。

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方針を継続することが適当だと思う。そのうえで、第一に我々の緩和措置の浸透状況、第二に米国景気の動向、さらに第三には構造改革の進展度合いとその経済への影響といったものを注意深くみていくことが重要だと思う。

私の意見は以上であるが、ここで追加的な議論があれば、どうぞ。

須田委員

植田委員の先程の議論で少し分からないところがあったが、リザーブを増やすと長期金利に影響が出るかもしれないというのは…。

植田委員

いえ、長期債を買えばということである。

須田委員

今買切オペを増やせばと言われたその量と長期金利が期待で決まっていると説明されることとの関係を、どう整理したらいいかなと思う。今買切オペは、余り注目する必要がなかったものを皆が凄く注目しているという現状の下で国債買入れを増やした場合、それが期待にどういう影響を与えるかがもう一つ分からないところである。理論ではそういう状況を外せばいいが、現実問題としては人々がこの問題に凄く関心を持っている時に増やすと言ったらどういうシグナルになってしまうかが分からない。買切オペについての先程言ったようなシナリオをしっかりとみている人であれば、これがかえって短期のリザーブの目標の実現を不可能にして大量に国債を買わなくてはいけなくなるのが分かっているから、インフレ期待を持ってしまうかもしれない。そうするとインフレ期待からかえって金利が上がってしまう可能性もあり得るのではないかと思うので、そこら辺をどのように理解すべきか。

植田委員

指摘のとおりと思う。長国買いオペの額を変化させると基本的には期待を通じて長期金利に影響する。これは直接需給を通じて影響すると言ってもいいが、期待を通じて、あるいは長期金利の決定要因の中でどこを動かすのかとみたとすると、金利は上がることも下がることも十分あり得ると思う。下がる場合には二つルートがあって、将来の短期金利の予想値のうち、ゼロ金利でもう決めているよりも先のタームに影響することが一つの

あり方であろう。それから将来の短期金利の予想値以外のリスク・プレミアム要因を中央銀行がシステマティックに動かし得る——例えばどんどん買っていけば長期債利回りは下がるものであるというようなメカニズム——ことから金利が低下することがあると思う。逆に国債オペの増額が、それぞれの要因について金利上昇要因になることも十分あり得ると思う。例えばインフレ予想に結び付いてしまえば将来のゼロ金利より先の短期金利はどこかで日銀が引き締めに走るであろうから、上昇するとの予想に繋がり、長期金利上昇要因となる。あるいはインフレに対する不安感・リスクを増大させるか財政赤字プレミアムみたいなものに火をつけてしまうリスク、さらに次はS & Pの格下げがくるというようなことから、リスク・プレミアムを通じてむしろ長期金利が上昇してしまう可能性もあると思う。先程はそのうち良いことが起こりそうなケースについてだけ絞ってお話した。

武富委員

今お二人のやりとりを伺っていて、私もぼやっどであるが量が持っている潜在的な矛盾が長い時間軸でとると起こることが想起された。量が想定する期待インフレに働き掛けられた瞬間、期待よりも早いスピードの長期金利の上昇が起こってしまって、景気に対してマイナスに働くようなことが起こる可能性もあり、そういうこと一つを念頭に置いても、先程申し上げたようにこの政策は色々な仕掛けがあるから、先行き何がどのように起こっていくのか整理し切れるのかどうか難しいが、整理しないと政策についての判断ができない部分があると思う。ここまでのところは幸か不幸かまだ物価も金融仲介も投資活動も目立った変化はしていないが、いずれ今のような議論をせざるを得ない感じがする。そういうことも予見しながら先程植田委員から色々な材料を出して頂いたので、よく勉強してみたいと思っている。

植田委員

もう一つリスク・プレミアムでマーケット関係者と話していて指摘が多いのは、3か月前から4千億円が5千億円になるとはっきりしているような状態であればいいが、分からないタイミングで4千億円が5千億円になったり、また4千5百億円になったり5千5百億円になるというような買い方を日本銀行がしていくと、マーケットにとっては非常にそれ自体が攪乱要因の増大とみえ、これが直接そのままリスク・プレミアム増大、あるいはボラティリティ増大になる、というような見方もある。

田谷委員

それは多分マーケットの参加者からすれば日銀がそういう行動をすると彼等にとって都合が悪いからだけの話ではないか。彼等からすれば4千億円なら4千億円でフィックスして買い続けてくれた方がマーケットが読みやすいからその方が良いということであろう。しかし先程来の議論で長期金利が上がるか下がるかというのはそういう時のマーケット状況次第で、例えば運用部オペが一旦止まった時の金利の上昇は凄かった。であるからその時々状況にもよると思う。ただ、今ここでそれを議論するだけのまだ準備がないが、やはり植田委員が指摘したロジカルな可能性は非常に重要であると思う。

植田委員

私は全くそういう可能性はないと言いたくなかったので、論理的にあり得なくはないと指摘した次第である。

田谷委員

私は先程長国オペについて、どちらかと言うと藤原副総裁が表から言われたことを私は裏から申し上げたが、ゼロ金利解除の時もそうであるが、この問題が余りにも人々の注目を集めると大きな影響を与えてしまうのではないかと思う。例えば中期国債の買いオペがこれから行なわれるとな

れば、例えば一年経った2年物を買えば1年物であるし、そうなるとTBの買切オペとの境界線は非常に薄くなってくる訳である。当然副総裁が言われたように短期の取引金利の刻みを変えるとか手形オペの手形の期間を延ばすといった通常の普通のやり方で5兆円が維持できる限り、すぐに中長期国債オペに入るべきであるとは必ずしも思わない。しかし、長国オペ増額を日本銀行がどうしても嫌がっているような印象をマーケットに与えず、何か長国オペ増額に特別な意義があるとみられないようにした方が私はいいのではないかと考えているので、先程のようなことを申し上げた。ただ、それ以上のことは今日はまだなかなか…。

藤原副総裁

先程決めた措置を発表した場合、「そこまでやるのか」というような印象は私はないと思う。なるほどというような受け止められ方をするのではないかと思う。

田谷委員

ただ反対にああいうことを発表して1か月経ち、2か月経ち、3か月経ちとしないと、では何でああいうことを言ったのだろうとなるのではないのか。

山口副総裁

「ああいうこと」とは何か。先程決定した短期の資金供給手段強化のことか。

藤原副総裁

先程決めた刻みの変更である。

田谷委員

なるほど。私とは違うことを言われていた。

中原委員

先程植田委員から非常に面白い解説があったが、一つよく分からないのは膨大な量の長国を買う、と言っていたが、例えばリザーブを5兆円作る際に全部長国で買うとしたら幾ら買ったらいいことになるのか。

植田委員

それは短期の札割れ次第である。

中原委員

例えば全部長国で買うとしたら長国は幾ら買ったらいいのか。膨大だと言うが、10兆円も買うことになるのか。幾ら買うのか。

植田委員

短期の札割れは、残高ベースで日銀のバランスシートに短期の手段が残っているところまでは起こり得る訳である。どういうペースで起こるのかは分からないが、短期の手段の残高は数十兆円というオーダーなので、理論的にはそこが全部なくなってしまって、バランスシート上長国だけになったとすると、恐らく長国とリザーブが一對一で対応するのだと思う。

中原委員

それはあまり現実的ではない話である。

山口副総裁

先程田谷委員が指摘していたことに一言だけ付け加える。3月19日の決定では、長国の買い増しも一つの手段として使う旨踏み切りはつけた訳であるから、自然にそれを踏まえて判断していけばいいのではないかとの指摘はそのとおりだと思う。ただ、現在長国オペを行なっていない訳ではなく、かなりの金額で継続的に行なっている訳である。それに対して意味

のある金額を上乗せして使いはじめることになった場合には、今度はそれはそれとしてマーケットの「期待」の中にビルト・インされていくので、それを上乗せするのは比較的簡単にできると思うが、減額するのは簡単にはできないと私は思う。そこからの退出の仕方次第では相当動揺するだろうと思うし、元々追加していく場合に経済や市場全体についての状況判断が必要なように、そこから退出する場合にも当然その逆のある種の状況判断がやはり必要になる。それは相当先のこともかもしれない気がする。というようなことを色々考えると、確かに「何がなんでも短期で対応しなければ」と、リジットに考える必要はないが、さらにこの後どういうことが動員できるのかよく分からないが、短期のところでできるだけ知恵は絞った方がいいかと私は思う。

植田委員

買いオペをはじめるときに何が起こるか、どういうインパクトがあるかということと、続けていった時にどういうことが起こっていくか、両方考えなければいけないと思う。私は後者の方に主に重点を置いて先程お話ししたが、はじめる時の影響を考えた場合には田谷委員が指摘されたことが一つの重要な点だと思う。

田谷委員

為替について、先程山口副総裁は国際会議などで3月19日の金融政策がそれだけを取れば円安方向に作用するはずであるとの前提に基づき、色々なコメントが出ていたと紹介されていたが、私も先日ある会合でそういうことを言われた。しかしその後の展開をみるとアメリカ、ヨーロッパは金利を下げていて、期待インフレ率がどのように動いているかを考えてもあまり円安の方向には動いていないような気がする。従って、3月から現在までの日米欧の金融政策、あるいは実体経済の動きをみて我々の政策が円安の方向に為替レートを動かしたとの議論には私は少しついていけない気がする。確かにどこに行っても何か日銀の政策が円安方向に働い

ているはずだ、あるいは働くはずだという議論は聞くが、どういう根拠でそういうことを言っているのかよく分からない。少なくとも名目金利差、あるいは実質金利差でみても日米欧の相対的な関係で言えば円安方向の動きではないはずである。

山口副総裁

私の解釈では3月19日の措置自体が、わが国の金利を低下させた部分は極々マージナルなもので、従ってそれ自体として元々為替に対してインパクトを与えるものではなかったのかもしれない。ただフレームワークの変更を含めてみれば為替に対してどちらかといえば円安方向に作用する措置であったことは事実だと思う。そこを捉えてその効果をわざわざオフセットするような発言をしなくてもいいのではないかという類いの批判ではないかと思う。

速水議長

本行が3月19日に踏み切った後でユーロ、英国ともに金利を下げた。そういう意味では方向としては円が強くなる方向である。そこへもってきて外人の株買いも増えているので、円高方向である。こうしたことが背景だと、今の為替の動きはあまり不自然ではないなと思う。

田谷委員

ただ外人投資家の場合は債券を売って株を買っている部分もあるから、必ずしも株をネットで買っているかどうか、私も良く分からない。

速水議長

はっきりしたことは分からないが、外人株買いが多いことは確かである。だから為替を動かすことはあり得る。

ほかに何かあるか。今植田委員が提起されたことはいずれ大事な決定をしなければならぬようなことが起こるかもしれないので、今から準備を

進めていく必要があると思う。一応議論はここで終わりたいと思うが、決裁に入る前に政府から出席の方々に意見があればどうぞ。

田村財務省総括審議官

経済の状況は、既に議論があったように、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、輸出の減少を背景に生産が減少している。そういう中で在庫が増している。総じて言えば景気はさらに弱含みで推移している。こうした中、物価の下落が経済に与える影響が依然として懸念される。

政府としては経済の回復が遅れている背景に、バランスシート調整あるいは国民の将来への不安感などがあって、本格的な景気回復のためには構造問題の取り組みが不可欠と考えている。このため、新たに発足した小泉内閣の下で「構造改革なくして景気回復なし」という考え方に立って、経済・財政の構造改革を断行していく。具体的には、不良債権問題については、先程議論もあったが、2年ないし3年以内に最終処理を目指すことにしているし、また、財政構造改革については、まず財政健全化の第一歩として平成14年度予算における国債発行を30兆円以下に抑制することを目標とする一方、歳出の徹底した見直しに努めて参る。その後、わが国財政を持続可能なものとするため、例えば、過去の借金の元利払い以外の歳出は新たな借金に頼らない——いわゆるプライマリー・バランスである——を次の目標とするなど、本格的な財政再建に取り組んで参りたいと考えている。

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・市場の動向を注視しつつ、この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って頂きたいと考えている。私からは以上である。

速水議長

では小林内閣府政策統括官お願いする。

小林内閣府政策統括官

景気認識と当面の経済運営に関しては只今財務省から発言があったのと同じである。私共としては経済財政諮問会議において、総理のリーダーシップの下、6月を目途に来年度予算をはじめとする今後の経済財政運営と経済社会の構造改革に関する基本方針、いわゆる骨太の方針を作成する予定である。日本銀行におかれても、需要の弱さに基づく物価の下落圧力が強まる可能性に配慮しつつ、引き続き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…。

中原委員

今構造改革はメイン・イシューになっているので、日本銀行としても直接償却等による不良債権処理のインパクトがどうなのかを是非執行部の方で調査して我々へ教えてもらいたい。それから国債の発行を30兆円以下に抑えることによるインパクトが一体どうなのか、プライマリーバランスを改善させようとのことであるが、そのインパクトはどうか、そういうことを含めた構造改革の経済的なインパクトについて、是非調査・検討をしてなるべく早い機会にボードに教えてもらいたいと思う。

速水議長

考えていることだと思うので、また時間を取って報告してもらおう。

それでは、議案の取り纏めに移る。先程の委員による検討によれば当面の金融市場調節方針について、「現状維持」との意見が大勢を占めていたように思う。そこで私の方から、その旨の議案を提出したいと思う。ほかに議案を提出されたい方はいるか。

いないようなので、事務局は私の議案を確認のために、もう一度読み上

げて下さい。

[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。」。別添対外公表文である。「平成13年5月18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

それでは採決に入りたいと思う。政府の方は一旦外して頂きたい。

[政府からの出席者退室]

それでは採決する。事務局は、正式の議案を持ち回って委員から決裁を得た後で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]

只今、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。増淵理事と山下金融市場局長はここに定められた方針に則って調節に努めるよう、これをもって指示するので願います。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。

V. 金融経済月報の検討

速水議長

それではあと二つ。なるべく時間をかけないように進めたい。次は金融経済月報の検討とその採決である。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、調査統計局の吉田企画役と企画室の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

まず実体経済部分から、先月の変化点を中心に説明する。まず総論部分は、先月と同じである。読み上げると、「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。」としている。各論部分については、輸出、生産、在庫の動きのように、これまでみていたよりも調整のマグニチュードが大きいとみられるものもあるし、設備投資のようにほぼこれまでみていたとおりの推移を辿っているものもあるが、全体としてみれば今月は全体の判断を変える必要はないのではないかと考えた次第である。

次に各論では、公共投資について、先月「増加に転じている」としたが、今月は「転じている」を取って「増加している」と変えている。純輸出は、先月「米国、東アジアなど海外経済の急減速を背景に大幅に減少している」としていたが、アメリカ経済をはじめとして、急減速という程の減速でもなくなってきたので、「急」という文字を取って「大幅に減少」を「減少」へと今月は変更したいと思っている。設備投資は、昨日から説明しているように、これまでは「増加を続けている」とみていたが、そろそろ「頭打ちになりつつある」という判断に変えていこうと思っているので、今月は「頭打ちになりつつあるとみられる」としている。次の生産と在庫の表現では、先月「(純輸出の減少の)影響を主因に、鉱工業生産の減少が一段と鮮明になっており、在庫についても、電子部品や素材の一部で過剰感が高まっている」と書いていたが、今月になってこれを見ても、生産が減っているのは輸出の影響が中心ではあるが、ここにきて設備投資も頭

打ちになってきていることがあるので、あまり輸出だけを強調する訳にもいかず、今月は「最終需要の動向に加え」と変えている。それから在庫についても先月は後段部分に「在庫についても過剰感が高まっている」と書いていたが、今月はむしろ在庫が高まっているがゆえに生産を減らさなければいけないというニュアンスを出すために、「こうした最終需要の動向に加え、電子部品や素材の一部で在庫の過剰感が高まっていることもあって、鉱工業生産は大幅に減少している」としている。次の企業収益では、先月は「改善テンポは大幅に鈍化している」と、まだ「改善している」との表現を残していたが、一部委員からも指摘があったように、むしろ減益の方向にきているともみられるので、ここは少し表現を弱めて「輸出・生産の減少に伴い、企業の収益環境は厳しさを増しており」と変えている。その後の「業況感は製造業を中心に悪化している」は同じである。それから所得形成の部分では、「家計の所得環境はなお底固さを維持している」は同じだが、先月は「新規求人や所定外労働時間などには、生産減少の影響が現われ始めている」と書いていた。引き続き起きていることは同じようなことであるが、今月は新規求人のところは取って、「労働時間などを通じて、生産減少の影響は家計部門にも及び始めている」と書いた。これは新規求人は減っている結果として雇用者数、労働者数はあまりまだ影響を受けていないので、むしろ「新規求人」を取って、「労働時間が減っている」を少し前に出すような表現に変えた。

それから先行きでは、設備投資の表現を「既発注案件の下支え効果が薄れるにつれて、頭打ちから減少に向かう公算が大きい」と書いている。これは冒頭で「頭打ちになりつつあるとみられる」と変えたことを受けて先行きについて「減少に向かう」ことを織り込んだものである。それから在庫調整は、先月「程度は大きくないとはいえ、在庫面での調整圧力も、一部に高まりがみられる」としていた。ただ、このところの生産の落ち込み幅の中で在庫がまだ増えていることを考えると、「程度は大きくないとはいえ」という表現はむしろ取った方がよいことから、今月はシンプルに「加えて、電子部品や素材における在庫調整の動きが当面継続することか

ら、鉱工業生産は減少傾向が続くと見込まれる」としている。先行きの企業収益は、先月「伸び悩み」としていたが、今月は「企業収益は減少に転じ」としている。家計の所得形成についても先月は「改善が滞りがち」としていたが、少し判断を弱めて「所得形成も徐々に弱まっていくとみられる」としている。また、総括した判断に先月は「と考えられる」をつけていたが、ここは断定的に言ってしまっても良いと思い、「考えられる」は取った。

物価面はまず足許の物価の動きとして、企業向けサービス価格がマイライオン等の関係があって、「通信料金の値下げから下落幅がやや拡大している」ため、先月までの「小幅の下落が続いている」を事実即して変えている。それから先行きの物価に対する書き振りはほとんど同じであるが、先月「最近の円安は」と書いていたところは、このところの為替相場の動きからみると、むしろボックス圏的な感じがあるので「これまでの円安は」と表現を変えている。実体面の説明は以上である。

雨宮企画室参事役

前半の市況の説明については特に説明することはない。「資金仲介活動を見ると、」のところで、「社債、CPなど市場を通じた企業の資金調達環境は、金利の低下や投資家の信用リスク・テイク姿勢の強まりを背景に、さらに改善している。」と、昨日の報告および今日の議論にもあった金融緩和の影響をこのように記述した次第である。難しいのはその前の民間銀行の貸出態度であるが、昨日報告したとおり若干気になる動きが一部に現われているが、その後の株価の戻り、あるいは金融緩和の浸透等も踏まえ、もう少しデータの蓄積をもって判断する必要があるかと思い、基本的には変えない表現にしている。気持ちとしては「融資先の信用力を慎重に見きわめつつ」という辺りに今の若干の細かな動きも入れている。それから資金需要面では「設備投資など企業の支出水準が、キャッシュ・フローを下回っている」との表現になっているが、これは前月まで「キャッシュ・フロー」を前面に出していた訳であるが、先程の実体経済面の方で企業収益が低下

になっているので、こういう設備投資などの支出水準とキャッシュ・フローの相対関係の表現に変える訳である。CP、マネーサプライは状況の記述である。一番最後の締めは、これまで専ら株価の低迷がどういふ影響を与えるかの観点でこの1月から書いてきた訳であるが、企業収益の動向に変調が出てくるので、「株価や企業収益の状況など」とやや包括的な書き振りにした。

それから長期国債流通利回りのところで、「最近では1.2%台まで」とあるが今日1.3%に足が掛かっているので、「1.2%台」を「1.3%前後」に変えたい。「長期国債流通利回りは、最近では1.3%前後まで低下している。」である。また、為替レートのところも「121~122円台」を1円ずつずらして「122~123円台」としたい。「円の対米ドル相場は幾分上昇し、最近では概ね122~123円台で推移している。」。以上である。

速水議長

委員方から意見があればどうぞ。

山口副総裁

設備投資が現在頭打ちになりつつあるというのはどういう材料で言っているのか。

吉田調査統計局企画役

まだ4月以降の設備投資の数字はないので、どういう形で判断しているかと言うと、これまでの先行指標、例えば機械受注であるとか建築着工床面積の数字を使って過去における設備投資の実績との関係の回帰分析をして、先行きを予想するようなことを踏まえてである。勿論予想結果については幅を持ってみる必要があるが、4~6月以降は少なくとも増加しているとは言えないような結果になっている。

速水議長

企業収益は先行き減少に転じているでいいと思うが、最近の新聞で発表されている3月決算はそれ程悪くない。先行きであるからこのような形であらう。

雨宮企画室参事役

問題はこれから先どうなるか。今の変化等を先行きとして記述している。

速水議長

他にあるか。

中原委員

これで結構である。

速水議長

それでは採決したいと思う。事務局は基本的見解の決裁文書を回付願う。

[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、全員一致で決裁頂いた。

速水議長

それでは全員一致で可決された。ただ今決裁頂いた基本的見解に沿って、後段の背景説明部分は必要があれば執行部で修文させて頂きたいと思う。なお本件の対外公表については、5月21日月曜日の午後2時に行なう予定である。

VI. 議事要旨（4/12、13日開催分）の承認

速水議長

それでは最後に前々回会合の議事要旨の承認を行なう。前々回4月12日、13日の会合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。なお本議事要旨は5月23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

横田政策委員会室長

決裁が終った。

VII. 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6月14日の木曜日および15日の金曜日に予定している。

(午後0時18分閉会)

以上