

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2001年8月13日

8月14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

(13日14:00～16:19、14日9:01～13:04)

内閣府

岩田一政

政策統括官（経済財政－景気判断・

政策分析担当）（13日14:00～16:19）

竹中平蔵

経済財政政策担当大臣

(14日9:01～13:04)

（執行部からの報告者）

理事

松島正之

理事

増淵 稔

理事

永田俊一

企画室審議役

白川方明

企画室参事役

雨宮正佳

金融市場局長

山下 泉

調査統計局長

早川英男

調査統計局企画役

吉田知生

国際局長

平野英治

（事務局）

政策委員会室長

横田 格

政策委員会室審議役

中山泰男

政策委員会室調査役

斧淵裕史

企画室調査役

衛藤公洋

企画室調査役

長井滋人

## 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 時開会)

はじめに今回の会合の取り進め方を申し上げる。本日は金融経済情勢に関する執行部からの報告と関連する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、金融経済情勢と金融政策運営方針に関する委員の討議、もしあれば政府からの出席者の発言、そして金融市場調節方針の採決、その後金融経済月報の基本的見解の取り纏めを行ない、最後に前々回及び前回会合の議事要旨を承認して頂く予定である。政府からの出席の方は本日財務省からは藤井総括審議官、また内閣府からは岩田政策統括官が出席している。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すると伺っている。予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録することを前提としているので、政府からの出席の方におかれてはそのことを前提に発言頂くよう宜しくお願いする。

## II. 金融経済動向についての執行部からの説明

速水議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部からの報告を聞くことにする。最初に金融市場局から前回会合以降の金融市場調節の実績と最近の金融為替市場の動向について説明してもらおう。増淵理事と山下金融市場局長をお願いします。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告 (資料-1、2)

山下金融市場局長

まず、前回会合以降の金融調節運営であるが、引き続き 5 兆円程度の当

座預金を供給するオペレーションを実施してきた。その結果、無担オーバーナイト・コールの加重平均レートは、月末日などの物日に 0.02% となったのを除いて基本的には 0.01% の実質ゼロ金利水準で大変落ち着いた推移を辿った。

加重平均レートの推移を小数点以下 4 桁の単位でみると、足許では 0.0100% に限りなく近い史上最低水準での推移となっている。これは 8 月に入り準備預金の積みの順調な進捗等から、オーバーナイト資金需給が極端に引き緩んでいるためであり、コール市場での取引がほぼ 0.01% 一本の出合いとなっていることによるものである。この間の金融調節運営に関連する話題を二点報告する。

一つは、9 月末越えの資金調達に対する季節的な需要増加を反映して、9 月末越えとなるオペのレートがやや強含んできていることであり、期末越えオペ、本店手形オペ、国債借入オペのオペレートは徐々に上昇している。

9 月中間期末越えの資金供給状況をみると、短国買入を含む実勢ベースの期末越え資金供給額は先週末時点で 25 兆円と、昨年同時点の 8 兆円を大きく上回っている。これは政府余資の積み上がりから短期オペ残高を 50 兆円台後半に維持しなければならない状況が春先から続いている中で、5 月の札割れ頻発問題への対応もあり、応札状況が良好な短国買入オペを積極的に活用することによって、円滑な資金供給に努めてきた結果によるものである。なお短国買入オペを除くベースでも足許の 9 月末越えオペ残高は、前年をやや上回っている状況である。

もう一つの話は、全店買入の手形オペが順調にスタートしたことである。本件については、前回の会合で説明したように、新オペシステムのカットオーバーを受けてオファーが可能となったものである。これまで実施した二回とも応札倍率はいずれも最近の本店買入、それから手形オペの平均を上回る高パフォーマンスを示している。幸い市場参加者からは、地方金融機関や証券会社を含めた幅広い金融機関に安定資金の供給と金利裁定の機会を与える使い勝手の良いオペという高い評価を受けている。今後も

応札状況等をみながら積極的な活用を図って参りたいと考えている。

次にこの1か月間の金融・為替市場動向を概観すると、株価が総じて軟調傾向を辿り、足許では11,000円台半ばの年初来安値圏まで下落をみている。それから、長期金利がそうした株価の軟調推移にもかかわらず一時は1.4%台半ばまで上昇をみたほか、短期金利も9月中間期末越えのレートがやや強含んでいる。こうした株安、債券安の状況の中で円の対ドル相場は123円～125円のレンジでの方向感のない動きを続けてきたが、足許では122円前後に上昇し、前回会合に比べれば2円程度円高方向に振れていることなどが特徴点である。

全体的には、この1か月間に明らかになった日米のIT関連企業の4～6月業績ならびに先行き見通しが、市場予想比弱めであったことや、この間に公表された米国景気指標、特に小売関連とかセンチメント関連指標であるが、あるいは8日に発表されたFRBのページブック等の結果を受けて、米国景気の下期回復期待がやや後退したことなどから、再び世界同時不況への懸念が意識される状況になってきているように窺われる。そうした状況変化を反映して、各国の株価がじりじりと水準を切り下げてきているほか、長期金利もアメリカ、ドイツとも5月下旬をピークに低下傾向に転じており、先週末には米国の10年債利回りは4.98%と4月上旬以来の5%台割れとなっている。以下では株価、長短金利及び円相場動向の三点について手短かに報告する。

まず株価は、日経平均ベースで見ると、前回会合時の12,000円前後から総じて軟調傾向を辿り、7月30日には11,579円と年初来安値を更新した。その後米国株価の持ち直しや工程表の作成方針の公表など、小泉政権の構造改革政策が具体的に動き始めたことなどを好感した買い戻しの動きから、一旦は12,400円前後まで反発したが、その後米国株価の弱気に引っ張られる形で再び反落し、夏休み入りに伴う薄商いの中で本日は11,500円を割り込む水準まで水準を切り下げてもみ合う展開となっている。こうした株価の軟調は、先程申し上げたように日米IT関連企業の業績見通しの下方修正などから、電機株を中心とするハイテク株が低迷を続

けていること、銀行株が不良債権処理の長期化や株価下落に伴う保有株式の含み損拡大を映じ下落傾向を強めていること、さらには持ち合い解消の売り圧力が強まっていることなどを背景としたものである。

96年以降のTOPIXと銀行株の推移について、98年10月のバブル後最安値局面と今回の5月以降の下落局面とを比較してみると、三つの特徴点が指摘できると思う。その第一は、TOPIXの直近安値である。7月23日の水準1,163ポイントは98年当時のボトム980ポイントをなお2割弱上回るレベルにあるが、その内訳をIT関連、銀行、構造不況業種、その他業種に分けて7月23日の水準を100としてみると、銀行株だけが98年10月の水準を下回っている。第二には、主要金利等をみると、前回は信用スプレッドやジャパン・プレミアムが大幅に拡大をみていたのに対して、今回の局面で信用スプレッドは株価下落の中で逆に縮小傾向を続け、ジャパン・プレミアムもゼロ水準で安定していることが大きな違いとなっている。これはこの間の公的資金注入やセーフティネットの構築に加え、本行の思い切った金融緩和策の実施により、流動性の面での不安が解消されていることが銀行株の大幅下落にもかかわらず金融システム不安の再燃に繋がっていない背景にあると思われる。第三の特徴点は、前回は長期金利が特に10年のところで大きく低下をみたのに対し、今回は株価の下落にもかかわらずむしろ上昇していることである。この点については、この間の財政状況悪化に伴う根強い需給懸念が影響しているとの見方が一般的だと思う。前回98年10月の場合は、金融早期健全化法等の金融システム対策の実施などを契機に株価は反発に転じている訳であるが、今回の下落局面における株価反発の鍵を握るのは、やはり小泉政権の「骨太の方針」が早期にかつコンビンキングな形で実施に移されるかどうかだというのが多くの市場関係者の見方となっているように思われる。

実際、市場参加者へのアンケート調査結果によると、政治要因が株価押し上げ要因として最も注目される要因となっている。なお、同じ調査によると、株価底打ちの時期については、底打ちの時期を9月とみている向きが一番多く、また底値については10,724円が平均値ということであり、

まだ下値を見込む向きが多いことを示している。

次に金利動向であるが、短期金利は先ほど少し触れたように9月中間期末越えのところがやや強含んでいるのが目立っている。例えば、ユーロ円の出合いレートの2M物を見ると、7月末に中間期末越えに伴い0.035%から0.065%へ上昇をみた後、8月に入り0.07%台へ僅かながら強含んでいる。これは一部都銀等が銀行株の下落を眺め、中間期末のリスクを意識して早めの資金調達に動いていることによるものとの指摘が聞かれている。もっとも、レートが強含んだと言っても、ゼロ金利政策の下にあった99年8月当時と今回はほぼ同水準にあることがみて取れる。因みに、8月10日時点は去年と今年は全く同じ金利水準になっている。従って、特にここに来てレートが季節的な要因を越えて上昇している訳ではない。私共としては、引き続き期末越えレートの動向を睨みながら、必要な期末越え資金を着実に供給し安定的な市場地合いの確保に努めて参りたいと思う。

なお、今後の金融政策スタンスに関する市場参加者へのアンケート調査結果をみると、金融緩和が行なわれるとみる向きの比率は、今後3か月以内が63%、6か月以内が74%となっており、前月比ほぼ横這いとなっている。マーケットでは金融政策面では何らかの追加措置が採られるとしても9月以降とみている向きが先週末までの段階では多かったように窺われる。

その間長期金利は新発10年債利回りが、前回会合直前の1.270%から、先週の7日には1.440%まで上昇、その後8月7日に大枠が固まった2002年度予算の要求基準の決定プロセスで、小泉首相の強いイニシアティブが発揮されたことが好感されて買い戻しの動きが入った。足許では1.315%まで低下をみており、今日も若干下げている。ここに来ての長期金利動向の一つの特徴は、これまで低位安定傾向を辿ってきた中短期債の利回りが上昇を示していることであり、例えば5年債利回りをみると、7月中は0.4%台前半で比較的落ち着いた推移を辿っていたが、8月に入り上昇に転じ7日には0.560%まで上昇をみている。前回会合以降のイールドカーブの変化をみると、2年から5年の中短期のところもかなり上昇した形に

なっているが、これはこの間の株価下落を眺めた一部の金融機関が、9月中間決算を意識して一旦利益確定ないしポジション圧縮のための売却を中短期債でも積極的に行ったことを映じたものと言われている。

当面の長期金利動向については、参議院選挙後、構造改革へ向けての具体的な動きがみられ始めてきているという買い材料と、景気情勢の悪化を受けて大規模な補正予算編成が行なわれ、国債需給が悪化するリスクに対する懸念の強まりという売り材料が交錯する形になっており、暫くは概ね1.2%~1.5%程度のレンジでややボラタイルな動きが続くと予想する向きが一般的である。いずれにしても今年度末には利付国債残高が350兆円を超える見通しの下で、金融機関に時価会計が導入されたこともあり、売り材料に従来以上に敏感にかつ大きく反応し易い地合いになってきたという指摘が聞かれる点には、十分留意しておく必要があるものと思われる。

最後に円の対ドル相場動向についてみると、先週半ばまでは概ね123円~125円のレンジで方向感なくもみ合う展開となっていた。これは米国景気の回復期待の後退に加え、米国政府のドル高政策修正に対する思惑の強まりが円高・ドル安要因として働いている一方で、わが国の景気情勢悪化や欧米格付機関による邦銀に対する相次ぐ格下げ発表などの円安要因もあるため、これらの強弱要因が相殺された格好となっていることによるものである。もっとも先週木曜日の海外市場では、本邦機関投資家の9月中間期末を睨んだ益出し、いわゆるレパトリエーションの動きや、それを口実に使った短期筋の円買い仕掛けがみられたことから、夏休みムードの強い薄商いの中、一時は121円台前半まで一気に2円ほど円高方向に振れた。その後足許では122円前後の水準でもみ合っている。

こうした相場動向の下でのマーケットセンチメントの変化をリスクリバーサルの動きでみると、ドル/円については7月央以降1Mのところはややドルベア方向に振れているほか、6M以上の長めのところではほぼニュートラルとなってきている。このように前回会合時に比べ相場の先行きに対する見方は全体として若干ドルベア方向に向かっているが、基本的には日米経済双方の悪材料が綱引きする格好になっているため、現在の

120 円～125 円のレンジ自体は変わらないと予想する向きが引き続き大勢だと思う。ただ、最近為替市場で当面のリスクとして注目されてきているのは、米国の景気情勢の悪化に伴い、米国政府がこれまでのドル高政策を修正する可能性についてである。このところ米国産業界を中心にしてドル高政策を批判する動きが強まっており、米国当局の為替政策に関する発言に神経質に反応し易い市場地合いになってきている点には留意する必要があるものと思われる。こうした状況の下で、当面のドル／円相場については、米国の景気動向とそれを受けた F e d の金融政策、米国政府の為替政策面での対応、小泉政権の構造改革政策の帰趨、さらには本行の金融政策面での対応等を睨みながら、新たな方向感を探る神経質な展開が続くとみる向きが大勢となっている。私からは以上である。

速水議長

ただ今の説明について質問があればどうぞ。

中原真委員

国債の 5 年ゾーンあるいは 10 年債の利回りが上昇したが、あそこの売りと買いの主体というのは基本的に同じとみてよいか。

山下金融市場局長

売りの主体は最初是一部都銀だと思う。買いが始まったのは押し目に入った生保をはじめとする機関投資家と一部都銀である。

須田委員

為替が円高にきたのは外国人が円を買うというよりは日本人が外のものを売ったという方が多いのか。

山下金融市場局長

基本的には確かにレパトリの動きはあった。ただ額はそれほどまだ大き

くはない。それをみて短期筋が円の買い仕掛けをしたということとショートポジションを手仕舞ったということの両方が入っている。非常に商いが薄かった中で起きたということである。

中原伸之委員

さっきの4ページの本店の買入と全店の買入だが、ここに書いてあるのは7月26日と8月3日が出ているが、これは要するに日にちを変えてやっている訳か。

山下金融市場局長

全店買入については、今基本的には月三回ということで運営している。であるから上旬、中旬、下旬のところで基本的に取り敢えず8千億円ということで月三回、大体3か月程度を今のところ目処にしながらやっているが、非常に人気が高いということもあり、少しもうちょっと運用を変える可能性もあるが、今のところは月三回、一回8千億円ということでやっている。

中原伸之委員

全店買入の中の本店買いの割合というのはどの位になるのか。

山下金融市場局長

言われる意味は、結果としてどの位地方金融機関が入ってきたかということか。

中原伸之委員

これは全店買入というが本店も勿論買う訳であろう。

山下金融市場局長

要するにオペ先の相手が違う。本店については40先ということで限定

しており、メジャープレーヤーが入ってきている。全店買入については支店とかも含めてなるべく沢山相手を探ろうということで、要するに担保の水準を下げて小さいプレーヤーでも参加できるようにしており、オペ先は121先である。

中原伸之委員

この8千億円の中には本店の買入も入っているのか。

山下金融市場局長

勿論入っている。支店管下は約44先であり、違うのは要するに証券会社が沢山入ってきている。根担保であるから、例えば国債を担保に入れるにしてもいつでも差し替えができるものであるから、非常に使い勝手が良いということで証券会社も沢山入ってきている。そういう意味で沢山の121先のオペ先を相手にして、しかも割と小規模の取引にも応じている。従って、T+2のやや事務期間をおいた形でやっており、幅広い金融機関に対して安定した資金の供給ができる。そういう先に対していわば金利裁定の機会を与えるということで、先程も申し上げたように非常に評判が良いということである。

中原伸之委員

本店は40先位か。

山下金融市場局長

40先である。本店の場合にはT+0で今日直ぐ打ったら直ぐできるようなそういうメジャープレーヤーを相手に行っている。

中原伸之委員

全店はT+幾つか。

山下金融市場局長

それはT+0からT+4までである。

速水議長

二つ質問したい。一つは大体当座預金が5兆円となっているが、こういう操作というのは市場局の第一線で相当市場に強い指導をしながらこれが保たれているのか。それともオペさえしっかりしておけばこういう数字になっているのか。その点の実態を少し聞かせてもらいたい。もう一つは、ここへきてやはり貸出は伸びないにしても企業が社債やCPを出し始めてそれが非常によく売れていること。これは私は良い傾向だと思う。この辺はやはり利回りが良いからであろうが、かなり長期に持っているのか売買を始終やっているのか、実態を教えて欲しい。

山下金融市場局長

まず前者については、5兆円については格別今支障なく行なわれている。5月2日から16日に亘って札割れが生じた。5月の初めの段階では5兆円でも相当苦労しないと供給ができないという状況であった。ただあの時期というのは、相当新しい5兆円ターゲットということに金融機関がややユーフォリア的に物凄く金利が低いところでも、例えば短国でも0.007%とかそういうところでも落札をし、それで一気に突っ込んだ形になって、しかも準備預金についても取るのを抑えてやってきたことでそういうことが起こった。しかし、やはりそれは行き過ぎだったということが、5月15日の積み最終日に非常に金利が跳ね上がるという形で起こって、それに懲りた形で金融機関もやや正常に戻ったという形で、今回の準備預金の積み進捗についても先程申し上げたようになるべく早めに積んでやっていくという形で、5兆円ターゲットの下でかなり安定した金利形成を行なっている。そういう下では5兆円ということの供給については格別問題はなく行なわれている。もう一つは、先程報告したように9月の中間期末越えを控えてオペも段々期末越えが多くなってきた。そこにはニーズが沢山

あるので、そういう意味で季節的にも苦勞なく行なえるようになってい  
る。そういう段階で言うと、今は5兆円ということであれば格別支障なく供給  
できるという状況になっていると思う。

それから二番目の社債、CPの件であるが、これは総裁指摘のとおりや  
はり資金運用難の中でクレジット・リスクをとりに行くという中で、クレ  
ジット・スプレッドがつくのでそこで少しでも高い運用をしようというの  
が機関投資家をはじめとして地方金融機関等々でそういう動きが起こっ  
ている。ABSとかそういうものも含めてそういうことであるから、やは  
り比較的いわば投資家にそのまま持たれてしまうということ、売買される  
というよりは投資玉として持たれてしまうことが非常に多い訳である。C  
Pも沢山今20兆円とか発行されている訳であるが、私共のオペは今2兆3  
千億円とか非常に従来に比べれば少ない水準でやっているが、格別そこで  
文句も出ないしレートが上がるということもなく、それはやはりCPも非  
常に低い金利になっているが、それでも投資家が投信も含めて買っている  
ということであり、資金運用難の中でクレジット・スプレッドをとりに行  
くという動きが投資家の中に出ているというのがそういった動きの基本  
的な背景だと思う。繰り返しになるが非常に人気が強。資金需要は元々  
ない訳であるが、そういう中で企業が資金が必要な時にはそういう形で発  
行してそれが投資家に持たれているという形になっている。

速水議長

投資家というのは具体的にどういうところか。

山下金融市場局長

例えば投信とか地方金融機関とかが中心だと思う。生保なども買いた  
がっている。

中原伸之委員

9ページのTOPIXのところの説明だが、先程の説明は銀行株の指数

以外は全部高いということであるか。

山下金融市場局長

然り。

速水議長

他にないか。

岩田内閣府政策統括官

一つ宜しいか。いわゆる時間軸効果についてであるが、イールドカーブの説明があつたが、どの位の長さの物が時間軸効果が効いていると考えているのか、まず伺いたい。

山下金融市場局長

私共がマーケットを観察している感じや、マーケット参加者に聞くところでは、5年のところが一つの変化点と皆みていると思う。5年のところまではかなり強力に時間軸効果が及んでいて、大体5年物までについては0.4%台のところまで低下してきており、そういう意味では5年のところまでは時間軸はかなり及んでいる。ただその先になると、例えば国債の需給とかソブリンリスクとかいったものがちらつき、やはりそう簡単にはいかないなという感じではないかと思う。

岩田内閣府政策統括官

それで今現在は足許では5年物ということか。それ以前は、それより短いものにより強く現われていたのが、今では長くなってきたのか。

山下金融市場局長

それは3月19日に導入してそれが段々と波及していったということだ  
と思う。それが5月、6月という段階ですと5年が史上最低を更新する

というような形で効いてきたということである。

#### 岩田内閣府政策統括官

政策に対するインプリケーションとしてはむしろ短くしていくべきである。デフレ期待が5年も定着するというのは政策面では逆のインプリケーションがあるように思う。つまり長くなっていくのが望ましいことではないのではないか。

#### 増淵理事

それは市場参加者がどういうふうを考えているかということなので、こういう政策をやっている他の政策も相俟って、勿論ある種の先行きに対する期待が変わってくることを政策としては期待している訳であるが、現実には市場参加者がどういうふうに関心を持っているかということになれば、市場局長が説明したように5年位先まで時間軸が効くようなそういう見方、かなり弱気の見方になっているということである。政策が期待していることは勿論そういうことではないというのは指摘のとおりである。

#### 岩田内閣府政策統括官

もう一つは、言ってみると買いオペと同じ効果があるというのが時間軸効果だと思うが、為替レートの場合も同じで、片一方の方に介入するというとマーケットはそれに対して反対の動きをとったりする。ボラティリティの点は、時間軸効果の導入でボラティリティは高まっているというふうにお考えになっているのか、それともそれは変わりはないと考えているのか。

#### 山下金融市場局長

現段階では、何と言うか要するに潤沢な流動性の供給とその時間軸効果ということでボラティリティはむしろ現状までは全般的に下がってきていると思う。言われるようにこれから色々な新しい unconventional な政

策とかそういうことが出てくれば話は変わるかもしれないが、現時点ではその流動性の効果というのは非常に出て、いわば一種の安心感が出てボラティリティは非常に低い、むしろ下がってきているということである。

速水議長

それでは次に移る。国際局から海外金融経済の動向について説明してもらおう。松島理事、平野局長お願いします。

## 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・国際金融の報告をする。

最初に民間による海外経済見通しをみて頂きながら概況を話そうと思う。米国、ユーロ、アジア景気の同時減速傾向は一段と明確化してきたというのが最近の特徴であり、これを民間の2001年成長率見通し、コンセンサス・フォーキャストを中心にみると各地域に亘って下方修正が続いているという姿がみて取れる。米国景気はこの先どうなるのかということについては色々な見方があるが、マクロ政策のプラス効果と在庫調整の進展などから、今年の秋から来年にかけて緩やかな回復に向かうのか、あるいはさらに回復時期が先ずれするのか、非常に微妙な情勢である。そうした中で、下振れリスク、つまり企業セクターの投資調整の長期化懸念、それからその過程で生ずる雇用環境の悪化が、家計、消費を腰折るリスクといったものから目が離せない状況が続いている。

外国金利をみると、米国景気の不透明感を反映して、金利はいずれも低下しているし、株価もNASDAQの下げが続くなど不安定な展開が続いている。そうした中でFF先物金利をみると、下の方にずっとシフトダウンしており、今月21日のFOMCでの25bpの利下げは完全に織り込まれている。さらに年内もう一段の利下げを織り込みつつあるといった状況になっている。

まず米国の状況については、6月の指標が出揃っており、第2四半期の

姿が明らかになった。一言で言うと、家計部門が底固く推移している反面、企業部門の調整が深化しているという格好になっている。生産の減少が続く下で設備投資の先行指標である 9. 非国防資本財受注（除く航空機）の第 2 四半期の数字は前期比で -7.4% と大幅に減少幅を拡大するという展開になっており、設備投資はなお減少基調にあるとみられる。雇用について、16. の雇用者数をみると、なお減少を続けており雇用環境も引き続き悪化、需給緩和の方向にある。失業率はこのところ 4.5% で踏み止まっているが、今後上昇するとみられる。それから 18. の P P I、生産者物価は、先週の金曜日の公表で 7 月が前月比 -0.9%、もっぱらエネルギー関連価格の低下によるものであるが、前月比大きく低下した。インフレについては大体ピークアウトかなという見方を裏付ける数字になっている。

7 月 27 日に公表された第 2 四半期の GDP は、前期比年率で 0.7% と、前期が 1.3% であったので 0.6% ポイント低下である。この 0.7% というレベルは 93 年第 1 四半期以来の低成長である。中身を見ると個人消費、住宅投資はいずれも底固い伸びを維持している。反面、設備投資については大幅に減少すると予想された姿になっている。在庫の寄与度は 0.0% となっているが、これは要すれば第 2 四半期の在庫の減少が第 1 四半期並みであったということである。それから今一つの特徴は、ネット外需のところに現れており、輸入も減少しているがそれ以上に海外需要の減速や既往のドル高の影響といったようなこともあり、輸出が大きく減少したことが特徴になっている。なお、この 27 日に公表された GDP の事前推計値には 6 月の貿易収支、あるいは在庫が織り込まれていない。これを織り込んだ暫定値なるものが 8 月 29 日に公表されるが、その段階では GDP の数値が下方修正されるのではないかという見方も強いようである。

労働生産性統計の改訂についてみると、第 2 四半期の労働生産性は、前期比年率でみると 2.5% と予想以上のプラスになったが、前年比では 1.6% と、第 1 四半期が前年比で 2.5% であったので前年比では低下した。今回 GDP 統計の遡及改訂に伴い、98 年以降の労働生産性の数字も遡及改訂されたので、多少の評価をしてみたい。特徴点を申し上げると、2000

年前半にかけての労働生産性伸び率の加速が旧統計に比べてマイルドになったということがみて取れる。それから、2000年以降の労働コストの上昇率が顕著に上振れており、ユニット・レーバー・コストのところにその二つの効果が集約して表れており、ユニット・レーバー・コストは大きく上振れたということが特徴であるかと思う。コスト面から企業収益が大きく圧迫されている姿が改めて鮮明になったと言える。企業部門に内在する調整圧力の大きさを示唆する指標ではないかというふうにみている。こうした状況の下で、企業収益見通しの下方修正も続いており、ファースト・コール社の集計では、これは報道ベースであるが、S & P 500社の営業収益は第2四半期が-17%、第3四半期が-12%の予想であるが、これに続き第4四半期はこれまでプラス予想であったが第4四半期もマイナス予想という格好になっている。

8月8日にベージュブックが公表されて、市場でも話題になったので、三点ほど特徴点を申し上げたいと思う。一番目は小売売上のところであり、要は6、7月の小売売上は全般的に弱含んで推移した。消費もちょっと弱いかなというトーンが出ている。二番目は製造業部門であり、「製造業活動はほぼすべての業種にわたって引き続き低迷している」ということが報告されている。それから三番目はサービス関連のところであり、製造業活動の低迷が長期化する中で、輸送、広告宣伝、人材派遣業、データ加工などのサービス需要も弱含むという動きがみられ始めている。こういったところが特徴になっており、マーケットではこれが景気低迷の長期化を示唆するものとして材料視された。

次にユーロエリアの主要経済指標を説明したい。一言で言えば、ユーロエリアの景気もドイツを中心に減速している。輸出の鈍化からドイツやフランス等を中心に生産は減少基調にある。企業コンフィデンス、8.の景況判断指数の製造業コンフィデンスをみると、一段と悪化傾向にあり、設備投資も減速している。消費については設備に比べれば比較的、総体的には底固いが、これまで高水準で推移してきたコンフィデンス指数、例えば消費者コンフィデンスをみると、軟化してきている。それからドイツで失

業者が増えていること、あるいは小売が今一つ冴えないといった懸念材料も出てきている。第2四半期のGDPについては、ユーロエリア全体は出していないがイタリアが公表になっており、これは前期比年率で-0.5%とマイナスに転じた。ドイツの第2四半期のGDPもマイナスの予想が専らである。

次に、東アジア諸国の主要経済指標をみると、全般に輸出、生産の減少はコンフィデンスの悪化を通じて設備投資等内需にも波及している。一言で言うと、景気悪化になお歯止めが掛からず底入れ時期に対する期待も先ずれしつつあるという状況ではないかと思う。輸出をみると、7月の韓国、台湾の輸出はさらにマイナス幅を拡大させているという姿がみて取れる。それから中国の6月の輸出もマイナスに転じた。もう少しみてみないと基調として中国からの輸出もどんどん落ちていくのかどうか今一つ分からないが、6月に中国もマイナスに転じたというのが一つのニュースであろうと思う。ただ、中国については内需は引き続き好調であり、全体としては底固い経済展開が続いているということはいえようかと思う。

次に、アルゼンチンを中心とするエマージング市場の状況を簡単に確認をしておきたいと思う。エマージング諸国債券の対米国債スプレッドをみると、アルゼンチンは一番高く跳ね上がっているが、7月中旬にかけては、アルゼンチン危機とその他の南米、一部東欧、あるいは南ア等に対するミニコンテージョンがみられた訳である。その後アルゼンチンにおいて、政府が新たに打ち出した歳出削減策が議会承認を得られたことや、IMF融資の前倒しが決まって混乱の拡大には一応の歯止めが掛かっているというのが現状評価である。しかしながらアルゼンチンの歳出削減策の実効性については、なおこれを疑問視する声が強いということで、アルゼンチン債の対米スプレッドは高止まりしている。ブラジルでもアルゼンチンの余波のほか電力不足問題もあり、IMFの追加支援決定にもかかわらず、ブラジル通貨のレアルはなお既往最安値圏で推移するといったような状況にあり、火種は消えていないということになるかと思う。簡単であるが以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

田谷委員

アメリカのGDPをみると、政府支出が今年に入ってからかなり高い伸びを示しているが、これは何らかの政策意図を反映したようなものなのか、そうではないのか。

平野国際局長

この中身については、今暫く経たないと詳しいデータが出てこないのによく分からないが、よく言われているのは2000年の第4四半期も高い訳である。それからさらに伸びているという状況で、第4四半期については国防費の支出増がかなりこの伸びに反映されている。一方で今年に入ってご指摘のあった第1四半期、第2四半期の高い伸びについては地方政府での支出の伸びが相当効いていると言われている。その中でも投資的な支出が伸びているということであるから、当然その背後に何らかの政策的意図が働いているのだろうと思うが、たまたま第1四半期、第2四半期が増えたのか、もう少し積極的な意図があって支出が伸びているか、この辺はいま少しデータ等をみてみないと分からないという状況である。

岩田内閣府政策統括官

私から、補足させて頂いて宜しいか。ハイウェイの建設を州政府でやっ  
ていて、ハイウェイ充実のプログラムが99年、2000年にあってその影  
響でこのところ公共投資が増えている。だけどそれは間もなく終わるの  
ではないかというのが私が入手した限りの情報である。

須田委員

アメリカの経済が落ち込んでそれが色々なところに波及しているとい

う話があるが、アルゼンチンあるいはブラジルとかは聞くが、メキシコはどうしているのか。全然話が出てこないがメキシコにはそういう波及という影響は問題になっていないのか。影響を受けないできている理由はどうしてか。

#### 平野国際局長

詳しいことをきちんとお答えするだけの材料を持ち合わせていないが、一般的に今回のアルゼンチンの問題が広範なコンテージョンをこれまでのところ呼び起こしていないのは何故かという問題が一つある。その中でメキシコはどうかということ、そこは一応分けて考えたいと思う。前者の問題について一応仮説として考えられるのは、97、8年のアジア危機に端を発する大きなコンテージョンが発生したところと比べて、エマージング諸国の為替制度がかなり変動になっているということであるとか、あるいはその後相当外準も積み上がってショックに対する体制ができていているという部分であるとか、あるいはマクロ型のヘッジファンドの活動が当時と比べれば相当下火になっていて、そうしたルートを通じてコンテージョンが抑止されている。さらに言えば、色々な過去の教訓もあって個別の国の事情を投資家も前よりはよくみるようになったので、慌てて急ぐということはないとか、色々なことが言われている。多分その幾つかの要因が複合的に効いているのだらうと思う。ただ当時とは、世界景気全体の状況が違うので、今回は世界経済が下り坂の中で起こっている現象だから、従って取り敢えずコンテージョンが抑止されているからと言って楽観できる問題ではない。これは全体の状況だと思う。

メキシコについては基本的にブラジルとかアルゼンチンと比べると政治状況は安定している。それから経済運営も比較的上手くいっている。但しアメリカとの連動関係が強いので、アメリカがスローダウンするに従ってその余波も勿論受けているということではあるが、基本的なそういう循環的なファクターを除けば経済の根っこの部分は政治情勢も含めてしっかりしているということが投資家にきちっと評価されているということ

ではないかと思う。

#### 松島理事

若干補足すると、メキシコについてはアメリカと相当実体経済面でのリ  
ンケージが強くなっているなのでその影響は当然あるが、アメリカのブーム  
の時に逆に貿易も相当収支が改善し、外貨準備が積み上がってきていると  
いうことがある。また前回のメキシコ危機の時の発生の原因となった短期  
の借入は大分長期の方にマチュリティの構造を変えてきたということがある  
ので、アルゼンチン、トルコ等のスプレッドの問題が出てきた時にリス  
クの問題が浮上してこないのはそうしたことがあるのだろうと思う。そ  
れに対してアルゼンチンの場合には三年間国内もリセッションであった  
し、対外借入もエマージングエコノミーで一番多いということで、対外的  
なファイナンスの状況がメキシコとアルゼンチンでは相当違いがある  
ということがその差ではないかと思う。

#### 速水議長

ユーロでは、GDPは2001年第1四半期が2%、小売売上数量はマイ  
ナスで自動車は少し良いが鉱工業生産はマイナス、景況判断指数は製造業  
コンフィデンスが-9%、消費者コンフィデンスが-7%、失業率は少し下  
がったのだろうが8.3%、消費者物価が3%アップ、マネーサプライも増  
えている、為替も決して強くはない、こういう状態でどうして物価が上  
がっていくのかやや不思議であるがどうか。

#### 平野国際局長

一般的に言われているのは、エネルギー価格の上昇、ユーロ安の複合効  
果と例の口蹄疫の問題があり、その関連の食料品が上がっているというふ  
うに言われており、私もそう思っている。総裁がおっしゃるのは、景気が  
ずっと減速していてユーロエリアの潜在成長率に対してどういうふうに  
今GDPが走っているのかよく分からないが、少なくともかなり経済に減

速感がある状態の中で、どうして物価が上がるのかという、そういう趣旨かと理解したが、その部分についてはいわば供給サイドの方のコスト圧力がユーロ安もあって物価に反映されてきてしまっているということだろうと思う。逆に言えばどうしてエネルギー価格の上昇がユーロエリアだけにより大きく効くのかというのは別途の問題としてあろうかなと思うが、それについては多分税制の構造だとかあるいは競争条件だとかそうした諸々のことが、それともう一つは通貨が安くなっているということが多分響いているのではないかと推測される。ただ言われるように景気が減速傾向に明らかにある訳であるから、ECBの今月の月報をみても大体物価上昇圧力は後退する方向、つまりエネルギー価格も下がってきているし口蹄疫の問題も一応一服しているということもあるので、今後は下がっていくのではないかということを示唆するような表現を明確に書いている。どんどん上がっていくという環境では全くない。

速水議長

ここで金利を下げるかもしれないと言っているのか。

平野国際局長

要するに物価がこの先下がっていくであろうと書いてある。これは金利を下げることを示唆したものと受け止められている。勿論金利を下げると書いてある訳ではない。

速水議長

ユーロは益々弱くなって物価が上がるのではないか。

平野国際局長

表現だけみると、ユーロが最近比較的堅調に推移しているので、それも今後の物価情勢にプラスに作用するであろうとなっている。従って市場の見方としては、金利を下げる余地が出てきたのではないか、今の局面はむ

しろインフレよりも成長の方にECBの重点がシフトしているのではないかというふうに受け止められている。

速水議長

私の今までの体験から言えば、これは一種のスタグフレーションではないかと思う。

平野国際局長

この局面だけとってみれば表面的にはそういうことを言えるのかもしれないが、スタグフレーションといった場合、物価高の景気悪という状態が非常に長く続くというニュアンスがあるが、果たして今後景気がさらにスローダウンする中でも物価がどんどん上がって高止まりするのだろうかと考えると、多分景気は減速していくが、物価の上昇率も徐々に下がっていくということではないかと思う。そうであるとすると、スタグフレーションに陥ったという評価をするには今の状況は馴染まないのかなという感じがする。

速水議長

物価は決して下がっていないので、その懸念があると思う。

平野国際局長

今後の話である。今後の色々な客観情勢から判断する限り上昇率はここでピークになり、来年にかけて下がっていくであろうというふうに一般的にみられているし、私もそう思う。

速水議長

でも金利を下げてさらにユーロが弱くなったらどうなるのか、物価は下がるのか。

平野国際局長

ユーロがどうなるかというのはなかなか難しい問題だと思うが、ただ、金利を下げることによってそれがユーロの成長を押し上げるというところにより注目が集まれば、それはユーロを支えるという面もある訳だから、金利にユーロがどう反応するかどうかについて、一義的な判断は難しいのではなかろうか。

速水議長

実質金利はマイナスなのか。

平野国際局長

マイナスにはなっていないと思う。どう計るかであるが、短期金利の政策金利は、一番短期の単純なところで計ると4.5%であるから、これに消費者物価の前年比の3%を乱暴だがそのまま引けば+1.5%が残るということになる。

速水議長

日本の実質金利と大体同じなのか。

平野国際局長

日本の実質金利は短期で計ると、短期金利がほぼ0%なので、消費者物価をひっくり返せば+0.8%とかになるので、実質金利をそのベースで比べればユーロエリアの方が高い。

速水議長

ユーロで物価が上がるのは、肉だとか原油だとかのせいだろうと思っていましたが、それらが落ち着いてもまだ物価が上がっているというのはどういうことなのかがよく分からない。

## 中原眞委員

アメリカの銀行の融資態度であるが、アメリカの企業金融の状況を見ると、社債発行はもの凄いペースで増大している一方で、格付による銘柄スプレッドというのはそんなに縮小していないという感じである。CPはかなり下がっているが、一方で銀行の融資態度はFedのサーベイだと相当厳しい状況にある。銀行の貸出はほとんどフラットで商工業貸出はかなり減っている、不動産と個人向け貸出は何とかストップだが、現実にアメリカの企業金融あるいは個人金融が緩んでいるとみていいのか、それともクレジット・クラッチとまでいかないまでも相当締まっているのか。社債、CPはどうか。銀行の融資態度は相当締まっているとみるのか、あるいは個人のデット・オーバーハングの問題があるわけであるが、ホーム・エクイティ・ローンをはじめとする個人金融について米銀というのは今まだかなり積極的にやっているのかどうか、その辺の見解はどうか。

## 平野国際局長

全般に勿論クラッチ状況が発生しているということではないと思うが、信用度の劣る企業、特にIT関連を中心としている企業の資金調達には相当大きな制約がかかっている。そのことがIT関連企業の企業活動あるいは投資活動に影響していることは明らかだろうと思う。個人については、この間ちょっと説明したホーム・エクイティ・ローン等々を含む消費者信用は引き続きまだ堅調に伸びており、状況はほとんど変わっていないということである。それから商工業向けについては最近マイナス基調であり、これは多分企業の投資活動も弱いし生産も相当減少しているので、需要、供給ともに弱くなっているのかなという感じがする。一方的に金融機関の貸出態度の引き締まりがこの商工業貸出のマイナスに反映されているのではなく、やはり需要サイドの要因もあるのではないかとみている。ただ全体に指摘のあった社債発行はここのところずっと高水準が続いており、こういうアメリカのマーケットの懐の深さが、言ってみれば企業の調達活動を支えているという部分があるのではないかと思う。CP市場は相変わ

らず低調であるがC Pに比べて社債の方が懐が深く、しかも格付が比較的低くても投資家もいるものだから社債が出せる、このことが全体としての資金調達環境を支えていると思う。それからもう一つ、社債の発行増で言えることは、多分需要サイドも今の社債の発行を引き出す状況があると思っている。国債の発行額が減ってきているものだからその代替資産として社債を受容するというニーズがあるのではないかとみている。一方で発行サイドの方は、金利環境だけみても金利が低いものだから、この際長期の調達をしていこうということで、demand driven の部分と supply driven の分が相俟って社債がこういう格好で増えているということではないだろうかと思う。ただ本当にF e dの緩和政策がマーケットの隅々に理想的に浸透するという状況との比較では、やはり信用スプレッドが高止まっているというのが一つのネックになっているなという感じはする。

#### 岩田内閣府政策統括官

一つだけ宜しいか。金利の動きであるが、フェデラル・ファンドの先物を見ると、8月10日の直近では差し当たりマーケットは0.25bp下げることが期待していて年末までにはさらに合わせて0.5bp下げるといようなことを期待しているようにもみえる。長期金利もこのところ下がっており、過去二回下げた時に長期金利は思ったより下がらなかったということはあるが、今回はやや先取りのにもう下がっているように思う。それがあある意味ではドル安というかそれまでのドル高を多少動かすような要因として効いている。短期、長期共に下がるとすればであるが、先程ユーロの方もお話があったが円も円高方向にちょっと戻っている訳である。どの程度金融政策が影響を与えているというふうにお考えか。

#### 平野国際局長

まず長期金利は10年債をみている。これはよく議論になるが、当座の金融政策運営に対する読みの変化が10年債にどの位影響するのかということがああるが、むしろ私自身は10年債という債券をみるとやはり将来の

景気見通しあるいは物価見通し、こちらの方がより多く金利形成に影響するのではなかろうかなという感じがしている。その解釈で最近の長期金利の低下をみるとするならば、やはり景気の不透明感が増してきていること、それからPPIの下落もあって、インフレがピークアウトしてインフレ懸念が後退したことというのがこの金利の低下に反映している部分の方が大きいのではないかという感じがする。そういうことを考えると、ドル相場との関係も金利と為替という単純な関係ではなくて、やはりアメリカ経済の今後の姿形がどうなってくるのかということが大きなポイントであろうと思う。金利の低下即ドル安というようなことでも必ずしもなくて、他の事情を一定にすればそうであるが、むしろその金利の背後にある景気見通し、成長見通しの方が短期的にも中期的にもちょっと今下振れてきているということが、ファンダメンタルズに対する読みの変化に繋がっており、少なくとも一つの要素として働いているのではないかという気が私はしている。

岩田内閣府政策統括官

政策よりもむしろファンダメンタルズというか実体経済の方が影響しているということか。

平野国際局長

政策も経済をみている訳であるから、同じようなものをみていると言えらるかもしれないが、政策から直接きているというふうには必ずしも思わない。

岩田内閣府政策統括官

もう一つページブックで小売がかなり弱含んだというのがある種のニュースになったと思うが、同時に減税が7月から実施されていてその両方合わせた感じではどういうふうにみているか。

平野国際局長

これは新聞等で報道されているような話しかまだないので、ちょっと分からない。私共は取り敢えず減税の効果としてFRBのマイヤーさんがかつて開発したモデルを使って試算してみると、取り敢えず年間の成長率を0.3%ポイント位上げるのかなという結果が一応出てくる。であるから半年で0.6%位上がってしまう。ただそれとの比較で当座の走りをみるとどうもそこまではいかないのかなという位の感じを持っている。今後もそれはちょっとデータで確認してみたいと思っている。

速水議長

では次に、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

まず最初に図表の5の輸出の6月までの数字をみると、実質輸出で第1四半期4.7%の減少、第2四半期4.8%の減少と2四半期連続でかなり大きな減少になった。財別の動きで特徴的なのは、自動車については第1四半期にかなり減ったが、第2四半期は増加した。第1四半期は一時的な調整があった反動であり、予想通りの動きである。そうした中であって減少しているのは、情報関連が引き続き減少している。それから資本財・部品は半導体製造装置の影響が大きいので情報関連の影響も大きい。アジアなどでの設備投資の減退等も含めて資本財輸出の減少が大幅になっている。それから中間財では、鉄だとか化学とかは特にアジア方面に向けての輸出が減少しているということで、全体としてかなり大きな輸出の減少になった。特にNIEsの輸出・生産をみると、第2四半期も前期比ではNIEsの輸出はかなり大きく落ち込んでいる。先程あったように韓国や台湾の7月の数字もかなり悪い。これをいつもみているのは、いわばNIEsの輸出の動きというのがある意味で世界的な情報関連の動きをよく表

わしているという観点である。図表7の世界の半導体出荷をみると、このWSTSの数字としては2000年が前年比で4割増になった。去年の秋時点では今年その4割増の後2割増が見込まれていたものが、今年の5月時点の見通しで-13%へと非常に大幅に下方修正された。その-13%の時のいわば前提になっている四半期パスがこの図で○で示してある。第2四半期は前期比で3%位の減少であったものが、実際には前期比で18%減で、4~6月期だけ採ってみるとこの見通しを相当大幅に下振れてしまっており、これが今の輸出の動きの背後にある。あるいは後程申し上げる生産の動き、さらには日本のIT関連企業の4~6月期の惨澹たる決算、収益といったことも背景にある。また世界のパソコン出荷をみると、これも色々な機関があるが、3月時点の見通しや6月時点の見通しに比べて、1~6月の実績はかなり下がっていて、4~6月期だけ採ると前年比で2%位の減少になっている。このほかデータはないが、例えば携帯電話については国内販売だけみていると実は結構伸びているが、世界的にみると皆の予想をかなり下回る需要になっている。こういったいわば世界的な情報関連需要についてデータが固まってくるにつれて、皆が元々かなり悪くなっていることを予想していたが、それよりもさらに下振れているようなデータが出てきているのが最近の大きな特徴である。輸入については4、5月、なぜか少し増えていたが、結局6月の数字は小さな減少であり、大体我々が基調として考えているようなかたちになった。

次に設備投資関連を説明する。まず資本財出荷の動きを資本財出荷の輸送機械を除いたベースで見ると、6月も減少して、4~6月期も8%減とかなり大幅な減少になっている。勿論先の輸出の減少もあるので、これが全て設備投資の動きという訳でもないが、やはり設備投資は減少している。一昨日に出た機械受注の数字をみると、第2四半期の実績は、民需除く船舶・電力という数字で、1.1%の増加で着地した。これは見通し時点が0.4%の増加だったのでほぼ見通し通りないしは気持ち上振れとなった。上振れた理由は、一つは機種別で見ると、電子通信の第2四半期が少しプラスになっているが、この辺にはどうも金融機関の設備投資案件みたいなもの

が少し上がってきたようである。しかしながら先行き7~9月期の内閣府の調査による見通しをみると、5.1%の減少と電子通信はもう一度減少に転ずるということである。全体としてみると、機械受注は緩やかな右下がり、設備投資の減少基調を表わしている。ただ機械受注というのは元々上がる時も下がる時も非常に大きく動く数字なので、それとの対比でみると非常にきつい下向きという訳でも必ずしもないという印象を持っている。

続いて個人消費である。二点程申し上げたいことがあって、一つは少し古い数字になるが、4~6月期の家計調査ベースの数字が固まってきた。その結果として消費水準指数でみると4~6月期、全世帯で前期比3.1%の減少である。GDP統計等、全てではないがかなりの程度こういったものに影響して推計されることを考えると、第2四半期の個人消費はかなり弱い数字が出るのではないのかという印象を与える数字である。ただ家計調査については、色々な問題もあるので、果たしてGDPが1~3月期も個人消費はマイナスだったが、その後また大きなマイナスという程個人消費が弱いかというと、それ以外の指標をみる限りそこまで言う必要はないという印象を持っている。例えば車については前年比でみても相当久し振りの高い伸びになっていて、7月単月では4~6月期対比で比較的高い伸びである。家電についても4~6月期で括ると1~3月期の家電リサイクル法による増加の反動減という姿になっているが、6月単月では少し増加になっているし、恐らく7月はエアコンの販売等が少し寄与してくるだろうと思っている。また百貨店、チェーンストアといったグループについては、百貨店はこのところ前年比で少しプラスが多く、ある意味でまずまず好調である。その一方でチェーンストアは相変わらず全く良くない。コンビニエンスストアはまあまあということで、どちらかと言うとこのところ、全体を纏めてみて良くなっているという感じでもなく、また悪くなっているという感じでもなくむしろ業態別の特徴が続いているという印象である。そういう意味では、個人消費統計はなかなか全体を判断し難い訳だが、全体としてみると猛暑効果はマクロでみてそれ程大きなものでもないと思うので、ここへきて良くなっていることもないと思うし、さりとてここへ

きて数字がはっきり悪くなっていることでもないという意味で、横這い圏内の数字であると考えている。なお因みに消費者コンフィデンスの数字をみると、春頃に消費者コンフィデンスは軒並み悪化し、この影響を少し懸念していたが、その後個人消費の数字がそれ程激しく動かないので、小泉政権誕生等でコンフィデンスが少し回復しているのかもしれないと申し上げたが、最近出た数字は少し春頃落ちたのに比べると沢山戻っているという訳ではなく少し戻ったという感じである。消費者態度指数をみると物価の上がり方の要因が効いているので、余りポジティブには評価できないかもしれないが、コンフィデンスがどんどん悪化している訳でもなさそうであるということではないだろうか。

次に、生産指数の数字をみると、6月は前月比で0.7%の減少、4~6月期は前期比4%の減少で、1~3月期と等速と申し上げたが、等速より若干大きくなったが大幅な減少が続いている。その後7月、8月の数字で9月を横這いと前提すると、みかけの数字としては7~9月は0.9%の減少で減少幅がかなり小さくなる感じである。ただ実勢としては私共は7~9月期の数字がここまでマイナス幅が小さくなるとは考えていない。というのも、前月はこの生産の動きについて、生産の予測修正率とか実現率といったものが年初に非常に大きなマイナスであったが、このところマイナスが縮んできているということで、ひょっとすると生産のマイナス幅が小さくなっていくことを表わしている、その予兆かもしれないと申し上げたが、実は7月の予測修正率は非常に大きなマイナスになってしまった。しかもその犯人は先月来修正率が縮んできたと申し上げていた電気機械のところで非常に大きなマイナスの予測修正が行なわれたということである。これは恐らく先程申し上げた4~6月期辺りの世界的なIT需要の落ち込みが明らかになったことで起こってきたということではないかと思っている。そういったこと、および私共のミクロでの企業ヒアリング等を合わせると、7~9月期の生産の減少は0.9%とかという数字ではなくて例えば2%台とかいった比較的大きなマイナスがまだ続くのではないかと考えている。なお図表27の在庫については、これまで申し上げてきたこととは余

り大きな違いはなく、最終材については総じてなお在庫が抑制されていると思う。みかけ上耐久消費財のところの在庫が増えているように見えるが、これは車の船待ち在庫が大きいと思うのでそれ程心配したことはないと思っている。ただ毎回申し上げているが、生産財の在庫の積み上がりは相当シリアスなものになっている。一つは電子部品の影響である。実は電子部品だけ採ると直近のところでは若干在庫は減った。しかしこのように大きな大局観で見ればまだ相当在庫調整の道のりは長いということがはっきりしているし、最近はそれに加えて輸出のところでも述べたが、素材のところでの在庫の積み上がりが目立ってきている。それから今月もう一つのポイントになるのが図表 28 の雇用関係で、まず統計別にみていくと、職安統計については有効求人倍率は引き続き 1~3 月期から少し下がった後のところで横這いという動きだが、4、5 月と予想以上に伸びていた新規求人が 6 月のところで落ちてしまって、新聞等では前年比マイナスというのが随分大きく取り上げられた。勿論これはこれまで二桁で伸びてきたのが前年比マイナスに突然なったというのは、去年が伸びていたということもあって、前年比マイナスだけを大きく取り上げる程ではないと思っている。新規求人は前期比でみると 4~6 月期通計では 1.1%ではあるが増加である。ただこの内訳をみると、4~6 月期の全産業の前期比 1.1%の増加の内訳は製造業が 11.7%の減少である。すなわち製造業だけ採ると実は第 2 四半期連続で二桁の減少で、これは新規求人という限界部分なので生産が大幅に減少する中でその製造業の求人は相当な勢いで落ちている。その一方で月々の振れはあるが、非製造業は 3.5%増加でそこそこ底固い動きをしている。図表 28 の労働力調査については、これまでの傾向が続いており、雇用者のところは前年比では少し伸び率は下がってきてはいるが、基本的には労働力調査ベースの雇用者は前期比でまた 0.3%増えるなど、底固いというか意外に高い伸びを続けている。その一方で就業者数は、引き続き大幅に減少してきている。この乖離部分が自営家族であることはほぼ定義によりそうであり、恐らく零細商店等の閉店といった動きが続いているのではないかと想像している。そういったことなので就業者

数の減少が丸ごと失業増に繋がっているということではなくて、相当部分が労働市場からの退出といったことになっているために労働力人口が減っている。そうした中であって、そうは言っても完全失業率はじわじわ増加している。ただし非自発的失業がそれ程増えている訳でもない。労働市場は複雑な動きをしているとみておく方がいいかもしれない。最後に毎月勤労統計については、今月のポイントは賃金で、4~6月期でみると、名目賃金が0.8%の減少、それに伴って雇用者所得が1%の減少とこれまでほぼ前年並みであったものが少し目にみえるマイナスになったが、その要因は6月の特別給与である。その点について、図表32にあるようにこれまで出ていた日経新聞とか日経連の調査というのは夏のボーナスはかなりプラスだった訳である。それに対して6月の特別給与は今回-4%であるが、これについて二点申し上げる。一点は-4%という程大きなマイナスになることはない。それは特別給与というのは、特にボーナス時はほぼ定着したパターンで速報から確報への改訂時に無視できない規模での上方改訂が行なわれる。それから、昨年全体では0.8%の増加だったが6月だけ採ると3.5%の増加であった。要するに支給が割と6月に集まったということである。こういったことを考えると、-4%よりはかなり0の方にマイナスは縮んでくるだろうと思っている。ただ同時に、規模別とか業種別にみると30人以上の製造業はやはりプラスである。マイナスなのは非製造業であり小さい事業所である。そうすると日経調査とか日経連調査とかはどうしても製造業寄り大規模寄りなので、バイアスがかかっている可能性は高く、やはり日経調査とか日経連調査のような良い数字にはなりそうもないことも改めて確認されたと思う。

最後に物価について極く簡単に申し上げる。国内卸売物価については3か月前比の数字がずっと-0.2%である。従って大体最近3か月で0.2%下がるような動きが続いている。図表37の内訳をみると、最近の特徴はやはり機械類が電子部品とかの需給緩和に伴って低下が続いていることに加えて、気になるのは一つは鉄鋼・建材関連の建設材のところはずっと比較的大きな下落が続いていること。これは前からどうしても短観でもど

この統計でも情報関連というのが凄く目立つ訳だが、情報関連以外にも良くみると、例えば短観でも生産統計でもどこの統計でも建設関連のところは実は弱いので、これは例えば公共需要だけでなくビル建設その他を考へても当然だと思ふが、その動きは続いている。それからもう一つは素材のその他というところも少しずつ下落方向になってきている。これは紙やプラスチックだとかも生産統計のところでも少し素材の在庫という話をしたが、そういった動きが卸売物価にも表われつつある。それから図表 39 の C S P I だがマイナス幅が少し拡大してきている。マイナス幅の拡大についてはこれまでも説明しているとおり、一番大きいのはマイラインにかかる通信の低下が大きい。ただそれ以外にも例えば極く最近で申し上げると、広告のところはこれまでずっとプラスだったのが少し下がった。これにも実は携帯電話の広告が減ったというので先程の通信の影響が出ているかと思ふが、それと例えば機械修理なども少し安いといった感じがある。

最後に図表 40 の C P I については、基本的には 0.5~0.6%の前年比での下落が続いている。5月の数字は 0.7%と少し大きかったが、これは以前報告したとおり若干昨年のところの宿泊料の数字が変な数字が出ていたために民間サービスが5月だけ前年比マイナスになって6月は元に戻ったという話で、余りここへきて特に物価面に大きな変化が表われているという感じではない。

本文については極く簡単に申し上げる。1 ページ目の現状認識については余り変更を考えていない。と申し上げるのは、確かに先程述べたように情報関連の在庫調整が遅れている。従って生産の減少も大きいのだが、ということになるとその二次波及が心配されるが、現状先程の個人消費の乗用車販売が良いという話もあるように今のところの数字をみる限り輸出の減少を主因とする生産調整という大きな構図に変化はない。ただ先程申し上げたようなボーナスの動き等を考えると、家計所得はなお底固さを維持しているというよりは所得形成も徐々に弱まりつつあるという判断を加えている。なお、ボーナスについてはまだ今後の数字をみてみなければ全体像は分からないので、現時点でどうこう言うのは少し早いかと思ふが、

やはり賃金が少し弱い数字が出てくるということに仮になると、個人消費への影響もさることながら、やはり物価面からも気になる動きではあるので、今後賃金の動きについては注意してみたいと思っている。それから先行きの判断だが、先程申し上げたとおり足許のところでは個人消費とか設備投資も含めてこの時点で何か非常に先行きを弱くみなければいけないような新しい数字が出ている訳ではない。ただ、問題は先程申し上げたように内需項目については、例えば個人消費などについては意外に健闘しているという感じはあってもそういったものがリバウンドの起爆力となる分野ではない訳で、逆にリバウンドがどこかで起こるとするとやはり当然情報関連なり輸出なりに期待しなければならない中であって、先程来申し上げているように情報関連の数字がやはり相当厳しいことである。その結果として相変わらず情報関連については遠からず持ち直しに転ずるという見方ではあるが、一頃秋口と言っていたリバウンドの時期が年末とか年明けというところにずれ込んでいるし、先行きの回復についての見方も段々慎重になっている。米国経済についての見方もそれにスライドするように少し慎重化してきていることを考えると、そういった情報関連を中心とする調整が長引いていく結果として収益だとか家計の所得等を通じて少しずつ内需に悪影響が及んでいくリスクは高まっていると判断せざるを得ないことから、今回先行きについては従来以上に慎重にみざるを得ないと申し上げている訳である。政府の構造改革について引き続き注目していく必要があることは言うまでもない。

最後に物価についてもただ今申し上げたように細かいところで少しずつ色々な影響が出ているが、現状物価指数のところには大きな変化が出ている訳ではない。ただ繰り返しになるが、今後IT関連の輸出、生産の影響が内需の方に少しずつ及んでいくことになると、需要の弱さに起因するその物価低下圧力というのが徐々に表面に出てくるリスクが大きくなっているということ、この点については留意する必要があると申し上げて説明を終わりにさせて頂く。

速水議長

質問があったらどうぞ。

岩田内閣府政策統括官

一点よろしいか。伺っていてほとんど違和感はないが消費のところだけは少し違うみたいなので伺いたい。図表 19 で言うと家計調査はそもそも信頼が持てないと言って全部ネグレクトしているのかどうかという点が一つある。今総務省が見直しをやっているが、消費、家計調査ベースでみる限りは第 1 四半期と第 2 四半期を比べると相当変化があるのではないかとみえるし、小売業の販売額をみても第 1 四半期よりはやはり第 2 四半期が弱いと思う。説明があったように車は確かにある意味では堅調と言うか底固く、7月の11.8%というのは販売日数とかの特殊要因もあるが、基本的には更新需要があるので、しばらくは底固いのではないかと思う。ただ、その他に図表 20 の消費財の供給数量は、供給の数字も前年比と水準両方下降になっているが、これをみてもやはり第 1 四半期より第 2 四半期は下がるのではないかとみられ、私共もずっと横這い概ね後退と言い続けていたが、やはり少し足許弱いのではないかと判断している。それで今度QEがどのような数字なるか分からないが、1~3 月期よりかなり弱い数字になるのではないかと思っているが、それが概ね横這いで良いのかどうかということについて質問したい。

早川調査統計局長

恐らく内閣府の月例の表現その他と私共の表現は大体一致していると思う。ただ、細かいところをみると例えば、生産とか設備投資はどちらかと言うと私共の方がやや厳し目で、今月多分内閣府が追い付かれたような感じになっていて、個人消費のところは私共の方が横這いで内閣府の方は横這いだけど弱い動きが目立っているので、少しの違いかと思っているが、私共は別に家計調査を全面的にネグレクトしようとする積もりはない。ただ家計調査と言うのは毎月毎月付き合っていく数字でもないという感じを

前から強く持っており、ある程度均してみざるを得ない。確かに1~3月期と4~6月期を均してみると、1~3月期はどちらかと言うと家計調査まで含めて、やや強めであったという感じである。それに対して4~6月期はそれとの対比でみると若干弱めであるという評価は言われるとおりに思う。ただそこには例のリサイクル法みたいに最初から正体の分かっている話もあるので、それも含めて考えると果たしてどうか。また、7月直近に出ている数字は車位しかないがそういった物も含めて考えると、特に従来の日本の消費の動きを考えるとやはり耐久消費財の動きは消費の全体をみていくうえでは大きな流れを作っていくファクターなので、耐久財が余り弱くないということも含めて考えると、余り弱い動きが目立っているという程でもないかなと私共は思って、個人消費についてはそのような表現をした。個人消費は少し癖として内閣府は比較的上げたり下げたりされるが、私共は余り動かさない。ある意味で本当に信頼できる統計がなかなかないので総合判断するとやはりどうしても上げたり下げたりするのに慎重にならざるを得ない。一方、設備とかは比較的是っきりしているので、私共では思い切ってほんとに上げたり下げたりしている。

#### 速水議長

図表17の個人消費のところで、全世帯の消費水準指数でみると6月は-3.8%か。個々にみると見通しは乗用車にしても6月、7月とかなり増えているし、家電は8.6%も増えている。それから百貨店も+2.1%、都内百貨店も+3.8%、コンビニも+5.1%、一番下の海外旅行などは+2.3%、皆プラスだけどどうして一番上がマイナスになってしまうのか。

#### 早川調査統計局長

これはだからと言ってこういうものを全部積み上げたのが本当に消費全体かというところ必ずしもそうでもない部分がある訳である。ご存知のとおり個人消費は良いと言おうと思えば好きなものだけ集めてくれば直ぐ良いと言えし、悪いと言おうと思えば悪いのを集めてくれば直ぐ悪いと言

えるし、指標の十やそこらは良い方でも悪い方でも必ず探せるというのが実体である。そういう意味では、内閣府も含め個人消費の統計については充実の方向で色々努力されていると思う訳だが、全体を判断するのは非常に難しい。例えば一例だけ挙げさせて頂くと、家電販売という数字がある。今速水議長が言われたように6月の前年比は8.6%増である。これが実勢に比べて強いかわ弱いかわというのは色々な議論がある。実はこれはNEBAという割と大きないわゆる電気店の販売だけ採っている。例えば恐らく街角の電気屋さんみたいなものを考えると、もっと弱いだらうと言う見方がある。ただ一方でいやもっと強いだらうと言う人もいて、NEBAはほぼ秋葉原とか日本橋辺りにある電気屋さんで、これよりも外側に固有名詞は避けるが、カメラ屋さんとか家電店とかあってこの辺は実はNEBAより強い。だからこれもいかようにも言えて、NEBAは過小評価だという議論とNEBAは過大評価だという議論が家電一つ取っても言える訳で、そういう意味で私共が先程申し上げたようにどうも全体の数字を眺めて余程強い方が揃えば強いと言ひ、弱い方が揃えば弱いと言うが、そうでもない限りはややコンサバ・バイアスがかかっているかもしれないが横這い圏内と申し上げている訳である。そういう意味ではやはり個人消費は時間がかかるが、統計の充実を考えていかなないとなかなか答えが出てこないかと思う。

### 三木委員

例えばユニクロに代表されるような新興小売勢力、それからディスカウントショップ、ああいうものの統計というのは別のそれぞれの仲間での統計みたいなものは今作っているのではないのか。そういうのは採れないのか。

### 早川調査統計局長

今のところはなかなか難しい。

三木委員

NEBAに加盟している人達もそういう統計が業界であるのだと言っている。

早川調査統計局長

難しいのはこれは何でもそうなのだが、ある程度成熟したエスタブリッシュした人達同士は比較的協会とか作って数字を交換する傾向がある訳だが、本当に新しくて元気な人は数字を公開したがるという傾向があって、今のところはリアルタイムでそういうものをきちっと採るのはなかなか容易でない。逆に仮に採れたとしても、カメラ系だとか電気系だとかそれだけ採っていくとえらい高い数字が出てきてこれが本当に個人消費の実勢かというのも、これもまたなかなか難しいと思う。

速水議長

政治家の先生方は60%占める消費が弱くてマイナスでということを必ず言われる。実体の感じでは消費はそれ程マイナスではないと思うのだが。このアンケートで全所帯で採るのは非常に難しい話だと思うが、海外ではサプライ・サイドから採っているのだろう。

早川調査統計局長

然り。それがいいかどうかは別問題だが、こういう家計調査みたいな統計があるのは日本だけとほぼ言って良いと思うので、こういう形で個人消費を推計しているのは日本だけであろう。海外は主にむしろサプライ・サイドの数字を積み上げて個人消費を推計しているということになるかと思う。もし仮にサプライ・サイドから個人消費を推計すると、昨年辺りは相当高い数字になったのではないかと推察される。例えば経済産業省が供給GDPという形で推計されている統計では実は去年相当高い伸びになっていて、それがいわゆるGDPと大きな乖離を作り出している。ただ仮に最近について逆に供給サイドから推計すると、先程岩田政策統括官か

らも指摘があったように例の消費財の供給数字が少し弱くなっているの  
で、仮に供給サイドで推計すると弱い後でもっと弱いのではなくて、去年  
ガンと伸びた後で足許は弱いという数字が出てこようかと思っている。

### 三木委員

一番今耐久消費財の関係で大きな家電関係、それから情報通信の携帯電  
話の関係、自動車、この動きをみていると、この1年間でここへきて非常  
に大きく効いてきているのは、やはり海外生産移転の影響である。海外生  
産移転の影響は要するに輸出がだーっと落ちる。それは生産の大きな減に  
跳ね返ると同時に水平分業によって輸入で入ってくるということは、NE  
BA統計とか安売りのやつとかもどんどん増える。ところが国内生産には  
まるっきり跳ね返らないから、サプライ・サイドからみたGDPには全然  
寄与しない。この影響が特にこの1年間もの凄く中国を中心に出てきてい  
るのではないかと思う。その辺を少しこの後で申し上げようかと思ってい  
たが、本文の2ページでは「輸出の回復に伴って生産が持ち直していくシ  
ナリオを引き続き期待し得るが」という甘いことを言っているが、僕はこ  
んなことには到底ならないと思う。だからこの辺をもう少し分析しても  
らった方が良くと思う。今特にNEBA統計に出てくる家電業界、携帯電  
話もそうであり、この辺の人達はその辺の分析を盛んにやっている。それ  
が構造改革なのだから、それを踏まえて次の日本経済をどうする、自分は  
どうすると考えようとしている。この辺についてもう少し調べてもらった  
方が良い。

### 速水議長

それは私も非常に気になっている。生産がずっとマイナスで、海外生産  
に移っていつているというのは、三社に一社そうしているという報道もあ  
るが、内閣府が出している2001年1月の製造業の海外における生産の比  
率というのは11.24%である。これが2005年になると13.74%で僅か2.5%  
増える。そんなもんじゃないだろうという気がする。日本は賃金が高くて

日本で生産すればコストが合わないから海外に出ていくという動きは、この間の支店長会議で報告を聞いていても中小企業に至るまで皆出ていってしまっているのだから。その部分は生産が落ちるのは当然だし設備投資も落ちると思う。国内で設備を買って持っていくのなら別けども、輸出になるのかその辺はよく分からないが、これはやはり相当カウントしないとおかしい。恐らく 2005 年に 13.74%位ではとても済まないだろう。このグローバルゼーションで日本の賃金が世界一高いという状態の中で今まで作っていたものをそのまま作っていけない訳で、それはやはり一時的には失業も出るだろうし、その失業の方を何とか巧く非製造業で吸収させていかないといけない。と同時に、やはりクリエイティブ・ディストラクションで共存できないものは切って外へ持っていくしかない。それから新しい付加価値の高いものを作っていくにはタイムラグがどうやっても出てくるから、今私はそういうタイムラグの時期だと思っている。構造改革をやるというのだから、皆それぞれ考えてやろうとしているに違いないと思う。しかしその生産の数字や設備投資の数字がその形で落ちてくるというのは、やはりこれで景気がおかしくなったと言われる。それは確かに国内ではアクティビティは減ることは確かだが、この間私が申し上げたように今経常収支の所得収支収入というのは経常収支の黒字の 8 割を占めている。毎月 1 兆円は入っている。日本には、向こうで働いたものはそういう色々な形でドル収入だって入っている。それが一つは円がそんなに安くない理由だが、その代わりにそういう収入が入っていてそれが恐らく GDP には乗るだろう。しかし外で作ったり外で設備投資したものは GDP には乗らないので、そこのところはよく考えて、国内の景気はこれでおかしいのだということマクロの数字だけで言ってみても駄目だと思う。その辺はもう少し統計の分析を気を付けないといけないと思う。今特にポピュラーなことになって、そういうことが当たり前だと皆思っているのだから。

中原伸之委員

海外の生産比率が日本より高い国はあるだろう。だから日本だけの特別な現象ではないのではないのか。

速水議長

それは今までは色々あったから。規制もあったし…。

早川調査統計局長

いずれにしてもまず第一に例えば海外生産比率は私共のこの間の短観だと今年0.8%ポイント上昇である。もしこれが丸ごと国内と海外の移転で起こるとすると国内生産を1%位で押し下げるという計算になる。先程の足許の生産が前年比で8%とか9%の減少なので海外生産が効いているとしてもそれが支配的な動きとは必ずしも思っていない。ただ皆さんから指摘があったとおり、先の支店長会議でも海外移転の話、特に中国との関係の話は非常に多くの支店長から報告があったし、私共も今現在それも踏まえて海外生産シフトの実体について、これも統計がなかなか掴めないのので企業調査の方で調べているところである。何か結果が纏まれば報告したいと思っている。それから速水議長が言われるとおり、これはなかなか難しいところで確かに海外活動を行なって投資収益が入ってくると、GDPには入らないがGNPには入る訳である。ある意味で国民の所得ということではそうである訳だが、同時にまた国内の雇用みたいなものを中心に物を考えるとやはり国内の雇用機会がそれだけ奪われる結果にもなり兼ねない。どういう観点から物を見るかということで結論は変わってくるが、いずれにしてもただ今申し上げたとおり今まさにそういうことが流行かどうか分からないが広がっていることは間違いないと思うので、どれ位広がっているかも含めて一度報告したいと思っている。

速水議長

内閣府の予想だと2005年13.74%、5年間で2.5%増えるだけである。

こんなものではないだろう。それから今中原伸之委員が言われたが、残高は確かに日本は少ないが、賃金が高いために、今のフローの流れで言ったらこれはやはり圧倒的に大きいのではないか。

山口副総裁

先程の1%の影響と言うのは何か。

早川調査統計局長

要するに仮に海外生産比率が0.8%ポイント上がったとしてそれが全部国内と海外の間のシフトで起こっているとすると、国内生産は1%ポイントの押し下げということである。それは過程が全く全部シフトということは多分ないと思うので、車などは恐らくそうでもない部分が結構あると思うが、仮にそう計算するとという話である。今のところ例えば生産の大きな減少が海外生産移転が主たる原因で起こっているということでもあるまいと思う。

速水議長

これは難しい統計、直すのは難しいと思うが、とにかく今のマスコミの報道の仕方というのは生産が落ちたら、落ちた落ちたばんざーいばんざーいみたいな感覚で書くから、その辺はよく気を付けてこういうものもあるということを説明していくべきだと思う。一律に下がっていくというものではない。

永田理事

今早川調査統計局長から申し上げたとおり、我々としては常にそういう新しい動きとか構造変革の動きを捉えるような形で検討していかなければいけないと思う。早川調査統計局長が同時に申し上げたように何で認識するかという問題は、これはまた別途難しい問題で、やはり私共としては国内の生産をベースに比較しないと各国との比較といった形ではまた難

しい問題もある。ただ先程言われたように海外に生産が移転をしていって、しかもかなり輸入品として競合するということが起こって、図表 42 の消費者物価において輸入競合品の物価の動きを掲げてあるが、ドラスティックに下がっている。しかもそれがいわゆる商品のウエイトでは半分位あって、重要なファクターなのでできるだけ正確な計数把握に努めたい。

速水議長

GDPには先程の所得収入という形で経常収支の大部分を今占めているから。

早川調査統計局長

それはGNPに入る。GDPというのは国内での生産の概念である。GNPというのは日本人の所得なので海外で運用したものが入ってくればこれはGNPに入る。

速水議長

証券や預金の運用利益も入らないのか。

早川調査統計局長

それはGNPである。

速水議長

だけど為替の市場には影響する。ドルで入ってくるのだから。円買いである。

中原伸之委員

いずれにしても海外生産をしたってそれは売れなければ仕方がない。

早川調査統計局長

勿論そうである。売れなかったら投資収益収支も入ってこない。

中原伸之委員

日本は逆輸入だって減ってきている。

速水議長

だけどGDPに入らないにしても、所得収入はこれだけ増えている。

三木委員

後二点だけ。一つは質問、一つは早川局長の意見を聞きたい。7ページのWSTSの5月時点の実績が出ているが、直近で見直したものはまだ出ていないのか。

早川調査統計局長

これは半年に一回位出るものなので5月に出してまだほんの少ししか経っていないので出ていない。

三木委員

半年に一度。

早川調査統計局長

然り。それ位の頻度だと思う。

三木委員

そうするとあなたの説明のように一応今の実績を踏まえてどの程度下振れするかということか。

早川調査統計局長

さすがに第2四半期はここまで落ちた。だからこそ逆に言うと最近幾つかの投資銀行がさすがにこれ以上は下がらないというコメントを出している訳である。それは逆に言うところだけ落ちたからここからはもう落ちないという議論である。だからここで10何%下振れたから年間が本当に10何%下振れるかというところ必ずしもそうではないかもしれない。ただ、ここからだとなんかにリバウンドしても年間ではかなり悪い数字になりそうであることは確かである。

三木委員

それはそうである。

早川調査統計局長

やはりWST Sは次は10月に出るそうである。

三木委員

10月か。

それからもう一つは、労働力調査のところだが、非自発的失業者数はここへきて割と急に減ってきているが、完全失業者数の方は余り変わっていないことについてどうみているのか。

早川調査統計局長

まず、非自発的失業者の例えば5月の99万人から6月の84万人への15万人減少みたいな数字は、余り丸ごと受け止められない方が良いと思う。と申し上げるのは、あくまで労働力調査というのは、それなりに標本数の多い統計ではあるが、標本統計なので一月単位でみるとこの数字も含めて振れる。従って、この四半期単位でみて101万人、98万人、95万人みたいな感じでみて頂いて非自発的失業が増えている訳ではないというところまでは読んで頂いて結構かと思う。この99万人から84万人でもって非

自発的失業が大幅に減ったという判断はされない方が良いと私は思う。むしろ今申し上げたとおり、労働力調査はかなり複雑になって、雇用者はそれなりに増えているが、自営家族が減っていて従って就業者は全体でマイナスである。ただ減っている人の大半は非労働力化しているためにそれがダイレクトに非自発的失業には載ってこない。その結果として、失業率の上昇は極くマイルドなものに止まっているという評価であろうと思う。だから余り減ったとみるよりは、そう増えている訳ではないというところまでは読んで頂いて結構である。

### 三木委員

いわゆるフリーターみたいな自発的失業者はある意味ではアンマッチになるのかもしれないね。こういうメンバーはほとんど今変わっていない。これがいずれ何らかの形で非自発的失業者へ変わって、市場から退場ということにはいかないよね。

### 早川調査統計局長

そういう点も含めて最近の生産とか輸出・生産が非常に大きく落ち込んできているが、そこから外側への波及みたいなものが例えば 97、98 年と比べると比較的小さいと申し上げているのは、必ずしも個人消費だけ取り上げているのではなくてこういうところも含めている。例えば失業率は 97 年の終わりから 98 年の前半にかけてはもの凄い勢いで失業率が上がってきたし、現にその時は主な企業でもかなり大規模なリストラが行なわれて非自発的失業みたいなものも増えた。今現在は先程言った零細店舗の廃業みたいな形で非労働力化するような形での就業者の減少が起こっているが、企業から直接雇用者がはき出されて、非自発的失業が増えるという状況には至っていない。ただし、先程申し上げたとおり今の生産の減少みたいなものがずっと続くとそういうことが起こってくるのではないかという心配がやはり何か月か前に比べると増してきていること、それを現状と言うよりはやや先行きの経済の評価のところに表現した積もりである。ま

だ現時点で起こっているという感じは余りない。

中原伸之委員

だが、非自発的失業者数のトレンドは下がっているのではないか。それも信用できないのか。

早川調査統計局長

先程申し上げたとおり3か月刻み位でみると101万人、98万人、95万人となっており、気持ち下がっている。あるいは少なくとも現在の景気環境の中で非自発的失業が増えている訳ではないというところまではそう思う。ただ先程申し上げたとおり99万人が84万人みたいな月次の数字は、結構暴れるので、労働力調査の数字についてはまあ四半期位でみて頂くのが良い統計だと思っている。

中原伸之委員

どうもあなたの話を聞いていると、「良い統計と悪い統計を分けて考えないといけないから、癖を覚えておかないといかん」みたいな話だな。

早川調査統計局長

労働力調査は標本数が多くて良い統計である。家計調査よりも標本数が断然多い。それでもやはり標本数の10万人というのは、6,000万人とかいう労働力に比べて小さな数字なので、その辺りを標本で捉えようとするとならば若干振れるのは致しかたないところで、であるから2、3か月均してみれば大体実勢はほぼ間違いはないと思う。

中原伸之委員

何か統計学の根幹に触れる議論だね。

速水議長

ほかに質問がなければ、次に企画室から最近の金融環境について説明して貰う。

#### 4. 金融環境に関する報告（資料-5）

雨宮企画室参事役

今日の報告のポイントを初めに申し上げると四点ある。一点目は、経済全体として資金需要の減退傾向が足許一層強まっているような傾向が窺われるということである。勿論これまでも低迷が続いていた訳だが、総資金需要等のマイナス幅が一層拡大する兆しが出てきているというのが一点目である。二点目は、そうした資金需要の減退傾向の中で、資金仲介ルートがどうなっているかということだが、貸出という間接金融のルートから直接金融へのルート、社債、CPへのシフトという動きがまた少しより明確になってきている動きが今月みられるということである。三点目は、それではその貸出の低迷ということが需要要因と供給要因、どちらからきているのかということが問題になる。現在のところはやはり需要要因が大きいと判断しているが、これは先々月位から報告しているとおおり、信用リスクの厳しい先に対してより厳しくするという意味での二極化の動きが若干みえ出していて、ここはやや要注意だろうと思われる。以上三点がいわばクレジットに関する観察点であるが、四点目はこれとやや対照的な動きになるが、クレジットに対してマネー、あるいはリクイディティーの世界ではハイパワード・マネー、あるいはマネーサプライは共に低金利による機会費用効果、それと郵貯要因という特殊要因を背景にさらにいわば予想以上に伸びを高めている。全体として初めに三つ申し上げたクレジットの世界でやや注意する動きが出ていることと、一方でリクイディティー、あるいはマネーの世界の動きとの対照が少しまた際立ち始めているという感じである。

まず全体としての民間部門の総資金調達を図表5でみると、資本市場調達と借入を合計した民間部門の総資金調達は、去年1年間はマイナスでは

ば横這い、去年の後半から今年の4月位までマイナスはマイナスだがマイナスが縮まるという傾向にあったが、この数か月またマイナスを拡大するという動きがやや鮮明になっていることが特徴である。資本市場調達と借入をみると、それぞれの向きが全く反対になっていて、借入のマイナス幅が拡大する一方で資本市場調達のプラス幅が若干拡大しているというのが二つ目の特徴である。そこで5業態の貸出の数字だけをみると、5月が-1.7%、6月が-1.5%ときて7月は-1.8%と調整前も-4.0%という格好でマイナス幅を若干深めている。それに対して図表3のCP・社債市場の動向だが、CPは4か月連続で既往ピーク更新となった。7月の残高は21.7兆円で引き続き低金利の活用、それから6月、7月については賞与資金の調達を銀行借り入れからCPにシフトさせるというような動きもヒアリング情報では出ていて、引き続き4か月連続の既往ピーク更新となっている。社債発行残高は7月は少し償還が多かったことで伸び率が若干低下しているが、全体としてはプラスの伸びを続けている状況である。このように貸出がやや不振、直接市場が好調であるという状況がさらに際立ってきている。それでは金融機関の貸出態度がどのようなになっているかということだが、図表16の月次の指標でみると、金融機関の貸出態度の中に中小企業金融公庫の月次のデータが最近出ていて、7月が17.3%と緩和超幅が縮まっている。月々の凸凹はあるので1~3月期の19.3%、4~6月期の18.5%から繋げてみると7月17.3%という格好で徐々ではあるが緩い超幅が減っていることだろうと思われる。ただ、図表18で過去の局面と比べてみると、中小公庫・中小企業景況調査によると、非常に金融機関の貸し出し姿勢が締まった時期というのは、例えば89年から90年の引き締め時期、それから97年、98年の流動性クラッチと言われた時期に端的に表われているが、足許若干緩い超幅が増えるのが止まったな、厳しい超幅が減るのが止まったなという程度で余り大きな動きになっているということではない。ただ図表19の主要銀行の貸出動向アンケート調査からみても少し注意してみるべき局面に入っていることだろうと思う。ここで資金需要と供給の両面を総括すると、まず資金需要で企業向けの中堅企業と

中小企業向けのD Iをみると、特にこの中小企業向けというのは昨年の10月頃は資金需要増加の方が上回っており、符号が+2になっていたが、これが1月-7%、4月-13%、7月-26%と段々マイナス幅を拡大する。それに対して大企業の方は余り変わっていないので、中堅・中小を中心に資金需要の低迷の度を増しているという状況が分かる。それに対して供給サイド、貸出運営スタンスだが、大企業向けをみると、四半期によって凸凹はあるが、例えば1月、4月、7月と余り変わっていないのに対して、中小企業向けのプラス幅が少しずつ縮んできていることからみても、これは恐らく大企業か中小企業かというよりはクレジットスタンダードの差であろうと思うが、やはり二極化の動きがこういうところからもみて取れると思う。以上に対してリクイディティー、あるいはマネーの世界ではやや違う構図になっていて、図表6のマネー関連指標では、マネタリーベースの伸びは7月が8.0%である。これは郵貯の資金流失、大量満期、ピークを迎えた訳だがその関係もあって銀行券9.6%と高い伸びになった結果、マネタリーベースの伸びも8%という高い伸びになった。因みに8月に入ってもまだ引き続き高めの伸びが続いている。一方マネーサプライだが、こちら6月の3.2%の後、7月は3.3%と若干だが伸びを高めている。M1、準通貨の中身をみると、準通貨が-3.6%と減少なのに対して現金通貨、預金通貨の伸びは高いということで、この流動性、お金らしさの供給という意味では全体としての流動性の供給はますます強まっているという状況だろうと思われる。マネーサプライのこの要因を図表9で信用供与別にみると、M2+C D増減とバランスシート項目の対応だが、M2+C D前年比の要因分解をみると、民間資金調達要因はこの2、3か月ほぼ変わっていない。変わっていない内訳が民間資金調達の寄与度分解だが、借り入れのマイナス幅が縮まる中でC Pのプラス寄与が高まる格好で均衡になっている。また、その他要因、これは郵貯シフトとみているがここが大幅のプラス寄与を高めていることで、全体としてC Pと郵貯要因等で伸びが高まっているということだろうと思われる。

最後に図表20の倒産件数をみると、6月は1,510件、-1.8%、季調済

みで1,498件とこれも高水準ではあるが1,500件内外という状況が続いている。最近の特徴としては、業種別内訳、これは月によって大きく変動があるが、建設業が36%と相当高いシェアを占めているというのが特徴点として目に付くところである。ちなみに倒産件数の1,510件のうち、特別保証関連が384件と400件近い数字になっているが、この384件のうち半分近くはやはり建設業で、しかも昨年1年間で大体40%位だったので若干特別保証制度の倒産の中でも建設の内訳は増えているような感じがする。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

岩田内閣府政策統括官

一点だけよろしいか。説明にはなかったが15ページのMCIとFCIがあるが、これはどのように判断して使っているのか。MCIでみるとむしろ引き締めであり、FCIでみると緩和であるとみてもいいのか。

雨宮企画室参事役

これは実は99年1月を起点に採ってその時と比べて為替とか株式の動きを含めてどうなるかという評価をしたものだが、実は元々MCIとFCIが本当に緩和的なのか引き締めのなのかをどの程度表わしているのかというのは議論があるところだが、多分今MCIでみると緩和的、FCIでみると足許引き締めのということになるが、多分なかなかそう結論は出せないと思う。例えば実質金利の評価についても企業の収益率の比較だとかその辺で評価する必要があるので、あくまで議論の材料として提供はしているが、これでもって足許引き締めのか緩和的かというのをこれだけで判断するのは非常に難しいと思っている。

速水議長

よろしいか。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よろしく願います。なお予めからお願いしていることだが、決定会合に対する信認を確保するために皆様におかれては本日の議事内容についても厳正な機密管理に努めて頂くようくれぐれも願います。本日はどうもありがとうございました。

(午後4時19分中断、14日午前9時1分再開)

### Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

#### 1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

それではただ今から金融政策決定会合を再開する。初めに会合2日目である本日の取り進め方について説明する。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の出席者の発言、そして金融市場調節方針の採決と進めていく。採決の後は8月分の金融経済月報の基本的見解の取り纏めを行ない、最後に前々回および前回会合の議事要旨を承認して頂く予定である。本日、政府からの出席者は、内閣府からは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である。予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録することを前提としているので委員方および政府からの出席者の方々におかれては、そのことを前提に発言頂くようよろしく願います。

それでは昨日の執行部からの報告等を踏まえて金融経済情勢と金融政策運営に関する検討を行ないたいと思う。本日の討議の形式は、いつものとおり、最初に金融経済情勢に関して順番に意見を頂き、次いで自由に討議して頂く。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いて討議して頂きたいと思う。その後、政府から出席されている方々から意見があれば承るという順で進めていきたい。

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金融

経済情勢、金融政策運営方針の各ラウンドにおいてそれぞれお一人5分程度を目途にお願いしたい。決定会合を2日に分けたのは、なるべく市場が開いている間に結論を公表できるようにという趣旨なのでその点もお考え頂きたいと思う。

ではまず金融経済情勢については本日は須田委員からお願いする。

#### 須田委員

日本の景気展開を考えるうえでは、輸出回復のタイミングやその後の回復ペースを左右する海外経済、とりわけ米国経済の行方と情報関連財のグローバルな調整の進み具合と情報関連財の生産の大幅な減少が経済全体の大きな調整に繋がらないかという点が重要だと思う。

まず米国経済については、4～6月期の実質GDPは前期比年率0.7%と1～3月期の1.3%から鈍化している。需要項目別には個人消費、住宅投資といった家計部門が現状を維持し、政府支出も高目の伸びを続けているが、設備投資、純輸出といった企業部門の悪化度合いは強まっている。設備投資の下振れリスクの高まりについては、何度かここで指摘してきたが、今回のGDP改訂によってその思いを強くしている。企業部門としては、従来の見方と比べて生産は低く、労働コストは高く、結果として企業収益は過大評価されてきたということになるからである。消費については実質可処分所得が増え、家計貯蓄率がプラスに改訂され、これまでの堅調な個人消費が所得の高い伸びに支えられていたことが明らかになっている。今後の米国経済の鍵を握るのはこの家計部門の趨勢だと思う。すなわち今後企業収益が一段と悪化し、雇用・所得環境が悪化すると家計部門でもブームの余熱が冷め始める可能性は高いと思う。個人消費に陰りが出てきたと報じた地区連銀経済報告に注目が集まり、また7月の消費者コンフィデンスが現在・期待指数とも低下していることは気掛かりである。また雇用統計をみると製造業の減少が続いているうえ、非製造業の雇用調整も強まっている。今後の消費動向を探るうえで、こうした雇用者所得の下押し圧力を減税や金融緩和がどの程度まで緩和できるのかが重要なポイントとなる

と思う。

次に情報関連セクターのグローバルな調整の進展については、世界半導体販売統計によると、6月の半導体売上高は前年同月比で30%の大幅減となっており、7～9月期も調整が見込まれている。アナリストの評価をみると在庫調整が進捗していることから循環的には底に近付きつつあるといった見方もみられ始めている。しかし仮に在庫調整に目処がつくとしても最終需要、すなわち情報関連の設備投資が持ち直すテンポについては引き続き慎重な見方が根強いと言える。特に米国では企業収益の悪化を背景に設備投資の先行指標である非国防資本財受注、特に情報関連財の受注は減少基調を辿っている。さらに情報関連の生産能力は過去の積極的な設備投資の立ち上がりから4～6月期も引き続き大幅に増大している。IT生産拠点としての中国の台頭も無視できない。価格低下という問題もあって今後企業収益が悪化する中で資本ストックの調整が長期化する可能性が高いと思う。

日本経済における調整の広がりについては個人消費は堅調に推移しているが、輸出は海外経済の減速を背景に大幅な減少が続き、また設備投資も減少している。こうした中で生産は年初来大幅に落ち込んでいる。そこで生産を情報関連財とその他の財に分けてみると、大幅な落ち込みの主因は情報関連財であり、その他の財は振れを伴いながら横這い圏内で推移している。また設備投資の先行指標である機械受注をみると、ハイテク業種の設備投資調整が一段と激しさを増している反面、電機、通信を除く従来型業種からの4～6月期の受注は小幅ながら反発している。また中小企業からの受注を反映すると思われる代理店経由の受注も4～6月期に小幅増加になった後、7～9月期も伸びを高めることが見込まれている。従って設備投資の減少は情報関連分野に集中しているとみられる。しかし雇用・所得環境については製造業を中心に生産減少の影響が続いているうえ、非製造業や中小企業でも弱さが目立ち始めている点は大いに気掛かりである。すなわち非製造業ではこのところ新興企業と旧来企業の入れ替えが進んでいる。非製造業の雇用者数の伸びをみてみると、労調ベースが毎勤統

計ベースを明確に上回っている。その理由としては新興企業や小事務所による雇用の増大、短期労働者の増加などが考えられる。非製造業ではこのように新旧交代が進む中で賃金の下押し圧力が強まっている。夏季賞与について6月の特別給与をみると中小企業、特に非製造業で大幅に落ち込んでいる。この理由としては、旧来の企業が雇用者数を削減すると同時に賃金を切り下げていること、また雇用を拡大している新興の企業では賞与を含め雇用条件が相対的に良くないことなどが考えられる。こうした賃金の低下は雇用者所得の減少を通じて需要を減退させる可能性が高い。また賃金は物価を左右する重要な要因である。従って今後、需要の弱さ、コストの両面から物価低下圧力が一段と強まり、これが企業収益を圧迫し賃金を一段と低下させることも懸念される。米国経済やIT調整の後ずれリスクの高まりを同時に考慮すると、今後日本経済全体が調整に向かうリスクが高まっていると言わざるを得ない。なお非製造業や中小企業では従来から収益姿勢が構造的に低いと問題にされてきたが、このところの価格低下圧力の強まりを背景にいよいよ構造調整が本格化しつつあり、小泉改革が始まる前にその痛みがじわじわと顕現化しつつあるのではないのかと警戒している。以上である。

速水議長

次、田谷委員をお願いします。

田谷委員

内外の経済金融情勢は一段と厳しさを強めてきている。前回会合までは内外景気が悪化しつつあることは事実としても、悪化ペースが加速する情勢でもなかったように思う。しかし、その後7月から8月にかけて情勢は再び厳しさを増し、景気先行きについての下振れリスクが高まったと思う。以下まず米国経済について、次に国内経済についてコメントしたい。

米国経済については問題の認識だとか評価は、かなり須田委員に近い。米国経済は今後緩やかな回復に向かうと期待されるが、下振れリスクが若

干高まっている。回復時期が後ずれする可能性や回復ペースが緩やかになる可能性があるということである。第一に、第2四半期の国民所得統計で企業設備投資が情報化関連分野を中心として大幅に減少したことが確認された。また非国防資本財受注の減少幅も拡大しており、先行きについてもかなり厳しそうである。第二に、地区連銀経済報告によると、6月から7月にかけて米国のほぼ全域で経済活動の減速が観測され、特に製造業についてはほぼ全業種で減速しているし、小売り売上げについても全般的に弱含んでおり、前年比で横這いなし低下の動きも出てきているようである。第三に、それまで上昇気味だった各種コンフィデンス指数が7月には若干下がった。消費者コンフィデンス指数やNAPM指数である。第四に、多くのハイテク関連企業による収益見通しが慎重化し、NASDAQ株価指数が下がった。問題はハイテク関連分野の世界需要がいつ頃底打ちから回復に転じるかである。この関連では世界のIT最終財メーカーが抱える部品在庫が減少し始めたとの情報もあり、今後特に年末辺りの最終需要がどうなるかが重要だろう。ところで今月初め、内外の株式市場で話題になった半導体アナリストのレポートによると、前年比ベースでの需要の減少率拡大に歯止めが掛かりつつあり、来春には需要が回復することを予想している。ただ半導体需要底入れと回復の時期について特定する根拠はまだ不足しているように思う。

次に国内経済についてだが、ここでも下振れリスクが高まっている。輸出、生産、企業収益の予想比下振れは既に前回会合時点でもはっきりしていた。最近はこうした下振れがさらに大きくなってきている。実質輸出の大幅な落ち込みが続いているし、海外経済の成長率見通しも下方修正が続いている。生産調整にもかかわらず在庫が減少しない。生産の減少は今年一杯続きそうな情勢になってきた。生産に関する予測修正率は5月、6月とマイナス幅が小さくなっていったが、7月には再び大きくなった。こうした情勢下で製造業を中心として企業収益が悪化してきていることは明らかである。設備投資の先行指標としての機械受注も先行きかなり低下しそうである。改善してきているし、非製造業からの受注には底固さもみられ

るが、製造業からの受注が弱すぎる。個人消費については一進一退の動きが続いている。家計調査の消費水準指数や小売業販売額など弱めの数字もあるが、堅調な消費を示す指標もある。ただ消費の先行きに密接に関連した雇用・所得環境が厳しくなっていることは懸念材料である。有効求人倍率は余り変化していないが、求人が減少してきている。就業者数がかなり減っているにもかかわらず失業率がそう増えていないのは多くの自営業者や家族従業者が労働市場から退出しているからである。また賃金が若干減少気味になってきた。夏のボーナスには多くを期待できそうにない。冬のボーナスについても同じことだし、年内に雇用・所得環境が改善する見通しは持ち難いと考えられる。こうした状況の下で各種改革が行なわれようとしている。金融機関の不良債権処理についてはこれまでの延長線上で自己査定 of 厳格化と収益力の改善に取り組み始めたところで、今のところどういったタイミングで影響が出てくるかは不透明である。財政面では中央・地方政府の歳出の行方とその総需要に与える影響に注目している。以上である。

#### 速水議長

次、植田委員をお願いします。

#### 植田委員

基本的には予想されてきた、あるいはこれまで続いてきたパターン通りでの経済の悪化が止まっていないということと、悪化パターンの広がり of リスクも少し高まっているということだと思う。従って内容的に余り新たな点はないが、一応ベースラインとして3月の政策変更の1か月後辺りに作成した「4月の展望とリスク評価」で書いたこととの関係をもう一回チェックしてみた。あのレポートでは2001年度の実質成長率見通しは大勢で0.3%~0.8%であった。これに対する下振れリスクとしては、米国やIT関連の経済活動が年度後半、要するに今年年末位までに回復するとみて作った見通しであるが、それに対して下振れること、それから色々な

要因で資産価格が一段と下落し、それが悪い影響を経済に与えているという可能性、それからもう少し長期的構造的な様々な要因の動き、ということだったと思う。こういう観点から反省してみると、構造改革等についてはこれからだと思うが、最初の米国IT関連については既に二人の委員から話があったように、ここまでのところでも落ち込みの深さが予想以上に強かったということだと思し、特に情報関連を中心として回復の時期が4月位の見通しと比べると最低1四半期、あるいは半年位は後ずれするリスクが非常に高まっていると思う。また米国経済については、データ的には10年T-Bondが5%を割ったというような辺りが象徴的な動きかと思う。日本でもこれも二人から指摘があったが、情報関連中心に若干の広がりをもって輸出、生産の減少が止まらず、6月短観の企業収益、あるいは設備投資計画がやや楽観的過ぎるということがかなりはっきりしてきたと思う。こういう情勢なのでGDPの見通しは輸出、設備投資を中心に先程申し上げたような大勢見通しからはある程度の規模での下方修正が必至であると思う。これは実は5月以降少しずつ議論してきたことであるが、累積してみるとある程度の大きさになると思う。それに加えて特に企業収益の下方修正の動きを懸念して第二のリスク・ファクターとして指摘した資産価格の調整の動き、特に株価の調整がこのところ強まっている。定量的な評価は難しいが、その企業や家計のコンフィデンス、あるいは金融機関の融資態度への影響という点が懸念されると4月のレポートでは指摘した。特に後者については、我々は様々なサーベイ調査等から最近の二極化現象という形で既に起こりつつあるということを理解している。以上に加えて情報関連からその他分野への波及のポイントがあるかどうかという点については、労働市場のデータが必ずしもボーナス等良くないという点も二人が指摘されたとおりである。こうしてみると、本年度の見通しはここまでの情報関連の低迷およびその予想される暫くの持続だけでもかなりの下方修正だろうし、日本経済の短期的な供給サイドの伸び率——潜在成長率と言ったりもするが——のかなり低目の見通しをもかなり下回ってくる可能性が強いかと思う。調整がさらに広がりをみせれば一

段と下方修正ということだと思う。ということなので、3月にはある程度の物価下落を視野に入れて対応策を打った訳であるが、もう一段の心配をしなければいけないリスクも出てきていると思う。実際CSP I、WPI、あるいは賃金等に需要の弱さに対応した価格下落がある程度観察されるという状況かと思う。勿論足許一気にデフレが加速しているという訳ではないが、経済の調整が長期化する可能性が高まり、収益動向からみて冬のボーナスも危ないという状況はかなり厳しいものがあると言わざるを得ないと思う。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

大勢論をまず申し上げる。6月の景気動向指数は景気が後退局面に入っ  
て進行中であるということをお話している。前回指摘したが5月の先行指  
数のDI70%は一時的であると申し上げたが、全くそのとおりで6月には  
下降している。そういった中で前回の会合以降、各種の経済指標が一段と  
悪化して下期の景気回復の一縷の望みというものが消えつつある。景気循  
環の専門家の中では2003年の4月から2004年の9月までこのダウンが続  
くという意見さえ出ている。一方、アメリカでも第4四半期の企業業績の  
回復の予想というのが極めて弱くなってきて、既に私が申し上げたが第1  
四半期に回復する可能性すら五分五分に近いのではないかというところ  
へきている。以上が総論である。

各論を申し上げる。まず景気動向指数だが、今申し上げたが6月の速報  
値のDIは各指数ともいずれも50%を下回っており、CIについてもい  
ずれの指数も下落か減少している。景気動向指数のうえからはどうみても  
景気後退局面が進行中である。一部の楽観論者の根拠である一致・遅行比  
率の上昇についても、小幅な上昇であるし6月については横這いになって  
おり、今のところ景気は出口がみえないと思っている。こういった中でま

ず鉱工業生産指数、在庫循環について申し上げますと、鉱工業生産指数、鉱工業生産の今年度中の回復はあり得ないと予想している。例えば、X-12-ARIMAのプログラムを利用して鉱工業生産の時系列の動きから趨勢循環変動成分だけを取り出してその前月比をみると、そのマイナス幅は以前に比べて小さくなりつつあるが、前月比がプラスになるためにはまだかなりの時間を要する。恐らく次の回復局面は早くて来年の4月頃と思っている。在庫循環についても前年比ベースで在庫が増え、出荷が減っている業種がITの中心である電気機械以外にも鉄鋼、化学、輸送機械、一般機械とかなり広がってきており、いわゆる業種的な広がりをみせている。これは私が以前から申し上げていることである。それから公共投資等の減少もあって先行きの建設財についてもさらに落ち込んできている。鉱工業生産指数の落ち込みをIT関連だけで説明する段階はとうに過ぎていると思う。次に消費の先行きについてだが、消費の底固さを指摘する向きも多いが、これまで色々な説明があったので省略するが、ボーナス、それから所定外給与等も減少を辿っているし、雇用の面でもこれまで指摘があったようなことで特に今後は失業率がさらに上昇するとみられるほか、非自発的失業者のウエイトの増加という現象もある。中身の質が悪くなっていると思う。それから消費に影響するもう一つの要素は、ITバブルの破裂の逆資産効果で、98年の10月15日の底値から2000年の2月7日までの1年4か月の間に245兆円から497兆円へと東証一部、二部の時価総額が膨れたが、その後350兆円まで減少してさらに下落する可能性が高い訳なので、これがかなり長い間消費の足を引っ張る可能性がある。それからもう一つ指摘しておきたいことは、地方経済の先行きである。相当疲弊してきており、これが大きな打撃になりそうである。その理由は第一に、工場の所在地等から考えて輸出産業、IT産業のダメージは地方が大きいと考えられることである。これは先般の支店長会議の報告で明らかである。第二に、東京23区の人口が増えてきていることから分かるように、地方から都市への人口流入の動きが強まっている。第三に、公共投資の削減の影響が出るということである。それからこういった中で日本の輸出を巡る環

境は悪くなってきており、日本の輸出のシェアで加重した主要輸出市場の実質GDP成長率の平均をとると、暦年で2000年は6.0%だったが、2001年は6月末の予想が2.9%に対して現在では2.4%、2002年は4.3%に対して4.0%と、いずれも下方に修正されていて厳しさを増している。

それからアメリカ経済だが、何人かが説明していたが、一番大きなポイントは二つあって、一つ目のポイントは消費がどこまで持つかということである。これについて興味深いことは、最近聞いた話ではFedがハウジング・バリュウについて調査を行なっている、ということである。その理由はハウジング・バリュウがずっと続騰していて、以前国際局から説明があったように、それがホーム・エクイティー・ローンの増加に繋がっている訳だが、第一に現在のバリュウが適正価格を上回っているのではないか、つまりバブルではないかということ。第二にハウジング・バリュウが10%、あるいは20%と下落した場合に、アメリカ経済へのインパクト如何ということで調査をしていると聞いている。それから二つ目のポイントは設備投資であるが、2001年の第2四半期が、名目民間設備投資の名目GDPに対する比率は16.7%だが、1970年以降の平均値は15.9%である。さらに主な景気循環のピークから底までのこの比率の変動をみると、平均が3.1%である。今回のサイクルのピークは17.5%なので3.1%を引くと14.4%で、インベストメント・デフレーターがゼロであるということ考えると1998年のレベルまで設備投資が落ちる可能性があるということである。それからタックス・リポートだが、これは既に使われてしまったという有力な意見が一部にある。以上である。

速水議長

次、三木委員お願いします。

三木委員

まず景気の総括感だが簡単に申し上げますと、景気はなお後戻り状態を継続している。9月期末に向けさらに後戻りを続ける姿であり、今の状況が

らみると 10 月以降もなお後戻りを続けるリスクが大きいと、この三点に絞られる。

足許の実体経済のポイントだが、第一点はやはり I T 関連産業の在庫調整は当面継続する。調整完了のタイミングが後ずれしており、回復の時期はなお不透明だと括られると思うが、この点で三点ほど補足すると、やはり I T 関連産業は 21 世紀のリーディング・インダストリーであることには変わりはない。従ってなお唯一の右肩上がりの産業だということが言える。それから二番目に今はその中で一時的な踊り場であるが、調整完了後再び右肩上がりへのトレンドへ戻るだろうということである。三番目はその回復トレンドに戻るには、調整が完了したということと合わせて新技術・新規の商品を搭載した次世代商品、これによる需要刺激がやはり鍵になるだろうと思っている。

それから二番目はトラディショナル・ビジネスの在庫調整はなお長期化する。トラディショナル・ビジネスの在庫調整はなお継続しているが、特に製造業で最も川上に当たる素材産業である鉄鋼、石油化学、紙・パルプ、これらは依然として調整色を強めていて、在庫増はやっと止まってきたが需要が弱いためになかなか減らないことから在庫調整が長引かざるを得ないという局面である。素材産業の中で産業界で最も幅広くユーザーを抱えているのは鉄鋼であるが、この鉄鋼の状況をみると今年度中の回復は困難、調整完了は来年度上期ということで非常に暗い見通しになっている。ただ救いなのは、今のところ在庫調整の問題が川下の加工・組み立て産業にまで波及していないことである。

三番目は海外生産シフトの進行である。情報通信、I T、家電等の産業では海外、特に中国への生産シフトがこのところ急速に進展している。東南アジア各国へ進出していた日系企業でも主要拠点を一部残して他は中国に工場をシフトする動きが加速している。特に松下電器の場合は、マレーシアとシンガポールの一部を残して後は全部中国へ持ってきている。こういう動きが正式に提携契約として発表されている。それからわが国の主要産業の自動車についても日本で生産して中国へ輸出という体制から、

今後の最大の市場と目される中国での現地生産に切り替える計画を今進めている。こうした影響を受けて、輸入の問題もあり、わが国の国内生産は、国内需要動向と無関係にデフレ的影響をもろに受ける姿になっているという点がポイントである。国内需要の増加がそのまま国内生産に跳ねない姿になってGDPに寄与しない局面である。この中国シフトが加速する要因としては、一つは中国の低賃金、二つ目は低地価、これにこの1年半の動きとして中国での品質向上ということが非常に大きく影響していると思うが、やはり中国元のドルペッグも一因ではないかと思う。中国元についてはかつては常に切り下げ懸念が強かったが、今は全くその逆で中国元の実質価値は相当高いとみざるを得ないと思う。WTO加盟を実現し早期に為替資本市場の自由化を行ない、中国元の相場を市場実勢化しないと日本や東南アジアの実体経済は非常な打撃を受け続けることになるのではないかと懸念している。

それから四番目は生産減速である。鉱工業生産指数は減少基調が継続し先行きの予測指数もさらなる減少を示唆しているが、業種別にみても引き続き自動車の増勢を除いて全ての業種が減少している。特に前回から建設の落ちが大きいと申し上げているが、非住宅の建築着工床面積の実数をみると、今年の予測は6,200万平米で、これは何と昭和42年のレベルである。つまり34~35年前に戻るほどの落ち込みになっている状況である。こういうことから最近鉄鋼の現場からは、デフレ・スパイラルではないかという声が非常に多く出ている。これは価格が下げ止まらないこと、そして国内需要の減少に加えて製造業の海外生産シフトで国内生産が下げ止まらないという危機感がベースにある状況である。今後は鉄だけでなく、素材産業、部品業界を含めて同様の痛みが広がる懸念が非常に大である。

次に個人消費だが、二極分化が一段と鮮明化しているが、マクロ的にはなお個人消費は平時という評価でいいと思っている。ただし家計調査でやや弱目の統計が続いていることもあり、今後とも平時という評価を継続できるか、やはり注意が必要な局面になってきたと思う。消費の前提となるフローの所得をみると、冬のボーナス減額、構造改革に伴う所得・雇用不

安が高まってきていること、また消費に関係の深い資産ストック面のファクトをみても株安の問題、構造改革に伴う将来の年金・社会保障に対する不安が依然として大きい。やはり今後は消費マインドが下振れしていくリスクに注意したいと思う。

それから最後になるが、アメリカをみると、企業セクターは非常に悪化しているが個人消費、住宅は堅調である。こういう中で米国製造業から「ドル高は困る」という声が急速に出つつあり、米国のドル高政策に陰りが出てきている。従って、こういうことを考えると金融政策の一手段として意図的な円安誘導を考える状況ではないということである。為替はやはり相手のある話であるし、わが国産業界はこれ以上の円安は米国産業界を刺激し、ダンピング問題、輸入規制問題に発展することを今非常に警戒し始めている。既に米国政府が米国輸出産業に税の優遇措置を採ったことについて、EUはWTOで問題提起している。ドル高による米国産業界の輸出不振、輸入増を巡って政治的な動きが出始めていることにも非常に注意を払わなければならない局面である。やはり為替はファンダメンタルズを反映して安定することが望ましいので、急激な上下の変化を避けることがポイントである。そのうえでの市場原理が原則だと思う。企業はメガ・コンペティションの中で勝ち抜くために国際競争力向上を目指してリストラを行なっている過程にあり、この将来のグローバルな成長を目指して構造改革を進めている真っ最中とも言える訳である。こういう中で為替についてはファンダメンタルズを反映して、緩やかに動いているという限りでは政策当局がいちいちコメントをするべきではないと思っている。

それから次に足許の金融面でのポイントで申し上げたいのは、一つは銀行の貸出姿勢だが、大手銀行の貸出姿勢が7月に入って変わり始めている。中堅中小企業に対し、信用リスクに見合った適正スプレッドを確保する動きが広まりつつある。また設備資金は長期、運転資金は短期というように、資金用途に見合った金利の動きもある。中堅中小企業に対する貸し渋りという声が懸念されるが、銀行の経営判断としてはこれはやはり正しい選択だと思う。またわが国産業界にとってもくぐり抜けなければならない道と

受け止めるべきだと思う。こうした中で中小企業の救済措置を求める声もあるが、一時救済はやはり問題だと思う。大事な点は切るべき企業とそうでない企業を見極めることであって、金融政策としてはやはり流動性を潤沢に供給する政策で金融面から支えることである。それからもう一つは株安である。かねがね述べているように、景気回復に繋がるルートの一つとして、資産価格上昇による景気回復ルートとしてカネが株式市場等の資産市場に流れて株価上昇を促し家計に金融資産ストックを使わせて消費を刺激するルートということを期待したい。しかし足許の株安は企業家計にとってこの逆の効果、資産萎縮効果というか、これを警戒しなければいけないようなレベルになっているのではないかと考えている。9月末の時価会計の銀行決算への影響だとか、企業のマインド面の影響も懸念され、株価の動向には特に注意が必要な局面である。政府の財政を中心にする証券市場活性化策に合わせて、金融面でも流動性の潤沢な供給で支えるべき局面だと思う。それからもう一つ、長期金利の反転である。今のところ長期金利は緩やかな動きで低位安定の領域だが、ここでのリスクは第一にやはり長期金利が景気回復を織り込んで上昇するのは自然な動きだと思う。しかし、今後なお景気が悪くなるリスクが高まっている局面で急激に上昇するのは問題だと思う。第二には銀行のポートフォリオの痛みが懸念される。日本はなお世界の債権国であり、高水準の経常黒字をもって30%前後の高い貯蓄率、また高い生産性を誇る製造業、輸出型製造業の生産性は米国より2割高い水準という試算もある。こういった日本の実体経済の底力を合わせて考えると、日本売りをテーマにした長期金利の上昇はファンダメンタルズとしては想定し難いと思っている。こういう中で今やはりデフレからの脱却、物価下落をどのようにして早く止めるかがやはり最重要課題だと思うし、この解決こそが今我々に求められていると思う。この点については後のセッションで申し上げたいと思う。

速水議長

次、中原眞委員お願いする。

## 中原眞委員

発言された委員方とのだぶりとか、昨日執行部から説明してもらったデータをなぞるようなことはできるだけ避けて、簡単に私の注目している点だけを申し上げる。まず景気の全体的な現状の判断だが、前月に比べて生産面を中心に厳しさがさらに拡がりつつあるというのが実感で、昨日、調査統計局から報告があった現状評価、これに則して言えば生産、在庫、所得ならびに最終需要各項目についての評価に関して違和感はない。特に生産、在庫、設備投資において前月に比べて厳し目の見方をしている点については、同意見である。ただ、これは後程議論になるが、全体感、月報の冒頭の基本的見解の現状認識の表現については若干前月の評価との違いを正確に示すためには、より厳しい表現にすることが適当ではないかと考えている。

前月との比較のうえで全体的な環境とかセンチメントの変化というような点で大きなポイントとして二点着目している。第一点は、昨日平野国際局長も触れていたが、米国景気回復のタイミングが後ずれし、スピードが緩慢になり、より慎重な見方が強まってきていることはそのとおりであって、加えて世界同時不況という様相が非常に強まってきたということである。世界の貿易量の縮小も予想されているが、特に東アジア、ASEANの落ち込みがさらに深まる気配は日本の輸出にとってダブルパンチで落ち込みを大きくすることが考えられるのではないかと心配している。第二点は、構造改革あるいは財政運営の影響を市場がかなり具体的に織り込み始めていて、これが非常にナーバスな地合いをもたらしている点である。また産業界では構造改革後の新しいビジネスモデルを求めて企業行動が日本の経済にさらなる空洞化をもたらす可能性、危険が出てきており、これは先程三木委員からも指摘のあった点であるが、これが企業や家計の心理的な冷え込みを強めるのではないかという気がしている。

以上大きな二点を挙げておいて、さらに若干具体的に昨日の担当部局の説明を基に先行き懸念となる点について申し上げると、まず第一に在庫の

調整が相当遅れているという感じがある。これも三木委員から指摘があったが、鉱工業製品と資本財を中心に実はほとんど進んでいないという印象を受けている。これが第4四半期にかけてさらに生産の減少をもたらす可能性はかなり高いと懸念している。第二点として、今回の景気後退の震源地とも言うべきIT関連需要の世界的な落ち込み予想がさらに下振れていて、世界同時の景気後退の中で、日本の輸出の減少が地域的にも業種的にもさらに拡がるのではないかという危険を感じている。第三点は、物価水準の問題だが、物価の下落は、生鮮食料品を除くCPIでみると98年度第2四半期位から既に2年半続いている。流通構造の問題とか消費態度の変化とか色々な基本的な条件の変化はあるが、こういう状態が余りにも長く続いている現在の状態を考えると、これは昨日早川調査統計局長も若干指摘していたが、今後の外生的なショックとかあるいは雇用環境の悪化を通じた所得の減少によって物価の低下圧力が今後かなりリスクとして認識されるべきではないかと考えている。

次に為替の問題だが、これも三木委員が指摘していたが、円安方向への政策スタンスを採ってきている訳だが、一向に円安は進行しない。機関投資家の海外向け投資態度も極めて慎重だし、一方で米国の政策スタンスが非常に微妙になってきた。ドル高是正の流れが、この米国景気低迷の長期化に従ってさらに強まる可能性がある。特に、この数日の円高傾向、これはアジア各国の為替操作が関連しているというような記事が今朝も出ているが、若干この辺が気掛かりである。

最後のポイントとして金融資本市場においては3月の政策効果は浸透し効果も出ているが、既に市場としては出尽くし感が出ているのではないか。それを踏まえて市場全体のセンチメントがかなりナーバスになっているという感じがしている。言い換えれば新しい具体的な政策に対する催促相場の色彩が強まってきているのではないかという感じがしている。このような状況の中で多少各産業のヒアリングなどもしてみたが、IT関連企業では底がみえない、業界として基本的な構造問題に直面して根本的なビジネスモデルの再構築が必要だ、などという声が聞かれるし、鉄鋼につい

では先程三木委員が指摘したように、大幅な価格下落の中で量の競争が行なわれ、在庫が積み上がっていて先がみえない。あるいは生活用品の消費財などでも、価格が10%程度低下しているが何とか量とブランドネームでカバーしているとか、また一部の商社からはここにきてやはり中小企業の倒産が相当増えており、銀行の選別視が強まっているというような声も聞いている。いずれにしても企業の業況は、生産面等において、前月に比べて一段と厳しさが増したということである。今年の4月の展望に基づいて申し上げれば、展望の中で指摘されたリスク要因、米国景気、構造改革、資産価格、それからコンフィデンスという四つのリスク要因であるが、少なくとも最初の三つのリスクシナリオについては、既に現実のものになっていると言えるのではないかと思う。構造改革の痛みが現実のものとなっていくことについてはもう既にかなりマーケットでは、この辺り先行きのリスクは織り込み済みかという気がするが、9月期末にかけて不良債権処理の具体的な影響が出てくると思うし、業績の芳しくない先とか格付の低い中小企業については資金繰りの厳しさが増していくと、不安定な状況が現出するのではないかということを心配している。以上である。

#### 速水議長

次、山口副総裁お願いします。

#### 山口副総裁

経済の認識については各委員が言われたことに、もう余り付け加えることはない。肝心の米国の経済の回復がいつ始まるのかについては依然として見通し難だと思ふし、これまでのところかなり近い将来それが始まるという材料はなかなかみえていない。従って日本経済にとっても回復の具体的なきっかけが同様にみえていないという状況だと思ふ。生産面での調整が持続するにつれて企業収益は勿論かなり影響を被っていると思ふが、雇用者所得についてもじりじりと緩やかにではあるが弱くなり始めている状況だと思ふ。個人消費はこれまでのところは私は比較的よく持ち堪えて

いると思うが、底流にある雇用者所得の浸食が始まっていることを考えると、今後についてもこれまでのように辛うじて持ち堪えるというような動きで行けるのかどうか、多少疑問符が出てきたと思う。設備投資の減少は既に始まりつつある状況なので、全体として需給ギャップが拡大しつつあり、今後物価面に圧力が強まっていく可能性が高いという状況だと思う。賃金が今後どういう動きを辿るのかは、企業収益が比較的早い時期に持ち直しのきっかけを掴むことができるのかどうかにかかっているところが大きいと思う。収益の悪化傾向が長引くと賃金面への悪影響が当然想定される訳である。99年に賃金のかなり明確な下落があった時に、実はサービス価格にそれが割合ストレートに跳ねていくだろうと想定して、しかし見事に外れたという経験を持っているので、これから1年間位についても果たして本当にCPI統計の中でのサービス価格というのが予想されるような動きを辿るのかどうかははっきりしないが、ただ方向感覚としてはやはり賃金からサービス価格というリンケージについて留意すべき状況ではないかと思う。

最後に何人かの委員が指摘されたが、やはり銀行信用が景気の波に同調してしまうプロシクリカルな動きがやはりマイルドな形で起こり始めているように思う。勿論97、8年のようにあからさまな自己資本危機と結び付いたような形には幸いなっていないが、株価の動きをみるとプロシクリカルな形で銀行信用が厳しさを増していくというリスクについて注意を要する状況にあることは間違いないと思う。以上のようなことで、当面半年位先をみた場合に、多分財政支出も減少トレンドを辿るであろうということのを合わせ考えると、なかなか成長率がプラスに振れるようなはっきりとした材料がみえていないという状況ではないかと思う。

速水議長

最後に藤原副総裁お願いする。

## 藤原副総裁

経済情勢についての論点は既に皆さんの話の中で出尽くした感があるが、私なりに少しだけ整理させて頂きたいと思う。実体経済面では前回会合で私は今後の着目点として二点指摘した。一点目はIT分野の調整がいつ終了するか。二点目はIT以外の分野や家計の消費支出がどの程度の持続力を有するかということであった。第一のITセクターの動向については残念ながら前回会合以降に判明した各種指標などをみると、予想以上の調整の深さを印象づけるものが多かったようにみられる。わが国を代表する大手電機メーカーが相次いで業績予想の大幅な下方修正と減産、リストラ策等を公表したが、こうした動きは6月の短観には十分に織り込まれていなかったと今にして思われる。第二点目のIT以外の部門の持続力という点で懸念されるのは、個人部門の動きである。特に意外感が強かったのは6月の名目賃金の大幅な減少で、夏のボーナスは私達が考えていたよりも弱くなる可能性がある。これは企業の生産活動低下の影響が家計の所得形成、さらには個人消費にまで及んでいくといういわば後ろ向きのメカニズムが生じ始めていることを示唆しているとも考えられる。物価は7月の東京地区のCPIや全国WPIをみる限り、前年比マイナス幅の拡大傾向に歯止めが掛かっていない。これはただ今述べたような需要面の弱さに起因している面が徐々に大きくなっているように思う。以上総合すると、IT以外の企業セクターや家計が持ち堪えているその間にIT調整に目処がたって景気回復に繋がっていくというシナリオの蓋然性は残念ながら低くなってきているように思われる。

この間、金融面では前回会合以降特に大きなヒッチというか問題が生じた訳ではないが、色々な面で脆弱性が垣間みえていると思う。株式市場では企業業績が下向きにあるというファンダメンタルな要素に加えて、金融機関の決算対策や持ち合い解消の売り圧力などのマイナス材料の方に市場の意識が向いている。株価の下落は企業や家計のコンフィデンスに悪影響を及ぼしかねないし、特に時価会計の下で金融機関の財務状態に対する懸念が強まる恐れもある。当面は9月末に向けて気の抜けない状態が続く

ことを覚悟しておく必要がある。金融システムの面では公的資本注入の健全化計画の見直しで今年度処理額が5月段階の期初予想を上回ることが明らかになった。これだけ短期間に処理見込みが増加したという背景には資産査定や処理姿勢を厳格化した要素があるように思う。こうした動きが景気情勢の悪化と相俟って銀行の融資姿勢にどのように反映されていくのか、銀行による企業の選別、利鞘の引き上げ、貸出の回収、保全といった動きが今後どの程度拡がっていくのか、これもよく目を凝らしてみても必要がある。なお健全化計画の見直し後も銀行に対する市場の評価は厳しくて、銀行の株価は相変わらずバブル後最安値圏で低迷していて格下げの動きも相次いでいる。去年に比べて特に目立つという程ではないが、9月末越えの調達金利も強含んでいる。株価急落などを契機に銀行経営の不安度が高まるといったルートで景気の足がさらにまた引っ張られるというリスクも意識しておく必要があると思う。最後に4月の展望レポートとの比較だが、これについては植田委員や中原眞委員が詳しく言及されたが、標準シナリオ、すなわち下期にかけてITセクターを中心とするアメリカ経済の調整進捗に伴い輸出・生産による下押し圧力は徐々に減衰していく、それが標準シナリオだったと思うが、その蓋然性が低くなって先行きのダウンサイド・リスクが实体经济、金融の両面で強くなってきたというのが率直な印象である。以上である。

#### 速水議長

それでは今皆様から話のあった金融経済情勢の判断について、さらに追加的な意見や議論があればどうぞ述べて頂きたい。

#### 中原伸之委員

若干追加ないし補足したいと思う。

一つは企業収益が急激に悪くなっていると少し申し上げたが、例えばこれは色々な推計があるが、東証一部については経常利益で金融・保険を除くと今年度は10%減益になるという見通しがあるが、その中でも一番問

題なのは総合電機・通信大手 5 社で、これは当初の今年度の営業利益は -7%の予想だったが、それが-55%になり、直近では-63%となっている。しかも下期の見通しには引き続き下方修正リスクが残っているということで、短期間の修正幅としては極めて異例だとここでまず申し上げておく。

それから、次にアメリカについては若干追加するが、一つは設備投資がまだ減るだろうと申し上げたが、そのもう一つの証左は稼働率が非常に低いということで設備投資の過剰能力が依然として大きい。これが設備投資の立ち上がりを阻害すると思っている。また、これまで高い生産性の伸びと言われており、これが高収益と賃金の伸びを維持して片方でインフレ圧力を吸収するというシナリオであったが、先般公表された米国の労働省の生産性コスト統計の遡及データをみると、非農業部門の生産性の前年比は99年の第3四半期から2000年の第4四半期までの6四半期について同期間の単純平均ベースで-1.1%という大幅な下方修正になっている。改訂前の3.9%から改訂後には2.8%にまで低下しているの、これは思ったほど高くなかったということではなかろうか。

それから三番目に申し上げたい点は、石油と金の話である。まず石油について三点あって、第一としてOPECが1百万バレル/日をカットする。これは9月1日付けだが、これに対してマーケットがほとんど反応しなかったことである。その理由は大きく言えば世界経済の減速によって石油需要が減少しているが、その分とアウトプット・カットがほぼバランスしたと考えて良いと思う。それから第二として、そういった中で価格の見通しはどうかと言うと、第2四半期、第3四半期はほぼ横這い、ずっと以前に第3四半期の平均は27ドル位だろうと申し上げたが、現在の段階でもそれを変える必要はないと思う。それから第4四半期にかけてはシーズン入りということ、需要期入りということもあって恐らくWTIでは30ドルを窺うようなところまで上がってくるのではないかと思う。第三として、そういった中で一番問題なのはパレスチナとイスラエル紛争の激化である。石油危機の恐れが高まってきていることである。パレスチナ危機の

石油市場に与える影響は幾つかあるが、短期的には石油価格が低下するというチャンスがほとんどなくなってきた。それから第二として冬場にかけて暖房用の需要が増大してもOPECの増産がそうスムーズに行なわれるとは限らない。第三としてイラクが生産削減をしたとしても、クウェートとサウジアラビアがその埋め合わせをするとは限らない。第四としてパレスチナを攻撃するほど石油減産の程度が大きくなるということで、これはかなり深刻に考えておいた方が良いと思う。それから金だが、これが7月30日の264.6ドル/オンスというものから非常にシャープな切り返しをしていて、目先の高値であった7月18日の270.8ドル/オンスをブレイクして昨日は278.3ドル/オンスまでできていて、これは底値圏の離脱の最初のサインであると考えられる。そして、なぜこれを申し上げているかというと、石油と連動している面もあるし、それから先週の木曜日に米ドルが急落して金が高騰したということとも関係があるので、ここで一つ申し上げておきたいと思った。以上である。

速水議長

ほかに意見があればどうぞ。

三木委員

田谷委員に質問なのだが、今の急激な株価下落、1万2千円を日経平均で割ってきているのは、ヘッジファンドの空売りだという話が出ているが、この辺はどうか。

田谷委員

私もよく分からないが、ただ一つ申し上げたいのは日本の株価下落が突出している訳ではない。例えば今年のピークに対して多分2割弱の下落だと思う。それはドイツ、フランスも同じであるし、イギリス、アメリカの株価の下落は少し低いが、アジアの中でも特にシンガポール、台湾辺りは同じである。あるいは去年のピークから比べても多分日本は2割、いや3

割かな。ドイツ、フランスも3割下がっていると思う。アメリカの場合はNYダウ1割、イギリスの場合は多分2割位だろうから、イギリスとアメリカは少し違うが、欧州と日本は大体同じ位、去年のピークからも今年のピークからも同じ位下がっている。アジアの株価調整というのは日本よりも一段と大きい訳である。だからまずグローバルな中でどうなのかということが大事だと思う。さはさりながらやはり個別、それぞれの要因があるので、その日本株の下落幅が国際的にみてそれ程突出している訳ではないから心配ないとは言わないが、何か日本の長期金利もそうだが、あるいは日本の株価もそうだが、余りにも国内の要因に求めすぎているのではないかと思う。その一つにはやはりグローバルな資金の動き、そしてその中で最近確かに証券会社あるいは投資銀行の人達がヘッジファンドの活動が若干高まっているということと言う人が確かに多い。であるがそれが何%なのか、どの程度重要性を持っているかというのはちょっと私は難しいと思う。だがそもそもヘッジファンドの定義からして難しいし、かなりグローバルかつ活発に動く資金が増えている兆候はある、あるいはそういうことを言う人が増えているということは言えると思う。

#### 中原伸之委員

この間ちょっと申し上げたが、東証の市場の数字でみるよりも財務省の非居住者のネットでみた方が良いと申し上げたが、それでみると7月はずっとプラスである。であるから必ずしも空売りであればどういうふうに統計に出るか分からない。ただ、財務省ベースでは、少なくとも現物株についてみれば7月はまだ外人はかなり買い越しているということは言える。

#### 速水議長

企業の責任者などの色々な人の話を聞いている限りでは、やはり彼らは持ち合いで持たされている株をなるべく減らしていきたい、少しでも高いうちに売っていきたいということで動いている。株価をみても銀行や

新日鉄みたいな伝統的な大企業との取引関係でその株を持たされたという、ところが持ち合いを正常化していこうという動きが随分ここへきて出ているのだと思う。これまで株が上がる都度売っては買い売っては買っているからかなり高くはなっているとは思いますが、これからもう少し取引の関係で持ち合いになった株を高いうちに売っていききたいという気持ちはあるのではないかと思う。そういう流れが少し上がってくれば、直ぐ売りが出るということではないかと私は思っている。今の株価がどれ位が良いのかというのは分からないが、アメリカでも今のところはそんなに安い水準ではないと皆言っているようである。日本の場合でも 98 年の金融システム不安が起こってがたがたした時、あの時は T O P I X で 990 であったが、今は 1,200 であるからあの時に比べればまだかなり高い。それから一部上場の時価にしても 220~230 兆円だったが今は 330 兆円位になっていて、随分増えている。それを新聞などは、日経平均株価を使って今の株価はバブル以来の最低だとか書いているが、日経平均は銘柄が変わっているからこれを問題にするのはおかしいと思う。実体としては、かなり下がっているが、非常に低いかということになると少し長い流れでみればそうでもないのではないかと思う。やはり日本の企業は株をそうやってバブルの時にコストをかけないで資本を増やし過ぎたという面があるので、これを減らしていこうという自社株買いがこれから起こっていくだろうと思うが、そういうもので少しこの機会に整理していった方が良いだろうと思うし、買うとすれば大衆が買うか自社株の買いをやって R O E を高くしていくといったようなことをやっていかないと駄目なのではないかという気がする。大衆の 1,400 兆円のうちの力ネを少し、僅か 13% が直接金融市場だというのをもう少し増やしていく方法というのはやはりこの際必要だと思う。この辺は最も安定したバイヤーだという気がする。そのための政策を税制面等で作って頂いた方が良からうという感じはする。

#### 中原眞委員

先程、中原伸之委員が述べられたように石油価格が年末にかけて相当上

がっていくとすると、アメリカ経済は、今まではエネルギー価格の低下というのが一つの追い風になっていたのだろうが、今後はその辺に相当なリスクがあるということか。

中原伸之委員

然り。原油価格は、今から15%位上がるのではないか。

中原眞委員

金価格の上昇は、金利の低下というようなものもあると思うが、その他に特に動く大きな要因というのは何か考えているか。

中原伸之委員

それはやはりドルに対する不安ということと、やはり石油高ということと両方あると思う。

先程の話で円/ドルとドル/ユーロの話をちょっと抜かしたので申し上げますと、一つは最近アメリカのインベスターの中でドルに対する信認というのはかなり落ちてきている。どういうことかということ、要するに第4四半期にどうも回復しそうもないという感じが非常に強くなっており、大手のインベスター達が株から債券に逃げる、あるいは、NASDAQから強いダウに逃げる、という動きがかなり出てきたということである。現在のドルに対する信認を支えているのは大きく言えば、第2四半期の生産性が+2.5%伸びGDPが+0.7%となったことから分かるように第2四半期だけは良かったということで、それが一つの支えになっているが、先程申し上げたようなことで一つはアメリカの大口機関投資家のドルに対する信認が非常に揺らいできた。

それから第二は、先週の木、金であるが日本の一部生保による売り切りが起こったが、これは9月の決算対策、あるいはキャッシュ・ニーズ、あるいは海外からの撤退という意味もあろうが、これがアメリカの色々なファンド、ドル持ちをしているファンドの狼狽売りを誘ったということが

一つある。

それから三番目にもう一つ指摘しておきたい重要な点は、最近ヨーロッパの人達と話をしていると、ヨーロッパのファンドマネージャーがアメリカの株式投資に対する魅力を失ってきており、もう十分にリターンが上げられないということでヨーロッパへ資金を還流させている。これがユーロの相場の上昇にも繋がっているということであり、そういう意味で三つの大きな動きがカレンシー・マーケットで起こっているということを上げたいと思う。以上である。

速水議長

今10時15分であるので、ここで5分間休憩して次の政策運営についての意見を皆様から承りたいと思う。20分から再開する。

(午前10時15分中断、午前10時24分再開)

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

次に金融政策運営方針に関する委員の意見を伺いたい。当面の金融政策運営方針について、なるべく簡潔にお願いしたいと思う。もう一度須田委員から願います。

須田委員

当面の金融政策運営については、私は当座預金残高の目標額を現在の5兆円程度から1兆円程度増額し6兆円程度とすることが適当であると考えている。なお当座預金残高の引き上げには長期国債オペの増額が必要になる可能性が高いと思うので、後程執行部の見解を聞かせて頂けると有り難い。それではより一層の緩和が望ましいと判断した理由を説明する。今後の日本経済については需要の弱さに由来する物価低下圧力が一段と強まり、これが企業収益を圧迫し、賃金を一段と低下させる可能性がある。特

に非製造業や建設業、あるいは中小企業などでは構造調整が既に本格化し始めており、その痛みも顕現化する兆しがあることは先に述べたとおりである。他方、金融資本市場ではこれまでのところジャパン・プレミアムはほぼ解消された状況が続いているほか、社債流通利回りの対国債スプレッドも一部の業績不振先を除き低格付銘柄を中心に縮小している。しかし、今後の景気情勢次第では金融システムが不安定化するリスクがあると思っている。こうした中でより一層の金融緩和を行なうことによって、日銀として9月中間期末を控え流動性リスクの発生を封じ込めるという強い決意を示すことで、その懸念を早急に解消させるとともに、経済主体の諸々の期待を支えることができるかもしれないと思っている。またこのような当座預金残高の引き上げによって、我々が円安とか長期金利低下を直接狙っているというような誤解を与えないように注意する必要があると思う一方で、自然な結果として差し当たりは最近の円高の流れが反転したり、長期金利が低下する可能性はあると思っている。なおこの政策を行なうに当たって気を付けなければならないのは財政規律との関係である。長期国債オペの増額については、それが市場に悪いインパクトを与えないためには、市場が日銀の長国オペ増額を財政ファイナンスの容易化を目的としたものと認識しないことが非常に重要である。このためには財政規律の確保が不可欠である。そこで来年度の概算要求基準をみると、その基本方針が明確であり評価できる。他方、景気の落ち込みを避けるには金融政策だけでは無理である。この基本方針を損なわないような形で有効需要への直接の働き掛けも是非とも必要だということを指摘しておきたいと思う。当面の金融政策運営についての考え方は以上であるが、同時にデフレ・スパイラル局面に本格的に突入するなどの有事を念頭に置き、先行きの金融政策運営をも検討しておく必要があると思うので、これについても少し述べさせて頂きたいと思う。

まずその場合に当座預金残高をどんどん引き上げていくことはかなり困難であると思う。確かにマネーと非代替的な資産、例えば長国、社債、外為などをオペ対象にすればそのオペ自体は札割れなしに達成する可能

性が大きいと思う。しかしこれらの手段を多用すると短期オペが札割れする可能性が高まる。結局、札割れなしに調達できるオペ手段があるかどうかということと、需要を大幅に越える準備額を長期に亘り金融機関に持たせ続けることができるかどうかというのは別の問題だということである。こうした中で私は、今後金融緩和の度合いが当座預金残高で評価されるといふ呪縛を乗り越えなければならない状況に直面する可能性があると考えている。その場合、当座預金残高の引き上げではなく、一定の当座預金残高の下で資産価格に影響を与える目的でオペを実施するという考え方もあり得るのかもしれないと考えている。例えば外国為替の購入は一つの選択肢であり、財政節度の制約はない。デフレ圧力の緩和という目的に関しては最もストレートな手段である。しかし貿易相手国からは近隣窮乏化政策と受け止められ、通商摩擦など有効関係に大きな影響を及ぼす可能性が高い。また現行法の下では、日銀の外為購入が為替相場に与える影響を政府が容認する必要がある。いずれにしても中央銀行が長国、社債、CP、外為、株式などの資産の価格に直接影響を及ぼすことを目的にして何らかの資産を積極的に購入する場合には、将来その資産の価格に影響を与えずに正常化すること、すなわち政策の転換がかなり困難になると思う。そこで私は少し発想を転換して政府の経済構造改革、とりわけ不良債権処理と金融緩和を巧く結び付けることによりわが国の経済政策運営全体に対する期待を改善させる方法がないかを考え始めているところである。これは単なる一例であるが、政府の基本方針でRCCの機能強化が打ち出されているが、それが実現し破綻懸念先以下の不良債権を積極的に買い取るような制度に拡充された時には、日本銀行が金融調節の一環として預金保険機構が発行する政府保証債を予め期限を定めたいうえで積極的に買い入れるというようなスキームなどが考えられないか。これが金融機関のバランスシートから不良債権を迅速に切り離すことに繋がれば、金融仲介機能の回復、ひいては金融緩和効果の増大も期待できると思う。私としては本日のところは今年3月に導入された新しい金融調節の枠組みに則して当座預金残高を引き上げることが適当であると考えているが、その影響などを慎

重に見極めたうえで今後の金融政策のあり方を検討したいと考えている。  
以上である。

速水議長

次、田谷委員お願いします。

田谷委員

私は今日どうしたら良いかということに集中してお話したいと思う。ここにきて景気の下振れリスクが一段と大きくなってきたように思う。物価の下落傾向に変化の兆しはみられない。先程も話に出たが株安は世界的にみて日本だけが突出している訳ではないが楽観できる情勢にはない。為替市場ではドル高修正の可能性が話題となりつつある。金利に引き下げ余地があれば前回にも下げていたかもしれない。こうした状況下では、3月に決めたフレームワークの中で採り得る緩和策を考えることが適当と思う。ただ、日銀当座預金残高の目標を引き上げても、その目標を達成できるかどうか不透明な部分もあるし、資金需要がさらに低下してきている下では、なかなか貸出が増える情勢にはない。マーケットを経由しての効果に期待することが中心になると思う。そうした観点から、当座預金目標額を引き上げると同時に、これは須田委員が今話されたように、中長期国債額の買い切り額を引き上げることが必要と考えている。当座預金残高目標を引き上げ、中長期国債の買い切りを増やしても必ずしも緩和効果が確実でないところがある。理屈の上では、日銀当座預金残高の引き上げは金融機関のアセットを低リスク低リターン化し、彼らのリスクテイクのインセンティブを高めるはずであるが、当面この効果は余り強いようにも思えない。短期金利の跳ね上がりを未然に防止する効果も考えられるがここにもそう大きな意味を見出すことは難しいと思う。所要準備に比べてあるいは本来の当座預金需要に比べて、当座預金残高がさらに上昇することで短期金利に上昇圧力がかかってくる時期が相当先送りされることになり、いわゆる時間軸効果が強まると考えられるが、当面この効果も限定的と思われる。

る。中長期国債の買い切り増額を援用すれば中長期金利に低下圧力がかかると考えられるが、その程度や持続期間は不確実である。ただ、日銀当座預金と代替性が強い短期のインストルメントのみによって日銀信用を供給する場合に比べて、中長期国債を使った供給はポートフォリオ・リバランス効果が期待できるかもしれない。また、中長期国債の買入増額は、日銀の緩和姿勢をより市場に印象付けることになると思う。ただ、市場は先の先を読もうとして時としてかなり穿った見方をすることもある。財政規律に対してネガティブになると思われるほど、買い入れ額を一挙に増やすことには慎重でなければならないだろう。逆のケースであるが、98年末の運用部ショックが月2千億円で起こったことを考えれば、まずはモデレートな増額にとどめるべきであろうかと思う。当座預金残高の引き上げと中長期国債買入増額が、為替市場にどう影響するかは不透明である。仮に円安になったとしてもかなり限られたものになる可能性があるように思う。先月辺りから米国内外でこれまでのドル高政策が変質するのではないかとの思惑が若干強まってきているようである。米国経済のスローダウンがその背景にあると思われるし、昨年辺りからのドル高も影響しているように思う。実際にも先月初め辺りから、スイスフランやユーロの対ドルレートが上昇気味になってきた。こうした動きがどの位続くか分からないが、円も下がりにくくなってきているようである。ただ、こうした状況にもかかわらず、円相場がオーダーリーに下がるようであればそれを容認する姿勢を採っていくことが望ましいように思う。以上である。

速水議長

次、植田委員お願いします。

植田委員

私も先程のような景気認識からして、政策的に金融政策として打てる手があれば打ってもよい状態かと思う。それでは、打てる手があるかというところ、ここは判断が難しいというふうに思う。しかし、そう言ってもしよ

うがないので、打てる手のようなものが何かと言われれば、やはり須田委員、田谷委員がおっしゃったものにならざるを得ないかなと思う。その上で、その辺を二人の議論も受けて私なりに議論してみたいと思う。当座預金残高目標の増大、さらにそれを達成する一手段として、中長期国債買いオペの増額ということであるが、表の理屈はそういうことであるが、本来どういうルートでそれが効くかといえはやや違うかと思う。すなわち、当座預金残高が増加する、あるいは増加させることができるという状況はやはり短期金利に微細ではあるが低下余地があるということだと思う。その限りでは増大は可能だし、微細な短期金利の低下が若干の緩和効果をもたらすかもしれないということかと思う。これとやや独立に、国債買いオペの増額は議論してきたようにリスクプレミアム等への働き掛けを通じて、時間軸効果による金利引き下げ効果以上の緩和効果をもたらす可能性もあるかなということだと思う。

さて、こういう政策の問題点についても議論しておくべきかと思う。第一番目に、当座預金目標が達成できないリスクがある。これについては、重大な問題ではあるが、今出ているような6兆円前後ということなら何とかなるのかな、というふうに判断しているが、須田委員が言われたようにその先はかなり不透明であるし、その点について、今回もしそういう措置を採るとすればその効果をきちんと分析するということだと思う。二番目に市場の反応がネガティブなものになる可能性もある。これは要するに国債買いオペ増額がイールドカーブにどういう影響を与えるかということであるが、イールドカーブは予想短期金利とリスクプレミアムから決まってくる訳であるが、短期金利の予想のところは、今度の政策がマイナスの影響を及ぼすととられない限りは、あるホライズンより先は上昇するというふうに考えられる。リスク・プレミアムは日銀が国債を買うから下がるという効果と、逆にある程度以上遠い先でのインフレ・リスクの上昇の可能性との綱引きということかと思う。これを全部足し合わせた場合に、どっちに行くかということは前もって判断しにくい訳であるが、まず金利上昇が起こるリスクはゼロではないと思う。しかし、今のところ予防策も打っ

てあるというようなことから考えて、そのリスクはそれほど大きくはないのではないかと判断したいと思う。それから三番目に数日間は別にして、ほとんど何の反応もマーケットからないというリスクもあるかと思う。これは十分あり得る事態かと思うが、リスクなのか何なのか。それから今回は、ある程度の反応があっても、その後の追加手段が無いというリスクもやはり非常に大きなものかと思う。これについては、必ずしも全部賛成ではないが、須田委員が言われたような方向についても将来考えてみるのかなと思う。ただ、RCCないし預金保険機構の発行する政府保証債を買うというのは、国債を買うのとほとんど同じような気がして、それだけでは新しい手段にはならないように思う。あとエグジット・ストラテジーについても重要かと思うが、それはもう少し先でよいのかと思う。

最後に一つ二つであるが、今度の政策がある程度の影響をもたらす、今度の政策というか今、議論しているような政策が何らかの影響をもたらすとすると、中長期金利を通じての若干の効果を別にすると、期待インフレ率に働きかけるか、それと独立ではないが、為替あるいは株式市場を通じてということだと思う。期待インフレ率については、色々なことを議論してきたが、3月の政策変更の効果からも判断して、余り期待できない可能性が高いと思う。ということで、為替か株かということであるが、為替も足許のマーケットの状況からして余り期待できない可能性が高い訳であるが、もしもある程度運良く動いた時には、この円安は急速に過ぎるというような発言は、気持ちは分かるけれども、緩和効果を非常に削いでしまうという影響を持つので、なるべく控えるのが適切かというふうに私は考えている。最後に、基本的に物価に影響を与える政策として何があるかと考えてみると、金融政策が筆頭であるが、財政政策、為替政策等がある。各々必ずしも独立ではない訳であるが、平時においては長期のスパンでは金融政策が圧倒的に強い影響を及ぼすというのが一つの見解かと思う。しかし、金融政策が「流動性の罠」に近い現状ではむしろ他の二者の方がより強い影響を及ぼす可能性があるというのが正しい見方のように私は思う。従って、非常に悩ましいところであるが、他の政策について、例えば

財政政策について、厳しい引き締め政策をやり、その上で物価については金融政策で全て安定化させるのが望ましいという日銀も含めた政府内全体としての政策のコーディネーションというのは、余り生産的な方向ではないというふうに私は思う。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

前回の決定会合において私は、提案をすべき時期であり、提案を用意しているが、アメリカの株式市場の行方をみたいと、それを見極めるだけの余裕があるのではないかということで提案を見送った訳である。そしてその後の情勢であるが、まず株価についてみると先行きの展望のない状態が世界的に続いている。そして肝心のアメリカはどうであったかという、NASDAQについては、先週末の値動きからみて将来再び悪い動きになっており、前の安値の1,619ポイントというのがあるが、1,619ポイントを下抜いて1,500ポイント位までいく危険性が出てきたというふうに判断される。それからダウジョーンズの30種工業平均であるが、これは非常に微妙な動きをしていて11,350から10,120と7週間連続下げた後反発したが、本年の末までに、去年の1月の市場最高値を抜く可能性はまだ残っている訳である。そのダウの中身はディフェンシブ・ストックと言われるプロクター・アンド・ギャンブル、コカコーラ、ディズニー、ジョンソン・エンド・ジョンソン等そういう株が多い訳であるので、如何なものかと思っているが、いずれにしてもアメリカは二極分化して、先程申し上げたように相対的にみるとこの第4四半期の企業業績の回復は非常に難しい。直近のS&P500の収益予想をみても、第3四半期が-12.6%、第4四半期が-0.4%ということで、第4四半期も依然としてマイナスを見込んでいる数字がある。そういった中で日本の株価は如何かという、これも先週末は大変に悪い値段となっており、そろそろ投げが出てくるとこ

ろであり、1万1千円台から1万円台へいくということは避けられなくなってきているのではないかと思う。従って、株価の動きから判断すると、今回は、動くぎりぎりのタイムリミットにきたと思う。

それから実体経済であるが、先程から縷々申しているように前回会合時に比べて、非常に悪くなってきているという面が強いので、今回については当座預金を引き上げることと同時にこれまで消費者物価上昇率が安定的にゼロになるまでと記載されている部分を変えて、2003年1～3月に消費者物価指数の前年比上昇率をゼロ以上とする、すなわち、ターゲットを明示する形に金融調節方式を変更することを提案したいと思っている。まず、その当座預金の増加の額であるが、現在の目標額は6兆円であるが、これは現在の調節方式の中ではマネーとニアマネーを変えるということで大体この線が限界であろうというふうに執行部の方からも内々伺っている訳である。しかし、ここにきて、先程申した株式市場の不安定化、それから日本においても実質GDPが2期連続マイナスになる可能性が高くなった等々もあるので、これだけでは果たして十分なのかということが非常に疑問であり、やはり7兆円という線を考えざるを得ないのではないかと思っている。そしてその中で重要なことは、これは何回も申したが、やはり4月の展望レポートの標準シナリオが完全に崩壊したと考えているので、それが提案をする場合の一番大きなバックグラウンドになっている。

それからもう一つ二つ新しい展開があったということを申し上げなければならぬ。一つはやはり、年金の支給額を物価スライドするということをやると政府が言っていて、そういうことになるのとデフレというのが直接に年金に結び付いてくるということになる訳であり、そういった意味で中央銀行のデフレ克服の責任というのが益々重くなるのではないかと思う。もう一つは特殊法人、認可法人等については行政改革の一環として政策評価というのがある訳である。これは執行部の説明では財務省がやるそうだが、この場合に日本銀行が何らかの中期的な目標を持たない限り政策評価というのとは不可能であるので、そういった意味においてデフレを一刻も早く克服すると同時に政策評価を行なうための目標をつくるといった

意味で、現在あるゼロ%を取り敢えずターゲットとしてはどうかということである。以上である。

速水議長

次、三木委員お願いします。

三木委員

先程最後に申し上げたが、今の課題はあくまでもデフレからの脱却である。物価下落をどのようにして早く止めるか、これが最重要課題であってこの解決が我々に求められていると理解している。そこでまず物価下落の考え方だが、足許の物価下落は一つは需要の弱さ、もう一つは供給過剰能力がもたらす安売り、こういった需給バランスの崩れからくるいわば悪い物価下落。それから、一方で技術革新、生産性向上による価格下落、それから国際競争価格への鞘寄せという価格下落、それから水平分業による安値輸入品がもたらす価格下落、こういった内外価格差解消に向けて高コスト体質の是正を迫る価格下落。これはいわば良い価格下落だが、これが混在しながら全体の価格下落に繋がっていると理解したい。CPI上昇率がゼロ%以上になるまで現行の政策を続けるとのコミットも、良い価格下落はなお続かざるを得ないが、悪い価格下落を止めてこれを上昇させる、そしてマクロではゼロ%以上にすることを念頭に置いていると思う。良い価格下落については、家計はやはり実質所得増加で満足しているというメリットを今享受している訳だが、一方企業では二極分化とは言え収益減という問題を抱えるという大きなデメリットがある。ただ、マクロでみると国民経済の成長にメリットが大きいとやはり評価すべきだろうと思う。対応としては、日本経済が高コスト体質を是正してグローバルなマーケットで生き残れることが求められているのだから、不良債権処理、構造改革、規制緩和、これらはやはり必要である。一方、悪い価格下落だが、これは一つはマネタリーな要因、もう一つは物価は需給バランスで決まる、このような実物要因が混ざり合っていると思う。対応としては、このマネタ

りな側面で言えば名目金利が実質ゼロ%に張り付いてここまできている中ではやはり潤沢な流動性への供給ということでの下支えしかないだろうと思う。それからまた需給バランス面で言うと、一つは需要面を考えると、財政制約の下で総需要拡大策には限界があるので、やはり乗数効果の大きい質の財政出動が求められるということであり、さらに今の問題としては有効需要を刺激する補正予算の発動も望まれる。また供給面を考えると、過剰設備の廃棄、過剰雇用の削減、こういうことにやはり手をつけざるを得ない。だから悪い価格下落を防止するという面でもやはり構造改革、不良債権処理が必要である。質の財政政策と税制、規制緩和等の環境整備、先行きのスケッチの明示、こういった政府サイドの問題と日銀の政策である最大限の金融緩和政策、それと経済を担う民間の自助努力、この三者の合わせ技の対応が求められている。こういう中で今日銀に求められていることは、やはり金融機関が企業、家計にいつでも低コストで資金供給できるように金融市場をみて潤沢な資金供給を行なうことであり、それに加えて、日銀がデフレ・ファイターとして早期のデフレから脱却するスタンスを鮮明にすることで、企業、家計のいわば期待に働きかけることが重要ではないかと思っている。期待に働きかける際のポイントはやはり政策当局の意思の強さと実現に向けてのスピード感だと思う。CPI上昇率がゼロ%以上になるまで現行の政策を続けるというコミットに日銀がデフレを止めるという断固たる強い意志、姿勢を示すべきであろうと思っている。今回の金融政策はこの三者合わせ技という観点から、金融政策は政府の不良債権処理、構造改革の基本方針と整合性をとりながら、企業、家計への期待に効果的に働きかけるタイミングが大事だと思う。9月以降は企業収益、平成14年度予算の概要、13年度補正予算の姿、あるいは株価の動き、4~6月期のGDP統計、米国経済の動向等、この下期以降の経済の姿を占う重要な材料が相次いで出てくる。金融政策はその内容を見極めることが重要になるが、今それらがほぼ見通せる段階になったと思う。金融政策はフォワード・ルッキングの観点からすれば判断のタイミングにきたのではないかと思っている。国の信認、日銀の信認、銀行券の信認、

日銀のバランスシートの健全性を前提に、3月に導入したスキームの中でさらなる量的緩和に踏み切ることだろうと思っている。ここから先の問題はやはり大小を問わず、いずれにしても不健全な政策にならざるを得ない訳なので、今日は今どうするかということだけ話をしたいと思う。

金融調節方針としては、一つは当座預金残高、5兆円を6兆円前後に増額する。ただし、金融市場の情勢によって時に札割れによる目標未達が起こることは容認するということである。二番目は日本銀行当座預金を円滑に供給するために長期国債の買い入れを、これは私の案であるが、一回2千億円、月三回に分けて月6千億円のベースに増額する。同時にこれは対外公表文は別途検討することになると思うが、日銀はデフレを断固として阻止する決意で金融政策の舵取りを行なう意味のデフレ・ファイター宣言を織り込むことだろうと思っている。

#### 速水議長

次、中原眞委員をお願いします。

#### 中原眞委員

非常に悪化している現状の経済への対応と同時に先行きのリスクに対するプリエンプティブな立場ということから、今回何らかの追加緩和措置が必要と考えている。具体的な理由については、経済の悪化について先程議論が行なわれた訳だが、敢えて三点だけ申し上げる。第一点は、現在の3月以来の政策については実体経済の下支え、あるいは金融市場に対して一定の効果はあったものと考えているが、既に市場には効果出尽くし感が出ており、不安定かつナーバスな市場の動きになっているということ。それから第二点は、この期末辺りからやはり銀行の不良債権処理に関わる具体的な影響、選別融資というものが出始めるとみられており、期末を控えて中小企業、あるいは業績不芳の先に資金繰りの齟齬、あるいは信用不安が出るという不安定な市場になる可能性があり、ここで流動性供給の円滑化をさらに図っておく必要があるだろうということ。それから三番目に政府

サイドの構造改革、それから来年度予算の具体像が次第に明らかになってきているところで、金融政策の責任者たる日銀としてもこの支援に改めて政策を総動員するというスタンスを示しておくことが心理的にも非常に重要なのではないかと考える。

具体的な内容としては3月19日の政策のレジームの中でまず行ない得る施策を組み合わせる緩和措置を採るべきだと思う。具体的には当座預金の残高目標の引き上げ、長期国債の買切オペの増額、それから公定歩合の引き下げというのもメニューとしては入るのではないかと思う。これらを全部ないし一部の組み合わせによる施策を検討すべきであろう。若干コメントすると、当座預金の残高目標の現状引き上げについては技術的な限界があることは既に指摘のとおりで、6兆円が良いのか7兆円が良いのか、なかなか迷うところではあるが、やはり現在の状況からみると札割れその他の状況が出る危険性が非常に高い。従って、目標として6兆円程度ということで、場合によっては平均残高による最大目標というような表現の仕方もあり得るのではないかと思う。この辺は調節の実現性についての事務当局からの意見なども伺いたいということで今日の会合に臨んだ。それから長期国債の買い切りについては既に3月19日の調節方針の中で必要な場合にはやるということを明示している訳で、つい1~2か月前まではこの部分を余り増加することはマーケットに対して長期国債の利喰いの売り場を提供するという余り良くない感じもしていたが、その後ポジション調整が大分行なわれているので、今の段階では問題なかろうかと思う。ただ、期待形成に訴える必要というところから言えば、ある程度金額を明示して増額をし、市場の反応をみながらさらに一定限度で事務担当部局にマンドートを与えるという考え方もあり得るのではないかと思う。公定歩合に関連しては期末金融の円滑化という意味で、金融政策、緩和政策のメニューの一つとしてはインパクトがあろうかと思えるが、一方で調節をスムーズに行なう意味からは、ややロンバートを上から抑えるという、それが低くなることによるある種のモラル・ハザードを起こすことで調節がやり難くなるデメリットもあるのかなという気もしていて、こだわるも

のではないが、この辺も事務当局の意見を聞きたいと考えている。なお、一旦当座預金の残高目標の引き上げを行なうと、今後、際限もなくこれをさらに引き上げるというプレッシャーが高まる可能性がある一方、これについては技術的な限界があるということから、今後さらなる景気の悪化に対応する金融政策として、オペ対象手段の多様化とか、あるいはさらに先程外債購入の話も出ていたが、非伝統的な金融政策手段の総動員も一つの想定はしておく必要があるのではないかと考えている。金融政策として採り得る手段が正直言って限られ、また实体经济への効果、それからその波及経路、チャネル、不確実性、不安定性は非常に高いものと言わざるを得ない。その中で追加策を打っていかなくてはならないという現状から、特に敢えてここで二点私の感じを申し上げたいと思う。

第一点は、やはり日銀と政府との確執という見方のメディア報道が最近非常に増えているということである。これはジャーナリズムの通弊ということで無視すべしとの意見もあると思うが、最近インベストメント・バンカーのグローバル・マーケット・レポート等にもマクロ・ポリシー・スタンド・オフ・イン・ジャパンというようなかなりショッキングな見出しで報道されていることは、やはり国内においても企業心理、家計心理あるいは海外に対する信認という点からも問題があるかと思う。認識の差を埋める努力と必要があればがっぷり四つに組んで、政策の効果と手段とその効果について合意を得ていくという姿勢が必要ではないかと私も日銀の当事者の一人として感ずる次第である。

それから第二点はインフレ・ターゲットの問題であるが、これは昨年10月に政策委員会としての当面の見解が発表されている。その時の結論、一般論としてのインフレ・ターゲットという手段のあり方については是認しつつも、現段階では導入は適当でないという考え方だと読んでいるが、確かにデフレ下の経済をインフレ状態へ持っていく有効な政策手段というのがない。さらに言えば少なくとも日銀の資産の deterioration とかあるいは財政ファイナンスという副作用を起こさずにこれを有効にターゲットを達成するための手段を持ち得ないという意味においては現在の段階

としてなかなか難しいと思う。こうした中、日銀が具体的な水準を何らかの形でリファアすることが真に期待形成に役立つということであれば、望ましい安定的物価水準を一つの数値のレンジとして示すことも可能ではないかと考える。海外の金融当局者、エコノミストからも主張する声も多い現在、物価の考え方というものをできるだけ早く最終的な政策委員会のスタンスとして改めて明示していく必要があるのではないかと考えている。以上である。

速水議長

次、山口副総裁をお願いします。

山口副総裁

先程議論したような経済情勢を踏まえると何らかの政策的な対応を採るかどうかが微妙なタイミングだと思うが、どういう措置を採り得るのかということについては、これまでも散々悩んできた訳だが、悩みは一向に変わらない状況である。ただ、3月に決定したフレーム・ワークの下でここまで政策を運営してきた訳なので、取り敢えずはそのフレーム・ワークを一度活用してみるというのが極く常識的なやり方だと思う。具体的には既に委員方から指摘のあるように、当座預金の目標額をフィージビリティのある範囲の中で限度一杯まで引き上げてはどうだろうかということ、加えて中長期債の買いオペを増やすということに合わせて行ない、少ない効果をできるだけ補強する努力をしてみるということではないかと思う。これらについてどの程度の効果を期待できるのかということについては、これも既に委員方から幾つかの指摘があり、私も基本的に今まで出た意見に違和感はない。国債の買いオペ額を増やした場合にそれがマーケットにどのように受け取られるのか、これはなかなか微妙な問題で、須田委員が述べられたように反応が巧く出るように非常に注意深くやっていく必要があると思う。そういう意味では日銀券発行残高の限度内という上限は当然キープすべきだと思う。日々のマーケットは日銀のオペだけで

動く訳ではないので、仮にやや予想と反するような動きが出てきた場合でも、中長期債オペの追加が価格のペッグを意図するものではないということは明確にしておくべきだと思うし、市場に出てくるイールドカーブのうえでオペレーションを行なうということかと思う。

さらに先々どのようなことを考えておくべきかという意見も二、三出たが、取り敢えず今のフレーム・ワークを一度使ってみて、それが市場に対してどのような影響を及ぼすのかということをよく検討、評価したうえで、果たして同じフレーム・ワークをさらに活用する余地があるのかどうかということをよく考えるということによろしいのではないかと思う。当座預金残高の目標額というのは、先程私はフィジブルな限度を考えてはどうかと述べたが、それは数字で言えば多分6兆円内外のところだろうと思うし、これはここ数か月の経験で幾らでも増やせるものではないということはかなり明確になってきたように思う。それからオペの追加については、先程三木委員が述べられたやり方に私は賛成で、できるだけルーティン化し、日銀が中長期債市場にいつ出てくるのか分からないというような不確実性はできるだけ取り除いておいた方がいいと思う。

以上のようなことが今回採り得る措置ではないかと思うが、これでもってデフレ防止という効果をどれ位発揮することができるのか、やってみないと分からない部分は残っており、というかそうであるが故にトライしてみるとということだと思うが、極く常識的に考えて、こういう措置だけでどの程度の力を発揮できるのか、余り確信を持てる状況では残念ながらないと思う。先程植田委員が言われたことに若干似たようなことを付け加えることになるが、物価が現在のように下落しつつある時に、これを阻止できる政策というのは本当にあるのだろうか、いやそれは何だろうかという問題がやはり問われている。私も実は前回この席で「物価というのは需給バランスの変動の中で出てくる変数だから、財政政策の運営が需給バランスに大きな影響を与える場合は、当然財政政策も物価に影響を与える要素になる」ということを申し上げた。今回それにさらに付け加えるとすれば、短期的に財政が中立よりは少し引き締めの方向で運営される可能性が

非常に確度が高くなってきたと思うので、需給を通じて財政が物価に対して下方プレッシャーをかけていく可能性も同様に強くなってきたと思う。それにさらに付け加えて言えば、やはり中長期的に考えて財政バランスの展望、あるいはわが国の社会保障のサステナビリティについての展望について、もう少し国民の信頼なりコンフィデンスなりをきちんと繋ぎ止めることが政策的に打ち出されていくなれば、それはそれで国民の現時点における消費態度をもう少し積極的に変えるような可能性があるのではないかと思う。そういう意味では財政政策の運営についての中長期の受け止められ方というのは、今日の需給バランスの改善を通じて物価の安定、あるいは物価下落に対するある種の歯止めとして寄与する可能性が少なくとも理屈のうえでは考えられ、そういう意味においても財政政策というのは実は物価の安定という中央銀行の目標に対しても一定の重要な役割を持っているのではないかと思う。その点を今日は付け加えておきたいと思う。

速水議長

最後に藤原副総裁をお願いします。

藤原副総裁

私も今回は大部分の委員の方が述べられたように、3月に決めた緩和措置の枠組みの下で金融緩和方向へ一歩踏み出すことが望ましいと思う。具体的には当座預金残高目標を1兆円程度上積みしたうえで様子を見たらどうかということである。その理由は先程も申し上げたが、色々な指標が指し示すそのベクトルを束ねてみると、全体として輸出、生産の減少が家計の所得形成、さらには個人消費の減少に結び付いていくという後向きのメカニズムが働き始めているということと、さらに金融市場や金融システムの面でも9月中間期末を控えた時期的な面はあるが、随所に脆弱性が散見されていて、先行きのダウンサイド・リスクを強める要素になっているからである。現状維持で情勢をみるという選択肢もあると思うが、経済指

標が後向きの循環を示唆している状況を踏まえると、一旦そうした歯車が本格的に働き始めた後では今度はより大きな政策対応が必要になるというリスクがある。銀行の融資姿勢が3月の緩和措置を減殺する方向に働いている可能性があるとするれば、今ここで現時点でもう一段の緩和措置を講じていくことにも意味があると思う。加えて中間期末に向けて金融市場周りの脆弱性が強まる可能性があつて、事前予防的ではあるが流動性の面からそうしたリスクを予めコンテインしておく側面もあろうかと思う。当座預金残高を1兆円積み増すことで、もう残された余地は僅かであるが、さらなる金利低下を促す効果もあるだろうし、金融機関などのポートフォリオ・リバランスを促す効果も、さらには経済主体の期待に働きかける効果、そういった諸効果が現状の5兆円の時よりは強まると一応期待されるかと思う。しかし、よく指摘されるようにそうした効果がどこまで実効性をもって経済の歯止めに役立つかについては不確実な面がある。今後とも主としてダウンサイド・リスクに警戒しながら情勢を引き続き点検していく必要があると思う。それから当座預金目標の上積みにあたって、金融調節の技術上の問題、短期オペで対応が可能なのか、あるいは3月の枠組みに基づいてある程度中長期買い切りオペを増額する必要があるのかどうか、技術的な面を中心に一度執行部の意見を伺っておいた方がいいと思う。このところ長期金利は補正予算の行方とか需給要因に神経質な地合いが続いているようである。仮に執行部が買切オペ増額が必要と考えているのであればその判断は勿論尊重するが、経済政策全般に対する信認を確保し、市場の期待形成に逆効果を及ぼさないように結論がこの席で出た後は、対外的なメッセージの発信には十分に気を払う、注意をすべきだと考える。以上である。

#### 速水議長

これで一応皆様の意見を伺ったが、何人かの委員の方々から当座預金目標を引き上げる場合に、長期国債オペの増額をやったらどうかという意見があつた。長期国債オペの増額というかオペについてはこれは執行部マ

ターで、ここで幾らというふうに今まで決めていない。従って、要望もあったので執行部の考え方あるいは問題点があったらここで報告して貰いたいと思う。増淵理事、山下局長お願いする。

#### 増淵理事

仮に当座預金の増額ということを行なう場合に、中長期国債買入オペの増額が必要か、またその問題はないかというような指摘なり、執行部の意見を聞いてみたいということが幾人かの委員からあったので、手短にその点について今執行部が考えていることを申し上げたいと思う。まず仮に当座預金の残高目標を増額するという場合には、執行部としてはやはり中長期国債買入オペを増額した方が良く、増額すべきであるというふうに考えている。その理由であるが、今の5兆円程度の当座預金目標の下では、いわゆる短期のオペの札割れというのは最近起こっていない訳であるが、これが増額されると、やはり短期のオペの方での札割れというものは出てくる可能性が高まるということは否定できないと思う。その意味からベースとなる長期資金の供給を厚くして短期オペの負担を軽減するというこのために、中長期国債買入オペを増額することが必要かつ適当ではないかと思う。ただそう申し上げるのは、仮に短期のオペで札割れが起きたらそれに対して一々長国オペを増やすことで対応するというのではない。当座預金の供給については需要がどの位あるかということによって基本的には規定されると思うので、仮に長国オペを増やしてみても、かつその長国オペそのものは札割れしないとしても、当座預金需要との関係では、今度は短期の供給オペの方で札割れが多くなる、それを一々長国オペで埋めるということとはできないと考えている。従ってあくまでベースとなる長期資金の供給を厚くするという観点から、中長期買入オペをある程度増額するということが適当だろうと思う。その際増額の仕方としては、これはもう既に何人かの委員から指摘があったとおり、やはり一定額を決めて月間の買入額を一定額増額するといった対応が適当であろうと考える。中長期国債オペに関するマーケットの思惑をいたずらに強くしてマー

ケットが不安定化するということ为了避免するためにも、月何回日本銀行はオペで出てくるのだと、その一回当たりの金額は幾らだということを含めマーケットが分かっている方が望ましいのではないかと思う。実際の増額の仕方ということについてやや踏み込んで申し上げると、今現在月に二回、一回当たり2千億円ずつ行なっているが、これを月三回、6千億円といった形で増額することが有力な選択肢になると考えている。一回当たり2千億円というのはオペ先の集玉能力等を考えてこれが適当な規模であるということなので、一回当たりのオペ金額は変更せずに回数を増やすという対応が市場への円滑な資金供給という点で望ましいのではないかと思う。それからまた市場の反応をよくみたくうえで対応するという意味からもその増額幅としては今の二回を三回にして計6千億円に言った辺りが適当ではないかと思う。なお蛇足かもしれないが、今の月4千億円という買い入れペースを月6千億円という形に増額するということであれば、銀行券残高との関係では、銀行券がある程度伸びるということを含め前提にすればであるが、その上限に早期に突き当たるということは考えなくていいのではないかということである。私から申し上げることは以上であるが、仮に当座預金目標の引き上げが委員会で決定される場合には、議長から指摘があったとおり、この長期国債オペの増額については執行部に授權されているマターではあるが、やはりマーケットにいたずらな思惑を与えないという意味から政策変更についての公表文の中で同時に長期国債の買入増額ということについても発表することが適当ではないかと思う。私共の方から取り敢えず以上である。

速水議長

今の執行部の説明について何か意見あるいは質問があればどうぞ。

三木委員

賛成である。

### 速水議長

毎月2千億円ずつ増やしていったら、一方で銀行券残高をリミットとするという3月の決定との関係で、期日がきて落ちていくものもあるのだろうがどれ位続けることになるのか。

### 増淵理事

これは主として銀行券がどの位のスピードで伸びていくかということによって相当幅のある話になる。今現在の銀行券の伸びはかなり高いのでこれを例えば銀行券が4%位年々伸びていくとすれば、これは今の銀行券の伸びより若干低いですが、今現在は郵貯の満期到来が集中しているということで銀行券の伸びが高くなっている可能性がある。それより少し低い銀行券の伸び4%というようなことが続くことを前提として、かつこれから買っていくものが償還期になれば償還されるということがある訳だがそういうものも一応考えた全く紙の上での計算によれば、そういうペースで銀行券が伸びれば毎月6千億円で上限に到達するには9年位かかるということにはなる。ただこれは銀行券の伸び次第であるので、それが少し下がってくればずっと早めに天井に達するということである。

### 三木委員

償還の額はもう分かっている訳であるから、それは全部盛り込んでいるのだろう。

### 増淵理事

買っていくものが短いものを買っていくか長いものが入ってくるかで少し違ってくるのでそこは不確定要因である。

### 山口副総裁

買い方とか規模については私は増淵理事の今の選択肢として挙げられたのに大体賛成であるが、オペの実感から言って当座預金残高の引き上げ

のぎりぎりのレベルというのは今時点だとどの位にあるのか。

#### 山下金融市場局長

それはやってみないと分からないというのが実感だと思うが、5兆円ということについては実際はゼロ金利時のY2Kが終わった一昨年の4~6月辺りも5兆2千億円位平均で出して何とか回っていたので、今回も5兆円位は十分いけるなと思っていたのが5月の初めには札割れが続出した。あの時は明らかに金融機関が新しい枠組みの中で多少誤解をして、流動性に対する何と言うかリスクを極めて過小評価して、思い切って手元を圧縮したということによって生じたやや行き過ぎた動きだったと思う。それが是正された後は今の私の感じからいくと5兆円というのはベースになり、二年前と比較して違ってきているのはRTGSになって証券会社とかノンバンクとかが3千億円とか手元の決済資金として持つようになってきている。それから後コール市場がどんどん縮小してそれが預金とかCDの方に流入しているので所要準備が若干増えてきている。そういうことを足すと5兆5千億円位は今の状況の下であれば普通にいけるかなということだと思う。6兆円ということについては、最近はいわゆる9月期末に対する資金需要が出てくると、もう一つはやはり0.001%に刻み幅を下げたことで利益のチャンスが増えてきたということもあり、オペがかつてに比べて非常に刻み幅が小さくなったので活用できる部分も出てきたということで、そういう意味で言うと6兆円位であれば今の時期、例えば期末前とかそういう時期であれば格別問題なくできるのではないかと思う。ただ例えば期前については今非常に弱くなっている。昨日もレポ・オペが1.7倍で金利も0.01%に非常に近付いてきたとか期内のものはもうそろそろ打っても札割れになる可能性があるという状況であるから、環境次第で例えば期末を越えて少し資金需要が落ちてきた時などはまた札割れの出ってくるリスクもある。ただ、それはもうまさに環境次第ということになると思うが、今申し上げたように5兆5千億円がベースでそれに季節的な資金需要、特に手形オペ等については6か月まで使うことを認めて

頂けるようになったからすぐ年末越えも打てるし、場合によっては年度末越えも打てるというような状況であるから、そういったいわば資金需要のあるところを狙って資金を掘り起こしていけば何とか 6 兆円位はいけるかなというのが今私が考えている感じである。

#### 増淵理事

今、市場局長は 6 兆円は問題なくというようなことをちりりと言ったが、私も毎日みている感じから言うと、固めのところ 5 兆円台の後半ということではないかなと思う。6 兆円が安定的に供給できるかということになるとそこは相当不透明な要素があると、私の方が市場局長より若干コンサバティブかもしれないが、私はそういう感じを受けている。仮にであるが例えば 6 兆円という数字を何人かの委員方が言われたので、仮にその 6 兆円というようなことになると、それを毎日安定的に達成せよと言われると調節の現場としてはちょっと難しいと思う。従って、ある程度のアローワンスを、下についてもある程度のアローワンスがあるということをお含み頂かないとなかなか難しかろうなというふうに私は思っている。

#### 山下金融市場局長

私も申し上げたのはそういうことであり、需要のある時にはできるけれども需要がない時には難しい。

#### 増淵理事

当然今もそうであるが、日により、あるいはマーケットの状況によりオーバーすることもあり得ると思う。

#### 田谷委員

先程、中原眞委員がその場合確か平均としてと言われたが、どういう意味で述べられたのか。

#### 中原眞委員

とにかく毎日毎日 6 兆円を達成するのは難しいという感じを聞いているので、そこを何か平均的に達成するような表現というのにはあり得るのかと思っただけである。

#### 増淵理事

執行部から多少余計なことかもしれないが、今は 5 兆円程度というディレクティブを頂いているが、これについて私共の理解は 5 兆円の上下はあり得るということで、実際日によって 5 兆円弱ということでの調節を行なった日もある。しかし、ほとんどの日が 5 兆円を超えていたというのが今までの実体であるが、山口副総裁の言われたようなフィージビリティとの関係で言うと、これを増やしていった時に、仮に増やすとした場合には今度は上下の両方に変動があり得るということについてより強く、認識として持って頂いた方が宜しいのではないかというふうに私共の立場からは思う。

#### 藤原副総裁

それは「程度」という言葉を「前後」というふうに修文的にはそういう意味か。

#### 増淵理事

いやそれは「程度」で宜しいが、あくまでもそういう決定がされた場合にはということであるが、委員方の認識として、あるいは調節の現場としてはそういう積もりで調節をすることで理解を賜りたいという趣旨である。

#### 田谷委員

私が申し上げたかったもう一点は、平均としてと言うと 6 兆円が平均になってしまう訳である。それは厳しいという感じがある。

増淵理事

然り。

中原眞委員

今までも、同じような表現で5兆円を大体達成している訳であるし、多い日は5兆7千億円やって、平均的にみれば5兆円を超えているのではないか。6兆円程度と言えば、毎日6兆円達成ということをやるといふふうにはマーケットは思うのではないか。それが例えば5兆2千億円とか3千億円で終わった日にはおかしいとかそういうことにならないか。

増淵理事

仮に6兆円というようなことだとすれば5兆2千億円とか3千億円で終わらせないという努力は最大限して多分そういうことにはならないと思う。5兆円台の後半がベースになって6兆円を超える日もあってということだと思う。マネーマーケットに関しては、直ぐにというか何回かの調節をみたうえで、それは飲み込んでいくのではないかなと、これまでの実績の中で思う。

中原眞委員

表現としては同じでいい訳か、今までと。そのようなこともあり得ると認識しておけばいいのか。

増淵理事

認識というのは委員方にその点についておいおいと言って市場局長を責めるというようなことがなければ、ということである。

三木委員

今の中原眞委員のような話で言えば、やはり「程度」というのをむしろ

「前後」という表現にディレクティブしておいた方が良いと思うがどうか。それとボードメンバーの一つの認識としては札割れは決して恥ずかしいことではないということも。

#### 増淵理事

そこは勿論それ自体が決定会合の決定事項であるので、どういう決定であれそれに従ってということであるが、仮に今「5兆円程度」であるが次は「何兆円前後」とした時にこの「程度」と「前後」は違うのかというような質問を誘発する可能性はあろうかと思う。

それと、札割れはやはり恥ずかしいことです。

#### 三木委員

可能性はあるかもしれない。

#### 速水議長

今持っている中長期国債の期日までの平均はどれ位か。

#### 山下金融市場局長

デュレーションは今度中期国債を入れたのでちょっと短くなっているが4年強だと思う。

#### 速水議長

他にあるか。

#### 田谷委員

もう一つ、月三回で一回につき2千億円の二つ理由を言われたが、一つはオペ先の集玉力がこの程度。一回につき2千億円というのは、万々が一、例えばこれをさらに増やすとかいう時もやはりそれが一つの、何と言うか考えるベースになる訳か。一回につき2千億円というのは。

### 増淵理事

考えるベースとしては、一回当たりの金額を増やすよりも、月の営業日数というのに限りがあるから勿論どんどん増やしていけるものでもないが、数回という範囲であれば回数という方が選択肢になるのではないかと思う。

### 山下金融市場局長

2千億円というのは相当大きい。やはり国債市場における取引は最大で1千億円位だと思うし、BBなどは全体で2千億円位しか一日にできていない訳であるからそれを一発2千億円というのは非常に大きい。であるからそれをさらに拡大するということは日本銀行は非常に取引上不利になる訳である。これだけは絶対買うよという訳であるから幾らでも高い値段でも買いますということになる訳で、マーケットインパクトも非常に大きいし金利形成に大きな影響を与えるということになるし、そういう意味で言うと、マーケットに大きなインパクトを与えずにきちっとやっていくにはやはり金額は現状程度で回数を増やす方がいいというのが私の判断である。

### 田谷委員

分かった。

### 中原伸之委員

1千億円というのはどういう意味か。何が1千億円なのか。

### 山下金融市場局長

国債での売買取引であるが、承知のとおり今度RTGSで一件当たりの決済金額を50億円にした。そういうふうに国債の売買はそれほど単位は大きくはない。1千億円なんて本当に滅多にないようなところで、そこを

日本銀行がしょっちゅう 2 千億円でくるといというのは大変なマーケットインパクトを与えるということである。

中原伸之委員

一日の合計ということだが、一回当たりの取引単位か。

山下金融市場局長

一回当たりの取引単位である。

速水議長

それでは、ここで私の見解を申し述べさせて頂く。最近の経済の動きは、輸出や生産、さらに収益、設備投資、それらの動きにみられるように I T 関連を中心に企業部門の悪化が一段とはっきりしてきているように思う。これらの動きは先般の支店長会議においても各地の支店長から報告のあったところである。また賃金や雇用の面で企業部門の調整の動きが家計部門に徐々に波及し始めているようにもみられる。景気の先行きを展望するうえで大きな鍵を握っている海外経済についても、調整長期化の様相が強まっているように窺われる。米国経済に関して I T 関連分野の調整完了時期がさらに後ずれする可能性が高まってきているように思うし、その後の回復テンポについても慎重な展開が増えているように思う。欧州諸国やアジア諸国についても景気減速が一層明確化しているように思う。金融面についても株式市場で不安定な地合いが続いている点が懸念材料として挙げられる。業種別にみると I T 関連株に加え銀行株の下落が目立っている。最近における銀行の格下げの動きと併せてわが国の金融システムが抱える問題の根深さを物語っているものと思う。

次に金融政策運営については、我々は先行きの経済についてかなり厳しい足取りを想定して、そのうえで様々なリスクを念頭において 3 月に思い切った金融緩和措置を実施した訳である。またそうした厳しい見通しは 4 月の展望レポートにおいても示されているところである。しかし最近の経

済の展開をみると、残念ながら経済のダウンサイド・リスクが徐々に現実化しつつあると言わざるを得ないように思う。こうした情勢を踏まえると多くの委員の方から提案があったように、私も追加的な緩和措置を講ずることが適当な段階にきていると判断する。その際、3月に採用した新しい金融調節の枠組みで対応していくことが基本になると思う。具体的には金融機関の当座預金需要や金融機関のオペへの応募ニーズなどを勘案すると、日銀当座預金残高の目標額を1兆円増額して6兆円程度とすることが適当と判断する。またその際、日銀当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、長期国債の買い入れを増額するという3月に決めた方針に沿って長国オペを増額したいと考える。具体的なオペの実行額は決定会合で決められた調節方針の下で執行部に授権されているが、先程執行部から説明があったとおり市場の反応等に留意しながら月6千億円、2千億円三回のペースで買い入れを行ないたいと思う。オペの増額自体は委員会の決定事項ではないが、仮に当座預金目標の引き上げが決定される場合には、それと併せて政策変更の対外公表文で明らかにしていくことが適当かと思う。このような追加緩和措置の効果は既に長短の金利水準が非常に低いものとなっている下では必ずしも確実なものではないと思う。この点、本日も何人かの委員から指摘があった。しかし現在の厳しい状況を考えると、効果は確実でないにしても3月の枠組みの下でなにがしかの効果を期待して対応することが適当だと考える。この効果としては三点が挙げられる。第一に、既に下げ余地が限られているとは言え、ターム物など短期市場金利の一層の低下を促すことができるかもしれない。第二に、日銀当座預金というノーリスク、ノーリターン資産の供給を増やすことによって、市場参加者が資産選択を多様化させることができる。第三に、物価の下落を防いで景気回復の基盤を整備するという日本銀行の断固たる決意を改めて示すことによって、人々の期待やマインド面にプラスに作用するといったルートである。しかしこれまで繰り返し申し述べてきたように、こうした金融緩和が効果を発揮するためには、構造改革の進展によって前向きな経済活動が活発化することが不可欠だと思う。この点私が心強く

思うのは、いわゆる骨太の方針の決定に続いて、改革の第一歩になるような概算要求基準の策定、今月末の改革工程表の作成など漸く具体化への動きがみられ始めていることである。経済の持続的な成長を確保し物価の下落を防止するには、日本銀行の金融緩和措置だけでなく政府の努力も不可欠だと思う。振り返ってみると、我々の3月の措置は改革への動きを後押しするうえでかなり大きな役割を果たしたと思う。今回の措置は、いわば漸く具体化し始めた改革の動きを側面から支援するものと考えられる。その意味で私としては政府、民間の双方において構造改革への取り組みが着実に進められることを強く期待している。

私の意見は以上であるが、追加的な議論があればどうぞ。

特にならなければ、この辺りで政府から出席頂いている方々から意見があればお聞かせ頂きたいと思う。竹中大臣お願いします。

#### 竹中経済財政政策担当大臣

私この会は三回目であるが、非常に幅広い議論を聞かせて頂きメモを取るのが従来以上に大変であるが、皆さんの非常に深い現状分析と前向きな政策論議に対して本当に大きな敬意を表わしたいと思う。色々な議論の中で出尽していたことではあるが、やはり金融政策を考えて頂く場合には二つのことを念頭においておられるのかなと思う。一つは言うまでもないが経済の実態、市場の実態がどうなっているかということである。もう一つは政策全体の中での金融政策の位置付け、今、総裁の話にもあったように構造改革がどの程度進展しているかという、その評価の問題であろうかと思う。

まず第一の経済の実態に関しては、私も大臣になってから月例報告というのを四回やらせて頂いたが、四回どんどん下がっていくという厳しい報告をせざるを得なかった。基本的には予想よりやはり色々な意味で厳しくなっているという認識を共有していると思う。9月7日に第1四半期のGDP統計が出ることになっているが、これは勿論出てみないと分からないが、やはり私達の方ではかなり厳しい数字の出る可能性があるというふう

な認識を持っている。その意味でも金融政策に対する期待は、一般論であるが、非常に高いということになっている訳である。政府の政策の話をしささせて頂くが、6月末のいわゆる基本方針、骨太の方針で構造改革に向けての基本的なアンブレラを作成して、その第一歩ということになるが概算要求の基準を8月10日に閣議決定した。承知のようにこれは須田委員の発言の中にもあったと思うが、財政規律を重視して来年度の国債発行額を30兆円に抑えると、但し財務省の試算だと国債発行額はこのままで33兆円になる訳であるから、見積もりでいくと3兆円等々の歳出削減をしなければいけない。しかしそれに当たっては構造改革の促進と矛盾しないような形で、減らすべきところは5兆円減らして増やすべきところは2兆円増やすという、これは実は総理自身の大号令であり、予算当局はこういう数字が具体的に出てきたことでやはり大きな負担を負ったことに私はなるのだと思うが、非常に強い総理の決意があったということである。加えて財政面からの刺激もそれなりに重要だという非常に貴重な指摘が各委員からあり、私も全くそのとおりでと思う。その意味では今回の概算要求に当たっては、従来とは違う形で需要創出効果や雇用創出効果についての評価を踏まえたうえでの概算要求を行なうことも実は最終的な決定をされている訳で、徐々にではあるが改革がこの概算要求の中にも示されてきたのかなと考えている。しかしそれにも増して重要なのは、これも今、総裁の話にあったが改革の工程表を作るということである。これは選挙の翌日の総理の記者会見で私達の方から是非ということで総理に強くお願いしてこの「改革工程表」という言葉を使って頂いた。つまり改革をする、改革をすると言うけれども一体どの分野で何の政策変更を行なうのかという 이슈を明示して、かつそれをタイムスケジュールというか時間的なスケジュールを明示するというので、私自身はこの改革行程表がもしも適切に作れなかったらこの小泉改革は巧くいかない、その位の覚悟を持って内閣全体としては取り組んでいる。具体的に各大臣に私自身が今各大臣の部屋を回っており、この改革工程表にどういう 이슈を出して下さいと、これを目玉にして欲しいということをお願いしている段階である

ので、これも踏まえて小泉総理はじめ内閣は本気で構造改革をやる姿勢になっているという点を是非認識頂きたいと思う。具体的に言うと改革工程表が作られる中で当面行なえる政策というのを改革先行プログラムとして取り纏めるといふことも宣言している。その改革先行プログラムに当たっては、必要なら予算措置も付けるということを経理は選挙の翌日の記者会見で明言しておられる訳で、その意味で皆さんが述べられた総需要の管理についても配慮しながら改革を行なうという姿勢を私達は採っている。この総需要管理に関して、もし意見があれば専門的な立場からは是非皆さんの意見も頂きたいと思う。いずれにしても申し上げたいことは、市場の実態が予想より悪くなっている。それと政府が本気で構造改革に取り組む中での金融政策の役割というのを前向きに評価頂いたうえで、今多くの皆さんが指摘されたような一歩踏み込んだ金融政策というものに私達は大変大きな期待をしている。以上が本文のところにあたるが、ちょっと蛇足かもしれないが最近考えていることを一、二点だけ申し添えたいと思う。

金融政策に関するこういう場での非常に高度な議論と、私自身が時々接する一方での政治的な議論の間では随分と、本当に想像以上のギャップがあるということの認識がやはり大変重要なのではないかと思う。一言で言うならば金融政策さえ何かやれば巧くいくんだという魔法の杖のように思っておられる方、ないしはそれに近い発言をする方が実際にはいらっしやる訳で、そういうものに対する適切なコントロールというか、それは日本銀行のある意味ではアカウントビリティーの範囲の中での大変重要な役割なのではないかと思う。金融は高度に専門的であって、であるが故に日本銀行の独立性、専門性を重視した政策決定のメカニズムが必要であるが、やはりそういった意味での政治的な風土との対話というものが大変重要であろうかと思う。同じことが実は私達内閣府、元経済企画庁にも求められている訳で、これはしかし話せば分かるという面も非常にあるというのが私の実感である。その意味では、政策のタイミングが遅れると益々過大な期待をもたらしてしまうという弊があるので、速やかな日銀の行動というものが私は大変重要になってくるのではないかと考える。これは前

回ちょっと話したかもしれないが、少し前の財務省の研究所のレポートで大変興味深いものがある、構造改革に成功した国々の成功事例のケース・スタディをしている訳であるが、巧くいったところは、二つの共通項が見出される。第一は国民と政策当局が危機感を共有しているという点。危機感の共有がなければやはり計画は進まない、これが第一点である。第二の点は、政府当局の姿勢が絶対にぶれないということである。その意味ではデフレ・ファイターとしての日銀の決意を示すという発言があったが、その決意を示すにはどのような方法が考えられるのか、その一つとしてのインフレ・ターゲティング論のようなものがあるのかという指摘も委員の一部の方には今日あったが、そういうことも含めてやはりそのメッセージ性というようなものは是非今後の議論の対象に加えて頂きたいと思う。いずれにしても総括としては幾つか今申し上げたような状況の中で、日本銀行が一層の量的緩和に向けて早い行動を採って頂くこと、毅然たる態度でそういった政策に向かって頂くということを高く期待申し上げたいと思う。以上である。

速水議長

それでは藤井総括審議官をお願いします。

藤井財務省大臣官房総括審議官

それでは一言申し述べる。今、竹中大臣からお話があったように、政府は先般財政面における抜本的構造改革の第一歩として平成14年度の予算概算要求基準を閣議了解した。それに基づいて国債発行額を30兆円以下に抑えるとともに、歳出全般に亘る徹底した見直しを行ない、思い切った縮減と一方では重点的な配分を実現することとしている。

日本銀行におかれては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。これは前にも申し上げたと思うが、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。物価下落に反転の兆しがみられない中においては、現下の物価下落に対処するため、より実効性のある金融緩和が必要であり、機動的に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ということに留意頂き、本日も議論が色々あったけれども、例えば中長期国債買入の増額とか、あるいはいわゆる「時間軸」の強化等を含めて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。以上申し上げた政府の考え方等について、政策委員各位におかれては審議に当たり理解を頂きたくお願い申し上げる。以上である。

速水議長

ただ今の竹中大臣、藤井総括審議官からの言葉は参考の意見というふう  
にさせて頂きたいと思う。

ここで議案の取り纏めに入りたいと思うが、先程の委員方による検討によると、当面の金融市場調節方針として日銀当座預金残高の目標を1兆円増額して6兆円程度とする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。他に正式に議案を提出されたいという方がおられるか。

中原伸之委員

はい。

速水議長

中原伸之委員か。それでは事務局は中原伸之委員の議案と私の議案とを配って読み上げて貰う。

[事務局より議案配付]

両宮企画室参事役

今配っているのは、中原伸之委員案が二本、それに今議長から説明があった議長案の三本をお配りしている。

読み上げさせて頂く。まず「金融市場調節方式の変更に関する件」という標題の中原伸之委員案、次いで「金融市場調節方針の決定及び金融市場調節方式の変更に関する件」という題名が二行になっている中原伸之委員案、最後に議長案ということで読み上げさせて頂く。

ではまず中原伸之委員案の一本目である。「金融市場調節方式の変更に関する件。案件。2001年3月19日決定の「金融市場調節方式の変更に関する件」(別添)の2.について、下記のとおり変更すること。対外公表文は別途決定する。記。2003年1~3月に同時期平均の消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比上昇率をゼロ%以上とすることをターゲットとして、1.の金融市場調節方式による金融市場調節を行うこと。以上。」。別添は、3月19日の決定であるが、関係のある2.を読む。「2.上記1.の金融市場調節方式を、消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、継続すること。」。

中原伸之委員案の二本目である。「金融市場調節方針の決定及び金融市場調節方式の変更に関する件。案件。1.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すること。記。日本銀行当座預金残高が7兆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。2.上記1.を円滑に実施するために、2001年3月19日決定の「金融市場調節方式の変更に関する件」(別添)の3.から「ただし、日本銀行が保有する長期国債の残高(支配玉<現先売買を調整した実質保有分>ベース)は、銀行券発行残高を上限とすること。」の部分を削除すること。3.対外公表文は別途決定すること。以

上。』。別添は、3月19日の変更に関する件であるが、関連する3. を読ませて頂く。「3. 上記1. の金融市場調節方式のもとで、日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、長期国債の買入れを増額すること。ただし、日本銀行が保有する長期国債の残高（支配玉<現先売買を調整した実質保有分>ベース）は、銀行券発行残高を上限とすること。』。である。

最後に議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 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すること。記。日本銀行当座預金残高が6兆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。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。』。

速水議長

私の議案は多数の委員の方々の考えを集約して提示したものであるが、これで宜しいか。

[多数の委員が賛意を表明]

それでは中原伸之委員から提案の説明を聞かせて頂く。

中原伸之委員

まず、最初の提案は、1年半後に当たる2003年の1~3月期に同時期平均の消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）であるが、この前年比上昇率をゼロ%以上とすることをターゲットとして、金融調節方式による金融市場調節を行うということで、ターゲットを明確に打出している訳である。その理由について申し上げる。

幾つか理由はあるが、第一の大きな理由は、日本銀行の4月に出した展望シナリオというのが、既に崩壊していると考えていることである。従っ

て、そういった点において新たに量的な目標および物価の目標といったことについて考える必要が出てきたのではないかということである。

それから第二として、物価の下落の傾向が先程財務省の藤井総括審議官からも話があったように、引き続き続いており止まらないことである。消費者物価、GDPデフレーター、国内卸売物価、CSP I、いずれもが前年比で下落しており、しかもここにきて下落の度合いが加速しつつある様な状況もみられる訳である。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、全国ベースで6月-0.6%と依然過去最大のマイナス幅に近い水準にある。それから国内卸売物価指数の前年比も10~12月が-0.1%、1~3月が-0.4%、4~6月が-0.6%、7月も-0.8%とマイナス幅が拡大してきている。CSP Iの前年比も1~3月の-0.5%、4~6月の-0.9%、とマイナス幅が拡大してきている。それからGDPのデフレーターであるが、12四半期連続マイナスである。このようにみると日本経済はまさにデフレ・スパイラルにあるから、デフレ状況からの脱却を図るために然るべき手を打たなければならないというのが第二の理由である。

第三は、然るに現在の方式でいくとCPIがゼロ%以上となるというのは、強力な時間軸だと考える人がいるが、私は全く逆であり、一体いつの時期にくるのかということが全く分かっていない。長いと言えど何年先か百年先か分からないが、来年に実現するのか百年先かは全く意味合いの異なるものである。つまり、中央銀行の意思が全く不明確である。従って、先程から出ているデフレを克服するという強い意思表示にはなっていないと、私は考えている。

それから第四として、先程申し上げたが、この年金というものが物価にスライドされるということで、これまでの凍結を脱して物価にスライドされるという動きが出てきていると新聞が伝えている。そういうことになるとう物価の下落については、これまでの議論は要するに企業の収益の下落に繋がらないのであれば差し支えないのではないかという議論もかなりあった訳だが、これからは、物価下落がそのまま年金生活者の生活を直撃するということになって、つまりデフレが収入に直結するという格好であ

る。そういった中で、やはり物価安定を政策目標としている日銀にとっては、これまでは年金生活者は金利を上げてくれという意味でいわば日銀の味方だった訳であろうが、これからは、年金が直接に下がるということで日銀に対して大きな非難ないし要望が起こることは必至であると思う。従って、日本銀行としては年金生活者に対しても責任を負うという意味で物価の安定に努めるべきである。

それから最後に申し上げたいことは、これも先程触れたが、認可法人等の改革における政策評価の実施ということが始まる訳であり、これは財務省が担当となるそうだが、目標について中期的な目標を持つということが絶対に必要であると思う。それがもし自分で持てないのであれば、政府あるいは財務省から日本銀行に与えられるという格好になるのではないかというふうに思われるので、この時期に自ら物価安定目標を設定するという姿勢をはっきり示した方がいいのではないかと思う訳である。

以上で最初の提案についての説明を終わる。

速水議長

何か質問があればどうぞ。

田谷委員

一番目と二番目はどういう関係にあるのか。

速水議長

二つ目はもう一回提案するのか。

中原伸之委員

然り。別のものである。

速水議長

では、続けて説明をお願いします。

## 中原伸之委員

では、続けて説明する。第二の提案は、第一の提案とはいささか違って、当預の引き上げ目標額である。具体的には、7兆円ということ提案していて、これに従って現在の銀行券のアップーリミットを外す必要が出るのではないかとということで提案している。

提案理由は幾つかあるが、一つは、やはり先程も申したが展望レポートの標準シナリオが崩壊するほど経済の悪化が進んでいるので、これまでの枠組みの中で果たして巧くいくのかどうかということ非常に疑問に思っていて、1か月前ならばいざ知らず、現在の段階で当預の1兆円の増額だけでは不十分であるというのが私の判断である。

それから第二の理由は、その背景として特にGDPを申し上げたいと思う。名目GDPが3年連続でマイナスになる、それから名目、実質ともにGDPがマイナスになるような局面というのは戦前の特殊な時期を除いては経験していないということである。私は以前、当座預金残高は7兆円ということ2年間に亘って提案してきたが、いよいよその提案が実現できるあるいは実現しなければならない時がきたのではないかと思う。以上である。

## 速水議長

質問があればお願いします。よろしいか。それでは、採決に入りたいと思う。中原伸之委員の「金融市場調節方式の変更」(第一の案)これを最初に採決する。続いて「金融市場調節方針の決定及び金融市場調節方式の変更」(第二の案)これを採決する。最後に議長案を採決する。この順序で採決する。

採決に入るので、政府からの出席者は、少しの間外して頂きたい。

[政府からの出席者退室]

[中原伸之委員の議案（第一の議案）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：中原伸之審議委員

反対：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

三木審議委員

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

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

ただ今の採決結果を報告する。賛成 1、反対 8。反対多数である。

速水議長

それでは、中原伸之委員の第二の議案を採決する。

[中原伸之委員の議案（第二の案）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：中原伸之審議委員

反対：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁  
三木審議委員  
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

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 1、反対 8。反対多数である。

速水議長

ただ今の中原伸之委員の議案は二つとも否決された。次に私の提出した議案について採決する。事務局は議案を持ち回って委員から決裁を受けるよう。

[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

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：中原伸之審議委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

ただ今の議長案の採決結果を報告する。賛成 8、反対 1。反対は中原伸之委員である。

速水議長

議長案の反対の方から反対理由を伺う。

中原伸之委員

反対理由を申し上げる。この1か月に亘りデフレ、特に実体経済の悪化が急速に進行していて、当座預金の1兆円の増額だけでは効果が限定的であり、かつ不十分であると考えている。この際思い切った手を打つべきである。つまり1兆円の増額だけではビハインド・カーブになってしまっていると思う。それから第二としては、経済状況がアンユージュアルな局面に入りつつあることを認識して、日本銀行は非伝統的な手段を含め、あらゆる手段を総動員してデフレ克服に向けて取り組む時にきている。先程申したように、名目GDPが3年連続マイナス、名目GDP・実質GDP共にマイナスというような異常な局面であるので、その局面その局面に応じた思い切った手をフォワードルッキングに打つべきであると思う次第である。それから第三として、いずれにしても標準シナリオから完全に離脱したという事態を重くみるべきであると思い、7兆円を提案した。以上である。

速水議長

それでは、政府委員に入って頂く。

[政府からの出席者入室]

## 速水議長

採決が終了したが、政策委員会として当面の金融市場調節方針として議長案が賛成多数で決定された。増淵理事と金融市場局長はここに定められた方針に則って、調節に努めるようこれをもって指示するので願います。では、続いて対外公表文の検討および決定に移る。藤原副総裁、山口副総裁と執行部で、その原案の用意ができている様であるから事務方はそれを配って読み上げるように。

## 白川企画室審議役

それでは読み上げさせて頂く。「金融市場調節方針の変更について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において金融市場調節方針の変更を決定した。また、新たな調節方針のもとで、円滑な資金供給に資するため、長期国債の買い入れを増額することとした。(1) 金融市場調節方針の変更（賛成多数）。日本銀行当座預金残高を、これまでの5兆円程度から、6兆円程度に増額する（別添）。(2) 長期国債の買い入れ増額。これまで月4千億円ペースで行ってきた長期国債の買い入れを、月6千億円ペースに増額する。2. 日本経済の状況をみると、輸出と生産の大幅な減少を主因に、景気調整が一段と深まっている。また、生産の減少が内需の減少を誘発しつつ、調整の広範化につながっていく可能性や、内外資本市場の動きが実体経済に及ぼす悪影響などに、一段と留意が必要な局面になっている。物価面では、今後、需要の弱さに起因する物価低下圧力がさらに強まるおそれがある。3. 日本銀行は、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基盤を整備するという断固たる決意のもと、本年に入り、内外の中央銀行の歴史に例をみない思いきった金融緩和措置を講じてきた。この結果、金融市場には潤沢に資金が供給され、長短市場金利はきわめて低い水準に低下している。しかし、経済・物価情勢の厳しい展開と先行き見通しを踏まえると、この際、3月に決定した金融政策の枠組みのもとで、金融面から景気回復を支援する力をさらに強化すること

が必要かつ適当と判断した。4. 日本銀行は、今後とも、日本経済が安定的かつ持続的な成長軌道に復帰することを支援するために、中央銀行としてなしうる最大限の努力を続けていく方針である。5. しかし、世界経済の動向や日本経済が直面する課題の重さを踏まえると、経済再生の取り組みは決して容易なものではない。また、金融緩和の効果が十分発揮され、日本経済が安定的かつ持続的な成長軌道に復帰するためには、構造改革の進展が不可欠の条件である。6. この点、政府の強力なリーダーシップのもとで、具体的な改革への取り組みが開始されたことは、心強い進展である。今回の措置も含め、これまでの一連の金融緩和措置は、こうした各方面における改革努力を最大限支援する効果を併せもつものである。日本銀行としては、政府、民間の双方において、短期的な痛みを乗り越えて、構造改革への取り組みがたゆまず進められることを強く期待している。以上。」。次のページ、別添である。「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（賛成多数）。日本銀行当座預金残高が6兆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加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

意見があるか。

田谷委員

一点よろしいか。この二番目のファーストセンテンスだが、これは経済の基本的見解の部分で、先程、中原眞委員が提案があるかのように述べられていたがそれとの関係はどうするのか。

白川企画室審議役

これは今配っている基本的見解の表現は「調整が深まっている」となっ

ているが、先程来の議論を聞いていると景気調整は足許一段と深まっているという認識が多かったかなと感じたので、これは後から勿論議論される事柄ではあるが、「一段と」という言葉を付け加えている。

#### 田谷委員

非常に細かい点で騒ぐスタンスではないが、例えば輸出と生産の大幅な減少を主因にということは前から言っていて、景気調整が深まっているということに、「一段と」を入れた理由がここには出ていない訳である。例えば生産の落ち込みからすれば、第2四半期、第3四半期、第4四半期と少なくとも落ち幅は少なくなっていくことが今期待されている訳である。だから、「輸出と生産の大幅な減少を主因に」していて、「一段と」という理由が少し必要ではないか。

#### 増淵理事

どのように読み取るかであるが、輸出と生産の大幅な減少ということに伴い、企業収益の悪化見通しが強まり、設備投資も減少傾向にある。そういうことを含めて景気調整が一段と深まっているという積もりである。主因というのはあくまでもそれが出発点というか、いわば悪い方向の回転を始めているものはそこにある。一段と深まっているという表現の中には、短いセンテンスなので全部は書ききれないがそういう企業収益、設備投資といったところに影響が表われてきている、あるいは強くなる懸念があるということも含めた積もりである。やや蛇足になるが、内需の減少を誘発しつつというその可能性というか、リスクにその次のところで言及しているが、そこは設備投資に加えてさらに家計部門にも調整が及ぶ可能性ということも踏まえた表現にした積もりである。

#### 田谷委員

分かった。余りごちゃごちゃ入れても文章が長くなってしまおうし、この文章が入っていればよいか。中原真委員はどうお考えになるか。

### 中原眞委員

調整が深まっているという限りにおいては変更の必要はないと思ったが、ただ前月との比較から言うと、政府の月例報告等は「一段と悪化」ということになっているし、加えて政策変更もある訳なので、総論の表現も変えた方がいいのではないかという程度の発想で先程申し上げた。

### 藤原副総裁

月報の段階では改めて議論するということが如何だろうか。

### 増淵理事

先程白川企画室審議役が説明したと全く同じことを言うことになるが、基本的見解ではこの「一段と」という表現は今の段階では入っていない。この対外公表文の私共の案は、「一段と」という言葉を入れた方がいいのではないかということである。従って、もしこの場での認識がそういうことになれば、基本的見解についても自ずからそういうことになると思う。

### 白川企画室審議役

この後基本的見解のところで議論される訳であるが、違ったワーディングはできないので、ここで一応この後の議論を想定して入れておいてはどうかということである。

### 田谷委員

フォワード・ブリーフィングということか。

### 三木委員

先程の山下金融市場局長の話ではないが、国債の買い入れのところでマーケットに対する誤解などないように、もう少し具体的に書いた方がいい

いのではないか。先程の、例えば買い入れは今は月2回、2千億円づつやっている。今回は月に2千億円を3回とか。

増淵理事

回数も入れるということか。

三木委員

先程の説明を聞いているとそれに非常に重きがあるような口調だったから。だとすればこれを書く意味はそちらにあるのだから。

増淵理事

月2回、3回とかの回数を入れるかということか。

三木委員

然り。山下局長の話では、定額であるということと回数だろう。

田谷委員

そのことも含めて執行部に授権されているということではないのかと思うが。

三木委員

だから議決事項に入らないが、そこに意味があるのならば、その意味あることを書いておかないと意味がないという感じがする。

増淵理事

決め手はない。それは三木委員の言われる方が丁寧だと思う。ただ、今マーケットでは月2回で4千億円だということの認識は行き渡っているし、今後、こういう決定なので、総裁の記者会見も行なわれると思うし、あるいはさらにそれについて事務方としての補足説明も必要であればバック

グランド・ブリーフィングとしてそういうことも考えているが、その中で誤解を生ずる余地は私はないと思う。つまり今まで月2回であったものが何かバラバラになって月6回もされるのか、というような理解にはならないと思う。誤解が生じないように説明する積もりである。

三木委員

山下金融市場局長がそれでよければよい。少し気になっただけで、いずれにしても総裁の記者会見がある訳なので、そこではっきりとすることをお願いする。それから先程の話ではないが、デフレ・ファイターとしての断固たる決意も総裁の記者会見の時に合わせて是非一つ言って頂きたい。

速水議長

分かった。

白川企画室審議役

これは3月の決定文でもデフレ・ファイターははっきり言っているが、今回も改めて言うということか。

三木委員

あれでは皆ピンときていない訳である。だから先程の政治と金融のギャップが大きいと竹中大臣が言われたのだろう。

白川企画室審議役

表現のうえでは同じ表現を使って、断固たる決意を改めて示すということですね。

三木委員

これはこれでいい。せつかくの記者会見の時に、そこは毅然とした形でおっしゃって頂きたい。

田谷委員

対外公表文については今日の段階でバックグラウンド・ブリーフィングをするのか。

増淵理事

いえ、それは積極的には考えていないが、総裁の記者会見が行なわれれば基本的にはそれに尽きていると思う。思うが、そのうえで色々なメディアのレベルというか、例えば、編集委員、解説委員、というような人達にはもう少し詳しく聞かせてくれということが往々あるし、それからマーケットの方はマーケットの方で直ぐに 6 千億円というのはどういうことだろうということを例えば金融市場局に聞いてくる可能性があるので、その際にはという趣旨で申し上げた。

中原伸之委員

増淵理事、先程の話だが、6 千億円になると毎回必ずやるのか。ショートの方はおいて毎回必ずやるのか。

増淵理事

毎回というのは、つまり月 6 千億円、3 回というのを当面ということである。

中原伸之委員

必ずやるということなのか。

増淵理事

然り。

中原伸之委員

ショートでできたとしてもやるのか。

増淵理事

然り。そのように考えている。

中原伸之委員

なるほど。これはまずやると、こちらが前提だということか。

増淵理事

こちらが前提というか、これは資金供給の円滑化に資するという目的で行なう。

中原伸之委員

オペのやり方の順番としてね。

増淵理事

順番としては6兆円を目指すと同時にやる。

中原伸之委員

埋めていく時にこちらをまずやるんだね。

増淵理事

6千億円をやるということである。

中原伸之委員

これはよくできているが、私は6兆円に反対だから反対させて頂く。

速水議長

それでは、この公表文について採決する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

三木審議委員

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：中原伸之審議委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 8、反対 1。反対は中原伸之委員である。

速水議長

中原伸之委員から反対の理由をどうぞ。

中原伸之委員

先程申し上げたように 6 兆円に反対である。繰り返すことはない。

速水議長

分かった。それではただ今、政策委員会として賛成多数で対外公表文が

決定された。対外公表については会合終了後直ちに行なうことにする。なお対外公表文は執行部で合わせて英語に翻訳して公表することとしたいと思う。また政策変更時の恒例によって、本日中に私が政策委員会を代表して記者会見を行なうので宜しくご了解頂きたい。

それでは次の議題に入る。金融経済月報の検討である。時間が余りないので、なるべく簡潔にお願いしたいと思う。

#### IV. 金融経済月報の検討

##### 速水議長

では金融経済月報の検討に入る。金融経済月報のうち最初の4ページが本委員会での正式決定事項になっているので、本日のこれまでの議論を踏まえて検討をお願いします。調査統計局の吉田企画役と企画室の雨宮参事役からポイントを説明して貰う。

##### 吉田調査統計局企画役

まず総論部分だが、お配りした資料では総論部分は前月と同じであるが、色々と議論があったので先程の公表文と同じにするかどうかの点について意見を頂いて決めたいと思う。それから続いて各論だが、修正は小幅である。唯一所得形成のところだけを明示的に先月より弱めていて、「なお底固さを維持している」という表現を削って「家計の所得形成も徐々に弱まりつつあるように窺われる」としている。それ以外は非常にマイナーチェンジで、公共投資、設備投資等時間の経過に伴って少し表現を変えている。生産のところも在庫過剰感のところを「さらに高まっている」と先月書いていたが、数字だけをみるとそれよりも高水準という感じなので、表現を「強い」という言葉に変えている。それから今月の一番大きなポイントとして、先行きについてリスクの認識をさらに強めるということで表現を変えている。まず最初の文章だが、「年末辺りには、世界的な情報関連財の在庫調整が一巡し、海外経済についても米国を中心に回復に転じるとの見方が一般的であることを踏まえると、輸出はいずれ回復に向かい、

生産の下支えに寄与すると思われる。」ということだが、先月と対比して頂くと、情報関連財の在庫調整の目途について「秋口」というのを「年末」というところにずらしているのが一つポイントである。米国については余り変わっていない。それから「輸出はいずれ回復に向かい」の後に「生産の下支え」となっていて、先月まで「景気の下支え」にしていたが、輸出だけで景気が支えられなくなる可能性も念頭において、ここは「生産の下支え」ということで少しニュアンスを変えて書いてある。そのあとただし書きがあって、従来は輸出についてのリスクを明示的に書いていたが、今回からは海外経済、情報関連の輸出周りと国内経済面のリスクというのを二つ並べて書くことで、より警戒的なニュアンスが出るようにしている。具体的には「ただし」以降だが、「世界的な情報関連需要や海外経済の動向に関しては、回復時期、その後の回復テンポの双方において、このところ慎重な見方が増えている。」というのが海外経済の方である。また、その後だが、「国内では、生産面を中心とする景気の調整が長引く中で、企業収益が減少するとともに、個人消費の裏付けとなる家計の所得形成も弱まっていくとみられる。」としたい。こういう文章については先月は若干上の方に書いてあったが、ここの場所に持ってくることでより厳しい認識としての位置付けが強まるかなということを変えている。その後の纏めの文章だが、「以上を総合すると、わが国の景気は、当面、輸出の減少を起点とする調整が続くことは避けられないとみられる。」としている。それからまたリスクとして「生産の大幅な減少が、内需の減少を誘発しつつ、景気調整の広範化につながっていくリスク」、それ以降は先月と同じだが、「内外資本市場の動きが企業や家計の心理面などを通じて实体经济に悪影響を及ぼすリスクにも、留意が必要である。」と結んでいる。物価のところはマイナーチェンジであり、卸売物価のところでは電気機器の後に「素材」というのを入れているが、これは昨日早川局長からも説明したように、素材の一部で紙パとかプラスチックであるとかというのが少し下落するものが増えているということを念頭においたものである。実体面は以上である。

#### 雨宮企画室参事役

金融パートを説明する。金融パートで変更したのは「資金需要面では、」というパラグラフである。これは説明申し上げ、また委員会でも大分議論が出たとおり、全体としての資金需要の減少傾向ということによりストレートに書いたということである。前月まではどちらかということ企業の支出水準が、キャッシュ・フローを下回っているので外部資金需要が増加しにくいんだというような表現で、景気実態と比べて資金需要が出にくいという表現にしていた。一応今日は「借入金圧縮スタンスが維持されている中で、設備投資が減少している」という実態的にも減少傾向を強めているという表現に変えた。もう一つ、実は今回直していないが、供給面の最近の変調、あるいはその兆しのようなものをどういうふうに盛り込んでいくかということである。先程の議論にもあったとおり、アネクドータルには相当注意をすべき材料は出ているが、その判断としては既に中小企業からみた貸出態度には幾分慎重化の兆しがみられるという表現を既に先行して2か月前から使っているので、この段階ではまだ直す必要がないかなと判断して、変更していない。後は細かな市場環境あるいは市場動向の変化に基づく修正であるので、鉛筆書きで若干相場を修正させて頂くが、特に付け加えて説明することはない。以上である。

#### 速水議長

何か質問、意見があればどうぞ。

#### 田谷委員

この一番最初の文章であるが、さっきの公表文とはちょっと違う訳だが、それはどうするのか。

#### 雨宮企画室参事役

もともと対外公表文の方は先程も若干議論があったが、ここで設備投資とか消費とか一項目ずつ全部入れていくと金融経済月報になってしまう

ので、むしろ政策変更の時にどこにチェックポイントを委員会として置かれているかということに力点を置かれる方がいいかなということで、全般的に短くかつポイントが輸出と生産で景気調整の一段の深まりで、将来のリスクとして内需の減少の誘発、株の動きといったようなことを、ポイントを縮約して書いている。逆に言うと例えば「一段と深まって」という「一段と」の内容は何かという議論であれば、私共の公表の仕組みとしてはそこは金融経済月報の詳しい説明と一緒に理解して下さいというようなことになるのだろうと思われる。

#### 中原眞委員

私も内容としては先行きの下線部分、あるいは各論の下線部分で少なくとも前月に比べて厳しい状況であるという認識を与えることはできると思うが、一般的には冒頭の文章を前月と比べて認識がどう変わったかということを見ようとするので、これでいいのかなという気がしたのである。ただ、強くこだわるものではない。

#### 雨宮企画室参事役

田谷委員が言われていたのは、公表文と基本的見解で何の減少を主因にとかその辺りの表現の違いはあってもいいのかどうかということか。

#### 田谷委員

例えば「輸出の落ち込みを主因に生産の大幅な減少が続くなど、」と言った場合、生産の中での資本財が下がっている訳である。先月から今月にかけて一つ変わっているところは、設備投資が減少しているということだから、例えば私が最初に考えたのは、これをこういうふうに変えて欲しいという提案をしている訳ではないが、正確に言えば「輸出の落ち込みを主因に生産の大幅な減少が続く、設備投資が減少するなど、調整が一段と深まっている」という方が正確だと思ったのである。しかし、そうするとごちゃごちゃして長いので、かえってこの短い方がいいかなと思う。例え

ば「輸出と生産の大幅な減少を主因に調整が一段と深まっている」、そっちの方がすっきりしているなど思う。であるから先程の公表文と統一してはどうか。

三木委員

「一段と」というのは入れた方がいい。

雨宮企画室参事役

主文を先程の対外公表文の方に入れ替えるということか。

早川調査統計局長

それでは、主文は「わが国の景気をみると、輸出と生産の大幅な減少を主因に、調整が一段と深まっている。」ということで宜しいか。

速水議長

宜しいですね、それで。

吉田調査統計局企画役

読み上げる。「わが国の景気をみると、輸出と生産の大幅な減少を主因に、調整が一段と深まっている。」というふうに修正させて頂きたいと思う。

中原伸之委員

私はこれでは大変甘いと思うので、ちょっと反対意見を申し上げさせて頂くと、その最初のところはやはり景気悪化の拡がり、それから深刻さの強まりというのが分かるようになっていない。今回政策を変えた訳であるから少なくともそれが分かるように書くべきだと思う。先程田谷委員が言われたが、長くなるかもしれないが「大幅な減少が続いているほか、設備投資も減少しており、さらに家計の所得形成も弱まりつつあるなど、調整

が一段と深まっている」というふうにもうちょっと丁寧に総論は書くべきではないかと思っている。

それから先の方に飛んで申し訳ないが、先行きについては、例えば電子部品のことが書いてあるが、「加えて、電子部品や素材における在庫調整の動きが当面継続することから、」も例えば、「継続することなど」なのであろう。ITだけに止まるものではないということを私は明示的に記述した方がいいと思う。

それからやはり問題なのは「生産の大幅な減少が、景気調整の広範化につながっていくリスク」と書いてあるが、私はこれはもうリスクではない、既に広範化に繋がっているのだと思うので、そこもちょっと意見が違う。それからもう一つ違うところは「年末辺りには、世界的な情報関連財の在庫調整が一巡し、海外経済についても米国を中心に回復に転じるとの見方が一般的である」と書いてあるが、ここはちょっともうアウト・オブ・デイトではないかという感じがするので、これは非常に疑問である。

それから最後の物価の部分でも「需要の弱さに起因する物価低下圧力が強まる」と書いてあるが、これは「一層強まる」とか「さらに強まる」ということでないと通らないのではないかと思っている。

それからもう一つ言えば、公共投資に関しての記述が乏しい。先程もちょっと申したが、やはり地方経済に非常に大きなインパクトを与えている箇所もある訳であるから、総論と先行きにおいて公共投資の落ち込みのインパクトというのがどうして抜けているのかなと思う。以上である。

### 三木委員

今の中原伸之委員の話の中で一点だけ賛成なのは、先行きのところの今の「一般的であることを踏まえると、」のまず「一般的」自体が既にちょっと時代遅れということと、「輸出はいずれ回復に向かい、生産の下支えに寄与すると思われる」、これは今は、全くそんなふうには思われたい。とてもではないが「輸出はいずれ回復に向かい」なんてそんな状況ではない。だからそこはちょっと気になる。ちゃんと「ただし、」という形でこれを

受けているが、それは良いが先の方にこういう表現が入ってしまうと物凄く甘い受け止め方になるのではないかと思う。「ただし、」で受け止めているから良いではないかと言えばそれまでだが、そこが気になる。

#### 中原眞委員

そういう意味では私も、この最後の中原伸之委員が述べられた、「リスクに留意する」というところは色々多少きつめに書いてあるという気はするが、依然としてリスクがまだ出ていないが留意するという印象であり、ちょっと弱いという感じを私も受けている。

全然関係ないが、上の方の純輸出であるが、基本的見解の表現は前月と全く変えていないが、後の本文の中では「大幅な」という言葉が入っていて、「大幅な減少が続いている」と書いてあり、その方が正確だと思う。

#### 中原伸之委員

三木委員、最後まで言わなかったが、私も実は輸出が生産の下支えに寄与するというのは、ちょっと甘いと思われる。

#### 三木委員

同じ気持ちであろう。このところは非常に気になる。

#### 中原伸之委員

私は最初の途中で長くなると悪いと思って切った。

#### 三木委員

多分そうではないかと思った。

#### 吉田調査統計局企画役

色々意見を頂いているが、中原伸之委員から色々頂いた意見は、恐らく少し委員によって受け止め方のニュアンスが異なっている部分を指摘頂

いたかなという感じがするが、調整の動きが拡がっているという点については、今拡がっているとみるか、それとも先行き拡がるリスクが高まってきたとみるかという点であれば、おそらく後者の方の意見の方の方が多かったかなという印象を受けたということである。

それから中原眞委員から頂いている純輸出の本文の書き振りであるが、これは本文の方では輸出のところでは「大幅な減少」というふうになっているが、輸入ともネットした純輸出ということで言えば「引き続き減少」という書き振りになっているので、そこはちょっとやや誤解もあるかなという感じがする。それから、物価のところでは最後の先行きのところであるが「需要の弱さに起因する物価低下圧力が強まる可能性にも留意が必要である。」という点については、対外公表文の方は「さらに強まるおそれがある。」という表現になっている。

雨宮企画室参事役

従って、議論のうえでここは「さらに」という表現を付け加える。

三木委員

何行目か。

雨宮企画室参事役

対外公表文の2. の下から二行目である。政策変更の対外公表文「今後、需要の弱さに起因する物価低下圧力がさらに強まるおそれがある。」。

三木委員

それでこの本文の方は。

雨宮企画室参事役

「強まる可能性にも留意が必要である。」であるので、平仄を揃えるのであれば「さらに」を入れた方がよいと思われる。

吉田調査統計局企画役

情報関連と米国経済についての見方についてやや甘いのではないかという指摘を頂いており、私共としては強調したいのはどちらかというところただし書き以降の部分という気持ちであった。しかし、それ以前の部分もちょっと甘いということであるならば、例えば「年末辺りには、世界的な情報関連財の在庫調整が一巡し、海外経済についても米国を中心に回復に転じるとの見方を前提とすると」、その後は「輸出はいずれ回復に向かい、生産の下支えに寄与すると思われる。」というような形で、少し弱めるのではどうか。

中原伸之委員

余り変わらないのではないか。

山口副総裁

今の点はどういう見方が一般的であるのかということに関わっている。なおアメリカの中で、あるいは世界的にこういう見方が一般的なのかどうかということになるとどうか。中原伸之委員、三木委員は最早一般的ではないという前提で話しておられるので。

三木委員

そういうことである。

中原伸之委員

弱まっていると思う。少なくとも、既に一般的とは言わなくなってきていると思う。

吉田調査統計局企画役

慎重な見方が増えているとは思いますが、まだやはりアメリカ経済については成長率が少し戻っているという点、それからやはり情報関連財の在庫調

整であるから、いずれその勢いは止まってフラットになるだろう。また一部委員の方が指摘になっているが、トレンドとしてはIT関係は上向きの成長産業であるから、いずれはプラスになるという点はおそらくそれ程違わないのではないかなと思う。問題はタイミングではないかと思う。

#### 速水議長

それでは時間も大分掛かったから纏めていきたいと思う。最初の総論のところは「調整が一段と深まっている。」ですね。それから物価のところは「低下圧力がさらに強まる可能性」。この二箇所か、直すのは。他にあるか、どうしても直したいのは。

それではこれで採決をしたい。

#### 雨宮企画室参事役

宜しいか。

#### 三木委員

先程、吉田企画役が言った先行きについての表現の中で「思われる」ではなくて、例えば「そういう可能性もあるが」という「可能性」ということを入れるのはどうか。今の先行きの「年末辺りには、」のところで、「米国を中心に回復に転じるとの見方を前提とすれば」とかいう表現にするのだろう。あるいは「一般的であることを踏まえると」としても良いが。

#### 早川調査統計局長

可能性にすると、その後の「ただし」ということは余り言わなくてもいいような話になってくるかと思う。むしろちょっと繰り返しになるが、今現在の海外なり国内における情報関連財の在庫調整及び海外経済についての見方としては、在庫調整の時期は確かに秋口といわれたものが今現在年末、年始といわれているような状況になっていると思う。それからアメリカ経済についても第4四半期位からというようにはなっていると思う。

ただ、それが大きくずれて春だとかいうことになっているとは必ずしも思っていない。むしろ最近変わってきたのは、アメリカ経済が上がっていくにしてもそのテンポは以前考えていたよりも緩いのではないかと、あるいは情報関連財の在庫調整は取り敢えず年末位に済むにせよ、その後大きなリバウンドは期待できないのではないかという見方が増えているというのが私共が得ている色々な情報の標準的なものだと考えている。であるからここは前のところではそういう一部在庫調整の時期がちょっとずれたという話を書き、後ろの方のただし書きのところではいわばその後の回復の勢いについても皆の期待が下がっているということを一応書き分けた積もりである。

三木委員

これはしかし「輸出はいずれ回復に向かい」というのは日本のことであろう。

早川調査統計局長

然り。

三木委員

「生産の下支え」というのも日本のことであろう。これは何も情報関連財だけではないから、そこで気になると言っている。

山口副総裁

素材か。

三木委員

素材もそうであるし自動車、家電も含めた製造業としてではないかと思う。「ただし」で受けてはいるが、それでちょっとこういう受け止め方は気になるなと言っている。

山口副総裁

今の早川局長の説明のようだとすると、多少補って「海外経済についても米国を中心に回復に転じるとの見方がなお一般的であり、これを前提とすると、輸出はいずれ回復に向かい」というのだとどうか。

早川調査統計局長

より詳しく書かれるのであればそういうことになる。

山口副総裁

多少ヘッジを強めることになるが。

早川調査統計局長

ただ今の山口副総裁のような若干の補足では如何でしょうか。もう一度申し上げると「転じるとの見方がなお一般的であり、これを前提とすると」という表現である。

三木委員

余りこだわらない。

速水議長

その方が丁寧である。それで良いか。

[全委員が賛意を表明]

それではそれで採決を採って頂きたい。

[事務局より決済文書を回付、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

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：中原伸之委員

棄権：なし

欠席：なし

#### 横田政策委員会室長

基本的見解の採決結果を報告する。賛成 8、反対 1、賛成多数である。  
反対は中原伸之委員である。

#### 速水議長

先程言われた反対理由か。

#### 中原伸之委員

これから申し上げる。第一はやはり総論部分の書き込みが足りないと思う。政策変更する以上はもう少し丁寧に書くべきだというのが第一。それから第二は先程も申したが、「年末辺りには、世界的な云々」というところであり、これはそういうことを考えているアメリカ人もいるがそういうことを考えていないアメリカ人もいるし、一般的であるという表現が非常に分かりにくい。例えばFRBとリンゼーの間でも非常に大きな見方の違いがあるので、私はこういう書き方は如何なものかと思う。特に、現在の輸出はまだ減少中であり、輸出がいずれ回復に向かうという「いずれ」と

いうこともよく分からない表現である。それから先程も申ししたが、「景気調整の広範化につながっていくリスク」と書いてあるが、景気調整の広範化に繋がるということのリスクは既に顕現化している。それから最後に申し上げたい点は、やはり是非公共投資についての記述を加えるべきであると思う。特に地方経済に対する配慮が足りないというふうに思う。以上である。

速水議長

ただ今決裁頂いた基本的見解に沿って、後段の背景説明部分は必要があれば執行部で修文させて頂きたいと思う。本件对外公表については、8月15日水曜日の午後2時に行なう。

V. 議事要旨（6/28日開催分、7/12～13日開催分）の承認

速水議長

最後に前々回6月28日の会合及び前回7月12日、13日の会合の議事要旨を承認頂きたいと思う。お手許の議事要旨に異議はあるか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としてこれを承認することとする。なおこれらの議事要旨は8月17日金曜日の午後2時に公表する。正式な議事要旨を回して決裁をする。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

三木審議委員  
中原伸之審議委員  
植田審議委員  
田谷審議委員  
須田審議委員  
中原眞審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

全員一致で決裁を頂いた。

## 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9月18、19日の両日に行なう予定である。なお、ご如才もないことであるが、決定会合における議論の内容は、厳に出席者限りとして議事要旨、及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保するという観点からも、皆様におかれては引き続き厳正な機密管理に努めて頂きたいと思う。本日は長い間どうもありがとうございました。

(午後1時4分閉会)

以上