

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2001年7月12日

7月13日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席者：議長 速水 優（日本銀行総裁）
藤原作弥（日本銀行副総裁）
山口 泰（日本銀行副総裁）
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	藤井秀人	大臣官房総括審議官 (12日14:01~15:57、13日9:00~12:59)
内閣府	小林勇造	政策統括官（経済財政一運営担当） (12日14:01~15:57)
	竹中平蔵	経済財政政策担当大臣 (13日9:00~12:59)

(執行部からの報告者)

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

(事務局)

政策委員会室長	横田 格
政策委員会室審議役	村山俊晴
政策委員会室調査役	斧渕裕史
企画室調査役	衛藤公洋
企画室調査役	清水誠一

I. 開会

速水議長

それではただ今から金融政策決定会合を開催する。

(午後 2 時 1 分開会)

はじめに、今回の会合の進め方を申し上げる。本日は金融経済情勢に関する執行部からの報告と、それに関連した質疑応答のセッションとしたい。明日は 9 時に会議を再開して、金融経済情勢と金融政策運営方針に関する委員の討議、もしあれば政府から出席の方々からの発言、そして金融市場調節方針の採決、金融経済月報の基本的見解の取り纏め、最後に前々回会合の議事要旨を承認して頂く予定である。政府からの出席は本日は財務省から藤井総括審議官、また内閣府からは小林政策統括官である。なお明日は財務省からは引き続き藤井総括審議官が、また内閣府からは竹中経済財政政策担当大臣が出席の予定と伺っている。予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録することを前提としている。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よろしくお願いする。

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、金融経済情勢等に関する執行部報告に入りたい。最初は、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・為替市場動向について説明してもらおう。増淵理事と山下金融市場局長にお願いする。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告 (資料-1、2)

山下金融市場局長

まず、前回会合以降の金融調節運営は、引き続き 5 兆円程度の範囲内で

の当座預金供給を行なってきた。その結果、無担コール・オーバーナイトレートは6月29日に月末要因から0.06%まで上昇したが、7月に入ってから落ち着いた回復して0.01%~0.02%の実質ゼロ金利水準での推移を辿っている。こうした最近の無担オーバーナイトレートの推移をみると、6月下旬には国債発行日要因とか月末要因などからやや強含んでいたが、7月入り後は急速に低下をみている。これは月末要因等の季節要因が剥落したうえ、都銀などが6月下旬中に準備預金の積みを進捗させた結果、残り所要額が前積み期などに比べて早くから減少しており、積み需要が減少してきたため資金需給の引き緩みをもたらしていることによるものである。大変細かい話だが、下四桁ベースでみると同じ0.01%と言っても昨日、一昨日のオーバーナイト加重平均レートは0.0113%と既往最低水準を更新している。ここ2か月にみられている都銀などの準備預金のやや前倒し的な積み行動を前提とすると新積み期に入る来週以降は、準備預金需要の回復から現在のような極端なジャブジャブ状況からある程度普通にジャブジャブな状況に戻る見通しであるが、当面6月後半にみられたような攪乱要因も見当たらないため、引き続き0.01%から0.02%の実質ゼロ金利水準で落ち着いた推移を辿るとの見方が市場の見方となっている。

当面の金融調節運営に関連して一点報告する。昨年来取組んできたオペ等の入札連絡事務に関するシステムが完成して、この23日にカットオーバーとなる運びとなった。これに伴って、全店ベースの手形買入オペのオファーが可能となるほか、全てのオペについて0.001%刻みでオファーを行なえることとなる。このため23日以降、全店ベースの手形買入オペを原則月3回のペースで開始するほか、これまで抑制的に使用してきた短国買現先、その残高は昨日段階で3兆3千億円まで減少しており、その分を短国買入増額で代替してきた訳だが、この短国買現先オペを再開する予定である。これによって調節手段のそれぞれの特性をフルに活かしながらオペを行なうことが可能となるので、これまで以上に市場動向に即した弾力的な調節運営を心掛けていきたいと考えている。

次に、この間の金融・為替市場動向を概観すると、TOPIX、日経平

均株価は、米国株価の下落に引っ張られる格好で軟調に推移してきた。昨日は、日経平均ベースで1万2千円ぎりぎりのところまで低下をした。そうした大幅な株価下落にもかかわらず、長期金利が大きく反転、上昇して10年債利回りは1.3%台にまで上昇している。こうした中で円相場が円安方向に振れていて、全体としてみると株安、債券安、円安のミニトリプル安といった様相になっている。このような前回会合以降の二週間における市場動向は、一つはわが国の景気、企業業績の先行きに対する見方が一段と慎重化していること、二つ目にはそうした中で追加的な景気対策に対する思惑が台頭してきていること、さらには第三に、米国株価がFedの第六次利下げ措置にもかかわらず、IT企業関連の業績見通しの下方修正などを嫌気して、大きく下げていることなどを映じたものだと言える。因みにフィラデルフィア半導体指数は7月5日以降一昨日までの4日間で15%下落しているし、NASDAQもその4日間で8%の下落となっている。

以下では株価、長短金利、円相場動向の三点について、その特徴的な動きについて手短かに報告をさせて頂く。まず第一に株価動向だが日経平均は、NASDAQに引っ張られる形で一段と値を下げた。昨日は12,005円と本年3月中旬以来の安値で引けている。この間の下げを主導しているのは、電気機械、銀行、サービスの三業種で、引き続きIT関連、銀行株中心の下げとなっている。TOPIXの直近ピークである5月7日から昨日までの下落寄与度の大きい業種をみると、これも電気機械が4.2%ポイント、通信が2.7%ポイント、サービスが1.2%ポイントとIT関連業種で一位、二位、四位を占めている格好である。ここにきて市場の雰囲気を特に暗くしている要因が二つある。一つは、米国IT関連企業の4~6月期の業績の公表が今後本格化するが、7月初め以来先行きの業績見通しについて下方修正する先が目立っていて、これがIT関連企業業績の先行きに対する不透明感を再び強めてきていることである。昨日公表されたマイクロソフトの4~6月期業績見通しが市場予想を上回ったため、本日の本邦株価はこれを好感した買い戻しの動きなどから300円前後の反発を示しているが、マイクロソフトの決算発表がIT関連企業の業績を巡る嫌な

ムード自体を変えるものとなるのかどうか注目される。マーケットのセンチメントを悪化させているもう一つの要因は、持ち合い解消圧力の存在である。例えば銀行分だけとって2001年度だけで3兆7千億円の売却が計画されている。主体別売買動向における銀行の最近の動きをみると、4～6月期の売却実績は4千5百億円程度に止まっているが、こうした膨大な売り圧力の存在が市場心理を暗くする一因となっている。先週行なわれた市場参加者へのアンケート調査結果によると、株価に影響する要因としては、景気・企業業績、それから内部要因・市場心理が下落要因として寄与している。一方、上昇要因としては政治要因、それから為替要因が意識されている。当面、参院選までは目立った材料もないことから引き続き米国株価、特にIT関連株の動向を睨みながら下値を探る展開となるという見方が多くなってきている。

次に長短金利の動向だが、まず短期のターム物金利は、6月下旬に強含んでいたユーロ円1M以下の短めのゾーンではレートが低下している一方、9月期末越えとなった3M以上のところがやや強含む展開となっている。いずれにせよ、ゼロ金利政策時のボトムと比較してみると、期末越えプレミアムの乗った3M以外のタームでは依然ゼロ金利政策時のボトムを下回る超低金利水準にある状況に変わりはない。この間、市場関係者に対するアンケート調査結果によると、先行きの金融緩和を予想する向きが前月に比べ大きく増加していることが目立っている。今後3か月以内の金融緩和を予想する向きが前月の33%から65%へ32%ポイント増加、今後6か月以内が前月の59%から77%へ18%ポイント増加している。もっともこうした予想の変化にもかかわらず、金先レートのイールドカーブをみると、昨日の線と、前回会合前の6月27日の線が、ほとんど重なり合っていて金融緩和思惑の強まりにもかかわらず金先レートの形状に格別の変化はみられていない。

一方、長期金利は短期金利がこのように落ち着いた推移を辿っているにもかかわらず大きく上昇している。10年新発債利回りは一昨日の7月10日には1.355%まで上昇しており、直近ボトムの6月28日1.13%との対

比では 22.5bp の上昇となっている。この 6 月 28 日以降昨日までのイールドカーブの変化幅をみると、7 年以上の長期ゾーンを中心に大きく上昇し、カーブの形状がいわゆる「ベア・スティープ化」している。こうした長期金利の上昇は本年度中の景気対策、国債増発に対する柔軟姿勢を示唆する政府要人の発言、特に竹中大臣の「何があっても来年度の国債発行額を 30 兆円に抑えるとは考えていない」という発言を受けて国債需給悪化懸念がにわかに意識され始めたこと、また、それをきっかけに都銀などの投資家から広範な利益確定売りの動きがみられたことなどを背景としたものである。証券会社の中期国債と長期国債の現物ポジションの合計をみると、これまでの強気の相場観を背景にしてポジションが 6 月末にかけて大幅に積み上がっていたほか、投資家も保有債券のデュレーションをかなり長期化させてきていた。こうしたポジションの調整が 6 月末以降、かなり広範に起こったことが今回の長期金利上昇の基本的な背景だと思う。市場参加者の注目する金利変動要因に関するアンケート調査結果をみると、今回の調査は 6 月 29 日の竹中大臣発言前の時点での調査なので、29 日以降の変化を読み取ることはできないが、これまでは債券需給要因が、長期金利上昇要因として強く意識されていたが、小泉政権発足後の 4 月以降、構造改革推進、財政再建路線堅持への期待から金利低下要因という形になってきていた。これが要人発言を契機にして、再び上昇要因として強く意識されてきている可能性がある。また、今回の長期金利上昇局面の特徴は株価が下落する中で金利が上昇している点である。これは現在のような政治・経済情勢の下では株価の下落は補正予算の実施に繋がり、国債需給の悪化を招く恐れが大きいこと、また金融機関等が株価下落に伴う損失をカバーするため債券の利益確定売りを積極化する可能性が強いという見方から、広範な売りを誘い長期金利が上昇する結果となったものと指摘されている。もっとも一昨日、10 年債利回りがザラ場で一時 1.390% 前後まで上昇した辺りから、一部都銀などが押目買いの動きを示し始めていて、昨日は 1.3% 前後までレートが低下している。本日も 1.2% 台後半でもみ合う展開となっていて、今回の調整局面もひとまず一段落した形になっている。

市場関係者の間では当面、参議院選後に決定が予想される追加景気対策の内容がはっきりするまでは、引き続き 1.10%から 1.50%前後のレンジで対策に関する要人発言などに振られやすい、ややボラタイルな動きが続くとみる向きが今のところ大勢となっている。

最後に円の対ドル相場の動きだが、わが国の景気見通しの一段の下振れや、米国は構造問題への取り組みに伴う円安は容認するといった思惑などから円安が進んでいて、7月6日には一時4月上旬以来の126円台を記録した。その後は円ショート筋の利食いの動きやここに来てのアルゼンチンの金融情勢の混迷がドル安要因と受け止められていることもあって、やや円高に振れ、足許では前回会合とほぼ同水準の124円台前半の推移となっている。為替市場では国内景気の下方修正の程度が米国比大幅になっているといった見方や小泉政権の構造改革はデフレ効果をもたらす円安要因であるといった見方などから、先行き一段の円安を見込む先が引き続き多い状況である。ドルの名目実効為替相場をみると、歴史的にみて大変高い水準にあって、既に全米製造業者協会などから懸念の声が高まっていることなどから、当面は円安の見方をする向きが多いが、ただ、そうは言ってもそういったドル高を抑える要因もあるということで、当面は130円を超える大幅な円安はなかなかないのではないかとといった見方が多いように思う。こうしたことから、目先は124円前後を中心に日米の景気・株価の動向、日米通貨当局者の発言、今月末の参院選の結果とそれを踏まえた小泉政権の改革政策の帰趨、さらにはアルゼンチンやトルコ情勢の混迷を引き金にやや不安定化を強めているエマージング・マーケットの動向などを睨んだ神経質な展開が続くものと思う。私からは以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

中原伸之委員

長期国債の利回りについて、最近10年債、20年債が凄く開いているの

はなぜか。

山下金融市場局長

20年債については流動性が極めて小さくてそこでのプレイヤーも非常に限られている。一部の外証と大手証券会社中心のマーケットである。基本的にはアセット・スワップで外人が買っている部分が多いと思ったが、ある程度ポジションを作ってやっている部分もあったようである。一番長いところなのでリスクも大きい訳で、その変動は大きくなっている。小さいマーケットで一部のポジションを作っていた人達が損切りに出るとかそういう形で動いているために大きく金利が動いているということだと思う。

中原伸之委員

だから、これだけ最近目立っている。

須田委員

ドル高の話だが、これはドルが高いという裏側には主としてユーロとアジア通貨があって円ではないですよ。

山下金融市場局長

アメリカは中南米も大きいので基本的には中南米がベースにあって、後もちろんユーロが非常に大きいと思う。やはり円はかなり小さい。

須田委員

円ではないですよ。だが、人々の予想の中にはこうやってドル高と出ると直ぐドル高修正は円高となってしまう。ドル高は必ずしも円安を意味する訳ではなく、だからドル高修正が即円高ということではない。

山下金融市場局長

だからこの月曜日にもBOEのジョージ総裁がBISの後発言されて、ドル高はアメリカ経済を損なうし、ヨーロッパ経済の云々、と言われて、円高要因になった。ジョージ総裁はユーロが安すぎるという話をされたが、それぞれの国の受け止め方が皆基本的にはドルで動いているので、ドルが強すぎるということとそういう形で受け止められる可能性が強いと思う。

速水議長

アメリカ経済が下降になって、しかも経常収支の赤字も増えて、それでドルが強いというのはおかしいと思う。そういうことを言う方がおかしい。それともう一つ、日本はデフレだから円安だということもおかしい。

山下金融市場局長

マーケットの人達が言っている。

速水議長

企業が言っているのだろう。市場が言っていることはこちらがリードしていかなければいけない。

山下金融市場局長

言われる意味は分かるが。

速水議長

相場というのは相対的なものだから、アメリカの経済と日本の経済はどのように変わっていくかで動いていくものだ。1日で多少動いたりするのは気にすることはないが、基本的な流れとしては、今はアメリカの方が弱くなっている。

山下金融市場局長

実体経済の格差については、やはり日本の方が弱いというのがマーケットの見方である。

速水議長

日本の方が弱いかもしれないが、アメリカ自体経済は減速してる訳だろう。それから経常収支の赤字も増えている。それなのに強いというのはおかしい。

山下金融市場局長

経常収支については、もちろんアメリカの赤字は大きい訳だが、日本も黒字が大きく縮小している。

速水議長

日本は日本で弱い、なぜドル高なのかというのをアメリカ経済が強いからというのはおかしい。

山下金融市場局長

言われる意味はよく分かるが、経常収支だけで為替は決まらない。基本的には資本収支が影響する。

速水議長

基本的にはそうである。

山下金融市場局長

それでアメリカの場合には言われるように経常収支が赤字なので、そこをファイナンスするためには一定の資本が入らないと回らない。

速水議長

時間的にみればアメリカは今は経済が下降している訳だから、そういう時にだからドルが強いんだというのは、それは論理的におかしい。ドルといたら対円なのか対ユーロなのか分からないが、そこをはっきりして物を言わないと。

今は昔のブレトンウッズ体制ではないのだから、金ドル相場ではない。両国間の相対的な関係で相場は決まるのだから、アメリカ経済が強いからドルが強いというのを今言うのはおかしいのではないかと思う。それから日本がデフレだから円が弱くなるというのもおかしい。

山下金融市場局長

いや、マーケットが言っているのは小泉政権が思い切った構造改革をやると経済、要するに需要が減るという形になるので、為替市場の人達は円を売るという方向でみているということの説明した。

速水議長

市場の売買は色々な見方があるだろうが、趣旨についてそういう格好で説明するのはおかしい。まあ市場がそう言っているというのならしょうがないが。

中原眞委員

このところのエマージング・マーケットは不気味な感じが残るが、ある種のドル回帰が出てくるのではないか。あるいは今日辺りそういう感覚がマーケットにあるのかどうか聞きたい。

山下金融市場局長

言われるとおり普通エマージング・マーケットの危機の時にはフライト・トゥ・クオリティという、あるいは逃避という形でドルが買われるのが普通だったと思うが、昨日、一昨日の動きはやはり基本的にはまだそこまで

いっていないということが一つ。それから、今起こっていることはアルゼンチンとかポーランドとか特に東欧とかで、いわゆる円キャリー・トレード、ユーロとかスイスフランとか、一部円も使っていたようだが、そういうキャリー・トレードをヘッジファンドなどがやっていて、アルゼンチンを契機にしてややまずいという形で巻き戻しの動きが出ているということが、むしろドルが売られている一つの背景になっているということのようである。だから、中原真委員が言われるとおりの、これが深刻化してくるとドルは強くなってくると思う。

速水議長

円の対ドルでは去年の後半が、大体 105 円から 110 円で、今年になってからは 120 円から 125 円になっているのか。

山下金融市場局長

その辺りで推移している。

速水議長

2 割位の下落か。

山下金融市場局長

円の対ドル相場で言えば、4 月段階で 16% の下落になる。

速水議長

去年の後半と比べるとどうか。

山下金融市場局長

今の水準というのは 90 年代の中間位の変動の中にある。去年の 11 月から比べると 15% の下落となる。

速水議長

これだけドルが円安になっているのだから、もっと円安になるのが当たり前だみたいな感じというのはおかしいと思う。日本の経済は底を這っているが、アメリカの経済の方が今年になってから弱くなってきて、金利も下がっているし、経常収支も悪化している。むしろアメリカの弱さが相場に出てくる方が普通だと思う。

山下金融市場局長

言われるように実態はそういうことだが、ただ、マーケットの人達は、先程の説明のような見方をしている。

速水議長

マーケットは勝手にみている。

山下金融市場局長

ただ、為替相場を決めているのは我々ではなくて、マーケットの彼等であるから。

速水議長

それはそうである。しかし我々がそれに乗ることはない。

山下金融市場局長

なぜこういう相場形勢になっているかということ、マーケットの人達は何を考えて動いているかということについて説明したまでである。

速水議長

それならいい。そういうところは直接言うこともないが、中央銀行的な立場で物を言っていないといけない。

中原伸之委員

やはり、マーケット、相場のごことは相場に聞けだから、相場が色々なファンダメンタルズを評価してそれで決めている訳だから、私は中央銀行が必ずしもポジションを取ってこうあるべきだとかと言う必要はないと思う。

速水議長

それは市場が決めるのだから、そういうことは言う必要はない。だが、彼等は儲けのために動いている訳だから、市場が決める以上は行き過ぎたら必ず行き過ぎたと思って戻す。だから、あまり日々の動きで判断することはないと思う。

三木委員

山下金融市場局長の説明はそういうマーケットの見方とか、考え方を淡々と説明したということだから、私共もそのように聞いている。大体、マーケットは動かなければビジネスにならないから、そういうものだと思ってその事実を述べただけだろうと受け止めている。

山口副総裁

少し違ふ話だが、都銀などの準備預金の保有意欲には、何か変化はあるか。

山下金融市場局長

超過準備のことか。

山口副総裁

然り。

山下金融市場局長

超過準備は今のところはないと思う。最初の4月の積み期の時には、と

もかく超過準備を残したくないということで、最初にうんと抑えてやって最後に5兆円まで当預が増えてしまって、非常に混乱を極めたものだから、最近はや目に積もうという姿勢はある。ただ最後のところは調整しようという基本的意向が強いと思う。ただ、最近色々と議論しているとどんなにコストを払っても持つてはいけないという感じではなくなりつつはあるようだ。多分中原真委員が一番お詳しいと思うが、かつては、超過準備を持つということは恥だという感じが非常に強くて、資金繰り担当者の一番の誇りというか、そこをやらないように必死で色々な形を採ってきたように思う。しかし、こういう状況の下で、コストが0.01%というところまでくると、色々な意味でのコストを考えると、どうかなという発想が出てきているようだ。ただ、今までのところは、例えば合併した銀行が当面は最後の資金繰りが不安だから少し積もうかぐらいのことはあるが、基本的に超過準備を持っていいという発想になっているところはまだないと思う。

中原真委員

超過準備を持つと日銀に怒られると思っているのではないか。

山下金融市場局長

日銀にですか。

中原真委員

いや、何となく昔の意識が多少残っている人がいる。ただ、やはりマーケットの活性度が極端に落ちているので、一つは、ディーラーの人件費その他の組織の維持費用とそこに払うリソースとの関係で、もうあまり細かなところまで気を配った資金繰りはできないなという感じはかなり出てきていると思う。

山口副総裁

私も日銀は怒ったことはないと思う。無駄なコストがかかる感じだから、持つインセンティブが全くなかった。

中原伸之委員

怒られたと思っていた人も沢山いたのではないかな。

山口副総裁

先程の全店手形オペというのは、オファーして資金化はいつなのか。

山下金融市場局長

2日目になる。

三木委員

山下金融市場局長の方も昔と違って札割れは決して恥ではないと、実際にやるようになってきたのだから、大きく変わっている。

山下金融市場局長

いや、普段は基本的には札割れしないように色々知恵を働かしてやっている。5月の前半の時は、札割れをしながらどんなところでも供給しないと間に合わないという感じでやったので、あの時はややお恥ずかしい姿を示した。

三木委員

今度の期越えのオペは、やはり手形でやるのか。

山下金融市場局長

従来とは全く違う環境になっている。というのは、短国買入というのをやっていて、買入玉の平均が6か月程度になるケースもあり、もうとっく

に期末越えが 10 兆円以上になっているので、従来に比べて、もの凄く早くかつ大量に出している。この間、手形買入については、3 か月から 6 か月にして頂いたので長く打てるため、長距離砲として打っていて、今はレポとかは、証券会社などが入りやすい 1 か月とかもう少し短いところで回している、まだそこまではっていない。

須田委員

株式市場に対する市場参加者の見方について、私はアメリカの株が与える影響が凄く大きいと思っていたのだが、それをみるとそんなに大きなウエイトではないように見える。どのように解釈すればいいのか。

山下金融市場局長

確かに、今日の株価の動きをみても本当にアメリカで動いているということで、このギャップというのは何かというと、やはり企業業績が株価の一番大きな要因であるのは間違いないが、そういうことと金利というもののウエイトが高くて、だから、その時点時点で一番何をみるか、例えば海外要因もその時期によって多少増減している。現状で言うと、アメリカの株価がどうなるかというのが、マーケットの最大の関心なので、これが下がるのはなぜかというのは、グッド・クエスチョンだと思う。

田谷委員

これはやはり、国内の企業業績を経由して影響しているのだろう。今日のマーケットのコメントをみてもほとんどそういうことになっている。

速水議長

外人の株は今は売りなのか。

山下金融市場局長

今週はまた売りに回っている。ただ、昨日発表になったところでは、先

週は 800 億円程度の若干の買い越しになっている。最近の主体別株式売買動向をみると、このところほぼニュートラルという感じで、6 月 18 日の週、25 日の週、それから 7 月の最初の週は先程申し上げたように若干の 800 億円程度の買い越しのようなので、基本的には、ほとんどニュートラルで外人は様子を見ている。

速水議長

あれだけ株価が動いて取引は非常に少ない。5 億株台だったか。

山下金融市場局長

然り。昨日は、5 億株台である。

速水議長

どうしてなのか。

山下金融市場局長

基本的には、今買い材料がない、売る人しかいない、だからマーケットにエネルギーが非常に薄くて、皆様子を眺めているという感じである。日本のマーケットが大きく動くのは、うんと大きな材料がある時か、外人がうんと買ってくるという時である。外人が様子見、ほかの人達も様子見ということで、少し値が上がれば持ち合い解消売りが出るという循環である。やはりどうしても 6 億株前後で細々とやっている感じである。

速水議長

よろしければ次に移る。国際局から海外金融経済の動向について説明してもらおう。松島理事、平野国際局長に願います。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

平野国際局長

それでは、海外経済・国際金融について報告する。まず、この間の国際金融面での変化は三つある。一つは、米国を中心とする世界株価の下落、同時株安、二つ目は、世界通貨の変化、ドルがどの通貨に対しても強含んでいる現象、三つ目が、アルゼンチンを中心とするエマージング市場の動揺、この三つが特徴点だろうと思う。為替については、大分議論があったので、ここでは飛ばして、まずは株価について、先程の山下局長の説明に追加する形で一言だけ申し上げる。この株安の発端となったのは、IT関連を中心とする企業業績についてのバッド・ニュースが比較的多く聞かれたことにある訳だが、その特徴は、米国のみならず欧州、例えば英国の通信機器の大手であるマルコーニの業績下方修正のニュースだとか、あるいは日立のバッド・ニュースだとかそういう各国のニュースに世界全体の株価が反応するということが一つ大きな特徴だった。これは、当たり前と言えば当たり前だが、そういう個別のニュースに世界全体の株価が左右されるという不安定な展開は、要すればITの動向を巡る不安、不透明感を象徴しているということではないかと思っている。IT企業の業績の底入れは先ずれするのではないか、それからIT関連の投資調整も長期化しつつあるということではなからうかと思う。ただ、後程やや詳しく申し上げるが、例えば米国経済を全体としてみると家計支出は比較的底固い。こうしたこともあって、いわゆるオールド・エコノミー一部分は意外に持ちこたえているということもある。それからレベルは低い但各種のコンフィデンス指標にもいわば底入れの兆しも窺える。この先を展望すると、こうした事態に大きな変化がなければ、アメリカの消費が持てばということだと思うが、一つは在庫調整の進捗、二つ目は減税や金融緩和効果の浸透によって、本年秋頃から来年にかけての回復というものを展望してもいいのではないかと思う。ただ、勿論リスクもあるし、ITを中心とする企業セクターの投資調整が結構長引くとすれば、回復したとしてもその回復力は弱いのではないかということをお頭に置いておく必要がある。それからもう一つは、

こうしたいわば家計中心の回復パターンであるとする、日本やアジアの対米輸出の回復力というものも限定されるのではないかと思う。一方、中国を除くアジアについては、さらに調整色を強めている。それからユーロエリアの景気もここにきて減速感を強めている。この間、アルゼンチンを始めとするエマージング市場は非常に不安定な展開になっている。

それでは米国の主要経済指標をみると、まず3の実質個人消費は、5月が前月比で+0.2%で、一応消費が実質ベースで持ちこたえているという姿が確認された。一方、企業周りでは、生産の減少傾向が続く中、特にIT関連業種の不調が目立つという状況に変化はない。しかし、先行きの生産を占うとみられる受注面をみると、例えば8の製造業受注は、前年比はまだ沈んでいるが前月比では5月は結構プラスが出てきており、自動車、一般機械の受注に持ち直しの兆しがみられる。それから、12のNAPMの6月の数字をみると、生産や受注判断を中心に改善をしている。NAPMの四半期ベースのところをみると、第1四半期をボトムに第2四半期は勿論50を大きく下回る低レベルであるが、改善方向にある兆しが窺われるということではないかと思う。この間、雇用市場だが、これは引き続き労働市場の需給緩和傾向が続いているということで、6月の雇用統計をみても雇用者数が製造業を中心に大きく減少する姿になっている。インフレの方は適宜落ち着いているという評価でいいかと思う。ヘッドラインの前年比がまだ高いではないかという議論もあるが、ここら辺りでピークアウトしていくのかなという観測が有力になりつつある。

次に、ユーロエリアの主要経済指標であるが、ウエイトの高いドイツやフランスを中心に企業コンフィデンスの悪化が目立つ状況である。ユーロエリア全体としても、8の景況判断指数の製造業コンフィデンスのところをみると、このところ月を追って悪化してきている姿がみて取れる。9のPMI、ユーロエリア購買者指数、これは生産とほぼ平行に動く訳だが、これも悪化をしてきていて、生産も直近の統計が出ていないが傾向としては減少傾向にある。一方、消費の方は減税の効果もあって持ちこたえているが、設備投資の方は減速である。

東アジア諸国の主要経済指標については、その後、シンガポールの第2四半期のGDPが発表されており、これは前年比で-0.8%、それから第1四半期の前年比が+4.5%から+4.6%に若干上方修正された。前期比でみると第1四半期が前期比-11.4%、前期比年率だが、第2四半期が-10.1%で、これは結構話題になっていた。このように、IT依存度の高い台湾とかシンガポール、マレーシアは落ち込みが非常に大きい訳である。シンガポールは、今申し上げたように2四半期連続で前期比でみて大幅なマイナスということで、リセッションの状況にある。シンガポール経済は、非常に小さな経済なのでそれ自体として日本経済にどうこうという訳ではないが、いわばIT不況のインディケータールとしてみると、相当深いところにきているなということがこれで分かる。それから輸出の方だが、輸出の6月の数字は韓国だけ-13.4%と引き続き大きく決れている。台湾がその後発表されてこれが-16.6%であった。引き続き減少ということである。こうした国では、コンフィデンスの悪化から設備投資といった内需にも減速感が広がっていて、中国を除くアジア全体としてみるとまだ底入れを窺わせる兆しはないという評価でよいかと思う。輸出頼みの経済体質ということはおかねて指摘されている訳だが、一方で企業、金融の遅れといったようなこともあった。なかなか国内から自律回復力が出てこない。要するに外的ショックに極めて弱い体質が露呈しているのではないかと思う。

それでは、アルゼンチンの情勢について、簡単に整理をしておきたいと思う。まず、アルゼンチン国債の対米国債スプレッドだが、ここのところ1,300bpsということは+13%近いところまで急騰している。連れて、ブラジル国債、ロシア国債、トルコ国債といったようなスプレッドも足許上昇している。全体に市場心理が著しく悪化してきているという傾向がみてとれる。アルゼンチンの状況が、隣りのブラジルにも波及しているのは、このことでも確認される。チリとかウルグアイといったような債券も売られている。さらに言えば、アルゼンチンに対して一番エクスポージャーが大きいのは、国別でみるとスペインである。スペインの株価をチェックしてみたが、これは足許急落をしており、スペインにも波及してきている。

アルゼンチンの話は、簡単に言えばカントリー・イシューからグローバル・リスク・イシューになりつつあるという感じがする。その背景を一言で言えば、経済政策に対する不信とその背後にある政治の不安定化ということで、政府債務の支払能力が、改めてマーケットで疑問視されつつあるということである。若干細かく言うと、一つは輸出補助金、輸入課徴金の導入による実質的な二重為替相場制を導入したという話を前にしたが、これは苦し紛れの対策ではないかということで、むしろマーケットの不信を高めることに繋がった。それから、税収の配分を巡って連邦政府と地方政府が対立していることも、財政の立て直しが巧くいかないのではないかという思惑を呼んでいる。さらに一番直近で響いているのは、10日に実行された3か月物国債の入札が不調だったこと。これは国内向けにペソ建てでやっているが、これは結局、落札金利が14%ということで国内でも非常に不信感が広がっている。さらに言えば、昨日は格付け機関がアルゼンチンの格下げを実施している。フィッチがシングルBプラスからシングルBマイナスに2ノッチ下げた。さらに、アウトルック・ネガティブであることを公表して、これも市場心理の悪化に拍車をかけた。こうしたことがブラジルにも波及してきている。この先どうなるのかということが注目される。市場がみているシナリオというのは、今のカレンシー・ボードを維持したままでの緊縮策というのは持たないのではないか。そうすると結局、通貨の切り下げあるいは変動相場制への移行に追い込まれるのではないか。追い込まれたとしても別にそこで問題が解決する訳ではなくて、外貨建ての債務負担が大きく膨らむ訳なので、さらにそれが混乱を拍車するのではないか。そうすると最終的には結局、デフォルトに追い込まれるのではないか、というようなことをマーケットは強く意識している。以上である。

速水議長

質問あればどうぞ。

須田委員

アルゼンチンの話だが、新聞をみているとIMFがさじを投げるみたいな記事も出ていて、それに対して国際機関がどうにか収めなくては行けないという姿勢も何かどこかにいつてしまったような気がするが、その辺はどうか。

松島理事

アルゼンチンだけではなく、まず総論から少し述べさせて頂きたい。今までアルゼンチン、トルコ等については年初以来色々と問題が起きてスプレッドも拡大するということでリスクとしてみられていた訳だが、IMF等の金融支援というものもできて、それと同時にこれらの国に対してプログラムをセットする、そのプログラムの中で構造改革を含めたポリシーについて対応していくということもあって、これまで比較的ローカルな問題というような受け止め方であったと思う。しかし今、カントリー・リスクからひょっとするとグローバル・リスクになるかもしれないなというような感じになってきているが、これが本当にコンテージョンというかグローバル・リスクになるかどうかについては、もう少し様子をみないといけない。現在これだけスプレッドが開いているが、マーケットはこの市況をみても分かるようにかなり振れるので、後10日とか2週間位、こういう傾向が改められないのか、それとも沈静化するのか、それをみないと判断できないと思う。ただ言えることは、世界の経済が狭くなってきているということなので、こういうショックが世界に広がりやすいということは環境の変化としてあるので、そこはよくみていかなければいけないと思う。それから個別の 이슈としては、IMFがトルコとアルゼンチンに対してそれぞれプログラム、そしてコンディションをつけながら、コンディションの中でそれぞれ対応してきている。しかし、トルコの場合も、最終的には、IMFが支援を実行すると思うが、実はこのトルコへの支援パッケージの一部の支出、実際の支援の条件が満たされず延期になったということで、それが混乱の一つのきっかけになっている。それに対して、トルコも

プログラムに含まれている条件については呑もうということになっているので、今回は何とか出るのではないかということである。それなりに対応しているが、しかし、先程の平野局長の説明にあったように、それぞれの国の政治が必ずしも安定していないというか一つの政策を短期間で国内的に合意を取り付けていくのは、なかなか難しいことは事実だし、そもそもアルゼンチン、トルコとも国内にとって対外債務が非常に大きい。一番エマージング・マーケットで対外債務が多いのはアルゼンチンだし、二番目に多いのはトルコである。それだけ大きな対外債務がある中で、対外債務だけに焦点を当てると国内の問題にまで跳ね返ってくる問題もあり、なかなか出口が難しいというのは皆言っていることである。従って、予断なくモニターしていかなければいけないと思っている。ただ、過去に比べると相当前の段階でIMFが支援を決めているということもあるし、それと両国とも地政学的に重要な国であるという認識でみているので、現時点ではこれがコンテージョンになっていくというような見方にはなっていないと思うが、よくモニターしていく必要があると認識している。

中原伸之委員

平野局長、ここでのアルゼンチン国債は何を指しているのか。国債には色々あるが。

平野国際局長

銘柄まではよく分からないが、要するにブレイディー債かどうかということか。

中原伸之委員

何とか債とかあるではないか。

平野国際局長

それは後程調べて報告させて頂く。

中原伸之委員

それから今、松島理事から話があったが、アルゼンチンにIMFのチームはまだいるはずだが、今度14%とか15%という高い金利で国債が落札された訳で、確か8億5千万ドル、入札でプロシードがあったと思うが、IMFが支援するのは今度は12月である。だからこの時にもう一回どうなるかという大問題が残っている。

平野国際局長

大きな流れでみると、この間、非常に大きなデット・スワップというか借り換えをやって償還を少し長期化したので、2003年位までは大丈夫かなという流れが一旦あった。あったが、その前提としては、短期の方は、乗り換えなり調達が十二分にいくのだろうということだったが、今その短期のところもこういう状況になってきているので、今の状況が継続しているとすれば、これは相当深刻な事態に陥る可能性はある。ただ、今の状態が継続するかどうかについては、先程松島理事からも説明があったようにこの先のIMFの対応だとかあるいはアルゼンチンそのものの政府の姿勢とかあるいは世界経済の動向、色々な要素がそこにかかってくるのでそこは注意してみていく必要があると思う。

田谷委員

米銀のエクスポージャーは大きいのか。やはりスペインの銀行なのか。

平野国際局長

一番大きいのはスペインである。米銀も結構ある。

田谷委員

アルゼンチンはやはりスペインの銀行か。

平野国際局長

然り。

速水議長

日本の民間の債権はどれ位あるのか。

平野国際局長

これも後程数字は報告させて頂くが極めて小さい。これは中原真委員の方がお詳しいかと思うが。

中原真委員

それは、あるが小さいと思う。

田谷委員

ラ米も、トルコも日本の銀行のエクスポージャーは小さい。

速水議長

今度の国際会議でも、随分、情報交換があったが、どちらも政治問題だそうである。トルコの場合には、あまり周りには影響がなく、国内の問題であるが、アルゼンチンの場合には、やはり独裁者がいてそれがかなりむちゃくちゃな政策をやっている。経済政策はどちらの国も間違っていて、財政の赤字とそれから民営化の遅れとか、そういうようなことが大きな問題になっているようだ。アルゼンチンについては、やはりメキシコ、チリ、ブラジルにはもう随分影響が出ている。スペインにも若干出ている。これからもう少し注意深くみていこうということであった。

平野国際局長

今、速水議長指摘のようにアルゼンチンがその典型だが、要するにカレンシー・ボードの下で国の建て直しのために緊縮策をやると、連立政権の

内部でいわゆる改革派とオールド・ガードの間の摩擦が強まるという構造にあって、非常に難しい状況である。

中原伸之委員

先程言っていたアルゼンチンの影響はブラジルにも出ているのか。

速水議長

ブラジルの市場に少しもう影響が出ている。

質問がないようであれば次に移る。次に調査統計局から最近の国内経済情勢について説明してもらおう。永田理事、早川調査統計局長お願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

今日は、短観の発表された月であるが、短観の発表前から、最近の経済については海外経済、特に情報関連需要の急減速ということで輸出、生産がかなり大きく落ち込んでいること、ただ、その一方で、IT産業というものの一つの産業特性というか、世界同時的に貿易と生産の縮小がみられている一方で、国内の他産業への波及というのは相対的に限定されているようにみえるということをお願いしてきた。今回、短観でも、本当に波及は限定されていると考えてよいのか、そうではなくて色々なところに影響が出ているのかというのが一つのポイントだったかと思うが、その点については結論から申し上げますと、色々影響はないとは言わないが、IT産業の大きな落ち込みに比べてそれ以外への波及はやはり相対的に限定されていると思っている。まず、業況判断をみると、製造業については、角度としてかなり大きな落ち方になっている一方で、非製造業は総じてそうでもない。特に非製造業の大きいところでは、下向きといえれば下向きであるがほとんど横這いと言っても差し支えないような動きになっている。勿論、中小企業については、ある程度下を向いている感じもあるが、この落ちている中身をみると建設業であるとか卸売業といったところであり、輸出、

生産の影響が現在波及して出てきているというよりは、それ以前から抱えている構造問題を反映したような動きかと思われる。この点をもう一つ別の観点でみたのが図表 2 であるが、短観の業種別に業況判断を横軸に、98 年第 4 四半期から昨年第 4 四半期までの 2 年間の改善幅を横軸にとり、縦軸に昨年の 12 月からこの 6 月までの二回の変化幅、基本的には悪化方向と考えて悪化幅をとってみると、かなりきれいな相関がみえる。例えば、電気機械は、大体 98 年のボトムから去年の 12 月までの 2 年間で 80 ポイント位改善した後、半年間で 65 ポイント悪化した訳である。同様に、IT に関係したところでは、同じように大幅に改善の後、大幅悪化であるが、例えば、小売とかサービスというところをみると、99、2000 年の 2 年間で 20 ポイントほど改善してはいるが改善幅は極く小さかった訳であるが、そういったところでは逆に過去二回合わせて全然悪化していない。ここ半年位に起こっていることは、99、2000 年の 2 年間の反対みたいなことであって、要するに 99、2000 年というのは IT 関係が非常に良くなったがそのプラスの波及はなかなか広がらなかったのが特徴であるが、今回はまた逆のことが起こっているのだと思う。

業況判断は以上として、次に輸出入について、海外経済の減速の影響を特に IT 関連のエクスポージャーの非常に大きい N I E s 諸国の輸出・生産を通じてみてみると、N I E s 諸国、これは韓国、台湾、シンガポールであるが、それらの輸出・生産の動きをみると、第 2 四半期に入ってもなおかなり大きなマイナスになっている。先程、国際局長からもシンガポールの非常に大きなマイナス成長の説明があったが、例えば輸出は前期比で二桁近いマイナスであるので、年率にすればとんでもなく大きな数字であり、こういったところからみると、少なくとも足許までのところでは IT 関係のマイナスの影響というのはかなり顕著に表れていて、日本でみられている現象も日本特有のことでは必ずしもないと思う。

輸出サイドの財別の動きについては、特段大きな変化はない。落ちているものの中心は、情報関連であるし、資本財についても減少の半分近くが半導体製造装置等ということで情報関連の影響が大きい。但し、半導体製

造装置以外のところもやはり資本財が落ちてきており、この辺はアジア諸国における設備投資の減退の影響が現れているということではないかと思っている。次に輸入サイドであるが、一見数字面は第1四半期大きくマイナスの後4、5月はほぼ下げ止まり若干のプラスになっているが、これの中身をみると、情報関連財はやはり第1四半期だけでなく第2四半期も引き続き減少している。そういう意味では、輸出と輸入と同じような動きをしているということであるし、中間財の動きについてもやはり生産の減少の影響を受けて若干減っているという動きだと思う。実は四半期毎の数字の綾を付けているのは消費財であり、消費財というのは過去2年位基調としては増加している。要するに、中国等からの消費財の輸入は増加しているという感じであるが、四半期毎にみると、相当振れる。実は、去年第4四半期にうんと入ってきた後に第1四半期で一旦減って、第2四半期はリバウンドしている。そうすると結局、何が起きているかということ、第1四半期はこの消費財も落ちたことによって、恐らく基調的な勢いよりも大き目に減少して、第2四半期について言えばそのリバウンドもあってやや下げ止まりという数字になっているようである。基調的にはやはり少しずつ減少しているのではないかと思っている。

それから次に、企業収益と設備投資であるが、短観の企業収益をみると、まずはっきり分かるのは、2001年の上期、9月までの中間期に関しては、大方のところ減益になっていることである。大企業の製造業・非製造業ともに前年比で二桁の減益であるし、中小企業も製造業に関しては10%近い減益になっている。そういう意味では、生産の減少の影響によって企業収益については上期はそれなりの影響が出ていると思っている。問題は下期をどう読むかということであるが、下期については軒並み増益を見込んでいる。この点は、特に大企業に関しては、まだ中間決算も済んでいない段階であるので、当然年度当初に決めた収益計画をこの時点で見直すにはまだ早いということ、従って走り出しが悪くても上期を若干下方修正し、下期を上方修正することによって年度は余り変えないというような動きが影響していることは間違いないと思う。こういうものであれば、下期回

復期待というよりは、建て前としての下期回復期待とすることができるかと思うが、詳しくみると必ずしもそればかりでもないようにも思える。と言うのは、一つは業種別にみると、電気機械とか鉄鋼のように年度を下方修正している業種もある。その一方で、実は、自動車が年度をかなり大幅に上方修正している結果、全体として年度がほぼ前回並みというようなことになっているので、必ずしも上期の減少分を、下期に繰り寄せているという話ばかりでもない。さらに、例えば、そういう決算の公表ということに余り影響されない中小企業についても、一応、下期は大幅ではないが増益を見込んでいるということ、さらには全く縛りのないDIなどについても電気機械等で9月にかけて若干の回復を見込んでいるということを見ると、必ずしも建て前としての下期回復期待ばかりではなくて、実現するかどうかはともかくとして、企業の中に一定の下期回復期待みたいなものがあると読むことができると思っている。

続いて、設備投資関係であるが、企業収益と同じように弱い面と強い面の両方を申し上げる必要があると思う。まず、足許については、設備投資は減少に転じてきていると思う。例えば、資本財出荷の動きをみると、第2四半期は、これは勿論振れの大きい統計であるので注意して読む必要があるが、下を向いているという感じであり、確かに設備投資の流れとしてこれまで増えてきたのがマイナスに転じてきていると思っている。ただ、それが大きなマイナスになるのかということについては、例えば、機械受注をみると、これまでずっと増えてきた後、第1四半期7%ということでもかなり大幅な減少にはなったが、第2四半期は、今の内閣府の見通しでは横這いということであり、4、5月の数字は若干ながらプラスということになっている。私共では、これがプラスであることをとってリバウンドしつつあるとか申し上げる積もりは毛頭ない。ただ、これをみると内閣府の横這いという見通しを大きく下回るふうでもないと思う訳で、ずっと増えてきて一旦落ちた後、横這い圏内の動きだとすると、設備投資が大きく調整するようなものでもないという印象を持っている。同様のことが言えるのが、短観の設備投資計画であり、例えば、大企業・製造業についてみる

と、この時点で前年比8%近い増加ということで、随分強くみえる。ただ、これはやはり強くみえるということであって、去年の数字がかなり大幅に下方修正されて今年にずれ込んできているということ、今年の数値だけみればほんの僅かではあるが、実は6月時点では異例の下方修正になっていることを考えると決して強い数字ではないと思うし、中小企業等についても去年と違って上方修正の動きはみられる訳であるが、これも例年に比べて特に大きいという訳でもないので、全体としてみると設備投資計画もやはり慎重めかなと思っている。ただ、これも繰り返しになるが、では大きな減少になるかというところでもなさそうだと思う。これは、去年IT関係の一部の業種を中心に設備投資が増えただけであって、幅広く増加していなかったということもあって、今年逆に言えば幅広く減少する訳でもないということ。現にこの時点で、例えば、6月時点で全産業・全規模でソフトウェアまで込みに入ると5%位のマイナスである。これは、名目で5%であるので、設備投資デフレーターが2~3%低下するということを考え、かつ中小企業ではまだこれから幾らか上方修正されていくだろうということを見ると、仮に今後電気機械等で下方修正があるとしても、そう大きなマイナスになるような数字でもない。であるから、足許マイナスに転じてきてはいるが、大規模な設備投資調整を表わしているような数字ではないと思っている。

次に、雇用関連であるが、雇用関連も相変わらずミックスした動きではないかと思う。完全失業率は0.1%ポイント位上がって史上最悪を更新したと言われているが、この4.8~4.9%というレベルは過去2年間位ずっとこの水準を続けているレベルであり、今月特段悪化したということではなく、0.0幾つの範囲で一番高いというだけの話であり、特段の変化が起こっている訳でもない。一方で、有効求人倍率はこのところ少し下げてきたところで横這っており、新規求人倍率は幾分上昇している。私共が最近雇用関係の数値で一番驚いているのは、新規求人が1~3月はぐっと下がったが、その後は4月、5月と2か月続けてむしろ増えてきていることである。これは、必ずしも職安統計だからそうだという訳でもなく、例えば、求人雑

誌の広告件数などをみても同じような動きであるので、職安だけの事情でもない。ただ、中身はかなりはっきりしていて、製造業はやはり減っている。そういう意味では、生産の減少の影響が雇用面に影響が出ていない訳ではなくて現に製造業では減っている。ただ、非製造業がこのところ底固い動きをしていて、その結果として、全体は先程申し上げたような動きになっている。もう一つ興味深い動きは、労働力調査である。労働力調査についても、雇用者数は非常に底固い動きをしている。前年比こそ確かにちょっと落ちたように見えるが、前期比で見れば1~3月一旦減ったものがまたリバウンドしてきている。ただ、それと同時にもう一つ注目すべきことは、就業者数をみると、前年比でマイナスに転じてきていると同時に前期比でもかなり弱い数字が出ている。雇用者数と就業者数のこの乖離というのは、言うまでもなく自営・家族という人達であり、この点は例えば、過去の長い時系列をみても自営・家族というのはずっと減っていく傾向にはある訳であるが、ここ最近の自営・家族の減り方というのはかなり顕著なものがあり、構造改革と言われるまでもなく、恐らく中小の流通業等の廃業等の動きであろう。そういう意味での構造改革が、進んでいるといえれば進んでいるということの現われではないか。但し、逆に言えばその分が必ずしも雇用者数の増加に全部現れてきていないということでもあると考えている。なお、賃金は最近ちょっと弱い感じがするが、何分4、5月であり、まだ6月のボーナスの数字が入っていない。ボーナスについては、日経調査等でも少し増えるという話もあるので、この段階でちょっと賃金が弱いということを余り明示的にいうのは如何なものかと思っ、少しそこは控えている。

個人消費に移る。個人消費についても基本的には今月特段大きな変化があったという印象は持っていない。弱い方向を申し上げると、相変わらず家電リサイクルの反動が出ている家電販売関係、及び家計調査が相変わらず弱いという感じがしているが、車はますますという感じであるし、百貨店はこのところ比較的いい数字が続いているということで、業態区々ではあるが特に今月に入って大きな変化があるとは思っていない。ただ、消費

財の供給数量をみると、ちょっと頭打ちの感じもある。従って、これは明日の月報の話になるが、これまで、回復感には乏しいけれども一部に明るい指標がみられると書いていたが、余り明るいところにウエイトを置く言い方も如何なものかということで、今回は単にフラットに「横這い」という表現にしている。消費は以上である。

生産についても前回会合以降、特段新しい情報が入っている訳ではないが、第1四半期、第2四半期とにかく大きな生産の減少になりそうである。その主たる原因は、何と言っても電気機械の減少が一番大きい。今私共が一番注目しているのは、6月、7月のところで予測指数の減少幅が少し縮んできていること。それ以上に興味深いのは、やや技術的であるが、生産予測指数には予測の修正率及び実現率という概念があり、これに関する動きである。実を言うと、ここ半年位この修正率、実現率が非常に大きくマイナスであったというのが特徴であった。というのはどういうことかと言うと、毎月毎月、特にIT関連を中心に輸出だと言うが予想をかなり上回るような需要の減退があつて、それに対してメーカーが追い付いていなかったということである。最近の電気機械の数字をみると、減少が止まったという感じはまだない。ただ、修正率、実現率はかなり縮んできたのも事実であり、いわば需要の落ち方に対してメーカーの目線が合ってきたところまでは言えるのではないかと思っている。逆に言うと、最近、素材とかに怪しげな動きもあるが、一応、電機を中心に言えばそういうことである。恐らく生産は、7~9月も減少になると思うので下げ止まりとは申し上げないが、そういったことが減少幅が縮んでくることの兆候なのかどうか、この辺は一つのポイントだろうと思っているので、一応紹介しておきたいと思う。

最後に物価関係である。短観の需給関係を表わしている数字をみると、設備判断と雇用判断の加重平均、いわゆる短観ベースの需給ギャップみたいな概念、それから製品需給の概念であるが、いずれも足許かなり下を向いてきている。ただ、確かに下は向いてきているけれども、レベルとしてみると物凄く低いというほどでもなくて、特に98年の後半辺りと比べると

とまだレベル的にはそれほどでもないという印象も持つ。と同時にもう一つの特徴は、製造業と非製造業に分けてみると、製品需給、製造業のところでの悪化が顕著な一方で、非製造業のサービス需給は実は横這い圏内であり、これはやはりD Iと同じような感じがここでも出ているということである。それから最後に一点、興味深いと思って紹介しておきたいのは、価格判断のところであり、製造業の価格判断は大雑把に言えば需給見合いという動きであるが、非製造業のところは去年の後半のところから少し価格判断が下がっている。需給判断は余り動いていないところで価格判断が下がっている。特に小売業がそんな感じであるが、去年の後半辺りにC P Iが輸入品の増加等々で下がった訳であるが、それとこれが関係するのかわどうか、余りまだちゃんと分析していないので確たることは申し上げられないが、一つ興味深い動きだということで指摘しておきたい。それから、物価指数についてであるが、全体として然程大きな変化はない。卸売物価は、大雑把に申し上げて3か月間で0.2%位低下するという動きが続いている。円安あるいは原油価格もあり、原油価格関係が若干プラスに働いている一方で、下落は機械類が一つ。機械類については、以前から技術進歩の関係が大きいと申し上げてきているが、最近はずしもそうではなくて、やはり電子部品などは単純に需給による下落だと思っているし、加えてやはり鉄鋼、建材のところのマイナスが大きい。これは実は、短観の業況判断などをみても建設が悪いが、その一つの現われかなと思っている。次は、C S P Iであるが、例えば前年比でみると、総平均、国内需給要因、ともにマイナス幅がかなり拡大した。ただ、このマイナス幅拡大は比較的理由がはっきりしており、通信・放送の下落であって、5月にマイラインが実施され、それに伴う各種の料金の値下げがここに反映されたという動きである。

最後に消費者物価であるが、数字面を申し上げると、5月はいつもの除く生鮮で前年比が-0.7%ということで、これまでで一番大きな下落になった。ただ、5月の数字はこれが何か基調的な変化を表わしているものだとは思っていない。というのは、民間サービスが去年の5月のところだ

けぼこっと上がっていたが、これはたまたま去年の5月の宿泊料金が調査日の関係で跳ね上がっていたもので、この反動として今年は宿泊料金が落ちており、季節調整をかけてみると今年特に落ちたということでもない。ただ、そうは言っても商品などをみると、円安とかの動きはあるにもかかわらず、やはり下落幅が拡大しているのも事実で、特に今月どうこうということではないが、やはり物価の下落傾向は続いているということだろうと思う。図表は以上で本文に移る。

今月4~6月の生産の減少幅が大きかったということ、それに加えて6月短観が公表されて企業の収益・マインドの下振れ、あるいは設備投資スタンスも慎重であるということが確認されたと思っている。特に短観などについては予想の範囲内の動きではあった訳であるが、設備投資はそれなりに弱いということが数字でも確認されたものであるから、これまでの景気の判断について「調整が深まりつつある」という表現から微修正であるが「深まっている」ということにした。ただ、本当は短観などで収益とか設備がもう少し大きく落ちていれば、例えば輸出だけでなく設備投資も影響が出てきて調整が深まっているということも考えたが、今回の短観をみる限りではそこまで言うとは必ずしもバランスがよくなって、やはり今現在の経済の特徴ということ言えばやはり生産と輸出だということには変わっていないということなので、基本的な枠組みは変えないで僅かな文言の変化にとどめた。それから先行きのところについては、今後とも一応IT関連からその他への波及は相対的にはゆっくりであると申し上げた訳であるが、やはり今後コンフィデンスなども含めて家計の所得支出について注意深くみていくことが大事だろうと思っている。それからその後の今後の景気については、海外経済に依存するところが大きいと思われる。もう少し別の言い方をすると、IT部門から他部門への波及というのは相対的にゆっくりであるので、ある意味でそれがゆっくりしている間に海外経済なりIT需要なりがリバウンドしてくれば経済はそれほどひどいことにならずに済むというシナリオが書ける訳であるが、逆にそれがズルズル遅れていけば、如何に波及がゆっくりであると言っても毒はゆっくり回っ

ていく訳であるので、それはそれとして雇用とか設備とかへ段々波及してくるリスクがあるということである。なおこの点について短観では、例えば先程申し上げた収益のところなどで下期回復期待みたいなものがみられたが、そこはあくまで企業はそう期待しているということであって、そう実現するというとは別の話で、短観から毒の回り方がゆっくりだということのははっきり読み取れると思うが、下期は大丈夫だということ短観から読んでもこれはちょっとしょうがない話であろうと思っている。また、前月から申し上げているとおり、構造改革の動き、それが経済にどう影響していくかということは重要なポイントであるが、現状何か目にみえて色々なことが起こっている訳ではない。敢えて申し上げますと、ここに書いてあるように短期的にみれば倒産とか失業の増加が考えられる訳であるが、この点短観などをみると建設業の業況判断が相当悪いというのが特徴である。全体としては既往ボトムということではないが、建設業だけとるとそういう数字がみえる。そういうことを考えると直接構造改革を意識してなのかどうか分からないが、ひょっとするとそういうことが反映されているのかもしれないという気がしている。最後の物価については先程説明したとおりであり、今月特にどうこうという変化ではないが、やはり物価はじわじわ弱い状況が続いているので、仮に海外経済が一段と悪化する、一段と悪化しないまでも回復が遅れていくということになると、物価の下落圧力も徐々に強まっていくということについては引き続き警戒する必要があるということと結んでいる。私の説明は以上である。

速水議長

質問あればどうぞ。

米国の経済の減速がばあっと世界に早く広まったことについて、欧州、特に英国とかフランスとかが最初に強調するのは、多国籍企業の影響を非常に大きく受けたということである。アメリカに本籍を持っている多国籍企業はヨーロッパへどんどん出てきていて、それらが本部の指示に従って投資をアメリカと同時に落としていき、それから生産もそういう状況で落

としていった。それが我々のところの設備投資や生産の急速な下落に直ちに繋がったんだということを非常に強く強調する。ほかの国でも恐らくそうだと思うが、グローバル化ということもあるけれども多国籍企業のウエイトというのが非常に大きくなったから、アメリカが急速に落ちると、ITだけではなく、ほかの部門も落ちていくということが今回は非常にはっきり確認されたということを行っている。日本の場合はそういう影響が出ているのか、あるいはそういう数字がとれているのか、マクロの数字は出ているがそういうミクロの事情が分かっているのか、その辺は私もちょっと聞いていて気になったので、説明してほしい。

早川調査統計局長

欧州の事情はよく知らないが、確かに言われる意味では、アメリカと欧州との関係と、アメリカと日本や東アジアとの関係は若干違うところがあるかもしれない。ご承知のとおり欧州へは、以前からアメリカの企業は沢山出てきている訳であるし、逆にここ数年間というのは欧州資本が相当アメリカに大量に乗り込んでいったことも事実であって、資本の連携が非常に強くなっているのも、多国籍企業を経由した影響というのが相当あるということかもしれない。そこは詳らかにしないが、他方で日本とか東アジアとアメリカとのリンケージというと、資本のリンケージというよりは、さっき申し上げた実際のITの物のリンケージという部分が非常に大きいのではないかと思っている。先程説明した韓国とか台湾とかシンガポール辺りは、資本提携の問題もなくはないと思うが、一番大きいのはやはりそういう国々がITの生産基地であって、従って世界的なIT需要が落ちるとそれらの国の輸出・生産が落ちるといような形で、ずばり貿易のところを通じて現れてきているという感じである。むしろ、ヨーロッパは、こう言うとヨーロッパ人に怒られるかもしれないが、ITに対するエクスポージャーがひよっとするとそれほど高くないのかもしれないという感じもしている。一方でそういう車などを含めて色々なところでの資本面での結び付きが非常に強くなっているのも、若干その繋がりが違うのかも

しれない。ちょっと直ちにお答えできないがそんな第一印象を持つ。グローバルゼーションというのも色々なグローバルゼーションがあるということである。

速水議長

日本でも外資がかなり入って広まってきているが、その辺はどうか。

早川調査統計局長

言われるとおりに確かにここ 1、2 年をみると外資の日本への流入というのは過去に比べて飛躍的に増えており、日本にも外資が広がってきているが、そうは言ってもまだ日本に対する対内直投なるものというのはどうかというと、よその国に比べて断然低いということもこれまた事実であり、今のところ外資系とかのいわば投資の抑制みたいなものが日本の投資全体に大きく影響しているという感じはしていない。むしろ、固有名詞は言わないが、自動車の某社などは去年かなり設備投資を落としたから、今年は少しリバウンドではないかと思っている。

速水議長

統計、短観などでもそういうことがしっかり掴めるようにはしておく必要があると思う。

早川調査統計局長

言われるとおりで。

速水議長

特にイギリスなどは、アメリカからもきているし大陸からもきているし、その両方が落ちるということを非常に強調していた。

三木委員

今出ている設備投資アンケートというのは、ここに出ているものだけか。

早川調査統計局長

設備投資アンケートは沢山ある。まず、設備投資アンケートは二系列あって、一系列が大きい企業を対象とするアンケートで、沢山あるが代表としては私共の短観の大企業と、やはり政策投資銀行の調査というのが信頼度の高い調査ではないかと思っている。

三木委員

産構審のものは。

早川調査統計局長

産構審のものもあるが、こんなことを言ったら経済産業省に怒られるが、産構審は経済産業省所管業種のみを相手にしている。

三木委員

データが偏る嫌いがある。

早川調査統計局長

製造業であればそんなに違わないけれども、非製造業のところに入るとカバレッジがうんと下がってしまう。そういう意味では、一応基本は、政策投資銀行のものと私共の短観の大企業のところをみて頂くのがいいのではないかと思っている。小さい方はなかなかないが、私共の短観の中小企業のところと、中小公庫が行なっている中小製造業に関する設備投資調査というのが、かなり信頼の高いサンプル数も多い調査だと思っている。今のところ、例えば、私共の短観の大企業と政策投資銀行の調査、あるいは私共の短観の中小製造業と中小公庫の調査の間に目立った乖離があるという認識はない。

三木委員

因みに政策投資銀行の調査では2001年度は幾らになったのか。

吉田調査統計局企画役

2月調査と8月調査となっており、今年の2月調査の大企業では、製造業が-0.7%、非製造業が-7.4%となっている。

早川調査統計局長

であるから、私共の3月調査と比べてそんなに違っているという印象はない。

三木委員

乖離はないのだな。

早川調査統計局長

ありません。

速水議長

ほかになければ次に移る。最後に企画室から最近の金融環境について説明してもらおう。増淵理事と雨宮参事役。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

雨宮企画室参事役

本日の報告のポイントは一つだけであり、3月の金融緩和措置の金融面での効果がそろそろ出尽くしつつあるのか、あるいはなお効果浸透途上にあるのかどうかという点に絞って説明したい。結論的には全体としてなお浸透過程にあるという判断で宜しいかと思う。

はじめに幾つかのセクター毎に整理して説明すると、まず一つ目は金利、

あるいはクレジット・スプレッドといった価格の動きであるが、市場金利についてはさすがにこれはもう出尽くし、短期、中期の市場金利についてはこれ以上なかなか下げ余地が乏しいというところまできている訳であるが、その中でクレジット・スプレッドについてはなお縮小過程にあり、その意味で投資家の信用リスクテイク姿勢というのはまだ強まる途上にあるというふうに判断して宜しいかと思う。

二つ目がCP、社債等の直接市場における調達活動であるが、今申し上げたような低金利、それとクレジット・スプレッドの縮小傾向ということを反映して、引き続きまだ少なくともアベイラブルな指標でチェックする限りでは、なおCP、社債市場における調達活動は活発化のプロセスにあると判断して宜しいかと思う。

三つ目が金融機関の貸出行動であり、マイナス要因としては企業の業績の悪化、それと株価低迷に伴う含み益の減少といったマイナス要因の一方、概念的には金融緩和のプラスの影響はあり得ると思うが、全体として前々月から報告しているとおりの良いところにはもっと貸すけれども悪いところは若干慎重という二極化の動きは余り大きく変わっていないと思う。足許の短観等でこの辺がもう少し明らかになるかなと思っていたが、意外と変化はないということであった。

四つ目がマネー等の通貨集計量であるが、郵貯要因という意味で括弧付きではあるが、マネー、ハイパワードマネー、ベースマネーとも伸び率を高めつつある。以上四つのセクターで整理したが、全体として市場金利そのものという意味ではほぼ出尽くしであるが、その他の要因を考えるとなお浸透途上にあるということではないかと思われる。

以上を踏まえて若干数字を説明させて頂くと、金融機関の貸出をみると、クレジット関連指標の5業態の貸出残高、特殊要因調整後で6月が前年比-1.5%であるので、4月、5月、6月とほとんど1%台半ばで大きな変化はない。CP・社債市場については、CPをみると、6月もまた既往ピークの更新ということになり、残高は20.9兆円という数字をマークしている。特徴点は、引き続きA2、A3格と若干格の低い方のシェアがかつて

に比べて幾分高まっている。それから、今月やや動きがあったのは社債であり、前年比をみると、6月の残高前年比が大分持ち上がってきていることがみて取れる。今月の特徴は二つあり、一つはやはり社債の起債環境の改善を映じて電力、これは9月に大量の償還があるが、電力の起債前倒しという動きがあったということと、社債においても格付の低い方の銘柄の発行が増え出したということがある。因みに、6月の発行額のうちトリプルB格の発行企業のウエイトというのは、15.8%を占めるに至った。これは、今年の1~3月が4%、昨年の10~12月は8%位であるので相当増えており、若干1、2か月遅れてCP市場と同じような現象が社債市場にも波及しているという感じがある。ただ全体として資金需要が増えているということではないので、例えば電力の前倒しというのもあくまで前倒しであるので、このまま残高が伸び続けるとはちょっと考えにくい。

それから資本市場の調達環境であるが、これはさすがに株価の低迷を反映して新規公開等をみても引き続き低迷地合いが続いているという状況である。

次に、通貨関連指標の数字であるが、マネタリーベースをみると、6月の実績は7.6%という高い数字で着地した。中身をみると引き続き銀行券の発行高が8.9%と7月の郵貯の大量満期前の引き出しで相当高い伸びになった。また同時に日銀当座預金の前年比、これが4月までは2割、3割の減少という格好であったが、6月になってほぼ前年並みになったということもマイナス幅の縮小という格好でプラスに寄与して、7.6%という数字になっている。これは対外的には発表していないが、当面7~9月も大体7%台の伸びが続くとみている。それからマネーサプライであるが、こちらも伸びを高めており6月は3.2%ということで3%台に乗せている。中身である現金通貨、預金通貨等をみると、この6月の数字というのが典型的な並び方をしていて、現金通貨8.5%、預金通貨8.0%、準通貨、定期性預金等はむしろ-3.3%というふうに、いわばお金らしさが強いものほど伸びが高く、流動性選好の効果がこういう格好で現われているという意味では、お金らしさでこういうものをウエイトを付けて集計すると、お

金の量というのはこれ以上にジャブジャブだという結論がでてくるだろうと思われる。今度は、M2+CDの前年比の要因分解をみると、ここ数か月伸びを高めている要因として、まず民間資金調達要因は縮まっているが、郵貯からのシフトとCPの要因がプラス寄与を強めているということであるので、全体としては郵貯からの大量流出の資金流入とCPという要因で持ち上がっているという状況である。

次に金利関連指標であるが、市場金利については現在の政策の枠組みの中でほぼ下がるところまで下がっている。企業の資金調達コストについては、貸出約定平均金利は4月、5月で既にゼロ金利時代の平均を下回るところまで下がっており、大体これは新規ベースではほぼ出尽くしだろうと思っている。ただ、当然のことであるがストックベースの方は手形や証書の書き換えのデューがくる度に浸透していくものなので、大体短期でもって1年位は徐々に下がり続ける。ゼロ金利時代も大体1年後、昨年2月まで下がり続けたので、ストックについてはまだ下がり続けるとみている。CPレートはもう0.02~0.03%でこれはもうほぼ出尽くしである。若干まだ猶予があるのが社債発行レートであり、ダブルA格のスプレッド、ここで言うと0.22%、22bpというものであるが、ほかの格付のものも全部合わせてクレジット・スプレッドを計算すると、6月で大体40bpある。ゼロ金利時代のボトムが20bpであったので、これはもう少し下がる余地があるだろうと思われるし、実際に投資家の今の姿勢をみているとこの辺はもう少し浸透していくプロセスにあると判断していいかと思う。

それから企業金融、貸出態度等のDIの数字であるが、企業の資金繰りからみると、中小公庫、商工中金の調査では、4~6月が若干やはり窮屈、あるいは悪化というDIが増えていたので少し心配していたが、結局私共の6月短観の数字が出てみたら、大企業、中堅企業、中小企業ともほとんど変わらず横這い、むしろ中堅企業はマイナスが縮まるという数字になった。さらに企業からみた金融機関の貸出態度判断DIも、同じく4~6月で中小公庫の調査が幾分緩和超幅が縮小していた訳であるが、短観はほぼこちらでも横這い、むしろ中小企業は数字上は1ポイント改善するという数

字になった。これは一つは同じ中小企業といってもやはり短観の中小企業とのサンプルの差と、もう一つは中小企業の中でも良いところと悪いところに二極化があるだろうということで、全体としてはその他の私共の各種サーベイとかヒアリング調査を踏まえると、二極化が進んでいるという状況には変わりないと思う。6月の段階のデータではそうした状況はさらにひどくなっているとかあるいは貸し渋りが進んでいるという状況ではなく、ほとんど変化はないということが判明したということである。後は企業倒産は明日発表であるので、私からの説明は以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

須田委員

さっき電力の社債が前倒ししたというのは、あれはどういう判断で行なったのか。金利がこれから上がるかもしれないという判断か。

雨宮企画室参事役

金利が上がるかもしれないという判断である。凄く直線的に解釈すればそういうことであるが、電力というのは、もともと年間の発行額と償還計画というのは年間計画を大体立てる。立てたうえで金利水準をみながら前倒しにしたり後倒しにしているので、やはり相当良いところにきたという判断があるのだらうと思う。その意味では、その後実は長期金利が全般的に上がっているんで、ここだけみると当たりということになるのかもしれない。

速水議長

取り手はそうかもしれないが出し手の方はどうか。投資家はどういうふうに見ているのか。

雨宮企画室参事役

投資家の方は、普通のクレジットが乗らない国債の金利とか短い金利が非常に低くなっているのです、少しでもスプレッドの乗っているところにポートフォリオを多様化していこうという動きが引き続きみられる。従って、トリプルBの企業の発行が容易化しているというのも、少しでも金利の高いところ、高い債券への人気が高まっているということであるし、暫く前に報告したように個人向けの社債というのが少し出だしているということもそういうことの現われだろうと思う。

速水議長

トリプルBの社債などを買うのは、やはり銀行が多いのか。

雨宮企画室参事役

大手の銀行は買わない。むしろ機関投資家と銀行の中でもむしろ下位業態のところ、地銀、地銀Ⅱ以下である。

三木委員

どの位のスプレッドになっているのか。

雨宮企画室参事役

スプレッドは、銘柄によって全然違っており、それこそトリプルBになると個別銘柄で物凄く違うが、トリプルBの全銘柄を単純に平均すると今ちょうど1%位である。

三木委員

100bpか。

雨宮企画室参事役

100bpである。因みにトリプルAが6bpであるから国債とほとんど差が

ないという辺りまできて、ダブルA、シングルAがその間 20bp とか 30bp 位で並んでいると、そんな感じである。

三木委員

因みにダブルBはどの位出ているのか。

雨宮企画室参事役

ダブルBは出ていない。一個一個探せばたまに出てくるかもしれないが。

三木委員

その程度なら結構である。

中原真委員

中小企業の資金繰り判断D I、貸出態度判断D Iは確かに短観では、ほとんど変わらず横這いだと思う。ただ、多少、先に谷はあるというふうに見ており、全体としてはやはり二極化も厳しくなりつつあるのではないかという印象を持っている。なかなかここには出てこないが、商工中金、国民生活金融公庫の調査というのは毎月やるのか。

雨宮企画室参事役

決定会合では、四半期データ、大、中堅、中小とブレイクダウンできるのは短観だけであるから、四半期に一度短観を説明しているが、中小のこの動きについては毎月この数字を連続させる格好で報告している。

速水議長

それでは以上で本日の議事を終了する。明日は午前9時に会合を再開したいと思うので、宜しく願います。予めからお願いしているが、決定会合に対しての信認を確保するために、皆様に置かれては本日の議事内容についても厳正な機密管理に努めて頂くようにくれぐれもお願い申し上げます。

る。

(午後 3 時 57 分中断、13 日午前 9 時再開)

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

それでは定刻になったので、金融政策決定会合の第二日目に入りたい。初めに、会合二日目である本日の取り進め方を申し上げる。本日はまず、金融経済情勢と金融政策運営方針に関する討議、もしあれば政府から出席の方々からの発言、そして金融市場調節方針の採決というふうに進めたいと思う。その後は 7 月分の金融経済月報の基本的見解の取り纏めを行なう。最後に前々回会合の議事要旨を承認して頂く予定である。本日、政府からは内閣府の竹中経済財政政策担当大臣、財務省からは昨日に引き続き藤井総括審議官が出席されている。予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録することを前提としているのでその点は理解頂きたいと思う。

それでは、昨日の執行部からの報告を踏まえて、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。本日の討議の形式はいつものとおり、最初に経済情勢に関して、順番に意見を頂き、次いで自由に討議して頂く。その後で金融政策運営に関して、もう一度順番に意見を頂き討議して頂く。その後、政府から出席された方々から意見があれば何うという順序で進めて参りたいと思う。それでは、委員の方の意見を頂くが、ポイントを絞って議論頂くために金融経済情勢、金融政策運営方針、それぞれのラウンドでお一人 5 分程度ずつでお願いしたいと思う。それでは、金融経済情勢については本日は、藤原副総裁からお願いする。

藤原副総裁

対外情勢とか個別の動きについては、昨日の執行部からの説明に特に違

和感はない。従って、今日は私がトップバッターであるが、あまり長く申し上げることはないが、情勢を判断するに当たっての今後の着目点といったようなことをまず幾つか述べることにしたい。

まず、実体経済動向について。このところいろいろなところで指摘されているとおりであるが、IT分野の調整が深まっている。その一方で、オールド・エコノミーや家計部門が相対的に堅調さを維持している。そういった部門間の対称、この対称は去年までの2年間はずっとこの逆の形の対称になったと振り返ることができるが、この対称が一段とはっきりしてきているのではないかと思われる。このことは、日本だけではなくてアメリカにも当てはまることである。従って、昨年末以来の世界経済の調整は単にアメリカの景気減速が各国に波及したというよりは、もともとグローバルなリンケージの強いIT分野の調整が世界で同時に起きていて、それがIT分野のウエイトの差に応じて各国ごとに異なる影響を与えている、シンクロナイズするような形で影響が及んでいる、ということではなかろうか。従って今後の着目点は二つあると思う。一つ目は、IT分野の調整がどこで終了するかということであるけれども、情報通信を核とする新しい景気循環の姿については、まだまだ十分な知識や経験則が得られていないというのが実状ではないか。全体としては、当初考えていたよりは、後ずれするリスクが高まっているというのが現時点での私のイメージである。二つ目はIT以外の部門の持久力というか耐久力であるが、この点については日米ともに予想以上に健闘しているというか、その力がどっこい生きていてという感じがする。電気機械関係以外の設備投資とか、これから明らかになってくる夏のボーナス、個人消費の動きなどがそういった材料ではないかと思う。ただ、ITを軸とする企業部門の調整の動きが深まると、いずれ賃金や雇用を通じて家計部門にも影響を及ぼしていくことになる。その意味で、オールド・エコノミーや家計部門が何とか持ちこたえているうちにIT調整に目処がつくかどうか、一種の時間の勝負になっているとも言えるのではなかろうか。

それからもう一つ指摘しておきたいのは、企業や家計のコンフィデンス

に大きな影響を与える株価動向である。私は前回、前々回もちょっと触れたが、構造改革に向けた動きが資本市場で前向きに評価されてくれば企業や家計の心理面にプラスの影響を与えることもあり得ると述べた。そういう意味で、この2~3日のマーケット動向をみると、アメリカのIT関連企業の業績の上方修正ということもあり少し株が戻ってきた、それが日本の相場にも波及してきている。しかし、相場の振れというのはいつもあることであるし、日本経済の主体的な動きかどうかということにも疑問があるので、まだまだ情勢をみていく必要があるのではないかと思う。今のところ、明るい展望が開けるということには勿論なっていない訳であり、これが参院選後に期待される具体化待ちの一時休止の動きなのか、あるいは構造改革のデフレ効果に対する懸念を表わしているのかどうか相場の方も展開を見極めていく必要がある。

金融面でのもう一つの注目点は、最近の長期金利の上昇である。と言っても、まだ低水準にあることは間違いなく、これが実体経済動向に大きな影響を与えるものとは考えていない。むしろ、注目すべきは補正予算を巡る論議が長期金利上昇の材料にされたということなどからみて、市場が需給の動きや先行きの金利上昇リスクに敏感になってきているということである。これは情勢判断というより先行きの金融政策運営に関する事項であるので次のセッションで触れることにしたい。

最後に、4月の展望レポートとの比較で私の情勢判断を纏めておくと、輸出と生産の落ち方からみて経済の足取りは標準シナリオを幾分下回り始めているという可能性は勿論否定できない。ただ、個人消費などの堅調さを考えると目下のところは、標準シナリオを大きく逸脱してどんどんとスパイラル的に悪化していくという訳でもないようにみえる。従って、ここ暫くは細心の注意を持って、いわゆるバイアス的な表現を採ると、ダウンサイド・リスクに警戒的なスタンスで情勢を点検していきたいと考えている。取り敢えずは、以上である。

速水議長

次に、須田委員をお願いします。

須田委員

私は、わが国の景気が当面生産面を中心に調整を続ける可能性が高いという昨日説明された執行部の見方を支持する。そのことを確認するとともに今後の展開についての私の留意点を申し上げたいと思う。

生産は、今年1～3月に引き続き、4～6月も大幅な減少となったと見込まれる。昨年末からの生産の減少幅は、97、98年に匹敵する大きさとなっている。しかし、これまでのところこれを契機に97、98年のような国内内需全般が下振れていくというような感じはない。生産を情報関連財を中心とする電気機械とその他の業種に分けてみると、生産の大幅な落ち込みは電気機械に集中していることが分かる。その他の業種については、最近、国内の設備投資減少の影響もみられるが、大まかには横這い圏内で推移しており、稼働率についても同様である。すなわち99年半ば以降の景気回復局面において情報関連財を中心とした輸出増加による好影響はその他の業種には然程影響しなかった結果、輸出減少によるショックも同様であって、電気機械以外の状況を一纏めにみると「山低ければ谷浅し」という感じになっている。これには、先程、藤原副総裁が言われたことと同じような感じを持っている。

この背景には、景気回復局面において企業が設備投資や人件費の増加についてもかなり慎重に対応してきたことが挙げられる。設備投資についてもう少し具体的に申し上げますと、ストック循環面からみて、1%弱というかなり低い中期期待成長率を軸に慎重な投資スタンスが維持されてきたため、現在そもそも調整圧力は大きくない。従って現在の状況では、企業が今後、設備投資を大きく減少させようとしているとは考えられない。4～5月の機械受注を当初予想と比べると製造業はほぼ予想どおりであるが、非製造業や中小企業からの受注を示す代理店経由は上振れしている。また、機種別・需要者別に前年比でみると電子・通信機器について1～3月以上

に増加している。従来はIT関連業種自身による投資が中心であったが、このところITユーザーからのIT投資が堅調に推移している。更に、6月短観で大企業の全産業の設備投資計画をみると、年度全体では概ね前年並みとなっている。それを半期に分けてみると、下期については前年比-11%とかなり慎重な見方となっているので、機械受注の動きなども重ね合わせるとこれから年度後半にさらに大幅に下方修正されるという可能性は比較的小さいのではないかと考えている。

また、雇用者所得面でもこれまでのリストラ効果などを背景に企業収益の需要ショックに対する抵抗力が高まっているため、減益になるとしても、それが雇用者所得の大幅な削減に直結するような状況ではないと考えている。このように、これまでのところ情報関連財を中心とした輸出減少のショックがその他の業種に対して及ぼすマイナスの影響は総じて限定的であり、国内需要が自律的に落ち込む可能性は小さいように思っている。とは言え、内需が自律的に回復することも期待できない。

今後の景気展開については、一つは構造改革の影響、またもう一つは海外経済の動向が重要な鍵になる。構造改革の影響については、現段階では経済にいつどのような影響が及ぶのかを私が評価することは今のところできない。他方、海外経済には昨日説明があったようにエマージング諸国を巡る経済金融不安、それから欧州経済のスタグフレーションの懸念など心配の種が増えているが、何と云っても米国が気掛かりである。

米国経済の動向については、私は引き続き慎重にみている。ここでも企業部門に焦点を当てると、現在、米国の企業収益について市場では4~6月が底で10~12月には前年比増加に転じるという見方が一般的である。ところが、米国では、92年以降の長期に亘る景気拡大局面を謳歌してきたが、企業部門は既に景気拡大局面の後半において労働分配率の上昇から収益を生み出し難いコスト構造になっていた。現在では、ユニット・プロフィットが大幅に圧縮されている。特に米国の企業部門では先程指摘した日本の企業部門の慎重な行動とは異なって、資本ストックや雇用コストが過大になっている可能性が高いと思う。このため、私は米国の株価の調整

が長引くと企業が収益確保のために設備投資を抑制し、雇用を削減せざるを得なくなるのではないか、そして労働需給の逼迫感が後退するにつれて、家計部門でもブームの余熱が冷めてくるのではないか、という問題意識をやや強めている。

ところで、米国経済の回復期待が幾分後退する中で現地のメディアは最近ドル高に対する懸念を大きく取り上げ始めている。現在のドル高は、主に欧州から米国への資金流入が高水準で続いていることによるものであり、また、米国のメディアの論調も主にドル高・ユーロ安に対する懸念、不満に集中している模様である。私自身は金融緩和の結果として自然な形で円安が進み、それが物価下落の歯止めになることを期待しているだけに、ユーロとドルの調整が今後起こるとしたら円の実効レートにどのような影響が及ぶのか、およびエマージング諸国を含む国際的な資本移動がどのように変化するのか、それによって為替レートがどうやって、どういう方向に変化していくかについても注意深くみていきたいと思っている。以上である。

速水議長

それでは、次に田谷委員をお願いします。

田谷委員

経済情勢は全体としてはさらに悪化したように思う。企業収益の悪化懸念を反映して株価が再び下落した。ただ、景気の悪化ペースが加速しつつある兆候は今のところない。企業部門でも非製造業は意外にしっかりしているし、家計部門も底固さを維持しているようである。以下、米国経済と米国における情報通信分野の調整について若干触れた後、国内経済情勢について幾つか他の方があまり触れないかもしれない点について触れてみたいと思う。

まず、米国経済についてであるが、企業収益見通しの下方修正の動きが広がった。この1か月に発表された第2四半期の主要企業の収益は、事前

の見通し、あるいは市場予想に比べて概ね7割方下方修正されている。一昨日、ニューヨーク市場が引けた辺りから風向きが変わってきた面もあるが、情報通信分野の調整が長引くとの懸念が強まっていたようである。その一方で、各種コンフィデンス指数がボトムアウトしてきている。例えば、NAPM指数、シカゴPMI（パーチャシング・マネージャーズ・インデックス）であるが、ミシガン大学消費者信頼感指数、あるいはコンファレンス・ボードの消費者信頼感指数といった主要指数が1月から4月にかけてボトムをつけているようにみえる。情報通信分野の調整が長引く可能性はあるものの、米国経済全体としては年末年初に向けて回復の方向にあるというシナリオは、私は維持できると思う。

欧州では各種景況感、業況感指数が5月以降下がってきている。ドイツ・IFO景況感指数、フランスの信頼感指数、またユーロ圏全体の製造業PMI、サービスPMI、業況判断指数などである。タイムラグをもって米国経済の調整が影響してきているようである。

東アジアについては、特にIT関連財輸出に対する依存度が大きい諸国を中心として調整が長引く懸念が強まったように思う。

国内経済については、輸出、生産、企業収益が予想比下振れてきているようである。また、公共投資も減少に向かいつつあるようである。足許の景況が悪化してきたことは間違いないが、悪化ペースが強まっている訳ではないようであるし、先行き景気底入れを示唆する指標もない訳ではない。第一に、6月短観の業況判断DIの変化幅、あるいは悪化幅が3月調査に比べて縮小した。特に非製造業は底固さを示している。第二に、短観の今年度の設備投資計画は慎重めながらもそう弱い数字ではなかった。また、機械受注の達成率、つまり事前の業界見通しに対する実績の比率は機械受注そのものの先行指標とも考えられているが、それが1~3月期は昨年10~12月期に比べて僅かに上昇しているし、4~5月の実績をみる限り、4~6月期もこの傾向が続いた可能性がある。製造業の受注達成率は下がっているもののウエイトのより大きな非製造業の達成率が高まってきたためである。第三に、鉱工業生産は下がってきているし、予測あるいは見込

みに比べても下振れてきた。しかし、昨日、調査統計局長からも言及があったが、予測修正率、つまり翌月の予測指数から当月の見込み指数を引いたものや、実現率、つまり当月の見込み指数から翌月に明らかになる当月の実績指数を引いたものは、1月から4月までマイナスの数字が大きかったものの、5~6月にはマイナス幅はかなり小さくなっている。要するに、生産の落ち込みも予想、見込みの範囲内に収まってきつつあるということである。第四に、景気動向指数のうち、先行C Iより景気に先行するとも言われる一致C Iと遅行C Iの比率や、先行C Iと遅行C Iの比率が2月に底をつけており、これらの比率の過去における景気の谷に対する平均先行期間を考えると、年末辺りまでに景気転換点を迎えてもおかしくないということになる。もっとも、先行期間は過去においても安定的ではなく、一つの可能性としてこんな指標もあるという位のところである。つまり、国内景気については、足許悪化してきてはいるが、悪化が加速している訳ではなさそうである。その意味では最悪期は脱しつつあるのかもしれない。だからと言って、近々回復するとの確証もない。国内の最大の不透明要因は、構造改革の具体化がいついかなる規模で始まるかで、その短期的デフレ圧力についてはタイムリーに推測、判断をしていきたいと考えている。以上である。

速水議長

それでは次に、植田委員お願いします。

植田委員

皆さん言われたように、IT関連とそれ以外とに経済を分けたとすると、前者は引き続き低下を続けており、下げ止まりを示唆するようなデータ、先行指標がない訳ではないけれど楽観できないという状況かと思う。後者については、これまでマクロ的には低位安定の動きであったが、それが大きく変化した訳でもない。全体としてよく分からないということのように思う。

I T関連の調整については、付け加えることはあまりないが、輸出、生産、収益、設備投資あるいは在庫投資という順の動きできている訳であるが、特にこういう動きが電気機械周りに集中しているということ。それから、特にその中でも設備投資について短観等での設備投資の調整がどれ位の広がりを持つかという点に注目していた訳であるが、短観の今年度計画をみる限りでは、はっきりと弱いという部分はやはり電気機械に集中している一方、逆にその他への広がりは今のところあまりみられていないなどという印象を持った。

それから、I T関連以外の部分であるが、全体をみると低位安定と申し上げた訳であるが、その中をみれば色々な動きがあるということだと思う。一部に構造問題を抱えていて非常に厳しい業種とか企業がある反面、ダイナミックな動きをみせているところもあり、無視できないということだと思うし、後者の例として新規求人等の一部の労働市場関連データがあるということだと思う。

今後については、前者のI T関連については、世界全体におけるこの分野の調整の進み具合次第ということだろうし、それに関しては誰も今のところはっきりとした見方を持ち得ていないということだと思う。現在、マーケットはI T関連企業の4~6月決算の結果に集中している状況かと思うが、我々も暫くこれを見守らざるを得ないのかなという気がする。それ以外の分野については、やはり労働市場の動向が一つの焦点だと思う。先程申し上げたような非製造業を中心としたポジティブな動きが継続するかどうか、あるいはマクロ的な消費の決定要因としてボーナスを含む賃金動向がどうなっていくかということかと思う。

物価について一言触れると、よりビビッドに動いているWPIでみると、いろんな意味での需給悪化の影響を見逃すことはできないと思う。世界的なI T関連分野の調整の影響が物価にはっきりと表われているし、さらに若干オーバーラップするが、国内素材関連の需給悪化の影響もみられると思う。また、後者については、国内の建設投資の不振がかなり影響しているとみられるので、これについても非製造業を中心に若干下げ止まりの気

配のようなものがなくもないが、必ずしもそうとも言えないので注目していきたいと思う。

最後に長期金利について一言申し上げたいと思う。藤原副総裁が言われた点であるが、3月以降長期金利の動きを眺めてみると、財政要因に極めて敏感に反応してきているということが言えるかと思う。ただ、もの凄く大きな反応にはなっていない。これは、一応、財政改革路線というものに対する期待があるということに加えて、実質ゼロ金利政策と、それから経済情勢が芳しくないということで抑えられているということかと思う。また、別の観点から長期金利をみてみると、例えば10年物金利を1年ごとのインプライド・フォワード・レートに分解すると、4、5年先スタート位までの1年物インプライド・フォワード・レートは3月以降かなり低下しているが、そこから先スタートのインプライド・フォワード・レート、例えば9年先のレートなどはほとんど低下していない。そういうものは5年とか6年先からの例えば、名目経済成長率に対する予想のようなものに大きく影響されるということだと思し、足許の金融政策動向で、そう簡単には操作できないということであるかもしれない。今後の政策の効果を考えて、今後もこういう動きにも注目していきたいと思う。以上である。

速水議長

次に、中原伸之委員お願いする。

中原伸之委員

結論は、経済は依然として景気後退の局面の真っ只中にある。そういった中で、IT関連の落ち込みに限定されるという考えが、皆さん強いが、私はそれは極めて疑問であると思っている。そういった中で、世界経済への依存度がアメリカ中心に非常に高まってきており、米国中心の世界経済へという面が非常に強く出てきている一方、アメリカの275bpにおよぶこれまでの年初からの金利引き下げが本当に効いているのかという疑問が、アメリカの中で当局者の最高層に強く起こってきている。

まず、景気動向指数であるが、5月をみる限り簡単に言うと景気は後退局面にある。5月のDIの先行指標については71.4となり、50%を上回ったが、DIの先行指数11指標のうち、前月までマイナスであって今月プラスになったのは、新規求人数、新設住宅着工床面積、新車登録台数であるが、この三つのうち最初の二つは依然として下降トレンドにあり、三つ目の新車登録台数は依然上方トレンドである。そして、この三つの指標が来月以降もプラスを続ける可能性は低いと推測している。それから、傍証として長期先行指数の金融重視型の変化率および生産重視型の変化率も近い将来プラスになる傾向は認められない。従って、DIの先行指数が今回50%を上回ったということは一時的な現象であって、長続きする可能性はないと思っている。

そういった中で、IT分野の落ち込みが止まるのかということであるが、必ずしもそうとは言えないと思う。具体的には、鉱工業生産指数の細分類105種類について、生産指数の3か月前比がプラスになっている業種のシェアをみていくと、2000年5月には64.1%とピークを付けた後、2000年度全般はほぼ60%台で推移したが、2000年後半以降に低下傾向を辿り始め足許では35%まで低下してきている。ということは、生産が減少している業種が広がってきているということである。さらに、生産指数をIT関連業種と非IT関連業種に分けて、3か月前比をみると、非IT関連業種も非常に大きな落ち込みをしている。それから三番目として、IT産業の生産の落ち込みについて、産業連関表をベースにして分析すると、他産業に波及する可能性がかなり高い。これまでの景気回復局面においては、95年の産業連関表を使うと、電子通信機器を30%増産した場合には、輸入を控除しなければ鉱工業生産指数は3.49%、生産全体、つまり鉱工業生産+農林水産+非製造業は1.5%伸びると試算できる。ところが、製造業の電子通信機器は2000年8月のピークから2001年5月の直近までほぼ3割近い26.3%下がってきているので、これが逆の効果を及ぼすということが十分に考えられる訳である。

そういった中で短観をみてみると、私は皆様方と逆で短観は内容的には

期待先行型であって、特に売上げ、収益の計画は疑問であると思っている。大企業の製造についてみると一番問題なのは、需給判断がほとんど改善したりしていないといった中で、在庫判断が大きく改善している。非常に大きな矛盾があるので、これから一層の生産圧縮が計られるはずである。それから売上高と経常利益の計画も大企業・製造業は上期下方修正、下期上方修正、通期上方修正である。これは下期を無理に積み上げた感じがあって、需給判断D Iに照らせばこれは維持可能なことではないと思っている。それから、大企業の製造について輸出・売上げについても上期下期ともに上方修正しているが、これは海外経済、特に米国経済の先行きについて楽観的過ぎると思っている。それから設備投資計画も6月短観では、93年以來の大幅な減額修正である。全規模・全産業については-5.9%だが、設備投資関係のデフレータの低下を考えると実質的なマイナス幅はさらに大きくなると考えられる。

それから最近のあるオフィシャルなサーベイをみると、まず在庫調整の業種別の見通しだが、緊急ヒアリングによると、通信、ネットワーク機器などの製造業では、前期比については在庫調整が長期化するとのことである。特に携帯電話の在庫の積み上がりが心配である。国内半導体各社の稼働率は5割から7割に落ちている。特に液晶、フラッシュメモリー、その他部品全般は不振で減産を強化している。年末の需要期にかけて在庫調整を完了させたいと思っているようだが、韓国の半導体業界が減産に消極的なので、市況の回復が後にずれ込めば、年度末までずれ込む可能性がある。それから鉄鋼については、三木委員が後程お話になると思うが、特に建設向けの需要の予想外の落ち込みがあるので需要回復の見込みは少ない。そういった中で価格も下落傾向にあるので、在庫調整は年度をまたがる可能性が出てきている。化学向けも、家電向けのポリスチレンは在庫過剰、ハイデンシティ・ポリエチレンは在庫が高水準で稼働率が8割位しかなく、7月以降は減産が加速し、在庫調整は年末までかかる。それから紙パルプも需要低迷によって足許の在庫が過剰で、印刷用紙、ダンボール原紙の積み上がりは顕著であり、在庫調整は年末までかかる。そういった中で、一方

設備投資だが、足許ではこれまでキャッシュ・フローの伸びが鈍化していることが法人季報から窺える。法人季報では、キャッシュ・フローは製造業では昨年の7～9月期から鈍化、非製造業では昨年の4～6月期から鈍化しているので、これらは、大体設備投資に2四半期先行する傾向を持っているので、将来設備投資が弱含む可能性がある。それから機械受注についても、5月は-2.1%、4～6月期で+0.4%とみているが、反転をしてみるとには無理があつて、これはなぜかと言うと民需全体をとると、前期比18%、前年同期比37.9%減だが、機種別寄与度は重電機が+29.6%、業種別には電力セクターが+33.4%である。従つて、民需全体で電力会社からの大口需要に依存するところが非常に大きい、総じて電力業界は新規の設備投資を極力切り詰めているので、単なる更新需要と考えられる訳である。いずれにしても99年から2000年の回復局面において設備投資は前年比で+4.6%がピークで、低い山なので谷も浅いかもしれないが、そういった中で、業種別にみてもプラスと考えられるのは、鉄鋼、石油・石炭、金融保険のソフトウェア投資位で、マイナスが大きいのは、ITメーカー、卸・小売、電力ガスである。ITメーカー、電気機械大手の半導体設備計画は-27.9%、卸・小売は、大店法の時代は店舗新設の申請件数は月当たり89件、大店立地法になってからは20件と落ちている。電力10社は-3.2%ということで設備投資も必ずしも楽観を許さない。

そういった中で、アメリカにおいては先程申し上げたように、275bpのカットがどのようになるのかということで、現在思料中である。いずれにしても世界全体はアメリカへの過度の依存を脱出する必要がある。アメリカについてはキャパシティ・オーバーハング、つまり設備過剰が大変に増えてきているということと、それからコンシューマーの貯蓄の再建というのがいつ始まるのかということが焦眉の急である。以上である。

速水議長

次、三木委員お願いします。

三木委員

それではまず、いつものように景気の総括感について、景気は依然として後戻り状態であり、9月期末に向けてさらに後戻りを続ける姿である。これが一言の総括感だと思っている。

足許のポイントであるが、五点ほどある。第一は、景気悪化に一番今響いているのは建設需要の急激な落ち込みである。これを受けて鉄鋼、石油化学、紙パルプ等の素材産業が軒並みダメージを受けている。二番目の問題は、在庫調整が長期化する公算が大であるということである。こういった需要減と在庫調整、これで生産減はまだまだ続く。三番目は、個人消費は平時のままである。これは調査統計局の見方と同じである。それから四番目は、企業収益は悪化するということ。これが今回の最大の問題であるが、6月短観では上期は大幅な減益の姿ということだが、ミクロでみると素材産業の中には、既に足許の月次損益は収支トントンか若干赤字というところも出始めている。ただ、短観の中では、上期はそういった実際の姿を反映した形で修正してきているが、下期回復、その結果として通期は若干増益という当初から予想されたような楽観的な見込みという形で短観はみている。ただ、これは下期は不透明だということと、それから下期は期待感ということから上期の悪化分を下期にそのまま乗っけて、年度計画を修正しないで当初計画のままという形で、この6月短観に出てきているというのが実態である。だから、どこの企業もほとんど変えていない。従って、直近の収益悪化状況を素直に反映させると、下期は相当の減益になるとみるべきである。それから五番目の設備投資だが、6月短観でソフト関連の投資がまずまずの伸びを見込まれることが確認できたことは、これは非常に明るいニュースだと思っている。IT関連産業の設備投資は落ち込んでいるが、かねがね我々が気にしていたITを使うユーザーの投資はどうなっているのか、こういうものがやっこのソフト関連投資という形で少なくとも出てきているということで、やはりそれは着実にITを使うユーザーの投資の裾野が広がりつつあるのではないかと言えらると思う。

こういう中で、景気の先行きのポイントは二つあるが、一つはこの 10

月以降、実体経済の後戻りとこの物価下落が止まって、まずは横這い状態に移れるかどうかということが第一である。第二は、それに多大な影響を与えるファクターとしてやはり米国経済の回復シナリオの行方だろうと思っている。

そこで我々も政府も当然だし、それをサポートする金融政策としても当然だが、狙いは最後は景気の回復ということにあるのだから、今後の景気の回復パターンということを考えてみると、今の小泉政権の構造改革、これは当然そういう方向を採られるという前提の中で、今の置かれている需要項目の動き、就中個人消費は平時のままだということではなかなかこれは出てこない。それから企業収益はまだまだダメージを受けている。個人消費は平時ということ、堅調と言って良いのか分からないが、それに対して企業はアメリカと同じような要因でダメージを受けている。そういうことを考えた時に、景気の回復パターンを企業収益からということ、そして企業収益が上がることによってそれが家計に所得移転されて個人消費に火がついて、というシナリオを今まで考えていたが、このシナリオは相当時間がかかると言わざるを得ない。では、今後の景気パターンをそういう中で何を考えたら良いのかということになると、やはり資産価格上昇による景気回復ルートが一つの鍵になると思っている。今はバランスシート調整で企業の資金需要が乏しい中で、これだけの量的緩和の下でも貸出を通じて実体経済に資金が回らないで、金が金融市場と債券市場の中で空回りしているのが実態である。このように実体経済が閉塞状態にある中では、資産価格に金が流れることを通じて景気回復へ繋げる道筋を考える局面ではないかと思っている。株式市場等の資産市場に金が流れて株価上昇ということになると、企業マインドのプラス材料となるし、家計によって約1,400兆円弱もある金融資産のストック、これを消費に使う、これが一つのポイントであるが、ストックを使うという意味での個人消費、これが景気回復も期待できるのではないかと考えている。今、政府は証券市場活性化策を検討しているが、我々としても量的緩和策による潤沢な流動性の供給で歩調を合わせていくということが大事な局面かなと思っている。

その中で景気の現状について、特に企業にダメージがいつているという問題の中で、一部の委員の方から、IT関連産業が非常にダメージを受けており、これは当然だが、それ以外のいわゆるオールド・ビジネス、私共に言わせればトラディショナル・ビジネスが意外と健闘しているというお話があったが、これは認識としてはとんでもない話である。今やられているのは何だというと、やはり建設の需要の落ち、これのダメージが本当にトラディショナル・ビジネスの企業に全部皺が寄っているということと、もう一つこれは残念なのは、日本はどうしても加工貿易国であり、ある程度ドルを稼いで輸出で生きなければならない国であるということで、今日まで日本経済を引っ張ってきた。これは事実だが、ある意味では悪い影響が、その輸出依存産業の輸出が落ちるといふことの生産減のダメージは大きく出てきてしまっている。それからもう一つは、海外生産移転の構造的な問題で、これのダメージもある。それが全て在庫という形で大きな在庫調整になって今跳ね返ってきているという局面ではないかと思う。だから当然二極分化であるが、全体としてみるとそういう中で生産を受け持つ製造業をみると、良いのは造船と自動車だけである。ほかの産業、あらゆる産業は全部マイナスである。それはなぜかということ、結局価格が下落しているということが一つと、ここにきて量まで落ち出した。この二つのダメージがそこに皺を寄せてしまっているというのが、この4~6月期の姿だろうと思っている。それは、この4~6月期の収益にもの凄く影響を及ぼすというポジションになっている。だから問題は、この7~9月期がそれを少しは横這いで止められるかと思っていたが、残念ながらやはり在庫の影響が非常に大きく、7~9月期まではさらに落ちていくことは覚悟せざるを得ない局面かなと思う。従って、10月以降これが止められるかどうかという点に非常に大きな問題があると思う。今置かれている局面というのは、特に製造業はそういう局面であるので、必ずしもトラディショナル・ビジネスは健闘だと言って、安閑としていられるような甘い状態ではない、ということだけ申し上げておきたい。

速水議長

中原眞委員お願いします。

中原眞委員

まず最初に、昨日の執行部から説明のあった全体感、総括判断をさらに弱めのものに修正したいという点、この点については妥当な判断だと思っている。また企業部門の調整が基本的に情報関連産業を中心としたものであって、まだ全業種に拡大していないという事実認識、それから個人消費の一部に底固い部分もあるけれども、総じて横這いという辺りについては違和感はない。

しかしながら統計の見方というのは、どこにフォーカスするかによって出てくる結論も色々違うというのは当然のことであり、今回の景況判断の中でやはり気になる点は幾つかある。これについては、昨日も縷々説明には出ていたが、企業の景況感、あるいは利益の回復が、今非常に見通しの立て難い海外経済、特に米国の下期の回復を前提とした見方であって、内需面からの回復感というのは全く当てにしていけないというところが第一点である。それから情報関連産業中心の調整とは言いながら、やはり数字のうえで周辺産業にも色々な影響が出始めているというのははっきりしている。私もまだ着任早々なので、ヒアリングなどは余りやっていないが、この前、ある高炉メーカーの方とお話したが、高炉辺りの業況感というのは、ITとは全く関係なく、はっきり言ってしまうと日産のゴーンの改革に端を発した構造的な需要家との関係が大きく変わってきているということ、それに伴う価格の下落、これは主力商品のホットコイル、それから建築関係の厚板、H型鋼等々の大変な値下がり、生産量そのものは今年1億トンというような数字はいつているようであるが、極めて厳しい状態ということを書いていた。電炉辺りも赤字を続けながら、まだサバイバル競争を続けているというような状況だと聞いており、IT産業が一つの発信源というか震源になってそれが全体に広がるというよりも、大きな経済構造全体で揺らいでいる業種も沢山あるのだろうと私は思っている。それ

から個人消費も横這いとはいうが、やはり雇用や所得の影響が一部出始めている訳であり、これも今後どういう展開になるか、十分注意が必要かと思う。

こういう状況で判断すると、実体経済の動きというものは、4月の発表の将来展望に即して申し上げると、やはりかなり大きく下振れしている。さらに世界全体の景気低迷、それから市場の不安定、世界的な株安状況が出ているが、ダウンサイド・リスクはかなり増えているのではないかと考えている。

今後のポイントとして私として関心を持っていることを、四点ばかり申し上げたいと思う。まず第一点は、国内では労働分配率がかなり上昇しているということで、短観でも示されているが、企業が雇用の過剰感をかなり強めているのではないかとということ。これにより雇用環境、さらに所得、家計部門にどういう影響が出てくるのかが、これからのポイントではないかという点、この深さと幅というものについてどうかということに大変強い関心を持っている。

それから第二点は、企業にも家計にもなかなか数字には出てこないが、一般的に言うとはやはり構造改革に対する漠とした期待感が出ているのではないかと思う。コンフィデンスの指数あるいは短観にも一部感じられるが、一方マーケットの方からみているとはやはり構造改革の限界、それからその副作用というものに対して、このところ非常にナーバスになっている。長期金利の上昇もその一つであろうし、ここのところの株安もその一部の要因として考えられるが、市場は構造改革の限界と伴う痛みに対して、企業や家計が考えている以上にナーバスに動き始めているような気がする。今後、企業と個人の構造改革に関しての期待の変化というものが、実体経済にどういう影響を与えてくるかというのはよく注意してみていく必要があるだろうと思う。

それから第三点に米国経済であるが、今のところ金利効果がなかなか出ない、実質金利ゼロに近い状況という中で金利効果がなかなか出ないというのは、ややアイドリングかもしれないという意見も出ているし、IT部

門の年内調整完了というのはまず無理ではないかというのが一般的な見通しかと思う。家計部門にどういう影響が出てくるかということのをこれからみていく必要があるが、家計部門のバランスシート調整というのはあり得るのだろうか、この辺について若干私は楽観的にみているが、ここをやはり十分注意していく必要があるだろうと考える。

それから四番目に世界的な景気停滞、市場の不安定化という中で、金利や為替の政策に関する国際的協調が今後きちんと保たれていくかどうか、この点で深刻な対立を招くような事態が出てこないかどうか、というのもやはり考えていかななくてはならないのではないかと思う。経済活動の現状の認識について、私が申し上げたいことは以上である。

速水議長

それでは次に、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

全体感としては、やはり輸出減少、生産減少というところが深くなってきたと思うし、数か月前にみていた状況より厳しくなる方向に振れているということは間違いないと思っている。

これまで次の点は賛否両論あったが、企業部門と家計部門という分け方、あるいはIT対その他というような分け方、色々な分け方をして、私自身は輸出セクター、製造業セクター、ハイテクセクターというところの調整が著しく深まっている割りに、その他への波及というのは今のところ比較的限定的であると観察している。雇用・賃金のところに影響が多少出ているが、今のところ比較的マージナルだという状況だと思う。これは、ユニット・レーバ・コストが年が変わった辺りから上がり始めており、と言うことはユニット・プロフィットもスクイーズされつつあるという状況が起きており、ユニット・プロフィットの縮小と数量の減少とが相俟って製造業における企業収益の減少が始まっているのだろうと思う。そのユニット・プロフィットのスクイーズの一部が恐らく円安によってかなり緩和さ

れている状況ではないかと思う。

こういう状態から下期をどう考えるかということであるが、非常に不確実性の多い状況だと思う。やはり一番大きなポイントは、何人か指摘されたアメリカ経済の状態だと思う。金利のややアグレッシブな引き下げというのが、やはりオールド・エコノミーをさらに押し上げることを狙って行なわれていると思うし、その効果はある程度出ていると思うが、果たしてそういうことだけで米国のマクロエコノミーの回復を演出できるのかどうかというのは、依然として余りはっきりしない点である。アメリカのIT部門の調整が一巡してこないとわが国の輸出などにとって引き続き厳しい状況が続くと私自身思ってきたし、昨日の国際局長の説明もそういうことであった。ただ、金利低下の累積的な効果がもう少し大きく出てきて、オールド・エコノミー中心にせよ米国マクロ経済の成長が持ち直すというようなことがはっきりしてきた場合には、それはそれで色々雰囲気の変化が出てくるかなと思っており、ここは予断を持たずにみていくほかないと思う。さっき中原真委員が労働分配率の上昇という言葉で表現されたと思うが、ユニット・レーバ・コストの上昇が雇用とか賃金に今後どの位撥ねてくる可能性があるのかというのは大事なポイントだと思う。過去2年間の輸出セクターにおける、特に電機産業における収益は、大幅な上昇の後減益ということになってきており、現在のところまだ利益の状態自体は比較的高いレベルにあるから、いきなり賃金とか雇用の大幅なカットに進んでいくような兆候は今のところはみられないと思うが、こういう状況が長引いていった場合どうなるかというのは確かに一つのリスク・ファクターであろう。

それからもう一つ、将来のリスクというようなことを考えた場合、アメリカのIT部門の調整がさらに深くなった場合ということであろうが、やはり世界的なIT株価の調整を大きくする訳で、そのことは日本にとって相対的に厳しいマーケット環境を意味するのだろうと思う。そういう意味で、資本市場を通じる経済に対する効果というのは、引き続きよくウォッチしていくべきポイントであろう。先程、三木委員が流動性供給が株価

あるいは一般的に資産価格に及ぼす影響についてちょっと触れられたと思うが、資本市場サイドに流動性増大の効果を受け止めるだけの基盤がない場合、結局、株について言えば将来の期待収益についてのもう少しポジティブな展望が出てこないと金が資本市場に回るということは、私はかなり難しいと思う。そういうことも含めて資本市場の状態をよくみていく必要があると思う。

最後のポイントは、須田委員がちょっと触れられた構造改革のマクロ経済への影響ということだと思うが、私も結論は須田委員と同じで、もう少し具体論がみえてこないところの評価は難しいと思うし、それはこれから来年度予算の骨格等々が決められる中で、一つ一つ明らかになっていくのだろうと思っている。

全体としてなかなか具体的な回復のきっかけ、兆しというのがみえてこないという点が一番問題だと思うが、かと言って色々な点からチェックして何かこう累積的に悪化が進んでいくという程の状況でもないかなと思っている。以上である。

速水議長

一応皆さんの意見を伺ったが、金融経済情勢について追加的に意見、議論があればどうぞ自由に発言下さい。政策運営については、また後で発言して頂く。

中原伸之委員

まず、世界経済についてちょっと申し上げると、データによると今年の半ばに終わった満五年間の世界のGDPの増加累計額の4割というものは、アメリカの経済成長のおかげと計算される訳であり、先程申し上げたように、世界経済のアメリカに対する依存度が高まっている。そういった中で、今もちょっと議論に出たが、アメリカについて言えば今日では輸出よりはむしろ外国における多国籍企業の活動の方が盛んであり、一番新しい98年のデータによると、アメリカの外国における関係企業のセールス

は2.4兆ドル、それに対してアメリカのトータルエクスポートは9,330億ドルであるから、多国籍企業の売上げの4割にも満たないということである。その中でセールスの大体50%はヨーロッパからきている。ヨーロッパは、2000年にはアメリカの多国籍企業の売上高が2割増、日本における売上げも好調であり今年の第1四半期まで好調であった。従ってそういった中でヨーロッパが現在、マニファクチャリング・セクターがリセッションに陥りつつあるほか、フランスのコンサンプションも急速に萎みつつあり、ECBの利下げも必ずしも十分ではなくてビハインド・ザ・カーブではないかと言われている訳であるが、ヨーロッパがどうなるかということはアメリカに非常に大きな影響がある。それからNAFTAのパートナーであるが、カナダにおいてはアメリカに対する輸出がGDP比で32%、メキシコは同じく25%と非常に高い水準であるので、NAFTAに与える影響も非常に大きい。それからアジアについてもやはり日本を除くアジアのGDPの成長の約4割はアメリカのITディマンドによると計算されるので、その結果、タイをはじめとして輸出が大きく崩れている。アジアの一番の問題点というのは、内需の成長に欠けるということである。そういった中でアジアの地域の輸出が非常に減ってきているということが大問題になっている。いずれにしてもアメリカにとってはやはり非ハイテクセクターが今後どの程度持ち堪えるのかということであろうが、それ如何によっては金融セクターが景気の次の腰砕けで特に大きな打撃を被る恐れが強いと私は読んでいる。以上が世界とアメリカ経済のかかわりである。

アメリカについて申し上げると、貯蓄については、前回の決定会合で話したが、要するにトップの20%、つまり年収8万ドル以上がほとんど株式等の資産を持っている訳であるが、いずれにしてもボトムスの40%は92年の4%から2000年には7.3%とセービングを増やしている。従って、これがいつ他の階層に波及するかということについて、99年の第3四半期には1.8%の貯蓄率であったが、過去50年間の平均は8.0%であり、ここにいつ戻るかによって非常に大きな動きが出てくるということは、注意して

みていなければいけない。それが第一の注意点。

それから第二は、やはりコンピュータとエレクトロニック・プロダクトに対するニューオーダーが続落しており、5月はイヤ・オン・イヤで-35.5%と、これはレベルとしても1996年7月以来のレベルで、301億ドルである。

それからもう一つ、アメリカの消費について、コンファレンス・ボードの消費者信頼感指標をみていると、一番問題なのは足許は良いが、例えば将来のところをみると、6か月のうちに自動車を買う計画があるとの回答者は7%未満であって、これは96年の10月以来の低水準である。それから6か月のうちにハウジングを買う計画があるとの回答は3.4%であり、これも99年3月が5.2%あったということと比べると非常に落ちており、先行きについてはアメリカの消費は必ずしも楽観していないということである。

それから一番問題なのはエンプロイメントがやはり問題になると思う。昨日出たアンエンプロイメント・インシュランスは非常にショッキングであったが、予想の39万人に対して44万5千人、それから1月から6月までの雇用の動きをみると、ハウスホールド・ペイロールが累計で106万7千人の減少、これは1980年以来の最大の減少。それからエスタブリッシュメント・ペイロールもこの6か月の間に27万1千人減って、これも1991年以来の減少であるので、アメリカの経済がまだ下を向いているということは間違いない。先程申したようにこの275bpのカットがいつ効いてくるのか、ひょっとしたら日本型になってくるのかなというふうな危惧の念がアメリカの指導部の上層部にあるということをごここで申し上げておく。以上である。

速水議長

他に意見があれば、どうぞ。

三木委員

中原眞委員から鉄の話がちょっと出たので、一言だけ補足するという意味で申し上げておく。4月からの上期の局面の中で企業という立場でみると、先程申し上げているように輸出の減少による問題と在庫調整による問題、それからもう一つは内需自体が折角この一年かかってある程度まで回復してきたが、そこで止まってピークアウトしてきてしまっているという問題をも含めて考えると、製造業の中で素材産業、就中素材産業の中でも川上に行くほどその影響が大きいというのが今の姿だと思う。最もその影響が大きく出ているのが一番の川上だという意味で、鉄鋼業だろうと思う。その鉄鋼業が受けている影響というのは、これは当然であるが、量が落ちる。鉄鋼業の輸出依存というのは、トータルで30%の輸出依存であって、かつて1億2千万トン造った時も30%、今1億トンそこそこでもやはり30%である。これが大幅に落ちるということであるから、その影響が非常に大きいのと、それから落ちるところにもってきて設備は、動かさなければいけない。つまり、過剰設備の体質はそのまま残っているから、設備を動かさなければいけないので、輸出に大きく依存していたのが輸出が駄目になったということで、しょうがないからその分は国内でともかく造るだけ造って、売れるか売れないか分からないけど造って売れというのが、今の在庫に跳ね上がっているということである。だから、今の鉄鋼業の国内の在庫水準、流通も含めて商社も入れての在庫水準というのは、かつて1億2千万トン造った時の水準をさらに上回るかつてない水準に膨れ上がってしまっている。だから、これを何とかして落としていかなければいけないということであるが、これを落とすためにはどうするかということになると、今一番大きくかかっているのは、折角のキャッシュ・フローがその在庫投資に大きく食われてしまっているということで、今や金を返すところではないというのが各社の姿になってきているということである。それから、では生産を落とせばいいではないかと、生産を落とすと固定費をどうやってカバーするのかということになるから、固定費がカバーできないということになると落とし方も少しずつしか落としようがない

という局面である。それが在庫調整は長引くという形に跳ね返っていると思う。

そういった量の問題が一つと、もう一つが一番大きな問題は、やはり価格の下落である。一つの大きなきっかけは、日産のゴーン革命からはじまった訳であるが、これが1年半の間にゴーン氏から始まって今年初めのトヨタ自動車、トヨタは価格交渉も大体終わった訳であるが、いずれも3年間で2割から3割下げろということになっている。これを全てコストでやるには限界がある。この限界がある中でもできるだけコストを下げようということで、それが結局、過剰雇用を落とせという形になって跳ね返っていくということがあるが、賃金ベースは落とす訳にはいかないということから、結局それは所定外の賃金を落とすとか、あるいはボーナスで反映させて、落とすとかというような形を含めてやってきている。恐らくそういうことにも限界があるだろうし、もう一つはクオリティでこれをカバーすれば良いということもあるが、これも限界があるということで、やはり大半のところは価格ダウンという形で受け入れざるを得ないという局面だろうと思う。しかもその価格ダウンが全てこの4月から効いてくる。要するにこれは全部契約でやるから、4月以降に全部一斉に効いてくるという形になるので、4月以降の国内卸売物価の前年比マイナスなどというのは当然のことである。これはまだ続く、これからその姿が出ていくという局面、これが9月位までいくだろうと思う。但し、問題はそこで止まってくれればいいというのが、私が申し上げている点である。今の価格ダウンの動きも契約ベースで3年かけてやれということになっているわけであるから、これが鉄だけではなくて、石油価格から紙パから全部反映している。これはいずれも3年かけてやれとなっているから、そういうのがある程度今回で止まるということになると先が読めてくるから、これで終わればこれで良い。各社の経営者が考えているのは、需給バランスからくる価格下落は別として、そういった意味での価格の下落は大体これで止まるだろうということが今言える状況になってきつつあるので、そこは一つ救いであるということである。

それから三番目の問題として、それがどう反映するかというのは勝ち組と負け組で大きく違う、これが構造改革を呼ばなければならない一つの大きな問題だろうと思う。今度の日産の改革もそうであるしトヨタもそうであるが、一部の勝ち組にそれを全部シフトするというふうになったので、勝ち組の方は値段は大幅に2割下げるが、その後は量が倍になって返ってくる訳であるから、収益では全然変わらない、むしろプラスになっているというのが効いてくるが、そうでないところは、価格は落ちるし量も落ちるといふダメージを受ける。これが今の素材産業の置かれている立場だろうと思う。であるから、価格の下落という問題が非常に大きな問題だということ、しかもこれがここまではしょうがないが、ここで止まるということになれば、ある程度先がみえてくるということになる。その辺がやはり10月以降、物価下落が止まるかという最大の注目点になってくるということである。それから、需給バランスからくる価格の崩れというのは、金利と同様に、量を絞っていくしかないの、そのためには在庫調整を徹底的にやるしかない。在庫調整が今度は長引きそうだということになると、このマーケットプライスの下落というのなかなか止まらない局面があるいはあるかもしれないという感じがあるのではないか。鉄は今、残念ながらそういった状況にあるということである。

中原伸之委員

今の在庫というのは630万トンと聞いているが、そんなものか。

三木委員

国内向けの在庫は、かつては500万トン位が適正という形でやっていたのが、今は、630~640万トンで全然減らないという状況である。だから、やはり一つは、構造改革というのはリストラクチャリングであるから、日本の製造業も鉄鋼なんか全くその最たるものだと思うが、今までの輸出依存体質、この輸出依存の構造から脱却していかなければいけないと思う。それを皆で業界そのものが考えてやっていかなければいけない。これは鉄だ

けでなく自動車だってそうだ。自動車は、幸いというか比較的早くからその辺を考えて海外へどんどん生産を移している。それから、今それが始まっているのは半導体、携帯電話の関係、それから液晶とかプリンターもそうである。海外に移転して行って輸出をその分落とすという形で輸出依存体質から脱却しようとしている訳で、日本の場合はどうしても貿易立国で生きていかなければならないというベースはあるにしても、輸出依存体質をこれから構造改革で変えていくということも考えていかなければいけないのではないかということ、今痛切に思っている。

中原眞委員

三木委員の言われた資産価格上昇のインパクトというのは、私も全く同感である。昨日あれだけ株が上がっただけでムードが、私自身のムードとしては少なくとも非常に違う。ただ、金融政策で資産価格を上昇させられるかどうかというのは、山口副総裁も言われているが、今の状況では非常に難しい。やはり昨日、大臣が証券税制のコメントをされたとかいうのも伝わっているが、やはり税制とかむしろそういう面からのインフラとか施策が非常に有効だし、それが直ちに実施できなくてもアナウンスメント効果は非常に大きい。それがベースにならないと、1,400兆円の個人資産を市場に向けていくことは難しいのではないか。金をつぎ込むだけでそれを向けていくのは、難しいだろうと思う。

三木委員

非常に困難かと思う。バブルの時を思い出すと、資産価格からというようにそちらにまず金を回して、そこから景気の回復を考えるというのは本来は邪道ではないかと思う。ただ、ここまできると、これだけ金を出してもぐるぐるぐるぐる回っているだけであるから、そういうことを考えるとその先には企業の資金需要がないということ、就中今度は構造改革というものも掲げていくという過程の中へ入るのだから、資産価格の方から、株と土地であるが、こちらに金がついてこちらから回復していくというコース

も一つの鍵になるのかなという感じがしている。確かに金融でそれをというのは難しいのは当然であるが。でも政府の方もああいう形で、証券税制の問題を含めて市場活性化を考えようと言われているのであれば、竹中大臣の言われるように、ハーモナイズさせる形の金融政策というのがあってもおかしくはないと思う。

速水議長

ほかに意見はないか。さっき中原伸之委員がアメリカの話をされたが、私も先週ちょうど久し振りに、その前にアテネセミナーと称して随分長く続いている世界全体から政治家や中央銀行やバンカーや学者や色々な30~40人が毎年1回集まって議論をする会があって、以前それに出ていたので今回も出てみた。そういう中で私が感じて帰ってきたのは、アメリカはいずれは必ず伸びてくるということである。潜在成長力は大きいし、生産性も高いし、消費もそんなに弱くない。消費の力は、そこへもってきて低利とかあるいは減税というのが、これからも効いてくるであろうから、今年の暮れか来年かには良くなるだろうというのが大体皆さんの意見のようであった。ただ、連銀の人の中でも、いつ底へついて上がっていくかということになると、大分時間がかかるという意見と、もうすぐかもしれないという意見が分かれている状態であるから、今から先をみるのは非常に難しいと思う。やはり方向としては、暫くは逆資産効果といったようなものも出てきているし、在庫とそれから経常収支が非常に赤字が大きいというのは余り表面には出ていないが、今回のようなアルゼンチン問題といったようなことが起こってくると、通貨問題にも展開していくということもあるし、こういう不安を持っていることは確かだと思った。引き続きリスクは残っているなという感じはした。

ヨーロッパはアメリカの影響もあって景気は下向いているし、失業も減ったとは言っても、まだやはり8%位の失業率だし、物価がかなり上がっている。そういう状況の中でユーロが弱いというようなことから、ある人などは、スタグフレーションのようなことになっていくのかもしれないと

言っている人もいた。

そういう中で、非常に話題が集中していたのは、やはりアルゼンチンとトルコの問題。中央銀行の人達が心配するのは当たり前のことであるが、そういうところが、メキシコの二の舞いにならないように注目していきたいという声が非常に強かったように思う。

日本については、やはり構造改革というのは漸く踏み切ったということ、私も一生懸命言ったし、その点は非常に高く評価しているし注目をしていきたいということであった。日本人というのは、温泉が好きで熱いお湯がそこにあるのに、寒空の下で旅館の中へなかなか飛び込んでいかないというようなシャイなところがあるので、その辺をもっと思い切ってやった方がいいのではないかと行ってくれた、皆さんがご存知の有名な方もおられた。

それからもう一つは、あれだけのことを決断して、選挙のことも分かるが選挙の前にもう少し出したら良かったのにといいことも言っていた。彼らは、どうして選挙が終わらないと出せないのか、早く決まったことからやっていかないのかと、そのことだけでかなりがっかりしたということを書いていた。従って、できることから早くやったほうがいいんだなという感じを受けた。ここでアメリカ、ヨーロッパ、日本とみてみて、やはり日本はこれから底をついて上へ上がっていくんだという意味では、日本が一番先に望みがあるというようなことを、その人が言っていたので、そういう見方もあるということはどうぞ一つ認識して下さい。そんな今回の感じであった。それではここで、コーヒブレイクをして政策問題の討議に入りたいと思う。10時35分から再開する。

(午前10時25分中断、午前10時35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、ほかに意見がなければ、これまでの討議を踏まえて、次に当

面の金融政策運営方針について、今回も一人5分程度を目途にして意見を伺いたいと思う。もう一度藤原副総裁から願います。

藤原副総裁

先程申し上げたとおり経済の足取りは我々の標準シナリオを幾分下回りはじめていますが、これを大きくスパイラル的に逸脱する方向にあるとまではいかないと判断している。いずれにしてもIT分野を中心とする企業部門の調整がどの程度深まり、その他の部門にそれがどのような影響を与えるのか、7~9月期の生産動向や雇用賃金情勢など、そういったものももう少し情報の蓄積を待って判断していきたい。株価の動向も勿論要注意というか要懸念材料だが、これも参院選後の構造改革に向けた動きとそれに対する市場の評価がどうなっていくか見極めていきたい。

金融市場全体をみると、3月の金融緩和措置の効果はまだ出尽くしておらず、なお浸透の途上にある部門も見受けられる。従って、ダウンサイド・リスクに警戒的なバイアスを持ちながらも本日のところは現状維持を支持したいと思う。

今後は、先程も申し上げたが、時間との勝負が危なくなってきたと判断される場合には、残された金融政策の余地を有効に活用していくことが必要になってくるかもしれないとは考えている。ただ、短期および中期の名目金利は既にゼロ近傍まで低下している状況の下では、残された政策余地が大きい訳ではない。基本的には3月に決定した我々の新しい枠組みの下で考えていくことになるが、その際は市場の期待形成に逆効果を及ぼさないように細心の注意を払う必要がある。特に最近の長期金利動向にみられているとおり、市場は先行きの財政ポジションや債券需給にかなり神経質になっている点から考えると、経済政策全般に対する信認を確保することが非常に重要だと思う。この点について、非常時なのだから何でもどんどんやってみたらいいというような類の提言もあるが、市場の実体や期待形成を無視した無責任な議論のように聞こえる。今後は、情勢を判断して何らかの措置が必要かどうか、必要だとしてそういう措置の効果はどうか、

フィージビリティはどうか、副作用はどうか等々について中央銀行として責任を持って検討を深めていきたいと思う。以上である。

速水議長

それでは次、須田委員お願いします。

須田委員

金融政策運営方針については、私は現在の経済情勢は4月の見通しの下振れリスクの範囲内にあると判断しているので、当面、現状維持が適当であると考えている。

ところで最近、日銀は金融緩和の度合いを強め期待インフレ率を引き上げるべきであるといった声が強まりつつある。しかし、物価が下がりつつある時に期待インフレ率を上昇させるのは至難の業であり、実際に物価の下落傾向に歯止めがかからなければ、金融緩和政策はそのような効果を持ち得ないと思う。現在の日本のような状況で、一層の金融緩和政策がどのようなルートを通じて効果を持ち得るのかについて、私の意見を述べさせて頂く。

一段の金融緩和といっても色々な方法が考えれるが、現在のフレームワークの下では当座預金残高の目標値の増大というのが素直な方向だと思う。しかしこれを少々増大する程度ではその効果は限られている。なぜならば、現在、長期金利の水準は著しく低く、また金融機関や機関投資家などはリスクテイクに対してかなり慎重であるからである。こうした状況の下では、金融緩和政策を採っても単に金融機関が国債を購入しそれを日銀が買うということを繰り返すだけとなると思う。

金融緩和政策が効果を持ち得る一つの方法は、それと同時に政府がヘリコプター・マネー的な経済政策を採ることである。本来、これは金融緩和を必ずしも必要とする訳ではないが、政府が支出拡大や減税によって財政赤字を拡大し、かつ中央銀行が長期国債を積極的に購入し続ければ物価に影響が出て期待インフレ率も上昇するだろう。しかし、現在の金融経済情

勢を踏まえると、このような政策が採用できる訳がないのは言うまでもない。従って緩和政策を採るのが日銀だけだとされて、その効果が出るまで当座預金残高を次々と増大させることを余儀なくされる可能性がある。

しかしこれが大量の長期国債の購入を伴うとしたら、これもまた大きな問題を引き起こすと思う。なぜなら今日、政府の債務残高が大幅に積み上がっているため、内外の市場関係者は日本の財政赤字のサステナビリティを常に懸念しているからである。こうした中で当座預金残高の目標額を達成するという大義の下で、長期国債買いオペをどんどん増額すると、国債引き受けではないものの、市場ではいずれかの時点でこれをマネタイゼーションと認識する可能性が高いと思う。特に、小泉政権の構造改革に対する内外の期待が非常に強いだけに、期待の裏返しとして失望も大きくなるのではないかと懸念している。さらに、現在、国債を保有している経済主体のリスク許容度はかなり低下しているため、国債の価格変動リスクが増大する兆しがみえるだけであってもこれに対して敏感に反応し、長期金利が上昇したり変動する可能性がある。従って、金融緩和政策をどんどん進めると物価に影響が出始め、期待インフレが高まる以前に様々なリスク・プレミアムを反映して長期金利が上昇し、まずは実質金利が上昇してしまう可能性がある。また、札割れに対して長期国債買いオペ増額で対応し続けると、早晚、長期国債の残高は銀行券発行残高に達してしまう。その場合、この上限を安易に外せば、日銀が新たに歯止めを設けるとしても、その信認を得ることはかなり困難になり、やはり財政赤字の持続可能性に対する懸念が強まることになる。他方、この上限を堅持すれば、当座預金残高の目標値の引き上げやあるいはその達成が困難になる可能性が高い。このように日銀が、ベースマネーと非代替的な資産として、長期国債だけを念頭に置く限り八方ふさがりである。

こうした認識を示すと外部からは、「日銀はまるで籠城しているようだ」といった批判を招き、国民のコンフィデンスにもマイナスの影響を及ぼし兼ねないことになる。先程申し上げたとおり、私は、今後の景気展開を巡るリスクは小さくないとみている。それだけに、今こそ、今後財政改

革、構造改革が行なわれたその状況をも踏まえ、有事に備えて資金供給オペの対象を拡大する方策を真剣に検討する必要があると思う。例えば、社債とかCPの買い切りオペなど、企業金融に対してより直接的に働きかけることも一つの選択肢になり得るのではないかと思う。このほかにも、現在の日銀法で許容されるとみなし得る範囲内でオペ対象を多様化することはできると思う。こうしたオペの多様化については様々な問題点があるので、その評価は絶対的なものではなく今後の金融経済情勢次第であると思う。他方、オペ手段を多様化すると、何よりも、「一段の量的緩和＝長期国債買切オペ増額＝財政赤字のサステナビリティの懸念増大」という呪縛を断ち切る効果を期待できる。また、市場関係者や国民の間でも、金融経済情勢がかなり悪化する局面では、日銀はできることは何でもやる覚悟がある、できないことはやらないが、できることは何でもやる覚悟があるという姿勢を示すことによって、萎縮している経済主体のリスクテイク姿勢を刺激できるかもしれない。

国内経済が悪化して一段の金融緩和政策を採った時に、物価への影響というのは為替の円安を通じるものが大きいと私は思っている。現在貿易財については貿易の自由化あるいは直接投資等を通じてグローバルな競争に晒されており、技術革新もあって世界的にデフインフレ傾向が進んでいるために国際価格水準自体に低下圧力がかかっている。他方、非貿易財についてはこれまで日本ではその価格上昇が顕著であったが、今日ではIT革命、外資導入などによって非貿易財であってもグローバルな競争に晒されるようになり、また規制緩和などもあって非貿易財の価格も低下傾向にある。今後、経済構造改革が進めば、これらの非貿易財の価格が一段と低下すると思われる。こうした中で貿易財・非貿易財を合成した一般物価の下落を阻止し、物価の安定を図るためには、まずは円安に頼らざるを得ないのではないかと思っている。日銀も3月19日の政策変更でCPIの前年比が安定的にゼロ%を上回るまで現在の超緩和政策を継続すると約束している。貿易財の国際価格の上昇率が世界的に高まるか、あるいは日本で非貿易財の構造的な価格調整が終わるまでは、円安なしには価格は安

定しないと思う。つまり、経済の悪化が顕著となり、より一段の金融緩和策を採るといふ時には、その有効性は円安によって高められるということだと思ふ。

最近、有識者や市場関係者等と意見交換すると、政府は日銀に対して一段の量的緩和を期待する一方で、円安を牽制する発言を繰り返しているが、理解に苦しむといった声を頻りに耳にする。私も全く同感であるということをも最後に述べさせて頂く。以上である。

速水議長

次、田谷委員お願いする。

田谷委員

経済情勢は足許悪化しているし、軟調な物価情勢にも変化は窺われない。手段が限られその効果も不透明な状況ながら、今後の景気、企業収益の動きによっては、また構造改革の動きやその影響についての想定の変化によっては、タイムリーに何ができるか考えざるを得なくなるかもしれないと思つている。

インフレーション・ターゲティングについては、それがあつる物価変化率をある時期までに金融政策だけで達成しようとするものであると考える限り、現在のように達成手段が限られている下では採用が難しいのではないかといった考えは変わっていない。ただ現在の日銀当座預金残高と消費者物価変化率を使った将来の政策スタンスに関するコミットメントも、インフレーション・ターゲティングの一変種とも考えられるが、何らかの方法でコミットメントを強められないか考える余地はあり得ると思ふ。またそうしたことによつて、ある一定期間の名目金利を低位でより安定化させられるかもしれないし、それがその期間の実質金利の低位安定にも寄与すると思ふ。以上で今日のところは現状維持ということにしたい。

それと、藤原副総裁が言われたこと、それから須田委員が言われたこと、ほとんどの点で私は違和感がない。であるから、我々がやることといふの

はかなりナローパスであると思う。

最後に、為替についても前回須田委員が触れたし今日も触れたが、私もマーケットとして円安の方向に動くのであれば、それを容認するというのもやはりこの局面では大事になってきているのではないかということで、その点では、私も同感であるということを申し上げる。以上である。

速水議長

次、植田委員お願いします。

植田委員

今回どういう政策を採るかということに関しては、現状維持で宜しいかと思う。その理由は既にお三方が言われた点とほぼ同じであるので省略したい。

そのうえで、須田委員が興味深い幾つかのポイントを提示されたので、私もほぼ同意見であるが、やや違う観点から意見を申し述べてみたい。要するに現在の金融政策を巡る状況の基本的な認識という辺りであるが、一つは基本的に現状はある種の「流動性の罨」に極めて近い状況であるかと思う。従って、狭い意味でのマネーを出しても使ってもらえない状態か、出すと言っても受取り手がなかなかみつからないという状況かと思う。こういう状況、あるいは現状に対する我々の判断の下で、そこそこ強い金融政策スタンスをとっている訳だが、そのうえで先を考えると、マネーに対する需要が出てくれば我々は幾らでも供給できるし、そうして金利の上昇を抑えることができる。そういうことをあるところまでやることも約束している訳である。従って基本的には金融政策以外の政策で財・サービスに対する需要、あるいはそれを通じてマネーに対する需要を喚起してもらう必要があると私は考える。現在のマネタリー・ポリシーにとってのポイントは、現在何をするかではなく、むしろ数年先に経済が好転し始めた時にどれ位引締めへの誘惑を我慢できるかという点にあるように私は思っている。そのうえで、それでも現在金融政策で追加的に何かしろという声は後

を絶たない。何をやってもいいということであればやれる訳であり、須田委員が言われたようにヘリコプターから 100 兆円とか紙幣をばら撒けば宜しい訳である。これは日銀法で駄目であるが、それとほぼ同等の政策は、日銀が金利を低位に安定させる、そして政府が大規模な減税政策を行なうことで実行可能である。前者は既に日本銀行は 90 何%まで実行していると思うので、ヘリコプター・ドロップ・オブ・マネーをしたいのであれば、政府が大規模な減税政策をされれば宜しいと私は思う。実際二十世紀の幾つかのデフレ期をみると、どうやってデフレから経済は脱出したかと言えば、戦争が多い訳であるが、財政支出の大幅な拡大か通貨の切り下げということであった。金融政策に若干関係ある為替の切り下げを置いておくと、もしもデフレを止めて物価安定を目指すということであれば、向こう数年は単純な財政再建は諦めるべきということになるかと思う。そうでないならデフレを甘受すべきであるという結論になる訳であるが、両者の中間はあるようにも思う。

ナローパスと何人か言われたが、何が金融政策に現在できるか、ということであるが、これも須田委員、田谷委員が言われたことに私はかなり近い。すなわち金利がほぼゼロとなってしまった短期金融資産をこれ以上買い、マネタリーベースを増やしていくという政策は若干やる余地が残っているが、それで大きな効果が出てくるというふうには思えない。何かやるとすればTB、あるいはマネーと代替性の低い資産を買うことかと思う。一つの方法が長期国債、また別の候補が民間債務ということだと思う。長国についてやった場合の問題点については須田委員が触れたとおりにかと思う。民間債務についてはやや目新しい気もするが、CPとか社債というようなものを考えてみると、CPはそうでもないが、マーケットは非常に薄いということ、それからこれらのマーケットでのある程度のリスク・テイク行動は民間の金融機関によって既に行なわれているという状態のように思う。従ってももしも民間債務を買って大きな効果を狙うということであれば、株とか土地とか不良資産、こういうものを買っていくという行動に出ない限り大きな効果は出ないが、これはこれで大問題であるというこ

とは言うまでもない。一方でこれらとオーバーラップするがやや違う観点として、これも須田委員が触れたが、何らかの方法でインフレ期待を今引き起こすことはできないかという論点が、例えばクルーグマン等によって昔から主張されている訳であるが、そう簡単にはインフレ期待が高まらないということもあるが、私が前回竹中大臣と村上副大臣の問題提起に対応して申し上げたように、現在のスタンスはやや弱めであるが、かなりの程度クルーグマンの政策プロポーザルに近いものである。それでもインフレ期待が上昇したという評価は今のところない。もっとめっちゃくちゃやれば違うのかもしれないという点は残しておきたいと思うが、そう簡単ではないということはあるのかと思う。

最後にこれらの政策を通じて、仮に何らかのそこそこの効果が経済に出てくるという場合であるが、さっき申し上げた株、不良債権を買うというような手段を除いたとすると、常識的に考えられるその時のルートはやはり円安を通じてということだと思う。ただ、マクロモデル等のシミュレーション結果をみると、10円の円安で現在-0.7%位のCPIが-0.6%になる位である。世界がリニアだとすると-0.7%のインフレ率をゼロに持っていくにはその7倍必要であるから70円の円安、約200円まで円安にしないとイケない。非常に単純な議論であるが、これはある程度大幅な円安を確保しないと、ということの一つの傍証にはなっているかと思う。これは優れて政治・経済的な問題を引き起こすが、政府サイドでもその点に対する覚悟を固めて頂かないと、こういう方向には打って出難いかと思う。以上である。

速水議長

次、中原伸之委員お願いする。

中原伸之委員

前提として四点申し上げる。第一点は国内卸売物価であるが、下落傾向を強めていると私は思っている。そして6月は対前年で-0.7%、下落幅

が拡大しているが、石油・石炭を除くと-1.1%でさらに大きくなる。ここで問題は、最終需要財の在庫率指数が5月まで悪化し続けていること。この指数は大体6か月位、国内WPIに先行するので国内WPIはやはり依然として軟調に推移している。7~9月期には夏季電力料金が適用されるので若干下落は和らぐが、10月以降は国内WPIの下げが一段ときつくなるだろうと思って警戒している。

それから第二点として、以前、竹中大臣からも話があったが、実質金利の動きを少し試算してみたが、例えば全国CPIの除く生鮮ベース、それからさらに家賃・エネルギーを控除して「コアCPI」を作ってみると、5月は前者は-0.7%、後者は-1.1%である。除く生鮮よりもさらにマイナス幅が大きくなっている。そしてその二つを使って無担オーバーナイトのコールレート、それから国債10年物、それから国内銀行の貸出約定平均金利、この三つをデフレートして計算してみた。これは極く簡単な計算なので本来なら期待インフレ率等でデフレートすべきであるが、一つの試算として申し上げると、このCPI除く生鮮でデフレートすると、この三つのいずれのレートもボトムは97年後半で、それに比べて大体2.5%程度高くなっている。そしてここ数か月の極く短期的な動きをみると、実質の国債金利は低下傾向にあるが、実質の約定平均金利、実質コールレートは横這いなし緩やかな上昇である。それから「コアCPI」でデフレートするとどうなるかということ、大体同じような傾向であって、97年末をボトムにして今のレベルは3%以上高くなっている。このように、「コアCPI」で計算した実質金利はそういった高いレベルにあるが、申し上げたい点は、このようにして上がった現在の実質金利は決して歴史的にみて低い水準にある訳ではない。従って、物価を何らかの方法で上昇させる努力をしなければいけないということは、非常に大切なことであり、そのとおりだと私は思う。

それから三点目に申し上げたいことは、株式の動向である。アメリカについてはこれまでも何回も申し上げたが、去年の1月の史上最高値を更新する動きが一方でみられ、他方で9月にかけて突っ込むような動きもみられ

る。どういうことかと言うと、まずNYのダウについて申し上げると、6月の月足をみるとこれは4月、5月の終値を一気に抜いてしまっていていわゆる暴落足であり、要警戒である。上にいって新高値を更新する確率がかなり下がってきている。ただし、週足をみると7週連続で下げているのでここで反転してもおかしくない。日足では一目均衡表というのがあるが、その雲の下限を一回下に抜けてまた雲の中に戻っているということで、揉み合いの状態にある。そういった中でS & Pの指数採用銘柄の先は、大体今年9%の減益予想で10社中4社位が減益になるだろうと予想されるので、私は現在、一応目先の底値を付けつつあるが、これがどこまで戻るか、恐らく8月にかけてどの程度の規模か分からないが、いわゆるサマーラリーというのが起ると思うが、恐らく8月の末から9月、10月にかけてまた下へ目指すのではないかと思う。その戻りの限界を一回見極めておく必要があると思っている次第である。それから一つ、日本の株式についてはやはり持合い解消売りが非常に早く出てきて、9月から銀行に時価会計が適用されて、年間3.7兆円あると思われる大手金融機関の解消売りが既に出てきている。特に今年の9月末の水準には非常に大きな大量の売り物が控えていると思うので、なかなか上に行き難いという状況にあると思う。それから、一つだけここで面白いデータを申し上げると、外人買いについて、最近になって財務省の統計が出ていて、それと東証との間に非常に大きな差があるということを注意しなければならない。これはなぜかと言うと、東証の統計には店頭取引が含まれていない。それから東証の取引の統計では外人、いわゆる非居住者の定義が曖昧であって、報告者任せになっている面があると言われている。そして両者の統計は概してみると財務省の統計の方がネットベースで買い越し額が大きい、あるいは売越し額が小さいという形になっている。一番大きく乖離が出たのは、6月18日～22日の週で、財務省の統計では105億円の買越しであるが、東証の統計では498億円の売り越しであり、6月25日～29日の週は、財務省の統計は970億円の買い越しであるが、東証の統計は562億円の買い越しに止まったということなので、両方の統計を比べないと外人買いの実態は出てこない

ということである。結論として、日本経済が悪化を続けているということなので、より一層の量的な緩和を行なうべきタイミングであると思う。恐らく今後は、要するに、マネタリーポリシーが一番効くだろうと思われるのは、マネーから一番遠いものを買えば良い訳なので、先程須田委員から色々発言があったが、情勢によっては3月の決定の枠内で、あるいはもっと悪化した場合にはその枠を超えて色々な手段を考える必要がある。今回の会合については、一応米国株価、日本株価が目先の底を入れてきたので、その戻りの限界をよく見極めたうえで、今暫く様子を見ても遅くないと判断するので、今回は現状維持としたいと思う。いずれにしても金融政策で何もできないということになると、必ず周囲の環境、特に政治面からの色々な圧力が加わって、特に日銀法の改正ということも話題に出ているので、日銀としてはビハインド・ザ・カーブにならないように手を打つ必要があると非常に痛感している。

それから円為替については、昨日も少し議論が出たが、私はやはり日本国の政府として、一体どの辺の円のレベルが国家戦略上適正なのかということを経験でも結構なので判断頂いて、それに基づいて為替のレベルについて必要なコメントがあればコメントしていくことが必要かと思う。どうもそういうものがあまりはっきりよくみえていないような感じがしているので、是非、日本国家として一体適正な為替レートは幾らなのかという大体の判断はお持ち頂ければいいのではないかと。それから我々としても、やはり相場は相場に聞けなので、円安になるあるいは円高になるのは、それぞれ色々な要素が働いて動くが、少し長い目でみればファンダメンタルズを反映する訳であるので、円の数字について中央銀行としては、テイク・ポジションすべきではないと私は思っている。私は、今の段階では、先程から皆さんが言われたような円安傾向が続くのが望ましいと思っている。そういうことで一層の量的緩和のタイミングではあると思うが、今回会合については、米国株価の戻りの限界を見極める時間的な余裕があるのではないかと判断し、現状維持とする。

速水議長

それでは次に、三木委員をお願いします。

三木委員

まず、先般竹中大臣から実質金利の話があったので、私なりの考え方ということで申し上げます。まずその前に、経済の回復というのは、名目GDPがプラスになることが大事だということではないかというのが、一つの提起である。経済を担う企業、家計にとって景気の判断は名目値がベースになる。企業にとっては生産にしろ売上げ、あるいは収益、債務残高、キャッシュ・フロー、全て名目値である。家計にとっても、給与所得、利子所得、これも名目ベースである。従って企業や家計のマインドも名目値との相関が非常に高いということである。そういう意味でGDPも名目ベースがプラスになるということが非常に大事なことかなと思う。そうならないと企業、家計の自信もなかなか出てこないのではないかなと思う。そのためにもやはり物価下落を早急に止めることが大事である。

そのうえで実質金利の話であるが、物価下落が大きいほど実質金利の持つ意味が大きくなって経済活動に影響する点には注意が必要だと思うが、期待インフレ率の計測が非常に困難だという点だけはよく留意しておかなければならないと思う。実質金利の議論に意味がある時と、そういう意味でない時があるのではないかなというのが率直な感想である。わが国経済をみると、今はインフレ率はマイナスとはいえ、簡便法でCPIをとってみても、去年は-0.4%、今現在-0.7%位ということで、実質金利と名目金利の乖離というのは比較的小幅であるということだろうと思う。それからもう一つは、実質金利は歴史的にみてもかなり低水準にあるということが言えるのではないかな。ということで、執行部の方でちょっと計算してもらったところ、コールレートと消費者物価の前年比との差について90年代以降の平均をとってもらったら大体1.6%位になった。それが現在は0.7%位という感じなので、比較的低水準にあるのではないかなということで、経済活動の強い制約条件になっているとは考え難いのではないかなと思っている。

それから第三に、今このバランスシート調整を抱える中で、企業が設備投資をしない理由というのは金利が高いからということではなくて、需要が期待できないからという面が非常に大きいと思う。また金融政策上のコントロール対象はあくまでも名目金利であるから、これを通じて実質金利に働きかけるということになる訳であるが、既に名目金利は事実上ゼロになっているということである。

次はインフレ・ターゲティングの問題であるが、このインフレ・ターゲティングという言葉の意味をまずきちっと整理すると、物価安定の目標として具体的な物価上昇率の目標値を数値化して、それをターゲットとして期間を定めてコミットすると定義付けるのではないかと思う。その効果は、市場の期待形成の安定化と政策運営の透明性、アカウンタビリティ向上になると思う。こういう整理をすると、インフレ・ターゲティングはあくまでも物価安定のための目標ということであって、物価の上昇を直接の狙いとするものではないと整理しておく必要がある。そのうえで次に、それでは物価安定のレベル感、それからその手段は一体どうなんだということになると思うが、まずレベル感であるが、物価の安定とは現段階ではインフレでもデフレでもない状態と定性的な表現でしか定義し得ないということ、これが去年の10月の結論である。昨年10月に公表したように技術革新や規制緩和、あるいは国際競争の激化、流通革命などの供給サイドの要因が物価低下圧力として作用している現在の物価情勢を考えると、経済の発展と整合的な物価の安定の定義を特定の数字で示すのは困難であるという考え方である。しかしこの点はなお検討課題ではある。足許の物価下落の中身を具体的にみると、需給バランスの崩れからくる物価下落、それから供給過剰能力がもたらす安売りといった経済の発展と整合的でない価格下落、これはいわば悪い価格下落と言っている訳であるが、そういうものと技術革新、生産性向上による価格下落、国際競争力価格への鞘寄せによる価格下落、水平分業による安い輸入品が誘発する価格下落、こういった経済発展に資する価格下落、いわば良い価格下落が入り交じって物価全体が下がっているというのが今の現状である。やはりバランスシー

ト調整、構造調整の下では短期的には、物価の安定はなかなか数値化し難いということかなと思う。

次に実体経済のシチュエーションによって、政策の効き方も変わってくる。今はバランスシート調整の中で企業、家計の資金需要は欠しく、マクロ的には有利子負債返済の圧力が非常に強くて、ベースマネー、貸出、マネーサプライの関係が不安定化しているということで金融政策が非常に効き難いということだと思う。それから政策面での手段を考えてみても、名目金利が事実上ゼロに到達している今は、金融政策としてのコントロールビリティにも問題が残るのではないかと思う。現在の量的緩和策は、CPIの前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで継続するということコミットしている。これは物価の安定を目指して政策の継続をコミットしているということであって、一方先程の整理によるインフレ・ターゲットの方は、物価の安定の数値を期限とともにコミットするということであって、現行の政策を継続するというコミットの方式は、先程整理したインフレ・ターゲットに近い効果をもたらす、いわばそのワンステップだと理解して良いのではないかと思っている。

そのうえで金融政策判断であるが、3月の量的緩和に踏み切った際には不良債権処理、構造改革の過程で生ずるデフレ圧力というものも織り込みながら実体経済の下振れを想定してきたが、ここまでのところは金融経済の実態認識は想定した範囲内の動きになっていると判断できる。

今後のポイントは、9月頃には下期以降の姿を占う重要な材料が相次いで出てくるということで、金融政策はやはりその内容を見極めることが非常に重要になるのではないかと思っている。六点ほどあるが、まず第一に企業収益、9月の中間決算は9月初めにはその姿がほとんど出てくる。かつ下期の見通しもここで明らかになってくる。第二には平成14年度予算の概要である。国債発行30兆円以下という目標の落ち着きどころやプライマリーバランスの姿、乗数効果の高い財政出動、こういったものの具体的中身がそこで大体明らかになってくるだろう。第三には平成13年度補正予算の姿である。財政再建路線を念頭に置きつつも財政による下支えは避け

て通れない局面になってきたと思う。質の補正予算がどのような姿になるかと、これがやはり一つのポイントかなと思う。第四に株式の時価評価が始まる銀行の9月中間決算の行方がどうなるか、これも株価動向とともに要注意だと思う。それから第五には4~6月のGDPが9月初めには出てくる。第六には下期に米国経済のリバウンドが現実味のあるシナリオかどうかを確認するような材料も揃ってくるのではないかと考えている。9月頃には企業、財政、金融の合わせ技による構造改革、不良債権処理を通じて景気の回復へという姿がより鮮明になってくる時期であるが、こうした動きの中で9月頃はやはり金融政策の判断の一つのタイミングとして浮かび上がってくる時期かと思う。従って今回は3月の緩和効果の浸透を引き続き見守る局面ということで、まだ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ため、今回は現行の調節方針を継続することとしたい。

速水議長

次、中原真委員お願いします。

中原真委員

3月19日の現政策というのは、ある意味で非常に柔軟な政策、かなりの状況に対応するビルトインされた懐の深いものということについては、そのとおりだと思うが、その基本的なベースとして考えられるのが4月の展望とリスク評価ということだろうかと思うが、このシナリオから言えば現状そのシナリオを大きく逸脱するという状況ではない。ただ、シナリオのかなり下限に近いところに行きつつあるのではないかというのが、私の判断である。その限りにおいて、今少し推移を見極める必要もあり、また今後の政策発動、可能な政策の内容から言ってやはり繰り出すタイミングというものも非常に重要だろうということがあるので、今月は少なくとも政策変更なしという選択で良いかと思っている。ただし、将来のダウンサイド・リスクが増大しているということは先程も申し上げたが、それを考慮してやはりプリエンプティブかつ機動的な政策発動のシナリオ、それが

らタイミングを検討すべき時期に差し掛かりつつあるのではないかと考えている。

この点について四点ばかりコメントを申し上げますと、一つは先程も申し上げた世界的な同時景気停滞、株安、それにエマージング・マーケットを巡る混乱が始まっていること。これがエマージング・マーケットを巡る資金還流にショックとコンテージョンを起こす恐れがまだあるだろうと思っている。このような外生ショックは日本国内の、例えば大型倒産のようなものばかりではなくて海外で起きる可能性もかなり高くなってきているように思うので、現在のところ我々が持っている、年末にかけて海外需要を梃子に回復を図る、という現在のシナリオが崩れる可能性はあるのではないかと考えている。それから第二点は、現在の不安定な株式市場の下で、9月の中間決算を迎えつつあり、銀行を中心に時価会計の導入、それから不良債権のディスクロージャー問題に関連して、銀行に対する不信感というのが海外を中心に高まっている感じがあるので、金融システム不安の再燃ということは十分に考えておく必要がある。また銀行株がどんどん売られる訳であるが、これを保有する企業の決算に与える影響は、持ち合い解消が進んでいるとはいえ、無視できないものがあるのではないかとと思う。それからもう一つは、中小企業であるが、短観等では予想の範囲内ということで、先についての悲観論は余りない、あるいは統計上のバイアスもあるんだという話も聞いているが、現在、銀行の融資態度に一部厳しいものが出始めている、あるいは二極分化しているということも聞かれる。今後、銀行の融資にかかわる選別態度は益々厳しくなってくるということは、私の銀行の時の経験から言っても考えられる訳であり、余り明確な言い方ではないがマクロ経済指標に出てくる以上に不況感が強まる可能性があるのではないかという気がしている。第四点目に、現在の量的緩和の効果は、長期ゾーンの金利低下、あるいは信用リスク・プレミアムの縮小という形で金融面で一定の効果が出てきていることはそのとおりであるが、実体経済の効果はかなり限定されていると言わざるを得ないと思う。ただ、昨日の企画室からの説明では、まだこれからも効果が続くというよ

うな見方が出ていたが、私のみる感じでは、市場面では政策の出尽くし感が出始めており、むしろやや催促相場的な感じをマーケットから私は受けている。

このようなことから判断して改めて申し上げますと、9月の中間期末を控え、まず現政策のレジームの中で、これは強調しておきたいと思うが、まずはその現政策のレジームの中で何らかの政策強化ができるのかどうか、その効果、副作用等について十分に検討すべき時期、結論を得るべき時期にきているのではないかという気がする。残された政策手段は限られており、实体经济に対する効果も今の状況では極めて不確実と言わざるを得ない。結局、政策効果としては、心理的なインパクトを通じた期待形成にかけるところが大きくならざるを得ない。従って、政策発動に当たっては、やはり政策の順序付け、それからタイミング、また期待に働き掛けるための、かつ副作用をミニマイズするためのプレゼンテーションというか、有効な表現のあり方、こういうところまでかなり肌目細かなシナリオを用意しておく必要があるのではないかと思う。マネタイゼーションの議論等々も出ているが、私は、3月19日の政策レジームそのものは、その辺について十分配慮の届いた、これ自身この政策に基づいて行なわれる限りにおいては、その辺の副作用というのはミニマイズしていけるのではないかという感じを受けている。勿論、万が一大型倒産、あるいは信用不安等、あるいは内外のマーケットにおける一時的なショックに対しては、当然ながら中央銀行としての流動性供給等について機動的なコミットメントを出す準備というか体制というか、こういうものはきちんと整えておく必要があると思う。

申し上げたいことは以上であるが、実質金利とインフレ・ターゲット、円安の議論が出ていたので、私はここで皆さんがどういうふうに議論を始められるかなと思っていましたが、確かにこの場では相当突っ込んだ意見も述べられている訳であるが、やはり直接関係のない外野からの色々な声、こういうものをきちんと整理していくためにやはり政府と日銀との間できちんとしたこの辺についてのコンセンサスを設けるようなことはやっ

ていくべきではないかという気がしている。実質金利については、私も色々考えてみたが、先程、三木委員が言われていたとおり、企業経営の立場から投資行動の決定というのは、外部資金調達コストと投資によってもたらされる収益、キャッシュ・フローということであり、実質金利そのものが直接的な判断の基準ではないというのは、そのとおりだという気がする。それから、インフレ・ターゲットについても、仮に期待インフレ率を引き上げることに成功しても、タイミングをおいたにせよ名目金利も上昇し、最終的に効果を持つかどうかという点については、甚だ私としては疑問を持っている。ターゲットという言葉がある数値を目標としてそれに向けて有効な政策手段を持ち、それを駆使してターゲットに近付けるという意味でのターゲットという言葉であれば、現在のところそういう言葉を用いることは適当ではないと思う。やはり実態的に効果がかなり近いところまで期待できる時間軸の強化という線でまず進めるべきではないかという気がする。以上である。

速水議長

最後に、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

私も現状一種の「流動性の罫」、あるいはそれに極めて近い状況と考える。そういう状況におけるマクロ政策の有効性というのは、須田委員と植田委員が大分詳しく論じられて、付け加えることはほとんどない。本来であればこういう状況の中では、財政拡大というのが有効な総需要政策になるのだろうと思う。ただ、それについて様々な理由で、財政構造の改革なり、あるいは財政赤字の縮小なりを政策選択しようとしている訳であるから、そういう選択のマクロ経済的なあり得べき帰結ということは念頭に置いて頂きたいと思うし、マクロ経済的な帰結を金融政策でもって引き受け、それを相当程度オフセットしていくということは、「流動性の罫」に近い状況の中では、所詮無理だと私は思っている。ということの延長線上

にある議論として、デフレというのはマネタリーな現象であるから、これを是正するのは金融政策しかない、あるいは金融政策が最も有効であるというような議論が少し前から随分言われているが、これについても「流動性の罨」について言えるのとほぼ同様の反論ができるのではないかと思っている。デフレ、つまり物価の下落も物価現象である限り、マネタリーな現象である以前に需給バランスの結果として価格が決まるということがあり、現在の「流動性の罨」に近い状況において、需給関係を改善させるだけの金融政策の手段として一体どういうことがあるのかというのが、我々にとっての本質的な問題だと思う。この状態で需要の増加を促進できるような金融政策というものがなかなかないと思うからこそ、暫くの間、色々悩みながら議論してきたということだと思う。ここにいきなり貨幣の方程式 $MV = PQ$ みたいな極めてクルードなものを持ち出してきて、 M を動かせば P か Q か、あるいは両方動くはずだというようなことを言ってみても、そもそもこれは恒等式として考えるべきものと思う。従って、申し上げたような理由で、やはりこの式のなかでも需給関係がまず動くということが、物価が動く前提だろうと思う。前回、竹中大臣から実質金利についてもう少し議論してほしい、というような要望があり、私自身は大事な論点だと思う。ただ、実質金利についての議論というのは、この状況の中では結局、期待インフレ率というものをどうやって変えていくことができるかという議論にほぼ収まってしまうような話ではないかと思うし、そういう意味ではインフレ・ターゲティングというのが適当かどうか、あるいはフィージブルかどうかという形でもって実質金利のことを、これも昨年来何回も議論してきたというふうに考えている。インフレ・ターゲティングがこの状況の中で可能か適当かということについては、既に二、三の委員が触れていて、私もほぼ同感である。そういう状況であるので、経済情勢がじりじりと厳しくなっていく中で、金融政策にとっての選択というのは、極めて厳しいものがあると思う。何もできないというふうに議論を閉じてしまうつもりはないが、やはりここまでの金融緩和政策と、これから何をしてもこれから採ることができるアクションとの間にはかな

りのギャップがあり、そのギャップを飛び越えるためには、相当色々なことを頭に入れておく必要があると思う。もう少しその議論を継続したうえで、何をやるにせよ結論を出すべきではないかと思うので、今日のところは現状維持で良いと思っている。

民間債をもう少しオペの手段として活用すべきではないかという議論が須田委員から提起され、植田委員からもコメントがあった。私は植田委員の議論に賛成であるが、一つだけ追加して申し上げるべき点があるとするれば、CPにせよ社債にせよ日銀にとって適格性を備えた物件であれば、これは既に活用の窓を開いているし、担保として持ち込もうと思えば幾らでも持ち込めるという状態にあり、そういう意味では活用しつつあるというふうにも言えると思う。

最後は為替の話で、これは非常にデリケートな問題であると思う。我々はかつて為替が円高方向に動いた場合、それがマクロ経済と物価に対してどういう影響を与えるのかということを中心にしながら、為替を金融政策の中の一つの考慮事項として議論してきたように思う。そういう基本的な姿勢、つまり日本経済に対して為替変動というのはどういう影響を与えるのかという観点から、これを捉え議論するという基本的なポジションは間違っていないと思う。そもそも為替というグローバルなマーケットの中で決まるものに対して、どれ位の影響を与え得るのか、これを政策的な一種のインストゥルメントとして考えることが適切かどうかという問題はあると思うが、いずれにせよ為替介入の法的な権限は、わが国の場合、財務省にある訳であり、そういうことも含めて考えると、私はこの局面においては、もし市場のメカニズムの中で為替相場が円安方向に動くのであれば、——この場合には仮に何かの政策的なアクションを採った場合、その効果の部分を含めてということになるが——、それは自然なものとして受け入れていく、無理にトーク・アップするようなことはしないという辺りがいいのではないかと思う。以上である。

速水議長

それでは、ここで私の見解を少し述べさせて頂きたい。前回の会合以降の動きを総括すると、まず、実体経済面では輸出と生産の大幅減少が一層明確化すると共に設備投資の弱さを示す材料も増えてきている。全体としては、執行部からの説明や多くの委員方の意見にもあったように判断を幾分慎重化させるということによいと思っている。ただ、6月短観などをみると企業の業況悪化というのは、ITを中心とした製造業に集中する傾向が強くて、現時点ではその他の業種に広範に広がるといった事態には陥っていないように思われる。この間に家計部門についても生産減少の影響が及び始めているとはいえ、総じて底固い動きを維持している。今後、IT部門の調整がどの程度深まり、それが他の業種や家計部門にどの程度広がっていくのか、十分注意してみていきたいと思う。

次に金融面では、まず、3月の金融緩和措置の効果はなお浸透しつつあると思う。確かにオーバーナイト物や2~3年物の市場金利は、これ以上下げ余地の乏しいところまで低下している。しかし、銀行貸出金利は市場金利の低下を徐々に反映する形で、引き続き低下している。また、社債市場とかCP市場では金利の低下やクレジット・スプレッドの縮小を活用する動きが次第に活発化してきているようであり、これも結構なことだと思う。この間、企業業績の悪化にもかかわらず、企業からみた金融機関の貸出姿勢には然程の変化はないというのも、緩和効果の影響が表われているのかもしれない。このように、3月の措置の効果というのは、全体としてなお浸透過程にあるとあって良いと思う。ただし、株式市場などでは、市場参加者の景況感が一層悪化していることを示す動きとなっている。株価の下落は世界的な現象であって、この背景には、グローバルなIT関連の調整圧力に関する不透明感が引き続き強いということがあるように思われる。また、多国籍企業が米国経済減速に伴って投資削減を世界的な規模で行なっていったということが、世界景気と同調性を強めていることも否定できないことだと思う。これは各国がそれを認めている。この他にここにきて動き始めたアルゼンチンなどの危機的な現象というのが、近隣国や

世界の為替金融市場にもどのような影響を与えていくものか、もう少し見守る必要があると思う。

これらを総括すると、現状の判断としては、幾分下方修正、先行きの判断としてはIT分野のダウンサイド・リスクなどの調整圧力がどの程度広がっていくのか、もう少し見極めたいと思う。一方、3月の金融緩和措置の効果は引き続き浸透しつつあると思う。これらを踏まえると、当面は、現行の政策を続けつつ、内外の政治経済の情勢、動向を注意深く点検していくということで良いと思っている。本会合で決めるべき金融調節方針としては現状維持ということをつ議したいと思う。そのうえで、委員方からの議論もあったように、今後の追加緩和措置についても、引き続き効果や副作用、フィージビリティといった様々な観点から注意深く検討していきたいと考えている。また、いつどこで何が起こるか分からない、いわゆるイベントリスクというものにどう対応していくかということについても、中央銀行としては当然の義務として討議を深めていく必要があると思う。その点については、担当の方々が用意万端勉強しているものと信じている。私の意見は以上であるが、追加的な議論があればどうぞ暫く議論頂きたいと思う。

中原伸之委員

二点ほど申し上げたい。一つは、世界経済が非常に相互依存になっており、アメリカが引っ張ってきた景気が後退してきて、その他のエリアに影響を与えている、その逆にアメリカに影響を与えつつあるということを申し上げたが、一つだけ申し上げておきたいことは、やはり資本の移動ということ、資本の還流ということである。統計をみていると、ヨーロッパからアメリカに資金が流入している。最近は特に債券関係が多くて、株式関係が少し減っている訳であるが、その源泉をみるとアジアとか中東といったエマージング・エリアからヨーロッパに入って、それからヨーロッパからアメリカに出ていっているという面があるので、そういうグローバルな資金のフローの状況というのを絶えずウォッチする必要がある。これ

からアメリカの株式・債券市場にも悪い影響が出てくるのではないかということ懸念している。それから第二番目は、実質金利の点であるが、これは私は学者ではないので分からないけれども、3年前にクルーグマンが書いた日本の「流動性の罠」についての論文は、確かISとLMの交点を実質金利で日本の場合には、-4%から-5%ぐらいだろうという計算だったと思う。つまり、フルエンプロイメントをクリエイトするためには、日本の実質金利は高すぎるので、4ないし5%のインフレをやれというふうな議論だったと思うが、やはりミクロからみれば確かに企業経営は名目で動いているが、マクロでみるとやはり日本の実質金利が先程申したように97年位を底にして上ってきており、依然として「流動性の罠」というものに囚われているとすれば、実質金利がやはり高すぎるのではないかと考えている。クルーグマンの分析というのは基本的には正しいのではないかと考えている。以上である。

須田委員

実質金利に関してであるが、クルーグマンのペーパーを読むと、彼は、グローバル化というよりは、結構、閉鎖経済的な考えを持っていると思う。しかし、今は、資本移動性がすごく高まっている。こうした中では、リスク・プレミアムが一定だとすると、やはり実質金利が世界的に均等化する方向で動く。そして、今、構造調整が起こって日本の実質為替レートは円安方向に調整されているというふうに考えると、それ以上に日本の実質金利は高止まってしまうという可能性がある。ただ、世界の实質金利から大きく日本の実質金利が乖離できるというのは、すごくリアルな投資も含めて、貿易も含めて国際的な交流が活発化しているところでは、ちょっと無理なのかなと私は思っている。それから、個々の企業のベースで言ったら、個々の企業にとっての実質金利というのは、もし生産性の上昇で物価が、自分の製品が下がっているのだったら、実質金利が高くても全然問題ない。そういう意味でもう少し生産性の上昇の部分も含めて実質金利の議論はやっていかななくてはいけないかなと思っている。以上である。

中原伸之委員

須田委員、教えて頂きたい。確かにクルーグマンは閉鎖経済のことを論じている訳であるが、そうすると今、世界ではもう実質金利の均等化というのは実現しているのか。

須田委員

かなり実現している。一時期、最近ちょっと日本は乖離したが、ある時期から、例えばヨーロッパ、アメリカ、最近日本はどの幅を一致しているとか分からないが、相当、各国の実質金利というものの乖離は減ってきている。

中原伸之委員

しかし、2、3%ぐらいの乖離はあるのだろう。

須田委員

勿論、それはあると思うが、ものの考え方だけである。

中原伸之委員

そういう方向へ向かいつつあるということだ。だけど、必ずしもそういう状態が実現している訳でもない。

須田委員

勿論、短期的には幾らでも乖離するので、基本的な考え方を申し上げた次第である。

速水議長

実質金利というのは、何をとって実数を出すかというのは非常に問題があるのだろうと思う。色々計算の仕方があるのだろうが、今の時点で計算

する限り、日本もアメリカもヨーロッパも大体実質金利でいくと同じ基準になっている。日本は物価の下落の方が大きいから、まあマイナスだが、アメリカも金利が3%台に下がってきており、ヨーロッパもこのようなものである。これがどういうことを意味するのか。あるいはこれからどういうことが起こっていくのか、その辺についてB I Sでもそういう議論を試みたのだが、皆さんちょっとびっくりしたような顔はしていたが、これからの一つの課題ではあると思う。この間、竹中大臣が言われた件についても検討してみる必要はある。

植田委員

ただ、本当に実質金利が均等化してしまえば、金融政策は大国は別であるが、為替を通じてしか働かないという世界になってしまう。現実には微妙な差はあって均等化していないので、そこを通じて働く部分も残っているということだと思う。

田谷委員

今日は、実質金利の話が中心になっているが、やはり大きな目でみれば、例えば60年代、70年代に比較して80年代以降は均等化の原理が働いているということは、長期に関する限りそういうことは言えると思うが、詳細にみると例えば80年代後半の日本の実質金利は比較的高いとか、そういうその時々によって若干特徴はあると思う。ただ、前回竹中大臣が言われた議論は、私なりに解釈したのだが、確かに長期のところはそうだが、もう少し短いところをみてみれば、足許のオーバーナイトを下げ、時間軸を強化することによってその間の名目金利は抑えられる訳であるから、その期間における実質金利を下げるということはあると思う。

植田委員

であるから、企業行動に効いているのはもう少し中長期の金利だと考えると、そちらの実質金利の方が基準になるのではないか。

田谷委員

その長さがどの位かということであろうが、3月以降の金利の動きをみると、5年近くまでかなり下がってきており、3月の現在の枠組みの下での時間軸が効いてきた染み出し効果ということだろう。

植田委員

それはそうである。ただ、それは名目金利だということである。

田谷委員

であるから、名目のところを抑える効果はあるし、反対に言えば、どなたか言われていたように、長期の金利については、銀行の業務純益を上げるためには、将来的には、名目金利を上げなくてはいけないということも言える。であるから先程、中原眞委員がおっしゃったようにこのところは、確かにナローパスではあるが、時間軸を強化することによって何かできることはないか、ということに重点があるのではないかと私は思っている。

速水議長

3月のかなり思い切った決断をして決めた時のステートメントの最後の方に書いてあることを、私自身も時々読み直しているのだが、最後の方の4と5をちょっと読まさせて頂くので、聞いていてもらいたい。皆さんご存知だとは思いますが。

「4. 上記措置は、日本銀行として、物価が継続的に下落することを防止し、持続的な経済成長のための基盤を整備する観点から、断固たる決意を持って実施に踏み切るものである。

5. 今回の措置が持つ金融緩和効果が十分に発揮され、そのことを通じて日本経済の持続的な成長軌道への復帰が実現されるためには、不良債権問題の解決を始め、金融システム面や経済・産業面での構造改革の進展が不可欠の条件である。もとより、構造改革は痛みの伴うプロセスであるが、

そうした痛みを乗り越えて改革を進めない限り、生産性の向上と持続的な経済成長の確保は期し難い。日本銀行としては、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いる。」。

これはかなり思い切った措置をする、やや先取りして政策をやったという感じがしており、そういう意味でこの言葉をステートメントに付け加えた訳だが、このとおり動き始めているということは非常にありがたい嬉しいことだと思う。先程から、「流動性の罠」という言葉が出ているが、私も植田委員にこの前ケインズの原典を持ち出して講義をして頂いたが、私がよく分かったのは、やはり川の側へ連れてきても馬が飲みたくなければ駄目なんだということを行っているんだなと理解した。そういう意味で、これからやはり構造改革はじめ不良債権の整理とかそういったものが、一つ一つあまり先延ばししないで進んでいくと、空気がかなり変わっていくのではないかと期待している次第である。余計なことだが付け加えさせて頂く。

中原伸之委員

植田委員、クルーグマンの分析というのは大体ああいうことでよろしいのか。基本的には間違いないのか。

植田委員

どういう分析かということか。

中原伸之委員

あの分析自体、考え方は間違いないのか。

植田委員

それはそれなりに一貫していると思う。であるから、言われたように本来はもっと実質金利が低ければ需要が喚起されて、何とかなるのに、名目

金利がゼロでそれ以上は下がれないので、名目金利を下げるということでは実質金利の低下が実現できない。従って、もう駄目だというのが一つであるが、何とかしようとするとう期待インフレ率を高めなければいけないという議論である。期待インフレ率を高めるために、現在マネーを出して金利を下げるということには意味が無い。では、どうやって高めるかということ、将来マネーを沢山出すということは今約束して、将来仮に何らかの理由で「流動性の罨」から脱出していけば、そこでマネーを沢山出すという約束が人々にとっては、将来の物価の予想値を高めるであろう、現在の物価と比べて期待インフレ率は若干高まるであろう、これが実質金利を現在下げて、という話である。

中原伸之委員

基本的には正しいのでしょうか、彼の考えていることは。

植田委員

そのとおり現実が行くかどうかは別として、それなりに一貫していると思う。

中原伸之委員

理論的な分析としてはよろしい訳ですね。

植田委員

ですから、私も会って、日銀の政策はかなりそれに近いのだということを見たのだが、それはよく分かるけれども、もっとむちゃくちゃやる、何故そういうことをしないという臆病風に吹かれているのかと、そういう反応ではあった。

田谷委員

しかし、同時に彼は、金融政策だけでは駄目だということもちゃんと一

方では我々には言っているから、ちゃんとフェアに言っていると思う。

中原伸之委員

それから、外国為替の話は確か最近であったが、カーネギーメロンのマッカラム先生がこられて、要するに金融政策と外為政策はエッセンシャルに同じだと、自分はどちらかと言えば外為の方が早く働くので、そちらの方を支持するということを言っていた。クルーグマンも似たようなことを言っていたと思う。確かに円安、円高になれば企業はすぐ反応する。

植田委員

これには、色々な問題は別途あるが、非常に単純には、長国を買うよりも、我々としては仮想的な世界であるが、ドルを買った方が話は早い。

速水議長

これは相対的な関係であるから、それだけで言っても仕方がない。

田谷委員

勿論、我々がやって円安になるかどうかは分からない。

速水議長

今までの為替相場の30年の動きをみてもそうであるが、日本のエクスターナルなファンダメンタルというのは非常に強い。10年で購買力が3倍になっており、経常収支が80年以来ずっとGDPの2%から4%の間を動いている。そういったものが結局エクスターナル・ネット・アセットで1兆ドル以上のものになって、経常収支から、それがほとんどアメリカへドルで流れて行く。そういうものがアメリカの1兆5千億ドルを越えるような債務超過をファイナンスしている訳である。こういった流れというのは、昨日今日できたものではなくて底流にある訳で、1兆2千億ドルのこの利益、投資の収益というのはいろいろな形で円買いになって出てきてい

る。5%でも500億ドルであるからかなりなものである。こういったエクスターナルなファンダメンタルというものを市場の人は十分に知っていると思うし、昨日今日の儲けで動いたりすることはあるが、この基本的な流れがある限り、私はそんなむちゃくちゃな円安には動いていかないということが、長い経験からの近年での合意だと思う。意図的にやれば別であるけれども、そんなことをやるということがどういう意味があるのか、またこれは、日本だけの問題ではない。

山口副総裁

であるから、そういう部分も含めて市場が日本経済の相対的な状態を評価し、そして為替が弱くなっていくのであれば自然に受け入れていくということでもいいと思う。

先程、田谷委員と中原眞委員が言われたのであったか、時間軸の強化という点だが、これはできるメニューの一つとしてよく考えてみたい。CPIがゼロまたはそれ以上になるまで頑張るのは相当強い時間軸であることも確かだと思う。どういう時間軸がほかにあり得るのか、具体案について議論した方がいい。先程植田委員が言われたが、こんな事態が好転し始めた時とか、あるいはインフレ率が多少高まる時に、そこでじっと我慢して辛抱することが大事であると言われたが、今の時間軸の中でじっと辛抱するというのもやはりかなりの努力を要する可能性もあって、いつのことになるか分からない。さらにその上に何かを $+\alpha$ して考えた場合に、今度はそのことの持つ、これも現在ではなくて将来どういう問題を持たらし得るかということもバランスよく考える必要がある。

田谷委員

言われるとおりだと思う。だから例えば、当座預金残高のターゲットを上げるということにも非常に技術的な問題もあるし、それが持つネガティブなインプリケーションもある。あるいは長期国債を買う額を増やしても同じことである。あるいは今、消費者物価上昇率がゼロ以上になるまでと

いう約束をしていることについても、これをもう少し強めろという意見もあるし、そのデメリットというリスクというものも必ずある。だから先程来、山口副総裁が言われたことでやはり我々だけで何かできることがあるかというところを通過していてもかなり狭い道である。しかしその中で、どういう理由かは議論があるが、何らかの理由で我々のそういう緩和姿勢を強めた方が望ましいというタイミングがあった場合、では何ができるかという一つのメニューに、例えば時間軸の強化であったり、あるいは当座預金残高の若干の引き上げであったり、ということだと思う。その当座預金残高の引き上げ自体にもやはり時間軸が入っていると思う。以前、植田委員と議論した点だと思う。

植田委員

ただ単純に時間軸を強化するということ言えば直ぐ思い浮かぶのはゼロ・インフレになる訳ではなくて、例えば+1になるまで我慢するというようなことである。

田谷委員

だから、そういう議論もある。

植田委員

そうすると現在のスタンスでも、マーケットは、解除できるのに短くて2年、長くて4年とかそういうタームで考えている。強化したことによってもっと早くなるというのがラッキーなケースだろうが、空振りに終わった場合は解除できるまでの期間が長くなりそうである。2年から4年が大分長くなって5年から7年になると、ここにいる人は誰もいなくなる状況になっている。そういう政策がクレディブルかどうかというのも割と難しい問題だと思う。

中原伸之委員

これはしかし空振りにならないかもしれない。

田谷委員

だから、今の約束でも一方で、ある時点から株価が急上昇しないとも限らない訳であって、そういうリスクは伴っていると思う。ただ、当座預金残高を若干引き上げるというのもやはり当座預金残高目標にリザーブ・リクワイアメントそのものがキャッチ・アップしていく時間軸が相当伸びていくということだろうし、その意味で当座預金残高の目標の上昇というのは時間軸が入っていると申し上げた。そういうところも含めて何かできないのか。確かに国債の買いを増やしてその時をあまり隔てずに補正予算論議というのが出てきた場合、それはやはりタイミングとしては非常に悪いということになる。そういうことも含めて考えていかなければいけない。また、民間債務を買うことについても、植田委員も山口副総裁も言われたが、私も今はその時期ではないという気がする。

須田委員

勿論有事の時のために考えようということである。

田谷委員

その有事の時も例えば、金利が低下した結果、CP、社債の発行も増えているし、格付け間のスプレッドも縮まっているし、対国債イールドのスプレッドもじわじわ下がり続けているような局面で、そういうことはないだろうし、やること自体が民間の金融機関に対してかなりマイナスだろうと思うので、それはマーケット次第だと思う。ただ、それもこれも私は全てどんなことでも現時点で否定はしない。そういうことしかないかなと今は思う。

中原伸之委員

先程の議論で、速水議長は日本が対外競争力があると言われていたが、私は非常に減ってきていると思う。マッキンゼーがやった生産性の比較のデータをみると、アメリカを100とすると日本は70しかない。その内でアメリカを超えているのは大体5つ位の業種で、電機や精密や自動車とかだが、確か全体の雇用の1割しかない。それから、これまでも申し上げたが、そういった業種の中でも海外における競争力を失ってきているのが出てきている。私は、日本のエクスターナルな競争力が強いということについては、必ずしも楽観すべきではないと思っている。

速水議長

それは言われるとおりである。この10年の、バブルがはじけた後の国内の製造業、あるいはGDPの成長の度合いをみてもはっきりしている。ただ、今なら対外債権超過というのが1兆ドル以上に増えている。そういうものの収益というのが日本へ入ってきている訳だ。

それでは、ここで政府から出席の方々から意見があればお聞きしたいと思う。竹中大臣からお願いしたい。

竹中経済財政政策担当大臣

また発言の機会を与えて頂いてありがとうございます。それと前回提起した質疑等々について、非常に議論を深めて頂いたことに感謝する。ついでに言うと、最近、インフレ・ターゲティングについて色々と報道されているが、私は言っていない。

三点、ばらばらかもしれないが議論をさせて頂きたいと思う。一つは、現状認識の中でITを通じたグローバル・リンケージの強さが非常に大きな共通認識になっていたと思う。先般、月例経済報告を私達も行なったが、同じ様な問題意識で報告している。従って、それがどちらかということ、輸出、生産を通して企業部門に影響を及ぼしていることになる。ただ一点、これは我々の政府の決意ということでもあるかもしれないが、先週シンガ

ポール、マレーシアに行ってゴー・チョクトン首相、マハティール首相らと話をさせて頂いた。彼等もアメリカへのIT関連の輸出依存度が非常に高いので、GDPの減り方、伸び率の低下そのものでいくと非常に大きな影響を受けているが、一方で共通認識としてあるのは、アジアのITはやはりアメリカから比べると一周遅れ、ないしは二周遅れにあるので、同じようなフロンティアのITでの動きと違うということは、やはり考えておかなければいけないと思う。まさに最先端のIT企業が、非常に大きな期待、技術に対する期待の変化に晒されて、株価もボラティルになっているというのは事実であるが、しかし日本の発展段階を考えると、実は、ITに関してもっともっと需要を出すことはできるはずである。これはまさにIT大臣としての私の仕事となってくる訳だが、例えば「e-ガバメント」の前倒しとか、そういうようなこと等々で実は意外とちょっとした規制の緩和でできることが、政策上の対応策があるという点も認識しなければいけないのだと思う。これは日銀の問題ではなくて政府の問題であるが、そういう認識を政府が持っているということを、そのために力を尽くしたいということをして是非、大臣として申し上げておきたいと思う。

第二番目の実質金利の話は、今日は本当に議論を深めて頂いてありがとうございます。大変理解できることばかりだと思うし、今のこれにはインフレ・ターゲティングの話も含めて、大変にナローパスである。政府もナローパスであるが、金融当局もナローパスであるというのは大変理解できることだと思う。しかし敢えて申し上げたいのは、世の中は名目の世界で動いているのか実質の世界で動いているかというのは、かなり哲学的な問いかけかもしれないが、例えば設備投資関数のなかには必ず実質金利の変数が入ってくる。幾つかの実証分析によると、金利変数よりも実物変数、GDP等実物変数の方が決定力があるということも事実だと思うが、しかし、やはり実質金利は大変重要であり、その実質金利に関する責任を負っているのは、やはり金融当局なのだと思う。ここは引き続き制約の中で、私はさらに議論を深めて頂きたいポイントだと思う。これは少し異なる議論かもしれないが、実質金利というものは世界で標準化されているとい

うのはそのとおりだと思うし、オープンエコノミーはそうだと思うが、もしこれを認めてしまうのなら金融政策というのはほぼ何をやってもあまり意味がないということになってしまふし、もし本当にこれが事実であるならば、名目金利を引き上げることによってインフレ・ターゲティングを容易に実現することができるという議論にもなってしまう。恐らくそういう議論は、一方で認めつつも現実には皆さん言われたように現実の世界というのは少し違うところにあると思うので、その点も含めてやはり実質金利の議論というのは是非詰めて頂きたい。

第三番目の問題だが、最近特に、株価が小泉内閣ができた当初は一時高くなったが、それ以降どうなっているのかという議論も聞かれる。私達は改革というのは非常に包括的なパッケージでなければいけないと考えている。一部ここだけ変えるということでは改革は実現しない。まさにシステムそのものの転換であるということでも2か月かけていわゆる「基本方針」を纏めた。非常にコンプリヘンシブなものを纏めたつもりだが、であるが故に詳細の制度設計は実は選挙の後になってしまったという面がある。これに対して改革には時間がかかるという反応がマーケットであったのかもしれない。マーケットの動きは、いちいちコメントできないが、そういうことも踏まえて実は、選挙に関わらずとにかく法律改正なくできること、法律改正、秋以降の国会で法律改正をしてできること、来年度の予算に反映させること、この三つを区分して直ぐに取り掛かれという指示が先週総理からも我々に直接あって、そういう意味では改革をまさに具体化するための作業を私達も急ぐつもりである。その改革の結果をみながら、金融政策のあり方をさらに深めるというスタンスだと思われるが、その改革を私達は急ぐという点は是非理解を頂きたい。具体的には制度設計に関しても、先般の経済財政諮問会議、これは速水議長にも出席頂いた会議で決定したが、8月末から9月最初にかけて既に各担当大臣からその制度設計についての案を報告してもらい、その全体的な整合性について、ないしはその中に具体的な時間軸、タイムスケジュールも入れたようなものを出してもらって、その制度設計に早々にとりかかるということにしている

ので、その構造改革も我々は急ぐという点を是非理解頂きたいと思う。さらには景気の現状、経済の現状を新しく把握するために、経済財政諮問会議の中に景気動向分析検討チームというのを作るということを提案して、これは今日か来週月曜日かどちらかに立ち上げることになると思う。金融政策に何ができるかということとの関連で、やはり構造改革によって具体的な資金需要を生み出すような事実を政府の方でも作って行かなければいけないことは十二分に承知しているので、まさにその意味では金融政策と構造改革のハーモナイゼーション、協調に向かって努力をするので、是非、日銀の方でもそういうことを、可能性の議論をさらに深めて頂きたいと思う。

少し技術的なことになるが、確認のための、クラリファイング・クエスチョンを二つ挙げさせておいて頂きたい。インフレ・ターゲティングについては大変難しいという指摘があった。それはエコノミストとしては、大変理解できることであるが、私は少し聞き逃した点があるが、これは、インフレ・ターゲティング論全般に対するコメントなのか、それとも日本固有のコメントだったのかという点である。現実にインフレ・ターゲットを持っている国は結構沢山ある。ほかの国でできるけど日本ではできないと考えるのか、一般論として考えるのか、それとも下の方に目標は掲げられるが上の方には掲げられないという論理なのか、ちょっとその辺はクラリファイング・クエスチョンである。また、今の時点で動き出すのは大変困難であり、金融政策も手詰まりであるという多くの方々の発言があった一方で、同時にリスクを考慮して次のタイミングを考える時期が近づきつつあるのではないのかというようなお話も何人かの方からあった。これはさらなる金融政策の展開への検討表明であると受け取らせて頂いていいのかなと思うが、それでよろしいのかどうかということである。

最後に一応申し上げておくが、景気の基調判断については、7月11日の月例経済報告として閣僚会議において景気は悪化していると報告をした。表現は若干変えているが、景気の現状認識を下方修正するものではない。「悪化しつつある」から「悪化している」と変えた。ただし、先行き

について在庫の増加や設備投資の弱含みの兆しなど懸念すべき点がみられるということで、引き続き厳しい状況であるという認識を持っている。6月26日に閣議決定された「基本方針」について、早急にその具体化を図り、14年度予算に反映させるといった構造改革を実行することが必要であると考えている。先程申し上げたように新たに経済動向の分析検討チームを作り、正確な景気判断と政策運営の一助にしたいと思っている。調整期間におけるデフレ圧力の状況も踏まえ、機動的な量的緩和政策を行なって頂きたい。この表現は、「基本方針」そのままであるが是非お願い申し上げたいと思う。以上である。

速水議長

それでは藤井財務省総括審議官をお願いします。

藤井財務省総括審議官

政府の取組むべき最重要課題である構造改革を進める上では、物価の安定を図り景気を下支えするため、金融政策の果たす役割は一段と重要であると考えている。現在の持続的な物価の下落は、実質金利の上昇を通じ、企業の投資意欲を減退させるとともに消費の先送りを招来することにより需要を抑制する。また企業がリストラ等によりコストや債務の削減に努めても、物価下落が収益性を圧迫するとともに、実質債務負担の軽減を妨げ、不良債権問題の解決をより困難にすることが懸念される。

3月19日に金融緩和措置が講じられたが、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。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、より実効性のある金融緩和が必要であり、構造改革による影響をみながら金融政策上の対応を考えるのではなく、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。

その際、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ること、またデフレ懸念を払拭するためには市場や人々の期待に強く働き掛けることも必要であることも留意頂き、経済により効果のある政策を幅広く検討頂きたいと考えている。各政策委員におかれては審議に当たっては、以上申し上げた政府の考え方等について理解を賜るようお願い申し上げます。以上である。

速水議長

先程の竹中大臣の発言の中で質問があった訳だが、インフレ・ターゲットは難しいと、日本では難しいのか、一般的に難しいのかという問題はどなたが答えるか。

須田委員

インフレ・ターゲットの下でどういうふうに金融政策を運営するかというのは、国によってかなり違っている。例えば、英国では目標の2.5%よりも低いにもかかわらず金利を上げてしまった。韓国も最近目標圏を越えているがそれで引き締めではなくて金利を下げてしまっている。目標というものがどういう意味を持つかというのも、どうも日本人はターゲットと言ったらそれは守らなくてはいけないという思いがすごく強いが、現に海外で採用されているようなインフレ・ターゲットをみると結構裁量的な政策である。最近インフレ・ターゲットの話が出たので、私が最近慌てて勉強した時に感じとったことは、決してルールではなくて、その目標一本でいくのではなくて、景気を考えながらやるのがそれぞれの国がやっていることである。やはり高い方から下げる方は簡単だけど、下から上に上げるというのはそうそうできるものではないなというのを感じている。

植田委員

我々としては、一般論として否定するという言い方はしてきていないと思う。ただ、一般論としてインフレ・ターゲティングが最適な金融政策運

営の枠組みであるかどうかについては、意見の一致は必ずしもみられていない。賛成の人もいればまだ分からないという人もいる。現状の日本において難しいという時の判断は、恐らく現状のインフレ率、それも高いインフレ率を目指すという形で使われるということになるのだろうが、それは経済を刺激する金融政策上の有効な手段が非常に限られているからという、日本というか現在の日本の特殊な状況で難しいということだと思う。それからもう一つの質問について、私の個人的な意見だが、日本銀行は次の一手を考えるタイミングに入ったかどうかというようなポイントだったかと思うが、私なりに答えるとすると、次の一手は常に我々は考えているということである。従って、今日直ちに前回まで考えていなかったのが真剣に考えるようになったというような話ではないと思う。さらに、失礼ながら申し上げれば、竹中大臣が、外で、「日本銀行の政策決定会合に出席して意見を聞いたら、何か真剣に次の一手を考えるタイミングに入ってきたようだ」とか言われるとマーケット・インパクトが非常に大きいので避けて頂きたいと思う。

竹中経済財政政策担当大臣

それはもう事前に十分注意を受けている。

三木委員

竹中大臣、そのところは、本当に非常に大事なところだと思う。だから、今我々がやらなくてはいけないのは、ある意味ではそういうエマージングな時だとか、それからそういう一つの政府の構造改革との合わせ技ということを行っているのだから、そういう中での一つのタイミングがくる時とか、そういった時にはきちっと手は打つということ、マーケットに知っておいてもらえば良い訳である。今、大事なのはそのうえで、でんとしていればいいのであって、そういうことだということが外に伝わるようにしておいて頂かないと、いや実はその時にこういう段々質の悪いことまで考えてどうか、検討しているという形の話が出てしまうのは非常にま

ずい。

竹中経済財政政策担当大臣

そういう事実があったということか。

三木委員

いえ、そうではなくて、今の置かれているポジションから考えるとどうかと言ったまでである。だから逆に言うと金融政策は打ち止めであるということも、言う必要はない。

竹中経済財政政策担当大臣

それはもう財務省も内閣府も十分に理解していて、3月19日の踏み込んだ政策を大変評価している。それに合わせて機動的に運営されるというふうに明言している。それが、日銀の現状の政策であるという言い方を、国会を通じてもマスコミに対しても財務省も内閣府もしているつもりである。

三木委員

昨日の発言も全くそういう線の話なので我々は安心しているが、敢えてお願いしておきたいことである。

山口副総裁

敢えて言わせて頂けるのならば、今、三木委員は構造改革と合わせ技で金融政策等を考える、場合によっては次の手も合わせ技で考える、と言われたか。

三木委員

次の手は合わせ技、そういう意味ではない。

山口副総裁

そうではないですね。

三木委員

あくまでも、これは速水議長が言われた3月に決めた時のステートメントの四番、五番の問題である。

山口副総裁

失礼、一言だけ。これから当面の金融調節について決を採る訳だが、政策委員会でのコンセンサス——勿論コンセンサスかどうか分からないが——によって決まることというのは、その決を採った結果についてだけである。そこへ至る間に委員方がそれぞれのポジション、考えに基づき意見を述べられ、次の手をかなり具体的に考えておられる方もいるかもしれないが、まだそれにはかなり距離があるという考えもあり、そこは様々な状態だと思う。従って、先程こういうふうを受け止めていいのかとおっしゃったが、それはかならずしも政策委員会全体のコンセンサスではないと申し上げた方が良く思う。色々な意見は出たが、最後は議決したことのみが正式に決めたことなので。

竹中経済財政政策担当大臣

いえいえ、だからそういうことを言われた委員が結構おられたが、ほかの皆さんもそういうお考えでしょうかということをお伺いしている訳である。決定は言われるとおりの一つである。

須田委員

いつ起こるか分からないことも含めて常に考えているということをやはりここで議論しないといけないと思う。

竹中経済財政政策担当大臣

それは、そうだと思うが、そういうタイミングが近づきつつあるという発言がおありになったので、よその人がコンティニアスは常にコンティニアスだと思うが、そういう認識はお持ちなのかという、勿論まだ分からないという判断も十分あると思うし、前回よりは踏み込んだ発言があったかなと思う。

中原眞委員

私は若干それに近い発言をしたので申し上げるが、やはり情勢判断として悪化という前提があり、また世界的な状況からみて非常に不安定な状況があり、株価についてもこれから非常に厳しい情勢も考えておかないといけないというところでは、そういう政策発動の蓋然性については私個人としては高まってきている感じがしている。ただこれは、まさに植田委員が言われたとおりで、毎回毎回ではどうしようということは各委員全員が考えてきていることであって、それぞれの意見を戦わせながら少なくとも結果としてはその月において何をするか、どうアクションを起こすかということが結論なので、ただ前広にそういう議論があり得るべきだし、あって問題ないはずなので、ただそういう議論が出たからといって決定会合がそういう方向に全体が動いているということでは勿論ないと私はそう思う。

竹中経済財政政策担当大臣

これはあくまでも皆さんの判断をお伺いしたいために聞いた訳で、同じことを補正予算についてどう思うかと聞かれたら、同じような答えになる訳で、そういうレベルの議論だとお考え頂きたい。

速水議長

ほかにないか。

中原伸之委員

インフレ・ターゲティングの話だが、私はこれは最初からずっと提案してきたし、現在もその考えは変わっていない。やはり、一番これまで日銀に欠けていたことは物価の安定をやれということの日銀法にはっきり書いてあるが、具体的な目標がなかったことである。私はこれは、非常に欠陥であるということで批判してきた。現在ゼロ%、あるいはそれ以上ということが出ているが、私はもっと明示的に2%、あるいは2.5%ということをはっきりさせるべきだと思っている。それから、須田委員が言われた裁量的というのは、それは手段、ミーンズにおいて非常にフリーダムが広いということだと思うが、やはりオブジェクティブとかターゲットというのは、やはりはっきり決める必要がある。もしそれをいつまでも決めないということになると、先程私が少し申し上げたが、政治というのがあるから、それが恐らくこのままサイレントにいるかどうかというのは極めて疑問である。だから目標というのをきちんと定めて、その後でミーンズについてはフリーダムを持つと考えるのか、いや目標についても日銀はフリーダムを持って自分で決めるというのか、そこは非常に問題というか重要なポイントだと私は思っているが、一応ゼロ%というのはないよりも進歩であるが、インフレでもない、デフレでもないということには私は必ずしも同意しないので、やはり2%、2.5%というのを私は考えている。それからデフレの時はやり難くて、インフレはやり易いというのは確かにそのとおりだが、それではデフレにおいては日本銀行というのが責任を放棄するのかということになると、またこれは色々な議論が起ってくる訳なので、今の段階で言えば、例えば3年後に2.5%というのは私は一つの案としてあり得るのではないかと思っている。提案している訳ではないが、そういうアイデアを私は考えている。以上である。

藤原副総裁

インフレーション・ターゲティングについての中原伸之委員のお考えは、インディペンデントな中原伸之委員の考えで、実は物価の安定が日本銀行

の責務だということは、新法施行以来、我々重々考えていて、それを皆でディスカッションしようということで半年以上かけてかなり熱心な議論をして、物価についてのレポートというのを纏めてある。その中にインフレーション・ターゲティングについての考え方、海外の例や日本の状況を統計上の問題も含めて議論の内容を積み重ねて、一応の結論ではないがレポートに纏めてあるので、それをみて頂くのがいいかと思う。中でも先程、植田委員が言われたように、インフレーション・ターゲティングという方式そのものを排除する訳ではなく、今後とも検討していこうということになっていると思う。

速水議長

他にあるか。

中原真委員

先程、財務省の藤井総括審議官からお話があった中で、過剰債務問題の解決に物価の低下が続く中で解決が難しくなるという発言があったが、何か聞いていて調整インフレ論を持ち出されたような印象を受けたが、ちょっと私の聞き間違いか。そのところはどのような発言だったか。

藤井財務省総括審議官

今言われた該当部分をもう一度申し上げると、企業がリストラ等によりコストや債務の削減に努めたとしても、物価の下落が収益性を圧迫するとともに実質債務負担の軽減を妨げるということで不良債権問題の解決をより困難にすることが懸念される、ということを上申した。

速水議長

私もちょっと一言。物価、先程、藤井総括審議官が言われた3月に金融緩和措置を講じたけれども、物価は引き続き下がっているのではないかとということ。私共、確かにその点は残念に思うことであるが、最近の、十分ご

承知のことだと思うが、金融を緩和して量的な緩和をしてそれで需要が増えていって、物価の上昇、あるいは企業の収益の好転、経済の拡大をもたらすということができればいいが、もう一つのサイドで今の物価がむしろ下がり気味だというのは供給サイドで輸入品が安く入ってくるとか、あるいは流通革命でユニクロといったようなああいう外で作って安い物を入れてきてそれをだあっと売っていくといったような小売流通業界が変わってきているということも非常に大きな価格低下の背景にあるのだろうと思うし、ITなどを使ったコストダウンということもあるだろう。そういう供給サイドの価格の低下というのは消費者、家計には喜ばれることである。これは確かに、企業は言われるように利益が上がらなくて困っているということであろうが、一方では消費者にとっては安くて良い物が買えるようになったというような喜びがある訳だし、そういうものは必ず消費を増やしていくことになると思う。それともう一つ、家計の持っている1,400兆円に上る金融資産というものがあり、これはむしろ利回りは非常に低い運用でコンプレインはあるであろうが、元本がこうやって物価が下がっていくということによって購買力を増やしている。元本は完全に価値を守られ、むしろ購買力は逆に増えているというようなことがあるから、一般からのコンプレインは今の超低金利でもそんなに強くない。そういったようなこともあるし、物価が需要サイドだけで需要を盛り上げていくというのはできないというところで、やはり経済政策面、構造改革ができていって需要がそれについていって金利機能もそこで効き始めて初めて正常なものになっていくのだと思う。そういう面があるので、三年かかるかどれ位かかるか分からないが、かなり時間がかかるだろうが、供給サイド、需要サイドの両サイドで物価の上げ下げの割合があるんだろうと思う。供給サイドで消費者に安く入っていくということは長年の日本の一つの課題であった内外価格差というのが、規制撤廃、規制緩和等による輸入品の自由化で実現してきているので、非製造部門でもそうだろうと思うが、そういう内外価格差が少し縮小しつつあるというのは、長年の一つの課題の解決でもある訳である。そのところは非常に難しいが、いずれにしても

今、量的緩和を急に増やしても需要が増えて収益が増えて物価も上がっていくというふうにはなかなかいかないという事態であることを一つ理解頂きたいと思う。余計なことかもしれないが。

竹中経済財政政策担当大臣

ただ、今のは、これも釈迦に説法であるが、相対価格の低下が良い訳である。つまり賃金が0%で価格が10%下がるのと、賃金が10%上がって価格が0%と、内外価格差の話は相対価格の話であり、その時は自動的に円安が実現されているということにもなるが、問題はやはり過去の債務はインデックスされないというところにある訳である。その意味では、相対価格の変化と絶対的なインフレ率の議論というのは違う。勿論、それがコントロールできるかということそれはそんなに簡単なことではないというのは十分に理解できる。

それからもう一つ世界的な傾向であるという議論も凄く分かるが、ではアメリカはデフレに悩んでいるかということ、アメリカはむしろインフレを懸念して金融政策を運営している訳で、それが非常に日本的な現象であると、結果的にみると、それもやはり議論しなければいけない重要なポイントであろうかと思う。繰り返し言うが、だから金融政策で何ができるかということに対しては、大変厳しいというのはエコノミストとしては十分理解できるし、それ以上のことを申し上げるつもりはないが、議論としてはやはり相対価格の議論とは混同されない方が宜しいと思う。

速水議長

アメリカでもやはりレーガノミクスなどでああいう規制緩和をやって物価というのは安定してきたのだから、デフレがなくなってきた。今まで日本はそこが遅れていたんですね、それを今やりつつある、これからはそうなる。

須田委員

例えば、イギリスは財の価格はほとんどゼロに近い。サービスがどっと上がっている。それはアメリカもそうである。日本は構造改革しているからサービス価格は下がっている。欧米は製造業の方は競争力を高めているので、サービスの相対価格は上がっている。そういうことで向こうはインフレになっていて、日本はデフレになっているという側面もあるんだと思う。

竹中経済財政政策担当大臣

まあ、そうですね。

中原伸之委員

ちょっと後二つだけ申し上げる。さっき藤原副総裁が言われたように物価レポートの話があるが、私はそれに反対したので今でも反対の立場である。それから第二番目に、インフレ・ターゲティングというのはやはり最新の金融理論の中で一定の地位を持っていると思うので、これはやはり調整インフレとは混同されるべきではない。恐らく財務省が言われたのもそういう意味で言われたのではないかと思っている。以上である。

速水議長

ただ今、政府から出席の方々から貴重な意見を伺った。これは日銀法 19 条の議案提出ではなく、意見だというふうに理解させて頂く。決定会合の席上で政府の代表の方々から、必要に応じてこういう意見を述べて頂くことは、日銀法で定められた枠組みであるし、本日の政府代表の方々が発言なさったことは、政策委員会としてこれまでも常々議論してきたことであるが、政府の意見は意見として受け止めさせて頂いて、今後とも政策委員会で十分議論を重ねて適切な判断に努めて参りたいと思う。それと同時に政府として、金融政策に関する意見を表明する場合には、この決定会合という場を活用して頂きたいということも申し上げておきたいと思う。ただ、

委員方の議論にもあったように、オーソドックスな金融政策については、ほとんど発動の余地が乏しくなっている中で、今後の金融政策運営についてはその効果、副作用、フィージビリティなどについて、慎重な検討が必要だと思う。政府からの出席の方々には、我々が厳しい情勢認識の下で最善の対応を巡って色々責任を持って議論を重ねているということを理解頂いたうえで、建設的な意見を頂きたいと思う。我々としては今後とも中央銀行として適切な金融政策運営に努力を重ねていく積もりであるが、同時に政府に置かれても、構造改革の具体化に向けた取組みをさらに積極的に進めて頂くように強く期待しているところである。

それでは議案の取り纏めに移ってよろしいか。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と思う。ほかに正式に議案を出される方がいらっしゃるか。それでは、どなたからも正式な議案の提出はないようなので、事務局は私の議案を確認のためにもう一度読み上げてもらいたいと思う。

[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7月13日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致 or 賛成多数）。日本銀行当座預金残高が5兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、

資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。

速水議長

それでは採決に入るので、政府からの出席者は一旦退席願う。

[政府からの出席者退室]

それでは採決するので、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にその結果を報告願う。

[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、政策委員会としては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お願いします。なお、決定事項の公表は、前回会合時と同様に会合終了後直ちに行なうこととする。

それでは、次の議題に移る。金融経済月報の検討・採決である。金融経済月報の検討については、月報の最初の4ページが本委員会の正式な決定事項になるので、本日のこれまでの議論を踏まえて検討をお願いします。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

それでは、お手許の資料に基づいて、先月との相違点を実体経済部分から説明する。まず総論だが、色々議論頂いているとおり、今月は小幅だが下方修正と考えていて、具体的には「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、調整が深まっている」ということで先月の「深まりつつある」という表現から幾分ではあるが慎重化させるということにしたいと考えている。具体的な慎重化の理由だが、昨日、早川調査統計局長からも説明があったように、まず第一に、やはり設備投資の減少というものを短観等で確認したということと、それから消費についてもほんの気持ちだが下方修正した方がいいのではないかとということがあって、その二点を理由に幾分慎重化させたいと考えている。

続いて各論だが、個人消費についても昨日説明があったとおりだが、先

月まで「一部指標にはやや明るさが窺われる」という表現をしていたが、今月はそうした表現を取って「総じてみれば、横這いで推移している」としたいと思っている。勿論明るい指標が全部なくなったということではなくて、引き続き明るいものもある訳だが、一方で総供給の統計のように、これまで明るかったものの中に一部感じが変わってきているものがあるということなので、ここは一つフラットな表現に変えたいということである。それから公共投資だが、先月まで「増加している」だが、今月は「補正予算の執行一巡に伴い減少に向かいつつあるとみられる」と変えたいと思っている。既に4~6月期を過ぎて7月に入っているので、恐らくこれ位の時期だと補正予算の執行もほぼ終わっているのではないのかということから時間の経過で変えさせて頂いた。それから、純輸出だが、非常に細かい点で恐縮だが、先月まで「米国、東アジアなど海外経済の減速」ということで「米国、東アジア」をつけていたが、今月はそれを取らせて頂いている。これは先月までのメッセージは、裏返して言えば欧州についてある程度強いというニュアンスが入っていた。ただ、ここにきて欧州経済も減速が目立ってきているが、欧州も全部入れてしまうと世界中になってしまうので、「海外経済の減速」と単純に言わせて頂いている。設備投資だが先月の「減少に転じつつある」というものを「減少に転じている」というやや断定的な表現にしている。これは短観等を踏まえ、設備投資の減少を、勿論大幅な減少ではないが、小幅な減少に転じていることを確認したことを踏まえている。それから、企業収益・業況感のところだが、基本的には書いていることはそう変わらないが、先月までの企業収益の「厳しさを増しており」ということが、短観をみてみないと分からないなと思っていた部分もあるが、短観でみるとやはり上期を中心に収益はかなり悪くなっているので、業況感も合わせて「製造業を中心に悪化している」という表現に纏めさせて頂く。それから冒頭のところにある「輸出・生産の大幅な減少に伴い」というのは、一つ上の文章に「鉱工業生産は大幅な減少が続いている」という文章が上にあってややだぶり感があるので、ここは省いてシンプルな表現にした。

それから、先行きについても小幅な変更しかないが申し上げると、公共投資のところは足許の表現を変えた。ここも連動して「今後、減少傾向を辿る」と一応書いてある。それから企業収益の表現だが、先月まで「企業収益は減少に転じ」と言っていたが、もう7月になっていて既に、企業収益は本当に転じていると思うし、逆に下期以降は、一応回復の期待もあるということなので、「当面、企業収益の減少は避けられず」というような表現が良いかなと思ってそうしている。それから最後に一点、輸入物価のところは現状認識のところだけ若干変えている。先月までの表現は、原油の上昇、それから円安その両方が輸入物価の上昇に寄与しているということだったが、実際に輸入物価をみるとほぼ3か月前対比で横這いになっている。何が起きているかということ、原油の上昇寄与がなくなってきたので、非鉄金属等の下落が表に出る形で契約通貨ベースでは下落している。ただ円安があるので円ベースに直すと横這いになっているということで、フラットに「概ね横這いとなっている」という表現に改めている。実体面は以上である。

雨宮企画室参事役

金融の方はほとんど今月変化はない。昨日説明したとおり社債、CP市場の改善があったので、「改善傾向が続いている」と表現させて頂いたのと、社債の発行残高が伸び率を高めているので、それを記述している点だけである。後、市況のこの3日、4日間の変更で市況の数字だけ若干修正をお願いしたいと思う。まず、長期金利だが、「最近は1.3%台」のところだが、3日程前、11日から1.35%を割って1.295%、1.280%、今日も1.29%なので、この「台」を「前後」に変えさせて頂いて、「最近は1.3%前後で推移している」と変えさせて頂く。為替相場のところは、前回は121円だったので、全体のこの1か月の傾向ということではこれでいいかと思うが、足許の水準だけやや細かいが「125~126円」とあるのを「124~125円」ということで1円ずつスライドをさせて頂きたい。以上である。

速水議長

委員方から何か意見があるか。よろしいか。

[全委員が賛意を表明]

それでは採決する。事務局は最終的な基本的見解を持ち回って委員から決裁を得た後にその結果を報告願う。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

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

全員一致で決裁を頂戴した。

速水議長

それでは可決された。ただ今決裁頂いた基本的見解に沿って後段の背景

説明部分については、必要があれば執行部で適宜修文して頂きたいと思う。
なお本件の対外公表については、7月16日の月曜日の午後2時となっている。

V. 議事要旨（6/14、15日開催分）の承認

速水議長

もう一件、議題を述べさせて頂く。前々回6月14、15日の会合の議事要旨の承認を頂きたい。お手許に議事要旨の案が出ていると思うが異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

それでは政策委員会としてはこれを承認することとする。なおこれらの議事要旨は7月18日水曜日の午後2時に公表したいと思う。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

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

決裁が終わった。

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8月13、14日に予定している。なおご如才もないことながら決定会合の議論の内容は厳に出席者限りとして議事要旨およ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。本日はどうもありがとうございました。

(午後12時59分閉会)

以上