

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2001年6月28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）
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）
中原 眞（審議委員）

政府からの出席者：

財務省 村上誠一郎 財務副大臣（9:02～12:43）
内閣府 竹中平蔵 経済財政政策担当大臣（9:02～12:43）

（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	和田哲郎（9:02～9:15）
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
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室企画第2課長	梅森 徹（9:02～9:15）
企画室調査役	清水誠一
企画室調査役	長井滋人

I. 開会

速水議長

ただ今から金融政策決定会合を開催したいと思う。

(午前9時2分開会)

本日はまず最初に、ロンバート貸出の関連で「補完貸付制度基本要領」の一部改正について決定頂く。その後いつものように金融経済情勢に関する執行部報告、それから委員方による金融経済情勢と金融政策運営方針についての討議、もしあれば政府からの出席者のご発言、そして金融市場調節方針の採決と進めて参りたい。最後に、先行き半年間の決定会合の開催予定日を決定して頂きたいと思う。

政府からの出席者として、本日は内閣府から竹中経済財政政策担当大臣が前回に続いて出席されている。財務省からは村上副大臣が出席されている。

予めお断りしておくが、会合の中で出されたご意見、ご発言は全て記録することを前提としている。そういう約束であるので委員方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に宜しく願います。

II. 「『補完貸付制度基本要領』の一部改正」に関する執行部説明と決定(資料-1)

速水議長

それでは「『補完貸付制度基本要領』の一部改正に関する件」であるが、執行部から提案があるので決議頂きたい。これは補完貸付制度の利便性を一層向上する観点から担保を共通担保化することと、日銀ネットを使った電子貸付を導入するということである。増淵理事と企画室の和田参事役から説明をお願いします。

和田企画室参事役

補完貸付制度については本年3月に導入された後、円滑に運営されてきているが、利便性向上の観点から次の要望が示されている。

まず第一に担保であるが、現在の担保は据置担保となっているため、担保の種類が債券と証書貸付債権に限定されているほか、手形買入、日中当座貸越の担保や代理店保証品と共通利用できない。このため担保の効率的利用の観点から、共通担保化して欲しいという要望が寄せられている。

第二に貸付申込の締切時刻であるが、現状は貸付けの申込・受付は、原則として午後4時までであり、日銀ネットの延長日には延長時間分だけ繰り下げとなっている。要望としては、午後4時以降に資金繰りが振れる可能性もあるので、締切時刻を繰り下げて欲しいというものである。

第三に返済時刻であるが、現状返済は貸付実行日の翌営業日の午後5時同時処理で行なわれるために、補完貸付に利用していた担保の返戻は返済日の翌営業日となる。これに関する要望としては、返済日において担保を他の取引に利用し易いように、返済時刻を繰り上げて欲しいというものである。

本行としてはこうした要望を踏まえて、補完貸付の担保を共通担保化するとともに、手形や証書の差入れを受けることなく日銀ネットにより実行する新たな貸付制度、これを電子貸付と呼ぶが、これを導入することとし、本年12月央を目途に実施する方向で準備を進めたいと考えている。

電子貸付においては相手方が日銀ネットのオンライン先、非オンライン先のいずれの場合も手形や証書を徴求しないというスキームを取っている。また本行の権利保全の観点から日銀ネット内の電磁的記録である取引先の識別番号、金融機関コード、貸付区分、貸付金額、利率等を取引証拠とすることとなる。電子貸付導入後の補完貸付制度の概要は以下のとおりになる。まず貸付方式は手形貸付が原則電子貸付に変わり、これにより貸付事務の効率化が図られる。なお障害時等日銀ネットによる貸付けが実行不能である場合には手形貸付によることが可能といったシステムを構築している。二番目に担保は共通担保になる。これにより担保効率の向上が

図られ、手形も担保として差入れ可能となる。次に申込締切時刻は、原則午後4時までであるが、見直し後は原則午後4時45分までになる。なお電子貸付の導入に先立ち、7月13日から締切を原則午後4時30分に繰り下げることを考えている。これは利用実績と貸付事務に関する時間を勘案したうえでの対応である。それから貸付実行は、午後5時の同時処理から即時処理に変わり、これにより機動性が向上する。また返済は、翌営業日の午後5時同時処理となっているが、翌営業日の9時同時処理に変更される。これにより返戻された担保を返済日にほかの取引に利用することが可能となる。

付議文である。「『補完貸付制度基本要領』の一部改正に関する件。案件。金融調節の一層の円滑化を図る観点から、補完貸付制度に基づく貸付けの方法を手形貸付から電子貸付に変更し、その担保を手形買入の担保等と共通して利用できる根担保とするために、「補完貸付制度基本要領」（平成13年2月28日付政委第22号別紙1.）を（別紙）のとおり一部改正すること。以上。」。具体的な内容であるが、2. (1)を横線のとおり改める。(1)貸付先となる条件は以下のとおりとする。ロ、本行本支店の「手形貸付」、これを「電子貸付」取引先に改正する。7. (1)を横線のとおり改める。適格担保を貸付先から予め「差入れさせる」、これを「受入れる」ものとする、ということでこれは文言の修正である。8. (2)を横線のとおり改める。(2)貸付けの方式は、「手形貸付」から「電子貸付」に改める。附則(3)を削る。これは共通担保化の手立てのための措置である。「(附則)

(1) この一部改正は、平成13年12月末までの総裁が別に定める日（以下「実施日」という。）から実施する。(2) 実施日の前営業日において補完貸付制度における貸付先として承認されており、かつ、実施日において電子貸付取引先である先については、実施日に、改正後の補完貸付制度基本要領に基づき、貸付先として承認したものとして取扱う。(3) (2)の承認にかかる次回の更新は、補完貸付制度基本要領2. (2)にかかわらず、平成14年8月を目処に行うものとする。(4) 実施日の前営業日までに実行された補完貸付制度に基づく手形貸付に関する取扱いは、実施日以降に

おいても、なお従前の例によるものとする。」。

速水議長

それではただ今の説明を踏まえて、自由にご質問なりご討議下さい。

中原伸之委員

3月に実施されてから今日までまだ比較的短期間であるが、こういう点で色々改善が図られるということは大変に良いことである。色々配慮が行き届いていると思うので、私は賛成である。

速水議長

ほかにご意見ございますでしょうか。それではほかにご意見がないようなので採決に入りたいと思う。事務局は「『補完貸付制度基本要領』の一部改正に関する件」について、議案を持ち回って委員から決裁を得た後にその結果を報告して下さい。

[[『補完貸付制度基本要領』の一部改正]に関する議案について
事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

三木審議委員

中原伸之審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

反対：なし

棄権：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

ありがとうございました。それでは全員一致で可決されたので、ただ今決裁頂いた件については、会合終了後執行部から適宜の方法で对外公表させて頂きたいと思う。

Ⅲ. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

次の議題に入る。金融経済情勢に関する執行部からの報告である。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わが国の金融・為替市場の動向について説明してもらいたい。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－2、3）

山下金融市場局長

前回会合以降、と申しても 8 営業日しか経っていないが、金融調節の面では多少動きがあった。すなわち 5 兆円程度の当座預金を継続する中で、無担コール・オーバーナイト・加重平均レートは 6 月 19 日までは 0.01% で安定的に推移してきたが、20 日以降市場地合いがややタイト化し、レートも 0.02~0.03% に強含む結果となった。無担オーバーナイト・加重平均レートの推移をみると 20 日以降 1.5bp のラインを超えており、加重平均値は 0.02% まで強含むできている。

ここにきてレートがやや強含みに転じている背景としては三点指摘できる。その第一は国債発行日要因で 20 日と 25 日、これに加えて月末接近

もあり決済資金需要が高まってきていることである。こうした資金需要の動きを眺め、出し手が資金放出姿勢をやや強気化させたことがレートの強含みに繋がっている。第二には短国やレポ取引など、オープン市場のレートが6月中旬以降やや強含んできており、これが出し手の資金放出姿勢強気化の一因となっている。国債借入レポ・オペと短国買入オペの平均落札レートをみると、そうした流通市場でのレート強含みを映じて小幅ながら上昇している。このようにオープン市場のレートが強含んでいるのは、短国レートの上昇が契機となっている。これは短国レートが6月上旬にかけて1年物まで0.01%を割り込む超低水準まで低下したことから、さすがに投資家の買いが止まった結果、短国ディーラーの在庫が急増し、そのファンディング需要が増大したことを背景としたものである。つまり顧客需要を無視したディーラー主導による短国レートの過度の低下が修正され、これが引き金となってターム物レート全体の落ち着きどころを改めて探るミニ調整が起こったとみることができる。第三には外銀が引き続きかなりの額の超過準備を抱え込む動きを示していることである。外銀はまだ6月積み期の前半であるにもかかわらず、既に過去2か月の平均を上回る約3,400億円の超過準備を保有している。これは、一部高格付外銀ではマイナスの円転コストで資金を調達できる状況にあることなどから、何も無理をしてまで資金運用をしなくても良いというスタンスに変わってきているためである。また一般に資金の出し手サイドでは、1bp程度のレートで資金を出したとしても、短資手数料やオペレーショナルコストなどを考えるととてもペイしないということから、無理に資金放出をすることは無いといった姿勢を徐々に強めつつあることもオーバーナイト・レート強含みの一つの背景との指摘も聞かれている。

こうした状況変化を踏まえ、金融調節面では次のような対応をとった。一つは当座預金供給額を22日以降、2千億円から3千億円増額した。これは、6月20日、21日の実績が2,600億円、2,900億円と大幅な積み下となり、積み所要額が4兆1千億円台の高水準のまま推移し、特に都銀の積み進捗が日割り対比でかなり遅れ気味となった。このため22日には朝

方からかなりナーバスな市場地合いとなり、そのまま放置するとレートの上昇に弾みがつく心配となったことから、5兆円程度の範囲内で弾力的な資金供給を行なうのが適当と判断したことによる。

第二の金融調節面での対応は、22日以降短国買現先を約1か月振りに再開するなど、短国ならびにレポ市場の金利上昇などに配慮したオペレーションを積極的に展開したことである。応札倍率をみると、短国買現先を6月22日に再開してからはレポ・オペ、短国買入とも概ね3倍から5倍台の高水準となっている。こうした積極的な資金供給オペレーションに加え、国債発行日も経過したことからマーケットの地合いは次第に落ち着きを取り戻してきている。今日はまた月末が近付いているので若干強めであるが、基調としては落ち着きを取り戻してきたと考えている。引き続きマーケット動向を睨みながら弾力的なオペレーションを行ない、市場地合いの安定確保に努めて参りたい。なお、オペレーション面では、去る6月20日に今回の局面では初めてとなる9月中間期末越え資金供給オペとして、買手5千億円を実行した。9月期末越えとしては史上最も早い時期のオファーとなったが、マーケットではほとんど話題にもならず中間期末越えについては少なくとも現在のところは余り意識されていないことが確認された。

次にこの間の金融・為替市場動向をみると、21日の経済財政諮問会議の基本方針の発表を受け、株価が反発、また債券が買われて長期金利が低下する一方で、為替相場はやや円安方向に振れるなどの動きがみられたが、その後は格別材料のない中、FOMCの結果待ちの気運が強まり、総じて小動きの範囲内に止まっている。以下では長短金利、株価、円相場動向の三点に絞って手短にご報告する。

第一に長短金利の動向であるが、まず短期のターム物レートは先程ご説明したような背景から、短めのゾーンを中心に強含んでいる。6月13日から6月27日の変動幅であるが、0.5~4.5bpの上昇となっている。1Wのユーロ円レートが4.5bp上昇しているのが目立っているが、これは6月期末越えのプレミアムが影響しているためである。もっともゼロ金利政策局

面のボトム時と比べてみると、月末要因の影響を受けている1W物を除き全てのタームでゼロ金利時のボトムを下回る、ないしは同じ水準に止まっているので、レートはやや上昇したとはいえ超低金利の枠内で若干の調整が生じたというのが実態かと思われる。

一方、長期金利はこのように短期金利が強含んだにもかかわらず緩やかに低下をみている。10年新発債利回りは昨日には今年の3月22日以来となる1.140%まで低下している。これは国内景気の下振れ懸念が根強い中で基本方針の公表、さらには都議選の結果を受けた小泉内閣の財政構造改革路線への期待の強まりなどから、需給悪化懸念がひとまず後退してきていることを映じたものである。前回会合以降のイールドカーブの変化をみると、残存期間5年以上の中長期ゾーンを中心に低下している。この結果、例えば昨日の残存5年債の流通利回りは0.343%と既往ボトムを更新している。98年10月前後の国債バブル時のボトムが0.525%、ゼロ金利時のボトムが0.450%、今回は既に0.34%まで下がっており、いわゆる時間軸効果や浸み出し効果が5年程度のゾーンまでかなり浸透していることが分かる。この点は長期金利のゾーン間スプレッドについて、98年10月前後の国債バブル時、ゼロ金利のボトム時、今回でそれぞれ2年と3M、5年と2年、10年と5年のスプレッドを比較してみると、今回は2年～5年のスプレッドが前回のゼロ金利に比べかなり低い水準まで低下していることから、先程申し上げた5年のところまでは時間軸効果が利いていることが確認できる。

第二に株価の動きであるが、日経平均株価は国内景気、企業収益の下振れ懸念の強まりなどから、6月19日には3月19日以来の水準である12,500円台まで低下した後、21日の基本方針の公表を受けて幾分持ち直し、その後は12,800円から13,000円前後の狭いレンジでもみ合う展開となっている。この間の業種別株価動向をみると、円安が好感されている輸送機器と銀行株、これは経済財政諮問会議の基本方針で不良債権処理を積極的に進める方針が打ち出されたことが好感され、買い戻しの動きが広がったことによるもので、両者のプラス寄与が目立っている。

銀行株の推移をみると、5月下旬の大手銀行の決算発表などを受けて大きく売り込まれた後、基本方針の発表を好感して戻している。ただ銀行株といってもここへきてまた二極分化が目立ってきている。99年11月のピークから直近ボトムまでの下落率を個別にみると、銀行の平均下落率は50%であるがこれをかなり下回る落ち込み先もみられ、二極分化がまた進んでいる。マーケットでは不良資産問題の帰趨とも絡め、銀行株の先行きについては依然としてかなり慎重にみる先が多いのが現状である。

最後に円の対ドル相場の動向であるが、この8営業日の間に122円前後から124円前後へ円安化が進んでいる。円安に作用した要因としては、わが国の景気見通しの下振れ、本行の6月金融経済月報の景気判断下方修正も円売り材料として寄与しているが、これに加えリンゼー発言報道などから米国がわが国の構造改革実行に伴う円安を容認するといった思惑が強まったことなども背景にある。経済財政諮問会議の基本方針については、その実行に伴いデフレインパクトが生じることが予想されるため、為替相場には当面円安要因として作用しようというのがマーケットの取り敢えずの受け止め方である。

3月19日以降の円相場の推移と主な変動要因を整理してみると、わが国の景気の悪化、株価下落というファンダメンタルな円安要因の方が欧米景況の悪化という円高要因を上回る形で、基本的には円安方向への圧力が強いが、政府筋の急速な円安に対する牽制姿勢が円安の天井を画する格好となっており、相場的には120円前後から126円前後のレンジが形成されてきているように思われる。実際、リスク・リバーサル動きをみると、1M、6Mとも足許では若干円ベア方向に振れている程度であり、明確な方向感のないレンジ相場を窺わせる動きとなっている。

以上が前回会合以降のマーケット動向の特徴点であるが、昨日Fedが概ね市場予想通りの0.25%の利下げを行なったことから、市場参加者の当面の関心は、第六次利下げ後の米国景気・株価動向、ならびに国内景気・企業収益の動向——取り敢えず短観が目先の注目点ということになる——、さらには基本方針で打ち出された小泉政権の構造改革がどこまで具

体的に実行され、それを海外投資家がどう評価するか——その意味で海外投資家の対内株式投資動向がポイントになるが——、この三点に関心が集中してきているように思われる。以上である。

速水議長

それではただ今の説明について質問があればどうぞ。

三木委員

9月の期越えのオペについてちょっと聞き漏らしたのでもう一度聞かせてもらいたい。

山下金融市場局長

手形買入について長いオペを打てるようこの間お認め頂いて、6月20日に3Mで期越えで打ち、それ以降既に1兆8千億円期末越えを打っている。ただマーケットは先程申し上げたように9月末についてはまだそれ程意識がない。倍率は高く入ってきているが、レートは余り上がっていない。

三木委員

しかし、今は意識していないかもしれないがこれから意識される。

山下金融市場局長

取り敢えず6月末を越えてこれからということだと思う。

三木委員

そういう意味では割と早く手を打ってみたということか。

山下金融市場局長

そうである。手形オペを6か月まで打てるようにさせて頂いたので、それを活用させて頂いて、非常に早く打てるようになった。

中原伸之委員

9月の20日か、9月のいつまでの期日か。3か月であろう。

山下金融市場局長

そうである。

中原伸之委員

9月の末を越えるのか。

山下金融市場局長

そうである。3Mと言った場合3月強についても3Mと言う。

中原伸之委員

さっきの積み進捗遅れの説明がよく分からなかった。

山下金融市場局長

前回ご説明したように5月の時に非常に積みを遅らせたために金利が大きく0.16%まで上がったという苦い経験から、6月15日の積み最終日に向けてはかなり大幅に前倒しで積みを進捗させてきた結果、最後の残り所要額が非常に小さくなり、6月15日の積み方は非常に小さかった。そういうことでかつ6月15日が金曜日だったということで、スタートのところの積みが非常に低くなった訳である。そこに加えてさっき申し上げたように外銀が抱えてしまうとかいうことがあり、結局都銀は積みを進めたかったがなかなか進まなかったということである。都銀としてはなるべく日々均等に積んでいきたいと思ったところが6月20日、21日にあるように、大幅に積み下になるというような状況で、多少焦ってきたということがあり、そこで若干多めに出した訳である。5兆2千億円出した訳であるが、例えば6月22日には、前日が積み下の3千億円だったのが若干積み

上の1,200億円とかその翌日は2千億円になっているが、要するに多少多めに出したものが積み上の進捗に寄与したという形になっており、積み上の進捗状況の遅れをそういう形で少し是正させたということである。

中原伸之委員

最初から低かったのか。

山下金融市場局長

非常に低かった。

中原伸之委員

それで、22日は1兆2千億円積んだのか。

山下金融市場局長

当座預金残高としては5兆2千億円である。積み上ということではおっしゃるとおりである。

中原伸之委員

分かった。

山口副総裁

株式市場におけるいわゆる構造改革路線の受け止められ方について、先程銀行株についてのコメントがあったが、他に何か目立つような動きというのは出ていないのか。特に海外投資家の動きはどのようなふうになっているのか。

山下金融市場局長

外人は4月、5月と小泉政権の誕生を契機として、日本をアンダーウェイトに置くことのリスクを意識して買い戻しをしてきた。もっとも、取り

敢えずは構造改革を期待して 2 兆円位買い戻してきたが、ある程度アンダーウェイトの部分では是正した後は、やはり構造改革が実際に具体的にどう実行されるかというのを待たないと買えないという感じになってきて、今はやや模様眺めに転じていると思う。そういう中で、例えば銀行株については、不良資産が外人の目からみると思っていたよりもさらに膨らんだということで売られているが、基本的には模様眺めスタンスだと思う。6月4日～6月8日のところは3千億円に膨らんでおり、このうち2千億円以上は裁定の解消によるやや技術的なものであり、実質的なところは1千億円ずつ位のところが売られている。先週「基本方針」が出された翌日は、——その数字が発表されるのは今日木曜日の夕方であり、先週の動きはまだ分からない訳であるが——朝には、外国証券会社の海外からくる受注についての数字が出ており、22日は2千万株と非常に大きな買い越しになっている。であるから取り敢えず「基本方針」についての外人の反応は、初日についてはプラスであったと思う。ただいずれにしても株式市場は小泉政権発足後5月7日に13,500円まで上げてこれを評価した。その後は具体的にどう出てくるか、実際にできるのかというところに段々関心が移ってきており、やはり参院選挙後どうなるかというところまではなかなか動けないというのが基本的な雰囲気だと思う。ただその中で銀行株については5月25、26日の決算発表で予想外に不良資産が膨らんだという理解でかなり売られてきたが、そこの売られた部分について今度は不良資産処理をRCCを使って積極的にやるという方針が打ち出されたところを好感したというか、あるいは売っていた人がリスクを感じて買い戻したという形で反応したということである。

山口副総裁

銀行についてそういう処理が進むというイメージが出てくるのであれば、バランスシートの反対側にいる企業についてももう少し構造調整が進むということになる訳だが、そういう銀行の不良資産の最終処理と連想されるような変化が幾つかの業種の株価などに出ているか。

山下金融市場局長

それが非常に不思議であるが、最近上がっているのは中低位株であり、むしろ建設とかそういう方が若干上がっている。要するに多少流動性相場的なところがあって、中低位のところ個人が買いを入れているという形で、理屈から言うと不良債権処理が進むのであれば潰されるサイドは売られるに違いないと我々も思って目を凝らしている訳であるが、今のところは必ずしもそうではなく、むしろそういう中低位株の方が上がっているという感じになっている。例えば、セクター別株価の推移で小売、建設、不動産の構造不況関連をみると、3月14日を100として今一番上にきている訳であり、そういう意味では不良債権処理が直ちにそこまでいっていない、むしろまだ流動性相場的な面が強いということである。クレジット・スプレッドをみても、毎回ご報告しているようにむしろまだじりじりと下がってきており、最近話題になっている問題先については非常にクレジット・スプレッドは拡大しているがほかのところはむしろ下がっているという感じであり、そういう意味ではまだそこまで意識されていない。いずれ具体的になってくれば当然織り込んでくると思うが、現状では金融緩和効果の方が効いているということではないか。

速水議長

社債やCP市場が大きくなって取引が増えてきたようだが、最近の動きはどうか。

山下金融市場局長

CPは例えば3か月、4か月が若干上がったとはいえ2bpとか3bpで発行できる。格付の比較的低いところ、一部自動車会社などもかつては非常に高かったのが最近随分下がってきており、そういう意味では金融緩和効果が効いて大手企業、特にCPが発行できるような企業についてはCPを発行、拡大させている。そういう意味では金融緩和の効果がそういう形

で企業金融にも均霑されていると言えると思う。

中原真委員

一方で銀行融資が落ちている部分もあるのではないか。

山下金融市場局長

然り。

中原真委員

それと積みの調節のところであるが、22日以降ターム物がやや強含みという話であるが、実質的にゼロ金利で流動性供給を大幅にやっている訳である。皮肉なことにマーケットでは僅かなスプレッドで大量の資金移動が生じる等、流動性に歪みが出ている部分があるという気がするが、その点どうか。また、外銀がネガティブ・インタレストで円資金を調達してそれをただ積んでおくということであるが、これはかなり限られた動きなのか。どの程度のネガティブ・インタレストで資金調達をやっているのか、その辺はどうか。

山下金融市場局長

前者については確かにマーケットの人と話をしていると、やはりここまでスプレッドが小さくイールドカーブがほとんど横であるから、1bpとか2bpで勝負しなければいけないのでポジションの取り方が並ではない。要するに優良先の外証などは1兆円とか1兆5千億円とか、例えばTBとかFBにしても大金で張ってくる、あるいはFBの入札でも2兆円とか応札してくるところがあり、非常に単位が大きくなっている。それはつまり流動性について心配がない、しかし一方ではたくさん張らないと稼げないという両方で、こういう超超低金利の下でややいびつな行動が出ていて、それで多少思惑が外れるとかなり調整に時間が掛かるというような問題が出てきていると思う。それからもう一つは、やはりここまでゼロに近付い

てくると、例えば100億円を一日運用しようとしても利益は2,700円であるから、例えば短資手数料とか日銀ネットの手数料とかのコストが非常に意識されるようになってきている。100億円融資して2,700円しか稼げなくてそのうち半分以上はそういうコストで飛んでしまうということだと、そんなことはしないで、給料を払う人を減らした方がいいのではないかと、そういう感じの市場機能についての多少の制約が出てくる。ただ例えば最近みたいに金利がちょっとでも上がるとまたそれが復活して動いてくるということで、市場機能が死んでしまったということではない訳であるが、やはり長い期間続いてくるとそういう歪みが出てくることは間違いないということではないかと思う。

円転は大体今は優良先で2bpから3bp位のマイナスになっている。円転コストはオーバーナイトとかはプラスであるが、今のところは2bpから3bpのマイナスである。因みに若干ここへきて上がっているが、の円転コストでいうと1Wが-2bp、それから1Mから3Mまでが-1bpになっている。

増淵理事

相当限られた動きであろうというご質問だったと思うが、そのとおりだと思う。

山下金融市場局長

やはり格付けの高い優良銀行だけということであり、しかもバランスシートコンシャスなところは余りそういうことはやらない。

速水議長

他にございませんか。それでは次に進みます。海外金融経済の動向について、松島理事、平野国際局長にお願いします。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-4）

平野国際局長

それでは海外経済・国際金融のご報告をさせて頂く。米国の主要経済指標について、まず全体感であるが前回の会合以降判断を変えるような大きな材料はないが、アメリカでは引き続き企業部門の調整が進行している。国際金融市場全体としてみると、米国を中心に総じて金利は保ち合いないし若干の低下、株価は軟化気味に推移しており、どちらかというところ景気不透明感を反映したような市場展開になっている。こうした状況のもとで、昨日 27 日に Fed は FF の誘導目標を 25bp 引き下げた。

それではまず、この米国の主要経済指標に沿ってその特徴点をご紹介させて頂く。前回決定会合以降出た指標では、5. 自動車販売、7. 住宅着工といったところが出ている。家計支出周りではこの二つが出ているが、ほぼ前月並の高水準という評価になろう。それから 6. 消費者コンフィデンス指数は 5 月の 115.5 が上方修正されて 116.1 となり、6 月が 117.9 で、レベルは引き続き低いが 5 月、6 月と将来指数を中心に 2 か月連続でコンフィデンスが改善した。総じて家計支出の底固さが確認されたという格好になっている。一方、企業活動の面で特筆されるのは 12. 鉱工業生産の 5 月の数字であり、 -0.8% と前月比で大きく落ち込んでいる。これは市場予想の -0.4% を大きく上回るマイナスということであり、これで 8 か月連続で前月比減少になる。業種別に見ると、自動車関連が前月比プラスになっているが、その他の業種は軒並みマイナスであった。その中でも特に IT 関連業種の落ち込みが目立っている。そうした中で 13. 製造業稼働率は一段と低下している。それから 9. 財・サービス貿易収支では、4 月の数字が出ている。その特徴であるが、輸出・輸入とも昨年秋以降大きく減少しているのが特徴であるが、4 月については輸入が前月比で 2.2% 減少し、輸出が前月比 2.0% 減少した。輸入の減少幅が大きかったために貿易収支の赤字幅が前月に比べると気持ち縮小したという格好になっている。輸出入とも特徴的なのは資本財の減少が目立っているということである。特に輸入に関しては半導体、通信機器等の IT 関連の資本財の減少

が目立っている。物価面では引き続き落ち着いた動きである。こうした状況のもとでF e dは昨日政策金利を 25bp 引き下げた。リスクバイアスについては引き続き景気警戒型としている。F e dのステートメントの一部を若干紹介させて頂くと、ここ数か月のパターン、すなわち収益率と設備投資の後退、個人消費の緩やかな拡大、海外景気の減速、これらが経済活動を圧迫している。これに伴い労働市場、財市場の需給が緩和しインフレは引き続き抑制される。これが背景説明になっており、金利は低下ということである。これに対する市場の反応であるが、債券市場の方は短期物を中心に失望売りが出て若干利回りが上昇し、株はほとんど動いていない。

次にユーロエリアである。ドイツ、フランスを中心に生産受注の減速が目立っているという状況は変わらない。ユーロエリア全体では4月の鉱工業生産が出ているが、前月比-0.5%と2か月連続の減少で、生産面から減速が確認された格好になっている。コンフィデンスも悪化しており、全体に設備投資も減速感が窺われる中で景気減速傾向が拡がりつつあるということだと思う。ユーロエリアで若干特徴的なのは物価であり、12.の消費者物価のところでは、まずヘッドラインが前年比で3.4%で、食料品、エネルギー価格の上昇から大きく上昇している。それからコアも2.1%と前年比2%を上回って推移している。輸送とかホテル、飲食といったところがコアを押し上げている。

次にアジアに移る。図表3-1 東アジア諸国の主要経済指標については、まず第1四半期の実質GDPでは、タイが1.8%ということなのでこれが公表された結果、一応東アジアの第1四半期のGDPが出揃った。前報告したとおり、いずれも前期に比べ大きく減速している。季調済の前期比という数字が発表されていない国もあるが、判明しているところで見ると季調済の前期比、つまり瞬間風速で見ると、IT依存度の高い台湾、それからシンガポールのほか過半の国で前期比マイナスという姿になった模様である。4月以降の輸出をみると、落ち込みが大きくなっている。生産の減少も続いており、コンフィデンスも悪化しており全体に内需にも減速感が拡がっているというような状況だと思う。それからシンガポールでは、

第1四半期前年比4.5%と第4四半期から大きく減速をしているが、特にIT関連企業における活動の後退というのが非常に目立ってきている。これは香港事務所の情報であるが、パソコン関連の在庫調整はかなり進捗しているということであるが、全体にIT関連では通信機器とかネットワーク関連機器の調整がまだ続いているという感じがあり、シンガポールのIT関連企業については通信、ネットワーク関連機器メーカーが多いということから、なかなか輸出・生産の底入れというのは確認できないというニュースが伝わっている。

韓国と台湾に若干違いが出てきているのでこれをご紹介させて頂く。一般的に韓国に比べて台湾の方がIT依存度が高いということになっており、その結果として輸出・生産の落ち込みは台湾の方が韓国より激しいという状況になっている。台湾では企業収益の悪化も目立っており、失業率もじわじわ上がってきているということで、状況は厳しさを増している。こうした中で株価も東アジアの中では一番低迷しており、現在年初来の最低水準で推移するということで非常に厳しい状況にある。一方韓国ではITを中心とする輸出の落ち込みが勿論経済を打っている訳ではあるが、一方で既往のウォン安もあり造船とか自動車、あるいは機械といったところのいわばオールドエコノミーの輸出が増加しており、これが経済をある程度下支えしているということもある。さらにいえば、企業リストラ問題が若干落ち着いてきているということでコンフィデンスが改善しつつある。この辺は韓国の消費者評価指数、これは消費者コンフィデンスの代表的な指数の一つであるが、4月、5月と上がってきている。韓国においては最悪期は脱しつつあるのではないかという見方も聞かれている。

最後にエマージングの状況について簡単にご報告させて頂く。ラ米、トルコの国債の対米国債スプレッドをみると、アルゼンチン、ブラジル、トルコ国債のスプレッドが足許上昇しているという状況にある。特にアルゼンチン国債のスプレッドの上昇が目立つが、これはアルゼンチンで国内の貿易業者に対する特別為替相場の適用措置が発表され、これが当局の否定にもかかわらずマーケットでは先行き全面的な通貨の切り下げに繋がり

得るものと受け止められ、再び不安心理が高まり国債が売り込まれるという状況になっている。それにつれてブラジル国債の方も連れ安になっているという環境が最近あり、若干この辺が不安定化している。簡単であるが以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

須田委員

韓国の経済が結構持ち直しており、一番先に上に向くのではないのかというニュースなどをみたりするが、やはりウォン安というのが大きな原因なのか。

平野国際局長

一番大きな原因かどうか分からないが、造船とか自動車とか機械の輸出が伸びていることの背景には既往のウォン安というのがかなり効いているし、輸出企業の採算は相当良くなっているのではないかと思われるので、大きな要素の一つであろう。

須田委員

では例えば日本がもっと円安になったらどうなるのか。韓国は物価の方は依然として高いターゲットをやっているが、それより高い状況でそういった外需主導でというのもそうは長続きしないのかなと思うが。

平野国際局長

もともと造船辺りについては韓国は圧倒的な競争力を有している。競争力があるうえに為替が安いということで、相当プラスになっていると思う。それからほかの事情を一定にすれば当然ウォン安は輸出企業の採算を支える部分があるので、それは相当有形無形に効いてきているのではないか

という感じがする。一方で物価の方だが、韓国のヘッドラインの消費者物価は今、5%を上回ってきている。韓国銀行は一応緩いインフレ・ターゲットイングをやっていて、このターゲットにたっているのはコアの物価上昇率、今年の場合は3%±1%ということでターゲットイングしていると思う。コアについても相当上限に張り付いてきているということで、いわば金融政策の発動余地というのはかなり限られてきているというか、その面ではなかなか金利を下げたくても下げられないという状況にはある。一方で企業リストラの方が少し落ち着いてきたことが、コンフィデンスの改善に繋がっているのではないかとされている。消費も若干出てきたという話もある。金融政策面では手詰まり感はあるが、一方で企業リストラの落ち着きからコンフィデンスの改善が、先程のオールドエコノミー銘柄の輸出と並んで経済を支えてきているのではないかとされている。しかし基本的には米国経済の動向に左右される部分が大きいので、今後の韓国経済を左右する最大のファクターが外需、特に米国を中心とする世界景気、これにあることは間違いない。だから割合明るいニュースは先に出ているが、基本的にまだ厳しい状況というのは変わらない。

三木委員

今の平野国際局長の説明に水を差すようだが、この2年間で韓国の造船は受注をとれるだけとってしまったので満杯である。1千万トン以上とって、もうこれ以上とれない。船台が4年間埋まっている。そういう状況だから決してウォン安でとかそれでどうのこうのというのではない。もともと4年前からウォン安なのだから…。

平野国際局長

造船については、過去に受注した時のレートはものすごく良い。

三木委員

レートは良いが値段は安い。

平野国際局長

安くできる訳である。

三木委員

だからそういう意味で安くなったらそれによって輸出の資本財が増えて、というようなことだという話が、韓国の場合には必ずしもあてはまらない。今のオールド・ビジネスの場合ということを少し考えておかないと。

平野国際局長

造船は確かに今おっしゃったとおりで、既往のウォン安というのはそういう意味を含めて述べたつもりである。自動車とか機械、あるいは鉄鋼については結構ASEANに輸出している。

三木委員

鉄鋼も日本に対する輸出は止まってしまっている。

平野国際局長

ASEANに出している。

三木委員

ASEANにもあまり出していない。

平野国際局長

そうですか。

三木委員

要するに値段が安すぎるからメリットがない。あれだけのウォン安でもまだメリットがない。そういう分野はそれだけ国際商品価格が下がって

ということである。全部ではないが、ミクロの分野をみるとそういうのもある。だから一概にそういうマクロで判断するにはまだ少し問題ではないかなという気がする。

中原眞委員

F e dの利下げだが、0.25%というのは大方の予想どおりかなと思うが、F e dのプレスリリースについて今回消費について言及した部分が少し従来の表現と違うのではないかという読み方があると思うが、その辺はどうか。

平野国際局長

その表現をみると、まず今回は、消費について「ウィーク・エクспанション・オブ・コンサンプション」という言い方、非常に緩やかな拡大という言い方である。前回の5月15日のプレスリリースでは、景気や家計支出は比較的底固く推移している。しかしながらこうしたエリアでの経済活動は *flattened recently* と書いてあった。だから直近では少しフラット化しているという言い方になっているが、この二つを比べて特に消費についてここへ来て大きな判断の変化があったとは私は受け止めていない。表現が変わっているので、ウィーク・エクспанションのウィークに注目し、少し消費に対する判断が弱まったのではないのかと言う人もいるが、私自身は今申し上げたとおりで消費そのものに対する判断を変えているということではないのではないかと思う。私共のニューヨーク駐在参事が
に聞いた感じでも

ということのようである。

竹中経済財政政策担当大臣

平野国際局長。アメリカのことだが、先月ハーバードCEA委員長とお話した時に非常に強気だった。要因がプラス・マイナス二つある。一つは消費が比較的堅調である。つまり資産効果、負の資産効果が表われない訳

である。それが何故であり解釈して今後どうなるかということである。もう一つは、しかし不安要因としてはやはりシリコン・サイクルというか新しいITサイクル、デジタル・サイクルがどういうものなのかという本質的なものがもう一つよく分からない。リアルタイムの調整が行なわれやすく、在庫循環などは小さくなっているかもしれないが、株価は明らかに以前に比べ大きく変動するようになってきている。資本財の受注なども大変に厳しい。そのプラス・マイナスの要因をどのように評価するかということについて、是非見解を教えてください。

平野国際局長

それはここでご議論を頂いたらよいテーマと思うが、私自身の感じは、それがまさに分からないところだというのが答えだが、負の資産効果、逆資産効果がなぜ明確な形で現われないかということについて幾つかの仮説があると思う。一つの有力な仮説は、確かに株価という意味では金融資産は相当減少している訳だが、一方で実物資産、住宅だとか、そういったところはむしろ増えていて全体で見るとかつてと比べるとまだまだ相当余裕があるという見方が一つある。それからもう一つは、負の資産効果は既に表われているかもしれないという見方があって、所得階層別のアメリカの貯蓄率の動きをこの前Fedが分析している。今私共は、それに倣って消費の分析をしているが、いわば所得の低い、所得分布の低い階層については既に貯蓄率が上がってきているということがあり、そこには若干表われているのではないかという見方がある。しかしお金持ちは今だに活発に消費をしている。金持ちはもともと資産のレベルが高いので、多少落ちてもあまり関係ないというような見方もある。ただ、私自身は基本的にアメリカのいわば中長期的な経済に対する強気な見通しが大きくは崩れていないことが重要であるように思う。足許の労働需給も多少は緩和傾向にあるが、しかし基本的にはタイトな状況が続いていて雇用に不安が出ているという状況ではない。逆にいえばこの先企業部門の調整がITを中心に長引いて、それが労働需給を相当緩和させるような状況が出てくるという

ことになると、それは結局家計の支出行動にも影響を与えるリスクがあるのではなかろうか。そうなった折にはアメリカ経済の今後のピクチャーが相当崩れてくるというリスクを抱えているということではなかろうかと思う。Fedが25bpを下げながらしかしバイアスは引き続き景気警戒型としたのも、一つはそういう今後の景気の動向についてのまだ不透明感、特に家計部門についてはまだこれが弱くなってくるリスクを排除しきれないということがあったのではないか。二番目のいわゆるIT部門の調整の長さや深さをどうみるかということだが、これはまさにこの場でも何度か議論があった訳であるが、なかなかよく分からないというのが実態である。どれ位のいわばエクセスがこの部門に内包されているのか自体の判断がなかなかつき難いということだと思う。今起っている現象はいわゆる企業部門でもどちらかというといわゆるオールドエコノミー、自動車に代表されるところについては、大体在庫調整も終わって生産もプラスにきたということであるが、ニューエコノミーの中でも特にネットワーク、通信関連の付近については少し調整が長引いていて、在庫だけとってみてもこの先何時頃調整が終わるのかなかなか目途がつかない。秋頃には終わるのではないのかという見方もあるが、それも不確かである。設備調整についてはこれもどこまで調整すれば一応底を入れるのかというのは、まさにまだ分からないということなのではないだろうか。ただ企業の収益見通し、アナリストの収益見通しを窺うと、第4四半期から来年にかけてはITも底を打って上がってくるという見通しになっているので、市場では一応年末から来年にかけては底を打って上がってくると、取り敢えずみているというところである。まだそこは今暫く見てみないと分からない。いずれにしてもまだまだその辺のリスクはダウンサイドである。

竹中経済財政政策担当大臣

日本になくてアメリカにあるものの一つとして、キャッシュアウト・リファイナンスという考え方がある。キャッシュアウト・リファイナンスというのは、例えば私が5千万円借金していて月々20万円返済していた。

金利が下がった時、安い金利に借り換えるにあたって 20 万円返済しているというものはフィックスしておく。金利が下がった分 5 千万円ではなくて 7 千万円借りられる。だから 7 千万円借りてしまう訳である。そうすると 2 千万円キャッシュが入ってくる訳である。実は我々からみると、消費性向が 100% を超えるなんて信じられない話だが、そういうファイナンスがあるから実際使えるのであって、それを食いつぶしているうちは消費性向は下がらない、しかしこれを食いつぶしてしまったら消費性向は今度はがたっと下がるのではないか。これはマクロのエビデンスはないが、ミクロ的にはそういうことを指摘する声が意外とある。こういう問題は田谷委員などは大変お詳しいのかもしれないが、どうなのか。

田谷委員

銀行貸出の伸びなどを見ても着実に下がってきているし、それよりも例えば今週のエコノミスト辺りにあるように貯蓄率の数字そのものが少しおかしいのではないかという意見はここ数年ある。要するに可処分所得が過小評価されている。三つ、四つ理由があって、一つは株を売ったキャピタル・ゲインが所得に入っていない。だけれどもキャピタル・ゲインにかかってくる税金は差し引かれている。あるいは年金の受け取りは所得に入っていないとか、幾つか問題があるし、例えば消費のサイドから耐久財消費を投資と考えて除き、もう一回貯蓄率をリファインしてみると例えば 2000 年の貯蓄率というのは 90 年代の平均とほとんど変わらないというところもある。だから何が本当なのかというのは実際、その辺も全部考えてみないと分からないと私は思っている。

竹中経済財政政策担当大臣

今のは消費支出と消費は違うという話か。

田谷委員

然り。

平野国際局長

貯蓄率については、確かに計算の仕方そのもの問題があるのではないかという議論があろうかと思うが、ただ 80 年代の貯蓄率というのは一応 8%位あった訳である。それが 90 年代半からぐっと下がってきて今-1% 近くなっている。だから 90 年代の平均をとってみると多分 4~5%という感じだと思うが、それでも相当低いところにあることは間違いない。

田谷委員

間違いない。

平野国際局長

多少計算上の問題があるかもしれないが、現在の貯蓄率が相当低いという事実は多分変わらないのではないかと思う。色々理由があるかもしれないが、例えば家計のローンの可処分所得に対する比率辺りをみても、歴史的にみても相当高いところにある訳である。だから家計が相当伸び切っているというか、エクセスがそこに蓄積されているという見方はそれはそれで妥当ではないかと思っている。

速水議長

I T 産業が問題であるということで去年の暮れからみていると、やはり随分減速のスピードが速くなったと思う。やはり産業の構造が変わってきて、I T はものを作りすぎて在庫が増えて生産を減らすということで、少し驚く程急速に悪くなった訳である。それで日本も下げてきた訳である。これから回復する時に生産面ではどういうスピードで、これまでとは多少違った動きとして、出てくるのかどうか。

それから F e d の政策金利だが、今度が 6 回目の下げで、年初来半年で 2.75%下がっている。これもかなり目立つスピーディな下がり方だと思う。回復していく過程では逆の面が出てくるかどうかということに対して、私

は非常に関心がある。

平野国際局長

それは全ての人の関心だろうと思う。ITについてはITのユーザー、需要側とITのメーカー、供給サイドというのを敢えて分けると、今速水議長がおっしゃった話はITの需要サイドには結構典型的にあてはまる話かと思う。要すれば販売の現場と生産の現場の間の情報の流れが良くなっていわばサプライチェーン・マネジメントというものが発展する中で、在庫を少なく持ってそれで商売ができるような環境になってきている訳である。従って需要動向に敏感に生産を合わせて、在庫は余り多く持たないというようなところで調整スピードがその分速くなる。その分は企業にとってはコスト圧縮に繋がるという部分があるし、自動車産業などをみていると、早めに調整を始めて早めに終わったということが確かに言えると思う。一方でITのサプライサイドの方は、これは去年から今年にかけて起ったことは、やはり需要の大きな読み違いだった訳である。この先の需要の出方についてはまだ非常に不透明感が残るので、実はこの調整がどこまで続くのか、あるいはその後の姿がどうなるのかというのはよく分からないというのが、今の一般的な評価だろうと思う。Fedは、中長期的にみればITに対する需要は強いということを言い続けている。私もそうは思うが、しかしそれがどういう形でいつ頃出てくるのかというのは今後の注目点ということしかこの段階では申し上げようがない。

速水議長

それではこの辺で次に移りたいと思う。調査統計局から最近の国内経済情勢について説明してもらおう。永田理事と早川調査統計局長にお願いする。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-5）

早川調査統計局長

前回の会合以降出た数字というのは限られているので、大きく判断を変

えるような材料はないと思っている。まずこの間に出た計数をご説明して、その後、今朝程出た生産指数について、少しお話をしたいと思っている。

まず前回会合以降に出ている貿易統計を見ると、実質輸出は5月の前月比では1%増加しているが、4月、5月を1~3月対比で見るとやはり4%の減少ということで、大体1~3月とほぼ等速での減少が続いている。中身について財別の数字を見ると、特徴的なのは相変わらず情報関連が4月、5月で減少している。それから資本財部品の減少は少し大きいですが、一つにはアジアにおける設備投資の減速の表われとも読めるが、実は内容の一番大きいのは半導体製造装置なので、情報関連と同じと考えて頂いても結構かと思う。少し気になるのは中間財のところで、5月単月では確かに増えているが、4月、5月で見るとかなりの減少になっていて、これはアジア方面を中心に鉄鋼とか化学とか素材の輸出が減少したということであり、在庫バランスのところに少し影響している。輸入の方は、実は5月単月では前月比11%増と非常に大きく増えた。それでも4月、5月通計では1~3月、3.3%減少の後、ほぼ横這いという数字である。中身を見ても一つは消費財の輸入というのはやはり円安の中でもそれなりに増加が続いているということがあるが、それ以外は多分かなりの程度単月の振れだと思っているので詳しいご説明は省かせて頂く。それから中小公庫の中小製造業・設備投資計画の調査が出ている。これは中小製造業については私共の短観とともに信頼度の高いサーベイ調査と言われているので、若干ご紹介しておく、結局2000年度の実績は、15.6%増ということですからかなり高い伸びになった。その後の4月調査だが、打ち出しの段階で17.2%の減少という数字である。短観が22.9%減なので、短観よりは少し小幅ではあるがかなりのマイナスである。ただ改訂状況をずっと見ると、これまた短観と同じ癖であるが、段々上方修正されていく癖がある。唯一の例外は97年度、これは97年度の後半に金融システムショックが起ったあの年だけが例外でそれ以外は上方修正されている。例年のパターンでみると、-17.2%からスタートすると着地がプラスなのかマイナスなのかは微妙なところで、それ程極端に悪いという訳ではないが、これまでの高い伸び

と比べると明らかに中小の製造業の設備投資もピークは打ったなという感じであろうと思っている。それから夏のボーナスについてのアンケート調査をみると、日経新聞調査は前年比で4%増、日経連の調査は2%増ということである。企業の収益環境は厳しくなっていると思うが、逆にこれまで収益が増えている割にはボーナスを払ってこなかったということもあって、現時点の調査は前年比でプラスになっている。ただあまり楽観しない方がよいと思うのは、一つは日経新聞の数字などは少し業績の良かった会社の数字が早めに入っているということもあって、恐らく下方修正されてくると思うし、それから去年の冬は大企業の調査については前年比でプラスだったが、全部込みにすると僅かなマイナスであったということもあるので、これ位でいくと中小企業まで全部込みにしたボーナスがこれまた先程と同じようにプラスと出るかマイナスと出るか微妙な線を走っているという位ではないかと思っている。ただいずれにしても収益環境が悪化してきているが、それが直ちに雇用・所得環境に出てくるという感じでもないということもまた事実かと思う。それから第3次産業活動指数が出て、4月の数字は前月比3.6%減と随分低下した。これは二つ理由があって、一つは第3次産業活動指数というのは、今年の1~3月が随分強く上がっていたという事実があって、この4月はその反動という面がある。それから中身を見ると、最近は通信が月々で暴れるという癖があって、実はこの4月も通信が2割以上減少するというのが影響しているので前月比の3.6%減というのはあまり大袈裟にとる必要はないだろうと取り敢えずは思っている。ただそれと同時に、これまでは鉱工業生産は大きく減少しているが、第3次産業活動指数などは強いと申し上げてきた訳なので、その辺に変化が表われつつあるのかどうか、この辺は慎重に見ていく必要があると思っている。それからCSP Iについては総平均、あるいは国内需給要因いずれを見ても前年比のマイナス幅が拡大している。しかしこの理由は非常にはっきりしていて、通信・放送のところのマイナス幅の拡大である。5月というのは例のマイラインの実施の月なので、マイラインの実施に伴う各種のサービスの料金の引き下げでこれが下がっている。それ

以外は大したことはないが、少し気になることを申し上げておくと、これまでずっとプラスできた広告が5月プラスではあるが少し弱め、この辺にもどうやら通信業者辺りの広告の出方が少し悪いという話があるように聞いている。次に消費関係だが、消費関係は数が多いこともあってこの間にもかなり数字が出ている。少し弱めの数字から申し上げますと、家電販売、前月比では若干のプラスになっているが、4月、5月通計でみるとまさに1~3月、家電リサイクル法の関係もあって増えた分がちょうど落ちるといいう格好になっている。それから経済産業省の小売業販売額の数字もやや弱めである。これはもちろん家電の弱さもある訳だが、どうも5月の数字は何故か衣料品小売業、これは多分中小の洋品店だと思うが、悪いというような感じの数字になっていた。ただ百貨店とかの衣料品は実は割と良いので、どう読んで良いのか分からない。一方で百貨店、スーパー、コンビニというところについては従来からの傾向が変わっていない。一言で申し上げますと百貨店は決して良いとは申し上げないがまずまずの水準をキープしていて、コンビニも同じである。その一方でスーパーは相変わらず弱い。リサイクル法絡みの動きははっきり見えるが、それ以外は大きな基調の変化はみられないと思っている。最後に今朝程出た鉱工業生産の数字を見ると、5月の数字が-1.2%となり、6月は0.3%の増加が予想されている。この数字だと4~6月の通計が-3.7%で、結局私共1~3月よりはマイナスのテンポが少し緩くなるかと思っていた訳だが、ほぼ等速で生産が落ちている。7月は単月で-0.1%、4~6月対比-0.3%で、これはあくまで単月なのであまりこの数字をどうこういっても始まらない。それで先程資料を読んだところで若干のコメントをさせて頂きたいと思う。まず生産のところから、今月生産が予測の+0.3%から-1.2%ということはかなり下方修正になっているが、生産の減少を業種別にみると、大きいのは、一つは一般機械、これが8%位減っている。それから金属製品、輸送機械、こういったところであるが、評価が若干違って、一般機械のところはやはり落ちている主力が半導体製造装置なので従来からの流れだろうと思う。もちろん予め予測指数段階からマイナスが見込まれていた訳だが、それをさら

に上回ってマイナスになっているので、これは貿易の動きからみてもそういうことかなということだろうと思う。ただ、金属製品の生産は-3.7%、出荷も-5.5%という感じだが、橋梁といういわゆる単月で暴れる数字の動きなので、あまり基調的な動きではないと思っている。さらに輸送機械も生産が-2.9%、出荷も-1.9%と弱い感じである訳だが、実はこれは予測対比ではむしろ上方修正である。さらに6月、7月辺りも生産は増える見通しになっている。国内販売も決して悪くないし、輸出も1~3月は減ったがその後減っているという感じではないので、確たる証拠はないが従来こういうパターンになる時は大体輸出の船積みの関係で若干一時的に落ちたということではないかと思っている。そうした中であって、これまでずっと生産・出荷が大きく減少してきた電気機械については生産が-0.2%、出荷が+1.0%ということで、少し良いように見える。例えば出荷などはこれまで-2.8%、-3.1%、-2.8%、-8.3%ときた後の+1.0%なので若干良くはみえる。それからさらに予測指数をみても確かに5月の実現率はマイナスだが6月の予測修正率がプラスで、一見少しこれまでの下げ方と比べると下げ方が小さくなっているようにも見える。ただこれは毎月のように実現率が下振れる癖があるのであまりこれを信じる訳にもいかないところもあるし、在庫のところをみてもやはり輸送機械の在庫が今月も増えているので、まだ少し電気機械について流れが変わったとは考え難いと思っている。また、出荷は5月横這い、在庫は+0.8%の微増であったが、財別の出荷・在庫バランスのところを極く簡単にみておくと、基本的にはあまり変化していないと思っている。見かけ上は資本財のところは今月出荷が増えたので少しいい感じになっているように見えるが、これは先月非常に大きく落ちた後の反動なのでそれ程大きな変化ではないと思っている。それから恐らく在庫循環の絵を描くと、耐久消費財が今月少し悪くなったように見えると思うが、これは先程申し上げた車の動きなのでこれも多分一時的なものである可能性が高い。従って出荷・在庫バランスのところにも大きな変化はないと思っている。毎月毎月の数字としては、比較的小さな数字なので目立った動きではないが、少し気になるのは

鉄鋼、あるいは紙、窯業など素材関係が、今月特に出荷が落ちたとか在庫が増えたとかという感じではないが、減産を続けてきているので、前年比で見ると段々マイナス方向になってきているという感じが少し出ているかなというところである。生産指数についてのファースト・インプレッションとしてはそんなところである。私からは以上である。

速水議長

ご質問ございましたらどうぞ。

田谷委員

先程第3次産業活動指数の4月の数字が少し大きく下がって、二つ理由があるとの説明だったようだが。

早川調査統計局長

二つの理由はだぶっている可能性がある。一つは1~3月が非常に大きかった反動。それからもう一つは業種別に見てとにかく通信が4月、もの凄く大きなマイナスになって、もちろん1~3月が高かったところにも通信は暴れているので、二つではなくて一つの理由かもしれないが、そういうことである。携帯の新規加入件数なんかを採用しているので、例の503iとかの新発売とかいうとどーんと増えるし、その後はどーんと落ちるみたいなことが少しあって、単月では随分暴れる。

三木委員

問題の鉱工業生産統計、これは早川調査統計局長の説明でいくと、1~3月と4~6月、5月までだが、その辺をよく見ていると今のところほとんどあまり変わっていない。先月あるいは前回と今を比べて、変わっていないという表現だが。

早川調査統計局長

敢えて申し上げますと従来はどちらかというと1~3月ほどは減らないだろうと思っていたが、ほぼ等速になっている。

三木委員

変わっていないということだが、要するに等速で落ちてくるということでしょ。

早川調査統計局長

然り。

三木委員

そこだけ確認したかった。しかも6月以降を見た時は、その辺はどう動くのか。

早川調査統計局長

今のところは予測指数としては先程申し上げたとおり6月+0.3%、7月-0.1%ということなので、一応この数字でみると横這い圏内の数字が出てきてはいる。ただ、その点についてはこれまでも何回か下方修正が起っているの、特に先程申し上げた電機辺りでマイナス幅が縮んでくるのであればそういうこともあり得ると思うが、そのところはよく分からないので、本当に縮んでくるのかどうかというところまでは自信を持って申し上げられる段階にはない。

三木委員

やはり在庫調整の動きがある。これが大きく効くからやはり等速まではいかないにしても、落ちる方向というのは否めないかもしれない。

早川調査統計局長

それは先程少し申し上げたように素材関係も、生産がじわじわと下がっているような傾向があるので、そういうのが少しずつ効いてくる。何か月か溜まると効いてくるという感じはあると思う。それから、すみません、先程の携帯はどうも新規加入ではなくて売上高でとっているようだが、それでもやはり振れている。

速水議長

宜しいか。それでは次に移る。次は企画室から最近の金融環境について増淵理事と雨宮企画室参事役に願います。

4. 金融環境に関する報告（資料-6）

雨宮企画室参事役

金融環境の現状評価だが、実は前回会合以降金融環境関係で新たに公表された資料は限られているというよりないという方が正確である。そこで前回からのフォローアップ二点、まずマネタリーベースが相当伸びるのではないかということを上申したが、それが予想以上に足許伸びているのでそのフォローアップが一点ともう一点は前回、前日に発表された企業倒産の数字を口頭で申し上げて、季節調整をさっとやってみたところ基調はあまり変わっていないのではないのかということを上申したので、そのフォローアップということだけをさせて頂く。マネー関連指標の中でマネタリーベースをみると、6月までの平残が7.0%という高い伸びになっている。この中身を見ると、銀行券の発行高の前年比が8.3%と予想よりやや高めの数字になっている。この背景だが郵貯の大量満期のいわばピークを7月に控えていて郵貯の手許の積み増しと、それと郵貯からほかの金融資産に流れ出る時の滞留分の現金といったような要因が積み上げに寄与していることであろうと思われる。因みに私のところの試算では、6月はさらに上がって7.5%位でできあがるだろうと見ている。取り敢えずこの経済的インプリケーションはおいておき、この先のマネタリーベースの動

きの注目点だけ申し上げておくと、一つは銀行券の動きだがまず郵貯要因という意味ではこの後8月位から段々減衰していきだろと思う。一方で、これだけ金利が低下しているが故の機会費用の要因もこの背景に隠れて効いているはずなので、一応私共は今のところ銀行券の伸びの実力ベースラインは大体5、6%だろうと見ているが、機会費用要因がどの程度強く残るかということが一つある。後もう一つは日銀当座預金の要因だが、6月の数字を見ると、実は6月の段階までまだ前年比は-2.3%とマイナスである。これは去年のこの頃は、ゼロ金利解除予想でむしろ金利がやや強含みなのを大量の資金供給で抑えたということもあって、実は当座預金の金額は5兆2千億円位あったということでマイナスになっている。これが8月、9月とむしろ4兆円に減っているの、今の5兆円ということ的前提とすると寄与度で1.5%位マネタリーベースを引き上げる要因になる。この両方の要因のプラス・マイナスの強弱の具合ということだと思いが、両方ざっと考えてみても比較的高めの伸びが秋口までは続くともみておいていいのではないかとみている。それが一点目のフォローアップである。

二点目のフォローアップは倒産だが、この前申し上げたように、5月の数字は1,664件、前年比9.4%とこのところほぼ倒産件数は前年並みが続いて、一見前年比のプラスが大きくなっている。ただ、もう一度計算し直してご報告したとおり、季調済みでは1,598件ということでまあこの半年、1年位の1,500件から1,600件という動きと今のところ大きく変わっていないかなという感じである。ただその下で特別保証制度関連の倒産というのは5月に初めて400件に伸びており、やはりじわじわとこちらは増えているという印象がある。それから業種別内訳で、ここもなかなか長いトレンドでは見難いが、足許の動きだけをみるとやはり建設業の倒産件数が幾分増加しているという印象がある。一点だけ予告的に申し上げておくと、前回金融環境の変化ということで四点申し上げた。四点目で企業金融、資金繰り貸出態度判断DIの動きが二極分化的にミックスだということを示し上げた。実は昨日商工中金の調査が出て、ミックスの方のやや気になる方、中小企業等の資金繰りが若干やはり悪化の程度を強めているとい

うような数字が出始めている。ここはまた来週の短観で大企業、中堅、中小全体像が分かったところで次回の決定会合でご報告申し上げたいと考えている。大変簡単だが以上である。

速水議長

ご質問ございましたらどうぞ。

それでは執行部の報告はこれで終わりたいと思う。委員方のご討議の前に少し休憩を取らせて頂く。50分から再開する。

(午前10時41分中断、午前10時51分再開)

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは、後半に入りたいと思う。ただ今までの報告等を踏まえて政策委員会としての検討を行なって参りたいと思う。本日は、今月2回目の会合であるので、前回会合での経済情勢の判断、すなわち、景気は輸出の落ち込みを主因に生産の大幅な減少が続くなど調整が深まりつつあるということ、当面生産面を中心に調整を続ける可能性が高いといった判断に変更すべき点があるかどうかを中心に討議したいと思う。討議の形式は金融経済情勢に関する見解と当面の金融政策運営に関わる見解とを合わせてお一人5分程度を目途にしてご発言頂きたいと思う。本日はまず、山口副総裁から願います。

山口副総裁

今、議長がご紹介された前回の経済判断を裏書きするような数字が、輸出、生産について出てきていると思うが、生産は何分出たばかりであるので、来週の短観や明日発表される色々な経済指標と合わせてまた改めて評価したいと思う。その後、マーケットの中でも大きなシフトというのは起

きていないと思うので、我々の経済展望にとって大事な他の二つのことについて簡単にコメントしたいと思う。

その第一は米国の経済情勢で、4月の「展望とリスク評価」の中では、米国経済は今年後半に緩やかな回復に向かうであろうという想定をしていた訳であるが、今年前半がほぼ終わって、まだ米国経済に回復の兆しが残念ながら出ていないと思う。昨日のFOMCの発表文の中でリスクの評価をしている部分があるが、economic weakness in the foreseeable future、つまり、予見できる将来に関する限り弱さが続くという表現がしてある。このforeseeable futureというのが一体どれ位先のことまで言っているのかよく分からない訳であるけれども、こういう表現からみても明確に回復の時期が後にずれ込みつつあるということではないかと思う。さっき国際局長が大変詳細な報告をしてくれて私はほとんど違和感がない。オールドエコノミーは金利の低下によってかなり持ち堪えていると思うけれども、ニューエコノミーの方は金利の低下でもともとサポートできない性格のものだと思う。現在、そちらを中心に弱さが持続している訳であるが、もともとニューエコノミーの拡大自身が将来の予想収益によって支えられていた訳で、その期待が一旦縮小し始めると一体どこでボトムを打つということになるのかまだ未経験の事態なので、今後の動きは結局は予想できないということになるのではないかと思う。従って、日本の輸出を通じて、あるいは資本市場を通ずる影響などを含めて、暫くは米国発のマイナスの影響が続くのではないかというふうに思う。

もう一点コメントしたいのは、政府の方でいわゆる「骨太の方針」をお決めになられ、特にその中の財政再建に向けての方針がマクロ経済にどのようなインパクトを持つかという部分についてである。政府の基本方針の中では、今後中期的な目標作成に向けて作業をしていく、その目標に関してはマクロ経済情勢にも注意を払いながらフレキシブルに実行していくというような趣旨のことが謳われていると思う。そういう方針は、私は非常に適切な政策姿勢であると思うし、もし中期的な展望が国民からクレディブルなものだというふうに受け止められれば、それは国民のコンフィデン

ス、将来に向けてのコンフィデンスに良い影響が及ぶ筋合いのものだと思う。しかし、そういう段階に到達するまでにまだかなり時間が掛かるということも間違いのないところで、これはつまり、中期の話として非常に重要な部分だというふうに受け止められる。短期ではどうかということになると、差し当たり来年度の財政赤字を 30 兆円以内に抑えるという方針があり、これがどれ位、今年度後半から来年度に向けて経済に対して緊縮的な影響を与える可能性があるのかということが一つの関心事である。先に財務省が国会に提出した財政の中期展望ということベースラインに考えると、歳出のカット幅が 3 兆円程度とかなり大きなものになり、当然、ミクロ的には痛みが伴うことになっていくと思うが、しかし今年度の財政赤字、国債発行額が 28 兆円強になっており、これと比べるということであれば、マクロ的には中央財政から貯蓄投資バランスを通じて一層緊縮的な影響が及んでいくというふうには必ずしもならない訳である。実際に来年度予算の骨格を作っていく場合、技術的にどの程度やりくりの余地があるのかとか、歳出の中身のリシャッフルというのがどれ位行なわれるのかによって、具体的なマクロ経済的な影響というのは変わってくると思われる。したがって、平成 14 年度予算の骨格ができあがっていく中で改めてこの点は判断するほかないと思っている。以上のことを纏めると、全体として 4 月時点で我々が採択したリスク評価を若干リスク度が増している方向に、若干厳しめに考えるのが適当であろうと思うが、それが如何ほどの変化と考えるべきかということは、冒頭申し上げたその他の指標と合わせて考えてみたいと思う。当面の政策は現状維持でいいと思っている。もし、金融市場が今朝の金融市場局長の報告にあったように時として引き締め傾向を示すというような場合には、5 兆円の当座預金供給の範囲の中で極力弾力的に資金を供給していくのは当然であると思う。以上である。

速水議長

それでは次、藤原副総裁お願いする。

藤原副総裁

前回の会合から8営業日しか経っていないので情報も少なく、実体経済面でも金融面でもさして大きな変化はみられないと思う。従って当面の金融政策運営については、現状維持でいいと思う。ちょっとだけコメントさせて頂くと、経済物価の将来展望とリスク評価、いわゆる展望レポートに即してチェックしていくという作業を始めて久しく、段々定着してきつつあると思うが、前回の展望レポートから2か月経過した。この展望レポートの標準シナリオとリスク項目に照らして情勢を点検してみると、経済の現状は、大変足取りが厳しいと思うが、目下のところ例の標準シナリオで想定したパスを著しく逸脱するものではないと判断している。ポイントは企業収益の減速や設備投資の調整がどの程度深まっているかという点だが、この辺りは7月の短観も含めて注意深く見ていきたい。リスク評価の各項目のうち、注目すべきは、山口副総裁と同じだが、構造調整とアメリカの景気だと思う。構造調整に関するこの間の大きな動きは政府がいわゆる「骨太の方針」を決定されたことである。この3月の政策決定時から、私たちは構造改革の必要性を強く訴えてきた訳であり、そういう意味で、今回の政府のご決定は高く評価したいと思う。ただ、それが経済全体に及ぼす影響については、もう少し具体策の進展を待って見比べる必要があるかと思う。世の中では、どうも構造調整というとすぐ、そのデフレ効果の側面だけに関心が集まりがちであるけれども、私はやりようによっては金融市場、マーケットの好反応や企業、家計のコンフィデンスの改善といった形で短期的なプラス効果もある程度期待できるとも考えている。第二番目のリスク項目、アメリカの景気や世界的なIT需要の動向という点であるが、この点についても、はっきりとした見通しを出せるような状況に至っていないということは、縷々先程ご議論があったとおりである。昨日のFRBの決定を含めて一連のアメリカにおける利下げや今後の減税などの措置がいわゆるオールドエコノミー部門をどの程度支え得るか、その間ニューエコノミー部門の調整がどの程度進むか、山口副総裁から詳細な言及があったが、今後とも私も注意深くみていくべき点だと考える。以上

である。

速水議長

ありがとうございました。では次、須田委員お願いします。

須田委員

私の金融経済情勢についての現状認識は、前回の会合から変化していない。従って、金融政策運営方針は現状維持が適当であると考えている。前回の会合で、私は、経済主体が積極的にリスクをとるようになってこそ金融緩和の効果が発揮され、そのために小泉政権の構造改革に大いに期待していると発言した。今回は人々がどのような形でリスクをとり得るのか、またそれがどのような効果を持ち得るのかについて、私の問題意識を述べさせて頂く。現在の政策運営のもとで、潜在的にはかなり過剰な流動性が供給されている。従って、仮に経済主体がリスクテイクを積極化し始めると過剰流動性が顕現化し、経済主体の投資行動を十分に刺激する。一口に経済主体のリスクテイクと言っても、リスクの性格は多様である。私は現時点で最も蓋然性が高い投資対象は期待収益率の高さから見て、外貨資産ではないかと思っている。ところが、現在、国内の機関投資家は外貨資産への投資に慎重な姿勢を崩していない。この背景には、二つの要因が考えられる。

第一にリスク許容度の低下がある。彼等はバブルの崩壊後、リスク許容度が低下する中で内外の期待収益率格差を見るよりも自らのリスク許容度次第で外貨投資のスタンスを変化させている。そのため、結構、海外の投資家と違うような動きをしているというところがある。第二に、日本の機関投資家は、円高リスクに対して根強い懸念を持っている。この懸念というのは理解できない訳ではない。過去、円高局面で多額の為替差損を被ってきたし、また購買力平価説の立場に立つと、長期的には内外インフレ率格差を反映して円高方向で推移すると予想できる。また、米国経済の先行き懸念とか経常収支黒字要因もある。また、現在、海外の機関投資家

の投資スタンスを見てもかなり慎重化しているために、その円キャリー取引が活発化するという兆しもない。しかし、私は、日本の経済主体が当分の間、事実上のゼロ金利政策が続くという予想を強めれば、リスクテイク姿勢を積極化させ始めるのではないかと、喩えて言えば、ゼロ金利の息苦しさに耐え兼ねて窓を開けて高い収益率を求めてマネーを海外にも投資し始めるのではないかと考えている。仮に国内のマネーが動き始めれば、その結果円安が進む可能性は高いと考えている。そしてその効果として三点指摘したいと思う。

第一に、円安は物価の対前年比を引き上げる方向に作用する。第二に世界的に貿易が低調になる中で、円安となっても輸出の増大には多くを期待できない。つまり、外需主導の景気回復は無理であると思う。ただ、円安は輸出企業を中心に企業収益を支えるのではないかと考える。第三に、私はこれが特に重要であると考えているが、ある程度円安が進むと外国資本の進出を促す可能性が高いと考えている。先日、政府が示した「基本方針」が実現し、構造改革が進めば、日本の企業や不動産の投資価値は高まるはずである。さらに円安となれば、海外投資家にとって、日本の資産は一段と割安になる。従って外国資本の進出がかなり増加すると期待できる。外国資本の進出がもたらす競争促進効果や新しいマネージメント手法の導入による経営革新効果というのは、市場の活性化、ひいては日本企業の競争力向上を図るために極めて重要なファクターであると思う。外資の進出はいわば企業家精神の輸入でもあり、それが一国の産業を活性化させた例は幾つもある。ということで、現在の金融政策運営の下では、為替レートは円安誘導によるのではなく、自然体で当分の間、円安方向に向かう可能性が高いと考えている。以前、山口副総裁も指摘されたが、こうした自然の流れに逆行するような発言、あるいは、円のトークアップを図ろうとしているといった誤解を招くような発言は、金融政策の効果が発揮される道の一つを閉ざすことになりかねない。日銀も政府もこうした発言を慎むべきであると改めて強く思っている。

最後に最近、市場関係者と意見交換しながら思うのだが、より一層の金

融緩和政策を求める議論では、ベースマネーの増加がどのようなチャネルを通じて実体経済活動を刺激するのかについて必ずしも積極的な説明がある訳ではないように思う。むしろ、日銀が一段と緩和する姿勢を鮮明にするというアナウンスメント効果がインフレ期待に働き掛けるというような漠然とした考えを持っているように思う。あるいはこのように要求するのは、当面日銀が引締め方向に反転しないということを確認したいからだというような意見も聞く。これらの意見を聞くと、過去の政策運営が内外の市場関係者からどのように評価されているかが現在の政策運営に対する信認に大きく影響すると痛感している。今後金融政策を変更する時はその理由とそれがもたらすであろう効果をはっきりと説明できるようにし、市場の信認を裏切らないようにしなければと思っている。以上である。

速水議長

ありがとうございました。田谷委員お願いします。

田谷委員

経済情勢については、内外ともよりダウンサイド・リスクに注意が必要になってきたように思う。4月の展望レポートを出した時点では、幾つかのリスクについて、それぞれ、アップサイドとダウンサイドを想定したが、特に米国をはじめとする海外経済とIT関連分野の動向についてアップサイド・リスクが低下する一方、ダウンサイド・リスクが高まってきたように思う。この点では、山口副総裁、藤原副総裁と同じような認識である。ただ、これまでのところそうしたリスクの顕現化はグラジュアルであったように思うし、想定範囲内であると思う。ところが、現在の政策フレームワークの下でこうしたグラジュアルなダウンサイド・リスクの顕現化がさらに進み、しかもそのプロセスがかなりの期間続きそうになった場合、これにどう対処するかは、かなりの難しさを孕むものと思う。結局のところ、対応のあり方は、今後の経済、物価情勢次第である。その関連で日米経済に触れた後、金融資本市場の動きについても若干触れてみたいと思う。

まず、米国経済だが、調整が長引きそうである。情報通信分野の在庫、生産、設備投資の調整が続いている。半導体価格もまだ下げ止まらない。家計支出はまだ底固い動きをしているし、来月以降の減税効果が期待されるが、エネルギー価格の上昇や4月以降の雇用調整の影響が懸念される。6月に入ってから新規失業保険申請件数が増加傾向にあるようである。こうした状況を背景に昨日の利下げが行なわれたものと思うし、直前まで一部で0.5%の引き下げの思惑も強まっていたものと思われる。国内経済に関連して、経済財政諮問会議の基本方針が閣議決定され抜本的な構造改革への期待が高まりつつある。金融機関の不良債権処理については、整理回収機構の機能拡充なども利用して現在既に明らかになっている破綻懸念先以下の不良債権が、今後2、3年で最終処理されることになりそうである。こうした想定の下では、短期的デフレ圧力は限定的とも考えられるが、実際の処理の進み具合や既往の自己査定や引当ての見直しの有り様によってはデフレ圧力が大きくなることも考えられる。財政に関連しては今のところ特に根拠がある訳ではないが、最近の公共投資に対する見方の変化などから地方単独事業が実際にはかなり減少するのではないかと心配している。実際の統計データは今のところ個人消費その他に変調の兆候は見られないように思う。最後に、最近の金融資本市場の動きとの関連では、毎回申し上げるようだが緩和効果がさらに浸透してきているようである。中長期金利がさらに下がった。これには一部構造改革進展の期待も影響していると思われる。株式市場でも金融緩和が資金繰り悪化懸念の後退や流動性相場の思惑を強めることで中低位株のパフォーマンスの良さに結び付いてきたとの見方があるが、私自身もそのような感じを持っている。社債、CP市場などでのリスクテイク活動は続いているし、外国の債券への投資も活発化の動きがあるように思う。足許ターム物金利が若干上がるなどの動きがあるが、新しい金融政策フレームワークの下での均衡レートの模索過程で起る一つの現象だろうと思う。そのほか貸出金利の低下を含め個人的には金融緩和は当初の想定以上の規模と広がりをもってきているように思う。結論としては現在の政策を維持することが適切と思う。以上

である。

速水議長

植田委員お願いします。

植田委員

注目点の一つであるアメリカ経済、あるいは世界的なIT関連分野の動きについては既に色々議論があったとおりで、それ以上の情報は私も持っていないので不確実性が高いということだけ申し上げておきたいと思う。そのうえで国内経済については皆さんお触れになった4月に作ったリスク評価、あるいは我々がその時作った見通しと比べると、もう一回作れと言われると恐らく現時点で作れば設備投資辺りを中心に若干の下方修正ということになるのだろうと思うが、これは5月以降継続的にチェックしてきた点であって、ここ2週間、前回の会合以降大きく判断を変えたということではないと思う。ただ今朝方出た生産等を見ると、一つは在庫調整が厳しくなっている、あるいはもう一つ設備投資が伸びていたのがフラットになりつつあるということの影響を見て取れるような気がしたが、これらがどういうふうな広がり、持続性をもっていくかということを見たいと思う。少なくとも夏以降、7~9月期位まで製造業は良くてもフラットか若干の低下位の傾向を続けそうだという気配になっているし、9月に出るであろう第2四半期のGDPも悪いということは見えているので、むしろそういうことよりもそれ以降、秋以降の情勢についての我々の見方はどうなるのかということに今後の金融政策判断は依存していくのだと思う。そのうえで今回は現状維持で宜しいかと思う。最後にやや違う点で二つだけ付け加えておきたいと思う。もう少し構造的な話だが、一つは賃金の動きである。暫く前まで賃金と労働生産性の中にギャップがあるのではないかと、前者の方が少し高めに伸びているという問題意識を我々は持っていたかと思う。先日届いた調査統計局の興味深いレポートで、両者のギャップがそこそこ縮まりつつあるという結果が出ている。これは非常

に興味深く読んだ。そのインプリケーションだが、今後利潤を上げなくてはいけない、あるいは過去の不均衡の調整圧力としての賃金抑制圧力が弱まるとみるのか、あるいは利潤率自体はまだ国際的に見てかなり低い水準にあるので、引き続き賃金抑制圧力が続くのかという点に、私は興味を持って今後考えてみたいと思っているし、何かあったら教えて頂きたいと思う。最後に皆さんお触れになった構造改革関連の話だが、ややあまのじゃく的なことを申し上げてみたいと思うが、よく構造改革は非常にデフレ的であると言われるが、本当にそうかどうかは分からないと思う。例えば規制緩和、社会資本整備等の動きがある。もちろん色々なデフレ効果があることは分かるが、政府の「骨太の方針」のレポートをみてもこれは民間の潜在的な消費や投資を顕在化させる努力であるというような書き方をされている。これだけ見るとプラスだけという見方もできるが、一般に規制緩和等で投資の期待収益率が高まるということが起こると、どれ位時間がかかるか分からないが、あるところから先、投資が増えあるいは将来の所得上昇を織り込んで消費は増大するというようなことは十分期待できる訳である。株式市場を間に入れればもっと分かりやすい。それから不良債権処理についても、整理される借り手中心にマイナスの圧力が掛かる訳であるが、基本的にはこれが進めば単に机上の空論かもしれないが借り手、そして貸し手双方に新規プロジェクトへの投資意欲が高まるという効果が期待できるし、またマーケットによる好意的な評価等のプラスもあるという点も見逃せないのだと思う。こういう中でデフレ、デフレ圧力という言葉が強調されている点は、一つは改革の注目が、あるいは焦点が財政再建というところに集中しつつあるということがあるかと思う。これは山口副総裁もお触れになったが、ただこれも議論のための議論をすれば、将来支出カットを中心に財政再建を進めるというクレディブルなプランがアナウンスされれば、家計が合理的であれば現在の消費にもプラスであるという議論もできなくもない訳である。また年金を含めた社会保障制度についても、持続可能で安心できる制度に向けてという文言が織り込まれていて、これも消費にプラスの効果がないとは言えないと思う。常識的にはそ

ういう良い話は少し時間が掛かって出てくるのに対して、短期的にはマイナスが多いということになるのだと思うが、本当にそうかどうか、あるいはそれを見極めるためにどういう具体的な方向に構造改革が近い将来向くのかという辺りを見守るとともに、その影響についての判断をきちんと今後も続けていきたいと思う。以上である。

速水議長

それでは次に、中原伸之委員をお願いします。

中原伸之委員

結論的に申し上げますと、4月の景気動向指数の確報が出て、それを元にその他の指標を見る限り景気の後退が進行中である。4～6月期のGDPはマイナスの可能性が高いといった中で、世界貿易が急激に収縮していて日本に対する影響も高まり、そういった中でアメリカの動向はこれまでも何回も申し上げたが、この2、3か月が非常に重要なところでどちらにいくかということが判断できていると思っている。それでは国内についてまず気になっていることを申し上げますと、一つは4月の全産業活動指数が第三次産業と一緒に発表されたが、この全産業活動指数が99年2月以来の年率で-0.3%である。99年2月は直近の谷であるが、年率でそれ以来のマイナスになったということは大変に気になる場所である。それから設備投資はさらに大きな調整に見舞われると思う。輸出については、世界貿易を見ると、2000年が+12.8%で伸びたが今年の伸びの予想は+4.3%で、-8.5%落ちる。この落ち幅は実はこれまでの史上最高で、94年が6.1%から95年の-2.2%に落ちて、その時には-8.3%の落ちであったが、それを上回る非常に大きな下落になるだろうと予想している。これが世界の景気の後退に繋がる可能性が非常に強い。二つあって、一つはアメリカ以外の国では内需のサポートがほとんどない。そして2000年央に至る5年間というのはアメリカ中心の成長であったということが明らかである。第二は世界貿易の世界GDPに占める比率が上がってきて、1970年代の約2

倍の、ほとんど 25%に達するという数字である。従って非常にトレード・ディペンデントになっている。恐らく今年はグローバリゼーション時代の最初の景気後退になるのではないかと私は思っている。それが日本にどういった影響を与えるかということについて若干申し上げますと、一つはエレクトロニクス、精密機械といった日本の価格競争力の強い分野を直撃することによって、輸出数量が 2001 年の年頭から数か月間前年割れをしていることはご承知のとおりである。例えば 5 月について 3 か月移動平均でみると、年率でアジア向けが -5.8%、アメリカ向けが -15.3%、欧州向けが -11.4%ということなので、全て大幅に減少している。そういった中で一つ問題なのは、交易条件が急激に悪化していることである。交易条件のグラフを作ると、80 年代の後半にピークをつけて、90 年の 11 月湾岸戦争の真っ最中に原油価格が暴騰して 40 ドルになったが、あの時に 90 年 11 月が 82.9 とボトムをつけて、それから上がってきて 94 年の 1 月が 105.6、それからずっと下がってきた。最近については、99 年 3 月に 99.4 というピークをつけたが、その後まっさかさまに下がってきて今年の 12 月に 82.7 となり、湾岸戦争の時のボトムを割ってしまった。その後、若干戻って今年の 5 月の 84.2 ということなので、交易条件が非常に悪化していることは憂慮すべきことである。そういった中で恐らく輸入の大幅な増加傾向が続くのではないかと。GDP は減っているが輸入が増えるというような図式になっていて、これが恐らく続くのではないかと思う。それから特にリテール分野において新たなビジネスチャンスがある訳である。それについてはアジア諸国を利用して、国内チャネルを供給するためのサプライチェーンが出てくる。消費行動が非常に大きく変化していて、それに合わせてサプライの方も変わってきていて、衣料品の購買額は 10 年前に比べると家計調査の全所帯で -2%、食料品も -2%ということなので下がってきている。そういった低下の傾向を IT 革命が助けている。恐らく 90 年代の全般には厳しい景気後退を受けて低価格志向が強まり、輸入増大が起ったが、恐らく先行きも再び低価格志向というものが強まると思うので、2002 年の日本は世界経済がたとえ回復しても外需が日本経済を大きく支える、あるいは

はプラスに寄与するという事は私は疑問に思っている。これは前から何回も申し上げてきたことである。

アメリカについては色々ミックスしているが、民間の設備投資については、反転は起っていない。それから雇用の見通しは良くない。成長についてみると、業種別でITセクターとリテールの一部がリセッションに入っていると判断される。地域別には、カリフォルニアとテキサスが景気後退に入っていると思う。そういった中で、先程も平野国際局長からご紹介があったが、前にFedにいた人がグリーン스パンのアイデアを受けて、3年に一度出るサーベイ・オブ・コンシューマー・ファイナンスというのと、それから四半期に一度出るフロー・オブ・ファンズ・アカウントを使って、資産効果の分析をした。結論は株価の値上がりから最も利益を受けたグループは所属の分布のうち、上位20%である。そして消費部分の全てはこの上位20%が占めているということがはっきりしている。1992年から2000年までをとると、貯蓄全体が2千億ドル減っているが、そのうちで上位20%の減り分が2,400億ドルである。これは、2000年の家計支出の7.5%分にあたっており、均してみると年平均1%消費が増えたということになる。それから下位80%は逆に4千億ドル貯蓄が増えている。この結果、貯蓄率は全体としては92年の5.9%から2000年には1.3%へと、つまり4.6%減少した訳だが、上位20%は8.5%から-2.1%ということまで-10.6%減少した。伸び率ベースの貯蓄率の減り方の-4.6%に対して、上位20%の寄与率が-4.6%となっており、この層がほとんど全部寄与しているということである。一方、それに対して消費者の支出は上位20%が42.5%から45.8%へと3.3%増えた。また可処分所得に対する純資産の比率もトータルでは468.6%から612.7%まで144.1%増えているが、その内の寄与率は上位20%が105.7%と、ほとんどこれが占めているということで、昨年の消費とGDPの数字の落ち込みの原因はこの上位20%にある。従ってこれがどうなるかということは問題であるが、前回お話ししたが、家計の純金融資産は第4四半期も第1四半期も引き続き減少しているので非常に問題が大きいと思っている。時間がないので一応この辺で止

めさせて頂く。

速水議長

政策についてもご意見をどうぞ。

中原伸之委員

政策については、恐らくアメリカの行く末が分かるまで非常に注視しているが、現在のところは現状のままで結構である。

速水議長

それでは次、三木委員お願いします。

三木委員

それではまず景気の総括感であるが、景気は依然後戻り状態を続けている。7～9月に向けてなお下落する見通しが濃厚ということだと思う。前回会合以降目立った変化はないが、今日は改めて浮き彫りになってきた問題点だけをちょっと整理したいと思っている。

一つは建設事業の地域格差という問題である。急激な落ち込みを示している建設需要については、ここにきて地域格差が非常に激しくなっているということである。ビジネスの一極集中化が目立ってそれが建設需要にも反映されているということだろうと思っているが、第一に本州ではやはり首都圏一極集中という動きになっており、例えば大阪では企業も人も東京へという動きが今どんどん進んでいる。この間も大阪に行ってきたが、ビル建築のクレーンはあの広い都市の中で一本も立っていないという現実がある。首都圏では再開発による約60棟の高層ビル建築が依然として続いているということ、ここら辺が一つある。それから第二に地方をみると、北海道では札幌、九州では福岡というやはり主要拠点に一極集中する動きが目立っているということである。この辺が一つの浮き彫りになってきた特徴点として今出ていることだろう。

それから二番目の問題はITであるが、その中で特に携帯電話の需要の落ち込みは予想以上のインパクトで日本の電機産業を直撃しているということである。特に世界的な携帯需要の落ち込みは、ヨーロッパから始まったと思う。この携帯電話需要はここにきて急速に踊り場感を強めているということで、昨年後半以降の世界需要の予測見直し、これは年ベースであるが、これが5億台位から始まって4億台に急速に下方修正され、今は4億台を割って3億9千万台とかこんな数字まで出てきているという状況である。この結果、急激な需要拡大を見越して増設した設備投資に過剰感が一挙に強まっている。過剰在庫が発生してさらなる値崩れを招いて生産調整の動きが本格化しているということである。携帯電話は裾野の広い部品業界を抱えているということが非常に大きな特徴で、しかもそれがグローバルということであるが故に、各段階での過剰が相乗効果を生んで下落の影響を大きくしている。携帯電話に内蔵されているマイクロホンだとかスピーカーだとか液晶表示画面など、こういう内蔵部品のほとんどが日本製であるので、部品業界への波及が大きいということである。ただ、まだ右肩上がりのこの業界ではあるが、先行きの需要回復はやはり第三世代の普及次第ということだと思うが、これが今は先送りの感が強くて少なくとも年内は難しいかなと思っている。

それから三番目、個人消費の問題であるが、個人消費はやはり消費構造変化、二極分化の中で引き続き平時の状態、普通の時だということであるが、自動車販売はまずまずだし家電もリサイクル法の駆け込み需要の反動ということで凹凸が出たが均せば前年並みの販売量は確保ということである。先行きにかけての問題の第一はやはり個人消費の前提となる雇用・所得環境に、これも当然予測されることであるが、本年下期以降翳りが生じないかという点がまず第一。今年の夏のボーナスは、いずれにしても企業は前年業績を前提にいわば後追いでボーナスというのは今決めているから、これはもう間違いなく増えていると期待できる。しかし、この冬からこれはもう間違いなく落ちる公算が大きいと思っている。第二の問題はやはり先行き不安だろうと思う。構造改革、不良債権問題の進展、これは

今申し上げたような雇用・所得環境の悪化というマイナス面、それと逆に経済再生による家計のマインド回復というプラス面、この両方を併せ持っている訳であるから、そういう中で家計のマインドの変化がどう動くかということが一つのポイントかなと思っている。

四番目は在庫調整の長期化の問題である。鉄鋼、電気機械、石油化学、紙・パ等の在庫は依然高水準である。各社とも売上・収益の大幅減少を避け、そしてキャッシュ・フローをキープするというでなかなか大胆な減産に踏み込めないのがまだこの6月までの動きである。ただ、この各段階で今もう既に物理的に在庫を持つ限界にきている。であるから否応無しに減産せざるを得ない局面になってきたということが言えると思っている。一つの例であるが、大阪の鉄鋼埠頭という鉄鋼メーカーの材料がいっぱい入る倉庫があるが、その倉庫にある日一日ある男を立たせてみたら何万トンという在庫を持っているが、トラックはたった三台しか入ってこなかったそうである。全然荷動きがないからもう満杯になってしまっていることを反映したものである。であるからこれはもう物理的にこれ以上は入らないということになれば、否応無しに減産せざるを得ないという局面になるから、今はその局面にやっとなったということなので、やはり在庫調整というのは相当長期化するなということ念頭に置かざるを得ないと思っている。

それから五番目の問題は海外シフトである。IT関連を含めて電機等では海外生産シフトをさらに進める傾向にあって、水平分業の結果、折角消費需要はある程度平時の状態だということであるが、国内生産にはなかなか結び付かないという点である。特に生産の現場では最近の中国へのシフトのスピード、これが中国の品質競争力がついてきたということもあって非常に強まっているという点である。この辺が非常に大きなポイントとして彼達の中で意識されているということである。ある電機メーカーによると最先端のオーディオ、デバイス部品までも中国で造ろうとしている。本来、そういった最先端技術というのは、日本の企業は絶対外には出さないのだが、そういった動きまでが出てくる位に中国へのシフトというのがこ

れから進んで行くという点、これがやはり日本経済は必然的に構造改革をやらざるを得ないということに繋がると思う。

それから次の問題は、企業収益であるが、来月出る6月短観のポイントの一つは企業収益である。3月短観では、上期減益、下期回復で、通期は幅は縮まるけれども増益の姿ということであった。ただ、この時点では、既に下期期待の姿は下振れリスクが大きいと我々は見えていた訳であるが、今度の短観ではこれがどのような姿になるか、ここをよく確認しておかないと間違えるということである。上期は現実の姿としては大幅に採算は悪化しており、下期回復期待の下振れの大きさがどの程度になるかという点、これを実体経済の動きからみてよく確認する必要があるだろうと思う。

最後に金融政策であるが、やはり何回も申し上げたが、わが国経済は民間、つまり企業、銀行こういった民間と、財政、それから我々の金融であるが、この合わせ技でやはり不良債権処理、構造改革、そして景気の回復へと進む、その道をやっこの小泉内閣のリードで今歩き出したばかりであると思う。やはり基本は実体経済を担う企業、家計、この自助努力であるが、やはり政府の役割というのは、中長期的に見た場合の財政なり経済なり、それから社会保障こういったもののスケッチを明示することだと思う。それがやっこの今回の内閣の中で少しずつ出てきていると思う。これがやはり一つの中長期的に大事なことだろう。それからもう一つ、次の問題としては、景気の回復ということが最後の目標である訳だから、それを考えると政府の役割というものは、環境整備に尽きると思う。一番大事なのは、規制緩和と通常言われているが、それもあるが、私はやはり税制も大きいと思う。残念ながら今回の対策の中には、この税制の問題があまり言われてないが、この税制というものは非常に大きいのではないかと私は思う。それから、当然のことながら財政出動であるが、これはむしろ乗数効果のある財政出動ということに徹してやっていくということだろうと思う。こういったことがやはり政府の役割だと思う。そういう中で金融政策というのはやはり環境整備、すなわち金融の流動性の面でキープしていく、その都度経済というのは動く訳であるから、それに応じて機動的にそれをキ-

プする、これがやはり金融政策の一番大きな役割であると思う。そういう中でやはり経済主体を担う企業、家計の自助努力であると、これが合わせ技という意味ではないかと思っている。であるから、そういう中で当然色々な改革に対する抵抗というのはこれから強くなるのだろうと思うし、それから民間、経済主体を担う民間の中でもやはり構造改革と景気の回復というのはバランスを考えなければいけないのではないかと、とか色々な意見が少しずつ今出かかっているところなので、そういうことを考えると何としてでもやり遂げて頂かないとならないので、そこで一つだけ申し上げたいのは、やはり景気の回復というのが最後の問題であるから、経済成長はマイナスでいいということは絶対におっしゃって頂いてはいけないと思う。これは、この間竹中大臣は 0~1%位ということを取ってその辺を意識して言われたのだろうと思うが、経済成長がマイナスでいいと、これはもう絶対に避けなければならないと私は思う。そういう中で金融政策はやはり 3 月の量的緩和効果、これの浸透を引き続き見守る局面であり、今はさらなる議論ができる実体経済の判断にはなっていないと思う。今回は現行の調節方針は継続するというにしたい。

速水議長

最後になったが中原眞委員お願いします。

中原眞委員

実体経済については既に何人かの委員の方がおっしゃったが、ダウンサイド・リスクが強まってきている。これは事実だと思うが、基本的な見解という点では 6 月の基本的見解の流れの中で捉え得る範囲と認識している。今朝発表された鉱工業生産指数、これも大分心配はしていたが、確かに等速で下降しているというのはそのとおりであるが、全ての業種に亘り総崩れという状態が出ているということではないと認識している。従って、今後のダウンサイド・リスクの大きさというのは考えていく必要はあるが、展望レポートについては先程山口副総裁がおっしゃったとおり、やはり厳

しめな判断が強まってきたと見るべきだろうと思っている。今後を考えていくうえで私として関心を持っているのは、やはり下期の企業収益、今のところ何とかまあまあの数字がアンケートをとると出ているが、これに相当影響がこれから出てくるのではないのかという心配が一つある。それから中小企業の色々なアンケート調査とか、これは短観でも出てくるが、この辺のコンフィデンスと実際の資金繰り等がかなり厳しくなりつつあるという、この二点がある。今後のダウンサイド・リスクについてはまた大方の委員がおっしゃったが、世界同時不況の中で最大の牽引車の米国経済がどういうタイミングで回復に転ずるかという点だろうかと思う。特に銀行にいたものだからその立場でみると、アメリカの銀行のビヘイビアがここにきて非常に厳しくなっているということ、また産業の面でいくと通信業界の倒産が続いており、この分野については銀行融資がかなりの程度、プロジェクトタイプ融資、それから実はプロジェクト評価においても通信のフランチャイズというような非常に難しいものをやっていた点をベースに融資が行なわれてきたというような点もあろうかと思うが、この辺が今後の米国銀行のビヘイビアにどういう態度が出てきて、どういうふうに影響を与えてくるのだろうかと心配をしている。それから米国景気そのものについては、山口副総裁がおっしゃったが、どうしても後ずれと逃げ水のように先に延びているという感じを受けていて、当初想定したよりは回復のタイミング、それから回復するスピードも緩慢になるというリスクが相当強まってきたのではないかと見ている。それから切り口の二番目としてやはり日本の構造改革、就中、不良債権処理の問題がどういう影響を与えるかということである。不良債権処理については破綻懸念先以下について2年、新規については3年で処理という、この方針に沿って銀行業界も齊々と動き出していると思うが、私の感じでは結局、銀行の経営としてはやはり破綻懸念先以外の要注意債権、要管理債権の問題債権についても世界的な今後の銀行業界の競争を考えていくと恐らくプロ・アクティブな姿勢を取らざるを得ない。そこに追い込まれていくと、それをしない限り銀行に対するコンフィデンスがなかなか回復しないのではないかという

心配をしている。こういう方向に流れが強まってくると、もちろんそれによって銀行に対する市場の評価が高まるという面もあるが、特にやはり中堅・中小企業を中心にデフレ圧力が強まる傾向がどうしても出てくる。またリード・タイムは相当掛かるので、影響が長引くという恐れが十分あるのではないかと思う。ダウンサイド・リスクとして少し考えてみたのは以上二点だが、以上をベースに金融政策としては現段階では現政策を維持するというのが妥当かと思う。

今後の景気の動向等を踏まえるとやはり外生的なショック、あるいはじわじわと強まるこのデフレ・プレッシャーというものに対して新しい政策をどう打っていくべきか、それに対して日銀として機動的に動くというスタンスは市場に対して与え続けていく必要があるだろうと思っている。以上である。

速水議長

以上で一応ご意見は賜ったが、追加的なご意見、あるいはご議論があったらどうぞ自由にご発言下さい。

中原伸之委員

四点程申し上げたいと思う。一つは構造改革についてやはり I S バランスというのをはつきりさせるべきではないかと思う。これは私の長年の友人でもあるが、吉富氏が最近書いているが 2000 年のバランスは GDP ベースで申し上げて民間貯蓄が 28%、それから民間投資が 18%、中身は設備投資が 13.5%、住宅投資が 4.5%である。従って貯蓄超過が 10%、それが純輸出の 3%と財政赤字の 7%ということで等式が成立している。その 7%の中身は、社会保障は +2%、中央+地方分は -9%となっている。これを例えば財政赤字を 3%削減して -6%にすることを考えると、500 兆円の 3%なので GDP ベースで 15 兆円減少する訳だが、それを例えば民間の設備投資を現在の 13.5%から 16%へ増やす、住宅投資を 4.5%から 5%に増やすことによって合計 21%にまで引き上げると、潜在成長率 2%

ということを想定して大体合うということである。この構造改革というのは、30兆円とか色々ある訳だが、やはりこういったISバランスが一体どうなるのかということ十分に吟味していく必要がある。日銀としても、そういったISバランスの今後の見通し、現状とか見通しについて十分考える必要があるのではないかと思う訳である。そういった構造改革の影響というものもあって、既に先程も話が出たが、銀行株についてTOPIXの銀行株インデックスがバブル崩壊後の最安値である98年10月1日の270ポイントに限りなく接近してきているということは極めて要注意である。

それから第二にアメリカの景気の行方について申し上げますと、これまで何回かNYダウ・ジョーンズ30種工業平均で見ると、2000年1月の新高値をさらに更新する可能性があるということをお願いしてきたが、その後みていると反発力が弱まっている。一方逆の見方も台頭してきて、今年の9月にかけてさらに一段と下落する可能性があるのではないかということである。勿論その後になってまた上がるかもしれないが、少なくとも目先は9月にかけてかなり下げる。その場合には前の安値の9,100ドルを割るのではないかという見方もある。それは色々な時間分析をすると、97年の4月、98年の8月、2000年の3月というのが大きな底をつけているので、それから計算すると今年の9月にかけてさらに下落する恐れがある。従って、これはやはりアメリカの経済がこれからどうなるかということについて、一方は強気、一方は弱気の見方ができるという一つのエビデンスになっていると思う。私の考えではもしダウが2001年1月の高値を超えて伸びていくと、その後、数か月はアメリカ経済はもつ。しかしながらその場合は恐らくオールドエコノミーにも猛烈なリアクションが来るので、それまでにNASDAQあるいはニューエコノミーが立ち直っていない限りアメリカ経済はかなりひどいことになる。現在NASDAQは週足で見ると二段下げに突入しており良い格好ではないとみているので、アメリカ経済が一体どっちにいくのかということは、この2、3か月、特に7月、8月にかけてかなり分かってくると私は思っている。

それから三番目に日本の金融であるが、一つ申し上げたいことは信用乗数の低下傾向について一服感が出てきているということであり、92年以降一貫して低下してきたがここで幾分下げ止まってきて、あるいは若干上昇の気配も窺われるということであるので、これが何を意味するのか今後注意していく必要がある。もう一つ日本の金融について注意すべきは長期金利であるが、やはり5年までのセクターとそれから5年～10年のセクターがちょっと違って来たということであり、5年までのセクターは非常にフラットであり、イールド・スプレッドがあってもせいぜい35bp位であるが、5年～10年にかけては75bp位のスプレッドが出てきている。5年以降一体市場が何をみているのか、5年以降になればV字型に回復するのか、あるいはインフレになるのか、あるいは財政再建が困難とみて財政プレミアムを考えているのか、色々あろうがそれを見極める必要があるというのが私の考えである。

それから最後にちょっと石油について申し上げておくと、実は国連のイラクに対する制裁があり、オイル・フォア・フード・プログラムというように石油を輸出してその代金で食糧を買うのなら構わないというのがあるが、それが、7月4日にデッド・ラインを迎えており、どういうふうに変更されるかということが大問題である。現在イラクの石油は市場から締め出されており、約1日当たり200万バーレルあるが、そういったデッド・ラインを前にして実は最近ご承知の方もいると思うが、アメリカの中東における軍隊についてはハイエスト・アラート、ミリタリー・アラートが出てきて現在アメリカ、イギリスによりノーフライト・ゾーンとなっている北部のクルド地域についてイラクが軍事力をアップしているという軍事情報がある。そういった中で、OPECは7月3日にウィーンで会議をやる訳である。前回会合でも申したが、恐らく第3四半期はWTIで27ドル位だと思うが、石油情勢もそういった意味で目の離せないところであると思っている。そういった中で、いずれにしても今回は大きな手掛かりというものが依然ないので、先程申したように当面は現状維持で宜しいのではないかとすることを繰り返して申し上げる。以上である。

速水議長

ほかにどなたでもどうぞ。

三木委員

私の最後の話の時に、村上副大臣が目を剥かれたので誤解のないようにちょっと申し上げたいが、要するにこれは非常に喩えが悪いが、最大のバトルゲームがこれから始まる訳である。バトルゲームが始まるということはそれに対してもの凄い痛みを負うのが色々ある。それを耐えろと、そうじゃないと日本経済の再生はないということであろうから、そういう局面の中で大事なのはやはりこれからどうやってそれを具体化していくかというのが今政府がおやりになっていることで、その具体化というのは全くある意味では戦術である。であるからそこはまた皆がみているという状況であるから、そういう時に一番最後の目的は景気の回復だということである。景気の回復というのは少なくともゼロ成長でもマイナスではないということであるから、そこを敢えて初めからOBにポーンとマイナスでも良いと言って打ち込むことなどは今言う必要はないのではないかと思う。塩川大臣のお話ではないが、ぎりぎりのところであるということでも良い訳であるから、私は、初めからポーンとやる必要はないのではないか、それが今は大事なかなという感じがしている。そういう意味であるから誤解のないように一つお願いする。

須田委員

中原眞委員、ちょっと教えて欲しい。米国の銀行の貸出であるが、結構不良債権が増えているという記事を見る。ただし、もともとが非常に少ないから大したことないというような記述も見るが、他方で結構貸出が引き締まっているという記事も見ると訳である。先程プロジェクト・ファイナンスのタイプだからというお話をされたが、アメリカの貸出をみていくうえではどういふところを注意したらいいのかというのを教えてもらいたい。

普通に日本で考えるのと違ったところというのはどこを検討しておけばいいのか。

中原眞委員

四半期毎に不良債権に対する手当てを行なっているから、早め早めに対応ができる反面、収益的には相当大きなブレが出てくる。それから貸出態度が日本のようなメインバンクシステムではないので、プロジェクトタイプのファイナンスも多いし、融資先との関係が日本のような関係とは全く違う。融資関係を打ち切るにはドラスティックに打ち切る、これが二番目である。それから三番目はシンジケートタイプの貸出が比較的多く、しかもコミットメントという形で行なわれているケースが多いので、実際の融資残高だけではなかなか動きは判断できず、コミットメント残高というものを見ていく必要がある。その辺がちょっと日本の銀行とは違うだろうと思う。おっしゃるとおり今の感じでは、グリーンSPANも銀行の貸出態度が厳し過ぎるというような発言があったと聞いているが、相当銀行は身を固くしてというか信用収縮の傾向が出ているのではないかと私は思っている。

田谷委員

先程植田委員が二点おっしゃった第一点目、賃金の伸びと労働生産性の伸びのギャップがちょっとこのところ狭まってきていること。私も今年後半の景気をみるうえでその辺はかなり重要になってくるのではないかと思っているが、つい最近出た調査統計局のペーパーだと、私はもっと短期にみていたがちょっと長期にみると、第一次オイルショック後労働分配率に緩やかな上昇トレンドがある。それを想定する限り、既に現在の労働分配率は長期均衡値の近傍にまで下がってきている、というような一つの結論が書いてあったが、そうすると国際面で要素価格均等化の圧力がどの位強くなるかという問題を別にすると、今後の労働賃金、所得というものはかなり企業の収益に連動する面がここ数年よりも強まってきていると読

んでいいのかなと思ったが、その意味で同じような理解なのかどうか。

植田委員

そうなるだろうと考えるのが一つの仮説で、もう一つはそれでも現在の企業の利潤率は非常に低いとみるのが一般的であろうから、国際的に比較してこれを上げようという努力が続いて、賃金に依然としてマイナスのプレッシャーが掛かり続けるという、やや構造的な可能性も必ずしも否定できないのではないかと思っており、どちらかは分からないということである。

田谷委員

その際、後者の圧力というのは、これまでもずっと掛かってきていたはずである。ここにきて急にそれが強まったかと言われると、方向としては強まっていると思うが、急にそれが強まってマクロ的にみた賃金の決定に大きな影響を与える、というふうに読むにはちょっと無理があるかなと私は思ったので、暫定的であるが、多分これまで以上に企業収益に連動してくる側面が強まるとみた方がいいかなとみている。

植田委員

ただ二番目になるような可能性としては、コーポレート・ガバナンスが変化していく中で、もっともっと利潤率の方に力点が置かれるようになるということもあり得なくないと思うが、その辺はよく分からない。

速水議長

ほかにございませつか。それではここで私の見解を少し述べさせていただきます。

前回の会合以降、新たに得られた指標というのはそれ程多くないが、全体としては調整が深まりつつあるという前回会合の判断を変更する材料はなかったように思う。企業部門では世界的なIT分野の調整のもとで、

情報関連財を中心に輸出、生産の大幅な減少が続いている。また中小企業の設備投資がピークアウトするといったようなことも、その影響はIT分野以外にも波及しているように窺われる。こうした点を含めて来週の短観で企業部門の動向の全体像を確認したいと思う。一方家計部門の方では、夏のボーナスが昨年度の企業業績を反映してまずまずの水準になりそうということ。また業種間のばらつきが大きくて先行きの雇用・所得情勢に不安が出始めているという中で、個人消費の方はどの程度その影響を受けていくか、現状では比較的そんなに悲観する数字は出ていないように思うが、今後注意深く点検していく必要があると思う。

この間、構造改革に向けた政府の動きとして、経済財政諮問会議の基本方針、いわゆる「骨太の方針」が公表された訳である。勿論具体的な動きはこれからであるが、今回の方針が構造改革に対する国民の理解を深めて、民間主導での改革の着実な実行に繋がっていくことを期待している次第である。

金融市場の方では中期ゾーンの金利低下、あるいはクレジット・スプレッド、国債と社債の金利の開きが縮小してくるといったようなこと、3月の強力な金融緩和策の効果がさらに浸透していると思われる。こうした金融環境は構造改革の過程で生じ得るデフレ圧力を緩和するとともに、企業などに前向きな動きが生まれてくればこれを強力に後押しすると考えられる。以上のような状況を踏まえ、金融政策面では現在の金融緩和基調を維持しながら、構造改革の進展動向とその影響、IT分野を中心とする海外経済の動向、金融緩和の浸透状況といったようなものをよく見極めていくことが適当であると考えます。私からは以上であるが、これまでの討議を踏まえてさらにご意見、ご議論があればお願いします。

ないようであれば、ここで議案の取り纏めに入るが、その前に政府からご出席の竹中大臣、村上副大臣からご意見があればどうぞお願いしたいと思う。

竹中経済財政政策担当大臣

皆様方の非常に示唆深い議論を聞かせて頂きありがとうございます。多くの議論の中に出てきたように、6月26日に「骨太の方針」、今はもう骨太と言わずに「基本方針」と呼んでおり、名前がある日変わったが、「基本方針」を閣議決定させて頂いた。その過程で日銀総裁にはメンバーとしてお入り頂いたし、山口副総裁はじめ皆様方から色々な議論を寄せて頂き、本当に感謝申し上げている。なかなか至らないところもまだあることは十分承知しているが、とにかくああいうものを閣議決定したということの意義を私なりに噛み締めている。改めて読み返してみると正直言って当たり前のことばかり書いている。そんなにびっくりするようなことを書いている訳ではなく、その当たり前の経済政策、日本のあり方を考えている人なら誰もが考えるようなことを実はなかなか閣議決定できなかった訳で、その意味で各委員のご指摘にあったようにこれはもう本当に重要なチャンスであると考えます。そのプロセスでは実は議論をオープンにしていくというオープンソース・ムーブメントのやり方を探るんだと申し上げて、議論は逐次マーケットに出していったので、その意味では全て織り込み済みであったのだと思う。それでもしかし先程のお話だとそれによって少しマーケットは反応したようであるから、少し嬉しい気分がしている。それに合わせて、中身については詳しく申し上げないが、私は担当大臣としての談話という形でマクロ経済の姿を表明させて頂いた。これは実は目標とか予測とかそういう性格のものではなくて、構造改革を進めるに当たってどういうふうになっていくんだろうかという筋道をできるだけ分かり易く分かって頂けるようにするための参考資料として出したというものである。ご承知のように、今後2年ないし3年を集中調整期間と位置付けて、その間は先程から議論されたデフレ圧力が少し強く出るということを想定しているが、それでも0~1%を目途としている。条件を付けていて、国民の生活水準が持続的に低下することを避ける、マイナス成長か云々ということになるとまた数字の話になるが、現実には今年の1~3月はマイナス成長であるし、去年の7~9月もマイナス成長である、そういうこと

をケアするのではなくて、持続的に国民の生活水準が下がるということはやはり避けなければいけない。そのうえでしかし高い成長を余りに安易に期待してもらって成長に達しないからすぐ補正予算を組むというようなこれまでのことは行なうべきではない、という判断も込めて0~1%というような一応の目途を示させて頂いた。同時にしかし、今の日本の経済の潜在成長力を2%近傍と考えるならば、構造改革というのはまさしく潜在成長力そのものを高めるものであるはずだと思う。これはアメリカの例、これも推計で幾つかあるが、そういうものを参考にしながら少しこれが高めになる、2%半ば~3%近くになることもあるんだというようなシナリオを示させて頂いた。

一つ申し上げたいのは、今後、先程中原伸之委員からご指摘のあったISバランス等々の話を含めて、マクロモデル等々も踏まえながら、中長期のはっきりとしたシナリオをより精緻に議論しようとしている。その中で当然のことながら事後的にISバランスはどうなるのかということは出てくる訳であるが、そのシナリオの議論にやはり日銀が持っている非常に高度なエコノミストのリソースを活用して、勿論独立した立場であるが、是非私は参加して頂きたいと思う。私が理想とするのは政府は政府で責任を持った議論をするが、中央銀行にもそういうことを期待したいと思うし、同時に私は与党にも野党にも期待したいと思う。野党が政府を批判するだけではなく、野党は政策全体をどのように考えているのかということも議論して頂くというのが、やはり政策議論を深めるための最大のポイントであろうかと思う。その中で、中長期の財政見通しというのも議論することになる。実は日本には中長期の財政見通しは存在しない。財務省が出しているのは機械試算であり、マクロの成長率を一定にした場合にどれだけの差額が出るという算術を出している訳であるが、マクロのGDPの数字と財政の数字というのはコンシステンシーがなければいけない訳であるから、そういうことを考慮した本当の意味での中期的試算を経済財政諮問会議では議論することになると思う。痛みの問題は植田委員がご指摘したとおりだと思う。総理の政治的なメッセージとしては、安易に政府に求

められ過ぎては困るということで、痛みということで敢えてネガティブ情報を出すことによって、むしろ国民からの信認を得ているというのが今の現状だと思うが、ご指摘があったように、これは基本的には改革にはプロアクティブなものよりリアクティブなものがあって、プロアクティブなものというのは間違いなく長期の成長力を高めて、同時に需要も引き出すものであるから、そこら辺の議論はきっちりとして行きたいというふうに思っている。是非、今後の政策論議、日銀での政策論議についてお願いしたいことがある。それは、政府としては、とにかくこの機会に国民の理解を得ながら構造改革を何としても断行する。その過程で金融政策との、前回はハーモナイゼーションという言葉を使わせて頂いたが、勿論、皆さんがご議論になることであるが、実はその政策を決定して執行するプロセスそのものが全く新しいということをやぜひともご認識頂きたいということである。はっきり申し上げて私達は今、ルールを敷きながら政策を作っている。経済財政諮問会議ができて予算の大枠を決めるというふうになっている訳であるが、大枠とは何なのか分からない訳である。大枠を一体いつ示したらいいのかということも全く前例がないから、誰も分からない訳であって、これを各省庁等の立場も尊重しながら我々が今議論をしているところである。当面、スケジュール的には8月の上旬にこれまでの概算要求等々があることから考えて、概算要求の基本方針みたいなものを議論しなければいけないと思うが、これも経済財政諮問会議はどこまで細かくやってどこまで精緻な作業を財務省にお願いすべきなのかということは、これは財務大臣も私も総理も官房長官も総務大臣もみんなまだイメージが多分違っているところであり、そういう中で議論を進めていく。さらに11月に予算、来年度予算方針の基本方針を議論しなければいけないし、その中で先程申し上げた中期の財政見通しというものを、その中では当然のことながらISバランスなどもイメージできるようなものを議論していく、そのプロセスの中に実は金融政策も必然的に入っているんだということをや是非ご理解頂いた上で、前回申し上げたような正に機動的な意思決定をして頂きたいということである。当面は、実は政策の問題は外交、特

に首脳外交の過程で議論されるのだと思う。明日、総理が訪米される。昨日、総理とご一緒にその若干の情勢分析を一緒にさせて頂いた。基本的には今回は、日米の敢えて言えば長い関係の始まりになる。長い関係の始まりになるというような立場でお話を頂きたいと、私は思っているが、実は大統領のスタッフの中で幾つかサウンドしてみると、実はそのために今、島田晴雄さんと岩田一政さんにアメリカに、今日の時点で行って頂いていてさっきも電話で休み中連絡を取り合っていたのだが、少なくともアメリカ大統領の周りの人達が、今日本の何に関心を持っているかという、間違いなく皆が挙げるのが不良債権問題と金融政策であるという、この二つが間違いなく挙がってくる。これが適切かどうかはともかくとして、リアリティーであるという点は今後私達も認識するが、皆様にも予てご承知のとおりだと思うが是非重ねてご認識頂きたいと思う。

最後にちょっと一つ技術的なお願いだけさせて頂きたいと思う。今日の議論を大変興味深く拝聴した。どこかで、私はやはり技術的には大変困難が伴うが、実質金利の議論というのを是非明示的にして頂けないかというふうに思う訳である。勿論、人々は金融の世界でリアルな世界で生きているのかノミナルな世界で生きているのか哲学的な問題はあるかもしれないが、やはりその名目金利と物価上昇期待、期待物価上昇率との差としての実質金利をどのように考えたらよいのだろうか。これは恐らく、今後のアメリカが例えば今回金利を変更した場合の実質金利格差がどうなっているかということにも直結する問題だと思うし、もう一つその過程でやはり物価動向が適切に把握されているかどうかという点にも是非関心を再び払って頂きたいと思う。日本銀行は予てからこういう関心を非常に強く持っていると思う。一部の民間の指摘によると例えば、IT関連のグッズに関してはアメリカ程日本のグッズは低下していない、これは何を意味しているかという、これは極めて部分的なエビデンスでしかないが、物価の下落は統計に現れている以上に実体は大きいかもしれない。つまりITのクオリティ、ITプロダクトのクオリティの上昇等々を考えると、実は物価というのはもっと下がっているかもしれないというような、これは

ちょっと短絡した議論であるが示唆になる。これは実は、実態判断にも大変重要になってくる。実質GDPの伸びを議論する時には、ご承知のように名目のGDPをデフレーターで割る訳であるからデフレーターが違ってくれば、実質GDPの伸びが違ってきてひょっとしたら、ひょっとしたらであるが、物価の低下は我々が考えていた以上に大きくてGDPは比較的ちゃんと上昇しているかもしれないという可能性も出てくる訳である。これはあくまでも可能性の話であるが、GDPの推計そのものは内閣府で行なっている訳であるから私達も統計はバイアスをかけずに慎重に議論するが、そういう問題意識で何かこういう場でも、皆さんのようなご専門家での議論を頂ければ大変有り難いと思う。

最後に事務方に言われていることはちゃんと言っておかなければいけないので、一つだけ申し上げる。構造改革の断行に当たり、短期的にデフレ圧力が高まるものと考えられることから、日本銀行におかれても調整期間におけるこうした状況を踏まえて機動的な政策運営を行なって頂きたいということである。以上である。

速水議長

それでは村上財務副大臣お願いします。

村上財務副大臣

今までわが国の経済構造を官主導というか行政主導から民主導、民活への転換が言われて久しいが、他方実体はバブルの崩壊後、バランスシートの調整を先送りし、累次の財政出動、カンフル注射的な出動を行なって景気の下支えを行なうなど、残念ながら官依存の体質が残されている。その結果、巨額の財政赤字が累積してこれ以上の財政出動は、国民が将来に対する不安を高め消費を手控えるという非ケインズ効果が表れるという状況に至っていると私は考えている。真の経済と景気の建て直しのためには、企業の生産性を欧米と伍していけるようにするための経済の構造改革および資産デフレと信用収縮を止めるための不良債権の処理の抜本的処理

が必要であり、それと合わせて将来に対する国民の不安を解消するため、財政再建のための道筋をきっちり示すことが必要であると考えている。これがまさに小泉総理の言う「構造改革なくして景気回復なし」ということであり、今後、経済の構造改革および不良債権の処理に合わせて財政構造改革に本格的に取り組んで行かざるを得ないという状況に際して、まずは官依存の国民認識を改革してナショナル・ミニマムの見直しを含む徹底した歳出の見直しを行なっていかなければならないと考えている。従って私は、国民的議論と国民の理解が不可欠だと考えている。そういう考え方の前提に立って、本日の金融政策決定会合の開催に当たり一言申し述べる。

わが国の経済は、雇用情勢が依然として厳しく、個人消費も概ね横這いの状態が続いているものの足許で弱い動きがみられるほか、輸出・生産が引き続き減少しているなど、景気は悪化しつつある。また、設備投資の弱含みの兆しなど、先行きを懸念すべき点がみられる。こうした中、物価の下落が実質金利を上昇させ、企業収益の鈍化と合わせて、企業の実質債務負担の増大などを通じて経済に与える影響が依然として懸念される。

政府としては「構造改革なくして景気回復なし」との考え方に立ち、先般6月26日、「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針」を閣議決定したところである。財政構造改革の具体的な進め方についてはこの「基本方針」において、①14年度予算について国債発行額を30兆円以下に抑制することを目標とし、公共投資の硬直性の打破や投資規模の縮減、それから持続可能な社会保障制度の確立、地方歳出の徹底的な見直しなどにより、歳出全体について聖域なき見直しを図る、②その後、本格的財政再建に取り組む際の中期目標について、「プライマリー・バランスを黒字にすることを目指す」として、これに向けた取組みの具体的な道筋や達成の時期については年内を目途に具体的な姿を示すこととする、とされている。政府としてはこの「基本方針」等を踏まえつつ今後概算要求基準などの予算編成等に取り組む、また財政構造の改革、不良債権の処理等について改革を断行して参りたいと考えている。

こうした構造改革を進めるうえで、景気を下支えするために金融政策の果た

す役割は重要であると考えている。3月19日に発表された金融緩和措置は、短期金利の低下など一定の効果があったと思われるが、物価はその後も下落を続けている。今後、デフレ圧力がさらに強まる懸念がある中で、現在の金融緩和措置が物価安定にどの程度の量的効果を及ぼすのか、いつになれば物価下落に反転の兆しがみられるのか明らかになっていない。特に、短期金利がほぼゼロという状況に陥った中では、従来の短期資産を中心とするオペの実体経済に与える効果は限定的であり、物価目標を設定し市場や人々の期待に強く働きかけるなど、大胆な政策運営が必要なことが内外の有識者から指摘されている。こうした観点から、例えば中長期国債買入の増額やいわゆる時間軸の強化等を含め、幅広く経済により効果のある資金の供給や金融政策運営のご検討を頂きたいと考えている。失業率が高水準で推移する中、物価の下落が継続する状況においては金融緩和の必要性は大きいものと思われる。こうした状況に鑑みれば構造改革の進展による影響をみながら金融政策上の対応を考えると、このうちでは遅きに失する恐れがあり、先見性を持った、予防的な姿勢で機動的な金融政策運営を行なって頂きたいと考えている。最後に政策委員各位におかれては、ご審議にあたり以上申し上げた政府の考え等につきご理解を賜りますようお願い申し上げます。

ここからは10年先ということと言えるのか。どういう扱いになっているのか。

藤原副総裁

全部記録する。

村上財務副大臣

全部記録されるのか。10年先に公表されるのとの区別はないのか。

藤原副総裁

10年も何も、議事録が公開されるのは10年後である。

中原伸之委員

今のところはね。

藤原副総裁

どうぞ。

村上財務副大臣

ここまでが公式見解で、後は簡単に自分の考えを述べさせて頂きたいのだが、なぜ今回こういうふうに至ったかという、実は先程来お話が出ているように、はっきり申し上げて小泉内閣になって正直言って180度転換したと我々は考えている。そういう面で、財政再建と経済の構造改革と不良債権の処理というのを、まさに一石三鳥ではないが、同時並行的にやっていかなければならない。そのためには本当に色々な痛みや、またどうしても一番心配しているのは、やはり景気動向が悪くなってくると、今までのようなやはり財政出動をすべきだという声がどうしても強くなる訳である。日銀の皆さんが常日頃から大変努力頂いて、やはり通貨の価値を守る番人であるし、また物価を安定させる重要な役割であられるということは十分承知しているし、また、それに対するご努力に評価を払う。ただ、私共としては、先程来この構造改革をやるための下支えというか、援護射撃という意味において、色々な面において、なお一層のご理解とご協力をして頂いて、どうしてもこの財政再建と経済の構造改革をやり遂げるために、先程三木委員からお話があったように、やはり三位一体となって協力しあって頂けたらということをお願いしたい意味で、こういう文章を今日は敢えて言わせて頂いたことをご理解頂きたいということである。

速水議長

ありがとうございます。竹中大臣、村上副大臣から我々の進むべき道で大変参考になるご意見を聞かせて頂き、今後もその点を考えながら進めていきたいと思う。今日決めるべき議案の提出ではなかったと思うので、

ここで議案の取り纏めに入りたいと思う。先程の委員方によるご検討によると、当面の金融市場調節方針について現状維持という見方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。ほかに正式に議案を提出されたい方がいたらどうぞ言って下さい。

山口副総裁

議案の提出ではないが、村上副大臣が言われたのはあれはご提案か。例えばインフレ目標云々とか中期国債のオペとか…。

村上財務副大臣

いや、これは今読み上げたものについては財務省の統一見解である。

山口副総裁

であるから政策委員会としてそういう事を議論し採択するかどうか決定して欲しいということであれば、ご提案になるが。

村上財務副大臣

これは議案ではない。今日議案としては出していないので、財務省の何か考え方を述べさせて頂くということでご考慮頂きたいということである。

山口副総裁

財務省はこういうふうを考えているからそれを念頭に置いておいてくれという意味か。

村上財務副大臣

念頭に置いて極力ご理解頂き、側面的、簡単に言えば先程須田委員から韓国のウォンのお話があったように、そういうことは我々が間違っても言及できないことであるが、そういうことも含めながら色々なことをやりた

い。それから逆に山口副総裁にお伺いしたいが、この間の3月19日の決定は0%以上になるまで継続するということであるが、イギリスの場合はやはり2.5%なのか。

山口副総裁

そうである。

村上財務副大臣

だからそういうことは我々はとてもじゃないが言うべきことでもないしお願いするべきことでもないが、そういうことも含めた色々な考え方というものを一つ含んで頂きながら、今後、前広に色々考えて頂けないかということである。

藤原副総裁

先程の村上副大臣のお話は財務省としてのコメントというか金融政策に対するコメントというふうに伺って、具体的な何かあしろうしろという要求ではないと私共は考えたいと思う。少なくとも私は。従って、私は提案的なニュアンスで伺わなかったが、最後の方に強調して言われた、つまり政府はこういうことを大胆に打ち出していきたいので援護射撃というお言葉を使われて、下支えをお願いしたいというようなこと、それは非常に私達も意識している。であるからその援護射撃や下支えは骨太の議論が出る前から事前の援護射撃を私達もしているつもりである。従って事前、事中、事後も下支えというような構えを私達は取っているつもりであるので、それは今後ともそういう態度は続けていくんだと私は考えている。

中原伸之委員

今の点は前回の決定会合で私は申し上げた。時間軸、時間軸と言っても非常にややもすればスタティックな概念になって、何にもしないで時間の経過を待つだけなのかということにもなりかねないので、やはりその時そ

の時の情勢をみて、一つは当座預金の残高を5兆から6兆、7兆とどんどん増やしていくということと、もう一つはやはり時間を区切って、例えば2年後に物価、CPI除く生鮮でもよいが、それを例えば私が以前提案したが1.5%~2%とか、あるいは1~3%にするという必要が出てくるのではないかということをお前回申し上げた訳である。やはりそういうふうなことが必要になる事態がいずれ私はくるのではないかと思っている。今日のところは現状維持で私は賛成である。

植田委員

お二人とも実質金利、インフレ期待、デフレというようなことをおっしゃったと思うが、そういうものから抜け出す手段のようなものとして、場合によっては少し高めのインフレーション・ターゲティング、それが期待に影響を与える、あるいは実質金利を下げるというような言葉でexplicitにおっしゃったかどうか、インプリケーションとしてはそういうようなことが含まれていると思うが、難しい議論は余りするつもりはないが、取り敢えず事実に近いこととして、一つだけ考えていることを指摘させて頂きたい。3月19日の措置の中に、先程来出ているようにインフレ率がゼロをちょっと持続的に上回るころまで現行のスタンスを、パッシブなものであるが、続けるという約束が含まれている訳である。現実のインフレ率はCPIで-0.5%よりちょっと下にある訳である。するとその差はちょっと多めに計れば1%近い訳である。もしも目標インフレ率のアナウンスメントがそれ自体直接期待に働き掛けて、期待インフレ率を上げるというような効果を持つものであるとすると、3月の措置で期待インフレ率は、1%までいくかどうかは分からないが、ある程度目に見えて上がっても不思議はなかったと思う。ところが、どうやって計るかは難しいが、インフレ率に関するサーベイ調査等を見ても全く動いていない。ということは余程実効のある手段を伴って、例えば少し高めのインフレ目標を言うというようなことでないと、期待インフレ率を簡単に操作することとはできないということのある種の、弱いかもしれないが、エビデ

ンスがここ数か月の経験の中で、ちょっと危険なステートメントなので私は今まで言っていないが、得られたと解釈できなくもないと思っている。それでも勿論、反論としてはもっと極端なことをやれば違う、あるいは極端な目標を出せば違うかもしれない、というのはあり得るかもしれないが、取り敢えず今のようなことがここ数か月の中で出てきているという点はちょっとご了解頂きたい。

竹中経済財政政策担当大臣

村上副大臣と私の考え方を擦り合わせている訳でもないし、恐らくニュアンスはかなり違っているのだと思う。村上副大臣には既にお考えがある訳であるが、私は今植田さんがおっしゃったような問題意識を持って議論はして頂きたいという意味で、幾つかの視点を提起させて頂いたつもりである。ただしそういう政策の可能性、技術的には大変難しい問題があるというのは、これはもう恐らく専門家は皆認めているところである。しかし難しいからといって手を拱いている訳にもいかないという状況にもなっているということも恐らく認識があるし、もう一つはやはりタイミングの問題等々があると思うが、私は、今回そういう政策を採れというような判断を全くしない。その意味で私はそういう問題を明示的に検討、課題として頂きたいという意味で、実質金利の議論とその根底にある物価統計の議論を提起させて頂いたということである。

速水議長

物価の的確な指標を出してもらって、それを今後の政策に活かしていくというのは、前々から私共も課題として議論をして、今「物価に関する研究会」という勉強会をしてこの秋には結論が出るだろうと思う。その間、物価指数の改善なども図られると思うが、今日伺った有意義なアドバイスは誠に私共も考えていくべきことだと思っている。今後、中でも色々議論して参りたいと思っている。今日これをやって欲しいというご提案ではないので、採決をしたいと思う。

ついでに申し上げると、この間経済閣僚懇談会の時に山崎拓幹事長からも立ち話であったが、米国から帰ってきて、それについて非常に関心を持っていたという話があった。そのことを経済閣僚懇談会ではおっしゃらなかったと思うが、金融政策と構造改革というのは合わせ技で考えてやっていきたいと思いますということは申しておいた。そういう抽象的な言い方であった。先方もやりましようと言われた。

それでは今日の採決についてはどなたからも正式な議案の提出は出ていないので、事務局から私の議案を念のためもう一度読み上げて頂きたいと思う。

[事務局より議案配付]

雨宮企画室参事役

それでは議長案を読み上げる。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。別添対外公表文である。「平成13年6月28日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致 or 賛成多数）。日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」である。

速水議長

少し答えて下さい。国会の参議院財政金融委員会で質問があって、この

金融政策運営についてのなお書きのところ、これはどういうケースを考えているのかと聞かれたので、これはその日その日の金融市場の動きから手を打たなければならないような情勢が起きている時には、金融市場局で判断して金融調節を図っていくという意味だと答えた。それで先方は納得してくれたが、もう少し広い意味でとっていただきたい。そうでなくて、これは金融市場調節を行なうと、「なお」というのは「その下でその日その日の金融調節は金融市場局長が判断してできることにしている」と答えたが。

雨宮企画室参事役

峰崎先生でしたっけ。

速水議長

いえいえ違う。民主党の久保亘先生。

雨宮企画室参事役

そうですね。久保先生はこの文言で何かもう少し基本的な政策変更と若干一緒に混同されておられたように思うが、これはもともと3月の段階でご議論頂いて決定したとおり、基本的な調節方針はこの5兆円程度ということが金融政策であって、ただしこの量で以ってターゲットを示すと同時に、金融市場の予期しないフラクチュエーションに対応できる余地をこのなお書きで作ってあると執行部としては理解している。

増淵理事

基本的にはこれまでこれに該当するような状況が3月以降起こったとは思っていない。

速水議長

これでいいですね。このまま残しておいて。

それでは採決したいと思う。政府からご出席の方、申し訳ないが一旦別

室へお願いする。

[政府からの出席者退室]

それでは事務局は正式な議案を持ち回って委員から決裁を得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

三木審議委員

中原伸之審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

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

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]

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ので願います。なお、決定事項の公表は会合終了後直ちに行なうこととする。

V. 平成13年7月～12月の金融政策決定会合開催予定日等の決定
速水議長

以上で政策決定の議事は終わったが、先行き半年間の日程の承認についてお諮りする。本年7月から12月までの半年間について決定会合開催予定日の承認を行ないたいと思う。この半年分について既にお配りしている日程で宜しいでしょうか。

[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。

横田政策委員会室長
決裁を頂戴する。

[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
三木審議委員
中原伸之審議委員

植田審議委員
田谷審議委員
須田審議委員
中原眞審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長
決裁終わりました。

速水議長

それでは政策委員会としてこれを承認することとする。

VI. 閉会

速水議長

以上で本日の議事は終了した。次回の金融政策決定会合は7月12日木曜日および7月13日金曜日に予定している。どうもありがとうございました。

(午後12時43分閉会)

以上