

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2001年6月14日

6月15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

(14日 14:03～15:42、15日 9:01～12:11)

内閣府

薦田隆成

大臣官房審議官（経済財政一運営担当）

(14日 14:03～15:42、15日 9:01～10:25)

竹中平蔵

経済財政政策担当大臣

(15日 10:25～12:11)

(執行部からの報告者)

理事

松島正之

理事

増淵 稔

理事

永田俊一

企画室審議役

白川方明

企画室参事役

雨宮正佳

金融市場局長

山下 泉

調査統計局長

早川英男

調査統計局企画役

吉田知生

国際局長

平野英治

(事務局)

政策委員会室長

横田 格

政策委員会室審議役

村山俊晴

政策委員会室調査役

飛田正太郎

企画室調査役

長井滋人

企画室調査役

山岡浩巳

## 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 3 分開会)

はじめに今回会合の取り進め方を申し上げる。本日は金融経済情勢に関する執行部からの報告を受けて、それに関連する質疑応答を行なうことにしたい。明日は 9 時から会議を再開し、金融経済情勢と金融政策運営方針に関する委員方の討議、もしあれば政府から出席の方々に発言頂いた後、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を行ない、最後に前回及び前々回会合の議事要旨を承認して頂く予定である。政府からは本日財務省から田村総括審議官、内閣府から薦田審議官にご出席頂いている。予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録することを前提としている。委員及び政府からの出席の方々におかれは、そのことを前提に発言頂くよう宜しくお願いする。

## II. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

それでは、金融市場情勢等に関する執行部からの報告を聞きたいと思う。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をしてもらう。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については、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、5 月 31 日に月末要因から資金決済需要がやや

膨らんだため、0.03%に上昇したのを除き、一貫して0.01%の水準で落ち着いた推移を辿った。

前回会合以降の約1か月間で金融環境を巡る環境には若干の変化がみられている。まずその第一は、都銀をはじめとする金融機関が準備預金の積み増しをほぼ日割り所要額に見合った額ないしそれ以上のペースで着実に進めてきたことから、一頃に比べてコール市場でそれなりに纏まった調達が見られ、ビットがしっかり入る日が増えてきていることである。これは、4月積み期後半に準備預金の積み増しの進捗を極端に押え込んだ結果、残り所要額が5月15日に向けて5兆円近くまで拡大し、結局積み最終日となる5月15日にレートが大きく跳ね上がることとなった苦い経験を踏まえ、5月積み期はこの学習効果が働いた形で積み増しが進捗したということである。因みに5月15日の積み増し所要額は5兆円近く、4兆9,500億円までいったのに対し、本日と積み最終日である明日の2日間で、平均所要額は3兆2,300億円まで下がってきている。

第二の変化は、外銀の超過準備保有額が3,500億円と前月比かなり拡大していることである。これは円ターム金利の大幅低下で、一部高格付先の外銀ではマイナスの円転コストで資金調達が行なわれる局面が増えてきていることもあり、超過準備保有への抵抗感が薄れ、無理に資金放出を行わない先が出てきていることも一因となっている。このためマーケットでは、一時に比べ資金の出が若干悪くなったといった資金需給環境の変化を指摘する向きが増えてきている。

第三の変化は、5月22日以降、資金供給オペの札割れがみられなくなったということである。これは資金需給面でやや変化がみられる中で、前回会合でご決定頂いた手形買入オペの期間延長等の措置が所期の効果を発揮してきているためである。特に手形買入と国債買入、レポ・オペについては、5月23日から応札単位を0.001%に引き下げてオファーを行なうことになった結果、応札倍率が、ここへ来てかつての二倍、三倍の数字に回復してきている。このように現時点では、手形買入、国債買入、短国買入の三つの手段を主として使用することにより5兆円ターゲットの達成に

必要な資金供給が格別問題なく行なえる状況となってきた。この7月下旬にはシステム対応が整うことに伴い、短国買現先とCP買現先についても応札単位の0.001%への引き下げが可能となる予定である。今後とも手持ちのオペ手段をフルに活用すると共に、ターム設定の工夫などにより引き続き安定的な資金供給が確保できるよう、全力を挙げて参りたいと考えている。

次に前回会合以降の金融・為替市場動向では、5月下旬以降大手銀行決算の発表を受けて不良資産問題に対する懸念が再び強まったこと、あるいは4月の鉱工業生産、1~3月期のGDPなど、わが国の景気情勢の悪化を示す経済指標の公表が相次いだことなどから、株価が大幅に下落し、そうした中で長期金利が徐々に低下して新発10年債利回りは昨日、3月下旬以来の1.2%台割れを記録している。こうした株安、債券高が進む中で円相場が特に対ユーロで円高方向に振れる展開を示したのが、この間のマーケット動向の特徴と言える。

この1か月でかなり大きな変動を示した株価の動きであるが、日経平均株価は、小泉首相の施政方針演説が行なわれた5月7日に14,529円と年初来のピークを付けた後、1万4千円を挟んでもみ合う比較的底固い展開となっていた。それが5月下旬に入って大手銀行の決算発表や4月の鉱工業生産の大幅下落をはじめとするわが国の景気情勢の悪化を示す指標が相次いで公表されたことを受けて下落歩調を強め、昨日には12,823円と4月10日以来の水準まで低下している。現在の株価水準は、新金融調節方式移行前のボトムである3月13日の11,819円に比べればなお1千円程上の水準であるが、5月7日の直近ピークに比べれば1,700円方下落ということになる。この間NASDAQはかなりの振れを伴いつつも総じて保ち合い圏内での動きとなっているので、最近の株価の下落は主として国内経済要因によるものとみることができる。この間の株価の変動を業種別にみると、やはり大きく下げているのは通信の1.5%ポイントの下落、電気機器の1.4%ポイントの下落などのIT関連と、銀行は1.3%ポイントの下落となっている。この三業種でTOPIXが下落した6.2%ポイントの

7割近くを説明できる。

TOPIXの年初来ボトムである3月14日を100として、IT関連、銀行、構造不況関連、その他業種の株価をみると、構造不況関連が相対的に健闘している一方、銀行が低迷しているのが目立っている。特に銀行株は既に3月14日の100の水準を割り込み、98年10月のバブル後のボトム水準近傍まで下落していることになる。98年10月15日がバブル後のTOPIXのボトムであるが、銀行株については既にその時点を2.7%下回っている。

この間の主体別株式売買動向をみると、海外投資家は5月下旬まで、大量買い越しにより株価の上昇を支えてきたが、5月中旬からは模様眺めの姿勢に転じ、5月28日週には3月12日週以来という久方振りの売り越しとなっている。市場筋では、この変化について海外投資家は小泉新政権の改革政策への期待からアンダーウェイトしていた日本株をかなり買い戻してきたが、これ以上買い進むには具体的にどのような政策が打ち出されるのかを見極めることが必要といった判断から、ここにきて様子見姿勢に転じたことを反映したものとみている。海外投資家はこの4月以降、99年度を上回るテンポで日本株を買い越してきており、持ち合い解消の売りを吸収しつつこの間の株価の回復を支えてきた大きな柱だった訳で、引き続き米国株価動向と並び、今後の株価を左右する大きな要因としてその動向が注目される。

市場参加者に対するアンケート結果を見ると、景気・企業業績が、再び下落要因としての寄与を強めているほか、先月大きく上昇した政治・外交要因は、上昇要因としての寄与がやや低下し、内部要因・市場心理が、大きく悪化しているのが目立っている。これからみても最近の株価の調整は足許の実体経済の悪化テンポの加速、企業業績見通しの下方修正の懸念などを反映したものだといえると思う。ただ小泉政権の改革路線への期待や米国経済の下期回復への期待はなお残されているため、当面は新たな悪材料が出ない限り、株価がこれ以上大きく下押す可能性は低いといった見方が今のところはマーケット参加者の多数派のように思われる。

こうした足許の実体経済の悪化テンポの加速と株価の下落が、その他市場に及ぼしている影響に焦点を絞り手短にご報告させて頂く。

まず短期金融市場ではターム物レートは1年物のところまで実質ゼロ金利が浸透しているため、これ以上下がりようのない状況となっている。強いてこの間の変化を挙げると、ユーロ円金利先物イールドカーブをご覧頂くと、7限月先、つまり来年12月以降のところは若干低下しているのが目立っている程度である。

また金融政策の先行きに対する市場参加者の見方をアンケート調査した結果では、今後3か月以内に金融緩和があると考える向きは全体の33%で、前月は21%であった。今後6か月以内に金融緩和があるとみる向きは、59%で、前月は50%であった。小幅ながら追加緩和措置の実施を見込む向きが増えている点の変化点として指摘できる。

次に長期金利の動向であるが、10年新発債利回りの動きをご覧頂くと、前回会合以降は、1.2%台後半で推移した後、4月の鉱工業生産の公表の後じりじりと低下に転じ、昨日には1.180%と3月下旬以来の1.2%台割れとなった。この間のイールドカーブの変化幅をみると4月の鉱工業生産の発表された30日以降に7年から10年のゾーンを中心にかなりの低下を示している。

こうした長期金利の動きを5年～2年、7年～5年、10年～7年とゾーン間スプレッドに分解してみると、5年～2年のスプレッドは着実に低下してきており、時間軸効果が段々長いところに染み出していく効果が明確に2年～5年のところのスプレッドに現れてきている。

第三の変化のポイントは、クレジット・スプレッド面への影響である。社債流通利回りの対国債スプレッドの変化をみると、ここにきての景気情勢の悪化にもかかわらず、クレジット・スプレッドはむしろ小幅ながら縮小気味に推移している。スプレッド変化幅別の発行体数を見て頂くと、前回会合以降一昨日までは縮小した先が圧倒的に多くなっている。これは資金運用難の下でクレジット・スプレッドを積極的に取りにいく投資家が増えてきていることを映じたものと思われる。ただ先週一部格付機関がマイ

カル社の格付を一気に4ノッチ格下げ——BBB-からB+へ——したことから、政府が今後積極化する方針にある不良債権処理の最終処理とも絡み、業況不芳先に対する信用リスク懸念が改めて意識されている。今後の景気、倒産動向次第では低格付先のクレジット・リスク・テイクを慎重化させる動きが出てくる可能性もあるという指摘もあり、成り行きが注目される。

また最近株価の下落が目立っている銀行関連のクレジット・スプレッドであるが、例えばジャパン・プレミアムあるいは金融債流通利回りの対国債スプレッドを見て頂くと、これまでのところ格別の影響はないように思われる。ただこのところ大幅に改善してきたクレジット・デフォルト・スワップは反転拡大の気配が窺われている。今週月曜日にはムーディーズ社による東京三菱銀行の財務格付見直しが発表され、改めて邦銀の信用リスクが注目を集めつつあることもあり、今後の銀行のクレジット・スプレッドの動きには十分注意を払っていくことが必要と思われる。

最後に円相場であるが、わが国の景気情勢の一段悪化、株価の下落にもかかわらず、6月初めにかけて円高方向に振れた。一時は対ドルで3月上旬以来の118円台前半、対ユーロでは昨年12月中旬以来の99円台まで上昇した。これは5月23日以降のユーロ相場の急落を契機として、国内機関投資家対ユーロでヘッジの円買いを積極化したことや、海外ファンド筋の円ショート・ポジションの手仕舞いの動きが広がったといったことなど、ややテクニカルな要因による面が大きかったと言われている。その後は第1四半期のGDPのマイナス成長などわが国の実体経済の悪さが改めて意識される中で、再び円安方向に振れており、足許では前回会合時とほぼ同水準の122円前後にまで戻っている。

現在の円相場の水準は、4月初めの円安ボトム時に比べ、対ドルで約4%、対ユーロで9%ほど円高方向に振れている。相場の先行きについて市場では景気の現状を比較したファンダメンタルズ面では円安が見込まれる一方、小泉新政権による構造改革推進期待が円の下支え要因として作用しているため、当面は118円から125円程度の現在のレンジでもみ合うのでは

ないかということ予想する向きが多くなっている。当面の為替相場を巡るリスクはユーロ相場の動きであり、ECBの金融・為替政策に対するマーケットの信認が今一つの下で、欧州経済が一段と悪化の方向に進んだ場合には、さらに大きくユーロ安の方向に振れ、これがこの5月下旬以降にみられたように円高要因として作用するリスクがある点には十分注意していくことが必要と思われる。以上である。

速水議長

それではただ今の説明についてご質問がございましたらどうぞ。

中原委員

手形と国債のレポを刻んでいくとして、今度いつ何をするのか。

山下金融市場局長

7月下旬にオペシステムが完成するので、その際に短国買現先とCPオペのレートについても0.001%で行なうことができるようになる。

須田委員

イールドカーブであるが、全体的に下がって、短期は別にして長期が少し下がっている。長期のボラティリティも凄く下がっている。これはなぜ下がったのか。中期のオペを入れたことがこれに与えた影響とか、その辺をどう考えたらよいか。

山下金融市場局長

ボラティリティが下がったということは余りこれから変化がないということ想定している訳であり、特に短期については水準が下がりもう動く余地がないということである。大体マーケットの感じで言うと5年位までのところはもうほとんど動きがなくなってきたのではないかと。極端な人は今さっきも申し上げたように、2年～5年のところがまだ段々時間

軸効果が染み出して塞がってきているので、5年のところも0.1%位まで下がるのではないかと言うような人もいるが、今のところで言うとこの辺も余り動かないのではないか。10年～20年のところにかけては金利押し上げ要因とか押し下げ要因とかがあがるが、当面のボラティリティとしては、オプションなどでヘッジをするような状況にはないということである。

須田委員

10年がかなり下がったのか。

山下金融市場局長

下がっている。であるから現時点ではこの1.2%から1.4%位のゾーンで余り動かないというマーケットの相場観がそこに表れている。今の長期金利のイールドカーブによるピクチャーというのは多分こういう感じであり、長期的にはこれからの財政政策の動きによって10年とか長いところが振れるリスクはある訳であるが、短いところのボラティリティというのはまだまだ非常に落ち着いているということで、それが今の金利の落ち着きにも表れているということだと思う。

中原委員

確認であるが、金融機関の準備預金の積み所要額は5月の最終日が4.95兆円か。

山下金融市場局長

残り所要額は、4兆9,500億円である。

中原委員

それは5月15日か。

山下金融市場局長

然り。

中原委員

それで今回は。

山下金融市場局長

今日と明日の平均が3兆2,300億円である。

中原委員

2日の平均か。

山下金融市場局長

然り。今日幾ら積むかによって明日は変わる。

速水議長

中期国債というのは何年物が一番出るのか。

山下金融市場局長

今度新しく5年債を発行して、5年債に集中していくとみられる。2年、5年、10年というのを基本的なベンチマークにしていこうというのは田村審議官が理財局次長の頃にやられたことであり、実際の発行残として勿論4年、6年というものは残っているが、これからの方向としては5年が中心である。

三木委員

株式売買動向で、海外投資家勢が、久し振りに売り越しに転じたということであったか、どういう契機で売り越しに転じているのか。これから先についてはどうみればよいのか。

#### 山下金融市場局長

株価の動きを見て頂ければお分かりのように、3月の中頃にボトムを付けてその後日本銀行の思い切った金融政策と小泉政権の誕生ということで、今までインデックスに対して非常にアンダーウェイトした投資家がこれは日本は変わるかもしれないと、今度は本物かもしれないという形で、持たざるリスクを意識してかなり買い戻してきたというか、要するにアンダーウェイトしたものを戻してくるという形である。この間ご覧のように2兆円位買ってきてかなりアンダーウェイトの部分は戻した投資家が多くなってきている。これをさらにオーバーウェイトに持っていくとかいうことになると、小泉政権の誕生ということで確かに夢は買った訳であるが、これが実際にどういうふう具体的に出来るのか、それは巧くいくのかというようなことについて、今は様子を見ているというところだと思う。基本的には様子見だと思う。勿論、外資系の証券会社などから流れてくる投資家の見方などは、日本のことを盛んに聞き込んで調べているから、やはりこれは難しいとかそういう色々な評価はあるようであるが、基本的にはこれから何か出てくるかもしれないという期待で今は様子を見て買えるのであれば買いたいという意識が非常に強いと思う。そういう意味では海外投資家の基本スタンスが変わったというのではなく、取り敢えずニュートラル近くまで持って行って今後の動きについて様子を見ているということだと思う。

#### 速水議長

宜しければ次に移りたいと思う。次に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

まず前回からちょうど1か月経つのでその間の世界経済を巡る構図と

ということで若干概況的に話をしたい。アメリカにおいては、後程みるように家計部門は相対的に底固く動いている一方で、ITを中心とする企業活動は低迷するという構図にあり、基本的にその構図は今も続いているということである。現在世界経済で生じていることは、極く単純に構図的に整理すると、こうした米国の企業部門、とりわけITセクターを中心とする設備投資調整が広く日本を含むアジア、あるいはヨーロッパ経済の下押し圧力となり世界景気の同時減速をもたらしているということではないかと思う。そこで本日は問題の米国企業部門の動向について主に企業収益、それからIT関連の企業活動という切り口から整理をしてみたいと思う。

結論を先に申し上げると、一つは企業部門、とりわけIT部門の調整は事前の予想以上に長引く可能性が高いのではないか。またその過程で企業部門の調整が家計部門に波及するリスクは排除できないのではないか。従って在庫調整圧力が峠を越えたとしても、その後の景気回復力は極めて弱いとみておくのが妥当である。

米国の主要経済指標をみると、まず第1四半期のGDPの年率は、当初の2.0%から1.3%に下方修正され、改めて緩慢な景気展開が確認された格好になっている。消費関連、家計支出回り関連の指標は、直近では昨日5月の小売売上高が0.1%、これは事前のマーケット予想が0.3%であったので予想外に低調であったが、4、5月通算すれば第1四半期比1.2%ということであるので、達観すれば個人消費は底固い状況が続いている。住宅投資も底固いということで、家計支出は堅調な動きを引き続き示している。一方企業セクターであるが、資本財受注統計をみると4月がまた大きく落ち込んでいる。ここには載っていないが、半導体、通信機器を中心とするIT関連財の落ち込みが目立っている。生産も減少基調であり4月もマイナスで7か月連続の減少ということであり、全体として企業部門の調整色はなお深まりつつある。この間労働市場では、非農業部門労働者数が2か月連続の減少で、労働需給は緩和方向にある。一方で時間当たり賃金をみて頂くと賃金はなお高止まっている。こうした労働コストの高止まりが企業の収益を圧迫している。

米国の企業収益を巡る動向を簡単にみってみる。税引き後利益、ネット・キャッシュ・フローの四半期ベースの数字をみると、第1四半期の税引き後利益は98年第4四半期以来の前年割れである。一番注目されるのはユニット・プライスで、要するに製品価格、サービス価格であるが、これをコスト・プロフィットで分解してみると、生産性の伸び率低下を背景として単位当りの労働コストがこここのところ相当上がってきている。一方で、既往の設備投資の増加に伴う償却負担も増えている。企業はこれを価格転嫁ができない結果、ユニット・プロフィットが大きく圧迫され、企業収益が圧迫されているという姿が確認できる。

今度は企業収益を別の角度から、アナリストの一株当り利益の成長率見通しという面から、確認をしてみたい。1年先の成長率見通し、中期——3年から5年——のEPSの成長率見通しをみると、全体もテクノロジー・セクターもいずれも昨年の秋口以降1年先のEPS成長率見通しが落ちてきているが、特にテクノロジー・セクターについては足許にかけて全体の平均よりもかなり大きく低下をしている。ただ5月については両方とも若干改善ということで、これから先どんどん落ちていくという状況には取り敢えず歯止めが掛かりつつある。一方で中期の一株当り利益の成長率見通しをみると、テクノロジー・セクターの中期的な利益成長率見通しはなお高く、全体でもかなり上のところにある。しかし年明け後、特に足許にかけて急速に低下しつつある。結論的には特にテクノロジー・セクターについて来年にかけての悲観的な見通しについては若干歯止めが掛かりつつあるようにみえる。しかし中期的なテクノロジー・セクターの収益成長率にはなお不透明感が強いと思う。

この点、今アナリストの1年先のEPS予想を申し上げたが、これをテクノロジー・セクターの業種別にブレークダウンしてみると、通信、ネットワーク、通信機器、半導体といったようなところは1年先のEPS予想がかなりマイナスになっており、相当悲観的な予想になっている。他方でコンピュータ・ハードウェア、ソフト、あるいはコンピュータ周辺機器といったようなところは落ちてはいるがまだプラスを維持している。そのセ

クターの代表的な企業の例をみると、通信機器のルーセントは昨日S & Pが投資非適格債に格下げを発表、今までのBBB-から昨日の格下げでBB+になった結果、ジャンク債のスレスレになってしまった。

IT関連部門の在庫、受注について、まず受注からみると、足許にかけて通信機器を主体に受注は大幅に減少してきている。こうしたこともありコンピュータ、電子機器といったようなセクターでは在庫調整が遅れている。

そのIT関連財について、世界の半導体価格をみると、足許にかけて再び下げ足を速めているような感じもあり、全体的に需要が停滞している中で価格も下がっている。

米国金融市場で何が起きているのかということを確認してみたい。時の経過とともにイールドカーブがスティープ化してきているが、直近ではこのスティープ化現象はそのままさらなる進化はないとみられる。米国株価も4月頃から大きくみれば持ち直しということであり、こうした現象は来年にかけての景気回復をマーケットが織り込みつつあることを示唆している。

CPスプレッド、あるいは米国社債間スプレッド、信用スプレッドの動きをみても足許にかけて低下をしてきており、全体として金融市場は一頃に比べれば安定感を強めている。こうしたところにFedの金融緩和効果が浸透してきているということは言えるが、ただ株価はここのところNASDAQがやや軟化するという動きもみせている。それから昨日の議会証言でFRBのファーガソン副議長は長期金利に反映されたオプティミズムはプリマチュアであるというようなことも発言しているようであり、ここへきて少しマーケットに先行きに対する警戒感が出始めている。そうした中で市場では再びFedの利下げに対する期待感が強まっており、今月末にFOMCがあるが25bpの引き下げは完全に織り込んでいる、場合によっては50bpもあるかもしれないという市場の見方になっている。ここでは金融市場全体をみたが、こうしたことを背景にTMTセクターに焦点を当てて株価をTMTと除くTMTという格好で分解してみると、TMT

を除く——テレコム、メディア、テクノロジー株を除く——と、ほぼ年始の水準を回復しているが、TMT株については4月以降反発はしているが引き続き年初の水準をかなり下回っている。それから投資適格債について社債の業種別の対国債スプレッドをみると、直近ではテクノロジー、通信の対国債のスプレッドは他業種に比べてかなり高いということがみてとれる。つまりハイテクセクターに関するマーケットの認識は引き続き極めて厳しいという状況は変わっていないということである。こうした状況を全体としてみると、企業部門、特にIT関連部門の調整圧力はなお強いとみるのが適切かと思う。

それから例の減税の話であるが、議会は向こう10年間で1兆3,500億ドルに上る大型減税を決定している。年内の減税規模は最終的にまだ公式には発表されていないが約550億ドル、名目GDPの約0.5%相当になるのではないかとされている。これが景気に対して、景気刺激的に作用することは間違いないが、その程度については実は家計の反応次第ではないかと思う。企業部門の調整過程で生ずる雇用への悪影響はじわじわと今染み出しているが、これが家計の消費マインドを下押すというリスクもあり、政策効果の出方についてはまだ不透明ということである。

ユーロエリアについて簡単にみてみると、景況判断指数、PMIが、両方とも低下している。米国景気減速の影響が表面化しつつあるのはドイツだが、ドイツでは輸出、生産、受注の落ち込みも目立っているほか、製造業の設備投資にも減速感がはっきり表れている。そうした景気の減速傾向はフランスやその他の域内主要国にも徐々に拡がりつつあるというのがユーロの状況である。

東アジアの実質GDPの第1四半期の数字をみると、中国を除いていずれの国でも景気的大幅減速が確認されている。特に前年比の減速幅が大きいのは台湾、香港、あるいはシンガポール、マレーシアである。香港は違うが台湾、シンガポール、マレーシアといった国は非常にITのディペンダンスが強い国であり、こうした国での減速幅が非常に大きいということがみてとれる。台湾、韓国をみてみると、既往の輸出の減少が設備投資を

中心とする内需の減退にも繋がっている。4月以降のデータとしては、輸出をみるとマイナスがずっと揃っている。台湾は4月、5月と相当マイナスが大きく、まだ減速は続いている。中国の輸出は、4月までは一応二桁成長を維持していたが、5月は相当落ち込んでおり、じわじわと影響が広がっている。ただ中国は内需が比較的強いので全体としては堅調な景気が続いているという見方でいいかと思う。

最後にエマージング金融市場の情報をみると、国際金融市場全体としてはストレス度は緩和されている中で、アルゼンチン、トルコ、インドネシアといった予ての問題国も評価としては小康を得ているということかと思う。以上である。

速水議長

ご質問ございましたらどうぞ。

中原委員

TMT株の図の分母は何か。全時価総額は何で計ったのか。

平野国際局長

これはこの Datastream が独自に集計したインデックスである。

中原委員

これは例えば Wilshire5000 とかはどの辺までカバーしているのか。

平野国際局長

Wilshire5000 は 90 数%カバーしている。これは米国市場の株式時価総額の 80% をカバーしているということである。これは例えばダウと NASDAQ を並べても同じような画を描けるが、一応カバレッジをより正確に取るという意味ではこのデータを使った方がいいなと思った次第である。

中原委員

要するに Datastream の独自の集計でこうなったということか。

平野国際局長

然り。

山口副総裁

IT部門の投資調整が起きてきて単純な在庫調整ではなくなってきていると思うが、最初のサマリーのところで言われた回復が少し先に伸びる可能性が強くなっているというのは、一般に言われている「年末年始位にはゼロから1%といったレンジから抜け出してもう少しはっきりとした回復に移っていくであろう」という見方よりも、さらに厳しくみておいた方がいいという話か。

平野国際局長

まず最初に申し上げたことの背景は、一般の見方そのものも調整の先ズレというのを徐々に織り込んできたことである。それはコンセンサス・フォーキャストのいわば裏付けとなっている景気のパスも、例えば数か月前と今と比べると相当調整が先ズレするというのを織り込みつつあったということであり、いわばその事実を申し上げた。

そういう意味では、例えば現在の景気の走りが例えば風速でゼロから1だとするならば、多分第4四半期から来年の第1四半期にかけては2%台位に上がってくるだろう位のイメージが頭にある。成長率というレベルでいけば減税の効果も確実に乗ってくるのでその位にはなるのだろうと思う。しかしそうであったとしても、その背後にあるITセクターで何が起きているかということを考えると、在庫調整的に言えば秋頃には何とかある程度一巡するかもしれないが、その後の需要の立ち上がりが非常に弱いので回復力としては非常に弱い状態が続いているということが実は織

り込まれているのではないかという感じがする。さらに大きく切れ込んでいくかどうかということについては、それはまだよく分からない。

#### 田谷委員

アメリカの今年の経済成長率について民間のコンセンサスが4月時点では1.8%だったのが5月には2.0%になっているが、これは何か考えられる理由はあるのか。

#### 平野国際局長

これはもともと第1四半期が2%と高めに出たが、その後消費の数字が少し下方修正され、1.3%になると大体これに近いところに戻ってくるということではないか。

#### 須田委員

アメリカの輸出の動きであるが、アメリカはデータが遅いというのはこれで分かった。全然まだ出てないということだが、ヨーロッパ、日本、アメリカが景気が悪くなって輸出が減るとともに輸入が減る、つまり今度はアメリカからの輸出がどんどん減っていくと、1~3月は一応外需はプラスに効果を持ったがこれからマイナスになるのではないか。つまり波及効果で今度は外からの影響を受けていくのではないかということをやっと懸念しているが、そこら辺はデータが全然ないということで分からないが、どうみておけばよいか。

#### 平野国際局長

程度の方はよく分からない。分からないがアメリカから海外に出て、海外からアメリカへの二次的な影響については最近のグリーンスパンの演説の中でも指摘をされているところであり、影響はあるのではないか。ただどの程度出てくるかということについては、ちょっと今後のデータ等を見てもないと分からない。

須田委員

後もう一つ、アジアでかなり成長が落ちて不良債権問題がまた大丈夫かなというのも気になるが、そこら辺はまだ余り問題になっていないのか。

平野国際局長

これは昔からよくご指摘を受けているポイントであるが、景気が輸出というエンジンが好調に回っていて輸出を中心に立ち上がっていく過程では不良資産問題そのものが景気に対して大きく足を引っ張るということとはなかったように思う。しかし景気が減速し内需にも輸出減速の影響が波及し始めると、不良資産問題というものが景気の足を引っ張る要素として相当効いてくるのではないかという感じを持っている。現状は、輸出、生産、それから企業収益、設備といったようなところへ波及してきているというところははっきりしているが、その過程でどの程度不良資産問題が寄与しているかということについてはちょっと分からない。その辺は問題意識を持ってフォローしてみたい。

速水議長

欧州は減税をやったので消費が底固いが、物価は上がっているのか。

平野国際局長

物価は2.9%上がっている。

速水議長

やはり原油価格とか肉の話とかそういうもので上がっているのか。

平野国際局長

物価については一応そういう説明になっているし、多分そうであろうと思う。因みにH I C Pは直近で前年比+2.9%であり、彼らの目指すところ

ろからすれば相当高いところにある。一方で減税の話も総裁ご指摘のとおりであり、今まで言われていたのは減税をやったということである。主要国では皆多かれ少なかれやっていることである。それからユーロの誕生で多少構造改革の進展ということもあって、失業率が低下してきたという要素が消費を支えているということもあるので、米国経済の減速の影響は相対的には少ないのではないかという見方が一般的だったと思う。それはそうだと思うが、ただ3月に海外経済のリスクについて説明した時に、一般に言われているよりは実は米国景気減速の影響は大きく出てくるのではないかということを示し上げた。その理由は勿論消費の相対的な底固さはあるが、実はドイツ経済は相対的に米国に対する依存度が非常に高い。まずドイツには米国経済の減速の影響が輸出等のルートで割合直接にくるのではないかと。他国は、実はフランスもイタリアもそうであるが、ドイツに対する輸出依存度が結構高い。であるから波及的影響はいずれ来るであろう。従って相当下振れる可能性を念頭に置いておく必要があるというようなことを申し上げたが、大体今そんな状況に来ていると思っている。それからこれまで非常に固かった消費者コンフィデンスの方もちょっと足許悪くなっている感じもあり、これには景気全体に不透明感が出てきたということと、物価が高止まっていることもちょっと響いているのではないかと思う。ユーロエリアについても若干心配な要素が出てきたが、しかし相対的にみればレベル感からすればまだましだろうと思う。

速水議長

アメリカの影響としては輸出が減っている程度か。

平野国際局長

明らかなのは輸出、生産が減っている。それからドイツ辺りは設備投資にも影響が出てきている。

## 松島理事

ユーロの関係で一言だけ申し上げると物価であり、直近出たデータではドイツもフランスもかなり上がってきている訳であるが、その原因がエネルギー価格あるいは口蹄疫を中心とした食料価格ということであれば一回で終わるような話である。エネルギーに関しては吸収が一遍に終わらないでだらだらしているのも、やや社会の中にある構造的な硬直性というようなものが出ているのかもしれないが、エネルギーと食料価格だけであれば一過性ということで政策に対する自由度はそんなに減殺されないであろう。しかしこういうふうに関係が現実になってきている物価がこれからの賃金に跳ね返ってくるとスパイラル的に価格が上がってくるので、そうすると政策の裁量の余地も狭められてくるということで、そこを懸念する声が極く最近の国際会議では聞かれている。

## 速水議長

ほかにございませつか。それでは次に参る。

調査統計局から最近の国内経済情勢について説明してもらつ。永田理事、早川調査統計局長からお願いする。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

#### 早川調査統計局長

1か月前の時点で輸出とか生産については、特に情報関連を中心とする輸出と生産の減少が次第に深くなつてきていることを申し上げた。その一方で、もちろんIT関連の設備投資とかには影響が出ている訳だが、雇用や消費といったそれ以外の分野に対する波及は少なく、生産の落ち具合との相対関係でみた場合、比較的小さなものに止まっていることを申し上げた。その裏側にあることとしては、そもそもこれは1999、2000年に起つたことの反対だということがあること、それから実は貿易が輸出入両建てで縮小している、あるいは生産が減少しているというのは日本だけで起つていてはなくて、かなり世界的に同時に起つていてることであつて、

ある意味ではIT関連を中心とする経済調整の特徴を表わしているの  
であろうということを申し上げたかと思う。1か月経ってみてどうかとい  
うと、一言で申し上げるとその輸出・生産といったところの減少につ  
いては、さらに調整の深度が深まってきていることがはっきりしてき  
ている一方で、それ以外への影響ということに関しては、その割には  
相変わらず大したことがないということも同時に言えると思ってい  
る。その点について、まず最初に輸出入の数字だが、実質輸出は1  
~3月にかけてかなり大きく減少した後、4月の数字もまだかなり  
大きな減少が続いている。他方、輸入も実は同じように減少してい  
る訳で両建ての減少が続いている。輸出の内訳を見てみると、情  
報関連が相変わらず減少を続けているということ、それから資本財  
部品の減少がかなり目立ってきている。これはただ今説明があつた  
ように海外、特にアジア辺りでの設備投資の減速の影響が出ている  
訳だが、中身を見ると実は半導体製造装置の減少が相当大きいので  
、設備投資といってもいいが情報関連といってもいいと思ってい  
る。一点だけ少し気になる動きを申し上げておくと、中間財が少し  
大きめに減少している。ITとはやや違う話であつて、後程申し上げ  
る在庫との関係ではこの辺が少し気になる動きだと思ってい  
る。確かにこういった輸出の減少の裏側にあるのは海外の景気減速、  
特にアメリカであるが、アメリカの成長率自身はどんどん減速した  
後マイナスに突っ込んでいくという姿になっている訳でもない。し  
かしながら、例えば日本だけではなくてNIEs辺りの数字をみても  
第2四半期4月単月ではあるが、輸出・生産の減少というのは相  
変わらずかなり深いということがお分かり頂けるだろうと思う。こ  
の点は、ただ今の平野国際局長の説明にもあつたとおり、アメリカ  
の成長率がどんどん抉れていく訳ではないが、それは一方におい  
て消費であるとか住宅であるとか、いわゆるオールドエコノミー  
がそれなりに踏ん張っている形でその成長率は維持されているが  
、中身をみていくと情報関連の投資辺りについては調整が深くな  
っているということである。正確に言うと後者の部分に対してより  
密接にリンクしているNIEs諸国であるとか日本の輸出といふこと  
で見ると、やはりマイナスの圧力がかなり働いているといふ

ことの表われだろうと思う。その背景であるが、いわゆる世界的な半導体需要に関する業界の予想値をみると、去年の10月時点で2001年は2割増が見込まれていた訳であるが、この5月の新しい見通しで-13%まで下方修正された。非常に大きな下方修正である。恐らくここには最終需要の減速だけではなく、前回も申し上げたように1999年、2000年のプロセスで在庫が積み上げられていたことの圧縮の影響も出ていると思うが、かなり大幅な下方修正になっていてこれが輸出の動きの裏側にある。もちろん在庫の動きもあるということで、最終需要自体ずっとマイナスになっていくと皆思っている訳ではない。従って、ご覧のとおり来年以降はもう一回プラスになっていくという見通しではあるが、とにかく足許はかなり大幅な、この分野におけるかなり大きなマイナスの需要ショックが起った。輸出から少し飛んで、設備・収益の動きだが、設備は法人季報で見てもあるいはGDPで見ても同じことだが、去年の第4四半期にかなり高い伸びになった後小幅な減少ということである。その中身をみると、第1四半期の減少自体はこれまでの流れが大きく変わったということではなく、製造業の設備投資は第1四半期までは伸びており、第1四半期が小幅のマイナスになったのは、非製造業が少し落ちている。これは非製造業が第4四半期に随分高く伸びた反動で落ちているということなので、第1四半期の落ち自体は流れの変化というよりはいわば非製造業に関する反動減だったろうと思う。それから収益についてみると、収益率は、第1四半期には去年の第4四半期比ではそこそこ落ちた。ただ、私共の印象から言うと例えば生産が前期比で3.7%落ちたということの対比でみると割と小さい印象である。特に去年の第4四半期が大きく上に跳ね上がっているのも、その跳ね上がりを抜いてみると余り落ちていないということもあって、生産との対比でみると比較的控えめという印象を持っている。私共自身はその後も生産が減少しているので製造業を中心に収益環境はかなり厳しくなっていると思っているが、例えば野村証券が2、3日前に出した収益見通しだと、2001年3月期が2割増益の後、僅か1%の減益、2002年3月期1%の減益とアナリスト辺りでは比較的強気の見通しも出ている。従って、この次の

短観では生産から考えれば当然収益は悪化しているはずだが、そういったこととの関係でどんな収益見通しが出てくるかが一つの注目点だろうと思っている。それから設備投資については、先程第1四半期自身は大きな中身の変化はないと申し上げたが、やはりもう既に機械受注等先行指標は下を向いてきて、設備投資の流れが変わってきていることは間違いないと思っている。ただ、その設備投資の減少がどれ位の感じかというのが一つのポイントで、差し当たり機械受注は第1四半期に減った後4月単月は増えている。ただこれは、電子通信が4月単月は増えているという感じで、この辺が今増える状況ではないと思っているので、これはあまり真に受けて下げ止まったとは考えない方が良くも思っている。ただいずれにしても、設備投資については例えばIT関連、これは明らかに流れが変わってきていると思うし、それから大店法の反動の流通とか電力みたいな理由のはっきりしている業種における設備投資の減少は見えている訳だが、例えば自動車が底固いとかという話もあって、果たして中小企業等も含めて設備投資が全体としてかなり減るのか、あるいは特殊な部門の減少に止まるのかということについて、これは次に出てくる短観等ではもう一つの注目点だろうと思っている。要するに減る方向だと思うが、どれ位減るのかということだと思う。それから個人消費については、部分的には弱い数字が出てきた。分かり易い例からいうと家電販売だが、これはリサイクル法の反動減である。それからもう一つ弱めの数字は家計調査の4月の数字が弱く出た。これは実態としても先程のリサイクル法の反動なども含まれていると思うが、他方で教育費などが非常に減っており、例によって家計調査のサンプル要因のような感じがしないでもないので、これをまるごと消費が弱いとみるかどうか、少しためらうところである。ちなみにそれ以外の数字を見てみると、相変わらず強弱一進一退の範囲内を出ていない。車についてもまあまあ横這い圏内の動きであるし、百貨店は幾分良いめという感じである。全体としてそれほど大きな動きはないので、1~3月は少し良い数字が出ているがここで判断を上げることはないと申し上げたが、4月は先程申し上げたように分かりきったマイナスは出てきているが、この時

点で個人消費が何か大きな変化が表われたとまで、判断する材料はないように思っている。次に生産だが、第1四半期に続いて第2四半期もかなり大幅減少になりそうな見込みになってきた。昨日出た4月の生産の確報でも僅かではあるが下方修正が行なわれた。内容的にはやはり電気機械のマイナスが相当大きいということで、輸出の動きとかとほとんど同じ動きである。それに加えて一般機械の寄与が大きくなってきているが、これは恐らく予測指数の中でも半導体製造装置辺りが動いている感じがするので、原因は同じかなとみている。在庫もある種これまでの流れの中と例えば流れの中だが、資本財、耐久消費財のところを見ると、最終財の主力部分に関しては相変わらず在庫は比較的良好に抑制されており、それ程在庫は積み上がったという感じはこの部分にはない。その一方で生産財のところを見ると、かなり厳しい在庫の積み上がり情勢に入ってきている。とりわけ電子部品に関しては、地球の軌道を回っていたのが、何か飛び離れて火星の方に飛んでいくというような感じの動きになっている。ただ、この生産財の動きの中には、実は電子部品だけではなく、先程少し申し上げた素材、鉄鋼、化学の輸出がやはり弱くなっていて、その分野での在庫の積み上がりも含まれている。それから雇用も大きく見ると余り大きな変化はないが、若干の特徴だけみると、職安統計では、求人倍率がこのところずっと下がってきて、4月単月は少し横這いになった。動きをみると新規求人がこれまで落ちてきたものが4月は少し下げ止まった感じである。ただ中身を見ると製造業は相変わらず実はずっと下がり続けていて、遂に4月には新規求人が前年比でもマイナスになった。他方、非製造業の方は若干の月々の振れはあるが、それなりに底固い動きをしている。この点は、例えば労働省の労働需給の調査結果をみると、雇用の過剰感というのは製造業では顕著に過剰感が拡大していく感じと、それから建設でも同じような感じがあるが、それに比べて例えばサービス業とか流通辺りは必ずしもそうではないということで、今申し上げた求人の動きと比較的整合的かと思っている。次に労働力調査だが、労働力調査に関しては失業率が若干上がったが下二桁でみると4.68、4.72、4.79ということで、先程の生産の落ち方と

比べると比較的小となしい。実は 97、98 年の不況の時には比較的速やかに失業率がぐっと上がった。それと比べると、やはり今回は高水準ではあるが失業率には目立った変化がない。ただ雇用者、就業者のところを見ると、雇用者は安定的に増えているが、就業者が落ちてきているのが特徴である。これは統計の振れがあるので数字をまるごと真に受けるのはいかかかとは思われるが、自営・家族従業者というのがここ数年ずっとそうだが、とりわけ最近かなり大きなマイナスになっている。これは先程来申し上げているここ半年の輸出の減少、生産の減少とかという話とは違う話であって、むしろ中小・零細の非製造業辺りが一貫して低迷していることの表われであろう。最後に毎勤統計を見ておくと、基本的にはあまり大きな変化はない。常用雇用者数は、季調済では少し変な動きになっているが、これは新卒採用の抑制の関係で、季節調整の数字が少し歪んでいると思うので、前年比でみると安定している。賃金について二点申し上げておくと、一つは所定外給与はやはり着実にマイナスの方向になってきていること、もう一つは所定内給与のマイナス幅は幾分縮小した。前回、労働時間が減っているという話をして、これがカレンダー要因によるものなのか、意図的な調整によるものなのかという問題提起をしたが、4 月の数字をみるとやはりカレンダー要因がかなり影響したことは間違いなさそうである。ただそれでもやはりカレンダーが普通に戻っても労働時間は減少しているので、ある意味で時間による調整みたいなものはそれなりに進んでいるということではあろう。最後に物価について極く簡単に申し上げる。物価については全体にあまり大きな変化はない。国内卸売物価で見ると大雑把にいうと、3 か月に 0.2% 位の下落ということで推移している。中身を見ると二点ほど特徴があって、一つはやはり鉄鋼・建材のところ弱いことで、これは在庫のところでもそうだったが、建材のところ弱い。それから機械類だが、機械類は常にマイナスなので、別にいつものことだと言えるかもしれないが、必ずしもこれが全ていわゆる技術進歩とかによるものではなくて、最近では電子部品などについて需給に伴う価格の下落がこの中にも入ってきている。それから、消費者物価はあまり動きがなく、もうかなり長いこ

と前年比は-0.5%と-0.6%の間でずっと動いている。敢えて言うと、サービスのマイナスが少し縮まるないしプラスになっているが、これは若干の家賃の動きとか、公共料金の話で、大した話ではない。一方商品の方のマイナスがなかなか縮んでこないのが特徴である。原油価格の影響が段々一巡してくることで石油価格の前年比が縮んできたということは一つあるが、例えば被服とかの下落がなかなか止まってこないという意味で、商品の下落はなかなか止まってこないということではないかと思っている。

計数の説明は以上にして、極く簡単に纏めると、全体を捉えて今回は「わが国の景気は、輸出の落ち込みを主因に生産の大幅な減少が続くなど、調整が深まりつつある」という表現を取っている。これは、輸出とか生産のところの調整はやはり深まっているという表現が素直であろうと思うし、電子部品の調整は相当大きい。携帯電話辺りでは調整を必要とする在庫の規模の過小評価というのが明らかになってきている。それから生産とか輸出の落ち方に比べてほかの部分の反応が相対的に目立たないのもこれまた事実であるということで、この点については先程IT産業の特徴みたいなことを申し上げたが、別の言い方をすると実は生産の落ち方だけみると97、98年とあまり変わらない位落ちようとしている。にもかかわらずほかへの影響が少ないというのは、やはり経済にかかわっているショックの性質の違いだろう。前回は、企業や家計への不安心理が高まったし、流動性制約の強まりがあったほか、経済の弱い部分にショックが襲ったということもあったと思う。これに対して今回はいわゆる期待成長率の高いIT分野に限られたショックであり、少なくとも現状は一時的な過剰生産の是正という側面が強いからではないかと思っている。ただそうは言っても当然のことだが、マクロの雇用所得には段々影響が出てくる訳なので、当然今後の消費者コンフィデンスを含め、雇用・消費周りの動きについては注意してみていく必要がある。それから先行きについては海外次第、あるいはIT次第という側面が強いというのは従来から申し上げてきているが、その直近の動きについて申し上げますと、先程平野国際局長からも説明が

あったとおり現状はその情報関連については、過剰在庫の調整は秋口までには完了するだろう、それからアメリカについても年末辺りには持ち直しに転じるであろうという見方が標準的であろうと思う。これは以前は両方とも年央を境にと言っていたので、やはり少し後ずれしていることは事実であるが、同時にシナリオそのものは崩れていない。その場合、以前アメリカについて私達が心配したことは、過剰消費の状況がある中で株価が下落することによって個人消費が大きく崩れるのではないかということであったが、今現在そちらの心配はなくなっているが相対的に薄らいでいる。反面、いわゆる比較的限定的ではないかと皆が言っていた企業投資、特に情報関連の投資について、なかなか実は見通しが厳しくなっているということではないかと思う。そうだとすると、海外景気は一段と落ち込まないにしても、例えば情報関連の回復がずるずる遅れていくことになると、国内への影響も次第に深まっていくということが一つの留意点であろう。最後のところは構造改革との関連で申すまでもないことだが、そういう海外要因以外に今後この構造改革が景気にどのような影響を及ぼしていくかが重要な注目点である。いわゆる中長期に考えれば当然これは不良債権問題の克服とか財政支出の内容見直しというのは経済の活性化にとって不可欠の条件ではあるが、短期で考えればそれはそれなりに景気に対してマイナスに働くということも、これまた否定できない事実であろう。市場の反応についても、先程山下金融市場局長から説明があったように、やはり市場の構造改革に対する期待は引き続き強いと思っている。その結果として構造改革の進展を好感して株価が上昇するということになれば、景気に対しては一定のプラス効果を持つということだが、ただ株価については既に企業収益の環境の厳しさを織り込みつつある部分もあるだけに、今後構造改革を巡る動きがその実体経済、資本市場に及ぼしていく影響については予断を持つことなく注視していくことが必要である。物価については特に状況に変化がない。以上である。

速水議長

ご質問ございましたらどうぞ。

宜しいですか。それでは最後に企画室から最近の金融環境について増渚理事と雨宮企画室参事役から説明してもらおう。

#### 4. 金融環境に関する報告（資料-5）

##### 雨宮企画室参事役

前月まで申し上げてきたような金融環境の変化点、具体的には2月、3月以降の金融緩和政策を受けて金融環境のどういう点が変わってきたかということを一応ここで三点、あるいは四点、四点目は少しカッコ入りだが、取り敢えず纏めさせて頂いてそれを踏まえてご説明する。一つ目は市場金利の低下を映じて、貸出金利も明確に大幅に低下してきており、金利面ではこの金融緩和効果が非常に強力に浸透してきているということである。二つ目の特徴点はCP、社債市場と市場調達、企業の市場を通ずる調達環境は大幅に改善しているということである。この背景には投資家等のリスクテイク姿勢の強まりということがあるかと思う。三つ目はややミックストな点だが、一方で金融機関の貸出スタンスをみるとここはいわば二極分化が進んでいる。場合によっては、やや信用リスクの高い先については、貸出し姿勢が少し厳しくなるという面も出始めているという点である。四つ目というのはカッコに入れておいた方がいいかと思うが、ベースマネー、マネーサプライ等の伸びが少しずつ高まっているということである。これについては郵貯の要因だとかあるいは昨年のY2Kという要因の裏といったこともあるので、評価はもう少し時間とデータの蓄積を待つべきだと思う。このように全体として四つの特徴があり、今月新たに入手できたデータは、四つの特徴がそれぞれの方向で少しずつ強まっているということかと思う。この点を念頭に入れて頂いたうえで、まず図表1、クレジット関連では、上の5業態の貸出残高5月の前年比計数は、諸要因調整済みで-1.6%ということで3月、4月、5月と-1%台半ばの減少基調とはほとんど変わっていない。変化があるのはCP・社債市場、直接市

場調達の動向だが、図表 3、CP の発行残高の推移を見ると、5 月の残高は、20 兆 6 千億円という残高で既往ピークを 2 か月連続で更新している。この 3 か月間、低金利、金利の低下を武器に銀行借入からのシフトも増えて CP の発行が増えている訳だが、この 4 月の後半位から顕著な特徴としては、A2 格、A3 格、CP の短期格付けというのは大きくというと A1、A2、A3 となっているが、この A2、A3 という若干格付けの低いところの発行が増えているということである。ちなみにフローベース、月間の発行量に占める A2 格、A3 格のシェアというものを見ると、去年は大体 13% 台という 1 割強だったのが、5 月には 17% まで上昇していてこうした形で低格付け先の発行も増えているというのが 5 月の特徴となった。それから、社債発行残高は、若干ながらこの 2 か月伸びている。ただこの中身は電力、通信で、電力については大体年間の発行計画を作って市場環境がよくなるとそこでぱっと出すということなので、何か特に資金需要とかあるいはその背後にある設備投資の変化ということでは全くないと思うが、少なくとも社債市場の発行環境も好転していることかと思われる。若干ミックスなのが株式市場で、株価の調達環境という意味では新規公開の動きに注目してきているが、この 1~3 月に新規公開は、急激に落ち込んだ訳である。その後 4 月に戻って 5 月にはまた減少するという株価次第という動きになっている。ただ 5 月というのは元々総会前で新規公開等が少なくなる月なのでもう少し様子をみたいと思うが、やはり、株価、4 月時には株価の上昇を背景に新規公開が非常に復調したあと、5 月になってまた一服しているという状況かと思われる。次はマネー、マネタリーベースだが、図表 6、マネタリーベースをみると、3 月、4 月は 1.2%、1.4% と低い伸びだったが、これは先程申し上げたとおり、一昨年から昨年にかけての Y2K で高い伸びをしたことの裏がここまで出ていた訳だが、この反動要因がなくなって、ある意味で 5 月というのは実力ベースの伸びに戻ってきたということだろうと思うが、5.1% ということである。中身を見ると日銀券の発行高が 6.1% という数字になっている。この先は 7 月の郵貯の大量満期のピークを前に郵貯の手許現金の調達等があるので、銀行券の伸びは当面高

くなってくる。因みに 12 日までのラップで 6 月の平残は既に 8.0%まで上昇しているの、こういうことを含めてこの伸びは当面は高まるだろうと思う。マネーサプライについては、M2+CD で 5 月は 2.9%と 4 月に比べて 0.4%ポイントこちら伸びを高めている。中身を見ると M1 が 5.6%から 7.0%と伸びを高めていて、現金通貨、預金通貨それぞれ伸びを高めている。内容的にはただ今申し上げたような郵貯の大量満期の関係で郵貯からこの現金通貨、預金通貨に資金がシフトしていくということ、恐らく底流としては金利低下に伴う機会費用の低下要因ということも効いているのだろうと思われる。マネーサプライの全体の動きは、このように郵貯シフトと低金利を材料にこういう流動性の高いものに徐々にシフトしている。ただし全体としての金融資産の量はあまり変わらないという状況が続いていて、図表 8 で M2+CD と広義流動性の動きの前年比を見ると、くっきり差が出ていて広義流動性の前年比というのは、この半年間でこぼこはあるが、ほとんど変わっていないかむしろ若干伸びが下がり気味の中で、この M2+CD の伸び率がどんどん高まっているという状況になっている。以上がクレジットとマネーで、次に図表 11 の金利関係を簡単に説明すると、市場金利の動向を受けて貸出金利等も順調に低下している。企業の資金調達コストは短期プライムレートが 1.375%で変わっていない。長期プライムレートは毎月既往ボトム更新という格好になっていて 6 月も 1.6%ということで低下している。約定平均金利はまだ 4 月しか出ていないが、新規で短期が 1.622%、長期が 1.848%、総合が 1.70%という数字になっている。この数字の評価の一つの基準としてご参考までにかつてのゼロ金利政策時代の平均値と比較してみると、この平均値というのは具体的には 99 年 2 月から 2000 年 7 月までの約定平均金利の平均値だが、これが短期が 1.66%、長期が 1.97%、総合が 1.76%だったので、市場金利については実はこの時代よりももう既に低くなっているが、この貸出金利でもそういう状況になりつつある。以上がクレジット、金利等で緩和が非常に順調に浸透している部分だが、ややミックスと申し上げたのが図表 15 の企業金融関連指標である。貸出態度判断 DI をみると、これは

まだ短観が出ていないので部分的なデータだが、例えば中小企業金融公庫の貸出態度判断DIをみると、去年は大体19台だったのが、この4月、5月と徐々に緩い超幅が縮小し出しているということがみてとれる。国民生活金融公庫も1~3月はこちらは困難超幅がでかくなるという格好になっていて、全体として景気動向の悪化の程度に応じて中小企業の資金繰り、あるいは貸出、中小企業からみた金融機関の貸出態度が気持ち厳しくなる方向かなという程度、まだ大きな変化はないがそういう兆しが表われている。ただ一方で優良企業に対する貸出姿勢はますます前傾化している。こちらはむしろスプレッドをカットしても貸出という態度も一方で鮮明化しているので、二極分化が強まっているということだろうと思われる。この辺の二極分化がどうなっているのかというのは大企業も含めたデータが統一的に明らかになる短観が出揃ったところでまた分析のうえ報告したいと考えている。以上が企業金融関係である。最後に倒産のデータだが、実は本日の1時30分に5月分の新しい数字が公表されており、4月の倒産データ1,575件に続く5月のデータが1,664件、前年比+9.4%、季調値で4月1,540件に続く値が1,598件である。従って5月に若干増えてはいるがこの季調済のデータでみると、大体1,500件から1,600件内外で1年動いているという状況にこれまでのところ大きな変化は見られていないと思われる。特別保証制度関連倒産というのが4月390件に続いて5月402件ということで、こちらはやはりじわじわと増えているが、全体の倒産に占めるこの特別保証制度関連倒産のウェイト、シェアについてはこの間ほとんど23~24%で大きな変化はない。今月の特徴は目立った特徴があるというよりも、冒頭申し上げたような先月までの動きがそれぞれの方角で少しずつ強まっているということで、引き続き金利、直接市場、金融機関の動向がどうなるか、緩和のポジティブな効果、一方で中小企業の資金繰りがやや悪化している可能性、この引っ張り合いをどうみていくか、ということが焦点になるかと思う。以上である。

速水議長

それではご質問ございましたらどうぞ。

中原委員

一点だけ聞き損なったが、先程のCPのシェアで13%と17%というのはA3であるか。

雨宮企画室参事役

A2とA3の合計である。元々CP市場はA1でないとなかなか発行し難いということなので、A2、A3合計しても1割程度だった訳である。

速水議長

CPの残高が非常に増えてきた。やはり安い金利で企業が直接借り入れるからということか。

雨宮企画室参事役

そういうことであるが、やはり何と言っても金融緩和によって金利が低下し、しかも投資家のリスクテイク姿勢が強まっているために若干金利の高いA2格、A3格にも投資しようという意欲が生まれているということが足許の理由だと思う。ただこのCPの図表3でCP発行残高のグラフを見ると、実は最近1年間ひょっとして少し構造変化的なことが起きているかもしれないと思う。昨年の半ばまでCP残高の増減というのは本行CPオペ残高のミラー市場というか、要するに日本銀行がオペを増やすとCP残高も増える、減らすと減る、要するに最終的に日銀がオペで買ってくれるから発行しようみたいな、日銀オペ依存型のマーケットの性格が強かった。それが、この半年ばかりそれとは独立して市場残高が増えてきている。総裁ご指摘のとおりやはり金利要因だと思うが、そういう短期的な要因がCP市場の構造変化、より中期的にみた構造変化を促すトリガーになっている可能性はあるような気がする。ヒアリングベースでも単なる鞘拔きの

CP発行よりも例えば決算賞与資金をこれからも銀行借入ではなくてCPにすることにしたといった動きも出ている。多少構造的な間接金融から直接金融へのシフトという動きが表われている可能性もあると思う。

田谷委員

そうすると最近ではCPを発行して普通預金に入れるなんていう動きは余りないのか。

雨宮企画室参事役

それは金利環境次第であるが、足許はあまりない。むしろ2月、3月に市場金利がぐっと下がってきて普通預金金利低下が少し遅れていた時にはそういう動きもあったが、足許はそういう、いわゆるメリーゴーランドというような動きはあまりみられていないようである。

武富委員

CPの買手側は特に変化はないのか。

雨宮企画室参事役

買手側は引き続きやはり金融機関中心であるが、一つだけ変化があるとすると、投信がCPを組み込み始めている。投信が少しでも利回りを上げるという格好でCPを組み込み始めるというのが今までの金融機関引受けべったりと比べると少し兆しとして表われて来ている変化である。

速水議長

企業の側からすれば銀行借り入れからCPに切り替えたということでもいいのか。

雨宮企画室参事役

ただ規模としては残高でまだ20兆円という規模なので、まだまだ限界

的な動きであることは否めないと思う。

三木委員

貸出金利のところ、短期が3月で下がって4月で上がっているのは、どうしてか。

雨宮企画室参事役

3月は期末月なので金融機関が貸出の実績をある程度積上げるために、短期的に低利で、貸し込みという言葉は使いたくないが、積極的な貸出姿勢を短期的に示すということがある。従って実は3月の段階で既に相当低くなっている訳だが、この段階ではこの水準を評価するのは難しいということで4月のデータが出るまで待っていたということである。

速水議長

ほかにございませんか。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時に会合を再開したいと思うのでよろしく願います。なお予めからお願いしているが、決定会合に対する信認を確保するために、本日の議事内容についても、厳正な機密管理に配慮して頂くようにくれぐれもお願ひ申し上げる。本日はどうもありがとうございました。

(午後15時42分中断、15日午前9時1分再開)

### Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策方針の決定

#### 1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

それでは、定刻になったので、金融政策決定会合を再開したいと思う。はじめに会合の2日目である本日の取り進め方を申し上げたいと思う。まず、金融経済情勢と金融政策運営方針に関する討議、それから、もしあれば、政府から出席の方々のご発言、そして金融市場調節方針の採決と、い

つも通りの順序で進めたいと思う。採決の後は、6月分の金融経済月報の基本的見解の取り纏め、最後に前回および前々回会合の議事要旨を承認して頂く予定である。

本日、政府からは昨日に引き続き、財務省からは田村総括審議官、内閣府からは薦田審議官の出席を頂いている。なお、竹中経済財政政策担当大臣が10時前後にはおいでになると伺っている。予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録することを前提とする。委員の方々および政府からの出席の方におかれては、そのことを前提に発言頂くよう宜しくお願いする。

それでは、昨日の執行部からの報告等を踏まえて、金融経済情勢と金融政策運営に関する検討を行ないたいと思う。本日の討議の形式は最初に金融経済情勢に関して順番にご意見を頂き、次いで自由に討議を頂き、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ご討議を頂きたいと思う。その後、政府から出席の方々からご意見を承るという順序で進めて参りたいと考えている。それでは委員の方のご意見を頂くが、ポイントを絞ってご議論を頂くため金融経済情勢、金融政策運営方針の各々のラウンドにおいて、それぞれお一人5分程度を目途にお願いしたいと思う。では、まず、金融情勢について、本日は三木委員からお願いしたいと思う。

### 三木委員

それでは、経済情勢を中心にまず景気の総括感であるが、景気は後戻りしつつあるということである。先行きの景気判断のポイントは4月、5月、6月と月を追う毎に低下してきた生産がこの7~9月期に6月のレベル近辺を維持しながら底這いでいけるのか、それとも一段と下落を続けるのか、これを見極めることだと思っている。需要項目別の動きを次に申し上げるが、需要面におけるここまでの最大の変化点は、建設需要の落ち込みである。公共工事は工事ベースでみると、4~6月は平成12年度の着工が入ってくるので、これである程度カバーできる。7~9月期は13年度の当初予算の発注が着工に入ってくるので、上半期は緩やかに増加するであろう。

しかし下半期は前年比マイナスの姿が出てくる。それから民間建設需要が設備投資抑制から一気に落ち込んでいるということ、また住宅投資ももはや減税効果にも反応しないということでピークアウトしている。官民合わせた平成13年度の建設投資額は前年比約5%程度のマイナスという予測もある。これは、官の方で約5.8%マイナス、民で3.6%マイナスとの予測であるが、4~6月は予想以上の落ち込みになっているというのがポイントである。設備投資は減少し始めた。4月の機械受注は前月比が6.3%の増、前年比も+10.5%の伸びではあるが、設備投資の伸びは、ここにきて大幅に鈍化しており、先行きの減少基調は避けられない。ただ、この中で構造改革が先行している自動車業界は設備投資を増やす計画になっているということ、ある意味では明るい動きも中にはある。4月の貿易黒字は10か月連続前年比マイナスとなっている。米国経済減速の影響が色濃く出ているということ、輸出は先行きも減少を続けるだろう。もう一つの大きなポイントは、在庫調整が長引くということである。鉄鋼、電機、機械、紙パルプ等の生産財で、在庫の積み上がりが顕著になっている。輸出好調で覆い隠されていた過剰供給能力の問題が輸出減少で一気に顕在化してきているということであるが、構造調整は遅々として進んでいない。この中で各社とも稼働率を落とそうとしないため、在庫調整が長引く公算が大きく、これまで潤沢であったキャッシュ・フローもここにきて在庫のファイナンスに食われているというのが、最近の企業金融での大きな特徴になっている。この結果、債務返済にもブレーキが掛かっている。問題の個人消費であるが、個人消費はなお、二極分化状態にあると思う。消費構造の変化、つまり、ユーザーニーズを捉えた新商品や、高機能商品、電化商品は売れる、あるいはサービス商品のウエイトが増えている、こうした消費構造の変化、それから商品の飽和感。もう一つは先行き不安、雇用、年金医療等に対する先行き不安、この三つを背景に家計は身の丈に合わせた消費スタンスで、ミクロでは売れる商品、売れない商品、売れる企業、売れない企業、この二極分化状態になっている。ただ一方、家計の体力をみると家計の借入金残高伸び率は前年比ほぼゼロというところまできて

いる。債務負担増は止まっているということで、借入金の金融資産に対する比率も低下して 20%台半ばまで落ちてきている。家計のバランスシート調整に伴う消費下押し圧力は小さくなってきており、家計には余裕があるということである。従ってマクロで捉えると消費は好況でも不況でもない平時状態にあるといえる。消費はここまでは回復してもはや普通の状態にあると評価すべきであると思う。ただ、ここへ来て雇用不安を中心に消費マインドも低下してきており、先行き不安に対するセーフティネットを張ることが重要な局面にきている。こういうセーフティネットを張って先行き不安を解消する方向にもっていけば、まず家計の金融資産ストックを消費に向かわせることができるのではないかと思う。企業収益の回復から家計への所得移転、そして個人消費の伸びへ繋ぐ、これが今回の我々のシナリオであるが、このシナリオは構造調整を抱える中では、やはり時間が掛かると言わざるを得ない。以上の需要項目の動きを踏まえての生産動向であるが、先行き 7~9 月期は内需、外需とも期待できないということ、それから、供給サイドでは、過剰設備、過剰生産、在庫増の中で否応なしに生産減に追い込まれていくということ、また、電機、自動車等では海外生産シフトをさらに進める方向にあるということで、需要の増加が国内生産増加に繋がらないという点がポイントである。生産は業種的に見ると、この 4~6 月以降自動車と造船以外は全て前年比マイナスの動きであって、特に建設業の落ち込みは急である。因みに川上産業の一つである鉄鋼業の受注額を見ると、この 4 月は 19 か月振りに前年比マイナスとなった。-1.3%であるが、実に 19 か月振りにマイナスとなった。中身はこれも問題であるが、自動車と造船を除く製造業、非製造業、全ての業種でマイナスということである。6 月以降、在庫調整を含めて鉄鋼は大幅減産に入らざるを得ないという局面になっている。従って 7~9 月期の生産は、なお緩やかに下落すると見ざるを得ないということである。経済の動きについて、まず先にそこまで申し上げておきたいと思う。

## 速水議長

それでは次に、武富委員にお願いします。

## 武富委員

経済情勢について、98年と足許を比較してみたいと思う。それによって景気の性格の違いを押さえて、そこから政策対応が持っている意味合いを汲み取るというようなことをやってみたい。98年は、一言で言うと金融と実体経済が連動型で景気後退から不況まで突っ込んだということだったと思う。金融と実体経済の連動であるから、その影響は全方位に及ぶ、全産業に及ぶタイプの経済情勢だった。下手をすると底無し沼の末広がりというようなリスク感覚を持つ局面だったと思う。この背景は、一つは金融発で景気の調整が始まった訳であるが、その肝心の金融システムの安定化の枠組みがない、どこにもはしごが無いということ。それからもう一つは企業段階でコスト中心に非常に改善余地がある、企業の基盤が脆弱であるということで、強い下方圧力が掛かれば非常に厳しい状況を迎えると、そういうような景気の性格を持っていたと思う。こういうふうに割り切って理解すれば、それにどう対応するかというのは、まず初発の原因である金融に対してどう対処するかと、それである程度の歯止めを掛けられるということだった。正にそのような政策が取られた訳で、日銀としては、98年9月に利下げをし、11月に企業金融に対しても対処する、金融市場の流動性の偏在とか枯渇とかいうことと同時に企業金融段階、信用収縮問題にも手を打つ、そしてとどめは99年2月のゼロ金利政策ということで市場の暴力に対してまず対応した。それからもう一つは金融システムの安定化のスキームが漸くでき上がって99年3月になって公的資金の投入が行なわれたことで、底打ちの条件ができた。一方、企業の方も、損益分岐点が悪化する、あるいは労働分配率も上昇していくということを食べ止める相当厳しい調整をしてその改善を図る。それによって売り上げが少し横這いまで来る、あるいは上昇するというのであれば、企業収益が回復するというような意味で景気の浮揚力が潜在的に効くということになって

きたと思う。時あたかも幸いなことにグローバルなIT関連需要の拡大ということがあり、これが正に企業のコスト構造の改善に加えて売り上げの増加ということになったから、かなり収益が回復してIT関連の投資も出る、輸出が伸びる、生産が伸びるという展開になったと思う。今回はと言うと、これも一言で言うと日米連動型、もう少し広げて言えば内外連動型の調整だと思う。しかも、これは前回と違って全方位ではなく、一言で言えば広い意味のIT関連という分野における内外連動の景気調整であるというふうに言えると思う。だから、底無し沼の末広がりということは無い。一つは金融面のシステム安定化の枠組みが存在するという事だと思ふ。それから企業のコスト構造の方は、この間の努力で相当改善している。1~3月の法人季報を見ても固定費は人件費中心に絶対額でも、特に大企業、製造業部門においては、相当低下してきている。そういう意味ではコスト構造は、あるレベルまで改善が進んでおり、むしろ企業段階の今の問題は財務構造の方の改善にシフトしている。資産圧縮し、借入金を返済するという方の流れ、そういう意味の企業段階の調整の方が前回のコスト構造調整ということからもっと重要になって、そちらへシフトしてきているということだろうと思う。そういう中で超金融緩和政策が採られているので、今回の場合、例えば金融面の流動性問題というアベイラビリティの問題ということは伴っていない景気調整であると思う。そういう中でこの景気調整がどこかで底を打つ条件ということになると、前回は金融面の手当てだったが、今回はIT関連のところの自律的な調整で市場メカニズムとか需給メカニズムで調整が一巡するというのが一つ条件であり、特にそのアメリカ発の部分があるから、アメリカにおけるそういう条件が整うことが非常に重要なだろうと思う。従って、今回はかなり米国次第という他律的な情勢にあって、前回のように金融面から能動的に動いて問題に対処するというのとは少し性格が違うように思う。今回、もう一つやや趣を異にするのは、結局構造改革というものがいよいよ待った無しになってきているという認識が強くなっている。今度の場合の構造改革というのは、産業と金融の結合部分のところに中心的な手当てをしなければい

けない。前回は、まだ金融段階、銀行段階ということだったが、今度は産業というか実体経済が一緒についてくるということで短期的にはデフレ圧力が相当強まるのではないかという心配が強い訳である。従って、先程言ったように企業のコスト構造は良くなっていて、売上がどんどん下がらなければ 2001 年度においてもそこそこの収益は上げられ、そこそこのキャッシュ・フローは十分確保できるという見込みがあるにもかかわらず、景況感の方は、底無しではないという気持ちがあるけれども相当悪い。なぜ景況感がこれだけ悪いかというと、一つは米国が治らないと日本も治らないという他力本願のところと、もう一つは構造改革の本格化から何が起るのかなという心配がかみ合っているのではないかと思う。従って、ここでの政策対応は金融の出動ということは問題の本質から必ずしもぴったりするということではないと思う。むしろ構造改革、構造転換のためのスキーム作りの具体化、それも、より具体的現実的なスキーム作りだと思う。前回は例えば預金保険機構みたいなものを核にして、それを梃子にして金融システム安定化の方策を採ったということが景気にとってもプラスだったと思う。今回の場合には、仮に呼べば経済再生機構とでも呼ぶようなものを中核に据えて、それを梃子に、セクター別の、あるいはマイクロ段階の対策を打っていくということだと思う。この経済再生というのは、転換促進型のアクティブセーフティネット、雇用等を含むということであって、一言で言えば資源再配分、あるいは効率化による経済の基礎を良くするという形ではないか、それによる安心感によって景気がずるずる後ずさりしていくことを食い止めていくということではないかというふうに思っている。以上である。

速水議長

では次に、山口副総裁にお願いします。

山口副総裁

マクロ経済を展望するうえでの二つの大きな環境条件のようなことを

ざっとレビューしたいと思う。第一は当然米国経済の動きで、これは、ニューエコノミー部門の調整が在庫調整中心から設備投資の調整へと移りつつあるという状況だと思うが、一方で、オールドエコノミーの部分が金利の低下にも支援され、予想外に持ちこたえており、この二つの流れのバランスの中で現在1%前後の成長が出てきているという状況ではないかと思う。今後については、このうちの前者、ニューエコノミーの調整の部分を重視し、かつこれが雇用の悪化とか家計における貯蓄率の上昇というようなチャンネルを通じてオールドエコノミーの部分にまで波及していくというふうにみると、米国経済の停滞が長引く、場合によってはさらに落ち込むというシナリオになると思う。逆に後者、オールドエコノミーの持ちこたえている部分を重視すると、特に金利低下の効果が今後さらに大きくなるというふうに見ると、米国経済は年末かあるいは更年後か時期ははっきりしないが、回復に向かう可能性が高いという見方になるのだろうと思う。現在、どちらに行くのかということはちょっとまだ判定しにくい状況だと思う。なぜ判定しにくいのか考えてみると、やはりニューエコノミーにおける行き過ぎの度合いがはっきりしないというまず基本的な不確実性がある。また、その他にも雇用悪化のスピードなどはかなり速い訳であるが、米国経済の中では、そういう調整が速く進んでいることがさらに経済の足を引っ張る方向に動くのか、それとも早く企業収益のあく抜けが起きるといふ展開になるのかそこがまだよく分からない。結局のところ、私は米国の企業収益、あるいはその背後にある生産性のトレンドということが大きなポイントになると思う。先般、グリーンSPANが、これは6月4日にシンガポールで行なわれたIMCにおける発言だが、「ここまで起きてきたテクノロジー部門の投資の減少であれば、これによって生産性上昇の加速トレンドが影響を受けることはないだろう」というふうに割合楽観的なトーンで締めくくっていた。投資の調整はここまでで終わりという訳ではないから、こういう断定で済むのかどうかちょっとよく分からないが、第1四半期の生産性の数字は以前の景気スローダウン局面における生産性の数字と比べると若干高めに出ていることも事実であるし、以上申し

たこと全て含めて、これから年末に向けての米国経済がどちらに向かうのかということはまだ非常に不確実性が高いと思う。ただいずれにしても日本にとっては、前回申し上げたことであるが、ニューエコノミーの調整という部分が大きなインパクトを持っており、それは先程武富委員もご指摘になられたことだと思う。従って米国経済の回復といわれる現象がオールドエコノミー中心に出てくるということであるならば、やはり日本の輸出環境にとっては厳しさが続くともみておくべきだろうと思う。

環境条件のその二は、構造改革の議論であり、これはいわゆる「骨太の方針」がマクロ経済にとってどういう影響を持つのかということの評価だろうと思うが、この評価は要するにまだ時期尚早だろうと思っている。今のところ改革によってデフレ圧力が強まるというパーセプションが非常に先行して拡まっているように思う。しかし私自身は、その評価というのはやはり総論ではなく各論に基づいて行なう必要があると思うし、そういう意味ではまだまだ具体化を待つべき部分が多いと思う。特にその中で我々にとって重要なのは財政バランスの動きと不良債権の処理のスピードだと思う。前者、財政バランスの問題について言うと、例えば 30 兆円以内という目標はどのようなふうにして実現されていくのか、また来年度の後、さらにその後の財政バランスの改善というのはどのようなペースで進むのであろうかということがはっきりしていないと思う。中期的には当然何らかの経済に対するフレキシビリティを備えたプラン実行ということになっていくと思うが、果たしてそこがどうかということである。不良債権の処理の問題について言えば、いわゆる最終処理、これはこれまでもかなりの規模で行なわれてきた訳であるが、その最終処理のいわば今後における純増部分というのはどの程度の規模になるのか。これは不良債権の処理の方針自体がいわゆる要注意貸出の部分も含むかなり広範なものになっていくのかどうかによって決まってくる訳だが、これもまだプランの具体化を待つ部分だと思う。という訳で、構造改革の問題をマクロの見通しに織り込むということはまだ非常に難しい。特にプランが具体化するにつれて、もし不確実性が多少とも減っていくということが起きるならば、それ

はプラス面として評価すべき部分だと思うが、そういうことはまだ全く論じられていないように思う。

以上が私が重要だと考える二つの環境条件であるが、申し上げたようなことを前提にして4月の下旬に発表した「展望とリスク評価」ということを改めて振り返ってみると、大勢見通しの前提となった米国経済の回復如何という点が最大のポイントだと思うが、当時は年後半には回復傾向に向かうだろうということを経済的な前提にしていたが、それに対してリスク要因として必ずしもそういうふうにはならない可能性ということを指摘しており、ここは申し上げたようにまだ不確実な部分だと思うが、リスク度がやや増してきているという状況ではないかと思う。従って輸出、生産、企業収益と繋がっている部分の落ち込み方が多少大きくなってきていると思うが、これも武富委員がご指摘されたことであるが、比較的まだテクノロジーセクターに限定されている落ち込みであり、今後それが産業別あるいは需要コンポーネントごとにどういうふうな広がりを持っていくのかということを目撃してみたいと思っている。以上である。

速水議長

次、藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

前回の会合以降の特徴点としては、まず足許の生産が97年末から98年前半並みの大幅な減少になってきているということ、次にこうした中で企業部門の調整が一段と明確になってきていること、それからこの間に家計の所得や支出への影響はなお限定的なものに止まっていること、これは昨日調統局から説明があったことの要約であるが、そういった三つの点位に要約できるかと思う。生産の大幅減少の背景としては、やはりアメリカ経済の影響が大きいと思う。アメリカ経済の注目点については山口副総裁から詳細にご紹介があった通りだが、家計支出が堅調であることやオールドエコノミー分野の在庫調整が進捗しているという点など、経済の底固さを

示す動きもみられるかと思う。その中でやはり I T 分野の調整が後ズレする方向にあるという見方ではほぼ一致しつつあり、これが日本を含めた各国経済に影響を及ぼしているのだと思う。いわば足許の日本の生産の減少は I T 分野の世界的なリンケージの中にあってシンクロナイゼーション的な影響を受けてわが国でも生産の減少に繋がっているのではないかと思う。ただこうした生産の動向も含めて我々が 3、4 月の時点で予想しなかったようなことが生じている訳ではない。いわば経済の現状は 3 月の金融緩和措置の際に想定した調整局面という大枠の中でその調整の程度が徐々に深まりつつある、そういった姿と言える。今日も下がっているが、足許の株価の動きなどもこうした企業部門の調整の深まりを反映している面が強いように思う。今後企業部門の調整が家計部門にもある程度の影響を及ぼしていくこと自体は避けられないと思うが、問題はこれがある程度のところで止まるのか、それとも家計支出の減少が企業の売上の減少を通じてさらなる収益の減少を招くのか、そういった悪循環に繋がっていくかどうかという点。現在家計支出が比較的堅調を維持している背景には、97 年から 98 年にかけてとは異なって金融システム不安がかなり後退しているということに加え、構造改革に対する期待感がマインドを下支えしている面もあり、武富委員がご指摘されたとおりである。従って先行きの経済にとっては引き続きアメリカ経済や世界的な I T 需要の動向がどうなるか、それから構造改革に向けた具体的な取り組みが国民や市場のコンフィデンスを高めるような形で進められていくかどうかは鍵になる。こうした点に今後とも注目していきたいと思う。以上である。

速水議長

それでは次、須田委員にお願いします。

須田委員

はじめに総括的な情勢判断を申し上げる。前回の会合以降に明らかになった経済指標などから私は景気調整の度合いが深まるリスクが増大し

ているとみている。昨日の説明で下振れリスクの可能性が高まっているとの説明を受けたが同感である。ここでは企業収益に焦点を当ててそのことを確認しておきたい。

金融を除いた東証一部上場企業の決算発表をみると、今年度事業計画については製造業でみて売上高が前年比4%増、経常利益が同じく1%増と予想されている。しかしその蓋然性はかなり小さくなっているとみている。一般的には売上高と経常利益にはプラスの関係があるとは限らないが、多くの日本の企業では売上高が多くなると経常利益も高まるという状況にあると考えられる。売上高は、販売価格と、出荷量あるいは生産量によって決まってくる訳であるが、その販売価格についてはその下落に歯止めがかかる兆しはみられない。内外の競争激化や技術革新、それから需給環境を考えるとその兆しが現れるのはまだ当分先だと思われる。また生産も大幅な減少が続いており、調査統計局の企業ヒアリングの感触では7~9月期も4~6月期に引き続き生産が減少する計画になっている。さらに今年に入ってから電気機械を中心に2か月前時点の予測に対して生産実績が大きく下振れし続けている。このように生産の計画倒れが続いていることは企業自身の生産予想がさらに下振れる可能性が高いことを示唆している。今年度上期は大幅な減少が避けられないし、経常利益も大幅な減益になるとみられる。また売上高に対する営業利益や経常利益の比率は低下しており、このような傾向があると減益もより一層大きくなる。このような場合今年度の企業収益が少なくとも前年度並みになるためには、年度下期の収益を高める必要があることは言うまでもない。国内ではそれをもたらすような要因は今までのところ見当たらず、結局皆さんが指摘されているように、海外経済とりわけ米国経済頼みだということにならざるを得ない。米国経済については前回の会合で米国の景気調整は長期化するリスクが高まっているといった見方を申し上げたが、私は引き続き慎重な見方をしている。すなわち昨日も指摘されたように設備投資の先行指標である非国防資本財受注が減少傾向を辿っており、とりわけコンピュータ、電子機器受注の落ち込みが非常に大きくなっている。さらに製造業の弱さが非製造

業にも波及し始めていることが気掛かりである。NAPMの非製造業についてビジネス・アクティビティーに対する見方は足許にかけて急速に落ち込んでいる。こうした中で雇用面ではこれまで製造業を中心に労働需給の緩和傾向が続いていたが、ここにきて非製造業でも企業面の雇用抑制スタンスが強まりつつある。新規失業保険申請件数も増加傾向が顕著であることから、失業率は今後増加する可能性が高いとみている。個人消費はこれまでのところ底固く推移しているが、このところの雇用・所得環境の悪化に起因する影響が徐々に顕現化する懸念は否めない。また外需についても今後は1~3月期のように需要の減少に対して輸入の急減で対処し続けられるとは思えない。従って私は米国の景気調整局面は長期化する可能性が高く、今年度内に日本からの輸出増が顕著になるという可能性は低いとみている。そこまでは続くだろう、その先はまだ分からないという見方をしている。アジアや欧州の動向も気掛かりである。

このように考えると、日本の企業としては年度上期の大幅減益は避けられない情勢であり、かつ年度下期についても回復の兆しが見え難いというのが素直なところだと思う。これを前提にするとこのような企業収益の減少が雇用者所得や設備投資の削減、すなわち自律的な内需減少まで調整が深まるかどうか一段と注意深くみるべき局面にあると考えている。以上である。

速水議長

次、田谷委員お願いします。

田谷委員

国内経済情勢は厳しさを増しているようである。輸出の落ち込みが続き生産が減少し、設備投資も減少し始めた。企業部門の調整は雇用・所得にも影響し始めている。物価の緩やかな下落が続いているが、需要の弱さに起因する物価低下圧力に注意がより必要になってきたように思う。ただ個人的には標準的なシナリオとして成長率を低めに考えていたこともあつ

て、現状はまだ想定の範囲内の動きと考えている。米国景気については、回復予想時期が後ズレしてきている印象はあるが、年末ないし来年年初に向けて回復していくとのシナリオに沿った経済指標が依然として多いように思う。イールドカーブがスティープ化してきていることも回復シナリオと整合的であるし、株価は昨日などは下げているが基調としてはまだ大きく下がっている訳ではないし、全体としての不動産価格などもそこそこ堅調を維持しているようである。ただ気になる点はIT関連分野を中心として企業収益が下方修正され、生産や設備投資関連指標の下落が続き、継続的な雇用調整が始まり、消費も横這い程度にまで鈍化してきたことである。今後採られるであろう政策の効果を含め、年末、年初回復シナリオを維持するものの、下方リスクに注意が必要のように思う。

国内経済動向について二、三コメントする。まず第1四半期のGDP統計であるが、少々弱めに出たように思う。多くの消費関連データが比較的強かったことからすると、また経済産業省の全産業供給指数試算値と比べても、個人消費が予想外に弱い数字であった。単身者世帯消費の下落が大きく影響したのではないかと思う。この点を除いても第1四半期GDP統計は弱めのものであったし、第2四半期でプラスになりそうな項目は在庫投資、政府支出を除けば考え難い。次に輸出の増加を起点として企業部門の回復が家計部門に波及していくといった景気回復メカニズムが昨年末辺りから逆転してきている。昨年末辺りまでのこのメカニズムが順回転している時、二つ問題があった。IT関連の生産投資が他の分野へなかなか拡がらなかったことと、企業収益の改善が予想以上に雇用・所得の改善に結び付かなかったことである。今年に入ってからIT関連財を中心とした生産の減少は大幅なものであったが、これまでのところ他の分野、あるいは家計への影響は限定的だったのではないかと思う。つまり昨日の調査統計局長の説明にもあったように、昨年まではマイナスに働いていたものが調整局面ではこれまでのところ経済全体として悪化が加速することに対するブレーキとして働いてきたと言えるのではないかと思う。ただ輸出、生産の減少はまだ続きそうな情勢であるし、こうした情勢が今後とも続く

保証はない。特に企業収益が減少する下で企業の人件費抑制姿勢が強まることも考えられるし、雇用・所得情勢には依然として注意が必要かと思う。こうした点に加え国内の不透明要因として構造改革の影響、特に不良債権処理の影響がある。破綻懸念先以下の債権の処理を二、三年で処理するという事に止まるのか、要管理先さらにその他の要注意先の債権の一部まで含めて処理するという事になるのかによって影響は大きく異なると思う。ケースによってはまたやり方によっては金融システムの安定性にも関わってくるかもしれない。こうした点については目を凝らしてみている積もりである。

金融資本市場では金融緩和効果がさらに浸透してきている。前回の会合で各種金利がほぼ極限に近いところまで低下してきたと言ったが、金利はその後さらに下がり各種の利回り格差が縮小してきた。短期市場金利、中長期債利回り、貸出金利、社債・CPなどの資本調達金利がさらに下がった。また社債流通利回りの対国債スプレッドは縮小気味であるし、社債やCPの格付間スプレッドも縮小してきている。時間軸効果の拡がりやリスクテイク姿勢の強まりによるものだと思う。株価は足許冴えないが、企業収益の悪化懸念や持ち合い解消売りの継続があるし、外人買いは続いているものの頭打ち気味になってきたことなどによるものと思う。そうした中で改革期待が下支えとなっているが、改革の方向はみえてきたもののその影響の規模について高い確度で予想できる情勢にはないと見られていることがネックになっているように思う。以上である。

速水議長

次、植田委員お願いします。

植田委員

項目だけという感じで、重要と思うことを指摘させて頂く。その前に昨年度の成長率が0.9%と我々が例えば去年の秋にみていたよりもかなり下に着地したことをもう一度振り返ってみたが、マイナスに寄与したのは、

公共投資の大幅な削減が最大の要因になっていると思う。しかし昨年 10 月頃に我々がみていた経済の姿、その頃個別のコンポーネントまで詳しくデータを作ったということでは必ずしもないが、その姿から現実がどうずれていたかという意味ではやはり消費＋設備投資が当時の見方よりも大きく下振れたということだと思う。設備投資については今度の GDP 統計、あるいはその直前に出された法人季報を見ると、やはり製造業はまあまあのところに着地しているのに対して、非製造業が最後まで期待外れであった。消費は一部データの問題、一部ほかのところの弱さの結果であるということ等を合わせると、非製造業の基調的な弱さが設備投資等を通じて思っていた以上の弱さを経済全体に与えたということかと思う。これに対してここ数か月我々が議論しているような米国経済、あるいは IT ブームが下方に転じた、一服したということの製造業部門を通じるマイナスの影響というのは、今申し上げたように昨年度の年度を通じての GDP のやや期待外れの姿には余り影響していないと思う。しかし足許の GDP の動き、あるいは今後見る際には大きな影響が出てくるであろうというのは、皆さんおっしゃっているとおりかと思う。

そのうえで今後をみる際の重要なファクターとしてはやはり三つかと思う。一つは米国経済、特にその中の IT 関連分野の動きであるが、これは皆さんおっしゃったように特に IT 部門の自律調整がどの辺で終了するのかということ次第かと思う。二番目に製造業、あるいは IT 関連の分野の調整が日本でも目立っているが、一方で皆さんおっしゃったようにそれ以外の分野は弱いものの一段と悪くなっているという感じではないし、データによっては案外しっかりしているなというものも散見される。これが非製造業の弱さが今後ラグを持ってこちらへ及んでくると考えるのか、あるいはこの部分がもう少しやや独立にそこそこの動きを今後も続けていくのかという点が一つの焦点かと思うが、取り敢えず 7 月短観等を見たいと思うし、またいわゆる構造改革がどういう方向に進んでいくかということも影響を及ぼすのではないかと思う。最後に構造改革の行方がやはりマクロ経済をみていく際の大きなポイントの一つかと思うが、これは

山口副総裁とほぼ同意見である。すなわち政策的な観点から大きなポイントの一つである財政政策については色々工夫されているように見えるが、マクロ的にどういう効果を持つような政策の仕上がりになっていくのかということは今の時点では不透明である。二番目に不良債権問題については残念ながら今のところは大きなデフレ効果を発生させるような抜本的な対策がアナウンスされている訳ではないと思う。これも今後の展開を見守りたいと思う。以上である。

#### 速水議長

ありがとうございました。最後に中原委員お願いする。

#### 中原委員

総括的にみると、景気後退が進行中であることが確認され、恐らく7～9月、それから10～12月とゼロ、あるいはマイナス成長になる可能性が非常に高くなった。そうした中でアメリカでは先行きどうなるかについては、これまで申し上げているように2、3か月程度の判断期間がいるが、そうした中で消費者のバランスシートが傷んできているというのが非常に特色である。以上が総括である。

まず景気動向指数4月の速報が出たが、これを分析して一番重要なことは、今回の景気の下方向転換が一時的な停滞ではない、景気後退が進行中であるということ。詳細は申し上げないが、DIの動向をみてもCIの動向をみてもさらに三番目にCIのスムーズ・シックス・マンズ・レートの変化率をみても、特にこれについては当分の間景気後退が続くという判断ができる。先行指数の変化率が-6.53%、CIの一致指数の変化率が-6.75%という大きさである。四番目に長期先行指数、金融重視型の動向をみても下降しており、景気の後退が進行中であることが確認された。なお、景気のピークだが、CIだけから判断すると去年の10月がピークということになると思うが、景気動向指数の相対的な判断からは本年初から後退に入ったということは何回も申し上げたとおりである。それから引き続きG

DPが出たのでこれをどのように判断するかということだが、これは日本銀行の予測を全て大きく下回った訳である。それで通年と1~3月期を比べると、設備投資の寄与度が+0.7%から-0.2%、外需の寄与度は+0.2%から-0.2%ということで、この二つの反転という下方への転換が非常に大きく響いたといえる。公共投資については、実績の見込み1.2%を予測した時は-6.3%で、実績が出た時に-6.1%なのでこれはそう大した差はないと判断している。1~3月期のGDPについて問題になるのは民需のコアが非常に不振であったこと。個人消費は0.0%、住宅が-0.2%、設備投資が-0.2%という寄与度で民需のコアで-0.4%の寄与度である。これが非常に深刻であると私は判断している。それからもう一つ、法人季報についても1~3月期がでたが、これで問題なのはこれまで景気を引っ張ってきたのが製造業であったこと、そして非製造業は依然として不振であったということがはっきりしたことで、IT中心の製造業の伸びが止まると経済に与える影響は極めて大きくなる。すなわち売上高は2.8%しか伸びなかった訳で、その中で製造業が+0.7%、非製造業が+3.7%で、問題は経常利益で0.0%しか伸びていない。製造業は+18.0%だが非製造業が-10.5%ということで大幅に下がっていることが大変な問題。それから利益率をみても+3.1%で前期と横這いであり、これも問題である。このようにして製造業と非製造業のアンバランスがはっきり出た訳だが、もう一つ、二つ申し上げると、リストラが進んでいないということである。例えば人件費の絶対額でみると2000年の暦年の1~3月期から調べてみると、一番人件費の総額が低かったのが2000年第2四半期の42.7兆円で、これが1~3月期で42.8兆円ということで昨年が一番低かった時と比べても若干増えている。それから人員も全く同様で一番低かったのが去年の第2四半期の3,465万人だが、それに比べて今度は3,509万人ということで人員面でのリストラが一向に進んでいない。それを受けてROAがほとんど変わっていないことがあって、4四半期の移動平均でみると今年の1~3月期のROAは3.10%で、去年の10~12月期とほとんど変わらずということである。これを4%まで引き上げようとするするとバランスシートで20%を

越えるスリム化をするかあるいは販売費、一般管理費いわゆる販管費で5%程度カットしなければいけないということで大変先行きが長い。それからもう一つ、損益分岐点を調べると確かに製造業の大企業、非製造業の大企業はともに低下しているが、問題は製造業の中小企業、非製造業の中小企業というのがそれぞれ86%、88%ということでほとんど下がっていないことで、この分野においては恐らく人件費のカットが必要であると思われる。それから問題の消費だが、本当に大丈夫かということについて大変な疑念を持っている。本来ならば今年の1~3月期は家電リサイクル法によって四品目を中心とした駆け込みがあつて、それはある種の推計をすると大体2千億円位、消費税の時の10分の1位だが、この影響がほとんど出でおらず、+0.0%ということは大変に問題である。しかもこのリサイクル法によるプラスの反動が恐らく第2四半期、第3四半期、第4四半期と減衰しながらも出てくると思うので、マイナスの足を引っ張る。個人消費の不振の原因は、三つ程考えられる。一つは所得・雇用環境の安定度が崩れてきたことである。これは前年比の変化率で所定内プラス所定外の給与の推移を見てみると、2000年の第1四半期をピークに下降トレンドに入っており、前年比でみると今年の第1四半期はマイナスになってきたという状況である。第二に新規求人数で見ると2000年の第4四半期がピークで、第1四半期はその伸び率の半分以下に下がってきた。三番目に製造業の残業時間をみると、2000年の第2四半期がピークで今年の第1四半期は0%に近づいたということで全て下落してきたということが今回の最大の特徴である。雇用環境は今後厳しくなっていく。それから第二は住宅ローンの負担が重く申し掛かってきたことで、土地・家屋ローンの返済の可処分所得に対する比率は増加の一途で、7%を越えてきている。それから家賃・地代の可処分所得に対する比率は94年位からほぼ横這いで、これはそう影響していない。それから三番目に住宅購入後何年経ったらローンの残高が年収に比べて同じになるか、つまり住宅購入後年数別のローン残高対年収比ということだが、1985年末では借りて5年経つと年収の倍率は1倍以下、90年末にはこれが8年に伸びた。2000年末には9

年に伸びていて 91 年に借りたローンが漸く一応来たところである。従ってローン所帯と非ローン所帯の差というものが非常に増えてきたことで、恐らく個人消費はこれから落ちていくと私は思っている。アメリカの話についてはまた後で時間をおいて述べたいと思うが、この結果、景気は先程申し上げたように 4~6 月期と 7~9 月期とマイナス成長になる可能性が強くてなかなか景気の反転がみえてこない。それから問題は製造業の収益で、法人季報ベースでみて恐らく 2001 年度の上期は -10% 位、それから下期は 125 円を前提にして -2.9%、年度平均では -6.2% とみているが、125 円より円高になる、あるいはアメリカ経済の悪化ということを考えると、下期は二桁の減益も考えられるというような情勢である。以上で終わる。

速水議長

それでは金融経済情勢について追加的なご意見やご議論があったらご自由に発言下さい。

三木委員

中原委員、あなたの分析で企業収益だが、上場企業ベースで経常利益は 20% 減益なのか。

中原委員

製造業で上期が -10%。

三木委員

年間ではいかがか。

中原委員

年間は -6%。

三木委員

年間では-6%。そうするとそのレベルは前年比なのか。

中原委員

然り。

三木委員

減益は分かったが、収益率というか、絶対の水準としては前年と比べてどんな感じになるのか。

中原委員

絶対水準は持っていない。

三木委員

前年は水準としては利益率なんかは割と高い。

中原委員

高い。

三木委員

それを単純に-6%やはり落ちるとみればいいのか。

植田委員

難しいですね。

三木委員

両方動くから難しい。

## 中原委員

アメリカについて少し補足させて頂くが、アメリカ経済で私が一番問題になっていると思うのは、一つはインベストメントというのが極端に弱く、それがいつ止まるかということが分からないこと。二番目はレイバーマーケットは非常に弱く、失業率の継続的な増加が考えられること。そういった中でコンサンプションについてはこれまでのところ安定的だがリスクはダウンサイドにあることは明らかである。特に逆資産効果が出てくる。それで先程申し上げたようにコンシューマーが傷んできているのではないかということだが、これを幾つかの数字で申し上げますと、一つはアメリカのコンシューマーとコーポレートを足したプライベート・デットの合計で申し上げますと、GDPに対して今年の第1四半期は134.8%なので、これは日本がオーバーバンキングと知っているが、アメリカもプライベート・デットは増加の一途であり、歴史的な高値である。それからアメリカのコンシューマーのインストールメント・デットの可処分所得に対する比率は今年の4月で21.9%、これも過去最高である。それからアメリカの金利支払いの可処分所得に対する割合も今年の4月に3.1%で、過去の最高である。それから消費者のネットワースも今年の第1四半期でイヤー・トゥ・イヤーで-8.0%ということでこれも過去最高である。タンジブル・アセットが10.1%増えたが、ファイナンシャル・アセットが12.1%減って、トータル・アセットで-5.8%。それからライアビリティーズが7.3%増えてその結果イヤー・オン・イヤーで-4.0%という過去最大の減少を記録している。それから現在問題になっている企業セクターでは新株の発行が大きく振れているが、第1四半期では非常に増加してアメリカのネット・エクイティ・イシューアンスは今年の第1四半期で前期に比べて+57億ドル、去年の第4四半期が非常に落ちて-855億ドルだったが、今年の1月は+912億ドルという大変に振幅の大きな動きをしている。それからもう一つ、社債の方もたくさん出ていて、これは説明にもあったが大変な数字で出ていて、例えば去年、今年の1、2、3、4をとると合計で686、473、729、565億ドルである。これは何故こんなに株式と社債が出るのか

と申し上げると、先行き非常に資金調達に不安があるということで、例えば銀行もなかなか貸さない。今週の例だとバンク・オブ・アメリカがウォールマートに対して 25 億ドルのクレジット・ラインの設定の申し出を断ったということがあったが、これは非常に象徴的である。それからもう一つ、買い手だがヨーロッパが大変に買っていて、またヨーロッパを含めた外人が買っていて、この第 1 四半期では外人による社債の購入は 682 億ドルと過去最高、そのうちのヨーロッパが 469 億ドル。それから外人による株式投資は落ちてきて 417 億ドル、ピークは去年の第 1 四半期、NASDAQ がピークを打った時の 626 億ドルであるが、その時もほとんどヨーロッパ人。しかし、今度はヨーロッパが下がって第 1 四半期は 340 億ドルということで、そういったような外人買いもあって社債の発行が非常に出ている。それからそういう中でドルが非常に高くなってクレジット・ウェイティド・ダラーでみると、イヤー・オン・イヤーで 8% 上がっている。スターリングに対しては 15 年来の高値である。ハウジングは堅調だが、ここで非常に面白い US ハウス・プライス・インデックスというのがあって、S & P 500 と比較しているが、それが非常に下がってきて株式に比べてハウジングの値段が安いということが非常に大きな特色である。そういった中でもう一つ、二つ申し上げると、アメリカが実は一番恐れているのは、口蹄疫が入ってくるのではないかと非常に恐れていて、口蹄疫がアメリカに上陸する確率は現在のところ 8 割位あると考えられている。口蹄疫が上陸すると農務省の内々の計画ではインターステイト・トラフィックを止める、そしてそれが GDP を 3% 下げるだろうという危惧を持っていると聞いている。そういうことなので、アメリカがどうなるかということは大変な問題であるが、アメリカの株価について一つだけ申し上げると、今月の重要な時間帯は 6 月 19 日から 21 日、来週である。ダウは昨日、10,650 ドルまで下がったが、恐らく 10,493 ドルから 10,682 ドルの間まで下がってくるだろう。2000 年 1 月のダウの高値を取るかどうかということが現在の大きな問題で、これについては 2、3 か月あればほとんど判断ができると思うが、ここでもう一つ問題を申し上げておくと、ニューヨーク・タイム

ズが最近ヘッドライン記事で問題提起している。それは、証券会社による推奨株についてアナリストがこの推奨先と繋がっているのではないか、あるいはアナリストの属する証券会社が推奨先と繋がっているのではないのかということが大問題になって、今週のファイナンシャル・インスティテューションズ・コミティ、元のバンキング・コミティだが、これがこの問題を正式に取り上げた。そして全てのアナリストを調査の対象としてインベスティゲーションするということを決定した。この結果、ニューコード・ベイシックスができるとか、それからもっとディスクロージャーが増えるという話になると思っていて、日本でもバブルの崩壊した時の現象、あの時に証券市場について色々問題調査をしたが、同じような問題が起こっていることは興味深いことである。それから石油について極く簡単に最後に申し上げると、石油製品の需要の見通しだが、I E Aは世界的な不況にもかかわらず前回から据え置いて、7,655万バレル/日である。それから第3四半期の石油の今後の見通しだけ申し上げると、WTIで色々な前提条件をおいて計算すると27ドル±1ドルということで、大きな変化がない限り、5ドルとか10ドルといった大きな振れというものは起きてこないと思う。以上である。

速水議長

ほかにありますか。

田谷委員

一つ宜しいか。武富委員がおっしゃった中で、日本企業のコスト構造がかなり改善してきた。私もそう思うが、今かなり収益がこれから下押ししてくる中で、武富委員がどうお考えになるかということだが、人件費抑制姿勢をさらに強めるのか、もうかなりその部分は企業としては手を打ったのでそちらの動きというのは弱まってくるのか、どのように判断されているのか。

武富委員

結論的には確率は、強める方向だろうと思う。本当に顕現化するかどうかというのはまだ正直よく分からない。コストのレベルというのは、ずっと追いかけると、現状は、91年位のところ、少なくとも損益分岐点比率で言うと、絶対レベルは91年位のところまでは良くなってきて、この1～3月期で改善傾向が減速するか止まるかというところまでなっている。人件費、固定費も、セクターによって違うが、指数で見ると相当いいところまで来ている。これも下がってきているのに今のような環境の中でさらなる雇用調整に踏み切るのかどうか、その前にアメリカを中心としたIT需給の自律的な調整が済むかどうかというのが一番の見所だと思っている。だから、これは全部の経営者の方に伺った訳ではないので分からないが、下手をしてこの調整が長引くという感じが広まってくれば雇用にも少しずつ影響が出てくると思うが、今のところは90年代前半と同じように時間の短縮から始まって残業が減ってという形のところで止まっていると思う。どちらのリスクだといわれれば雇用調整に手をつけるリスクの方が高いとは思っている。だから一定のタイムスパンの中でなかなかITが戻ってこない、どうかなと思う。ただ、ITのところを担っている人達というのは元々収益構造はそう悪くない訳なので、どうなのだろうか。

速水議長

ほかになければ、ここで少しコーヒーブレイクをとり、10時25分に始める。

(午前10時16分中断、午前10時25分再開)

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは、竹中大臣がおいでになりまして、これから金融政策運営方針についての各委員のご意見を伺いたいと思う。今回もお一人5分程度を目

途にしてご意見を伺いたいと思う。もう一度三木委員から願います。

### 三木委員

金融政策運営に繋げるための金融経済情勢について若干のポイントを先に付け加えたいと思う。一つは価格下落の問題である。価格下落基調はなお継続しているということだが、これには、一つは技術革新、生産性向上による価格下落、二つ目は大手自動車メーカーによる原価低減戦略を契機とした国際競争価格への鞘寄せとも言える価格下落、三つ目は、国際水平分業による、ある意味では低賃金、低地価の輸入とも言える輸入品による価格下落、こういった良い価格下落がみられる一方で、需給バランスの崩れからくる価格下落、循環的な要因であるが、それと構造改革先送りで市場淘汰されるべき企業が生き残り、安売り価格競争による価格下落、こういった悪い価格下落が見られ、両者混在しながら全体として価格の下落に繋がっているということである。問題は、先行きこの悪い価格下落がなお継続する可能性が強く、これが勝ち組企業の体力消耗を招きながら企業収益の悪化、企業マインドの悪化に繋がっているという点である。この悪い価格下落は、市場原理の下でプレイヤーの数を減らし、過剰設備、過剰債務を解消することにより消し去るということしかないと思う。不良債権処理、そして構造改革は、もはやこれ以上先送りできないことであり、金融政策としては、実質ゼロ金利と量的緩和によりデフレに対抗し、新産業、就中サービス産業の育成、輸出依存体質の是正等産業のリストラクチャリングを支えるということだと思う。ただ、行き過ぎた量的緩和策は却って退出すべき企業の生き残りを許して、構造調整を先送りする形となり、価格下落をなお促すことにもなりかねない点、注意を要する。次は企業金融だが、不良債権処理を業務純益で埋めていかざるを得ない銀行にとって信用リスクに見合った適正な貸出スプレッド確保は喫緊の課題であるが、なかなか改善していかない。産業界の過剰供給能力による価格下落と同じで、まだ銀行が多すぎるということだと思う。今回の量的緩和によって長短金利はゼロ金利時を上回って下がり、貸出金利の下げも、これも一転して厳

しくなった企業収益の下支えに大きく寄与しており、信用リスク軽減の動きにも繋がっている。次に為替問題だが、デフレ払拭のための円安誘導とか量的緩和の手段として為替介入をしたらどうかとかの意見があるが、これは本末転倒だと思う。産業界にとってはグローバル経営の中で為替の変動が企業収益に与える影響を考えると、為替はやはりファンダメンタルズを反映した形で安定することが望ましい。今、彼らが考えているレベルというのは110円プラスマイナス5円程度であるが、リストラで国際競争力を付けて行こうとしている企業にとって、今はまだその過程にあるという意味では、現在の為替レベルというのは許容範囲で徒らに一喜一憂する必要はないと思っている。

次に不良債権問題。不良債権問題は貸す側の銀行と借りる側の過剰債務者の一体処理ということであって、不良債権のオフバランス化は構造調整を促進する。債務者区分の破綻懸念先、実質破綻先については政府の考え方に沿って銀行も処理を進めると思う。ポイントは、一番目はやはり原則法的整理を進めること、二番目は債権放棄は例外措置であるということ、三番目は経営責任、株主責任を厳しくすること、四番目は再建可能の目途をはっきりさせること、この四点だろうと思う。重要なことは不良債権の新規発生を食い止めるその対応ということで、つまり要注意先の問題になる。今後はバブルの後遺症とも言える不良債権に加えて、本業の悪化による不良債権が出てくるであろうから、債務者区分の厳格かつ適正な見直しと引当金を厚く積むということが必要である。その辺を踏まえて、日本経済の直面する課題はというと、結局、景気低迷と財政赤字問題と不良債権構造問題の三つの解決が直面している課題だと思う。基本は市場原理の中で民間、すなわち企業、銀行の自助努力と、政府の役割は税制面のサポートと規制緩和、雇用の流動化、新産業の育成、セーフティ・ネットなどの環境整備と、もう一つは乗数効果のある財政出動で民を刺激することだと思う。その上で家計・企業の先行き不安マインドを解消するため、財政赤字、年金・医療等の社会保障、不良債権処理、金融システム安定化等について、先行きの道筋が見えるスケッチを明示すべきである。これが

今一番大事なことであろう。現実に小泉新政権はその辺のところに今鋭意取り組みつつあると拝見している。

金融政策は流動性を潤沢に供給し、実質ゼロ金利、量的緩和、それを長期間維持することで、緩和効果を最大限に発揮させていくことが今最も重要だろうと思っている。大事なことはこういった民間、つまり企業、銀行と財政、金融、この三者の合わせ技で取り組むことであって、できるところから直面している問題を具体的に克服していくことだろうと思う。3月の日銀の量的緩和策は今日の事態も織り込み、来るべきデフレ圧力も念頭に置きつつ踏み切ったものである。政府との政策整合性を自覚しつつ、新しい小泉内閣に期待するところもまた誠に大である。金融政策については、3月の実質ゼロ金利、量的緩和策、そしてその長期的な維持を明確にした結果、長短金利は大幅に低下し、資金のアベイラビリティに対する懸念はまず払拭されたと思う。しかしマクロ経済に対するインパクトの効果をみるにはまだまだ時間も必要であるが、限界があることも事実だろうと思う。これはベースマネーとマネーサプライと貸出の連続が不安定になっているからだと思う。バランスシート調整のため企業の資金需要がなかなか出てこない、つまりキャッシュ・フロー経営ということであり、その中で有利子負債の圧縮をまずやっていかなければならない。これは依然としてまだ続くという状況で、なかなか資金需要が出てこない。それから銀行はどうかというと不良債権処理を抱えて信用リスクテイク能力が低下し、自己資本比率の確保からも信用創造、信用仲介機能がなかなか巧く機能していない。この貸す方と借りる方との両面の問題があると思う。銀行はだぶだぶの資金の運用に困って専ら国債に向かわざるを得ないというのが今の姿である。こういったことでベースマネーによる量的緩和、これが景気刺激効果をなかなかもたらさないということだろうと思う。しかし何らかの要因によって景気回復が始まってその結果として前向きな資金需要が発生すると、量的緩和策には大きな効果が期待できるのも事実。経済がプラスの循環に転ずるためには不安定にさせているこの要因を潰して呼び水とすることが必要だろう。企業セクターは過剰設備、過剰債務を落とし

て構造改革に、金融セクターは不良債権処理、自己資本比率を念頭に正常な信用仲介機能を取り戻すことである。そしてこのプロセスで生じるデフレ圧力を緩和するために、財政セクターはやはり財政赤字抑制に留意しつつも、中身を見直して乗数効果のある公共投資によって有効需要の不足を下支えし、民を刺激することだと思う。金融は実質ゼロ金利、量的緩和によって流動性供給を続ける。この経済を回す全てのセクターによる合わせ技が今求められていると思う。

金融政策判断であるが、以上の状況を踏まえると今はまださらなる量的緩和について議論する金融経済の認識にはなっていない。今回は現行の調節方針を継続することとしたい。以上である。

#### 速水議長

次に、武富委員をお願いします。

#### 武富委員

決定会合は金融政策を論じる場であるが、今の日本の経済が持っている性格とか、就中その中で構造改革が待たないという状況を念頭に置くと、やはり経済政策全般を論じる、そして政策体系を論じるということが必要である。マクロ政策、セミマクロあるいはセクターの個別具体的な政策、そしてミクロの対策というものを全部論じないといけないし、その中の金融政策の位置付けというのが必要になってくると思う。各政策間のバランスとプライオリティということはどう認識するかというのが、かなり決め手になると思う。それから政策対応を考える時にはちょっと口幅ったいが、何故という哲学がどうしてもいる。これまでの政策対応というのは、どちらかと言うと、哲学もありながらも欲望と思惑ということが誘因になりがちだという部分があった。つまり構造改革を目指す政策体系全体の見直しということは、政策対応をする時の意識構造そのものの改革も伴わないといけないと思っている。それからもう一つは、政策と経済のパフォーマンスの因果関係というものを、従来の発想とか定常状況の経

済で想定されるものを前提に考えるのではなくて、現実に関起きていることに即して因果関係をもう一度心を白紙にしてみる必要があるというような感じを持っている。

今の金融政策については、経済成長について潜在成長力というような概念があるように、やや突飛な物言いであるが金融政策について潜在緩和度みたいな概念というのはいり得ないのだろうか、つまり現行政策は潜在緩和度が極めて高い、非常に懐の深い政策であって、実際の経済がそれを十分活用していない、いわば金融緩和の不完全利用の状況にあるのだと思う。従って、むしろ先程の因果関係とも絡むが、既存の懐の深い潜在緩和度の高い金融政策をむしろ経済の側が活用していくこと、活用未達状況を放置しないことだと思う。そのためには先程の政策体系論に戻るが、もっと目的的にセクターを絞ったセミマクロレベルの政策を打っていく。よく言われる雇用活性化、流動化、高度化、効率化ということであろうし、あるいは資本ストックの洗い替え、効率化というようなことであろうし、資源の再配分、効率化に繋がるような具体的な施策を打っていくこと。そういうことをやる時に今の政策は前向きな力を引き出すために必要な条件を十分整えているし、そういうセクターの目的的な構造改革に資する強力な政策を打つ時に短期的に出てくるであろうデフレ圧力に対しても、金融の面では安全ネットを十分備えているということであるから、両様よく活用していくということが必要ではないかと思っている。補完貸付制度とこの量の枠組みで少なくとも金融の量ということでは、金融的にどこかに亀裂が生じた時には即応できるし、経済主体の前向きな活動を促す環境整備という意味では、ともかく金利もゼロであるし、量も5兆円まで出る。それから先行きまで十分コミットして物価についても供給者、需要者両方にとって中立的なゼロということをやっており、供給側、需要側どちらかに非常に厳しいというコミットをしている訳ではないので、経済主体が先行きの環境について大きな不安を持たないで積極的に活動ができるという枠組みになっているので、これを如何に使うかである。さらなることを考える前に、既にデプロイされている部分の水位を少しずつ上げて、この政策の

持っている潜在能力になるべく近付こうという政策の組み合わせが必要ではないかと思っている。

速水議長

次、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

経済の動きは製造業部門の落ち込みということを中心に厳しくなってきた。それを政府のように経済の悪化と呼んでもいいし、調査統計局が提起しているような調整の深まりとか、深化と呼んでもいい訳だが、米国経済の急速なスローダウンを出発点にしてこのような歩みを辿るということは相当程度まで視野に入れていた。そういう判断の下に金融政策については現在の当座預金残高 5 兆円程度に流動性を供給していくという政策を当面続けることでいいと思っている。武富委員が言われたように、金融政策としては、実質ゼロ金利を将来に向けて約束しているということが最も強力な効果を発揮し得る部分だと思し、金融政策のポテンシャルというのをほとんどフルに動員している状態ではないかと思う。三木委員も言われたが、これで多少とも経済の中から何らかのきっかけによって流動性に対する需要が出てくれば、それに対しては十分対応できるだけの力を備えた金融政策のフレームワークになっていると私も思っている。

以上だが、多少先のことを考えた場合に、世間ではよく調整の痛み、これは普通の景気調整の痛みということもあるし、特に最近では構造改革がいよいよ始まる、それに伴う調整の痛みという含意もあるが、そういうものを金融の一層の緩和、特に量的な緩和で和らげることはできないものかという問題が提起されていると思う。恐らく金融政策として禁じ手まで含めて極大の効果がある措置というのを考えると、財政の出動と同時に財政の出動を完全に金融で以ってアコモデートするような政策がそれになるのだろうと思う。それに比べると今想定されている事態は、例えば米国経済を出発点にして外生的に需要が減ってくるという状態にせよ、財政バラ

ンスを中期的に改善していこうというプランにせよ、あるいはまだ問題が提起されている状態に過ぎないが、金融システムの改革を抜本的にやっ  
ていこうということにせよ、いずれにしても日本経済の中のいわば投資曲線  
を経済を縮小させる方向に動かすことになっていくと思うが、それを金融  
政策で以って全てオフセットすることは、できないことだと思う。一つに  
は金利が既に下限近くに来てしまっていることもあるし、もう一つ、いわ  
ゆる量的拡大ということについても金融システムに過剰準備をつぎ込め  
ばマネタリー・エクспанションが起きていくというような通常想定され  
ている世界というのは、元々そういうことが可能であればゼロ金利にも  
なっていないし、言わんや金融システムの問題もない世界におけるマネタ  
リー・エクспанションなのだろうと思う。そういう意味でいわゆる調整  
の痛みを金融の一層の緩和で和らげるということは所詮極めて難題であ  
ると私は思っている。ただ、今後日本経済がどういう展開になっていくの  
かということについては非常に不確実性が高い。特に政府サイドがこれか  
ら様々な困難な課題に正面から取り組んでいかれるという場合に、先程申  
し上げた各論、ディテールに基づき私共はマクロ経済に対するその影響を  
評価していかなければいけないと思う。その評価の中で金融政策について  
どういうことをさらに考える余地があるのか、副作用なしに何か期待に働  
きかける要因というようなことが果たして可能なのかどうかというのが、  
私個人にとっての重要な発想ということになるが、そういうようなことを  
今後の事態の推移の中で皆さんと共に議論していきたい。

速水議長

次、藤原副総裁お願いする。

藤原副総裁

当面の金融政策運営方針だが、新聞記事的に短く見出しをつけるとすれ  
ば「現状維持」で臨みたい。先程の情勢判断のセッションで申し上げたと  
おり、景気の現状は調整が徐々に深まりつつある状況と言えるが、こうし

た姿自体は 3 月に私達が金融緩和措置を決定した際にかかなりの程度を既に想定していたものだと思う。また金融市場では強力な金融緩和の効果の下で長短金利が極めて低い水準での推移を続けているというのは、昨日執行部から説明があった。そのほか、流動性リスクや信用リスク・プレミアムなどを総合的にみても全体としての金融環境はゼロ金利政策当時をも上回る緩和的な状態が維持されているとみている。これらの点を踏まえて現在の金融調節方針を継続するという現状維持で臨みたいと申し上げている。今後の金融政策運営について一言だけ申し述べると、当座預金残高増額とか長期国債オペ増額についてはその効果や実行の可能性について慎重な検討が必要。そのうえで必要な局面ということになればその時々的情勢に応じて最善の政策を機動的に実行することだと思うが、重要なのはその政策決定の前提となる情勢判断である。この点でポイントとなるのは、やはりアメリカ経済の先行きと構造改革の具体案とその影響の見極めだと思う。例えば構造改革の推進の過程で深刻なデフレ効果が先行するというようなことであれば、それは重要な判断材料になるだろうが、現段階では構造改革の具体案すら明らかになっていない。しかも構造改革の進展が経済主体のコンフィデンスを強めるような方向で進んでいくとすれば、短期的なプラス効果もあり得る。こうした点も含めた総合的な判断をするにはまだ時期尚早であると考え。先般 3 月の思い切った緩和措置を決定した段階でデフレ阻止に向けた強い決意を私共は表明した。今後こうした考え方の下で構造改革が経済に具体的にどのような影響を与えるのかを見極めながら適切な政策運営を図っていくことに尽きるかと思う。以上である。

速水議長

須田委員お願いします。

須田委員

私は景気調整の度合いが深まるリスクが増大しているとみているが、金

融政策運営方針については当面現状維持が適当であると考えている。ところで最近報道などをみると、当座預金残高の増額とか、あるいは長期国債買い切りオペ増額が念頭に置かれているのだと思うが、一段の量的緩和に対する期待が高まっているようである。そこで現在の時点での金融政策の効果について特に時間軸効果を中心に自分なりに論点を整理してみたいと思う。第一に現在の金融政策の運営方針は、当座預金残高の目標額が5兆円ということだけが書かれているが、政策効果に関しては現在のような状況では時間軸効果が非常に重要であり、その効果が強力であると捉えている。要するに景気情勢が厳しくなるにつれて市場参加者は現在の金融緩和が持続する期間がどんどん長くなると期待する。そうして時間軸効果が働くことによってオーバーナイトが起点となって短期ゾーン、さらには中期ゾーンへと金利低下が促されイールドカーブがフラット化していくが、こうした金融緩和効果は、当座預金残高を増加させなくても発揮される。言い換えれば現在の政策運営というのは市場メカニズムを精一杯活用して景気情勢の変化に時々刻々と対応している。景気が悪化したら直ぐに一段の量的緩和をするような意見を見聞きすると、こうした現在の金融政策の核心、すなわち時間軸効果の機動的な役割について必ずしも十分に理解されていないのではないかと思う。それから第二に時間軸効果が持つもう一つの側面として、金融機関経営に与える影響を取り上げたい。現在不良債権処理を促進することが極めて重要な政策課題になっている。不良債権を処理するための元手としては第一に毎期のコア業務純益、第二に保有有価証券の益出し、第三に内部留保の取り崩しがあるが、内部留保の取り崩しを脇に置くと、有価証券の含み益が既に枯渇している以上、コア業務純益が頼みの綱となっている。大手銀行の12年度のコア業務純益は、前年比で4%減少しており、これは貸出が伸びないうえ、総資金利鞘が低下したため、銀行の収益は数量、価格両面で圧迫されている。今後景気調整局面が長期化すると、金融政策の時間軸効果によってイールドカーブは、先程申したように中期ゾーンまでフラット化する。これは金融政策に期待されるプラスの効果であるが、他方で結果として金融機関の総資金利鞘を

一段と縮めることになり、ひいては不良債権処理の原資が一段と乏しくなることを意味する。金融機関が積極的にリスクを取れない現状では強力な時間軸効果にはこのように金融機関の経営を厳しくするという面がある。そこで改めて一段の金融緩和政策の追加的な効果について考えてみたいと思う。現在、金利水準は既に極めて低いことから、一段の量的緩和が実体経済にプラスの効果を及ぼすためには増加したベースマネーの一部が貸出とか、外国資産とか何らかのリスク資産に振り変わる必要がある。要するに経済主体が積極的にリスクを取るようになってこそ初めてこれまでの緩和政策の効果が高まり、かつそれに加えて一段の金融緩和政策の効果が発揮される。しかし現在金融機関は経営体力不足で、クレジットリスクであれデュレーション長期化というリスクであれ、リスクを取る体力は一段と弱まっている。また現在のように先行き不確実性が高い状況では、外国の投資家も含めてリスクを積極的に取ろうとしている者は見受けられない。私が小泉政権の構造改革に強い期待をしているのは、それによって経済主体がリスクを取れるようになり、そして金融政策の有効性が高まると考えるからである。とは言うものの小泉政権の構造改革の具体案が今は出ていない訳で、市場は期待感を持ちつつも不信感も拭えないでいる。経済状況にそれ程変化が見られないこの段階で量的緩和を強めるということは、政府が構造改革に本気であるという情報とはならないと思う。それどころか一段の量的緩和は、10年以上の長期、超長期ゾーンのインフレリスクとか財政ポジションに関するリスク・プレミアムを高める要因として市場で認識される可能性はかなりある。従ってこの段階で量的緩和を強めても人々が積極的にリスクを取るようになるとはどうしても考えられないので、望ましい効果が期待できるようになるとは考えられない。私としては予断を持たず、他方冷静にただ今申し上げたようなことを十分に検討しながら今後の金融政策運営を考えていきたいと思う。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厳しくなっているものの、個人的には想定の範囲内と考える。ただ内外ともに下振れリスクに注意を払う状況にある。政策対応としては、現状維持としたいが、今後については情勢の悪化によっては何ができるかの検討が必要かと思う。現在の政策スタンスは3月19日の声明にも書いてあるように、構造改革に向けた国民の明確な意思と政府の強力なリーダーシップの下で各方面における抜本的な取り組みが速やかに進展することを強く期待して採ったもので、実際に現内閣の下でそうした方向に動き出してきていることは大変心強い限りである。今後は実施段階での影響の出方を様々想定して対応を考えたい。そのためには現在の政策フレームワーク、これを当座預金ターゲティングとここで呼ぶが、これについて考え方を若干整理しておく必要がある。いわゆる消費者物価指数を使った時間軸が共通だとすると、ゼロ金利政策と比較して、現在の当座預金ターゲティングはオーバーナイト金利の短期的変動を容認する点からすると金利面では弱い政策だが、オーバーナイト金利がほぼゼロに張り付いた状況で仮に当座預金需要が目標額に達しなくてもそれを供給しようとする点からすれば、量の面では強い政策と言える。こうした二つの点で違いはあるが、それらの違いは現在のように小さければほぼ同じ政策を表と裏から見ていることになる。仮に当座預金残高目標を引き上げようとした場合、金利面での違いは益々なくなるが量の面での違いは大きくなる。その場合、問題はそもそも当座預金需要にかかわらず増額が可能なのかということがあるし、長期国債買い切りを増やして目標額を達成しようとするれば日銀保有長期国債残高がその上限として設定した銀行券発行残高を上回ってしまう可能性がある。しかもそうした増額自体に現状どの位の意味があるかといった問題もある。こうした点から、当座預金ターゲットを前提とし、当座預金残高を増額するという量を通じた効果を追求するというより、あるいはそれに加えて前回の会合で植田委員が言われたように長期国債の買切オペの拡大などにより直接長期金利に働きかける

という可能性が考えられる。その際、当座預金ターゲットは長期国債の買切オペの買入額に対する何らかの規律としての意味合いを持つことになり得るのではないかと思う。この点はもう少々考えなければならないかもしれない。長期国債オペを増やす場合でもただ闇雲に買うのではなく、回数なり金額なりをなるべくなら予め決めて実施すべきだろう。この点は短期インストゥルメントを使って当座預金残高目標値を達成することが難しくなった場合にも当てはまる。また常に金利が下がるとは限らないので市場の動向、反応を見ながら実施することも必要。今日は当座預金の供給ルートとして、長期国債のみに言及したがそれ以外の可能性も場合によっては検討すべきかもしれない。以上である。

速水議長

次、植田委員お願いします。

植田委員

極く簡単に意見を申し上げますと、経済は我々が予想したメカニズムをとりつつ、やや強めの調整が製造業を中心に発生している段階かと思う。今後に関する注目点としては、世界的なIT分野のエクセスの調整がどういう時点で終了するか、それから、日本の非製造業のまあまあ保っている状態がどうなっていくか、それから政府の構造改革に向けた取り組みが今後どういうふうに進展していくか、特に私は財政再建という目標と不良債権問題の抜本的な解決をどういうふうに両立させるのかという点に注意を払っている。そういうことを見守りつつ、金融政策の方は取り敢えずは現状維持で宜しいかと思う。根拠としては、経済情勢をもう少し見守りたいということに加え、3月の措置が3か月近く経った現在でもまだ金融資本市場に浸透を続けているという点がある。これは既に何人かの方がおっしゃったことである。反応に時間が掛かって出ているということもあるだろうし、須田委員がおっしゃった様に景況感の若干の悪化に対して内生的にマーケットが反応するようなメカニズムが現在の金融政策スタンスに

含まれているという結果もあると思う。そのうえでもう一つだけ付け加えるとすると、田谷委員のおっしゃったこと、あるいは私が何回か前から議論してきたこととも関連するが、今後更なる緩和方向へ舵を取ることがあり得るかということが大問題である。そういう局面を考えた場合に、そこは経済情勢の少しずつの悪化に対して、我々の持っている手段を微調整して少しずつ対応していくというファインチューニング的な対応が必ずしも容易ではない世界ということが検討課題としてあり、今後も検討を続けていきたいと思う。以上であり、従って現状維持で宜しいかと思う。

#### 速水議長

最後に中原委員にお願いします。

#### 中原委員

昨年の我々のGDPに関する予測というのは全て実際の数値に比べ上方であって、実体経済は悪化した。そして、今年の4月に発表した経済見通しは、甘すぎると言って反対したけれども、あの経済見通しで既に実体経済に対しビハインド・ザ・カーブになっていると思う。世界経済の情勢をもう一度別の角度からみると、例えば、OECDが発行しているコンポジット・リーディング・インディケータ、これは何回も申すが非常に有効であって、4月ではOECDのトータルエリアで前月比-0.6%と大幅な下落であり、前年比でも-3.3%である。注目の米国であるが、このインディケータによると前月比-0.8%、前年比では-4.7%ということで極めて大幅である。このインディケータは、色々研究するとG7の生産に対してインダストリアルプロダクションに対して6か月程先行しているという結果になっており、相関係数が92%位あるが、それを前提にするとG7の生産は10月迄下がる、10月には3か月移動平均のイヤー・オン・イヤーで-2.4%位迄下がるだろうという見通しができる。そう言った中でアメリカも景気の底が見えていない、景気の底を打ったという確証はなく、景気の底がみえてきたという確証もない。底入れが第3四半期から第4四半

期へ、第4四半期から現状では第1四半期へと移っているのが現実である。現在の楽観を支えているのは、一つは、M3、マネーの伸び率が非常に急であるということであり、5月28日の資料を読むとセントルイス連銀の調べではM3が+11.3%、MZMが+15.1%であり、非常にマネーサプライが増えている。それからもうひとつは、イールドカーブがスティーピングしたということが将来良くなるだろうという楽観の大きな根拠であるが、これは92年の日本でやはりスティーピングがあったということをおぼわすてはならないと思う。そういった中で日本であるが、景気後退局面に入っているということが極めて明確になり、4~6月、7~9月は恐らくマイナス成長と、製造業も上期は大幅減益、下期も円相場、あるいは世界経済次第だが考えられているような好転は望めず、通期でも二桁の減益になる可能性がある。そういった中であるので、私は景気の悪化した場合には、それに伴い量的に対処するというのが当然であると考えている。日本のCPIについて一つ申し上げたいと思うが、実は現在「除く生鮮」でやっているが、計算して全国ベースのCPIから生鮮を除いて、それからエネルギーと家賃を除いて「コア物価」を作って調べてみたが、前年比でみると概ね-1%であり、生鮮ベースよりも0.5%前後下落率が大きい。そして石油価格の高騰ということが非常に大きく効いており、物価の下落を表面上打ち消しているが、やや長いレンジで「コア物価」と「除く生鮮」で比較すると、どちらも99年の前半がピークであった。以降マイナス幅が拡大しているが、両者の山と谷の差をみると「除く生鮮」は-0.6%位であるが、「コア価格」は-1.4%と倍以上落ちているので、見掛けの物価下落推移の下落よりも「コア物価」の方が非常に強いということで、デフレの程度が見掛け以上に強いということが分かる。そういった中で量的な緩和をとる体制をとっておくということが必要であると思う。時間軸の議論が随分出ているが、私はやはり時間軸というのは確かに強力であるが、問題は時間軸さえ設定すれば何もやらなくて良いのかということであり、そういう意味では時間軸というのは一回設定すると、非常にリアクティブとかスタティックな議論になってくる。何らアクションを採らなくても

いいのかということであるので、それに代わる議論としては時間軸を設定するが、それでは何年以内にどうするのだというインフレーション・ターゲティングのような議論を起こす必要がある。あるいはそうでなければベースマネーの量を段々増やして行って、例えば私がこれまでずっと提案してきた年率で 15%程度までまず伸ばしてみましようということが必要になってくるのではないかと思っている。先般日銀でもセミナーを行なったがカーネギー・メロン大のマッカラム教授の計算では 95 年に日本経済のブレークダウンがあったということを前提として計算し直してみても実質 3%、インフレ 2%で名目成長率が 5%ということをもとにすると、現在はベースマネーで 16%/年の伸びが必要だという議論をしている。そういった意味でやはり 90 年代前半についてはベースマネーの供給量が足りなかったのではないかというのが、どちらかといえば私の考え方である。

そういった中で今回どうするかであるが、どちらかというとならアメリカ流に言うと警戒バイアスというか何か景気の悪化というものがこれまで以上に大きな形で出てくると、例えば株価が急落するとかアメリカの方で経済の悪化の大きな徴候が出るとかということになる時には然るべき手を打たなければいけないが、今日現在のところは現在の政策で宜しいと思っている。

それからここでオペレーションの問題で一つ執行部に質問であるが、一部の民間エコノミストによると現在政府の預金残高の急増等があり日銀の当座預金の引き上げの大きな障害になりかねないのではないかという指摘がある。調べてみると政府預金と対政府売り現先の残高を合わせると 40 兆円位になっており、年間で 20 兆円位増えているようであるが、この資金は日銀がオペで資金供給しなければいけないのであり、一説によると調節の実質面からみて現在の 5 兆円から当座預金を引き上げるのが著しく困難だという指摘もあるので、この点は如何なものか。私はその場合には勿論タームの長い物にシフトする、あるいは長期国債の買い切りに至るのかもしれないが、それで十分に対処できると思うが、一応念のため執行

部に伺う。以上である。

#### 速水議長

それではここで私の見解を言わせて頂く。前回の会合以降、アメリカでは家計支出が堅調に推移するとか経済の底固さを示す動きもみられるが、一方ではIT関連分野の調整が長引くのではないかとみられ始めている。こういう動きを受けて、足許日本の輸出、生産、IT関連を中心に大幅に減少していることは数字ではっきり出てきている。企業の収益環境は厳しさを増しているし、設備投資も減少に転じつつある。これまでのところ家計の所得や支出はなお底固さを維持しているが、今後は生産調整の影響が賃金や雇用にも及んでくるものと考えられる。このように現在の状況は、調整の度合いが徐々に深まりつつある状況である。このような経済の情勢は我々が4月の展望レポートで示した見通しの範囲内の動きであるとみることができるよう思う。逆にいえば、こうした厳しい姿を展望したからこそ、我々はこの3月に物価が継続的に下落することを防止し、持続的な成長のための基盤を整備するという断固たる決意の下で、思い切った金融緩和に踏み切った訳である。

今回の金融緩和措置の下で、長短金利はゼロ金利政策時を下回る水準まで低下してきている。金融市場の流動性懸念もほぼ払拭されている。市場における企業の資金調達環境も改善してきていると思う。当面はこうした金融緩和の浸透状況も含めて、情勢の展開を注意深く見守っていくことが適当ではないかと考える。従って次回会合までの金融調節方針としては、現状維持を支持したい。

ただ市場金利全般がここまで低下していること、さらに企業の過剰債務問題、金融機関の不良債権問題がなお解決されていないことなどを踏まえると、追加的な緩和政策についてはその効果と実行可能性の両面について十分注意深い検討が必要だと思う。またその前提となる経済情勢の判断についても、政府が取り組んでおられる構造改革の具体的なプランや実行のテンポがどうなっていくのか、それが実体経済や金融市場にどのような影

響を及ぼしていくのか、こういうことを十分に見極めていくことが重要である。

またそうした委員会における検討作業と並んで、我々の金融政策運営の考え方について、各方面の理解を求めていくことも重要だと思う。現在日本銀行が採っている金融緩和政策は、内外の中央銀行の歴史に例をみないものであり、非常に強力な緩和効果を有しているように思う。しかしその効果がフルに発揮されていくためには金融システム改革を含めた構造改革の進展が不可欠の前提であることは、これまでも機会ある毎に繰り返し申し上げてきた点であるが、なお一般に十分に理解されていないのではないかと思う。また金利がほぼゼロ%まで低下している下での金融調節の持つ意味や限界についても必ずしも十分な理解が得られていないように思う。これらの点について今後とも金融市場や経済の実態に即して丁寧に説明していくことが大事であると考えている。

私の意見は以上であるが、追加的なご議論があればここでどうぞ願います。

まず先程の中原委員の質問に対して増淵理事願います。

#### 増淵理事

オペレーショナルな問題というだけでもないような気もするが、私の方からできる範囲でお答えさせて頂く。中原委員ご指摘のとおり現在政府預金、それから政府に対する売り現先合わせて40兆円ということで、これが非常に積み上がっていることは事実である。様々な理由で政府内で余裕資金というか予備的な資金を貯えておきたいという事情があるのだろうと思うが、それにしても1年間で20兆円も増える、残高で40兆円というのは大変大きな金額であり、この点が何とか是正されないのかということとは私共も常日頃考えている。そのような政府の余資が大きいために、調節上は短期の資金供給を非常に大きな残高にしなければいけないということになり、そのことが調節上の負担になっていることも事実である。非常に大きなオペ残高、短期の資金供給残高になるので、沢山のオペの本数を

打ち、それを繰り返していくことで事務的な負担もある。ただし、そのことと当座預金の残高として供給をどの位できるかということとは別の問題だと考えている。現在様々な工夫、オペの入札金利の刻みを小さくしたというような工夫の下で、当座預金 5 兆円というのは何とか供給できており、それに見合う当座預金の需要が概ねあるということだと思ふ。どこまで当座預金を供給できるかというのはどこまで当座預金の需要があるかということに基本的に依存すると思うので、5 兆円を、「仮に」の話であるが、超えて当座預金を供給できるかどうかということはそのような当座預金の需要が安定的にあるのかどうかということにかかるとあり、調節の現場から見たところ今時点ではなかなか難しそうだなという感じがしている。いずれにしても政府の余資の積み上がりによる金融調節上の負担ということはあるが、そのことと当座預金残高の供給ということとは一応別問題だと考えている。私からは以上である。

#### 速水議長

須田委員、お待たせした。

#### 須田委員

二点ある。まず三木委員がおっしゃったように、為替と金融政策を結び付ける議論というのは本末転倒で、三木委員に賛成したい。ただ為替レートを安定化させるということも無理で、私としては市場に任せてその結果をそのまま受け入れ、口先介入とかもやらないでそのまま許容するのが一番良いのではないかと思っている。あと先程植田委員がファインチューニングは難しいという話をされたが、私も先程は一層の量的緩和が実施できるかどうかについては話をしなかったが、それは非常に難しいと思っている。でもそういうこともしなければいけないという状況が生じた時には、インフレ・ターゲットという訳ではないが、幾つかの上限のインフレ率を定めておくことも必要かもしれないと考えている。

速水議長

ほかにどうぞ。どなたでも。

それでは今日のところは皆様が政策については現状維持ということのようによに拝聴した。

中原委員

先程増淵理事のコメントを伺ったが、いずれにしても私は外的な変化あるいは内的な経済の悪化等によって一層の量的緩和が要請される、あるいは必要になるという事態が来る確率は非常に高いと思っているので、その時にどういう手があるのかということは、よく今から研究して頂いたら宜しいかと思う。

速水議長

ではここで竹中経済財政政策担当大臣から、続いて田村財務省総括審議官、ご意見ございましたらどうぞ。

竹中経済財政政策担当大臣

それでは改めまして竹中平蔵です。よろしく申し上げます。初めての出席で大変興味深く拝聴した。もっと早い時期に皆様にご挨拶させて頂きたいと思いながら今日になってしまった。内閣府から私だけなので、実はメモを取らなくてはいけないということで、大臣もなかなか大変だなと思って一生懸命メモをとっている。これまで政府の構造改革が本当に進まずに、非常に安易な財政による需要拡大に頼る中で、それでもしかし構造が改革されないのでその効果がなかなか現われない。そのある意味での皺寄せを実は金融当局にだけ寄せて、その重荷を背負わせようとしてきたという一面も私はあったと思う。その点に対しては、こういうポストに就く以前に学者として自由に物を言っている時から日銀の立場には大変私は同情的にならざるを得ないということを言っている。今、しかしその意味では、流れが少しではなくてかなり変わってきたと申し上げるべきだと思う。こ

こまである意味では構造改革を引っ張り出した日銀の役割というのは大変大きかったと思う。今の経済財政諮問会議で6月も末だから、総理訪米の前までには必ず所謂「骨太の方針」、これは一種の中間報告でインテリム・レポートだと言っているが、構造改革というのは一体どういう方向でやるのか、細かい制度設計の話には入れないが、方向はかなり明示するという意味ではこれは自分が言うのはおかしいかもしれないが、かなり大胆な内容のものにできると自負している。しかしほかの委員会等々でも、ではそれによってどれだけ失業が増えるのかとか、そういう未知の領域であるが故にやはり非常に大きな不確実性要因があることも間違いないものだと思う。しかし効果は不確実だがやらなければいけない政策であるという点に対しては、これは一つの判断としてある。私は同じような問題が金融政策についてもあるのだと思う。効果は不確実であるが一步踏み出さなくてはならないということを皆さんそれなりに想定して、3月19日にああいう枠組みを作っておられるのだと認識している。そういう意味で言うと、特に財政の縛りが強い中で政策手段を総動員しながら今の経済の構造改革を進める中でのデフレ要因をどの程度抑えられるか、さらに加えて短期的に既に調整が深まりつつあるというか悪化しつつあるというかはともかくとして、そういう方向性についての認識は多分一致している。そのハーモナイゼーションをどのように進めていくのかという点なのだと考えている。一つ是非、これはお願いであるが、先程時間軸という言葉が出てきており、前半の話聞いていないのでどのようなコンテキストで出てきたかは誤解するかもしれないが、中期のおよび短期的にどのような経済の動きを皆さん想定しているのか、その中で政策の動員のシナリオみたいなことについて是非意見交換をさせて頂ければと思う。今度の経済財政諮問会議の報告では今後2、3年を集中的調整期間として位置付けるというメッセージを送っている。これは厳密には大変難しい問題はあるが、一つのシナリオ、メッセージである。同じような観点を金融政策の立場から言うと、どのようなストーリーとシナリオが描けるのだろうか。それがあって初めてハーモナイゼーションな議論が出てくるのだと思う。そのシ

ナリオを作るうえでそういうシナリオがアクセプタブルかどうか、これは政治的にアクセプタブルかどうか、経済的に世界的にアクセプタブルか色々あると思うが、それがまさに政策判断だと思う。構造改革の具体案については極力私達の方で本当に努力するので、その辺のハーモナイゼーションに一層の尽力を頂きたいと思う。一点だけ是非申し上げておきたいが、各委員のお話の中に構造改革を見極めてそれに適応するような政策というようなお話があった。当然のお話だと思うが敢えて一点申し上げるとすれば、迂遠な話で恐縮だが、アメリカ流のポリティカルサイエンスの中に、ポリシー・ウインド、政策の窓という言葉が時々出てくる。これは政策というのはカオスの中で決まる訳だが、何か低く垂れ込めていた雲間がぱっと空いて、そこに青空が見えたら、あっ、自分たちはあちらの方向に行くのだ、と各プレイヤーがわーっとそちらの方に走り出す。ここ1か月位に何が起ったかという、小泉内閣は強力に構造改革を進める。そうすると今までヘジテイトしていた色々なプレイヤーが、例えば文部省が国立大学改革に対して今まで考えられなかったプランが出てくる。地方改革についても予想よりも踏み込んだプランが出てきている。昨日の地方分権推進委員会でも今までよりもかなり大胆な表現を使って前に進めようとする動きが出てくる。私はこれが一種の政策のダイナミズムだと思う。申し上げたいのは、金融政策もその重要な部分であるということ。構造改革が動いて金融政策が動くというよりは、金融政策が一体化することによって構造改革を早めるという効果が明らかにある訳で、特にこれから経済が大変になるぞという一種の煽りの議論の中で、構造改革が例えば止まってしまおうというのは困るので、そういう煽りの議論を例えば抑えるためのメッセージとしての金融政策の役割というのは私は今の時点では政策のフリーハンドがない時点では非常に大きいのではないのかなと直感している。日銀の政策に対する、ないしは政策運営に対するクレディビリティそのものが構造改革の速度を左右するという、一種のダイナミックな側面をも是非ご考慮頂きたいと思う。私、勝手に喋りまして事務方が用意したメモは何も言っていない。最後に一言だけ。調整期間におけるデフレ圧力

の状況も踏まえ機動的な金融緩和を行なって頂きたいというのは一般的なメッセージなので、時々経済状況を踏まえながら柔軟なご判断を頂きたいと思う。

#### 速水議長

先程触れられた須田委員の時間軸というのは、3月19日の時にリザーブ・ターゲティングに切り替えた時にこのやり方はCPIが前年比でゼロになるまでと、デフレ、価格低下が止まるまでという条件をつけており、それを時間軸と呼んでいる。

それでは次に、田村財務省総括審議官をお願いします。

#### 田村財務省総括審議官

経済の現状認識だが、縷々ご議論があったように、雇用情勢は依然として厳しく、個人消費も概ね横這いの状態が続いているが足許で弱い動きがみられる。輸出・生産も言うまでもないが引き続き減少している。在庫増、あるいは設備投資が弱含みの兆しという先行き懸念すべき点もみられる状況の中で、物価の下落が実質金利を上昇させるし、あるいは企業収益、これも今議論があったように、伸びの鈍化と合わせて、企業の実質債務負担の増大を通じて経済に与える影響は懸念される場所である。

政府としては、「構造改革なくして景気回復なし」という考え方に立って、今竹中大臣がおっしゃったように、今月末を目途に経済財政諮問会議において所謂「骨太の方針」が取り纏められて構造改革を断行していくことになるが、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して、非効率的な部分を中心に予算を切りつめる一方で、成長部門に対する重点化を進めていくなど、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にするために、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ということ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る。

こうした財政構造改革、それから不良債権の処理、あるいは競争的経済システムの構築といった構造改革、これを進めるうえで景気を下支えするための金融政策の果たす役割は極めて重要である。現下の厳しい経済情勢に即応して、日本銀行におかれては、政府による諸施策の実施と併せて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に経済や市場の動向を注視しつつ、新たな金融市場調節方針の下で潤沢な資金供給を機動的に行うなど、適切な金融運営を行なって頂きたい。以上である。

速水議長

ありがとうございました。何かここでご意見、さらにはあるいはご質問があったらどうぞ。

山口副総裁

政府の諸政策、就中構造改革のプランとハーモナイズした金融政策、あるいは田村財務省総括審議官の話では、政府の政策と合わせてという表現が使われたかと思うが、いずれも金融政策についてまだ相当自由に発動できるという前提で話をされたという印象を受けた。私の受け取り違いかもしれないが、残念ながらそういう状況にはないと私自身は金融政策について考えている。あと、中原委員が執行部に対して量的緩和の具体策について少し検討しておいて欲しいと言われたが、先程増淵理事の話にもあったように、5兆円を超えるような当座預金、資金需要があるとは現在のところなかなか思えないという話があり、そういうことは逆に5兆円を上回るような流動性の供給は実際問題として相当難しいという含意であったと思う。それから量的緩和の先行きについてどういう策があるのかということを経営部に検討を要請するというのは筋違いではないかなと思う。

速水議長

ほかにご意見あるか。

#### 中原委員

今のお話だが、筋違いかどうか分からないが、こういう面でテクニカルな問題があるとか、需要があるかないかという問題があるが、例えば前に篠塚委員が提案されたように長国の買い切りオペを今の倍にしたらどうかと、これが不可能なのかということもある訳だが、色々な方策があるので私はそういうのは一応検討して頂いた方がいいのではないかと思う。

#### 植田委員

これは色々議論して検討してきたのだと思う。つまりここまで来たうえで、今当座預金目標 5 兆円というのがあるが、外からみていると経済が悪化したらこれを 6 にして、もっと悪化したら 7 にして沢山悪化したら 10 にすればいいのではないかと、そういう余地があるように見えるのだと思うが、そこは極めて難しそうだなというのがここ数か月の経験である程度分かってきた。ただそれでも打てる手があるかないかは、一応皆さん考えていらっしゃると思うが、例えば普通の状態でのコールレートを 0.5% から 0.25% に下げるとか、ファインチューニングみたいな言葉で先程描写した訳であるが、そういうタイプの政策、あるいは政策変更とは少し違うのではないか。少し思い切って、場合によったらかなりの副作用も覚悟せざるをえないというようなタイプの政策が残っているかもしれないというのは私のイメージで、具体策については今日は避けたいと思う。それからそう簡単には踏み切れないということである。

#### 武富委員

量が達成できるかどうかという議論よりもっと前に、因果関係とか、何のためにというところはどうしても避けられないと思う。需要がないということは量を出しても需要が出てくるような経済情勢になってないということで、その量をアプリアリにというか、暗黙裏に量を出してさらなる緩和の姿勢を示せば、経済が動くのだという前提がある訳だが、今までやってきたところではそういうことになっていない。なっていない一番の

証拠は札割れリスクがあってそれを如何に回避するかということを懸命になってやってきたということであって、やはり発想をというか、因果関係に関する認識を、きっちり変えていくということが構造改革のようにも思う。それでほかの政策で経済が動いて資金需要が出てくるようにすることによって初めて今採っている金融政策というのは絶大なる効果を発揮できる訳だし、その資金需要が出て本当に5兆円では間に合わないかもしれない。金利が資金需要が出て上がるというリスクが出てきた時には量を拡大する。つまり経済が動こうとしている力をさらに上にいくのを絶対妨げないようにもっと先回りして量で用意をしておくというのがこのレジームの本質だと思うので、少し量を増やすことが経済を良くすることだという、通常の場合の考え方というのが、この局面ではなかなか実際問題として通用しないというところの認識はもう少し幅広く持たれていいなと思っている。

#### 竹中経済財政政策担当大臣

山口副総裁がおっしゃったことは、少なくとも私は理解しているつもりであるし、政府の中でもそれなりの理解はあると思う。ただ一方で今ご指摘のあった、非常に安易な議論をする傾向も確かにある。その辺は政府の中でもしっかりと議論するというのは私達の重要な責任だと思っている。ただし同時に植田委員が総括して下さったように、非常に難しいが、可能性がない訳ではないかもしれない。やはりそれはレベルが違うが構造改革そのものなのだと思う。誰もができないと思っていたことを政府がやろうとしている訳で、もちろんそれは経済的には可能で、政治的には不可能だった。今のこちらの議論はもっと高度なレベルで、経済的に可能かどうかという根本問題があるということで、次元は違うと思うが、先程申し上げた未知の領域に入っていくということだと思う。政府の中でも安易な議論はしないように努力するし、同時にその可能性を閉ざさないように様々な努力を専門家集団でもして頂きたいと、そういう意味では植田委員がおっしゃったとおりだと思う。

速水議長

ありがとうございます。

藤原副総裁

竹中経済財政政策担当大臣がおっしゃった「ハーモナイゼーション」ということだが、金融制度調査会で日銀法改正問題を審議した時に政府と日本銀行との政策の関係について「調和の取れた」とか「ハーモナイゼーション」という単語が飛びかった。その結果として第4条で、「日本銀行は、その行う通貨及び金融の調節が経済政策の一環をなすものであることを踏まえ、それが政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図らなければならない」ということで決着したのだと思う。「ハーモナイゼーション」というのはこういうことに立脚したものだとは私は了解しているが、そういうことと承知していいですね。

竹中経済財政政策担当大臣

勿論である。

中原委員

今でも色々問題になっているが、アメリカのグレートディプレッションというのが、そもそもマクロ経済学の起源だったと言われているが、その時だって金融政策についてどのような政策を採ればよかったのかと、今でも色々議論がある。私の理解では有力な意見は、あの時は資金需要がない、それからトランスミッションはメカニズムがない、だから出してもしょうがないということで、不況を引き伸ばしてきたという面がかなり指摘されているので、量的な緩和というのは少なくとも中長期を考えればそれなりの意味があると思っている。

速水議長

それではこの辺で議案の取り纏めに入りたいと思う。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は現状維持という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。ほかに正式に議案を提出されたい方はいるか。

おられませんので、事務局は私の議案を確認のためもう一度読み上げて頂きたい。

[事務局より議案配付]

雨宮企画室参事役

議長案を読み上げる。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。別添対外公表文である。「平成13年6月15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

これから採決に入る。政府からの出席者は、一旦別室にご退席頂く。

[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、その結果を報告して下さい。

[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：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

武富審議委員

三木審議委員

中原審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

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、全員一致である。

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、これを以って指示する。

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うこととする。

それでは次に金融経済月報の検討・採決に入りたい。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ご検討をお願いしたい。まず吉田調査統計局企画役と雨宮企画室参事役よりポイントを説明してもらおう。

#### IV. 金融経済月報の検討

##### 吉田調査統計局企画役

まず実体面の総論であるが、先月まで「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」という表現であったが、昨日の説明にあったように今回は、「わが国の景気をみると、輸出の落ち込みを主因に生産の大幅な減少が続くなど、調整が深まりつつある」という表現に下方修正させて頂きたいと思う。下方修正の理由は、一つには生産の大幅な減少がなかなか止まらないこと、それから設備投資も製造業なども含めていよいよ減少局面に入ってきたと考えられることである。「輸出の落ち込みを主因に」という部分は先月と同様にしており、現在、わが国の景気で起きていることは、海外経済の減速を起点とする輸出の減少に基づくものだという基本的な構図は変わらないということである。生産については、「大幅な減少が続くなど」ということで表現を強めている。それから、「調整が深まりつつある」という点であるが、これについては調整のスケールが大きくなっていることをどう書くか考えた中で、やはり調整がIT情報関連分野に集中豪雨的に起きていることを表わす表現としては、「深まる」という言葉を使うことが適当ではないかと考えた。続いて各論部分だが、変わっているところだけ申し上げると、まず住宅投資については、「やや減少している」といった先月の表現から「やや」を取ったが、これは4月の着工戸数が113万戸と非常に小さかったので「やや」を取った。それから、純輸出だが、結論的に「減少が続いている」という

ところの書き振りは変わらないが、理由のところの書き振りを先月までは単純に「海外経済の減速を背景に」と書いていたが、今の日本の輸出の減少というのは、海外経済の減速ということと比べれば非常に大きいことから、今月から「海外経済の減速」と「情報関連財」の話に分けている。それはなぜかといえば、アメリカ経済に代表されるようにニューエコノミー部分は非常に大きく減速していく中で、オールドエコノミー部分はなんとか持ちこたえて、海外経済全体としての減速幅はそれ程でもないが、日本経済が非常に大きな影響を受けるのは、ニューエコノミー、ITセクター部分であるため、今月から海外経済の減速の後で「とりわけ情報関連財の需要低迷」というような言葉を入れており、輸出に関する記述についても分けて書くようにした。それから設備投資は、先月、「頭打ちになりつつある」としたが、今月は法人季報、機械受注等の動きを踏まえて、「減少に転じつつある」に下方修正した。それから、生産のところは、表現はあまり変わっていないが、「大幅な」を加えて、生産について「大幅な減少が続いている」というふうにしている。それから企業収益のところでも「輸出・生産の大幅な減少」というのを加えた。

それから、先行きは、公共投資については、前年比ではなく、前期比のイメージで、先月までは「ここ暫く増加を続ける」としていたが、今月は「遠からず減少に転じる」という言葉を入れている。これは既に6月まできており、そろそろ補正予算の効果というものも着工ベースでは段々と薄れてくることを踏まえている。純輸出については、「減少を続ける可能性は高い」という結論は変わらないが、理由のところ、「海外景気の減速や世界同時的な情報関連財の在庫調整が続く中で」という表現を加えている。設備投資については、各論の部分での現状の判断を「減少に転じつつある」に変えたこともあり、ここの先行きも表現を変えて「減少傾向を辿る公算が大きい」という表現にした。それから、「以上を全体としてみれば」以降のパラグラフであるが、「わが国の景気は、当面、生産面を中心に調整を続ける可能性が高い」という部分は同じである。その後、海外経済の動向にかなり左右されるということで先月までも二段構えで海外経

済は一般論としてみれば後半以降には回復する。しかしそれは本当にそうなるかどうかリスクもあるということを書いてきた。今月もその書き振りは基本的に同じであるが、少し変えて、まず「情報関連財の在庫調整については、秋口までに完了」というのを新たに加えた。それから、海外経済については、「本年後半以降は緩やかな回復傾向を辿る」という見方よりもむしろ少し後ズレして、「米国を中心に本年末辺りから緩やかな回復傾向を辿る」という見方の方が有力になってきているようなので、そういうふうにし少し後ズレさせている。その後のフレーズはそういうふうに海外経済が持ち直す場合には「輸出が再び景気の下支え要因として作用する」という部分と同じだが、先月まであった「円安の効果もあって」というのはこのところの為替相場の動きも踏まえて、今回は取っている。その後のリスク部分については、今月は「海外経済の減速が長引けば、景気調整の動きがさらに広がるリスクがある」と書いている。この部分は冒頭部分にある「深まる」というのと対比させて工夫した部分であり、この場合には、今の情報関連財部門、製造部門に止まっている調整の動きがさらに色々な部分に広がっていくリスクがあるということを表わしている。それから最後に物価であるが、最初のパラグラフのところは指標の動きを踏まえたテクニカルな修正であり、輸入物価については上昇理由に「原油価格の反発」を加えた。企業向けサービス価格指数は、先月「下落幅がやや拡大している」と書いたが、実際の指標は1~3月の国内需給要因の前年比はマイナス1.5で、4月はマイナス1.2ということで縮まっているということもあり、「下落が続いている」という単純な表現にした。それから、先行きについても基本的な書き振りは同じだが、一点だけアンダーラインがあるのは、先月まで「規制緩和を背景とする通信料金の引き下げが引き続き下落方向に作用する」と書いてきたが、既に5月で一応マイライン関係の引き下げが終わったので、規制緩和と流通合理化を合わせて一つのフレーズにして「規制緩和や流通合理化に伴う財・サービスの価格低下が引き続き下落方向に作用する」と簡単にした。実体面は以上である。

## 雨宮企画室参事役

金融のパートでは、金融市況の説明資料提出後のフォローアップについては、後程説明する。まず、資金仲介活動については、先月までは、「企業からみた金融機関の貸出態度にも、大きな変化はみられていない」という表現できたが、今月は「中小企業からみた金融機関の貸出態度には幾分慎重化の兆しが見られる」という新しい表現を入れている。全体的な判断はもうちょっとデータの蓄積を待ってからと考えているが、足許のヒアリング調査、あるいはD I調査から見て、幾分慎重化の兆しが見られるので、変化の兆しを記しておくということである。後は細かな修正であり、「民間銀行貸出前年比2%弱」というところは、技術的な変更である。それからCPの発行残高の上昇というのが、最近の特徴点であり、既往ピーク水準となっているというのは、前月のピークとほとんど変わっていないが、

「良好な発行環境を反映して」という表現を入れた。マネーサプライと調達コストの表現は技術的な背景説明の修文である。一番最後、「金融機関の貸出姿勢や企業金融は、総じてみれば、緩和された状態が継続している」というこれまでの表現の真ん中に「総じてみれば」という表現を入れたのは、直接金融や金利水準と比べて金融機関の貸出態度等にややミックストな動きもあるので、それら全体をみればという気持ちで入れさせて頂いた。

説明は以上であるが、その後の市況の変更点だけ、細々と説明させて頂く。長期国債流通利回りが、この資料を提出した日から、1.1%台に入ってしまったので、「長期国債流通利回りは、1.2%台の横這い圏内で推移した後、最近では1.1%台まで低下している」に変更し、1.2%台の後の足許の動きを付け加えている。円の対米ドル相場については、上昇した後幾分下落していて足許120円~122円ぐらいまで移っているので、文章を一つ入れさせて頂いて「6月初にかけて上昇したものの、その後は下落しており」、「最近では」で繋げて「最近では120~122円台で推移している」という表現にさせて頂きたい。以上である。

速水議長

ご意見がございましたらどうぞ。

田谷委員

個人消費のところで「一部指標にはやや明るさが窺われる」となっているが、確かに百貨店売上げなどに限ってみればそうかもしれないし、あと1か月、2か月位データを見て判断したいという気持ちの現われだと思うが、これは単純に「回復感に乏しい状態が続いている」とした方がよいのではないかと思う。それを残した理由は何か。

吉田調査統計局企画役

個人消費に対する判断というものは単月の指標で変えるとあとで引っくり返ったりするため、変えるのが難しい。今月については百貨店売上等がまだ良いということ、それから消費が悪化しているということであれば耐久財とかいうところにも出てくると思うが、乗用車についても前年比で見ればまだプラスが続いているし、海外旅行も出国者数で見れば増えている。ここで「一部に明るい指標が窺われる」という表現を取ってしまったらまたあとで付け加えるということも格好が悪いということがあって、今月は変えないでいってはどうかと考えた。田谷委員は家計調査についての数字を気にしているのではないかと思うが、家計調査の中身を見ると減っているのは教育費とかあまり大幅に減り難い項目が減っており、これはやはりもう少し長い期間をみて本当に消費が弱くなっているのか確かめないと単月の動きや家計調査だけで判断を変えるのはなかなか難しいと考えている。

田谷委員

個人消費は何とか保っているが一部明るい、ということなので反対に、「一部に底固さがみられるものの、全体としては回復感に乏しい状態が続いている」という位の表現ではどうか。これ位が実感だし、逆に明るさが

窺われる方向に今後行く蓋然性が高いのかと言われるとどうかなと思う。

吉田調査統計局企画役

皆様のご意見がそういうふうには修正した方がよいということであれば勿論修正させて頂くが、敢えて一言申し上げれば、私共決してこれから消費が明るくなると考えている訳ではなく、むしろ消費については雇用者所得の減少を踏まえて減っていく方のリスクが高いと考えている。ただ足許の指標ということで見れば、昨日の説明の後で発表された景気ウォッチャー調査等を見ても必ずしも消費のところをみればそう悪くもなっていないという指標もあり、今月のところは踏ん切りたくないなということであるが、ご意見ほかにございますでしょうか。

三木委員

そういう意味での認識、指標もそれから実体の動きも踏まえるとまだ変わっていないと思う。何か表現を変えると変わったという形になるが、それにはまだ早いのかなという気がする。

速水議長

それでは今回はこのままで宜しいですね。

それでは採決する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

#### 議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

武富審議委員

三木審議委員

中原審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

全員一致でご決裁を頂戴した。

速水議長

ただ今ご決裁頂いた基本的見解に沿って、後段の背景説明部分については、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、6月18日月曜日、午後2時に行なう。

V. 議事要旨（4/25日開催分、5/17、18日開催分）の承認

速水議長

もう一つ議事要旨の承認であるが、前々回4月25日及び前回5月17、18日の二つの会合の議事要旨をご承認頂きたいと思う。お手許の議事要旨、既にご覧頂いていると思うが、ご異議ございますでしょうか。

[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。なおこれらの議事要旨は6月20日水曜日の午後2時に公表することとする。

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁  
山口副総裁  
武富審議委員  
三木審議委員  
中原審議委員  
植田審議委員  
田谷審議委員  
須田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

ご決裁終わりました。

VI. 閉会

速水議長

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28日木曜日を予定している。なおご如才もないことかと思うが、決定会合における議論の内容は厳に出席者限りとして、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保するという観点からも、皆様におかれては引き続き厳正な機密管理に努めて頂くようお願い申し上げます。本日は長時間どうもありがとうございました。

(午後0時11分閉会)

以上