

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2002年4月10日

4月11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）
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）
春 英彦（審議委員）
福間年勝（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 (10日 13:59～15:47)
	谷口隆義	財務副大臣 (11日 8:59～12:11)
内閣府	小林勇造	内閣府審議官 (10日 13:59～15:47、11日 8:59～12:11)

(執行部からの報告者)

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	山本謙三
調査統計局長	早川英男
調査統計局企画役	門間一夫
国際局長	平野英治

(事務局)

政策委員会室長	橋本泰久
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	長井滋人
企画室調査役	山岡浩巳

I. 開会

速水議長

それでは定刻になったので、ただ今から金融政策決定会合を開催する。

(午後1時59分開会)

はじめに会合の取り進め方について申し上げる。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する。明日は朝9時に会議を再開し、まず金融経済情勢と金融政策の運営方針に関する委員の討議、もしあれば政府から出席の方々の発言、それから金融市場調節方針の採決と進めて参る。その後、金融経済月報の基本的見解の取り纏めを行ない、最後に前々回会合の議事要旨の承認を行なう予定である。政府からは、本日は財務省から藤井大臣官房総括審議官、内閣府からは小林審議官が出席されている。なお、明日は財務省からは谷口副大臣、内閣府からは引き続き小林審議官が出席されると伺っている。予め断っておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録することを前提とするという約束であるので、委員および政府からの出席者におかれては、そのことを前提に発言頂くよう、宜しく願います。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

それでは、金融経済情勢等に関する執行部報告に入りたいと思う。最初に、金融市場局から前回会合以降の金融市場調節の実績と、最近の金融・為替市場の動向について説明してもらおう。増淵理事と山本金融市場局長に願います。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告 (資料-1、2)

山本金融市場局長

まず図表 1-1、日銀当座預金残高の実績値について報告する。前回決

定会合以降3月期末にかけては、ディレクティブに従って当座預金需要の高まりに応じて、主として財政資金をそのまま市場に残すという形で金融調節を続けてきた。市場の安定に努めるということで、結果的に当座預金残高は、年度末の3月29日金曜日は27兆6,100億円という過去最高の水準を記録している。その後4月に入ってから、年度末の資金需要の剥落に応じて徐々に残高を引き下げ、現在は足許、昨日で19兆1千億円という当座預金残高である。

具体的なオペレーションとしては、4月入り後も引き続き手形の買入れ(全店)期間6か月物、あるいは手形の買入れ(本店)期間4か月物といったような長めの資金の供給をコンスタントに入れながら、一方で売出手形による資金吸収を組み合わせることで当預残高の調整をしている。ただ、現在の当預残高は19兆円というところに来たが、足許の市場の地合いは若干変化し、資金余剰感はやや後退してきているというのが現状である。

次に図表2-1、最近の短期市場金利の動きである。全般には非常に落ち着いた地合いであるが、短期国債レート、3か月～1年物は、千分の1とか千分の2から千分の4、千分の5へということで、極く僅かながら強含んでいる。その背景であるが、図表1-4、日本銀行当座預金の保有状況を見て頂きたい。昨日2002年4月9日の当座預金残高は19兆1千億円であるが、やや市場の地合いが変化してきた理由には、みずほグループ2行による当座預金の保有額の大きさがある。4月9日の都長銀の残高は、10兆4千億円であるが、うちみずほグループ2行——みずほ銀行とみずほコーポレート銀行の合計——が である。2月積み期当時——当預残高15兆円を維持していた頃であるが——、その頃と比較して目立つのは、一つは外銀である。2月の積み期は、外銀で5兆3千億円積みまっていたのに対して、4月9日は3兆1千億円ということで約2兆円減っている。一方、都長銀は、2月の積み期4兆4千億円に対して、4月9日は10兆4千億円ということで、6兆円増加している。

今申し上げたみずほの2行が積み上げている形である。結局、外銀2兆円減と都長銀6兆円増のトータルとしてみると、形としては4兆円以上当預

の需要が積み上がってきている。みずほのシステムトラブルはこれまでのところ銀行間の資金取引、あるいは他行の資金繰りにはほとんど影響を与えていない。ただ、同グループでは何らかの非常事態というものに備えて、この3月末に積み上げてきた当座預金——当時からある訳だが——、それをそのまま何らかの危機に備えて維持し続けるというオペレーションを行なっている。結果的にこの当座預金がホールドされ、市場に出てきていない。今日僅かにコールに放出してきているが、ほとんどが当預に積み上げられたままになっており、その分がいわば当座預金需要として積み上がってきている。みずほグループは、今後もシステムが完全に円滑な稼働が確認できるまでは高水準の当預を維持したい、ということである。私共の方の金融調節についても、当面このみずほの当預積み上げ分を念頭に置きながら、金融調節をやっていかざるを得ないと考えている。19兆円以降は少し市場の地合いを見極めながら、場合によっては増えたりすることもあり得るといようなイメージである。短期金融市場の動向については、ただ今申し上げたように、マーケットそのものは全体としてみれば落ち着いた動きを保っている。ユーロ円レートをとってみても、例えば3か月物は、2月の末までに0.18%まで上がった後、3月の下旬以降は年度末の資金繰りに目途がついたということで急速に低下し、現状0.05%ということで極めて落ち着いている。ただ、今申し上げたように短期国債レートの方は、みずほが——3月までだと第一勧銀と興銀であるが——、非常に大きなレポのマーケットの主体であり、それがみずほになってからは余りオペレーションをやっていないということと、みずほが当預残高をかなり積み上げているらしく、なかなか市場に金が出てこないのではないかというマーケット参加者の思惑から、このところ少し上振れ気味になっている。ただし、水準からみればまだ極めて低水準であることは変わらない。

図表 2-2、金融・為替市場の動向である。債券価格、株価、円相場の動きをみると、前回会合時の時点ではミニトリプル安の修正が進み、それぞれ債券高、株高、円高という動きが生じたが、その後の展開をみると、

マーケットによってそれぞれ若干違う方向に動いている。債券についてはやや強含みが続いており、10年債については金利的には1.4%を若干下回るところまできている。株の方は11,000円台でほぼ横這いの状態、円相場は一度127円まで大きく反発した後、再びドル買い、円安の方向に動き、131円、130円といったところまでこへきてやや小康状態に入っている。この間材料として何か特に目立ったものがあるという訳ではなく、市場に何かトレンド的なものがみられるということではないように思う。ただ、新年度入り後、機関投資家からの買いが、例えば円債、あるいは外債に投資が増えるのではないかとというようなマーケットの思惑が先行して、それぞれ債券高、ドル高という動きが一時的に起こったのかなという印象である。以下、マーケット毎に少しみてみたい。図表2-3、長期金利の動きである。10年物ではほぼ1.4%といったところが攻防ラインとなっており、5年物が概ね0.5%の辺りを日々動いているという感じである。このところ銀行や機関投資家が若干債券を買ってきている。銀行筋は1月にかなり利益確定のために売って、キャッシュが積み上がっている状態である。あるいは都銀などに預金が相当流入してきて、ここでもキャッシュが余ってきているという感じがあり、こへきて押目買いを少しずつ入れてきている。ただ、こちらの方もマーケット的にみると、これ以上どんどん買われるという雰囲気でもなく、上にも下にもなかなかいきづらい印象である。

次にクレジット・スプレッドである。まず社債の流通利回りは、さすがに2月末からの株価の反発というのが徐々に社債市場の方にも反映されてくる形で、ダブルA、シングルA、あるいはトリプルBといったところが足許下がり気味である。ダブルBについては、まだ明瞭には出ていないが、さすがにスプレッド幅の拡大は止まったという印象である。しかし、このスプレッドの水準だけからみると、まだ非常に大きな乖離が続いており、信用リスクに対するマーケットの見方が依然として厳しい点については変わらない。

同様に図表2-5、銀行セクターの方である。金融債および銀行社債の対国債スプレッドをみると、これもほぼ似たような動きで、足許について

はスプレッドは頭を打ってやや縮小傾向が出ている。しかし、水準自体をみるとまだ引き続き非常に大きなスプレッドの幅が続いている。

次は、図表 2-6、株である。株式市場の方は商いは総じて低調である。出来高は、年度末にかけてあるいは新年度入り後にもかかわらず少なめである。株価の方は、3 月半ば以降、景気の底入れ期待ということもあってそこそこ堅調である。米国の株価は景気指標の割には冴えない動きとなっているが、日本の株価は、なかなか上にも下にも行き難い相場という印象である。因みに、図表 2-7、業種別の株価騰落率であるが、足許 3 月 11 日から昨日 4 月 9 日までの騰落率をみると、鉄鋼、ゴム、繊維といった景気敏感株と呼ばれる素材関連の業種が引き続き相対的に強めにきている一方、一時期 2 月の半ばからの株の空売り規制強化をきっかけに急反発した不動産、銀行、保険といったところは再び反落し、トータルとして横這いの動きが続いている。銀行の方も銀行指数をみると昨年のピークから約 5 割下がり、2 月から 3 月にかけての反発過程では 3 割ほど上がったが、また 1 割落ちているという状態である。

最後に図表 2-8、為替相場であるが、3 月以降の動きをみると、ミニトリプル安の修正局面で円相場は一度 126~7 円のレベルまで急反発したが、その後再びドル高、円安の方向に振れて、結局年初からのレンジである 130 円台前半というところで推移している。全体としてみると、日米景況感格差は引き続きアメリカの方が景気は強いというマーケットの意識がある。そういうこともあって、特に公的年金などは外債投資を増やし、ドル買いに向かい易いと言われ、ドルが買われる方向できたが、足許については中東情勢の悪化により対ドルでスイスフランなどが買われ、それにつられて円も買われている。このほか先程申し上げたように、アメリカの株価も意外に冴えないということで、ドルの上伸力もそれ程強くなく、現状 130 円台前半でやや膠着状態に入ってきている。以上、新年度入り後外債、円債といった市場への資金流入期待があったが、全体としてみると余り強いトレンドはなく、引き続き今後の景気の回復力や金融システム問題の行方を見極めていくといったマーケットの雰囲気である。私からの報告は以

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。

福間委員

米国の株はマクロの景気指標の割には冴えないということであるが、勿論先程説明があった中東等の問題もあるが、今は昨日のルーセントとかあるいは一昨日のIBMとかの設備投資がやはり弱いというような見方で、株のバリュエーションについての修正が入ってきているという感じがする。そうすると先程ちょっと為替のところで言っていた資金との絡みはどういう具合になるのか。

山本金融市場局長

この3月末から4月に入りかけて、公的年金を中心にドルが結構買われるというマーケット予想があって、結構ドルのポジションが作られたと思う。そのバックグラウンドには、元々日米の間に景況感格差があって、ドルの方が買いやすいという雰囲気があった。しかし、指摘のとおりアメリカの株は、収益についての見方が少し楽観的すぎるのではないかと、特に設備投資がそれほどまだ強まらないとかいうことがあって、為替相場の方も、公的年金も含めて機関投資家が思った程買いにきていないのではないかと、あるいは買いにこないのではないかという思惑が戻りつつあり、足許はドル買いポジションを少しまた減らしてきている。今日は130円台にまた戻っているが、昨日から今日にかけての、あるいは一昨日から2円位動いているのはそうした動きとみられている。

福間委員

大きな資本の流れが変わりつつあるというほどの大袈裟なカウントはしなくて良いのか。

山本金融市場局長

それはしなくて良いと思う。非常に長いトレンドをみるとマーケットは引き続きドル買いというかドルが強い方向でみているし、その裏ではやはりまだまだ対外資本流出があるとみている。

中原委員

I MMのポジションは大分ニュートラルに戻っているのか。

山本金融市場局長

I MMのポジションは、ミニトリプル安の修正局面では急激に円ショートを増らして、これが円高方向に一挙に振らしたということであったが、またじりじりと戻ってきた。ただ、恐らく足許はもう一回ショートが縮んでいると思う。

須田委員

この資本の流出というのは、余りポジションをとらないで出ていると思っていれば良いのか。

山本金融市場局長

日本の投資家のうち非常に大きな外債投資家である生保は、基本的に長い投資をする際には足許のところは完全に為替ヘッジをしており、ヘッジをロールしていくかどうかで収益を稼ぐかどうかをみている。多くの機関投資家は似たような動きをしているのではないかと思う。

中原委員

ただ、まだ今期は生保辺りは本格的に出てきていないということか。

山本金融市場局長

まだ今期は出てきていない。

植田委員

オペのことであるが、12月から1月にかけて決めた適格担保拡大の措置があるが、ABSとABCPだったか、その3月末にかけての入り具合とか、特にABCPはバック・アップ・ラインを流動性補完に限るかどうかというところがやはり駄目なものがほとんどで、駄目だということか。何かそこは…。

増淵理事

それは確かに実際には銀行が保証していることによって、信用補完をしていることによって成り立っているものが大部分であるので、その網を潜り抜けて適格になるものは金額的にはそれほど多くない。

山本金融市場局長

ABCPに関しては、全体の市場残高が発行枠ベースで大体16兆5千億円位だと言われている。そのうち既に私共の適格分が、発行枠ベースでみて6,700億円ある。であるから全然ないということではなく着実に入ってきてはいる。しかし、それ以外のものは銀行の信用力で何とか発行できているものが多い。今申し上げたのは発行枠であり、その中からどれだけCPの現物が実際に出しているかはまた別である。発行枠6,700億円のうち約1,200億円が現在我々のところに適格玉として入ってきている。

福間委員

日銀でとったのか。

増淵理事

担保の受入れ額が1,200億円である。その他に、今私共の手許にある数字では、預金保険に対する政府保証付き証書債権、これは担保の受入れ額が3月末時点で1,900億円、それから交付税特会に対する証書貸付債権が同じく3月末で2千億円、ABSは全部合わせて3月末で若干数字的には

寂しいが 270 億円ということである。

藤原副総裁

当座預金の保有状況に関連してであるが、みずほ的な行動を示している金融機関で特に目立つ先はあるのか。

山本金融市場局長

ない。勿論元々資金繰りに不安のあるところでは所要準備預金よりも常に厚めに持って走っているところがあるが、そうした先は 1、2 月から今にかけて特段大きな変化をしていない。

増淵理事

4 月になって変化したという訳ではないが、これまでも厚めに持っていて、もうちょっと前に必要な所要は全部積み終わっている銀行というのはそれは幾つかある。

速水議長

みずほは 3 月中頃からもう積んでいた訳か。

山本金融市場局長

3 月の末から 4 月の合併に備えて まで積み増して、それ以降
同じ金額を持っている。みずほグループの 2 行であるが、ほぼ同じ金額を
ずっと続けている。

福間委員

マーケットはどの位予見していたのか。

山本金融市場局長

マーケットはこれまで余り気がついていなかった。しかし、昨日位から

これはもしかしたらと気付きはじめたようである。他行は年度末から今4月にかけてどんどん当座預金を落としてきて平常ペースに戻った訳であるが、自分が平常ペースに戻ったにもかかわらず世の中で公表される当座預金残高がずっと高いところにあるものだから何が起きているんだろうと。レートも市場の地合いも変わってきており、そういうのを色々嗅ぎ付けてどうもみずほが相当持っているらしいと。ただ、まだ数兆円程度ではないかという噂が流れているので、現実よりは低く見積もっているかもしれない。

須田委員

そういう場合に、引き締まっているなというふうに判断するのは主としてどういうところをみているのか。

山本金融市場局長

やはり一つはレートがどちら方向に向かっているのかということである。例えばオーバーナイトでも今までだと出し残りの状態がマーケットが開くや否や始まっていた訳であるが、最近では外銀の取りが少し残り気味になって取引の出合いがつくのものにも時間が掛かるとか、そういった現象がみられる。

増淵理事

ただ、オペレーションそのものの資金供給の時の札の入り方、それから資金吸収の時の札の入り方および金利の付き方ということもあるし、その他触診的に朝担当の者が色々話を聞くので、それ自体がマーケットの地合いを察知する手掛かりになっている。

速水議長

外銀などは去年のテロの時から出てきた訳であろう。それで3月に少し減ってまた増えはじめているというのは…。

山本金融市場局長

外銀の動きは完全には私共も掌握しきれていなくて、今もまだ色々な計数を集めながら精査しているところである。外銀の数字の流れからいくと5兆から6兆円の当預残高が3月の半ば頃まで積み上げられた後、3月末には1回1兆円を割るところまで減少した。現在足許は3兆円ということである。年度末に向けて大きく減少した理由としては、色々なことが複雑に絡み合っていると言われているが、一つは年度末は邦銀がコール市場などに全く資金を出さなくなり、その裏側として、——外銀といっても運用しているところもあれば、コール市場に常に取り手として入っているところもあるので——取り手となっていた外銀が邦銀からとれなくなって、運用サイドの外銀から資金をとったとみられる。結果的に資金をとった外銀は邦銀に対してコールを返したという流れになっていると思う。そういったところは、3月末は一時的な減少だったのでまた戻ってきているのではないかと思う。また、元々外銀の当座預金残高の積み上げというのは基本的に邦銀の外貨建て資産を邦銀が円投で調達していることの裏側として生じている。3月末には当然ながら邦銀は外貨建て資産を圧縮しているので、その分の影響も出ているかと思うが、その辺りは実際の円投の数字などがまだとれていないので、確認できていない。今3兆円であるが、ではこれが以前のように5兆～6兆円まで戻ってしまうのかどうかは今のところは判然としない。

速水議長

他になれば次に移りたいと思う。次に国際局から海外金融経済の動向について説明してもらおう。平野国際局長お願いします。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

平野国際局長

まず、米国を中心とする全体感として、世界景気の回復傾向ということに大きな変化は前回会合以降ない訳であるが、先程金融市場局長からも報

告があったように、最近の特徴はその足許の割合好調な経済指標にもかかわらず、株価は軟調に推移するなど、市場は先行きの景気に対しては比較的慎重な見方を持っているように見えるという辺りが特徴かと思う。株価の動向には、企業収益を巡る不透明感に中東情勢の緊迫を背景とする原油価格の上昇が嫌気されているということであるので、簡単に図表1、原油価格の動向についてまず整理をしてみたいと思う。WTIのスポットでみて3月はじめから原油価格は急速に上昇している。このグラフでいくと今年のボトムが1月17日で約18ドルであった。現在、足許約26ドルということであるので4割強上がっている。勿論かつてのオイルショックの頃と比べると、OPECの市場占有率も相当下がってきているし、サウジの安定化志向というものははっきりしているの、長期的に供給不安が生じるという事態は考え難い。それから石油の投入原単位をみても、73年のオイルショックの頃と比べると、韓国を除いた主要国では相当石油の投入原単位が下がっている。従って石油、原油価格の上昇の影響は、オイルショックの頃に比べればマイルドであるとも言える訳である。しかし、この投入原単位の表でみると、米国の原単位は引き続き高いといえれば結構高い訳である。それからノンオイル・プロデュースング・エマージングの代表格として韓国をあげているが、韓国の原単位は近年急速に上昇している。従って、先行き原油価格の上昇傾向が長引く、あるいは高止まりが結構続くということになれば、世界経済の回復力をなにがしか損なうということには注意が必要である。ブルーチップ3月号の原油価格の想定は18ドルから20ドルで、これに第2四半期以降原油価格を30ドルの想定で置いた場合、先行きのパスがどうなるかということモデルを使ってシミュレーションしてみると、このモデルの試算結果では、2002年の米国の成長率は、ブルーチップ3月号では2%だったものが若干低下するという程度の結果である。ただ、このモデルの試算には資本市場を通ずる影響であるとか、あるいは海外経済を通ずるフィードバック効果というものが十分織り込まれているとは言い難いという面があり、結構大きな影響が出るかもしれないと思われる。

図表 2、株価については、ただ今議論があったとおり最近軟調な展開が続いているが、S & P 500 の業種別の株価をみると、ここへきて下げがきついのは I T、通信サービスといったところである。それからリセッションの中でも比較的好調な足取りを辿ってきた一般消費財・サービスについても、足許はちょっと戻しているが 3 月央からかなり下げているというのがここへきての特徴かと思う。先行きの企業収益、景気に対して多少慎重な見方がこうした動きから窺われる。特に I T については、まだ先行きに不安感が残るということではないかと思う。それでは金利面ではどうかということで、先行きの金利観を F F の先物金利あるいはユーロドル先物金利でみてみると、このところ F F 先物、ユーロドル先物ともかなり下の方にシフトダウンしてきたというのが特徴であり、F R B の早期金融引締めに対する期待の後退というものが明らかにみられる。しかし、多分 F R B としては期待の先走りによって金利が上昇して、それが景気回復の芽を摘みかねないといったことを警戒しているので、そうした懸念に照らすと好ましい動きということになるかもしれない。いずれにしても多少金利上昇期待の後退ということがみられるということである。

図表 4、米国の実体経済、主要経済指標を紹介する。一言で言うと、最近の経済指標は引き続き景気回復を示すものが多い。家計部門についてみると、まず消費者コンフィデンス指数は案内のように 3 月は相当大きく跳ね上がった。引き続きコンフィデンスの改善が続いている。そうした下で 2 月の実質個人消費は、前月比 0.5% とかなり高い伸びを示したほか、住宅着工も 1,769 千戸ということで天候が良かったということもあるが、非常に好調な数字を示している。一方、企業部門であるが、在庫調整の終了から生産が上向く中で、製造業の I S M 指数は 2 月に大幅に上昇して 50 を越えた後、3 月も引き続き上昇ということであり、これで 5 か月連続上昇した。それから製造業 I S M の 55.6 というレベルであるが、これは実は 90 年代後半の景気が非常に良かった時のレベルにかなり接近しており、企業コンフィデンスの改善もかなり顕著なものとなって出てきている。非国防資本財受注（除く航空機）は、設備投資の先行指標としてみて

いるが、これも1月、2月と連続で増加しており、前年比がまだマイナスであるがマイナス幅は縮小ということで、設備投資についてもこれまでの減少ペースが鈍化する兆しがみられる。それから雇用統計をみると、雇用者数は、2月がプラスの数字で出ていたが、その後下方修正されて2月は若干のマイナス、3月になってプラスという数字になっている。いずれにしても雇用下げ止まりから増加に向かうということではないかと思う。雇用調整は続くが徐々に緩和する方向にあるとみて宜しいのではないかと思う。ただ失業率をみると、3月は実は5.7%と2月に比べ上がっている。ただ、中身をみると失職者の増加ではなくて労働市場への参入の増加、つまり求職活動の活発化を反映したものであることであるので、良い失業率と悪い失業率があるかどうか分からないが、敢えて言えば良い失業率の増加ということになるかもしれない。このように経済指標は非常に強い数字が並んでいる訳であるが、そうした状況の下でブルーチップの見通し、直近4月号ではどうなっているのかということを紹介すると、3月号では全体として2002年の米国の経済見通しは2%と置いていたが、4月号では2.6%ということで、かなり大きく上昇している。四半期のパスとしては、第1四半期は在庫が大きく寄与するという姿は変わっていない。それから第2四半期以降、最終需要が徐々にその寄与を高めるという姿、そのパターンは変わっていないが、全体にその寄与度を上げていているというのが特徴である。それから年間見通しの分布状況であるが、これは去年辺りまではふたこぶラクダになっており、相当見方が分かれていた訳であるが、平均の2.6%のところはかなり収斂してきているというのも最近の特徴である。米国は以上である。

図表6、ユーロエリアに移る。統計が出るのが遅いので統計だけみてもよく分からないところはある訳であるが、全体感としては個人消費、設備投資といった内需面に引き続き弱さはあるけれども、輸出、生産については下げ止まりの兆しがみられる。景気全体としては回復に向かいつつあるが、回復ペースは極めて緩やかということで宜しいかと思う。年明け後の経済指標ではっきりとした回復を示すものはそう多くはないが、生産との

相関が高い製造業PMIをみると、受注、生産を中心に改善傾向を辿るといふ展開になっており、生産面では底入れといった動きが読みとれる。勿論、その裏には在庫調整の進捗と輸出受注の下げ止まりがあると思われる。それからユーロエリアでは物価の動きが多少注目される。3月の消費者物価は前年比2.5%ということで、2月対比若干上昇となっている。需給バランスは緩和している訳であるが、年明け後の物価の推移をみると、1月は2.7%と跳ね上がったあと高めで推移をしており、高止まっているという状況である。悪天候による食料品価格の上昇、あるいは11月に実施されたドイツにおける煙草税、環境税の引き上げのベースエフェクトが効いているということである。さらに、先行きについても、冒頭紹介したように原油価格の上昇であるとか、今非常に話題になっている春の賃上げがかなり高くなるのではないかと、仮にそうであるとするとかかなりのコストプッシュファクターを抱えているということであるので、物価動向は欧州経済のリスクと考えていいのではないかと思っている。どういう意味でリスクかと言うと、一番大きくは金融政策の手を縛るということがあると思う。ECBの見通しでは、本年中の物価上昇率はECBが物価安定の目途としている2%を下回ってくると予想しているが、こうした楽観的予想に対しては非常に懐疑論も強いということである。ECBは4月4日の定例理事会で政策金利を据え置いた訳であるが、この先物価上昇率が高まっていくということになれば、景気回復の基盤が弱い中で難しい政策運営を迫られるということになりそうである。

図表7-1、東アジアの方に移りたいと思う。まず実質GDPであるが、韓国の昨年の第4四半期のGDPが入って第4四半期のGDPが出揃った。前期比年率ベースは前期の反動もあり、香港を除いていずれも比較的高い成長を実現したということである。香港駐在参事がよく言っているように、アジアは一つ、一つということではあるが、達観すれば東アジアは全体として昨年第4四半期に底入れをしたというふうに考えられる。シンガポールの第1四半期の数字が出ている。前期比の数字は出ていないが、前年比で-2.6%と第4四半期に比べてかなり前年比のマイナスが縮小してきて

いる。前期比でも多分前期比年率で3~4%のプラスを維持したのではないかということである。輸出の第1四半期の数字というのは、韓国は3月まで入っているが、その他は1~2月計数を四半期に直した数字で弾いてみると、全体として輸出底入れという姿が窺える。単月については、結構旧正月要因等があり数字がギクシャクしているので、四半期で均してみている。参考までに輸出の先行指標として、台湾の輸出受注、それからシンガポールのPMIのうちの新規輸出受注をみると、いずれも昨年第4四半期辺りから足許にかけて改善という傾向が出ており、輸出は下げ止まりから回復に向かいつつあるとみていいのではないかと思う。

最後に前回もちょっと紹介した韓国での回復傾向であるが、それがさらに強まっているので、改めて紹介しておく。最近出てきた指標で非常に驚くべきは、企業景気実査指数(全経連)でこれは企業コンフィデンスである。この3月の数字が138.9ということで、——100がちょうどニュートラルの水準で、この統計は85年からのものであるが——85年以來の既往ピークの数字であり、消費者コンフィデンスの改善も目立っているが、企業コンフィデンスもここへきて大きく改善するという姿になっているというのが特徴である。韓国の場合は、勿論輸出の回復というのも経済の回復に寄与している訳であるが、実は韓国経済の回復を引っ張っているのは、輸出よりはむしろ個人消費であり、他の東アジア諸国とやや異なり、韓国の景気回復パターンはむしろ内需主導型というか、あるいは輸出・内需同時回復型というようなパターンであろうかと思う。そういうことで少し資産市場にはやや過熱の状況が出てきており、株価はいつも紹介しているので、本日は住宅価格、それから家計向けの貸出動向を紹介すると、爆発的に伸びており、住宅ローンだけではなくて一般の消費者ローンも爆発的に伸びている。こうした金が資産市場に流れ込んでいるということもあり、足許住宅価格の上昇が加速しており、また、株価は案内のように暴騰している。資産市場の過熱については、これを危惧する声も強くなってきているというのが実情である。以上である。

速水議長

ただ今の説明について質問があればどうぞ。

植田委員

さっきのアメリカの株価であるが、説明があったようにNASDAQとかハイテクのところは全体が弱い以上に弱いが、一方エコノミストの経済見通しは上方修正が続いている。するとどちらかが、設備投資等の見方について間違えていると考えるのか、それとも設備投資はある程度出てきて量は増えるが、収益に繋がらないような回復をマーケットはみているのかという辺りは如何か。

平野国際局長

スパツとした答えはないが、両方の要素があるのではないかと考えている。一つはブルーチップにおける設備投資の想定であるが、ブルーチップそのものには設備投資の数字がないが、図表5の民間エコノミストによる成長率見通しのグラフでは、折れ線で書いてあるグラフと、棒線の段差部分の中の一部に設備投資の寄与が含まれており、イメージとしては、第1四半期はマイナスだが第2四半期以降プラスに出てきて、第3四半期、第4四半期と多少プラス寄与を高めている。ただし、その設備投資の回復テンポは極めて緩やかという想定になっており、かつまた第3四半期、第4四半期は設備投資がどの程度回復してくるのか、その回復力については今後の金利とか、あるいは企業収益の見通しにも大きく左右されるといったことだろうと思う。そういう意味で、元々ブルーチップによる設備投資の想定もそんなに強く置いていないし、しかもそこにはダウンサイドのリスクもあるという性格のものではないかと思う。一方、最近のIT、通信サービスの株価の下落であるが、これには設備投資需要に対する不透明感というか、不安感の他にも別のファクターも働いているという気がしている。一つは、言うまでもなく企業会計を巡る不信感ということだと思うが、これは福間委員が詳しいところだと思うが、私の理解で申し上げますと、取り

敢えず全般的に会計については保守的なアカウンティングな流れが強まるのではないかと思う。そういうことになるとこれから発表されてくる収益の数字は、かなり控えめの数字が発表されてくる。そうすると市場の期待値に比べると、かなりそれを下回る数字が発表されてくる可能性が高いということが一つリスク・ファクターとして、株価のダイナミックスの中では意識されているのではないか。

植田委員

それはハイテクに特に言えることか。

平野国際局長

ハイテクに言える。特に今、会計でやり玉に挙げられている企業は、圧倒的にハイテクが多い。その象徴的な例が先程も紹介があった月曜日のIBMの決算発表、1~3月の業績の下方修正ということになっている。元々最終需要そのものも怪しいという部分もあるが、相当厳しいアカウンティングを適用したというふうにも言われている。こうした流れがこれから発表になってくるIT関連の企業収益の見通し、これに相当影響してくるのではないかということも言われている。

それから、もう一つは、いわゆる広い意味でのIT関連の投資のウェイトであるが、設備投資全体としてはまず機械投資が8割位である。8割位の中の約半分がIT関連の投資と言われている、IT関連のその部分が先行きどうなるのかということについては、元々非常に不透明感が高く、現在ただ今の段階でも先行きどうなるかということについてなかなかはっきりした見通しが立たない。従って、スパッとした答えではないが、今の植田委員の指摘からすれば、やはり両方の要素が効いているというふうに私は考える。また、ITの株価が今落ちているということとブルーチップの見通しが非常に不整合であるというふうにも思わない。

須田委員

ついでにブルーチップの見通しで、外需の純輸出のウェイトがマイナスのウェイトと、成長率に比べて下がっているが、これは整合的なのか。

平野国際局長

これは、ほやほやな数字なので中身をよくみていないが、余り強い根拠はないなという感じがする。ブルーチップは、平均の見通しであるので、中身の動きも全てきちっと整合的に理解するというのは難しい面がある。ただ、敢えてこの部分を推量すれば、アメリカ経済が潜在成長率を越えてずっと走るという想定のもとでは、輸入が減る訳はないので、アメリカ経済に牽引されて世界経済が立ち上がってきて輸出が伸びるという想定になっているのではないかと考えられよう。しかし、果たしてそうかということについては、まだよく分からない面があるという感じを持っている。この辺の整合性については私自身も多少疑問がある。

須田委員

原油の上昇のところであるが、今は結構世界的に物価がディスインフレーションの世界で、余り原油価格が上昇してもそれをコストに上乗せできないのではないかとという疑問もある訳だが、このシミュレーションで考えているのは物価と景気とどちらか。

平野国際局長

それは非常に良い指摘である。このモデルの構造は実は原油が上がるとプライスが上がり、実質需要が下がるという経路を、一番中心的な波及のメカニズムとして想定している。しかし、現実にはアメリカの環境からみて、原油価格の上昇が国内のインフレに直ちに火をつけるということは考え難いと思う。むしろ原油価格の上昇はその分コスト・プッシュ的に企業収益を圧迫し、それが株価に響き、それがまた設備投資とか消費に響いてくるといようなルートが一番警戒すべきルートではないかと思う。こう

した部分については、このモデル試算には全く織り込まれないとはいえないが、十分には織り込まれていない。従って、先程資本市場を通ずる影響が十分に織り込まれていないと申し上げたのはそういう点である。

田谷委員

それに関連するが、ちょっと参考までに聞きたいが、先程OPECの生産ないし輸出に占めるウェイトが下がってきていると言っていたが、長い目でみると上がってきたということではないのか。

平野国際局長

世界の石油生産に占めるOPECのウェイトが上がってきたということか。世界全体の石油市場に占めるOPECのウェイトは多分現在4割位だと思う。一般的に言われるのは、オイルショック直後の70年代辺りと比べると、いわゆる非OPEC国の石油生産が相当価格の上昇もあって増えたということもあって、むしろOPECの市場占有率は下がったという理解を私は一方的に持っていたが…。これはあとで調べて報告する。もし間違っていたら、ちょっと私の思い違いである。

中原委員

原油の影響は、一般的にはもう少し大きいと思う。仮に、同じような条件のモデルを使ったとしても。

平野国際局長

使っているモデルが違うと思う。私共が使っているのはワシントン大学のモデルであるが、そこに石油の前提を変えて弾いてみた。従ってこのモデルには世界全体がどうなるかということは十分に織り込まれていない。OECDのモデルは世界モデルであり、アメリカ以外の成長率の変化によってアメリカも影響を受けるという二次的、三次的な影響も含まれていると思うので、その分影響がもっと大きく出ると思う。ただし、そのモデ

ルでも、資本市場を通ずる影響は多分十分に織り込まれていないのではないかと思う。先程、株のオーバー・バリュエーションの話があったが、今の環境のもとで、基本的に資本市場が脆弱性を抱えているという前提に立つと、その影響はOECDのモデルがいうよりもさらに大きいかもしれないということではないかと思う。

中原委員

むしろ物価の上昇の方が、金利の上昇を通じて成長率に対する影響の方よりも大きいと考えた方が良いか。

平野国際局長

それはモデルの構造如何であるので、ちょっと私には答えがない。私共が使っているモデルが金利を通ずるメカニズムを全く織り込んでいない訳ではない。ただ織り込み方が弱いというか、そういうことである。

速水議長

それでは次に、調査統計局から最近の国内経済情勢について報告してもらおう。永田理事、早川調査統計局長、願います。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

まず最初にいつものように輸出入から入る。図表5、実質輸出は昨年1年間ずっと下がった後、最近2月の統計が入って、1~2月のところではほんの僅かではあるが増加の方に転じている。図表6の輸出の財別をみると、2002年の第1四半期では、まず第一に中間財と資本財・部品の増加が目立ってきている。中間財および資本財・部品とも、先程、国際局長から説明があったとおり、アジアの景気回復、特に中国とか韓国辺りの需要が強いということで、中間財では、鉄とか化学品、あるいは資本財についても最近では韓国とかを中心に設備投資が出はじめている。自動車についても1

月はかなりマイナスだったが、2月で戻したので、大体横這い圏内まで戻ってきている。若干気になるのは、1~2月の段階ではまだ情報関連がマイナスだということである。勿論、月次では1、2月ともほぼ横這い圏内に入ってきている訳だが、今のところまだマイナスである。ただ、これも環境面をみても、世界の半導体出荷はこの1~2月プラスになってきているし、NIEs諸国の情報関連財の輸出も増えている。あるいは日本についても、情報関連財は輸入はもう増えている。さらに申し上げますと、まだ貿易統計に数字は出てきていないが、ミクロのヒアリングをしてみると、実はかなり受注は入っているということなので、3月に出るのか4月に出るのかそこまでは確たることは申し上げられないが、早晚、日本の情報関連財輸出も増加に転ずるのではないかとと思われる。ということなので、輸出は全体として増加に転じつつあるのではないかと判断している。さらに先程国際局長から説明のあった海外経済の状況について、図表9は日本の輸出ウエイトで世界の成長率を組み直しているものだが、去年1年間下方修正が続いて、足許ここ2、3か月上方修正となっており、特に、アメリカとアジア、この2か所においてかなり目立った上方修正が行なわれている。続いて今度は設備投資を巡る環境に移りたい。まず図表12の企業収益だが、企業収益については、これまで証券会社の収益予想があった訳だが、承知のとおり先週私共の短観が出て、短観の収益予想も加わった。若干数字の大きさは違うが、形は証券会社の収益予想と同じようなものになっていて、2001年度かなり大幅な減益の後、2002年度は全体としてかなり大幅な増益になるという姿になっている。勿論、この数字には、いつものように計画という部分と若干期待という部分の両面が入っていることは間違いないと思うが、少なくとも製造業に関する限りは、輸出が増えはじめたこと、後程申し上げるが生産は下げ止まりつつある、為替は円安である、人件費は削減している、ということを見ると、数字はともあれ、増益の方向性はかなり堅いのではないかと考えている。ただ、全てが良い方向にある訳ではなく、同じ短観の中からも、図表14の企業金融に関しては、資金繰り判断、あるいはまた金融機関の貸出判断ともに足許少し厳

しい方向への変化がある。そうした中で、設備投資の先行指標はどうなっているかということだが、追加資料の設備投資関連指標で、2月の機械受注の数字をみると、2月の前月比は、かなりの増加になった訳だが、1~2月通計でみると、まだ10~12月期対比で-7.3%ということで、こういったことを踏まえても、設備投資はなお減少基調が続いていると思う。この点についても、短観の調査があるが、設備投資計画は全体としてマイナスであったので、設備投資のマイナス傾向はここでも確認される。ここで特徴的だと思うことを二点申し上げると、一つは製造業・大企業の設備投資計画が-8%位になっている。企業収益は増えると言い、また景況感も下げ止まりから今後改善と言っているにもかかわらず、まだ製造業・大企業でも設備投資が動く段階には至っていない。2002年度の増益というのは、現時点ではあくまで絵に描いた餅なので、少なくとも半期で収益が実際に出た位にならないと、なかなか設備投資計画が上向いてくるとい感じにはならないのではないかと考えている。ただ、他方でもう一点の特徴は、非製造業の中小企業で、これは-13%で始まっており、短観の中小企業はマイナスで始まるのが通例であるが、実はこの-13%というのは、過去の平均値からみると比較的マイナスが小さめのスタートである。ここで申し上げたいのは、非製造業・中小企業の設備投資が強いということではなく、先程紹介した企業金融がその設備投資の圧迫に本当に働いているかということについてみると、実は97、98年の企業金融の逼迫時には、この中小企業の非製造業の設備投資が大幅に落ち込んで景気の足を引っ張った訳である。先程企業金融の数字はかなり悪くなっていると申し上げたが、スタート時点のマイナスがむしろ小さめであるということを見ると、少なくとも今回は当時のように企業金融の逼迫が設備投資、特に中小企業の設備投資を大幅に足を引っ張っているということではなさそうであると思う。次に雇用関連である。雇用情勢は引き続き厳しいと思う。労働力調査の完全失業率の数字があって、12月5.5%から1、2月5.3%ということで、失業率はみかけ少し下がったという形になっている。しかしながら、雇用者数とか就業者数というところをみると、むしろマイナス幅は拡大し

ており、失業者の中身をもみても、非自発的失業者が増えている。失業率が低下した理由は、この数字で申し上げると、実は労働力人口が減ったということであり、言わばなかなか職探しをしてもみつからないだろうなと思って諦めた人が増えたということで、先程の平野局長の言葉を使えば、良くない失業率の低下という姿になっていると思う。一方、求人倍率だが、求人倍率はずっと下がっていて、有効求人倍率の2月もほんの僅かに下がったが、新規求人倍率は僅かに上がっていて、必ずしも一本調子の下がりという感じでもなくなってきた。新規求人の前月比をみると、2月は+0.9%と、僅かではあるが増えている。業種別にみると、製造業が前年比でみて12月から2月にかけてかなり縮んでいる。これは実は季調後の前月比でみると、1月が7%の増加、2月が5%の増加ということで、基本的には労働需給は悪化しているが、実は限界的には若干変化が出はじめている。例えば図表21の短観の雇用判断をもみても、実は製造業の雇用の過剰感は僅かではあるが、下がっていたということである。この点に関しては、雇用は通例遅行指標と考えられているが、もともと求人は限界変化指標であるし、それから多分、パート比率の上昇、あるいはまた最近製造業では、最近「生産請負」の利用みたいなのが相当広がっているために、通例に比べて雇用調整のスピードが速くなっていることがここに表われているのではないかという気がしている。ただし、図表19の賃金とか雇用者数をみると、確かに2月単月では賃金のマイナス幅は小さくなったが、四半期でみると、賃金の低下幅は前年比でみて幾分拡大気味であり、所得環境は引き続き悪化している。それから図表24の消費だが、消費については例によって数字が一杯あるので、一個一個説明するのは省略するが、全体としては引き続き弱めの動きであると、このように認識している。例えば、乗用車の新車登録台数は1~3月期前期比で見ればプラスになった。しかしながら、百貨店辺りは1月は良かったが2月はまた落ちた。それから家電とかスーパー等々もどちらかと言うと弱めの動きであると思う。旅行は取り扱い金額の前期比をみると結構大きな伸びになっているが、これは去年の秋のテロ事件の落ち込みが大きかった訳で、前年比でみると

まだマイナスである。そういうことで全体としては少し弱いのかなという感じを持っている。従って、消費水準指数、家計調査の数字が例えば1～2月全世帯の前期比が2.2%となっていて、こういったことから考えると、個人消費は1～3月のGDP統計上ではそこそこ強めの数字が出てくる可能性はあるが、それでもって個人消費が強いという訳でも必ずしもないと思っている。ただ同時に、先程みた所得の弱さとの比較でどうかということになると、所得が落ちている割には個人消費はそう落ちていないという位の感じではないかと思っている。図表 28 消費者コンフィデンスの数字をみると、ついこの間までずっと悪化してきた訳であるが、それが特に個人消費に対して大きな悪影響を及ぼしたようにはみえない。実は足許消費者コンフィデンスも僅かではあるが、下げ止まりのような雰囲気になっていて、このほか消費者コンフィデンスではないが、例の内閣府の景気ウォッチャー調査などをみると、顕著な改善を示している。基本的には所得が弱い下で個人消費が強いというのは考え難いとは思いますが、そういった気分の変化みたいなものがどう出てくるかということも一応みておく必要があるかと思っている。それから、図表 32 の生産面である。生産については繰り返し申し上げているとおり、去年の第 3 四半期まで大きく減ったあと、第 4 四半期にマイナス幅が縮小して、第 1 四半期はほぼ横這い圏内ということである。実は 2 月の生産指数が出て、経済産業省の見通し調査対比では、かなり下振れた訳だが、皆さん承知のとおり、私共は元々横這いと申し上げてきており、我々としては思ったとおりの横這いであると思っている。数字をみると、まず第一に、これまで大幅にマイナスに寄与していた電気機械の減少が止まってきているのが最大の特徴である。生産予測指数は確かになお下振れている。しかしながら、その下振れの程度は実は小さくなってきている訳で、これも通例、在庫調整終了が近いということを表わす数字である。次に、図表 33 の在庫である。はじめての方もおられるので若干補足しておく、在庫循環というのはぐるぐる回る癖があって、右上の方を 45 度線を下から上に切ると、これが在庫調整のスタート局面、逆に左下の方を上から下に切ると、これが在庫調整の終了局

面であり、通常これがほぼ景気基準日付の山と谷に一致すると言われている訳である。そういった観点で鉱工業全体をみると、はっきり巻いてきていて、45度線に到達するのは間もなくという感じである。一番ひどい状態にあった電子部品はもう既に45度線を越えた。それからその他生産財というのは主に素材だが、素材も私がこれまで何回も調整が遅れていると言っているうちにあつと言う間に結構進んできて、今では調整終了は間際という感じにまでなっている。次に物価である。物価も昨日、卸売物価が発表になって、3月の前月比はゼロ、前年比が少しずつマイナスが縮んでいるという姿である。最近の注目点は、先程国際局長からも報告があったように、原油価格を中心に国際商品市況はかなり顕著に上昇している。これには原油の動きが最も大きく影響している。勿論、何か月単位でみると、それに円安が加わっていると思う。その結果、輸入物価の3か月前比をみると、3月は2月に比べると上昇幅は少し縮んでいるが、これは若干円高になったせいであり、流れとしてみると、このところ輸入物価の上昇が続いている。さらに国内卸売物価の3か月前比をみると、若干数字の遡及改訂もあって、12月-0.5から1月-0.4、2月-0.2、3月-0.1ときれいにマイナス幅が縮んできた。細かいことは申し上げないが、基本的には在庫調整の進捗によって素材の下落幅が縮んできた。二番目に、電子部品とかが最近上昇しているので、通例であれば常にマイナスである機械類のマイナス幅が縮んできています。最後に足許のところでは、国際商品市況の上昇と円安によって石油関連が上昇している。今の感じで申し上げると、4月はこの3か月前比でみて、ゼロか、ひよっとするとプラスに出る可能性があるというような感じである。東京電力が4月に電力料金を引き下げるが、それがなければ確実にプラスというところであった。勿論だからと言って、これは基調として卸売物価が上昇しているというよりは、たまたま先程申し上げた円安であったり原油価格であったりが、たまたまこの時期に集まってくるために3か月前比みたいなところでみると、ぐっと上がってくるという感じの姿になっている。例えば図表37の短観でみた各種の国内の需給環境をみると、確かに足許、例えば製造業周り切りは、

需給環境の悪化に歯止めが掛かりつつあるという感じはするが、水準からみればまだ相当低いところにある訳で、需給のレベルとしては引き続き緩い訳である。さらに物価指数でも、図表 42 の消費者物価をみると、このところずっと前年比-0.8 とか-0.9 で下落幅でみて横這いという状況が続いている。

以上のような計数を踏まえて、文章編の概況のところと、合わせて図表 1 の短観の景況感である。ただ今説明したとおり、経済には二つのことが同時に起こっていて、一つは輸出が増加に転じつつあり、生産はほぼ下げ止まりということである。その結果というか、図表 1 の短観をみても、製造業・大企業の業況判断は下げ止まり、先行きは改善が見込まれているということである。因みに特に景気の谷においては、景気基準日付の谷とこの短観の製造業・大企業の業況判断の谷の一致度は極めて高いということがよく知られており、景気基準日付の谷がいつになるか、正確なことは分からないが、既に過ぎてしまったのであれ、この先であれ、現状我々はそれにかかなり近いところにいるということはほぼそうであろうと思われる。ただ、しかしながら、これはあくまで輸出、在庫、生産といったところに着目した動きであって、内需については先程から説明しているとおり、設備投資もまだマイナスだし、個人消費も弱い、あるいはまた、そうした中で公共投資もまだ減っていくという方向なので、GDP 的な感覚でみると、まだそう簡単に景気が全体として下げ止まったとはなかなか言えない状態である、現にというのも何だが、この短観でも逆の方向である非製造業・中小企業のところでもまだ下げ止まりすらしていない、というような感じになっている。ということで今回、月報の具体的な表現については明日議論する訳だが、私共の案としては、「景気は全体としてなお悪化を続けているが、そのテンポは幾分和らいできている」と表現している。本日発表になると思われる内閣府の判断と比べると、多分我々の方が若干慎重な感じになるのではないかと考えている。ただ、それは、先程も申し上げたように、私は、事実認識が大きく違うとは余り思っていないで、むしろその景気基準日付みたいなところをある程度意識して物を考えるか、

あるいはまた非製造業とかそういった全体を考えて物を考えるかの、言わばどこに目線を置くかということの差が出ているだけだと思う。普通であればそんなに差は開かないが、今のような景気局面においてはどうしてもそういうことが起こってしまうということで、以前からそういうことになりそうだ、と申し上げていたがそうなってきているということである。私の説明は以上である。

速水議長

質問があればどうぞどなたからでも。

須田委員

一つ宜しいか。中国への輸出が増えていると言ったところの説明について、円安によって価格競争力が十分に好転しているということか。

早川調査統計局長

最終財の世界であると、中国に対して価格競争力も何もないが、実はここで主に考えているのは、中間財がよく出ている。これは典型的に言うと、鉄とかであり、後は化学も出ている訳である。福間委員は既によくご存知だろうが、例えば鉄について言えば、何を隠そう日本が世界で一番安い訳なので、そうした中で円安になると実は鉄だけとってみれば、価格競争力は対中国でもある。

須田委員

これは中国との競争なのか。

早川調査統計局長

然り。中国でも。

須田委員

ほかでもあるのか。

早川調査統計局長

勿論両方ある。中国市場におけるほかとの競争力もそうだし、とにかくそういったものに関して言えば、消費財ではとても勝負にはならないが、中間財の世界ではある意味で均質な財だから、世界中で同じ価格になる性質のものであり、とりわけ日本のは競争が激しいから、極端に安いということである。

春委員

電気料のことをコメントしていたが、電気料が卸売物価に与える影響を計算するフォーミュラは持っているのか。

早川調査統計局長

それは実は、東京電力とも詳しく相談しながら計算している。実際には0.1%強多分4月の卸売物価を引き下げる。

春委員

関東だけであるが…。

早川調査統計局長

然り。

春委員

それで0.1%なのか。

早川調査統計局長

0.1になる。

春委員

電気料の7%下げでなるのか。

早川調査統計局長

然り。卸売物価では電力は大口の方になるので、もう少し8%位の下落で、それでウエイトを掛けると大体そんな感じになる。

福間委員

大企業、中小企業、製造業、非製造業、いずれにしてもこういう見方は非常に一貫したやり方だから、このこと自体は別に文句はないし、このままで異論はない。ただ、今非常に二極化現象が出ている。非製造業でも製造業、あるいは中小企業、いずれもそうである。そういうのはどちらかというとな性的かもしれないが、企業業績からみれば定量化できるような部分がある。そういうものをマクロ的にみる時にはどういう具合に言えるのか。というのは悪いのをみていたらいつまで経っても悪い悪いと言わなければならない。ところが、勝者の方をみれば、そうではない。こういうもので言う時には、どういう見方が良いのか。

早川調査統計局長

なかなか二極化というのは難しい。今委員が言われたとおり、単純に製造業、非製造業とか、勿論大きく分けると製造業の方が少し良さそうで、大きく分けると大企業の方が少し良さそうというのは事実だが、実は個別に入っていく、あるいは個別の産業に入っていくと、そんな話では実はなくて、同じボックスの中に必ず良い人と悪い人がいるのが実情である。それがマクロにどう影響するかというのはなかなか難しいが、例えば今年の3月の短観などをみて、私共若干そういうことではないかなと思ったのが、一つはD Iという一人一票の世界と、あるいは売上げ、収益、あるいは設備投資といった金額の世界で若干動きが違う。特に、例えば非製造・中小企業が特に悪いのはD Iである。売上げ、収益、設備投資も決して良くは

ないが、そんなに極端に悪くないような気もする。それはどういうことかと考えてみると、実はD Iは一人一票なので、典型的に言う一番票数をもっているのは、建設業と卸売業とが一番票数を持っている。そうすると、この辺がジリ貧的に売上げも落ち、収益も落ち、ずっとD Iは悪いと言い続けていくと、一人一票の世界ではどうしてもずるずる弱い。ただ、そうした中であっても、例えばサービス業ならサービス業の中で元気な企業があって、元気な企業はそこそこ売上も伸びる、稼ぎもする、必要があれば投資もするということになる。だからちょっとD Iとそういうのを重ねてみると、D Iが弱すぎる感じが出るのは、多分そういった二極化現象が何かの形で表われているのではないかと思っている。

速水議長

宜しければ次に移る。それでは最後に、企画室から最近の金融環境について説明してもらおう。増渕理事と雨宮企画室参事役お願いする。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

雨宮企画室参事役

今日の説明のポイントだが、全体の構図としては、金融環境には余り大きな動きはない。取り敢えず二つポイントを説明しようと思っている。一つは、ペイオフ解禁を控えたマネーサプライの動向の特徴点である。それから二つ目は、金融環境全般は引き続き厳しい情勢が続いている訳だが、非常に限界的にみると、少なくとも悪化がどんどん悪くなっているという状況ではないかもしれないという材料が幾つか挙がり出している。例えば先程から若干議論に出ていたが、中小企業の資金繰りのD Iとか、長プラが5か月振りに下がったとか、社債・CP市場の環境とかから判断すると、どんどん悪化するという感じではなくなっているかもしれないといったところである。

まず、クレジットの方から説明する。参考計表の追加分のクレジット関連指標をみると、今日発表になった5業態の貸出残高の3月の数字は

-2.3%ということで、1~3 月期を合計すると-2.4%なので、去年の夏以来マイナス幅を少しずつ拡大させてきている。ただこの、1月、2月、3月だけよくみると、-2.4%、-2.4%、-2.3%ということで、単月ではどんどんマイナスを拡大させているという姿にはなっていない。さらに先行きの計画ということで、図表2の主要3業態の貸出実績・計画という数字をみると、3月の実績見込-3.8%という数字があるが、これは非常に珍しいことに上方修正で着地して、-3.4%で着地した。この3月の実績-3.4%に対して、6月の計画は-3.4%と変わらずなので、マイナスはマイナスであるが、この数字からみる限りは、マイナスがどんどん突っ込んでいくという感じにはなっていない。ただ、ヒアリング情報で中身を見ると、若干社債、CPからのシフトがきているとか、あるいは3月の期末の貸出といった要因もあって、資金需要の基調が変わったという報告はまだきていないし、先程から説明のとおり、今後仮に企業収益、資金繰りが若干良くなって、なお設備投資が出ないという状況が続くとすると、貸出の数字が、目にみえてマイナスが縮んでいくとも到底思えない訳で、ここはもう少し様子を見てから判断したいと思っている。貸出は以上である。

次はCP、社債市場の動向である。図表3のCP発行残高をみると、直近の数字は今朝発表したもので、20.4兆円と引き続き20兆円台はキープしたが、さすがに前年比の伸び率は9%まで低下している。社債発行額は、大体前年比で2%位の伸びが続いているということで大きな変化はない。クレジット・リスクの取り方の状況だが、3月まではそう大きな変化はなくて、例えばCP市場でA2格以下のウエイトは、かつて15%位あったものが、3月8%位ということでやはり引き続き下がっているし、社債市場でもトリプルB以下の発行というのはほとんどなく、3月だと0.3%である。これも去年は大体15%位あったので、トリプルB以下の発行はほとんどないという状況は変わっていない。ただ、4月以降大手企業のヒアリング等を踏まえて判断をすると、少なくともこういう状況はどんどん悪化するということではなくなっている、という声が増えているように感じられる。クレジットの動向は以上である。

次はマネーである。マネーは今日発表したの数字から説明する。まずマネタリーベースは、——これは既に発表済みだが——3月32.6%ということで、非常に大きな伸びになっている。先程来申し上げているような、当面当座預金が高止まりするということを前提に考えると、4月は恐らくこれを上回る伸びになる可能性があるかと考えている。それからマネーサプライだが、3月3.8%ということで、非常に僅かながら1月、2月と比べて徐々に伸びを高めている。特徴点を幾つか申し上げますと、M1、流動性の通貨が24.4%という非常に高い伸びになっているということで、1月、2月、3月と流動性預金の伸びは高くなっている。中身は現金通貨、それと預金通貨ということがみて取れる。低金利に伴う機会費用の減少に加えて、やはりペイオフ解禁を控えた動きというのは一つここに表われているかと思う。二つ目の特徴はCDであるが、CDが3月に久し振りに-9%とマイナスが付いている。これはどうもそれまで地公体が運用でCDを相当購入していたものを、ここで大幅に運用を控えて、流動性預金の方に回したということが影響しているようである。あともう一つの特徴として、この数か月預金の前年比は専ら上位業態が伸びている。下位業態はマイナスあるいはプラスを縮める中で、都銀、上位業態の方の預金が増えているということがもう一つの特徴として挙げられる。ただ、いずれにせよ申し上げた特徴点は、M2+CD内での動きなので、全体としてM2+CDが少しずつ伸びを高めているということについては、別のところからの資金シフトが中心だろうとみていて、その内容は広義流動性の各種金融商品の内訳をみると、投資信託の公社債投信、これが昨年末以来この3月に至るまでマイナス幅を拡大させており、多分、公社債投信からのシフトというのが大きく効いていると考えている。実は今月は4~6月期のマネーの見通しを公表する月である。マネーサプライのM2+CDのところをみると、1~3月期の実績は3.6%と、当初我々の公表した数字が3%前後ということだったので、当初見通しに比べてやや大きく上振れした。内容的にはやはり、今申し上げた公社債投信からのシフトが意外に続いているというようなことであった。従って、我々はこの後の4~6月期の見通しも内

部的な数字は 3.8%と見積もっていて、対外公表の文章としては 4%前後ということで発表したいと考えている。マネーの動きは以上である。

金利に関して二言だけ申し上げると、図表 11 の企業の資金調達コストをみると、長期プライムレートは、4月5日は 2.3%だったが、4月9日付けで 2.1%となり、これは 5 か月振りの引き下げである。実は去年の 11月の 1.65%というのがボトムだったのだが、その後 4 か月連続で引き上げられて、今月 5 か月振りに引き下げられたということである。長プラの意味合いについては色々議論のあるところだが、少なくともスプレッドがどんどん拡がるという動きは止まったということの一つの表われである。それから 3 か月物の C P レート、社債発行クーポンは 3 月までの数字しか出ていない。これは期末で上昇しているが、先程、流通金利の動向の報告があったが、恐らく発行ベースでも 4 月に入ると上げにストップが掛かっているか、若干下がっているかと思われる。それから企業金融周りで中小企業のところである。図表 16 の資金繰りの D I をみると、これは先程早川局長から説明があったとおり、3 月短観ベースで 1~3 月期の資金繰り判断 D I は、全国短観の大企業、中小企業ともに悪化している。ただ、中小公庫と商工中金の D I をみると、中小公庫が 1 月 -25.2%、2 月 -26.3%、3 月 -26.1%と、それから商工中金も 1 月 -10.9%、2 月 -10.0%、3 月 -8.9%ということで、ちょっと改善というにはまだ早い、少なくとも悪化は止まっている感じがある。実は商工中金や中小公庫の D I 調査は、短観や景気と比べると幾つかの特徴点があって、まず短観の D I と比べると、気持ち短観より先行する。これは多分サンプルの違いと聞き方の違いがあって、要するに短観側の良いか悪いかの聞き方に対して、こういうところは前期と比べて良くなっているかどうかという、フローの聞き方をしている、若干短観より先行するということと、概して景気の動きとほぼ一致して動くと、要するに生産が下げ止まって、収益が若干改善してくると資金繰りも悪化が止まると、ほぼ景気と一致して動くという特徴がある。だから、これはもう少し時間をかけて、この後の数字の出方をチェックする必要があると思うが、少なくとも過去 1 年どんどん悪化してきた資

金繰りの悪化のテンポが和らぐ、あるいは悪化がここで止まりつつあるかもしれないということだろうと思う。ただし、水準的にはそれぞれマイナスは相当大きなところなので、厳しい状況にあるということは変わっていないし、金融機関の貸出態度について、中小企業金融公庫でみてもちよつと月毎のでこぼこはあるが、中小公庫ベースでは「緩い」超幅がどんどん縮まるという傾向は今のところ変わっていないので、そういう厳しさは余り変わっていないと思う。

あとは、倒産の数字等は、実は前月出たものは報告済みなので省略して、今申し上げた金融環境のチェックポイントということで纏めておくと、輸出と生産とから波及して実体経済の方の悪化が緩和するに依じて、やはり製造業を中心に中小企業等の資金繰りも改善していくという動きは、可能性としてはあり得ると思う。実際にこれらの中身、業種別の動きをみると、恐らく売上げ、資金繰りが改善しはじめている、あるいは悪化が止まっているのは、自動車とか電機関係であって、官公需関係の公共事業とかあるいは衣料品、洋服等は実は余り変わっていない。恐らく輸出、生産に主導されて製造業を中心に資金繰りもプラスの動きに及ぶ可能性があるが、それがその他の分野にどう及ぶかというのは、まだよく分からないというのが一点と、仮にそちらの方から改善が進んだとしても、銀行の融資姿勢とか、あるいは市場におけるクレジットコーシャスな態度と、スタンスというのは変わらない。そうすると、両方のプラス、マイナスの要因がぶつかり合うというような展開になるかと、これらをチェックしていくのかなと考えている。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

中原委員

金融商品の中の外債がずっと増えてきているが、この背景は何か。

雨宮企画室参事役

この先どうなるかは分からないが、少なくとも今、中原委員が引用されている手許の資料の数字では、例えばマネー関連指標の各種金融商品の内訳というところで外債をみると、去年1年間、少しずつ伸びを高めている訳である。ただ、これは実は、多少円安要因というのを割り引いた方が良く、今ちょっと換算前の数字は手許に持っていないが、十数%これから割り引くと良いが、それを割り引いてドルベースでみても、やはり外債の伸びは増えている。ただ、額的にこれが非常に大きな、個人の外債ラッシュとか、そういうものに繋がるかということ、時々新聞にそういう情報があるが、そういうものよりも機関投資家等が少しずつ外債の買い増しをしているということだろうと思っている。この1年間実はコンスタントに伸びている。

須田委員

私は別の質問だが、最近また外銀が貸出を増やしている。あれはやはり公的部門向けか。

雨宮企画室参事役

そうである。外銀については、規模がもの凄く小さくなってしまったのと、公的部門向けの貸出はもの凄く振れる。因みに今須田委員が言われた、例えば邦銀の貸し渋りで、外に滲み出しの効果が出ているのかどうかという意味では、例えば中小公庫等の三公庫の貸出の前年比は今ほとんど-3.5%という状態で変わらないので、そういう動きがそちらに滲み出しで出ていることはないと思う。

田谷委員

広義流動性の伸びが下がってきている訳だが、主たる理由というか、寄与度でいうとどこが効いているのか。数字をみてもなかなか分からないので。

雨宮企画室参事役

寄与度でみれば例えば郵貯のマイナスがずっと続いている。

田谷委員

しかしこれもまあ、銀行預金になったりするものであろう。

雨宮企画室参事役

広義流動性の寄与度の数字は、今手許に持っていないので後程数字を報告する。ただ、マイナスが効いているのは、やはり郵貯が大きかったのと、幾つか大きい項目でこれとこれがマイナスで寄与しているという説明はできる。ただし全体として、なぜ広義流動性の伸びが落ちているのかという説明には多分それらではなくて、やはり全体として、所得が伸び悩む中、貯蓄・投資の結び付きが小さくなっていると、あるいはその大きさが小さくなっているということだろうと思う。それでその中で流動性のある方にどんどん金がシフトしているということだろうと思う。

藤原副総裁

幼稚な質問かもしれないが、ペイオフ解禁後の金融商品の動きの中で最近話題になっているゴールドラッシュというのは、どういうところで統計的にみるのがよいのか。

雨宮企画室参事役

それは金の売買高というのを別途数字として我々はとっていて、それでみることは可能である。ただ、これは実は2か月位前に一度全部チェックしてヒアリングした限りでは、増えていることは事実だが、そんなに爆発的に増えているという程でもない。

藤原副総裁

増えていないのか。海外の新聞が社説か何かで日本にゴールドラッシュ

が起きているみたいなことを2、3社書いていたので。

雨宮企画室参事役

むしろ、やはり個人も含めて専ら定期性から流動性のシフト、それから下位業態から上位業態へのシフトが圧倒的に大きな動きだと思う。ほかにその手の報道だと、地公体がCDを解約してTBやFBを買いまくっているみたいな話もあるが、必ずしもTB、FBの保有分が高まっている訳ではなくて、やはり流動性預金にシフトしているという感じだろうと思う。

速水議長

ほかにないようであれば、以上で本日の議事を終了する。明日は午前9時に会合を再開したいと思うので宜しく願います。なお、予めからお願いしているが、決定会合に対する信認を確保するために皆さん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、くれぐれもお願い申し上げます。

(午後3時47分中断、11日午前8時59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

それでは定刻になったので、ただ今から金融政策決定会合を再開する。はじめに、本日の議事の取り進め方について申し上げます。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を行なう。それから、もしあれば、政府からの出席の方々の発言、そして金融市場調節方針の採決と進めていく。その後、4月分の金融経済月報の基本的見解の取り纏めを行なう。さらに、前々回会合の議事要旨の承認をして頂きたいと思う。本日は政府からは、財務省から谷口副大臣、内閣府からは小林審議官が出席されている。予め断っておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録

することを前提とするという約束なので、委員および政府からの出席の方々におかれては、そのことを前提に発言して頂くようよろしくお願いする。

それでは、昨日の執行部からの報告等を踏まえて、金融経済情勢と金融政策運営に関する検討を行ないたいと思う。討議の形式は、いつものように最初に金融経済情勢に関して順番に意見を頂いて、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する。その後、政府から出席されている方々から意見があれば伺うという順に進めていきたい。それでは、委員方の意見を伺うが、ポイントを絞って議論して頂くために、金融経済情勢、金融政策運営方針の各ラウンドにおいて、それぞれ一人5分程度でお願いしたいと思う。では、金融経済情勢について、本日は中原委員からお願いする。

中原委員

まず、景気の現状だが、最終需要については未だ回復の兆しはみえないということだと思うが、総じてみれば、悪化のテンポが緩やかになってきて底を探る展開になってきたということであり、昨日の事務当局からの説明に違和感はない。先般の短観によると、大企業で外需による先行き業況の改善を見込むという先が増加していて、その限りで生産の方は年央には底打ちをするという可能性はかなり高いと思っている。鉄鋼とか化学の素材業種では、東アジアの外需に支えられて、価格の下落傾向に歯止めが掛かっているようであるし、この頃は、日経とか日刊工業等の新聞の商品欄、素材市況欄等をみると、軒並み値上げの見出しがみられる。問題は、短観にもみられるように、中小企業の景況感の悪さ、それから先般の支店長会議で各支店長から報告があったが、地方経済の悪さということである。このような構造的な二極化が進む中で、循環的な面で回復の動きが外需主導でみえはじめたということだと思う。

米国経済については、個人消費が堅調で、企業部門は在庫投資で自律的な回復基調を辿りはじめたということだと思う。米国経済は、企業収益、

資産価格、長期金利、企業や家計の過剰債務問題、そしてここへきての原油価格の上昇、こうしたリスク・ファクターを多く抱えている。原油価格については、なお、状況をよくみる必要があると思うが、それ以外のリスク・ファクターの顕現化の可能性は大分小さくなってきたと思う。企業収益は、ユニット・レーバー・コストがかなり低い水準まで下がってきて、生産性が上昇しているということから考えると、今年の第4四半期辺りからみられるが、収益の改善は今後出てくるものと思う。また資産価格、地価、株価等は、ドル高、あるいは米国経済の回復期待で、少なくともダウンサイド・リスクは相当小さくなってきた。先般、ダラス連銀の総裁の発言でもみられたが、Fedのスタンスがかなり安心感を与えているというところも大きいと思う。長期金利の上昇の動きもすぐ顕現するという可能性は低いと思う。また、足許の原油価格の上昇の影響はなかなか判断が難しいが、10ドルから15ドルという程度の上昇であれば、ベース・シナリオを大きく押し下げるものではないと思う。

先行きについては、昨年10月の展望でリスクとして四点挙げた訳だが、このうちの海外要因の部分、米国経済、IT関連業種の動向、この辺については想定していたよりも早いタイミングで、プラス方向に転じていると言ってよいかと思う。ただ、日本経済に係るリスク・ファクターにはまだ多くの不確定要因が残っている。不良債権処理、構造改革、さらに今動いている経済活性化のための税制改革、これも先送りされる懸念が強いと感じている。これによる経済主体のコンフィデンスの低迷もあって、設備の調整、雇用・所得の調整圧力、これは引き続き強く残る。デフレギャップはなお拡大するし、消費者物価の下押し圧力も解消しないと思う。設備投資については、法人企業季報、あるいは短観をみても、企業が引き続き抑制スタンスを持っているのを感じる。収益やキャッシュ・フローと設備投資の関係も、従来と比較して薄れてきているように思う。ビジネスコンフィデンスが極端に萎縮しているという状況はまだ大きくは変わっていない。それから、最近の雇用統計、春闘の結果等の動きは、日本的な労働市場の構造の変化を促している本質的なものもあると思う。こうしたこと

から、先行きの個人消費には大きな期待はできない。金融資本市場は、日銀の潤沢な流動性供給、世界景気の回復や企業業績の回復見通し等から、期明けから総じて落ち着いた動きである。国債市場も買い安心感が広がっていて、分散投資で円をある程度で持たざるを得ないとか、機関投資家の運用難というような状況を考えると、長期金利が急激に上昇する可能性は小さいと思う。株価も、企業収益の回復予想が一応明らかになってきたことで、上値を追う力はないし、イベントリスクに対してなお不安定という状況だが、2月の下旬の底値をさらに越えて下落するというリスクは少なくなっただと思う。ただ、クレジット・スプレッドは引き続き高止まりしているし、また金融システムに対する海外からの目はまだ厳しい。引き続きクレジット・イベントに対して万全の注意がいるのではないかと思う。為替面では、比較的安定しているが、今後の米国のISバランスとか、日本の経常黒字の拡大傾向を考えると、むしろ円高方向に振れるリスクを警戒していくべきではないかと思う。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

経済情勢全般の判断については、昨日の調査統計局長の説明に大体同意する。つまり、輸出の回復、あるいは在庫調整の進展によって、製造業の生産とか収益が底入れしつつある、あるいは底入れに近いという局面ではないかと思う。しかし、GDP的に考えると、消費とか設備といった内需について、ここ暫くは弱い動きが続くと見込まれるので、経済活動全体として下げ止まるのは、まだ少し先のことではないかと思われる。物価の読み方は少し微妙ではないかと思う。卸売物価の下落は、前年対比ではまだマイナスがかなり大きい訳だが、瞬間的には下げ止まりつつあるという状況になってきた。当然為替要因とか、石油価格上昇ということの影響がある訳だが、電子部品あるいは一般素材における在庫調整というような動き

も効いてきているように思う。つまり言い換えると、まだかなり大きな需給ギャップが残っていても、限界的に需給関係が改善してくると、卸売物価に対する下落圧力というのは、徐々に緩和されてくるという状況が生まれているのではないかと思う。それに対して、消費者物価については、そのような変化が観察されない訳である。供給体制の革新とか、あるいは品質が良くてかつ値段も安いという輸入消費財の浸透が続いている訳で、こういうサプライサイドがCPIの方により強く表われているように思われる。仮にそう考えると、我々が設定したCPIでゼロインフレ以上というようなある種の目安というのは、かなり高いハードルだと改めて思うが、これはまだもう少し先にいって議論すべき問題だと思う。ただ、少し卸売物価の動きが限界需給を反映するような方向で少し変わってきているということに着目したいと思う。ただ、もう一つ物価について言うと、名目賃金の下落が大きくなってきているにもかかわらず、ここまでのところはサービス価格の安定が続いている訳である。4月の価格改定期に入って、これがガタンと段差をもってサービス価格の下落が生じるのか、やや疑問のように思えてきているが、しかし、ここは間もなく結果が出てくるので、それを待ってまた改めて議論し、判断していきたいと思う。

今回の重要なポイントの一つは、マーケットの、特に株式市場におけるある種の小康状態というか、凧のような状態が、今後どの方向に振れていくのかということだと思う。我々は、4月に入って株価その他の再調整が生ずるかもしれないというようにリスクを警戒したが、これまでのところは起きていない。これはなぜなのかということについて、先程中原委員も少し触れられたが、やはり内外における景気回復の期待、あるいは業績回復への期待というのが一つの背景になりつつあるということではないかと思うし、そういう意味で市場の中に多少ポジティブな要素が認められはじめているということではないかと思う。しかし、逆に不安定な面も数多くあると思う。その一つは、やはり海外の要素で、アメリカの景気回復のトレンドは割合はっきりしてきた訳だが、在庫調整一巡のインパクトが過ぎ去ったあとに、どの程度の景気回復の基調が表われてくるのかまだよく

分からない状態だと思し、昨日植田委員が指摘されたように、株価が上がっていないということは、一体どういう意味を持つのだろうか、私も気になるところである。加えて中東情勢、原油市場における変化というようなのが、新しいリスク・ファクターとして出てきているように思う。それから国内においては、やはり日本の金融システムの問題というのは引き続き残っている訳で、当面、いわゆる特別検査の結果が、内外の市場においてどういうふうを受け止められるのかということが、留意すべき点としてあると思う。というようなことで、今後の市場の展開にはまだかなりのリスクが残っているとみておくべきではないかと思う。以上である。

速水議長

次、藤原副総裁願います。

藤原副総裁

景気や金融情勢の判断については、昨日の執行部の説明に違和感はない。総括的には、景気悪化のテンポは幾分和らいでいるということで、先月に比べると判断は幾分上方修正するということが宜しいと思う。また、その内容をみても、輸出・生産の改善の動きがみられる一方で、最終需要が弱いということで、この点も余り付け加えることはない。そのうえで、昨日の説明を聞いた後、少し気になる点について幾つか私見を述べておきたいと思う。まず、やや心配な材料だが、アメリカの株式市場のセンチメントが幾分弱気になっているということがある。足許の景気指標は、かなり強いという一方で、どうも先行きの企業収益の回復に今一つ市場が確信を持ってないということだと思ふ。それに中東情勢の帰趨や原油価格の動向も含めて、海外経済の先行きについては、まだまだ不確実性が高いとみておくべきだと思ふ。一方で、明るい方向の材料だが、昨日の調査統計局長の説明にあったとおり、極めて限界的ではあるが、雇用の一部が改善しはじめているという可能性がある点は、注目される。この前の短観でも、雇用判断DIに下げ止まりの兆しがみられた。パート採用や派遣社員の活用など

によって、雇用の調整速度が意外に速くなっている可能性もひょっとしたらあるのではないか。雇用は遅行指標というこれまでの固定観念を修正するような動きが出ているかもしれないので、よくみていきたいと思う。もう一つ挙げると、信用スプレッドの拡大に歯止めが掛かりはじめたのではないかという兆候もみられる点、それから中小企業の資金繰り関連統計に下げ止まりの動きがみられる。これらも極めてマージナルな動きとはいえ、注目していくべきだと思う。私達はこの1年間、経済が98年から99年のタイプの流動性クランチに陥らないかどうかという観点から、情勢を丹念にフォローしながら政策対応を図ってきたつもりだが、仮に生産や売上の回復と共に、こうした恐れが幾分なりとも後退するとすれば、先行きの景気回復の展望を補強する材料だと思う。ただ、そうは言っても、金融機関の貸出姿勢や社債・CP市場の情勢からみて、信用仲介機能が回復するにはまだまだ距離がある。何より金融システムに対する内外の見方は、好転していないように思われる。12日には特別検査の結果が発表されるようだが、その内容やマーケットの反応には十分注意していきたいと思う。以上、それぞれ断片的な感想だが、先行きの経済を見通す場合、リスクとしては、どちらかと言えばまだまだダウンサイドの方向であり、そちらの方向にウエイトを置いてみていくべきだと思う。次回決定会合で、展望レポートを議論する訳だが、その際ポイントになるファクターは、海外景気、金融システム、内需の回復力、構造調整の影響といった点だと思う。これらについては次回また述べたいと思う。情勢判断については以上である。

速水議長

次、須田委員お願いする。

須田委員

本日は、金融政策運営の方に少し長く時間をとりたいので、金融経済情勢については極く手短かに止めておきたいと思う。金融経済情勢に関する基本的な見方については、昨日の執行部の説明に違和感はない。以下、内外

のダウンサイド・リスクとして最も私が重視している点について、簡単に指摘しておきたいと思う。海外についての最大の懸念材料は、言うまでもなく米国経済の先行きである。米国は、史上最長の景気拡大を続けた後、僅か1四半期の小幅のマイナス成長を経ただけで再び回復局面に入るとみられている。一般に景気回復初期において経済の不均衡が全て解消されている訳ではないが、特に今回は、調整が従来に比べて浅かっただけに、過剰設備・過剰債務など、経済の不均衡が十分に調整されず、それを抱えたまま回復過程に入る可能性が大きいのではないかと思う。回復という方向は皆さんも指摘されているようにほぼ確かであるとしても、今後回復する余地がどの程度あるのかという点は気掛かりである。それに加えて、皆さんの指摘もあったが、中東問題の深刻化、原油価格の上昇、それから会計疑惑、IT関連企業業績の先行き不透明感の台頭など不確実性が高まっており、それらが人々の期待を通じて米国経済に与える影響を懸念している。また、景気回復期において物価上昇が起これば実質的な調整を促すが、低い稼働率にみられるグローバルな供給過剰と競争激化、それにドル高という状況の下で、米国企業の価格支配力が低下し、価格上昇が困難になっている。それが景気の足を引っ張りかねないと思っている。GDP比4%を越えるような経常収支赤字のサステナビリティの問題も無視できない。米国の景気回復は、現在日本の景気回復の唯一のエンジンである輸出動向に大きな影響を与えるので、これら懸念材料が米国経済景気の標準シナリオを狂わせることはないかどうか、注意深く見守っていきたいと思っている。

国内における最大のダウンサイド・リスクは引き続き金融システムの脆弱性である。非製造業、特にその中小企業を中心に、企業の返済能力が著しく低下しているうえ、金融機関の経営体力も疲弊していることから、バランスシート調整圧力の負荷が相対的に増しているのではないかと、そしてこれに耐え切れずに企業倒産や失業が増加する可能性が高いのではないかと、と危惧している。逆に、不良債権処理の内容やペースが市場から「遅い、甘い」と評価されると、金融市場が動揺し、实体经济に対して深刻な

悪影響が及ぶ可能性もある。いずれにしても、米国経済の回復に強さが感じられないため、輸出主導型景気回復の力は弱い一方、構造的な調整圧力は、企業および金融機関の経営体力との対比でみて、かなり重いというのが実情である。こうした基本的な情勢判断の中で、短期的な動きをどのように織り込むかは悩ましいところである。私としては、月報の基本的見解を上方修正するとしても、忍び足のように慎重に進める必要があると考えている。以上である。

速水議長

次、田谷委員お願いします。

田谷委員

前回会合から内外経済とも回復に向けた動きが、少なくとも統計のうえでははっきりしてきたように思う。昨日も今日も話題になっているが、それに比べて株価は冴えなかった。まず、米国経済だが、マクロ経済予測が強化する一方、株価が冴えない。長期金利も先月初旬に上昇した後、足許若干低下気味である。実体経済がほぼ全てのフロントで改善方向に動いてきていることは確かなようである。実質所得の上昇もあって、家計支出は堅調が続いている。在庫調整が進展したことで、生産が回復しつつある。雇用情勢も改善方向にあるようである。こうした動きを受けて、消費者コンフィデンスは上昇しているし、企業の景況感も改善してきている。先行指標からみて、設備投資の減少ペースも鈍化してきそうである。これら足許における改善によって成長率予想は上方修正されてきたが、年後半以降の不透明感は低下していないのではないだろうか。事実、民間の成長率予想の四半期パスをみても、前月に比べて上方修正となっているのは、ほぼ第1四半期のみである。またこの間、アナリストの企業収益見通しには、上方修正はみられない。特にマーケットはこのところ、IT関連企業の第1四半期業績の下振れ懸念を持っているようである。それ以外にも足許の実体経済の動きと株価の動きの差は、幾つかの要因が関係していると思う。

まず、米国株は水準自体が長期金利だとかGDPなどに比べても高いと思う。また、早期利上げ観測がある。もっとも、最近は複数の地区連銀総裁が早期利上げに慎重姿勢をみせたことから、そのタイミングは若干後ずれするとの思惑が強まり、長期金利の軟化にも繋がっている。さらに、原油価格の上昇、中東情勢の悪化、企業会計に対する不信感なども関係していると思う。要するに、米国経済は足許改善の動きが拡がってきているが、先行きについては従来と同様、あるいはひょっとすると従来以上に慎重にみていくことが必要なように思う。

欧州、東アジアについて一言ずつ申し上げる。ユーロエリアでは内需が引き続き弱い、輸出・生産に下げ止まりの兆しがあり、企業マインドも改善の方向にある。東アジアでは全体として、輸出が前月比、四半期比で下げ止まり、生産が前年比でも基調的にプラスに浮上しつつあり、内需の減少テンポも緩和の兆しがみられる。ただ、これらの地域でも足許、米国同様、株価は総じて冴えない展開となっている。

さて、国内景気についてだが、前月は「輸出や在庫面からの下押し圧力は弱まりつつあるが、全体としてなお悪化を続けている」とした。今月は、輸出の持ち直しや生産の底打ちは確認されつつあることもあって、景気判断を半歩、あるいは一步前に進めることで良いと思う。ただ、最終需要の動きからみれば、明るさがみえるのは外需だけで、内需に関して判断を前に進める統計はほとんどない。この点からすれば、現在の景気状況は、「一部に改善の動きがみられるものの、厳しい状況が続いている」とするか、執行部案のように「全体としては厳しいが、そのテンポは幾分和らいでいる」とするか、判断に悩むところである。この点は先程も須田委員が少し触れられたが、後程今月の金融経済月報の基本的見解を議論する時にまた触れたいと思う。最後に物価については、原油価格その他商品市況、円相場などと共に、需給ギャップの行方に関心がある。この点で注目したいのは、今回の短観から計算される設備判断と雇用人員判断の加重平均指数——これは需給ギャップのプロキシとも解釈できるが——、この指数が少々意外だったのだが、足許横這いで先行き若干だが上昇が予想さ

れていることである。この点は山口副総裁が先程触れられたが、ギャップ自体はまだ大幅なマイナスだが、こういった限界的な動きに注目していこうと思っている。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

既に皆さんから色々指摘があったので極く簡単に三、四点申し上げたいと思う。アメリカ経済だが、議論があったように、色々なデータがあるが、良いデータが多い中で、一方で先行きに関する不透明感が残っているという状態だと思う。一言付け加えると、これは米国に限らないが、ある程度消費が好調であるということが、内需、あるいは経済全体を支えているという面が色々な国にある。そのまた背景として、住宅価格が非常に強いということを指摘できるかと思う。これには色々な理由があるかと思うが、去年の金融緩和の結果の低金利というものが、かなり効いているということとは否定できないかと思う。従って、どこかで金利が上昇するという局面になってくると、住宅投資、消費へのマイナスの影響が懸念される。そうするとどこで金利が上昇するかということを考えてみる訳だが、設備投資が強くなってくるということで金利が上がってくるのであれば、住宅、消費に対する家計部門の支出がある程度引っ込んでも、経済全体としては巧く回っていくのだと思う。これに対して中東情勢を起因としてサプライショック的に物価が上がっていく、その中で金利も上がっていくという場合には、景気に強いマイナス圧力が発生するということに注意が必要かと思う。

日本経済だが、これは皆さんの言われていたとおりかと思うが、ある意味では99年の半ばから2000年の半ばにかけての動きの入り口のようなところに、今我々が立っているというような側面もあるかと思う。当時を思い出してみると、99年の半ば位からやはり輸出が伸びはじめて、これが

生産、企業収益の伸びに繋がり、設備投資も伸びていった訳だが、消費への波及効果は余り期待した程ではなく、全体として計算してみると、99年半ばから2000年の半ばにかけて2%を少し超えるような成長に止まった。需要面で伸びたのは、純輸出のところと設備投資のところであるが、消費はたいして寄与しなかったということであったかと思う。今回、輸出が思ったとおり伸びていったとしてどうかということだが、ここまでの分析、情報等をみると、やはり前回よりもさらに弱い回復、あるいは輸出拡大の乗数効果が小さいというリスクが高いということではないかと思う。雇用者所得の伸びが期待し難いという点は、前回と同じであるし、消費は既に足許若干無理をしているような可能性もなきにしもあらずである。また、設備投資については既に皆さん指摘されているように、収益が出ても増やさないという計画に今のところある訳である。従って、製造業が底を打ちつつあるという気配はあるが、底を打って上昇に転じても、経済全体がそうならないというリスクもかなりあるのではないかと思う。最後に須田委員が指摘された非製造業の問題、あるいは金融の問題であるが、ここはやはり昨日も出ていた二極化という面を無視できないような感じがする。設備投資についても、短観の計画では、非製造業の中小のところは意外にまあまあであった。ほかのデータ等をみても、非製造業の中小の部分は、弱い弱いと言われているが、若干構造調整のようなものが進みつつあるというふうには言えなくもないと思う。例えばこれは平均のデータだが、その部門での利益率は、99年以降恐らく賃金の抑制を主因にある程度上昇してきているというデータもある。また、先頃の調査統計局の分析では、このセクターの好調企業は、金融セクターの色々な問題にもかかわらず、そこそこの設備投資をしているということもある。ということで、このセクターに限らない訳だが、こうしたリストラ、あるいは場合によっては新しいビジネスモデル構築の動き等、そういう前向きの動きが今後どれ位出てくるのかというのが一つのポイントかと思う。他方、二極化で取り残されてしまうような企業の数、非製造業の中小を中心に非常に多いと思う。先程申し上げたような製造業中心の回復ではこれらが立ち直る可

能性が非常に薄い。さらに申し上げれば、全体がある程度回復したとしても、ここの部分の回復はおぼつかないし、従って不良債権の新規発生は減らない可能性が大であると思う。このことは、銀行のバランスシート問題を長引かせ、二極化の間位、グレーゾーン程度のところにある企業の設備投資には若干のマイナスにもなるし、株式市場等がその問題を嫌気すれば、今年の2月はじめにかけてのような動きが再燃するリスクもあるということだと思う。いずれにせよ、実体経済の動きと不良債権問題を含めた金融セクターの動きの相互作用について、もう少し詳しい分析が今後必要になると思う。以上である。

速水議長

次、春委員お願いする。

春委員

新人だが宜しくお願いする。私は東京電力が昨日発表した3月の電力需要のことにに関して少し申し上げたいと思う。産業用需要の大口電力量は——電力量というのは、設備の稼働状況を示すデータかと思うが——、前年比-5.1%ということで、11か月連続の前年割れであった。推移をみると、昨年12月頃までマイナス幅が段々拡大していて、12月頃からは大体前年比-5%という水準で動いている。だから非常に大幅なマイナスをずっと続けているが、底打ちというか下げ止まりと言えないことはないと思う。それから契約電力というのがある。これはいわば需要者が持っている設備の量を表わす数字だが、これは1年前に前年比プラスになってから段々上がってきたが、これも昨年の秋以降段々マイナスが続いて、遂に2月には前年比マイナス、つまり電気を使用する設備の量が前年比でみて2月にマイナスに転じ、3月もマイナスである。従って設備投資についてはむしろ、この面からだけ言えば新設よりも撤去の方が多いというような状況で、電力需要からみるとやはり厳しい状況が続いているということではないかと思う。一方、昨日報告を聞いたその他の統計をみると、輸出の回

復とか在庫調整の進捗など、確かに良い材料もみられているということであつた。私としては、厳しい状況が続いている中でも若干明るい兆しがみえてきているという、二つの言い方の中では、明るい兆しの方に少し重点を置いた読み方をしても良いのではないかと思っている。ただ、このような状況にあつても、日本経済が当面のデフレを克服して、さらに潜在的な成長力を発揮して、本当に力強い本格的な回復過程に入るには、やはり構造改革を着実に実行することが必要だと思っている。マーケットでは、不良債権問題の着実な処理、あるいは財政規律の維持ということに関心が持たれているが、資金の出し手側のリスクを軽減することも無論大事であるが、やはりより中長期的な成長に向けて、そのリスク・マネーの供給に資する直接金融市場の拡大に向けた基盤整備だとか、一段の規制緩和によるビジネスマインドの刺激、そういうことも含めて構造改革の諸課題に対して進んでいくということが必要だろうと思う。総裁のこれまでの発言等をみた限り、日本銀行もこういう点で各方面に働き掛けていくということを示してきたというふうに理解しているが、今後も引き続き進めていくことが必要ではないかと思う。こうした課題の克服を通じて、資金、設備、雇用などの資源の適正な配分を実現していくことが重要であるし、金融政策に関して言えば、この間の痛みを金融面からできるだけ和らげるという方向で運用していくということではないかと思っている。以上である。

速水議長

最後に、福間委員お願いします。

福間委員

生産動向は昨日から説明があるように、第1四半期、大体下げ止まったのかなと思っており、ある意味ではハード・ロック・ボトムを打ったのかなという感じは出ているが、ただこれも先程から皆さんの説明があるように、海外要因、特にアジア、アメリカに対しての輸出が伸びているということと、在庫調整が進展してきているということが寄与しているのであつ

て、まだまだ内需の明るさがみえないということである。ただその中で、日産のゴーン社長ではないが、企業が負の遺産を残さないというような決算方針がかなり全般化してきている。そういうことでこの先行償却という形で、これまで大変大きなリストラに踏み込んでこられて大型の赤字決算が出ているということでは、企業収益面では前期比で比べればV字型ではないが、間違いなく増益になる。ムード的には暗い話ではないが、ただその部分が雇用・所得環境に影響するということである。やはりグローバル・コンペティションの中で一番企業にとって頭が痛いのは、賃金水準の是正である。今は、雇用形態も全然昔と違って五種類位、あるいは三種類位、大概の企業は色々な雇用を持っている。フリーターあるいは契約社員、あるいは期限付契約社員とか色々な言葉で表現される色々な雇用形態を持っているが、一方では部分的に不足が起きている。それをフリーターあるいは熟練化されていない雇用を利用することによって、生産性が落ちる。ややパラドックス的なものも起きているところもあるが、企業がそれだけあらゆる手段を通じてとにかく労働コストを、つまり労働分配率を落とそうとしており、そうしないとサバイブできない状況である。また、従業員サイドもそのことは、新聞、雑誌等でよく報道されることもあって、このグローバル・コンペティションの厳しさはよく知っている。そこで比較的柔軟性を持って日本独特のこういう面での労使一体となってサバイブのためにはとにかく頑張ろうということで、ゴーン流の企業改革が徐々に拡がっている。この不況があと10年続いたらどうするのか、そのためにはもう1日も先送りはできないというような、相当最後のところにきているという感覚を持っている。従って、雇用も所得環境も、私はやはり当分の間は、マクロからみれば相当厳しいと思う。従って、消費もそう強いということは考えにくい。pent-up・デマンドはあるが、やはり先が読めないという面では、その部分が貯蓄に回ってしまうということになっているのではないかと思う。それでも企業も設備投資はやるが、それは、独自の技術を持っているような分野とか、あるいは海外の設備投資である。特に足許は、海外で行なう設備投資の割合がさらに増えてきているという

ことなので、国内で設備投資が景気のピックアップ要因になるのは、今の状況ではなかなか難しいのではないかなと思っている。全体的に申し上げると、ミクロ的には昨日も少し申し上げたように、勝ち組、負け組、首都圏、地方圏、という二極化現象が起こっている。今までのような大企業、中小企業という分け方がよいのかどうか疑問である。というのは、ややこの企業業績に関する限り、あるいは企業の改革に対しての姿勢の差が今までの常識からは少し変わってきているのではないかなと思う。ただ、マクロからみればそういう問題が混在しているので、皆さんが言われるように、まだ悪化状態は継続し、底入れ感を探っているが、今後どの位上がるのか読み切れない状況にある。今は自律的ではなくて、あくまでも、輸出のリカバリーが瞬間的に出ているものであり、やはりまだそこに頼らざるを得ないという局面だと思う。物価については、先程山口副総裁が言われたようなことで、輸入物価の問題等を中心に、今までのような形でどんどん下がるといったことではないと思う。徐々に下げ止まり感が出てきているし、統計上もそうなっているということだと思う。

金融資本市場については、先月辺りから信用スプレッドが、もともと拡大していたのがさらに広がっている。私はたまたま財務の畑が長かったが、これはやはり情報開示不足に基づく信用収縮だと思う。要するに日本の場合にはディスクロージャーがどうも不足しているということで、企業間についても、企業間信用が強烈に縮小している。相手の信用スタンディングがなかなか分からないから、いいなと思っていても、突然大きな赤字が出てくる。こうなると企業が銀行を信用しなくなるし、銀行も企業を信用しなくなる。市場が企業や銀行を信用しなくなる訳である。私はこれをコンフィデンス・クライシスと言っているが、そういうことが広まり、資本市場・金融市場機能が先月やや急激に落ちたという現象があった。だから、4月というのは非常に期待した訳である。というのは、長年、特に去年辺り私も金融審議会などでよく言ってきたことだが、ペイオフ解禁になって、リスク・プロファイルに応じたプライシングが行なわれて、資本が直接金融市場に入ってくるのではないかと期待していた。ところが逆

に、特に金融システムの問題から、あるいは株価の下落というようなところでペイオフ解禁が近づけば近づく程、信用スプレッドは上がってくるというパラドックスが起きてしまった。私は金融資本市場の回復にはやはりディスクロージャーが非常に重要だと思っている。こういうことを言う手前味噌ではないかと思われるので、これ以上は申し上げないが、やはり会計基準を国際的なものにする、あるいは何も国際的なものでなくてもよいが、隠すということはリスクだと、明かすということの方がむしろリスクはないのだという感覚が日本の企業、銀行に拡まってくればもう少し効率的に市場が動くようになるのではないかなと思っている。今の一番の問題はやはり、デフレは輸入の面からスパイラル的なものは止まっており、やや下げ止まり感が出てきているが、やはりデフレ問題は大きな問題だし、特に金融、あるいは財政の関係から言えば、デフレというのは何としても脱しなくてはならない。ただその場合には、総合対策だろうと思う。財政は伸び切っている、金融もやるだけやったという状況の中で、やはり経済主体を刺激するような税制、あるいは規制改革ということが必要なのだろうと思っている。

最後に、今回の株の上昇については売られすぎの修正だと思う。皆さん経験されていると思うが、要するに海外の市場参加者からは「自律回復を持たない先進国日本」とか、「日本崩壊シナリオ」と言いたいだけ言われて空売りされている。また新聞の株式欄の逆日歩銘柄をみると、何かのきっかけさえあれば、ある程度のテクニカルラリーが起こることは予想されたようなことである。問題はこの後の、それをどう軌道に乗せていくかであるが、それは先程申し上げた総合対策ではないかなと思っている。余り不況疲れして、ちょっと良い指標をみて「底入れ」だとか、「回復」だとかいうのは、やや早いのもかもしれないが、だけど良いものはやはりピックアップしていかないと景気は良くなる。私もはじめての発言で、余り理論立っていないが、思うことを申し上げた。以上である。

速水議長

それでは金融情勢について追加的な意見や議論があればどうぞ自由に発言して欲しい。金融政策運営についてはまた後で伺うので、どうぞ。

今、話を伺っていて、何人かの方が言われたのだが、今の景気が低迷する、長引く理由は色々あるが、その背景の一つに、銀行が信用仲介機能を果たしていないということがあり、さらにその裏にはやはり取引先の需要が弱い、少ないということがある。もう一つはやはり、不良貸出が整理されなくて銀行サイドがそちらの方に気をとられるというか、注意を集中しているため、新しく貸出を増やしていこうということが十分機能していないという点を皆さん意識しておられるような気がする。来週、特別検査の発表があるが、この辺のところはどうすればよいのか、非常に難しい。一方で、地方に行けば、中小企業は借りたくても銀行が貸してくれないという話も入ってきている。そのことを色々な形で言っておられる委員方が多かったように思う。これは政策とも関連してくるので難しい問題だと思う。数字をみてもマネタリーベースでは前年比 30%位出ており、銀行券なんかは随分出ているが、マネーサプライになると最近少し増えてきても 3.8%か、4%近い程度であり、その差も非常に問題だと思う。あと、やはりまだ銀行貸出がマイナスである。昨日夕方に経済閣僚懇談会があつて、こういう数字もまた説明したが、皆さんこのことはよく分かってきておられるように思う。貸出がなぜ出ないかということについて、世論も、先程私が申したような需要が足りないと同時に銀行の信用仲介機能が動いていない、そしてこの二つの背景にはやはり不良貸出があるのだという理解に、大体向かっていっているような気がする。そういう点についても何かもう少し気付かれた点があったら教えてほしい。特に春委員や福間委員、今まで民間におられたので、気付かれたことがあったら教えてほしい。

福間委員

中原委員がいるから言う訳ではないが、銀行は一生懸命になって資本準備金まで崩して不良債権を償却するなど意欲は非常に高い。問題はバブル

の責任をどうかこうとかということではなく、今から将来をみた場合に、やはり不良債権というのは、日本経済に非常に大きな漆喰というか、凍土になっていることである。これを何とか溶かさなければいけない。色々な方法があると思うが、一番良いのは銀行が努力してなさることである。しかし先程も言ったように、もう資本準備金まで食い込んでいる。そうするとある程度の政策というか税金投入も必要かと思う。スウェーデンはじめ、アメリカもそうだし、アメリカはマネーセンター・バンクは税金の還付だったが、色々な形で税金を投入している訳で、RCCに不良資産を移す時に、国民へのアカウントビリティーを果たして税金を投入する。要するに金融機関が最後におかしくなった場合には、結果において清算時点では相当の税金投入をやる訳である。だから、それを事前にある程度銀行が生きているうちに、不良資産を移した方が、国民経済的にはコストが安い。勿論ペイオフ解禁になると、税金投入というのはまた変わってくるが、少なくともこの1年は、そういう形になる。ここでは釈迦に説法だが、何か税金投入というと何となく国民の反感は大きいですが、結果においては、預金保険機構を通じて出ているところをみれば、結果におけるコストは相当大きい訳である。やはり前捌きのところで税金投入した方がむしろ処理コストは安いのではないか。今のような状況を10年続けると、金融機関も弱る。企業も直接金融できるところはいいが、経済全体での活性化ということになると、なかなかこの問題が大きなボトルネックになってくるだろうと思う。勿論新しいビジネスモデルを作られること、インベストメント・バンク機能を強化することも、銀行にとっては非常に重要なことである。やはり一時に比べると銀行はリスクをとらない、リスクをとらないことは逆に言うと収益がとれない。リスクをとるからにはリスクマネージメントのノウハウを高度化しておかないといけない。さもないとまた新たな不良資産ができる。今、銀行はトレジャリー・ディーリングとかインベストメント・バンクとか、あるいはコンシューマー・バンキング、ミドルマーケットというものについて色々な試みをやっている。それが結果において果実となるようなことが出てくれば変わってくるのではないか。それにしても

今の不良債権は大きいので、少し何らかの合意を得たうえでやれないのかなど、処理できないのかなと思う。最後にこの問題でどうしても分からないことがある。銀行が国民にアピールしないことである。経団連等で話していてもそうであるが、銀行サイドの方からなかなか意見を言わないことである。銀行の気持ちも分かる。恐らく銀行からこうしてくれというようなことを言うと、批判が出てくるのでやはり黙っておいた方がいいということなのだろうが、そうするとますます国民は分からないということになる。だから少しは銀行の方から自分達のあり方についてこうやってもらいたい、これは自分でやる、こう処理するというようなことを言って、少し世間に分かる格好になれば、税金投入額とか、あるいはR C Cの時の時価の問題とか、もう少し現実的な議論ができれば始めるのではないかなと実は独断と偏見で思っている訳である。

春委員

福間委員の言われたとおりだと思うが、私の場合は幸いなことに、非常に高い信用を維持している会社にいたものだから、自身のファイナンスについては、むしろ非常に今のような時は逆にメリットが大きかった訳である。ただ、やはり取引先との関係とか、電気料を受領する場合のリスクとといったような面からみると、やはり非常に深刻な状況にある先が非常に多いように思う。これまで銀行は、主として日本経済成長の資金を提供してきた、経済が発展して地価が上昇してという過程で、ずっとその役割を果たしてきた訳である。今のような状況になると、なかなか今後リスク・マネーを金融機関に期待するというのは難しい面があると思う。色々議論されていることではあるがやはり、直接金融のマーケットを拡くして、1,400兆円の個人金融資産をそういった新しい産業、新しい技術にどうやってまわしていくか、税制等によってそういう直接投資を促進する、あるいは貯蓄奨励から投資奨励に雰囲気を変えていくとか、時間は掛かるが、そういうことに思い切って踏み出すということが必要だと思う。余り詳しくは知らないが、ドイツでは従来の間接金融中心のそういう金融制度を直接金融

の方へシフトさせることを進めていて、かなりの成果を上げていると聞いているので、そういう点、非常に重要なのではないかと思っている。以上である。

須田委員

話をほかのことにしてよいか。

速水議長

今のことで中原委員ももし何か意見があれば。

中原委員

銀行の立場で言うことは特にない。議論をはじめると長くなるので、また別の機会としたい。

須田委員

植田委員に宜しいか。先程消費と住宅の話がされたが、例えば韓国でも住宅が少しバブルではないかという議論が一つあって、あるいはアメリカでも住宅と家賃の関係をみたら少し割高ではないかという議論が結構出てきているが、その辺りはどういうふうに見ているのか。

植田委員

分からないが、下がっているのは、特に先進国では日本とドイツ位ではないかと思う。ほかは住宅ブーム、それを映じて消費も強い。

須田委員

だからそれが下がるかもしれないということに関して、金利の問題もあるが…。

植田委員

なぜかと考えていくと、色々な理由があるだろうが、現象面としては一部に恐らく行き過ぎがあって、その背景としては、金融緩和ということが良い原因としてあると思う。「エコノミスト」に載っていた論文の受け売りだが、普通は、不況の時にそんなに住宅が上がるというのは余りないのだけれども、と言うのは、不況はかなりの場合、インフレがまず起こって、それに対する引き締めとして金利が上がって、ということで起こってくるケースが過去多かったので、金利が高い中で住宅が上がるということは余りなく、むしろ少し下がってくる。しかし今回は、テクノロジーのところの下方屈折で不況が始まっているので、早い段階から金融緩和になってそれが住宅価格を下支えしてきたという説明だったのだが、一理あるかなと思う。

それはそれとして、製造業に輸出に引っ張られた明るさがみえるということは、皆さん一致していると思うが、これを認めただけで、微妙に皆さんの間で意見が違っていたのは、経済全体の悪化テンポが若干和らいできているというのか、全体の問題はまた別だという立場にするのかということだったと思う。結局のところ、現実についての見方は大差ないと思うが、表現の問題にはなってきた、月報の時に議論すれば良いと思うが、その一歩手前のところの辺りで少し議論しておくメリットもあるかなと思うが、如何か。

中原委員

輸出の増勢のテンポと生産の方とのデータに若干ギャップを感じるのには確かである。輸出はかなり四半期ベースでそれなりに増えていて、上昇に転じている訳だが、生産の方は底打ちという感じは出はじめているが、1～3月期は恐らくマイナスになる可能性がかなり高い。若干、経営者の心理もあり得るだろうし、やはり生産を増やすには慎重だという感じが窺える。

植田委員

生産がもう一つなのは内需が弱いからである。

中原委員

内需に対して確たる自信を持ってない状況が生産の現場にあるのではないか。

植田委員

仮に生産が持ち上がってきたとしても、それは製造業のところである。全体では、残りの 2/3 はまだまだということだから…。

山口副総裁

そこはしかし、簡単に状況が変わると思えない部分で、今回はもし景気回復が実現するとすれば、輸出から始まり製造業から始まりというふうにならざるを得ないと思う。そこに目にみえた変化が出てきた、あるいは出てきそうだとすることであれば、それは残りの 2/3 がまだ停滞を続けていても、やはり明確な状況の変化として意識した方が良いと私は思う。

それからまた後で討議するのだが、「全体は悪化を続けているが、テンポは幾分和らいでいる」という表現について、「幾分」という言葉が必要なのかどうかという問題がある。「和らいできている」だけでも良いのかもしれないが、全体判断として私はどちらかと言えば、この表現で良いのではないかと思う。

それからついでに、これはさらに先のことを論ずることになるのだが、植田委員が先程 99 年、2000 年のマイルドな景気回復と現在の状況を若干比較されたが、私は、99 年、2000 年と現在の違いで一番重要なのは、当時はアメリカ経済が絶好調だった、あるいは絶好調のようにみえたこと、そして、そこから非常に強い景気刺激の力が及んできたということだったと思うが、今回、どう考えてもあのような外部からの刺激というのはなさそうである。これが一つあると思う。それから、99 年、2000 年の頃は平

均すると2%弱の経済成長だから、マクロ的にはそう悪い時期ではなかったと思うが、その2年間を通じて、例えば家計所得に対する企業所得からの波及という部分はやや弱かった訳である。それからその後、2001年に入って状況が急変してしまったということを通じて今日に至った結果、やはり企業収益がある程度回復を遂げたとしても、そのことが国内で設備投資をやろうという意欲に結び付いていくのかどうかということになると、これは非常に見通しが難しい訳だが、余り楽観できないという気がする。そういうようなこと全てが、株価の回復力とかあるいは金融システムの体力が極く緩やかにしか戻っていかないかもしれないというようなことに跳ね返っていく可能性がある。そう考えると、99年、2000年よりは2002年の方が、難しいかもしれないなという感じを持つ。これはもう少し先にいって議論すべきポイントかもしれない。

福間委員

私もそのように考える。97、98年に全くのどん底に落ちたような感覚があって、99年の3月に公的資金が注入されたが、そこで、気分的には、ぱっと明るくなった。こういうムードはやはり今はない。金融システムに対して、まだまだやらなくてはならない問題が残っているという認識だから、その部分は金融システムの対応がちょっと違うのではないかなと思う。あの時は、ファーストライだったから非常に期待感が高かったという面もあったと思う。

田谷委員

先程半歩進めるのがいいのか、一歩進めるのがいいのかというのは、非常に悩ましいと申し上げたが、結局のところ、執行部案のキャッチフレーズと、内閣府が出された「底入れに向けた動きが出てきている」というのは、同じことは同じことだと思う。皆さん同意されているのは、外需のところはいいが、内需が弱いことである。何かはっきりした改善の動きがないとなれば、屁理屈を言うと、では外需の改善が内需の弱さでキャンセル

アウトされていないのかと言うと、全体としてそれでは良くなっていると、
どういう根拠を持って言えるのかということにもなると思う。ただ、さは
さりながら、経済の先行している部分が、回復に向けた動きをしつつある
ことは事実である。だから、どこかで底を打つ、生産でみれば、2年後位
までには底を打つであろうというのは、私も同意する訳である。もしそち
らの方向に今から動いているのであれば、当然のことながらスピードは
段々緩くなっていくのではないか。だから申し上げたいことはこういうこ
とである。経済という物を一つの物として何か表現するとすれば、内閣府
の表現か、今回のこういう表現かと、こういうことになると思う。ただそ
こにいくと、私にとっては一步前進をしまっているような気がして、
もう少し手前で抑えておいた方がよいのではないかとも思う。それで現状
を正確に、もし一言で言えば、「現在は厳しいが、一部に改善の動きがみ
られる」というのが個人的には望ましいかと思う。ただ、そう申し上げた
うえで申し上げるが、それでは全体のそれぞれのコンポーネントについて
何か違ったアセスメントをしているかということそうではない。だから、そ
んなにこれは私のような表現にならなくては反対であるとか、そういうこ
とでは必ずしもない。

植田委員

山口副総裁が言われたとおり、今回は輸出主導にならざるを得なくて、
輸出、製造業のところには明るい兆しがみえてきているのははっきりして
いる。従ってそれは重要な変化だと思う。ただ、同時にそれがその他のと
ころに及んでいくチャンネル、強さについて、これまで以上に不確実性が
高い。従って皆心配しているということも事実である。それを認めたくえ
で、表現については後でということによいのではないか。

田谷委員

最後に紛糾すると困るかもしれないと…。

植田委員

私も思っていた。もっと詰めるか。

山口副総裁

また後で話そう。

田谷委員

はい。

速水議長

何もないようであれば、ここで…。

谷口財務副大臣

ちょっとだけ宜しいか。

速水議長

どうぞ。

谷口財務副大臣

今の福間委員の話の中で、金融機関が法定準備金を取り崩して、不良債権処理をとった。昨年私も提案者で、トレジャリー・ストックができるように商法の改正をやった。しかし、銀行は銀行法があるから、本来民間ベースと同じように取り崩しをしてやっているところはないはずである。

速水議長

ほかになければ、ここで小休止、コーヒープレイクに入る。10 分間。今 20 分なので 10 時 30 分まで。

橋本政策委員会室長

では10時30分に再開する。

(午前10時19分中断、午前10時30分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは時間になったので再開する。ほかに情勢判断について意見がなければ、政策運営の方に入っていきたいと思う。これまでの討議を踏まえて、次に、当面の金融政策運営方針について、今回も一人5分程度を目途に意見を伺いたいと思う。もう一度中原委員から願います。

それから先程私、日にちを間違えた。特別検査の発表は12日、つまり明日である。来週と申し上げてしまった。どうも失礼した。

中原委員

金融政策については、先程議論した景気情勢に基づいて「なお書き」について、これを2月28日決定会合以前のものに戻して、現行政策を継続するということが宜しいと思う。ただ、「なお書き」については色々な議論がある。実態的にこの2種類の「なお書き」は同じかどうかという議論が、マーケットでも行なわれている。レトリックに余りにも偏った議論ではないかという気がする一方、私自身としてはこの「なお書き」の2つは基本的には同じか大きな違いはないと理解しているが、この辺のところの対外説明は、今回の発表文の中で相当注意した方がいいのではないかと考えている。

当面の金融政策運営の問題としては、4月後半から、あるいは連休明けにかけて、資金需要の減退で10~15兆円という目標が達成できなくなった場合どうするかという点、これが頭の痛い問題である。勿論、景気が今後比較的予想を上回って回復して、CPIの前年比マイナス幅が縮小しているような場合には別の議論もあり得ると思う。しかし、2002年度の需

給ギャップはむしろ拡大しているということを考えると、消費者物価の回復は難しいと思う。そのような状況の下で、当座預金の目標が達成できなくなった場合にどういう選択があるか、整理してみたい。まず第一は、達成できなくなる前に先行して当座預金の目標額を引き下げていくと、これは自律的限界ということで引き下げる。それから二番目には、オペの札割れをむしろ容認しつつ、後追いの形で当座預金の目標が維持できないということを、市場に対して明らかにしていく。三番目は、10~15兆円の高いところを狙うという方針の下で、買入資産の量、対象範囲等をさらに拡大、オペ手段を動員して対応する。四番目は、当座預金目標をもう止め、別のレジームに変えるという方法。四つ方法があるのではないかと考えているが、いずれも難しい問題がある。結局、いかにこの緩和スタンスを維持しつつ、マネーサプライを増加させるようなマーケットオペレーションを行なうか、ということである。現在、当座預金残高を金融調節の量的緩和ということで目標にしている訳で、先程申し上げた四つの方法について論じると、まず第一の目標をどんどん下げていくということは、これは市場の納得は得られないだろうと思う。それから二番目の札割れの状況を見ながら、現実問題として下がっていくことを容認していくという、後追いの形でやっているということについては、量的緩和における主体的な資金供給という、この量的緩和の本質を否定することにもなりかねないという気がする。それから三番目に、買入対象の量とか範囲を大きく拡大して、そもそも拡大しても、その後それが当座預金の目標達成にどれだけプラスになるかということについては、不確実であるし、また手段の対象の選択等によっては、中央銀行のバランスシートの問題ということも出てくると思う。それから四番目のレジームの変更。これについては今までの量的緩和の効果についての総括と新しいレジームの有効性についての論証が不可欠で、政策決定会合でこの辺の議論を早急に詰めていく必要があるのではないかと思う。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

私も現状維持ということで良いと思う。現状維持というのは、2月28日より前の表現に戻すということで、そこで言っている「なお書き」というのは、「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恐れがある場合」となっているが、みずほの両行に の流動性が滞留して、もう暫くはなかなかそこから出てきそうにないという状況というのは、ここで言う「資金需要が急激に増大している」ということに該当するのではないかと思う。この「なお書き」を活用し、当面15兆円を上回るような流動性需要にやっていくということで良いのではないかと思う。思いがけないことが起きてきて、当座預金に対する需要が一体どの程度に、近い将来どの程度のところに収斂していくのか、非常に読み難い状況となってしまったので、経済情勢あるいは金融資本市場の情勢が急変しない限りは、今のような「なお書き」を活用し、10~15兆円程度というターゲットは、暫く維持するということで良いのではないかと思う。以上である。

速水議長

次に、藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

先程述べた情勢判断を踏まえると、基本的な調節方針としては、10兆~15兆円という目標を維持するということで良いと思う。また、年度末を無事越えたので、「なお書き」は元の形に戻すのが妥当であろうかと思う。従って判断としては、現状維持だが、一部ではこの「なお書き」を元に戻すことを以って、緩和姿勢の後退とか、面白おかしく取り沙汰される恐れもある。潤沢な資金供給を継続するという私達の意図を良く説明していく必要があると思う。ただし、世の中は何が起こるか分からないもので、

みずほ要因でこの「なお書き」をフル活用する事態が続きそうではある。結果として、私達が当初心配していたような期明け後の当座預金需要の急減という事態にはなりそうにもない。現時点では、この特殊な流動性需要がいつ沈静化するか、見通し難いという状況である。当面、日々の調節に当たっては、「なお書き」に沿って市場の安定を十分確保できるよう、潤沢な資金供給を行なっていくことが大事だと思う。

なお、今回のみずほ事件だが、みずほ要因という流動性の問題ではなくて事故の方だが、これは単なるシステムの不調ということでは済まされない重大な問題であるということを私達も考えなくてはいけないと思う。金融庁では、業務改善命令を出すと報道されているが、日本の金融システムに対する懸念が、不良債権の問題だけではなくて、オペレーションという側面や内部管理面、さらには金融の根幹である決済システムまでおよぶ可能性もある訳で、この事態は象徴的に深刻だと思う。私達が心配している金融面のリスクにこうした側面もあるということを十分に念頭に置いて、金融調節、考査、日々のモニタリングに取り組む必要を痛感した。こうした決済システム、ファイナリティーの分野こそ、中央銀行がしっかりとやっていくべき問題ではないかと思う。以上である。

速水議長

次、須田委員お願いします。

須田委員

金融市場の調節方針については、現在の当座預金残高目標を据え置いて、また、「なお書き」を年度末対応に切り換えた2月28日より前の文言に戻すことが適当である、と考えている。もう既に何人かの委員から指摘されたように、マスコミなどでは、一部には、2月28日の措置は金融緩和措置だというふうに位置づけられたのだから、「なお書き」を元に戻すことは金融緩和姿勢の後退を意味するのではないか、という見方もあるようである。実際には、新年度入り後、みずほ銀行のシステムトラブルなどを

背景に当座預金に対する予備的な需要が高止まり、当座預金残高は依然として高水準で推移している。そこで、世の中では、「なお書き」部分の変更と当座預金残高を見比べて、日本銀行の金融緩和姿勢は後退しているのか否かを巡って不毛な議論が生じるのではと懸念している。あるいは、「なお書き」が暫く常態化することを捉えてディレクティブが軽視、ないしは無視されているという批判を招くかもしれない。こうした混乱が起これば、その元凶は「なお書き」を含めた金融市場調節方針の文言にあるというよりも、現在の金融政策運営とこれまでの対外的な説明に起因するものであり、本質的な問題と捉えるべきだと思う。前回もこの点について申し上げたが、改めて整理すると、昨年3月以来の金融政策運営には二つの考え方が可能である。一つは、現在の金融政策は量的緩和政策という形をとっているものの、その効果はゼロ金利の継続とその時間軸効果によって発揮されるという考え方である。さらに重要なことは、特に昨年秋以降、ゼロ金利を維持するために必要な量以上に豊富な流動性を供給してきた点である。現在、わが国経済において国内面における最大のダウンサイド・リスクは金融システムの脆弱性である。こうした中で、非常に積極的な資金供給は、流動性リスクに起因する金融システム問題の顕現化を回避し、実体経済の混乱を未然に防止するうえで、また急激な信用収縮によるデフレ・スパイラルを阻止するうえで、極めて大きな役割を果たした。この考え方によると、金融緩和姿勢と当座預金残高の量とは必ずしも対応しない。現在、当座預金は20兆円、所要準備は4兆円であるから、超過準備は16兆円である。日本銀行当座預金は銀行券と同じであるから、平時であれば超過準備は「死に金」である。しかし、現在は違う。信用リスクや取引コストなどを考慮に入れると、他で運用収益がマイナスになると考えている先、あるいはマイナス金利で資金調達ができる先は日銀当座預金で資金を運用している。その他、金融システムの不安定化などを背景に、自らの資金繰りが困難化する事態に備えて、保険のために当座預金を保有している。これらの動機による超過準備需要は不安心理の高まりなどで大きく変化するため、ゼロ金利の下で当座預金需要の変化に十分に 대응してい

くという意味で、緩和の度合いは不変であったとしても結果として生じる当座預金量は違ってくる。もう一つの考え方は、当座預金などの量を大きく増やすこと自体が実体経済活動や物価、あるいは経済主体の先行きの見通しなどにポジティブな影響を及ぼすという考え方である。この場合には、量と金融緩和度合いというのが一対一で対応すると解される。現在の金融政策運営に関するこれら二つの考え方は、本来は異質なものである。しかし、これまでのところ投機的ないし予備的な当座預金需要にアコモデートしてきた結果として、当座預金の量が大きく増加してきた。従って、前者の立場から緩和政策を実施してきたのだとしても、数字の上からは後者の立場に立つ人からも緩和政策を実施してきたと評価されるようになってきた。これに対して日本銀行は、敢えて自らの立場をはっきりとさせるといふ戦略を採ってこなかったため、現在の金融政策運営の考え方が非常に分かり難くなっている。そのしっぺ返しが遠からずくるのではないかと懸念している。今後を展望すると、金融システム不安が取り敢えず落ち着けば、流動性リスクに保険を掛ける必要性は小さくなる。当座預金に対する需要は減退するはずである。その場合に、先程の前者の考え方からは、日本銀行が市場参加者の予備的な資金需要に対して十二分にアコモデートするという方針を維持し続ける限り、当座預金残高の減少が金融緩和の度合いを損なっていないというふうに言うことができる。逆に第二の考え方、すなわち当座預金残高あるいはベースマネーの伸び自体が金融緩和姿勢のメルクマールであると考える立場に立てば、当座預金の減少は金融緩和の後退である、日本銀行は金融を引き締めたと捉え、もっと量的緩和をすべきであるという批判が高まるであろう。このタイプの批判は二つに分けることができる。一つは、ベースマネーの増加そのものを重視する狭義のマネタリスト的な立場からの批判である。現在、確かにベースマネーは極めて高い伸びで増加している。しかし、マネーサプライの伸びは大したことはない。しかも郵貯や投信からの資金シフトが主因である。貸出はむしろ減少幅を拡大している。自律的な景気回復も物価情勢の改善もみられない。従って、こうした主張は一頃に比べれば減っていると思われるが、

依然として根強いものがある。もう一つは、ベースマネーの増加は「隠れ蓑」に過ぎず、特定の資産価格の上昇を目論む立場からの批判である。本来、「量的緩和」はベースマネー、すなわち日本銀行の負債サイドを重視する議論である。その裏側にある資産サイド、すなわち日本銀行が何を買うかという観点は重要でないはずである。しかし、自称、量的緩和派の主張を聞くと、ベースマネーの増加よりもそれぞれ論者が重要と考える資産価格を人為的に押し上げたいという本音が透けてみえることが増えているように思う。また、インフレ・ターゲティングにしても、本来の趣旨を離れ日本銀行が資産価格に対して介入していくためのジャンピングボードにしようと考えている論者が少なくないように思う。いずれにせよ、今後その時々々の火の粉を払うために金融政策運営の考え方について敢えて説明を曖昧にし続けると、そのうち株、外債など円の現金と代替性が低い資産を買い、当座預金残高をある水準以上に死守するという路線を突き進むか否かという岐路に立たされかねない。

以上のようなことを考えつつ最初に戻ると、「なお書き」についても 2 月末以降の金融調節において、「なお書き」が果たした役割および今回の変更の考え方などを、金融システム問題との関係の中で重ねて丁寧に説明し、国民の理解を得る必要があると思う。

最後に繰り返しになるが、私はわが国経済にとって最大のダウンサイド・リスクは、金融機関と企業双方のバランスシート調整である、と考えている。こうした観点からは、予備的な当座預金需要に対して引き続きアコモデートする意義はかなり大きいと思っている。そして私はこの延長線上、すなわち金融システムの立て直しに日銀が協力できることは何か——それは必ずしも金融政策と直接結びつくとは限らないが——、それについて考え続けたいと思っている。以上である。

速水議長

次、田谷委員お願いする。

田谷委員

金融経済情勢は基本的に厳しく、これまでの緩和姿勢を維持することが必要と思う。当座預金目標 10~15 兆円程度を維持し、その下で少なくともここ暫くは 3 月半ばまでのように、目標レンジの高いところを目指すことが望ましいと思う。これは多分新たなオペレーション上の工夫や、長期国債の買い切りを増やさなくとも当面達成できるのではないかと考えている。年度末を越えたことから「なお書き」は元に戻ることで良いと思う。今回ははじめから「なお書き」を適用してのスタートになるが、主としてみずほ 2 行による特殊事情から致し方ないと思う。こうした状況がいつまで続くか不透明であるが、まだ暫くは続きそうだとのことである。もう一つの日銀当座預金残高の大きな変動要因である外銀保有による日銀当座預金については、3 月に入ってからそれまでの 5~6 兆円から減りはじめ、月末には 1 兆円以下になったが、その後 3 兆円台に戻っている。こうした 3 月末に向けての動きについては、邦銀のドル建て資産の圧縮が主たる理由ではないとすると、外銀からみて何らかの円の運用機会があったためではないかと考えられる。今後とも外銀の日銀当座預金残高は、邦銀の円投による外債投資動向、円転コスト、円の短期市場金利動向などによって大きく変動するのではないかとと思われる。当面は当座預金残高の目標レンジの高いところを下回ることはなさそうだと推測するが、金融経済情勢が相当程度改善しない状況下で、レンジの高いところを継続的に下回り、場合によっては下限をも割り込むこともあり得る状況になった場合、以前私が提案したことがある方法であるとか、その他の手段を以ってしてもそうした事態を回避することが必要ではないかと考えている。

以上であるが、今須田委員が指摘された三つの点、第一はあくまでも金利に主眼を置いて金融政策を考え、またこういった最近の情勢の下での流動性の供給にある種の意味を持たせるという考え方、第二は量そのものに意味があるということ、第三の立場というのは須田委員の分類によると資産価格に影響を及ぼす。問題はこういった三つが、私は基本的には第一で考えているが、第二も完全には否定できないという立場であるし、第三の

資産価格に影響を与えるというのも場合によっては、例外的だとは思いますが、完全に否定する必要はないし、否定できないのではないかという立場であるので、なかなかこの三つのうちの一つの立場に立って金融政策を説明するというのは、私にとっては非常に難しいという気がする。またこの点、後程議論できればと思っている。以上である。

速水議長

次、植田委員お願いします。

植田委員

当面の調節方針については皆さんと同意見なので省略する。中原委員、須田委員が言われた問題はそれぞれ関連しているし、重要かと思う。一言、二言コメントさせて頂くと、中原委員が言われたように、これは田谷委員もちょっと触れられたが、少し先を睨んで新たな手を打つ必要が出る、あるいは迫られたような時にどういうことができるのか、できないかということ、これを暫く時間がある間に考えておくということは極めて重要かと思う。そのうえで須田委員の言われたことであるが、私の意見ははっきりしており、どういうルートを通じて効くかと言えば須田委員が三つ挙げられた金利を通じるルート、それから量を通じるルート、それから資産価格を通じるルートだが、それぞれをみても、金利を通じて働くルートが一番正統的なもので、去年の3月以降極く僅かながら残っていたと思う。ただ、ここも極く僅かの金利低下がもの凄い影響を及ぼしたというよりは、金融不安等で流動性需要が高まり、それをアコモデートしなければかなりの金利上昇になったところを、量を出してやったことによって金利上昇を止め、あるいは若干の金利低下を引き起こし、金融不安がひどい問題に繋がるのを防いできたという点が一番大きな影響であったのではないかなと思う。これは第二のポイントとも関連する訳だが、マネタリーベースの量と経済活動、あるいはインフレ率との間に直接強い関係があるという点については、理論的にも実証的にもバツだということだと思う。ただし、今申し上

げたような金融不安等から流動性需要が増大するのを上回って供給をしようとした場合に、結果的には需要イコール供給であるから、今のような表現は注意して言わないといけない訳である。また、そういう姿勢をみせた時に経済にプラスの影響があるかどうかという点、しかもそれが金利を通じる以外のルートであるかどうかという点が残る訳であるが、これはゼロ金利のところではほぼないであろうというのは一つの標準的な理論的立場かと思う。ただ、現実のエンピリカルな問題としてどうかという論点は依然として残るし、そこについて白黒を今の時点ではっきり言うのは難しいというのが共通の見方かなと思っている。

それから資産価格に直接影響を与えるというルートであるが、これは理論的には正しいのだと思う。そもそも日本銀行が流動性供給を行なう一方で金利を低下させるという普通のオペレーションを考えてみると、金利というある種の資産の価格に影響を与えて金融政策が効いていくのだと思う。従って、一般論としては正しいと思うが、通常よく買う、例えば政府短期証券のようなもの以外の資産の価格に直接影響を与えて、それを買うことによってそこから経済への影響を引き出していこうという立場にまでこれを拡張した場合に、そういうルートがどれ位エフェクティブかどうか、あるいは政府短期証券を買う場合と比べて、色々なコストを引き起こすことがあるのかなのかということの方が問題になるのではないかと思う。このようなことを考え続けるのは必要だと思うが、そのうえで外部とのコミュニケーションをどういうふうにするのが宜しいのかという点は、また別の問題として難しいと思う。現時点での私の感じとしては、こういう問題についての答えが全て分かったとしても、それを素直に外にそのまま言って済むかということ、それは我々が納得して使える新しいレジームの段階になってからにすべきであろう。こういう正しいはっきりした理由というようなのがあって、それに政策も変更するというような時には全てを言うのは良いのかもしれないが、今全部を言うとなると考えるという面もある。以上である。

速水議長

次、春委員お願いする。

春委員

景気の実態的な認識としては、先程申し上げたとおり、厳しい状況が続いている中でも、今後とも構造改革に向けた着実な進展が必要、こういう認識からすると、現在の超緩和的な金融政策は緩めるべきではないのであろうと思う。一方で金融市場は、不安材料はあるとしても、このところ小康状態にあり、当面リスクが顕在化しているということでもないと認識している。従って、10～15兆円という当座預金残高目標を掲げた現在の超緩和姿勢はこれを維持して、金融情勢の推移や構造改革の進展状況を注意深く見守るべきだと考える。また、ペイオフ解禁直後の時期でもあり、資金決済の安定確保に向けて、当面は引き続き万全の態勢を整えておく必要があると思う。今色々話があった「なお書き」については、「年度末に向けて」という表現があるので修正はせざるを得ない訳であるが、今何人かの委員の方が言われたように、2月までの表現に戻すと、後退したという受けとられ方をする可能性があるということについては、そのリスクの大きさをちょっと私自身評価できないが、もしそれが非常に大きいのなら、何もわざわざそういうリスクのある表現ではなく、表現を巧く工夫することとも考えて宜しいのではないかと思う。ただ、新しい表現を示すとまた別のリスクも生じるので、私自身にはちょっとその辺を評価する能力がないので、皆様の大勢に任せたいと思う。以上である。

速水議長

最後になったが、福間委員お願いする。

福間委員

結論的には昨日の事務局の説明どおり、「なお書き」を元に戻すこと、調節スタンスを10～15兆円を目安に運営していくこと、これはそれで良

いと思う。

昨日総裁が記者会見で大手銀行のシステム上のトラブルを背景に云々という表現を使っている。こういうことを少し明示的に言うか言わないか、あるいは市場はもう知っているのだから言わなくても良いという判断もあろうが、これらは今後この展開をどうみるかということによる。これは金融市場にとっては一つの攪乱要因である。市場に参加していて一番嫌なのは、分からないことが何か起きているのではないかという点である。実はこれが市場のプレーヤーとしては一番不安要因になる。今はペイオフ解禁後だけに、あれだけの当預残高がありながら金利がちょっと反発したのは色々思い当たるとどうもあれじゃないかと、実際はこの程度のことである。しかしそれを中央銀行としてどう認識しているかということは、今のこの時点では非常に大きな 이슈 だと思う。そういう面で、このことを昨日の総裁の発言のとおりここにやや入れるか、あるいはそうではなくて説明でやるかということもあるが、いずれにせよこの問題はやはり中央銀行サイドから触れた方が良い問題だと思う。表現しないとやっている意図と反対の方にいくこともあるので、市場参加者に思惑を呼ばないように、むしろ情報開示した方が、つまり市場に織り込ませた方がかえって市場が安定するのではないかなと思っている。そういうことを、説明するなり、ここの表現の中に入れるなりするかは、いずれでも良くて、私はマーケットに伝われば良い問題だと思う。ただ、総裁の口から触れて頂く方がマーケットは安心するのだろうと思う。それがまた事後的には今後の金融調節の時に明示的に理由を表現できるということにもなり、我々の調節がやり易くなるのではないかと思う。

先程話のあった資産価格の面については、植田委員が言われるように、私も敢えてここで否定する必要はないと思うが、ただ、言う必要もないのかなと思う。要するにいざとなったらというようなことは過去の記者会見等の中で、その内容はともかく、その内容の中に入っているのだろうとマーケットは理解していると思う。私はこの金融調節方針の中で一番重要なことは、やはり一貫性があるということだと思う。今のみずほ銀行の問

題を除けば、今はちょうど金融政策がマーケットとハーモナイズしている訳であるから、このムードを大切にすることの方が重要である。また時々出てくるモラル・ハザード論にはとにかく与しないことだと思ふ。時間軸をしっかりとってマーケットや実体経済に少しポジティブな姿勢が出る、あるいはリスクテイク意欲が出るようなタイミングになれば、必要に応じチューニングアップということもあり得るだろうと思ふが、その時期は大分まだ先であろう。金融システムの問題と金融再生とは一体であるが、企業再生サイドの方もなかなか時間が掛かるだろうから、今の金融調節は中央銀行にとっては非常に厳しいものではあるが、折角ハーモナイズしているので時間はしっかりかけた方がよいのではないかと思ふ。以上である。

速水議長

それではここで私の意見、見解を述べる。まず、景気情勢であるが、設備投資や個人消費といった国内最終需要は弱い状態が続いている。家計の雇用・所得環境も引き続き悪化していると思ふ。その一方で、米国やアジアを中心に海外経済の回復の動きがはっきりとしてきている訳で、わが国の輸出は増加に転じてきつつあると思ふ。国内の在庫調整も一段と進んでいる。生産はここへきて下げ止まりつつあると思ふ。これらを踏まえて景気の現状認識については、「全体としてはなお悪化を続けているが、そのテンポは幾分和らいできている」という表現で、前月に続いて幾分上方修正することでよいのではないかと思ふ。先行きについても、輸出環境の改善を背景にして生産が下げ止まりから回復に転じるにつれて、景気の悪化には次第に歯止めが掛かっていくと考えてよいと思ふ。このように、経済の展開は、昨年10月の展望レポートの標準シナリオにほぼ沿った動きになっているように思ふ。

次に、金融資本市場の動向であるが、本行による潤沢な資金供給もあって、混乱なく年度末を越えることができた。資本市場でも、長期金利が低下する一方で、株価はほぼ横這い圏内に推移しているなど、比較的落ち着いた展開になっていると思ふ。ただし、低格付銘柄の社債については、依

然としてスプレッドは大きい状態が続いていることなど、市場参加者の信用リスクに対する警戒感は依然根強いと言って良いのではないかと思う。こうした情勢の下での金融政策運営であるが、無事に年度末を越えた一方で、景気判断も2か月連続で幾分上方修正したことを踏まえると、政策スタンスの基本となる当座預金残高目標は、「10兆～15兆円程度」に据え置くことで良いと思う。そのうえで、2月28日の会合で年度末越えを意識して定めた「なお書き」は、それ以前の書き振りに戻すという対応が適当であると思う。この間、経営統合にかかるシステム障害のために、みずほグループが極めて高水準の当座預金を保有するといった事態になっている。執行部は金融市場の安定確保に万全を期すために「なお書き」を活用しつつ、こうした流動性需要の動向に適切に対応していくことが必要だと思う。このように無事に年度末を越え、景気判断を幾分上方修正できる環境になったとは言え、様々なリスクに対する警戒は怠れない。想定されるリスクとしては、引き続き国内金融システムや金融資本市場の動向から目が離せないほか、原油価格上昇を受けた海外経済の動向とか今後の国内民間需要の回復力の見極めなども重要なポイントであると思われる。これらについては、次回の決定会合における4月末で展望レポートを出すことになるから、これを巡る議論においてじっくり検討したいと思っている。私の意見は以上である。

先程福間委員が言われた私の昨日の発言というのは、私はまだ新聞をよくみていないが、昨日夕方に経済閣僚協議会が官邸であり、与党の幹部の方が出ておられたが、そこでいつものように主要なチャートを渡して5分位の説明をしており、その時のことであろう。その説明の中の一つに日銀当座預金という項目があって、それが年度末28兆円までいって金融市場はそれでかなり安心感と効果を示したというようなことは言ったと思う。あと、年度末越えと言ったかもしれないが、一部の銀行のリスク、決済システムの不安ということを行ったか、ちょっと私も言葉は忘れたが、その関係でなお当座預金が大きくは落ちていない、20兆円をちょっと下がった位のところという表現で説明をした。恐らく後で記者会見があったので

あろうから、それを政府の側で何か言われたかもしれない。帰り際にはいつも官邸の出口で新聞記者が沢山待っていて集まってきたが、私は今日はまだ決定会合のブラックアウトだから何も言えないからと、為替のことなども聞いているようだったが、何も言っていない。それでは、みずほのことをどう思うかということを経済記者が質問したので、「大変残念だと思う」という一言だけは言ったが、それが恐らく色々書かれたのかもしれない。それ以外のことは言っていない。以上である。

中原委員

私は、「なお書き」のほか、基本的見解などもそうだが、日銀の、あるいはこの決定会合の発表文の一字一句について非常に仔細にインテントを読み取ろうとしているBOJウォッチャーというのが非常に増えているから、「なお書き」を戻すということはどういうインプリケーションかということ、これは必ず記者会見で当然聞かれる。そこでどういう答え方をするのか、前回の記者会見との相違はどうか、これは整合的な説明を是非執行部をお願いしなければいけないだろうと思っている。春委員の方から若干修文を加えるという手もあるのではないかという意見もあったが、正直言って私自身はそれ程重大な意味を、あるいはこういう問題を孕むということを経済記者でこれを決定した時にそれ程意識がなかったが、その辺どういう意見なのか、場合によっては執行部の意見もちょっと聞きたいと思う。それほど重大に考える必要はないと、そう乱暴に押し切ってしまうかどうかということはあると思うが。

山口副総裁

私は結論から言うとそういうことであるが、今皆さん方から出された意見というのは、10～15兆円というターゲットは維持すると、そして「なお書き」で以って現在の流動性需要に対応する。しかし、これは如何なる意味でも緩和姿勢の後退ではないと、そういうふうには受けとられないように注意しなければいけないという辺りが、多分コンセンサスだったかなと

思う。それで資金需要が急激に増大していることは事実だし、それが現在のところみずほグループのシステムトラブルに原因があるということはかなり確度を持って言える訳である。そういう意味で私はこの2月28日までの「なお書き」にまさに該当する事態が生じたのではないかというふうに考え、そう申し上げた訳で、これで十分対応できる事態が生じているのではないかと思う。ただ問題は多分、非常に細かい話だが二つあって、一つは、これを今日発表する場合に、そこで何か、これは調節姿勢の変更を何ら意味するものではないというようなことを一言口頭で付け加えるのかどうかという類の話があると思う。それからもう一つは福間委員の言われた点であるが、流動性供給、当座預金の供給が非常に多額、高水準で続いていることに対して、極めてマージナルであるが金利が多少じりっと上がるようなことが生じている訳で、その背後にはみずほのシステムトラブルに起因する一時的な流動性需要の増大が生じている。そういうようなことを何らかの表現で言及する説明姿勢、先程言われたのは、そういうことを言った方がむしろ市場の安定化に貢献するということだったが、それをどう考えるかという問題があると思う。私は一言確認しておきたいが、これは誰が良いのか、広報総括に聞いた方が良いのか、これを発表する場合はどういうふうに発表するのか。

中山政策委員会室審議役

対外発表文の「当面の金融政策運営について」といういつもの一枚紙があって、それを私が読み上げる。その時に「現状維持」か「現状維持でない」かということを一言言う場合があり、これは「現状維持」と一言申し上げれば、少なくともマスコミを通ずる報道としては、今の強さの緩和姿勢を維持するんだなというふうに伝わると思うので、緩和姿勢の後退と受け取られることはないと思う。マスコミを通ずる第一弾の浸透の仕方としてはそれで問題ないと思う。ただ、アナリストとかマーケットの人などは、幾らそういう発表をしても先程からあるような議論を踏まえて、色々なコメントを出す可能性があるので、そこは第二弾の対応として、総裁が今度

月曜日に記者会見をされるから、その記者会見の場で説明されるという事が必要かなと思う。

山口副総裁

通常は記者会見での総裁の説明で十分だろうと思うが、今度は週末が間に入るのでしょうか。

中山政策委員会室審議役

そこはマスコミの報道はもう「現状維持」と一言言えば、緩和姿勢が後退したというふうに取りられるような書き方にはならない。

山口副総裁

であれば、私はこれで良いような気がするが、どうか。

藤原副総裁

でも金、土、日が間に入って、総裁の記者会見は月曜日でしたね。

中山政策委員会室審議役

明日、月報が発表になり、それを受けてということで総裁の会見は月曜日である。

藤原副総裁

月曜日の午後だな。

中山政策委員会室審議役

午後3時からである。

藤原副総裁

そうすると、その間メディアというのは通信社は流れ続けているし、ア

ナリストのコメントはキャリーする訳である。その間何かやる必要があるかどうかということである。

中山政策委員会室審議役

だからそういうことで、今日の発表の時には一言「現状維持」ということで彼らを安心させるが、「マーケットアナリストに聞くとこういうことを言っているがどうなんですか」と、「これで大丈夫ですか」と、その後色々取材をしてくる可能性がある。それから先程の大手行のシステムトラブルの問題と結び付けて議論が出る可能性もある。それに対してはちゃんとこちらで取材に応じる体制を各局室でとる。ということであれば、月曜日の総裁会見までは大丈夫なのではないかと思う。ただ、よりその辺をより確実に安心させるということであれば、先程から指摘のあるように対外公表文の中に、なお書きの背景はこれまでの「年度末要因」から今度は「システムトラブルの問題等々」になるが、緩和のスタンスとしては変わらないというのをより明確に出すというのも一つの考え方かもしれない。もっとも、私は月曜日の総裁会見で述べれば十分ではないか、大丈夫ではないかなと思う。

春委員

私もちょっとよく分からないが、みずほグループが当座預金を沢山持っている理由として、今のシステムのトラブルが原因でみずほグループが積み増しているということを日銀が言っても良いということか。

中山政策委員会室審議役

いや、ただ先程の総裁が発言になった月例経済報告関係閣僚会議に出席された際の報道振りでは、総裁は月例関係閣僚会議に出席し、みずほ銀行のシステム障害を踏まえてとの説明を付したうえで、総裁の言葉として「大手銀行のシステムトラブルで金融市場では、いざという時に備えた資金需要が増えている」と引用されている。従って、この問題を日本銀行は

認識しているということは、もう既に、マーケットにも伝わっている。

山口副総裁

だがそれは、みずほが多めに持っているという表現ではない。

中山政策委員会室審議役

指摘のとおり正確に申し上げると「大手銀行のシステムトラブルで金融市場では」という表現であるから、みずほが持っているというふうに特定されている訳ではない。

山口副総裁

市場全体で流動性需要が高まっている。だから言及するとしても私はそういう表現だと思う。

春委員

流動性需要が高まっているのは良いが、そのトラブルが原因で、というところまで言っても良いのかどうかという、ちょっと疑問があった。

山口副総裁

トラブルが生じていることはもう周知の事実であるから。

須田委員

私はそれは言った方が良いと思う。というのは、減った時に、これは一時的だったということが分かるからである。曖昧にすると、その時に緩和、また引き締めだ云々ということが話題になる。

中原委員

最初の「なお書き」はいつ付いたものだったか。9月だったか。

植田委員

最初から。

増淵理事

「なお書き」はずっとある。

山口副総裁

最初からあった。

中原委員

であるから、駄目押しで理屈を言うようであるが、確かにみずほのケースについては、金融市場が一時的な需要増大、流動性の需要増大で不安定という表現に当たると思うが、今後財政資金の出入りの綾等で金利が上下に動く時に、今のスタンスだととにかく 0.001 にオーバーナイトを徹底的に抑え込むというスタンスでオペレーションされているが、今後は基本的には 15 兆円を上限として、基本的には量的緩和であるから金利の変動はマーケットに任せるとというのがスタンスになるのだろうと思う。その辺は、現在吸収オペをやってきたが、これは要するに 15 兆円というのをできるだけ先で維持するために均しているという部分がある訳であるから、こういうオペレーションそのものは十分意味のあることではある。だが一方で、足許でとにかく何をやっても青天井で出すのだというスタンス、換言すれば、3 月末の「なお書き」はそういう意味だとすれば、将来のそういうマーケットでの一時的な金利変動に対してどう対応していくのかという問題にもなる。ただこの問題は、突き詰めるとまさにゼロ金利政策ということになってしまい、またもや自家撞着に陥るということになるので、大変悩ましい。

山口副総裁

そうである。さっき須田委員が提起された問題にも関係してくる。

田谷委員

今の問題も興味ある問題だが、それをやるとまた長くなるので今は止めておく。私は、「なお書き」について、こう変えたら良いだろう、ああ変えたら良いだろうと、随分自分なりに考えてみたが、結局はこれ以外にないと思う。文言を変えて、例えば現在の問題で一時的にこうするんですよと言った方が良いかなと思って色々考えてみたが、やはり変えるということ自体がまた思惑を呼ぶし、一方で、マーケットというのは今の段階だとまた元に戻すという考えが相当広く共有されているので、そんなに大きな問題は生じないと思う。ただ、前回の措置が金融緩和であったか緩和でなかったかという、そういう前の報道振りとの関連で、これを金融緩和であるとした場合、元へ戻すというのは後退であるという報道をすることは必ずや出てくると思う。ただ、私が今まであれ以降オフレコであれオンレコであれ聞かれた場合に答えていたのは、2月28日は金融緩和をしていないと、10～15兆円の目標レンジは維持した。ただ、さはさりながら、緩和的な措置は幾つか採ったと。例えば長国の買い入れを増やした、あるいは受け入れる担保の面で色々な措置を採ったと、これは緩和的な措置である、というふうに答えてきた。そして今回も「なお書き」は元の位置に戻すが、この緩和的な措置は維持するのだから、スタンスは全く変わらないという説明振りになるのではないかと思う。その辺は、多分色々な想定される質問はあるのだから、それはもう執行部の方で色々考えて対処してもらえば良いと思う。余り大きなリスクというのは、今回私は感じていない。

植田委員

「現状維持」と今日言って、総裁の記者会見であとは対応して頂くということで宜しいのではないか。

須田委員

それで良いと思う。

速水議長

他に議論があればどうぞ。なければこの辺りで政府から出席の谷口副大臣、小林審議官、もしあればどうぞお願いします。

谷口財務副大臣

では、申し述べたいと思う。わが国経済は、穏やかなデフレが継続しており、これが経済に様々な悪影響を与えている。もとよりデフレの克服には、政府・日銀一体となった総合的かつ継続的な取組みが必要であると考えており、政府としては構造改革の推進を通じて経済の活性化を図って参りたいと考えている。こうした観点から、先般成立した平成14年度予算を平成13年度補正予算と一体として切れ目なく執行するとともに、6月頃を目途に税制の抜本の見直しや経済の活性化方策について基本的な方針を示すべく取り組んでいるところである。また、不良債権処理についても、特別検査を踏まえた具体的進捗を図るなど、早期終結に目途を付けるべく取り組んで参る。

日本銀行は、当座預金残高目標10～15兆円程度を大幅に越える潤沢な資金供給を行なった結果、短期金融市場は大きな混乱もなく年度末を乗り越えた。今後とも経済・市場動向や金融情勢について十分注視するとともに、ペイオフ解禁に伴う新たな環境変化の下、金融システム安定にもこれまで以上に配慮し、万全の体制をお願いします。

また、景気は底入れに向けた動きがみられるが、物価は引き続き下落しており、依然として大胆な金融政策運営が求められている。こうした観点からは、従来の短期国債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から、金融政策に当たり更なる工夫を講じること等により、継続的な物価の下落を阻止し物価を安定させていくとともに、わが国経済がデフレ・スパイラルに陥らないよう幅広く検討頂き、思い切った対応が

採られるようお願いをしたいと考えている。

それに付け加えて私自身の考え方で話をさせて頂きたい訳であるが、一点は先程委員の方の話の中にもあったように、今税の議論をやっている。景気の活性化に対して税が如何に対応し得るのかということは大きなポイントであり、これが先送りされるのではないかといったような危惧があったが、これは大変重要なポイントであるので、この税制改正においても今後そういう観点でも進めて参りたいと考えている。また、先程から議論が出ているみずほの問題については、先日、経営者のホールディングの前田社長に国会に来てもらって、色々伺った訳である。結論的に申し上げて、大変深刻な事態だというように考えている訳であり、このシステムのトラブルが国民一般に与える影響を注視していかなければいけないと思う。今藤原副総裁からも、考査であるとかモニタリングであるとか、こういうようなことで行なっていくというような話があった訳であるが、日本銀行におかれては、今回の金融政策のあり方だけではなくて、今後の運用状況が経済に与える影響を慎重にみて頂きたいと考えている。

それと前回申し上げた長期国債の買い切りオペであるが、今1兆円というようにして頂いているが、昨年3月の量的緩和を行なった際に、通貨発行量を上限に、というようなことになっている。これも是非この場でこの有り様についても一度検討頂ければあり難いというように考えている次第である。以上である。

小林内閣府審議官

景気の基調判断については、昨日の月例経済報告等関係閣僚会議において、景気は依然厳しい状況にあるが、底入れに向けた動きがみられる、と報告した。上方修正は2か月連続となる。先行きについては、厳しい雇用・所得環境などが今後の民間需要を下押しする懸念がある一方、海外経済環境の改善や在庫調整の進展が今後の景気を下支えすることが期待される。政府は構造改革を断行する一方で、デフレ・スパイラルに陥ることを回避するために細心の注意を払い、日本銀行と一致協力してデフレ阻止に向け

て強い決意で臨むこととしている。また、平成 14 年度予算の成立を受け、これと平成 13 年度補正予算を一体として切れ目なく実施していくこととしている。

金融政策においては、日本銀行のコミットメントがその効果の発現において重要な役割を果たすことから、日本銀行におかれてもデフレ阻止に向けて引き続き思い切った金融政策の検討、実施をお願いしたいと考えている。以上である。

速水議長

他に何か議論があるか。ただ今の政府の方々の発言については、参考意見として伺っておくことで宜しいかと思う。他に意見がなければ議案の取り纏めに移って宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

先程の委員方の意見等によれば、当面の金融市場調節方針について、「なお書き」を 2 月 28 日以前の表現に戻したうえで、現状維持という意見が大勢を占めていたように思う。そこで私の方からその旨の議案を提出したいと思う。他に正式に議案を提出されたいという方はおられるか。それではどなたからも正式な議案の提出がないようであるので、事務局は私の議案を確認のためもう一度読み上げて欲しい。

[事務局より議案を配付]

雨宮企画室参事役

それでは議長案を読み上げる。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。日本銀行当座預金残高が 10~15 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど

金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。別添、対外公表文である。「平成14年4月11日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致 or 賛成多数）。日本銀行当座預金残高が10～15兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」である。

速水議長

私の議案の表現で宜しいか。その他質問、追加的な討議があればどうぞ。それでは、議論が出尽したようであるので採決に移りたいと思う。異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

異議がないようなので、採決する。政府から出席の方々、申し訳ないが一旦別室へ退席願う。政策委員会としての議決がなされてからまたお呼びする。

[政府からの出席者退室]

金融市場調節方針に関する議案を採決する。事務局は正式な議案を持ち回って、委員から決裁を得た後にその結果を報告して欲しい。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁
藤原副総裁
山口副総裁
植田審議委員
田谷審議委員
須田審議委員
中原審議委員
春審議委員
福間審議委員

反対：なし
棄権：なし
欠席：なし

橋本政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

速水議長

それでは採決が終了したので、政府からの出席者を呼んで欲しい。

[政府からの出席者入室]

ただ今、政策委員会として当面の金融市場調節方針として、現状維持が全員一致で決定された。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お願いする。なお、決定事項の公表は、会合終了後直ちに行なうこととする。

IV. 金融経済月報の検討

速水議長

それでは次の議題に入りたいと思う。金融経済月報の検討である。金融

経済月報のうち、最初の4ページが本委員会の正式な決定事項になるので、本日のこれまでの議論を踏まえて検討をお願いしたいと思う。まず調査統計局門間企画役と企画室の雨宮参事役からポイントを説明してもらおう。

門間調査統計局企画役

それではいつものようにまず実体経済部分から前月と比較しながら申し上げる。

今月の総論であるが、「わが国の景気は、全体としてなお悪化を続けているが、そのテンポは幾分和らいできている」としている。「全体としてなお悪化を続けている」ということで、前月と同じ表現が入っているので大きな修正ではないが、そのテンポは幾分和らいできているということで、上方修正になる。前月に続いて2か月連続で若干の上方修正である。中身として純輸出のところを上方修正しており、その一項目だけであるが、一つと言えどもGDPの一項目であるので、GDP全体のイメージとしてもテンポが幾分和らいできているというのが一応整合的かと考えて、このような案を示している。その純輸出であるが、前月は「下げ止まりつつある」としていたが、今回は「増加に転じつつある」ということで、「増加」というのを明確に打ち出した。それから内需項目は全く変わっておらず、在庫・鉱工業生産であるが、鉱工業生産は前月は「減少テンポはかなり緩やかになっている」ということで、「減少」という言葉が入っていたが、今回は「鉱工業生産は下げ止まりつつあり」としており、上方修正である。それから今回は短観が出ているので、「企業の業況感も製造業を中心に悪化に歯止めが掛かりつつある」というのを入れている。次の雇用・所得環境であるが、ここは特に大きな変化はないが、前月に比べてさらにどんどん厳しくなっているという感じではないので、今回は「家計の雇用・所得環境は引き続き悪化している」というのが結論部分の表現である。前月は「失業の増加傾向」というのをメンションしていたが、今回は12月の失業率が5.5のあと、1月、2月が5.3ということで若干低下した水準で横這っているということで、失業の代わりに「雇用者数の減少が続き」とい

うのを入れている。それから賃金の低下幅については、2月単月では若干縮小したので、「拡大傾向」と若干変えている。

それから先行きであるが、海外景気は、「海外景気も、米国・東アジアを中心に回復過程を辿る可能性が高い」ということで、ここは前月に比べて若干前向きの変現にしている。為替相場については変現に変更はない。

「こうしたもとの、輸出は、当面、緩やかに回復していくと予想される」というのが輸出についての先行き判断である。一方、国内需要の面であるが、設備投資について「当面、減少傾向を辿る」ということで、前月の判断は変わっていないが、今回は短観で2002年度の設備投資計画が明らかになっているので、それらも踏まえて「先行指標や企業の投資計画などからみて」というのを判断の根拠として使っている。その後、個人消費、政府支出辺りは全く変わっていない。「このように輸出の回復と内需の弱さが入り混じる中で、鉱工業生産は、当面、横這い圏内の動きが続くとみられる」ということで、当面、生産は横這いという判断を示している。生産は横這いで景気全体はどうかということになるので、今回は短観で2002年度の姿についてある程度、売上、収益等の先行きについて見方が示されてきたことも踏まえて、「さらにその先を展望すれば、輸出の順調な回復が続いていく限り、いずれ生産の増加や製造業を中心とする企業収益の持ち直しを通じて、景気が全体として下げ止まりに向かうと考えられる」というのを入れている。それらの総合判断として、「今後わが国の経済は、輸出環境の改善を背景に生産が下げ止まりから回復に転じるにつれて、景気全体の悪化にも次第に歯止めが掛かっていくと予想される」としている。この総合判断に対応する前月の判断は、「景気全体の悪化テンポも次第に和らいでいくと予想される」としていたが、足許若干その悪化テンポは和らいでいるという判断をすると、先行きについてはこのような判断が適切かと思われる。それから、その後「ただ」というところ以下幾つかリスク要因とか留意点を書いてある。これは実は、内容的には前月も全部書いていたが、前月は数箇所にもまぶして書いてあったものを今月は一箇所に纏めて書いた方が分かり易いであろうということで、ここに全て纏めている。

内容的には「ただ」以下のところであるが、「輸出の回復は、当面緩やかなものにとどまるとみられるうえ、海外経済の回復テンポにも、なお不確実な要素が少なくない。加えて、内需の弱さが暫く続くことを踏まえると、景気全体が明確に下げ止まるまでには、かなりの時間を要する可能性が高い」というのが留意点等である。その後の金融・資本市場の不安定な動きに関するリスクについても、前月と同様である。

最後に物価であるが、国内卸売物価のところについて、予め当方からこの段階で修文したいところがある。「このところ下落幅が幾分縮小している」となっているところだが、そのうち「このところ」と「幾分」を取って、単に「下落幅が縮小している」と修文したい。これは資料を出した後、3月の卸売物価指数が出て、それを踏まえるとその方が適当という判断である。あとはほとんど変わっておらず、中程に、「原油をはじめとする」というのが一言入っているが、これは最近の国際商品市況の中でも特に原油の上昇が目立っているということを反映したものである。従って、あとは変化がないが、一応申し上げておくと、「これらを総じてみれば」というところが物価の先行きに関する総合判断であるが、「当面、物価は緩やかな下落傾向を辿るものと考えられる」ということで、前月と変わっていない。その後の留意点、リスクについても前月と同様である。以上である。

雨宮企画室参事役

金融パートであるが、鉛筆書きでやや大きな修正が書き込まれているので、その説明から申し上げたい。執行部からの報告で、市場動向と金融環境で、例えば信用スプレッドの動向、企業の資金繰りの動向で少なくともこれまでのようなどんどん悪化しているという傾向については、少し変わっている可能性があるかもしれないと説明した。ただ、このうち企業の資金繰りや銀行の貸出態度については、もう数か月データの蓄積を待ってから慎重に判断したいということで、基本的なトーンは変えていない。ただし、市場の信用スプレッドの方は、昨日までのデータをもう一度チェックして議論したところ、少なくとも4月前の拡大傾向については歯止めが

掛かっている、ただし、水準は非常に厳しいという評価で宜しいかということになった。因みに、トリプルBの社債の спреッドは過去のピークはちょうど99年のはじめ、ゼロ金利政策を導入した頃が140bp位、1.4%までいった訳であるが、その後どんどん縮んで、昨年はほぼ60bp位で推移していたものが、去年の11月位からどんどん開いて3月には110bpを越えた訳である。先程福間委員からも指摘されたが、トリプルBより段々上の格付けの方にも寄ってきて、3月にはダブルA辺りも上がり出した訳だが、その後はトリプルBの спреッドが115bpまでいった後、4月は連日縮小して今は108bp位まで縮んでいる。ただ、このままどんどん縮むとも思えないが、少なくとも非常に高いけれども傾向は取り敢えず止まったということで、まず「この間、民間債と国債との流通利回り спреッドは」のところであるが、「昨年秋以来の拡大傾向に歯止めが掛かっている。もっとも、低格付債については、依然として спреッドが大きい状態が続いている。」という表現に変えたいということである。それに応じて一番最後の纏めのところであるが、これはやや細かい修文であるが、「以上のように」のパラグラフでは、これまで民間銀行と投資家という二つの主語を一緒にして「信用リスク・テイク姿勢は慎重化している」という方向で書いていた。だが、spreッドの動向をこういうことに書き換えると、主語を少し書き分けて、やや細かいが、「投資家の信用リスク・テイク姿勢は依然として厳しい」としてどんどん悪化しているのではなくて、非常に厳しい状況は続いているという継続の表現として、一方銀行の貸出態度については先般の短観をみてもまだ厳しくなる方向であるので、「引き続き慎重化」という方向感を出すということで書き分けた。その他為替相場はいつものとおり、円の対米ドル相場のところを、足許の相場動向を踏まえて修正したいと思う。あと、一番上の金融市場動向については期末を無事越えたという記述である。以上である。

速水議長

意見、質問があればどうぞ。

田谷委員

先程の議論の続きになってしまうが、ほとんど申し上げたので別の観点からのポイントというのは特にはないが、要するにこの2行目以下の各論はほとんど違和感ない。それで要するにキャッチフレーズということになるが、この「そのテンポは」と読んだ時「その」とはなんだろうと考えた訳である。これは全体、外需も含めた内外需全体を捉えているのだろうと思う。そうすると、「そのテンポは」と言うときちょっと違和感があった訳である。ただ、先程申し上げた繰り返しになるが、内閣府の底入れに向けた動きという表現でも、結局テンポが幾分和らぐ訳だし同じことだと思う。だから多分「一步前進」という、私のイメージでいうとそういうことになる。どうも全体としてみると私は半歩位で良いのではないかとということで、先程「一部に改善の動きはみられるが、依然として厳しい状態が続いている」という表現を述べたが、その方が私は個人的には望ましいと思う。であるが、先程も申し上げたように、皆さんがこれで良いと言われるのであれば、特にこの理由によって私は反対するということも考えていない。先程須田委員もそろそろ言った方が良いのではないかと言われたが…。

須田委員

私もこの2行目以下の各論は全てそのままOKであるが、それと一番上の総論とが同じかなという点がちょっと分からないところである。

田谷委員

特に他の方から、いや同じだよと言われれば、いたしかたないと思う。

植田委員

私は先程思っていたのは、こういうふうを書くにしても後半のところ、何か製造業に明るさがみられるとかというようなことかなと思っていたが、今の門間企画役の説明で、 Y (国内総生産) = C (民間消費支出) + I (投資) + G (政府支出) + NX (純輸出) で他は大差なくて NX のとこ

ろは少し上がり出したということ、これが意味しているのであれば、それはもうそのとおりだなということだと思う。

田谷委員

結局この1行目の総論というのは、常に経済を一つとして捉えるのが多分良いのだろうという観点からすれば、こういう表現にならざるを得ないのかなと思う。ただ、依然として須田委員と一緒にちょっと強いかなという印象は持っている。

山口副総裁

田谷委員の指摘は、輸出それからそれに直結した製造業のところには改善の動きが出ているけれども、そこから拵がらないのではないかという判断が入っている訳か。

田谷委員

いや、ただ拵がり方は先程の植田委員の議論ではないが、拵がり方がやはりスローだし、その程度もやはり小さいのではないかと思う。過去を振り返ってみても99年辺りからの展開で個人的にちょっと反省している点は、あれだけの企業収益の伸びがあつたにもかかわらず、なかなか投資に拵がりが出なかったということ、雇用・所得の改善が非常に限定的だったことである。それに比べると今回の輸出の期待される改善というのは前回以上に期待できないということを考えると、相当慎重に言った方が良いかなと思ったから申し上げた。

山口副総裁

これは景気とは一体何なんだということ、本当は議論しないといけな
いかもしれないが、それは別として、経済成長率は依然としてマイナス
だけどマイナスの幅が少しずつ小さくなりつつあると思う。

田谷委員

イメージ的にはそうだろうと思う。

山口副総裁

そういう認識をこういう表現で書いているんだと思うが、私はそれは事実そうなのではないかなと思う。田谷委員の指摘の点は、内需について表現が全く変わっていないというところで多分つくされているのではないかなと思う。それとは別に、私はもう一回これを読み直してみて、先行きの第二パラグラフの「さらにその先を展望すれば」という文章はいるのだろうかと思えてきた。その次の先行きの第三パラグラフをみると、「景気全体が明確に下げ止まるまでには、かなりの時間を要する可能性が高い」ということをまた改めて言っている訳で、「さらに先を展望すれば、景気は全体として下げ止まりに向かうと考えられる」というこの判断と、第三パラグラフのところはどういうふうに関係するのかなかなか読み方が難しいのではないかという気がする。

門間調査統計局企画役

ただ、今指摘された点を、技術的なというか、書かなければいけないのかもしれないという観点から一つ申し上げておくと、生産横這いという判断で、その後実は「以上を総合すると」というところになるが、以上を総合する前に、生産横這いの後どうなっていくのかという書く内容が何もなくて、いきなり「以上を総合すると」というところで「景気全体の悪化にも次第に歯止めが掛かっていく」と予想できるかどうかということが論理的には一つ問題だと思う。それと実は、ではそもそも「以上を総合すると」というところで、そこまで書くのかという問題があると思う。これは前月の段階で先行きについて、「景気全体の悪化テンポも次第に和らいでいくと予想される」と書いているので、それとの変化という意味で、今回はその辺りをどういうふうにみているのかということが恐らく問われると思われるので、この「以上を総合すると」以下の判断を残す以上、その

手前の論理を若干書いた方が良いかないというのが今言われた個所のポイントである。

山口副総裁

後ろから逆算していくのか。

門間調査統計局企画役

そのブリッジが何かいるのではないかという判断である。生産横這いで、その後自動的に横這ったら後は上がるのだというふうに言えるのかどうかというところで、そこはやはりなにがしか短観等の材料を踏まえながら、筋道を少し言っておいた方がいいかという意味合いで入れている部分である。

山口副総裁

そこは今の時点では何とも分からないから、何も言わないというのが一番良いのではないか。

中原委員

全体的な印象としては、恐らくミクロの経営者の感覚から言うと、日銀は相当悲観的だという感じだと思う。だが、いわばミクロの意識としては、特に卸売物価の上昇、それから素材関係の値段が上がってきている、あるいは東アジアの輸出が増えているので、マクロデータに出てこない部分での印象というのはかなり先にいっている感じはある。田谷委員の言われた表現とこの表現を比べると、こちらの方が前向き過ぎるという感じは余りしていない。むしろ、全体感を表わすにはもう少し前向きでも良いという位の感じを私は実は持っている。勿論先行きの政策展開との関係に留意することも必要であるが。

速水議長

「全体としてなお悪化を続けているが」というのが最初に出てきているのだから、これはこれで良いのではないか。内閣府の方は「依然厳しい状況にあるが、底入れに向けた動きがみられる」で、私は言葉を比較すると日銀の方が慎重なのではないかなという感じがするが。

田谷委員

皆さんがそう考えるのであれば、それで結構である。ただもう一点だけ宜しいか。細かい点だが、二箇所「賃金の低下幅が拡大傾向にある」という表現が出てくるが、前月も私申し上げたが、ちょうど99年の終わりから2000年のはじめのような状況に似ているのだろうと思う。例えば、調統の昨日の資料だと3か月毎の賃金の動きがチャートに出ており、その最後のところの12月から2月の数字が非常に下にいていた。ところが、99年から2000年にかけての動きというのは、確かに同じように12～2月に大きく下がったが、その3～5月というのがうんと下げ幅が小さくなって、そしてその後夏のボーナスを含む3か月の下げが99年から2000年にかけての下げよりも下げ幅が小さくなった。私が想定しているのは、どちらかと言うとそういう展開に近いだろうと思っているので、そうするとこの4月の段階で、我々は2月の数字しか前月から得ていない訳だから、わざわざここで賃金の低下についての判断を下方修正することはないかと思う。

門間調査統計局企画役

前回既に拡大といっているもので、むしろ傾向と付けた分だけ表現を和らげているという、今回はそういう変化である。

田谷委員

なるほど、そういう意味か。私は逆にってしまった。皆さんはそう感じられるか。

山口副総裁

先程そういう説明だったので。

早川調査統計局長

二点あって、一つは、そもそも2月の数字が少しマイナスが縮んだということである。それともう一つは、私共現時点では夏のボーナスはかなり厳しいだろうと思っている。要するに例えば冬のボーナスに比べて夏が顕著に目にみえて改善することはないだろうと、恐らく賞与のところで何かしら改善があるとしたらせいぜい冬ではないかと思う。

田谷委員

そうすると、今早川調査統計局長が二つのことを言われたのとちょっと矛盾しているのではないか。

早川調査統計局長

であるから傾向というのはあくまで、これはやや月例文学的な言い方だが、数字が一月逆方向で動いている時は、傾向とかをこのように使っている。小林審議官はよくご存知だと思うが。

田谷委員

私は逆にとったので申し上げたが、他の方がそういうふうを感じるのだったら私だけなので、結構である。

速水議長

他になければ。

門間調査統計局企画役

先程山口副総裁が言われた先行きのところの文章はどうするか。

山口副総裁

皆さん違和感がないのであれば良い。

門間調査統計局企画役

宜しいか。

山口副総裁

違和感ありという声が出てないから良いのではないか。

速水議長

先行きのところのセカンドパラグラフの4行目か。

門間調査統計局企画役

4行目の「さらにその先を展望すれば」というところ約2行であるが、その個所はいらぬのではないかと山口副総裁からの指摘があったが、如何か。ここまで筋道を立てて書くだけの材料がないのではないかとということだと思ふが。

福間委員

サブジェクトが付いている。「回復が続いていく限り」と。だからここまで書くのだったら、逆に言われるようにいらぬかもしれないし、これがあるから良いということも言える。

田谷委員

ただ、短観の収益のところをみると、これはあっても良いかなという気もする。

山口副総裁

良い。

早川調査統計局長

サイクルの先行きのところ、「生産が下げ止まりから回復に転じる」理屈であるから、何か入れないと。

速水議長

これは宜しいか。それでは採決したいと思う。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

決裁が終わった。

速水議長

それでは、ただ今決裁頂いた基本的見解に沿って、後段の背景説明部分には必要があれば執行部で修文したいと思う。なお本件の対外公表について

は、今週 12 日金曜日の午後 2 時に行なう。

V. 議事要旨 (2/28 日開催分) の承認

速水議長

それでは次の議題だが、前々回 2 月 28 日の会合の議事要旨を承認願う。
手許の議事要旨に異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

それでは政策委員会としてこれを承認することとする。この議事要旨は
4 月 16 日火曜日の午後 2 時に公表する。

山口副総裁

春委員、福間委員は就任前の議事要旨だが、決裁して頂くのか。

速水議長

議事要旨は決裁していたと思う。

橋本政策委員会室長

これを公表することを今日この政策委員会で決定して頂く。

[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

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

全員一致で決裁が終わった。

VI. 閉会

速水議長

以上で本日の議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は4月30日火曜日を予定している。なお如才もないことだが、決定会合における議論の内容は、自身の発言も含めて厳に出席者限りとして、議事要旨および議事録という一定のルールに沿って開示する取り扱いとなっている。決定会合への信認を確保するという観点からも、皆さんにおかれては引き続き厳正な機密管理に努めて頂くようお願い申し上げます。

(午後0時11分閉会)

以 上