

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2002年6月11日

6月12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 (11日 14:00～15:53)
	二宮洋二	官房参事官 (12日 9:00～12:12)
内閣府	小林勇造	内閣府審議官 (11日 14:00～15:53、12日 9:00～12:12)

(執行部からの報告者)

理事	増渕 稔
理事	永田俊一
企画室審議役	白川方明
企画室参事役	雨宮正佳
企画室企画第1課長	櫛田誠希
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
国際局参事役	高橋 亘

(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
国際局国際調査課長	石田和彦 (11日 14:00～14:50)
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室調査役	山岡浩巳
企画室調査役	清水誠一

I. 開会

速水議長

それでは定刻なので、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、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それに関連する質疑応答のセッションとしたいと思う。明日は、9 時に会議を再開して、まず最初に、金融経済情勢と金融政策運営方針に関する委員方の討議、もしあれば、政府からの出席者の発言、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 4 月 30 日議事要旨の承認を行なう予定である。

政府からの出席は、本日、財務省から藤井大臣官房総括審議官、内閣府から小林審議官が出席されている。なお、明日は国会情勢次第で流動的ではあるが、財務省からは谷口副大臣が出席の予定と伺っている。また内閣府からは本日に引き続いて小林審議官が出席された後、途中で竹中経済財政政策担当大臣に交替される予定と伺っている。

予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言はすべて記録することを前提としている。委員および政府からの出席の方々におかれてもそのことを前提に発言頂くよう、宜しくお願いする。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部からの報告に入る。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。増淵理事と山本金融市場局長にお願いする。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

山本金融市場局長

まず、図表 1-1、金融調節実績の推移である。日銀当座預金残高の実績値は、前回会合以降、5月22日が15兆800億円、23日が15兆2,300億円というように、コンスタントに15兆円程度を維持してきている。無担保コールオーバーナイトレート加重平均値も、当座預金残高15兆円程度のもとで、0.001%ないし0.002%ということで、極めて落ち着いて安定的に推移している。

次に図表 1-3、日銀当座預金の業態別の保有状況である。6月10日、昨日段階の各業態別の当座預金残高保有実績は、都長銀が5兆2,730億円で、このうちみずほ2行が昨日は ちょうどの残高実績である。所要準備 に対して の保有ということで、引き続きやや高めの高を維持している。一方、外銀の方は昨日は4兆4千億円ということで、ほぼ4兆円台がコンスタントに維持されている。前回会合で報告した業態別保有の構図は、ほとんど変わっていない。全体として言うと、年初、あるいは2月の積み期の頃に比べ、今申し上げたみずほの分などが相対的に積極的な当預保有ニーズになっているが、足許の金融環境あるいは当座預金15兆円程度の供給のもとでは、全体としてのマーケットは余剰感が強く、オーバーナイトレートも極めて落ち着いた状態である。

図表 2-1 に今申し上げた無担保コールレートを含めて短期金利の推移がある。無担保コールレート、ユーロ円レート、それから短国レートのターム物である。ユーロ円レートは、例えば3か月物を見ると、2月に一度ピークをつけ、2月28日が0.180%である。その後順調に下がってきて、現在は0.030%ということである。一方、短国レートの方を見ると、極く僅かであるが足許6か月物で0.007%、あるいは1年物で0.007%と、1/1000%単位の話であるが僅かながら上昇している。こうしたユーロ円金利と短期国債レートとの格差をグラフにしてみたものが図表 2-1 の下側の図である。左側がユーロ円3か月物とFB3か月物の格差の推移、右側が同様にコマーシャルペーパーと短期国債レートとの格差の推移である。グラフを

見ると、まず、2月から3月にかけて格差が大幅に拡大した後、4月以降は順調に縮小してきて、現在は、さらに下がって昨年末並の水準ということである。2月から3月にかけては、例のペイオフ解禁に備えて、あるいは金融システム懸念の台頭ということもあって、マーケットの参加者の間で非常に信用リスク回避の動きが広がった時期であった。とにもかくにも、運用はTB、FBに向かうという状況で、FB、TBの発行市場ではやや異常と言えるほどの人気を博した局面であった。しかし、4月以降は金融システム懸念の後退から再び市場参加者がCPの購入を再開するといった動きが広がり、CPやユーロ円金利と短期国債との間のレートが擦り寄ってくる形で格差が縮小している。

図表2-2は金融・為替市場の動向である。上から債券、株、為替相場の順番にグラフ化している。この1か月ほどのマーケットにおける大きな材料としては、一つはやはり国内景気の先行きに対する見方、もう一つは国際的な資金フロー、日本への株式投資、あるいは対米証券投資であった。全体としての流れを申し上げますと、債券と株はもみ合い、横這いの範囲内での推移、一方で、為替相場の方は、全体にドルの弱い地合いが続くという展開であった。図表2-3に為替相場の動きがある。円の対ドル相場、ユーロの対ドル相場の動向をみると、最近も引き続きドル安の地合いである。この間、円については、5月下旬以降為替の介入を実施している。その結果ということもあり、極く足許をみると、円の対ドル相場は、123~4円のレベルで横這い、一方、ユーロの対ドル相場は、引き続きユーロがドルに対して買われている。現在の0.9442ドルの水準というのは、ユーロの対ドル相場としては昨年1月まで遡る水準である。こうしたドル安の基調について、マーケットの挙げている要因を幾つかみてみると、一つは、経済的というよりもやや政治的なものも含めてテロの再発懸念というのがある。テロの再発懸念が底流では重くのしかかっており、何かニュースがあるとそれにドルが反応するという形である。特に最近では、インド・パキスタン情勢、あるいは中東情勢の緊迫化というのがテロの再発懸念を強める材料になっている。第二は、アメリカの株価が軟調に推移している

ことである。後程報告があると思うが、実際に出てきている景気指標は然程悪いということではない。しかし、引き続き会計疑惑がマーケットでは取り沙汰されており、株価の調整が続いている。さらに、こうしたことをきっかけに、アメリカへの資金流入が細るのではないか、その場合、経常赤字ファイナンスが難しくなるのではないかというやや極端な見方も一部には台頭してきている。極く足許の変化をやや過大に取り上げている可能性もあるので、この辺りは慎重に様子を見ていく必要があるが、いずれにしても為替市場あるいは株式市場では、そうした国際的な資金フローの流れが一つの材料となりつつある。

図表 2-5、株式相場である。上の段に本邦株価の推移が書いてある。前回会合以降はほぼ 11,000 円台の後半強含みという動きが続いた後、足許はアメリカの株価の軟調につられてさすがに若干弱含み、現在は 11,000 円台半ばの動きとなっている。中段にアメリカの株価の動向が示してあるが、現在の NASDAQ、あるいはダウの水準は、昨年 10 月ないし 11 月辺りの水準まで軟化してきている。因みに、ヨーロッパの株価もアメリカの株価につられる形でほぼ昨年秋の水準にまで軟化している。日本の 11,000 円台半ばという株価は、相対的にみると景気回復への期待というのもあって、底固い動きという評価ができるかと思う。その背景は前回も申し上げたが、やはり海外投資家による日本株買い戻しの期待がなおマーケットに強いということである。

次の図表 2-6 に株式市場の主体別売買動向、あるいは対内外証券投資の計数がある。週次の数字で対内証券投資、うち株式の対内証券投資という数字を見ると、4 月 15 日週以来 5 月の末まで 7 週連続で海外からの対内証券投資が買い越しを記録している。この数字はまだ 6 月分が出ていないが、6 月に入ってから恐らく一服しているだろうと言われている。ただ、マーケットの方は、海外機関投資家の日本株組入れ比率というのは、これだけ買った後でもまだアンダーウエイトであり、ニュートラルの域までは達していないという見方が多い。今後まだ買い戻しの動きが続いてくるかどうかをマーケットが注目している。

次に、図表 2-7、債券市場の動きである。債券市場そのものはあまり大きな動きを示しておらず、10年債の利回りは1.3%台後半でほぼレンジ相場という様相で、横這いの動きである。ムーディーズによる格下げがあったが、マーケットそのものには全く響かずというのが全体の流れである。

最後にクレジット・スプレッドの動きが図表 2-8 である。上段が社債流通利回りの対国債スプレッド、下段が銀行発行の債券の対国債スプレッドである。上段のグラフを見ると、社債については、依然、信用力の低いところ、ダブルBであるとかトリプルBであるとかそうしたところは、依然、スプレッドの水準が非常に大きい。ただ、足許の数字をみると、スプレッド縮小の傾向がはっきりしてきており、これまで比較的明瞭であったシングルAのスプレッド縮小傾向に加え、足許についてはトリプルBについてもスプレッドの縮小傾向が徐々に明瞭になってきている。下段の銀行セクター債の方の動きについても、スプレッドは着実に縮小してきている。このグラフの一番上にあるみずほコーポレートというのがいわゆる利付金融債であるが、利付金融債の対国債スプレッドはピークの0.8%辺りから0.6%位に縮んでいる。絶対水準を申し上げると、最近のピークは、3月債の1.4%であったが、6月債は1.05%ということで、今年の12月以来の水準となっている。先程、短期金融市場で投資家が徐々に信用リスクを取る動きを再開しているというふうに申し上げたが、債券のマーケットでも同様に信用リスクを徐々にテイクする動きが広がっているということかと思う。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。

植田委員

今の報告で、クレジット・リスクを取る動きが徐々に広がっており、一方では、短国レートはちょっと上がっているということだが、その場合、

日銀当預に対する需要にはどういう影響を与えるのか。単純に金利の上昇だけをみると、それを冷やすような資金供給は可能になるような気もするが、そう単純でもないように思う。

山本金融市場局長

資金供給に関しては、一つのメインの手段となっているTB、FBについては、従来の0.001から少し上昇しているということで確かに資金供給がその分だけやり易くなっている。TB、FBのオペの応札倍率が高くなるという効果は与えている。

増淵理事

短国という調節手段について言えば、需要が旺盛で供給できる。しかし、全体の当座預金需要がそれではどうなるかというのはそこからだけでは出てこない話ではないかと思う。

植田委員

考えたが難しいと思う。

増淵理事

これは非常に、優れて実証的というか結果を見てみないと分からない話かもしれない。

中原委員

短国でオペをやればほかのオペで札割れが出るということか。

増淵理事

そういう可能性もあるだろうということである。そうでないかもしれないが、今のところ、先程山本局長から説明したとおり15兆円という当座預金供給の中で、オーバーナイトレートが非常に低位で安定しているので、

需要をたっぷり満たしている状態であるということは言えると思う。

中原委員

相変わらずCPオペは札割れが出ている。

山本金融市場局長

CPは図表1-4にオペ結果というのがあり、CP買現先の直近残高は3兆4千億円という数字である。シャドーを付けてあるのが札割れ分で、昨日もやったが札割れであった。CPについて、私共が買い入れる適格玉がどれ位あるかというのはちょっと掴みでしか言えないが、少なくともこれよりも倍近いものはあるだろうとみている。では、残りのところがなぜ入ってこないのだろうか、それが一つの我々にとっての謎であるが、CPも流通レートはこの0.001より当然高いところにあるので、やはり機関投資家などにはまっている。そのうえで、機関投資家はこのCPを日銀に売って一時的にキャピタル・ゲインを得てもほかの運用がなかなか見つからないとか、あるいはポートフォリオの中にどうしてもCPをある程度組み込んでおきたいというようなことがあるようである。この辺りで我々が何回CPオペを入れても頭打ちになってしまう、ここで必ず札割れになってしまうというのが、今のマーケットの構造である。

須田委員

話が違いますが、社債の対国債スプレッドについて、スプレッドが下がっていることは分かるが、例えば、社債を借り換えなければいけないという企業が、もうこれは高すぎるからもう発行は止めるとか、もう一回借り換えることは止めますというような記事も見る。そうすると、こういうふうにして出てきているというのは、発行を諦めたからという部分と、それからもう本当に出し易くなった結果としてこうなっているかというのと少し差が出てくると思うが、そのところ辺りはどういうふうに見ているのか。

山本金融市場局長

後程、企業金融の話があると思うが、3月辺りはマーケット全体がともかくにもリスクを取りたくないという動きが非常にあって、流通利回りが上がり、発行レートも当然その分だけ気配が上がって、企業は非常に借り換えがし難くなった。今年の年初から3月位にかけては、やはり借入れへシフトしているという動きを随分聞いていた。最近は、——さすがにトリプルBまでどんどん発行が出せるというような話ではないが——徐々に低めの格付けのところも少し発行できているというのが現状だろうと思う。

増渕理事

今の発行市場の話は、後程、企画室の方から説明する。

田谷委員

短国の買い入れの平均落札レートで、今の水準というのは、いつ頃の水準に当たるのか。

山本金融市場局長

落札レートを昔に遡った場合については、また後程、改めて報告する。

山口副総裁

先程の説明の最後にあった信用スプレッドの縮小の話であるが、なぜこういうことが起きているのかと考える時に、例えば、投資家サイドの方に多少ゆとりが出てきているとか、あるいは株価が比較的底固く推移していることが安心感をもう一回呼び起こしているとか、あるいはトリプルB格の企業について業績の回復期待が出てきているとか、幾つかのことが理念的には考えられると思うが、どういう理由が一番大きいのか。

山本金融市場局長

実際に買っている投資家には、地方の金融機関などが結構入っている。企業の業績云々というのも当然あるが、やはりまず一つは、3月に向けては自分のところからも預金が抜けるのではないか、それから金融システム不安が全体に強まる場合に備えてなかなか信用リスクを取りにいけないという動きと、株価下落の両方がある、ビヘイビアがタイトになってしまったものと思う。その後、特に株価の反発をきっかけに、金融システム不安に対する懸念が後退する中で、自行の持っている株の値段も全体として上がり、リスクテイクの能力が少し復活してきたということだろうと思う。

山口副総裁

取り敢えずは株価の回復が作り出している現象か。

増淵理事

今の山本局長の説明と重なる話だが、投資家の方のリスクテイク能力と同時に、投資対象として考えた時に業績回復期待というのはやはりあると思う。そのさらにバックには、非常に緩やかではあるが景気全般の流れというのが当然ある。であるから、副総裁の言われた二番目と三番目、株価の上昇、何がしかの反発、それから景気の動き、それが投資家サイド、それから投資物件両方で効いていると思う。

田谷委員

その場合の株価というのは、銀行株か。

山本金融市場局長

全体だと思う。例えば地方の金融機関にしてみると保有株式の時価が上がれば…。

田谷委員

そうすると、例えば5月、6月というのは上がっていないが…。

山本金融市場局長

全体として一番彼等がタイトになったのは、やはり2月のボトムまでいった過程であり、4月辺りからは徐々にビヘイビアが変わってきている。

速水議長

それでは次に移りたいと思う。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。高橋参事役お願いします。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

高橋国際局参事役

それでは海外経済の現状評価ということで報告する。まず要点であるが、海外経済については、前回会合以降、実体経済面では格別大きな変化はない。すなわち、米国の実体経済自体は総じて景気回復基調を示している。また、東アジアについても、輸出の増加に牽引されて内需にも持ち直しの動きがみられている。さらに、ユーロ圏であるが、こちらの方も景気底入れが明確化してきているということである。

図表1、国際機関と民間機関の経済見通しである。本年2002年の民間の見通しは、3月と直近の5月および6月の時点を比べると、各地域経済とも上方改訂されている。また、2003年、来年であるが、こちらの方も各地域とも景気回復が続くという見通しである。来年にかけては、米国の緩やかな景気回復を軸に、各地域経済とも成長を続けるとの姿が示されている。

図表2、米国である。最近の主要経済指標を見ると、まず家計支出について、実質個人消費および消費者コンフィデンス指数を見ると、4月の実質個人消費が前月比+0.2%であるし、消費者コンフィデンス指数も再び上昇をみているという状況である。もっとも、家計支出のうち自動車販売

と住宅着工については、5月の自動車販売はまだ業界速報ベースを調査したものであるが、年率1,600万台程度という感じである。それから4月の住宅着工であるが、年率約155万戸ということであり、さすがにこれまでの高水準から一服という感じはある。ただ、先程の消費者コンフィデンスの強さからみて、個人消費の基調は底固いという見方が大勢である。一方、企業部門であるが、ISM製造業指数は5月に再び上昇をみている。内訳の受注についての指数もこのところ非常に上昇しており、足許は、60を超える63という水準である。この受注のレベルからみて生産は当面拡大していくものという見方がある。また、ここには出ていないが、6月7日の雇用統計で、雇用者数が久方振りに2か月連続増加となったというのも、グッドニュースということである。2か月連続になったのは、2001年の1~2月ないし2~3月であり、それ以来ということである。それから非国防資本財受注——設備投資の先行指標であるが——、これは4月の数字をみると、前期比若干持ち上がっている。このように最近については、下げ止まりとの姿が次第に明らかになっているという感じである。もっとも、設備投資については、企業の過剰債務、収益を巡る不確実性、過剰設備等の問題があり、その回復が明らかになるまでは、なお今暫く注意深くみていく必要があると考えている。

図表4、米国株価とアナリストのEPS成長率見通しである。先程、説明したように、実体経済の指標には景気回復を確認するものが出ている。にもかかわらず、最近の株価は冴えない状況が続いており、日々の市況をみても良い指標に対して余りポジティブに反応しないという状況が続いている。図の(1)は、長期の株価の推移と毎年のリターンを示したものであるが、現在の水準というのは、先程の説明があつたとおり昨年秋以来という水準まで戻ってしまったということである。これにはテロ懸念、インド・パキスタン情勢の緊迫化などの政治情勢、それから企業会計に対する不信——ただ、最近ではもう企業経営者、企業に対する不信という言葉方もしている——、その他に先行きの収益、景気の強さに今一つ自信が持てない、ということではないかと思う。図の(2)は、アナリストの

この先1年間の四半期ベースのEPS（一株当たり利益）の成長率見通し、それから（3）は、2～3年先のEPS（一株当たり利益）の成長率見通しである。これらが1～3月のあと、最近にかけて下方修正されているということが見て取れる。ただ、（2）にあるように、マーケット自身では先行き1年については、収益が増加していくという景気回復シナリオを描いていること自体には変わりがない。以上が米国である。

図表5、ユーロエリアである。こちらの方はこれまで主に受注統計とか先行指数等で景気は悪化に歯止めが掛かってきたと報告してきた。今回は、GDPの第1四半期の数字が出ており、これがプラスであるということで、これまで報告してきたことが確認できたのではないかと思う。図表6、GDPの内訳である。これもこれまで報告してきたとおり、成長率の中身をみると、個人消費、設備投資など内需はまだ弱い。しかしながら外需主導で景気底入れの動きが明確化してきているということである。

図表7、ユーロエリアの物価、マネー動向である。消費者物価については、足許、安定基調にある。これはHICP、消費者物価指数であるが、これが足許安定基調にあるということは確かであるが、コアベースの消費者物価はじりじり上昇してきている。これから、先の原油価格の上昇の影響が具体化してくること、さらにはドイツの賃金交渉が高めの賃上げで妥結したこと、これらが懸念材料となっている。ECB自身も数か月前に比べて中長期の物価見通しは多少満足すべきものではなくなってきたという言い方をしている。また、（2）マネーサプライであるが、対民間貸出伸び率が最近、鈍化しているということもあり、マネーサプライの伸び率もこのところ鈍化しているということがみられている。こうした状況下、ユーロエリアでは最近ではドイゼンベルク総裁の議会証言により、早期利下げ観測はやや後退した形になっており、秋以降の利上げを見込む先が多くなっている。これは（3）の先物金利のところ、直近のイールドカーブが下にシフトしていることで見て取れる訳である。しかしながら、このところのインフレの先行き懸念ということがちょっと微妙な情勢になってきており、政策対応についてもやや注目していくべき情勢であるかとい

うふうに思っている。

最後に図表 8、東アジアである。(1) は東アジアの地域別の輸出であるが、第 1 四半期に大きく輸出が伸びているということが確認できる。これが景気の牽引となっている訳であるが、一つポイントとして強調しておきたいのは、東アジア域内貿易が第 1 四半期に非常に伸びているということである。(2) の方は、実質 GDP の第 1 四半期データがほぼ各国出揃った訳であるが、輸出の増加を受けて景気が回復基調にあるということが確認できる。一部の国では——これはタイとか韓国であるが——、住宅価格の上昇が目立つというような状況になっている。以上で私の報告を終わらせて頂きたいと思う。

速水議長

ただ今の説明について質問があればどうぞ。

田谷委員

ヨーロッパは輸出主導ということであるが、主としてどこに対する輸出か。

高橋国際局参事役

確たる統計がとれない状況であるが、ドイツの海外受注の統計というのが図表 5 にあるが、この中身を聞いてみると割と域内向けも出ており、域外向けと合わせて、というような形が見て取れると聞いている。

福間委員

アメリカ経済については、各国の機関車になっている訳であるが、先程から言われているようにマクロは数字は良いが、ミクロというか特に株価とどうも乖離がある。この背景がアカウンティングの問題、あるいは企業倫理の問題とか、コーポレート・ガバナンスが崩れてきていることにあるように思う。要するに、90年代からの10年という好況が、結局、腐食を

引き起こしたというようなことを言われているが、この点どうなのか。

それともう一つ。最近、収益予想を公表する場合に、企業が非常に固めの保守的な収益予想をやるが、市場がそれを評価しないようにみえる。これは、例えば、最近潰れたエンロン、あるいは最近世間を騒がしているタイコとかは相当大きな投信の中に運用資産として入っている。そうすると投信全体の中で大きな損が出る。それを補填するために投信の解約あるいは投信のパフォーマンスを上げるために、他の株を売らざるを得ない。そういうことで株全体に影響してきている部分もあると思う。ポイントは、株への不信が、他の消費マインドあるいはややスローダウンしてきている住宅価格へ与える影響である。しかも家計は両建て運用を行っており負債サイドも高い。そうすると、資産サイドが崩れてくるということからくる、どこかでみたような現象、日本の90年代の前半に非常に何となく類似してくる。日本のあの時も90年のはじめに、コーポレートスキャンダルから出た訳である。要するに、損失補填あるいは損失隠しで特金・ファントラを海外に飛ばしたという事例がみられたがそれに非常に似ている。アメリカというのはいくぶん立派な国だと思うが、ただ、最近出ているのをみていると、いかにもナイーブな決算操作をやっている、あるいは犯罪を伴っているというようなことからすると、株は分からないものだと思う。そういうマクロとミクロのギャップについて、ミクロが何かを告げようとしているのではないかということについて、どう考えているかという点である。アメリカ経済そのものを予想する場合に、当然資産価格がどうなるかというのが分からないと、経済予測などできる訳がない。勿論当たる当たらないではなくて、そういうものがどういうふうに資産価格に影響するか、やはり日銀の政策にも影響する訳であり、あるいはヨーロッパにも影響する訳で、その点を一つ聞かせて欲しい。

あと一つ。アジア経済については、アメリカ経済が崩れた場合にデカップリングするかどうか。これは前回もここで申し上げたアジア域内、——今日も説明があったが——これが非常に大きいと貿易の伸びは相互成長し、さらにレバレッジする効果があるし、逆に言うと貿易が減ると成

長を減らし、さらにディレバレッジする効果があるが、今は、拡大方向に効いていると思う。この部分が、万一アメリカ経済が崩れた場合に、どういう防波堤になるのか、アジア経済のアメリカ経済とデカップリングする度合いというものをどのように考えているか。それは計量モデルで計算してどうこうということではなくて、要するにどういう具合にこういうものを考えているかということである。分かる範囲内で聞かせて欲しい。

高橋国際局参事役

アジアの点であるが、考え方ということで容赦頂きたいと思うが、みていると域内の貿易というのは増えているが、私共の方で試しにやってみた計量の結果なども踏まえてみると、やはりこの域内の貿易が増えているということも、域外の輸出が増えていることが起動であるということもまた確かであり、自律的な拡大というところまではなかなか難しいのではないかというふうに考えている。であるから、最近やはり当然であるが、アジア経済各国とも、米国の動向、それから自国の為替レートについて大変神経質になっているし、株価もそれに沿った動きをしているということであり、そこまでまだ自律的ではないと、中国は若干の例外かもしれないが、そのような捉え方をしている。

福間委員

質問した背景は、93年、94年、95年とアメリカは余り良くなかった。その時にアジア、日本はそれ程へこまなかった。勿論、バブルの余韻が残っていたが、それ以上にアジアの成長が日本をサポートしていた。要するに、米国の連中がよく言っていたのは、日本はグッドネイバー（周辺貿易相手国）を持っているが、我々の方のラテンアメリカはいかんと言っていた訳である。当時もデカップリングという表現を使っていたが、今次局面でも私はそういう効果が多少とも出るのかなと思っているが、まだちょっと今のところは早いということか。

高橋国際局参事役

80年、90年代という少し昔の研究になるが、やはり日本からアメリカに巧くアジアはスイッチしたということがあって、そういう感じはあると考えている。

それから、最初に質問のあった株の方であるが、注意深くみていない訳ではない。まず株スキャンダルだが、大きなところをみていくと、大体、通信セクターとかそういうところにスキャンダルが限られている状況であり、全般までそのスキャンダルが拡がっていくかどうかということはもう少し注目してみたいと考えている。他の企業である普通の製造業とかについては、その点で確かにコンサバティズム、会計に対するコンサバティズムは働いているということは確かであるので、会計に対する不信はあるが、全般的な拡がりを見るかということに対しては今注目をしているところである。

それからもう一点は、債券の相場にどう響くかということで、長期金利が上がると委員がご指摘のとおり住宅価格等に響くということであり、その辺を心配しているが、幸いながら長期金利は上がっていない。その辺のところはまだ大丈夫かなというような判断はある。それから資産効果の点は、これは難しいが、一般に資産効果は株の方が住宅よりも小さいということが言われており、変動のボリュームが分母がどうなるかという問題はある。その辺とあと株の方は、住宅に比べて特定の人に偏っているから、住宅がどの位崩れるかということについては、若干下がっているがまだレベル的には高いということであり、その辺が今後の資産価格という意味では、みていく一つの大きな鍵ではないかと考えている。

中原委員

最近のそういう企業会計に対する不信が新聞の見出しに色々個別ネームで報道される割には、例えばこの図表2-7でも、CPのスプレッドは、エンロンのところで跳ね上がっているが、でもずっと落ち着いている。それから社債スプレッドもそうだし、銀行の貸出態度もむしろどんどん緩く

なっている。この辺が新聞に個別ネームの見出しが色々躍る割には若干ぴったりこないが、金融の信用リスクという意味ではもうむしろああいう名前が色々取り沙汰される割には落ち着いているのか。

高橋国際局参事役

図表 2-7、社債間スプレッドをみると、タイコの問題があったので、B マイナストリプルA が少し上がっている。少し上がっているがそれほど、昔ほど上がっているという感じではない。

中原委員

CP についてもすっかり低い水準に落ち着いてしまった。

高橋国際局参事役

悪い企業というのが非常に大きいものだから目立つので、通信セクターとか非常に華々しく取り上げられた。だから本当に効いているのは、例えば今は、インテルや通信などの売上げの予想とか、ヨーロッパのノキアであるが、そういうのが効いているのは業績面であり、スキャンダルについてはまだ限られているのではないかなと考えている。

須田委員

今の話の続きであるが、社債スプレッドとかその辺の動きで、社債もこのところ5月も発行が下がっている。結構、貸出も減っている。そういうのを見ていると、本当に資金調達のコストというのは下がっているのかどうかというのはちょっと分からないが、そのように考えていていい訳か。

高橋国際局参事役

調達コストということに直接お答えできないが、今起こっていることは、実際にはフリー・キャッシュ・フローを積むという形であり、借金の返済に充てているという形があり、その辺が設備投資の筋道で私共が若干心配

しているところである。収益が伸びてもそれはフリー・キャッシュ・フローを積み上げという方向に走って、設備投資のスペンディングの方には働かないということで、委員がご指摘のとおり調達意欲も弱いという感じではないかということである。先程、設備投資はもうちょっと注意が必要と申し上げたのは、その辺も含めて考えている。

須田委員

利益というのはマイナスで、1930年代からこれほど低いものはないというようなそういう指摘もあったが。

高橋国際局参事役

収益自身は、特別償却を減税で認めたとかということで低く出ていたりとかして、表面は低く出ているが、それなりに順調に回復してきていることは確かである。

福間委員

昨日、ブルーチップが第1四半期より半分位に落ちるという見方が出ていたが、そういうのは予想の範囲内か。

高橋国際局参事役

株価か。

福間委員

否。経済見通し、GDPである。

須田委員

GDPの第2四半期が下がっている。

高橋国際局参事役

第2四半期はそうではなくて、3.1が2.9になったということである。それは足許をみて修正したということである。

福間委員

だから第1四半期に比べるとということである。

高橋国際局参事役

それは、そういうことである。

速水議長

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

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

まず最初に、図表の5、輸出の動きである。輸出についてはご承知のとおり、第1四半期が前期比で5%位増えた訳だが、4月の数字を見ると、その1~3月期に対して3.5%の増加でかなりはっきりと輸出が増えている。財別について、図表7を見ると、まず資本財・部品については、このところ半導体製造装置の輸出が増えはじめている。これは承知のとおり、韓国とか台湾辺りでは既に半導体の設備投資が始まっているということで、これが引っ張って全体として輸出を押し上げている。中間財の鉄鋼、化学等については、さすがに第1四半期の伸びが非常に高かったのも、それとの対比で見ると、少し落ちているが、まだ依然として増えている。自動車関連について見ると、これまで増えていたアメリカ向けは4月少し減っている。これは実は1~3月期の段階では現地の在庫が薄くなっていたから、在庫補填で輸出を出した。それとの関係で反動で少し数字が落ち

ているが、これまでの円安の影響等もあって、その他地域向けのスポット輸出みたいなものが増えるということで、全体としては4月の自動車輸出は増えている。先月までなかなか出てこないと申し上げていた情報関連が4月はやっぱり出たということで、図表6を見ると、電子部品を中心に4月はかなり高い伸びになっている。後程申し上げる生産予測指数および企業からのヒアリング等から考えると、恐らく4~6月期は情報関連の輸出はかなり伸びるのではないかと考えている。ただし、増えはじめて早速ではあるが、その伸び率については、例えば世界半導体出荷についてのWSTSの見通しをみると、確かに今年の前半が非常に高く伸びた後、後半少しスローダウンするという感じの見方になっている。これは承知のとおりITの最終需要について、確かに少しは良くなってきたが、そんなに猛烈に回復している訳ではない。従って、この前半の異様な伸びというのは、いわば在庫調整の影響で、去年までの在庫圧縮からその正常化が起こっている結果としてドーンと飛び上がっているというものなので、確かに輸出は伸びているし、足許かなり強いと思うが、どこかでもう一回少しスローダウンする局面があると思っておいた方がいいと思っている。輸入サイドについては、図表10を見ると、第1四半期、輸入は1.9%減った後、4月も1~3月期対比で0.8%減少している。勿論、依然として国内は最終需要が弱い訳なので、輸入の減少自体そう変ではないが、下の方の財別をみると、4月の数字は素原料、中間財といったところが1~3月対比でかなり落ちている。承知のように4~6月は生産がかなり回復してくるということを考えて、この素原料、中間財の動きは少し弱すぎるかなと思っていて、いずれもう少し回復してくるであろう。そうなってくると、情報関連の増加と組み合わさって輸入もいずれは下げ止まってくるのではないかと考えている。

次に企業部門の方に入っていきたい。まず設備投資について、図表12をみると、法人季報の第1四半期の数字が出たが、やはり第1四半期は製造業を中心にかなり設備投資はまだ落ちていた。大企業、中堅中小企業ともに第1四半期だけとると、設備投資が減価償却費を割り込むところまで

落ち込んでいる。勿論、年度計画等を考えると、製造業でも設備投資はマイナスではあるが、第1四半期でここまで落ちるとここから先はもうそう落ちないのではないかと思っている。というのは、仮にここから横這いでいくと、年度平均では前年比かなり落ちるので、短観等でみられる設備投資計画との関係でみても、ここから先はもうそう大きくは落ちないのではないかと一応考えられる。そこは一応そう考えられるという範囲であるが、昨日、実は機械受注の数字が出ており、昨日の4月の数字は前月比で8.4%の増加、1~3月対比で5.9%の増加ということである。グラフで見ると確かに機械受注、それから建築着工ともに何となく下げ止まりつつあるようにも見えるという感じはしている。ただ、承知のとおり、この機械受注という統計は振れの大きい数字なので、1か月ではなかなか判断が付き難い。さらには、内閣府の見通しで見ると、製造業は実は4~6月に落ちるという見通しなので、この時点で製造業の先行指標が下げ止まったと判断するのはまだちょっと早い。ただ、もう少し数字を見たいとは思いますが、先程みたように、何となくそういう感じが出てきても変ではないと思っている。そういう観点で、図表の16、企業収益の方を見ると、企業収益については、製造業はどうやら若干回復しはじめているのではないかという感じがしている。製造業・大企業は第1四半期は漸く少し上向いたし、中堅中小企業は第1四半期下がったように見えるが、第4四半期はなぜかやけに上がっていたということがあって、均してみると少し上がりはじめたのかなという感じがする。非製造業については、例によって季節調整が巧くかかっていないので、なかなか確たることは言えないが、非製造業もどうやらどんどん悪化するという感じでもないのかなとみえる。ということで、設備投資はこれまで大きく落ちてきて、投資計画との関係からみても製造業に関しては、もう大きくは落ちないのではないかという気がする。一応、先行指標および収益環境も大体それをサポートする内容ではあるが、現時点でもう下げ止まりが近いということを出言するだけの材料はまだないということではないかと思っている。

次に家計部門の方に移りたい。図表18、個人消費関連指標であるが、

相変わらず個人消費の関係の数字はバラバラである。例えば、図表 21 で販売統計合成指数、あるいはまた消費財供給数量等を見ると、全体としては弱めの動きという範囲を出ていないのではないかと思う。ただ、図表 18 の中でも一番新しいデータである車の販売については、4月、5月と2か月続けて比較的良い数字が出ている。普通、所得が弱いから消費が弱いと考えていく場合は、耐久財が弱いことが多いが、車辺りが比較的しっかりしているということを見ると、これは前から申し上げていることではあるが、後程説明するように、雇用者所得の落ち方との対比でみた場合、個人消費は弱め位であって、余り所得に比べると落ちていないという状況は依然として続いている。さらに、図表 22 の消費者コンフィデンスを見ても、レベルとしては勿論慎重なレベルではあるが、直近のところだけ見ると、少しだけ改善している。従って、個人消費については、夏のボーナスも弱いから直ぐ良くなるということとはなかなか考え難いと思うが、同時に所得が落ちている割にはこれまでも落ちていないし、マインド等も考えると、ここから急に悪くなるともなかなか考え難いと思っている。

次に図表 26、生産に移りたいと思う。生産については、第 1 四半期に 0.7% 増えた後、第 2 四半期は 6 月の予測指数まで入ったところで前期比 4.3% の増加が予想されている。業種別には、電気機械の寄与度が圧倒的に大きく、これは先程の輸出で説明したとおり、いよいよ電機の輸出が動き出したということではないかと思っている。勿論、さすがに 4% という伸び率については、私共のヒアリングではそこまではいかないという数字にはなっているが、私共のヒアリングの感触も、前月時点では 1~2% の増加と申し上げていたのが、最近では 2~3% の増加と 1% ポイント位上振れてきているので、前月に比べても生産の増加というのはよりはっきりしてきているのではないかと思う。図表 27、在庫についても、足許は生産以上に出荷の戻りが大きくなっているために、在庫は毎月毎月かなりの速度で減っている。在庫循環のグルグル回りがかなりのスピードで回っている。鉱工業の全体でみても、45 度線を一気に通り越してかなりの勢いで回っているし、生産財については電子部品、素材ともに相当な勢いで

回っている。勿論、建設財のように調整が遅れている部分はあるが、全体としてみると在庫調整はほぼ一巡という姿ではないかなと思っている。ただ、若干気になる点は、先程の輸出同様にあって、図表 28、財別の出荷を見ると、実は伸びているのはほとんど専ら生産財である。生産財が増えているというのはどういうことかということ、一つに電子部品、あるいはまた素材関係の輸出がかなり伸びているということであり、かつまた、いわゆる生産財の戻りというのは、典型的な在庫調整に伴う動きなので、在庫調整によって減っていたものが戻ってきているのが主な動きである。逆に最終需要財についてみると、せいぜい下げ止まりかな位の動きであって、最終需要財の内訳を見ると、耐久消費財は確かに車の輸出および国内販売が増えているのでちょっと良いが、それ以外は総じて弱く、特に建設財辺りはずるずる落ちているので、内需は全体としては依然決して強くない。そういうことであるとすると、先程申し上げたように輸出がどこかで今程のスピードではなくなるということを考えると、生産についてもどこかでスピードが一度ダウンするところはあるかもしれない。現に企業ヒアリングをしてみると、やはり企業はまだ夏以降の生産に余り自信がなく、7~9月は微増程度だと言っている。

次に雇用面をみてみたい。雇用面に関しては先月来申し上げているが、基本的にはまだ厳しい状況にはあるが、限界的な改善みたいなものが段々目立ってきているということではないかと思っている。まず、図表 30 で労働需給についてみてみると、完全失業率については、確かに昨年 12 月の 5.5% をピークにずっと落ち着いていて、今は 5.2% だが、ここについては依然として、雇用者、就業者の減少がかなりの規模で続いていて、失業率が下がっているのはやはりその労働力率の低下、仕事を探すことを諦めている人の増加によるものなので、これはまだ余りポジティブには評価できないと思っている。どこかの時点で労働力率が上がると、アメリカでも以前あったが、失業率がポコッと上がるという可能性はなきにしもあらずということだと思う。ただ、求人倍率の方は、このところ大体下げ止まってちょっと上向いているが、概ね下げ止まりが近付いているのではないか

と思っている。こう申し上げるのは、求人の数字がこのところ少し上向いてきているからであり、前期比感覚で見ると、やはり製造業の求人の増加というのは、かなりはっきり増えてきており、求人倍率は概ね下げ止まりに近い。企業からのアンケート調査をみても、確かに建設業辺りは雇用過剰感がどんどんひどくなっているが、製造業、卸・小売、および運輸・通信のところで幾分改善がみられる。仮にこれを卸・小売を主に卸売業、それから運輸・通信を主に運輸とみなすと、いわゆる製造業に関連する分野において、雇用の判断が少し過剰感が薄れていると解釈できるのではないかとと思っている。因みに、図表 32、製造業関連の雇用の数字を見ると、所定外労働および新規求人については、かなりはっきりと先月よりもさらに一段と改善の動きがみられる。勿論、毎勤統計で見た常用雇用者数は、リストラの動きが続いているからむしろマイナス幅が拡大しているが、先程の二つははっきりと改善している。労調ベースの雇用者数は相変わらず、前月もなかなか読み難いと申し上げたが、今月も読み難いと申し上げざるを得ないのだが、いずれにしてもマイナス幅が拡大するような感じは少し変わってきているのかなと思っている。ただし、図表 33 を見ると、仮に所得のところを雇用と賃金に分けた場合、雇用については厳しいなりにも限界的な変化は改善方向に起こっている訳だが、賃金が相変わらず低下している。4月以降も所定内給与が低下しているということで、雇用者所得はかなりの幅で下がっている。逆に言うと、この図を見ながら先程の図表 21 辺りの消費の数字を見ると、この対比では頑張っているということではないかと思っている。

最後に物価関係については追加図表の 34 で昨日出た卸売物価を見ると、卸売物価は実は3か月連続で横這いであった。追加図表の 36 だが、ちょっと変化が出ているのは実は輸入物価で、輸入物価はこれまで5か月位比較的大幅に上がっていた訳だが、5月は3か月前比で見て0.1%、ちょうどちららということである。中身を見ると前から申し上げているように、5月のところを、3か月前比で見ると、原油価格の上昇の影響と円高の影響がちょうど綱引きしてちららということである。そう考えるとここから先

は、仮に今の為替相場が続いていくとすると、原油のプラス寄与は段々消えてきて、為替のマイナスが残るということになるので、恐らく遠くない将来に輸入物価は下落の方に転じてくるということではないかと思っている。追加図表 38、国内卸売物価だが、先程申し上げたとおり前月比で見れば横這いだが、中身を見ると、プラス方向はここでもやっぱり原油価格の上昇に伴う石油関連の上昇ということである。マイナス方向は、先月から例の電力料金の引き下げがマイナスに効いていることは申し上げていると思うが、それに加えて今月は機械類のマイナスが拡大した。実は機械類のマイナス幅は今年の春にかけてグーッと縮んできたが、これはご記憶だと思うが、例の半導体の価格が上がっていた時期があったので縮んだ訳だが、また半導体価格が下がってきたのでこのマイナス幅が拡大してきたということである。当面はまだ原油のプラス寄与が残るので、横這い圏内で推移するとは思いますが、先程申し上げたように輸入物価が円高の影響もあって少し下落に転じるということ、また機械類は結局根雪のようにならずとマイナスに効いてくるので、いずれちょっと弱含み方向になってくるのではないかなと思っている。勿論去年の秋みたいに、3か月前比 -0.6 とかそんなことにはならないが、3か月前比で -0.1 、 -0.2 というところまでは、近々いくのではないかと思っている。最後に、図表 41、消費者物価であるが、消費者物価は前年比でみて4月は -0.9% と、3月対比 0.2% 程マイナス幅が拡大したが、実はこれの主因は公共料金であって、これは電力と医療費関係が若干ということである。財についてはマイナス幅は緩やかなりとも縮小しており、一般サービスも実はプラスだったが、プラス幅が縮んでいるのは、私共が心配してきたいわゆる賃金の影響でサービスが下がるというよりは、たまたま家賃が下がったという話なので、そういう意味では余り変化は出ていない。逆に言うと、4月の時点でも前回東京の数字で申し上げたが、いわゆるサービス価格が賃金に引っ張られるという動きは余りみられていないということなので、当面余り動かないかなと思っている。因みに、図表 44 を見ると、財のマイナス幅が僅かながら縮んでいると申し上げたが、これを輸入競合品とそれ以外に分けてみた場合、

下落幅は確かに輸入競合品の方が大きいですが、足許実はこちらの方のマイナス幅は若干縮んできている。それと輸入の動きがちょうど去年の後半位から輸入の伸び率が落ちてマイナスになってきているという動きが大体整合的であると思っている。それとミクロの話としては、いわゆるユニクロ的なビジネスモデルが少し巧くいかなくなっているということと整合的であって、そういう意味では輸入品を使った低価格の動きみたいなのが少し止まってきているかなということでもある。そのようなことで、確かに理屈から言えばまだ需給ギャップの面から考えると、消費者物価のマイナス幅が拡大しても変ではないが、足許をみていると、ちょっとそういう感じでもないなということである。

最後に全体を纏めると、今月の特徴は二点程あるかと思っている。一点ははっきりしているのは、輸出・生産のところであって、この点については情報関連財のプラスがここで確認されたということであり、4~6月の生産の伸び率がヒアリングによってもこれまで考えているよりも強いということ、そういう意味では、足許の輸出・生産が強いということが、従来みていた以上に強いということが確認されたと思う。もう一点は、これ程華々しい変化ではないが、若干の変化として申し上げると、これも何か月も前から申し上げているが、所得が落ちている割には消費が落ちないということで、去年の後半からちょっと落ちたのに何か月も前から消費がなかなか落ちてこないが、そうこうしているうちに、雇用関連の指標に僅かながら改善の動きがみえてきたということであり、これを二つ組み合わせると、そんなに消費が目立って落ちるということもないかなということである。そうすると、以前は設備投資がマイナスで、消費もマイナスで、そうすると輸出がちょっと位増えても、なかなか全体としてはそう下げ止まりというのは難しいと申し上げていたが、消費が仮にマイナスであってもニアゼロだと考えると、輸出はかなりの勢いで増えており、設備投資のマイナス幅が仮に今後少しマイナスの程度が縮んでくれば、全体としては下げ止まり位までは思っていたよりも早めに達成する可能性はあると思う。勿論、設備が本当にいつはっきりと浮かび上がってくるかはまだ分からな

いので、回復のタイミングというのはなかなか定かではないが、そういったこと位までは言えるのではないかなということを考えて、今回の基本的見解の冒頭表現についても「下げ止まりに向けた動き」というような判断を書かせて頂いたということである。私の説明は以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

須田委員

細かいことだが、図表 18 のデータが一部間違っている。

早川調査統計局長

どれでしょうか。

須田委員

自動車からその辺りの 5 月の数字が全部前の数字がそのまま入っている。

早川調査統計局長

本当だ。すみません。

須田委員

それから質問は、世界の半導体の出荷の部分だが、その国別というか、それを見ていると、これでプラスなのは、アジア・太平洋州だけであって、ほかの国はマイナスであり、特に日本だけが大きく二桁のマイナスになっているが、この半導体出荷の予測はどこのものか。

早川調査統計局長

これは W S T S である。

須田委員

WSTSもそうだが、もう一つあるだろう。両方とも日本だけ凄く落ち込むというデータになっているが、それと今の世界の中で日本が輸出して回復していくというシナリオとのギャップがあるのだが、そこら辺はどのように考えればよいのか。

早川調査統計局長

見通しの方は世界全体で、この図表6で見ると、日本が大きなマイナスだったのは去年の第4四半期で、今年の第1四半期は若干のプラスになっている。

須田委員

今年の予想というのは。

早川調査統計局長

今年の予想は地域別に出ている。いずれにしても今年の予想は世界全体では第1四半期、第2四半期、高い伸びの後、年後半は減速であるが、地域別にそう極端に違いはないのではないかなと思っている。

須田委員

2~3日前の新聞記事にあったのだが。

早川調査統計局長

それはひよっとすると価格の影響が入っているのではないか。しかも図表6は名目と書いてあるが、前期比で書いてあるので、確かに足許上がっているが、日本は過去3~4四半期、ずっとマイナスで走ってきているので、恐らく前年比で名目で計算するとまだマイナスだと思う。私共はここは前期比で書いてあるので、確かに増えてきたと言っているが、価格がか

なり低下していて、かつまた、前年比でみるとそれはまだマイナスがかなり大きいのではないかなという気はする。

春委員

所得が減っている割には消費が減らないとなると、その皺はどこへ…。

早川調査統計局長

ここは実は、先程言ったようにそんなに大きな乖離ではないと思う。要するに、消費がとても良いと言う積もりは毛頭なく、ただ、所得が落ちている割には小さめだということであって、それは普通に考えれば貯蓄率の低下ということだと思う。ただ同時に、少し考えておかなければいけないのは、我々が所得とここで呼んでいるのは、毎月勤労統計の賃金と人数の掛け算みたいなものを考えている訳である。一方で承知のとおり、実は大企業のリストラの中で、実は割り増し退職金で結構沢山貰っている。あるいは転籍などというのをやると、給料は下がるが、下がった分の補填に退職金を払っているということもある。

春委員

ここで言う所得にカウントされていない所得が出ているということか。

早川調査統計局長

然り。そちらはカウントしない訳である。毎月勤労統計で見ると、転籍で賃金が下がった分は、カウントする。勿論退職金を一気に使うはずはない訳ではあるが、ただこの統計で所得を見ると、今みたいなことが起こっている局面ではややマイナス方向だけみるというようなバイアスがあるかもしれないということだと思う。SNAの雇用者所得には退職金とかも入っていて、1~3月は弱かったが、どうもヒアリングしてみると退職金の実際の支払タイミングはこの4~6月が結構多かったようで、もしそうということであればSNAの雇用者所得はその分が反映されるということ

になると思う。これまた繰り返しになるが、アメリカみたいに雇用が減っているのに消費がもの凄く増えてそれが景気を押し上げた、そういう大規模なことが日本で起こっている訳ではないが、しかし、所得が落ちている割に頑張っているということは、我々が経済全体が僅かに上を向いたり下を向いているというところでは、それなりの影響をしている可能性はある。

福間委員

先程の海外の説明と今の説明を合わせて考えると、要するにデストッキングとリストッキングがあって、アメリカ、日本、ドイツが皆同じように第1四半期に上昇したということである。結局、先程説明があったように、今後は最終需要の動きによると思う。グリーンスパンもそう言っている。最終需要がどうなるか。これは極めてソフトなリカバリーである。その辺はどうか。国内から感じられるか。

早川調査統計局長

要するに正に言われるとおりで、日本の第1四半期のGDPはともかくとして、今世界的に起こっていることは、やはりITというセクターは去年の後退局面も今年のはじめの回復局面もそうだが、やはり在庫循環の影響を非常に大きく受けるセクターであり、従って、落ちる時も短期間で急速に落ちていく一方で、戻る時も急速に戻る。ただ、例えば去年も実はITの最終需要は何割も減った訳ではない。たかだが1割減ったとかいう時に、電子部品の生産が半分になったみたいなことが起こっている。今回も逆に言うと、ITの最終需要はそんなに増えている訳ではないのに、実は在庫復元が始まると突然上がる。今皆が一番難しいと思っているのは、取り敢えず今はそれで増えるが、その後はやはり最終需要に見合った伸び率に減速していくはずであって、最後のベースラインがどれ位なのか、というところに今皆の関心が集まっている。ベースラインはプラスではあるだろうが、そんなに強くないのではないかとというのが皆の思っていることで

ある。これが今の二つの切っても切れない質問、すなわちアメリカの最終需要の回復力、あるいはIT部門の最終需要の回復力について、在庫復元力で足許は凄く強い数字が出ているが、それを剥がしたところの実力はどれだけかという質問が株式市場も含めて皆がみていることであって、それがなかなか、しかしよく分からない。日本の企業の方も取り敢えず分からないものだから、足許は強い、しかし、先行きは分からない、と言っている。逆に言えば、その先行きについてのある程度のイメージが固まってくると、設備投資などについてもある程度動きが出てくるが、今みたいに先は分からないと言っていると、なかなか設備に繋がっていかない。答えていないようなものなのだが、問題はそういうところにあるということである。

速水議長

9月テロの反動ではないか。10～12月は世界中皆マイナスなのだから。

早川調査統計局長

言われるとおり、例えば先程の日本の消費の話についても、日本の場合は9月テロだけではなくて、例えばいわゆる金融システム不安みたいなものも含めて、一時的にはやはり心理的に少し冷えたものが、少し緩んだみたいなものも何がしか影響している可能性はあると思う。

田谷委員

顕微鏡で見るような質問で申し訳ないのだが、先程、消費者物価指数の下落幅、ちょっと拡大したのは家賃だと説明があったのだが、これは民間家賃が下がっているのか、帰属家賃の部分が下がっているのか、どちらなのか。というのは、最近空室率とかそういうものが上がってきているということもあって、民間の家賃に下げ圧力が掛かってきているのではないか。そうすると、これはいや家賃であるとも言ってられないかもしれないと思っている。

早川調査統計局長

すみません、直ちにはよく分からないので、調べてみる。勿論ウエイトからいって、動きが出るためにはやはり帰属家賃が増えていると思うが、言われるとおり、帰属家賃部分だけではなくて、本当に実際に使われている民間家賃が下がっているのだとすると、家賃だから関係ないとは言ってられないと思う。まあ、ウエイトからしてやはり帰属家賃の影響が大きいことは間違いないと思うが。

速水議長

それでは次に移る。最後に企画室から最近の金融環境について説明してもらおう。増淵理事、白川企画室審議役お願いする。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

白川企画室審議役

まず、クレジット関連指標であるが、銀行貸出の方は、5月は前年比-2.6%と若干マイナス幅が縮小したが、大きな流れとしては変わっていない。民間部門総資金調達は、-2.1%で変わらずである。ただ、その内訳をみると、直接市場調達分のウエイトが0.5%から0.4%と若干低下している。この中身だが、図表3を見ると、CP発行残高は、前年を上回ってはいるが、伸び率は鈍化傾向を続けている。社債の発行残高の伸び率は貸出と違ってプラスではあるが、引き続き鈍化をしている。このように量的な面では伸び率は少し低下してきているが、その中身という面で若干の変化がある。先程若干議論になった格付けの低い社債、CPについてどう理解するかということにも関連するが、資料の本文2ページの表にあるとおり、A格、あるいはトリプルBを見ると、新規の発行額はこれまで低調だったが、特にA格については目立って増加するなど、発行環境の改善が続いている。この水準を、どのように評価するかはなかなか難しいところではあるが、例えば5月単月で見ると、A格の比率は29%、ト

リプルBは4%となっているが、ベンチマークとして、仮に2000年の第1四半期、あるいは第2四半期と今景気が回復している局面を見てみると、それぞれ3割、あるいは1割ということである。そういう意味で、まったく当時と同じような水準にまで戻っているという訳では、例えばトリプルBについてはないが、しかし、割合的には少し回復してきているということである。次の本文3ページにあるように、CPについても格付けの低いA2格以下のウエイトが引き続き上昇している。

次に、追加資料のマネー関連指標である。まずマネタリーベースだが、5月は29.7%ということで高水準ではあるが、前月比伸び率を下げた。量的緩和を開始してからはじめて前年比の伸び率が低下するという形になっている。今後どうなるかということだが、この一番大きな要因は大宗を占める銀行券がどうなるかということである。銀行券の5月は15.9%であるが、先々、当座預金の数字とも勿論絡むが、仮に当座預金残高を15兆円と置いて、5月並みの16%という伸びが続くと仮定すると、6月が28.7%、7月が28.3%、8月27.6%、9月23.1%というパスで推移するという形になっていく。それからマネーサプライだが、昨日発表されて、5月は3.5%ということで、4月、5月と若干ではあるが伸び率が低下してきた。これまで主として投信からのシフトで伸び率を高めてきたが、その伸びが4月、5月と低下をした訳である。単月の動きで必ずしも全体は分からないが、この振れを敢えて説明するとすれば、これは一つの仮説だが、3月まではペイオフ解禁という動きで、特に要求払い預金、M1にシフトしてきた訳だが、4月、5月とこれは国債、あるいはFBといったものに若干シフトをしてきている、あるいは郵便振替、——これは時々話題になるが——そうしたものにシフトしようとするのが一つの仮説としては考えられるが、まだ短い動きなので評価はちょっと難しいところである。その内訳で、M1だが、前月比伸び率は下がったが、相変わらず高い伸びである。預金通貨の方は、4月対比落ちたが、現金通貨、主として銀行券だが、ノンバンクの保有する銀行券については伸び率を高めている。一方、定期性預金については大きくマイナスということである。広義流動性は、

1.2%ということで、前月比 0.3%ポイント低下した。広義流動性は色々な推計を特に直近月については使っているの、来月改訂する可能性もあるので、余り確たることは申し上げられないが、取り敢えず数字面だけみていると、この低下は投資信託の減少ということでは説明できるというバランスになっている。少し長い目でみた広義流動性の動きについてだが、広義流動性の伸び率が下がってきた訳だが、預金が増えてそれから先程説明した国債、F B、こうしたものの伸び率が上がってきている一方で、投資信託、それから金融債、こうしたものが落ちてきており、全体としては伸び率が低下をしているというバランスになっている。なお、外債だが、これは数字を見ると若干増えている局面もあるが、これは主として為替の換算レートの関係で、実態的には今増えているということではない。

それから図表の 11、金利関連指数である。まず、貸出金利のうち長期プライムレートは、今日引き下げられて 2.10%が 1.95%となった。約定金利の方は毎月上がったり下がったりしているが、達観すれば横這い圏内の動きと考えられる。図表 13、スプレッド貸出のスプレッドである。前回この席でスプレッド貸出の動きは、都銀主要 5 行のベースとそれから 3 業態 15 行のベースで乖離があってその理由は何だということになったが、その後データが改訂されて、両者整合的に動いたということになった。月々の動きは利鞘の薄い貸出がどかっと出れば下がるということもあるから、その大きな流れでみると、右上がりの線が引けるのかなという感じがするし、それから長期についても右上がりの線が引けるということである。各行とも貸出スプレッドを調整しようとしているし、それから企業のアンケート調査でもそういう結果は出ている訳だが、しかし一方で、約定金利の方はそれ程変わっていないというのがどのように説明できるのかということだが、これは仮説としては三つ考えられる。一つは、格付けの高い先については採算がまだ取れるので、そこで競争が行なわれスプレッドが下がっているという仮説。二つ目には、格付けの低い不採算の貸出を徐々にではあるが圧縮しているため、全体として新規の貸出実行額の中で格付けの高い、すなわちスプレッドの低いもののウエイトが高まってい

るという仮説。それから三つ目は、これはスプレッドの方はギブンとして、専ら回収の方に努力をしようということで保全に努めているという仮説。こういう三つの仮説が考えられて、それぞれが効いているのかなという感じもするが注意をしてみたいと思っている。金利関係、先程のCP、社債発行金利については、金融市場局長から説明があったので、説明を割愛させて頂く。

次は図表 16、企業金融関連だが、全体としてのこれまでの動きの基調には変化はない。中小企業の関係のみコメントすると、金融機関の中小企業向け貸出態度について、中小企業金融公庫のデータを見ると、「緩和」－「厳しい」の数字がずっと低下をしており、厳しい方向、慎重化の方向の動きが続いている。一方、資金繰りのDIの方だが、中小企業金融公庫をみると、この1～3月までは厳しい方向、窮屈な方向に変化していたが、4月若干改善し、5月はほぼ横這いということである。全体に何がしか景気の悪化が止ってきて、その分資金繰りの判断の方にそうした動きが出ているのかなという感じがする。

図表 20、倒産関連指標である。倒産の数字は先月の決定会合で両宮企画室参事役の方から紹介しており、特に付け加えることは数字的にはない。相変わらず前年を上回る水準が続いており、4月については、上場企業の倒産が6件と、過去最高を記録した。それから負債10億円以上の大型倒産が148件と、これは98年3月以来の二番目の数字になるということが若干の話題である。計数の説明は以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

須田委員

日銀券の発行残高が高止まっている背景は何か。また、金融システム不安という要因の影響はどのようにみているか。また、前の説明では少し銀行も保有しているという部分があったが、金融機関が持っている銀行券は

どうなっているのか。

白川企画室審議役

先に計数から申し上げると、流通現金の数字のうち金融機関保有分でいくと、3月29.6、4月49.7と大きく上がった訳だが、5月は29.5と伸び率は低下をして、多分これはペイオフの解禁に備えて積み上げたものが少しずつ落ちていくということだろうと思う。一方、マネーホルダー——つまり金融機関以外が保有している現金だが——、こちらの方は3月12.3、4月12.0、5月13.5ということで伸び率が上がっており、銀行券の基調を決めていくのはマネーホルダーの方だと思う。こちらの方については、今金融システム不安がこの4月、5月で高まった訳ではないと思うが、しかし基調としての金融システム不安があり、それから来年のペイオフ完全解禁を控えながら、かつ、元々の超低金利が続いているということで高い伸びが続いている。そして、一旦出た銀行券はなかなかそれが戻ってこない。それこそ考えると敢えて預金するインセンティブもないということかなとも思うが、これについては引き続き注意をしてみたいと思う。

中原委員

投信の流失はまだ続いているが、やはりこれはエンロンショック後の流れがまだ投資家の間で残っているということか。

白川企画室審議役

そういうことだと思う。

中原委員

公社債投信は、4月に大幅に減少しているが、主としてMMFか。

白川企画室審議役

外国投信は若干数字が高まっているので、そういう意味ではMMFを中

心とする従来型の債券投信、こちらが落ちている。残高的には去年の8月がピークだが、8月と直近時を比べると、44～45%減少している。アメリカの1990年代初頭をみてもそうだが、結局、銀行の機能が十分に果たせないという時には保険会社、あるいは投資信託、こういったところの社債の投資というのが増えている訳だが、本来有力な候補となるところが多少不幸なことも重なって、投信への資金流入が止まって、減少するという不幸な側面があると思う。そういうバランスになっている。

速水議長

5月の社債の発行額が随分増えているが、これは6月、7月とこの調子で増えていくのか。それとも5月の特別な要因があったのか。

白川企画室審議役

そこは先程のスプレッドの動きをどのように理解するのかという話と絡むが、まず今スプレッドがリスクとリターンを反映したものに動いていく、修正されていくということがない限りは、投資家の方は出てこない訳だが、今そういう方向に向かっているのだろうと思う。それはポジティブな材料ではある。他方、投資家が本当に投資していくかという時に、先程話に出たように、投資信託だとかあるいは保険会社、こうしたところの体力であるとか、そういうところでの資金の流れをみると、必ずしもそういうところがどんどん買っていくという感じでもないのかなとも思う。そういう意味で、確たることは言えないが、ただ流れとしては少しずつ格付けの低いものについても発行はできているということで、プラス方向に変化があるけれども、しかしこれが単純に続いていくかどうかは私はまだよく分からないというのが正直なところだと思う。

春委員

社債やCPが増えるということ、これは日銀の当座預金残高を減らすような関係も出てくるのか。

増淵理事

そこは直接はそういうことにはならないと思う。また、総裁が質問された社債発行額自体がどうなるかということについては、月々相当振れる。それから、グロスの発行額ということでは、ちょうど償還がどの位くるのかということによっても影響されるので、個別のヒアリングによればそこそこ起債の計画がある企業もある。発行環境は良くなっているということで、そこそこ起債があるのではないかと思うが、繰り返しになるが、では月単位でどうなるかというのは相当振れがあると思う。

速水議長

今朝の新聞だったか、個人向けに企業がかなり社債を出しているとか、投資家の方も個人がかなり投資を始めようとしているという記事を見た。これはやはり、間接金融から直接金融に少しずつ流れていくのかなという感じを、読んでいて思ったのだが。

増淵理事

個人向け社債を出す企業というのは、特定の、幾つかの企業であって、それは確かにある種の人気があるようにみえる。ただ、では金額としてどの位かということになると、例えば個人金融資産みたいなものの分布が、グラフでみてちょっと変わったなという程のインパクトを持つかというところはまだそこまではいかないということだと思う。

白川企画室審議役

今の理事の話の繰り返しだが、例えば今年1月の日産自動車、これは個人向け社債で860億円というロットであった。5月出たものを見てみると、例えば住友不動産100億円、東北電力200億円で、全体にロットがそれ程大きくないなという感じがする。

福間委員

今朝の日経金融新聞と思うが、時折ここで議論しているコール市場と銀行券と当預と日銀のバランスシートに関する記事を見た。この問題の根元は当然ながら金融システムの不安ということだが、色々なところにその影響が出てくるということだろうと思っている。この今の金融システム不安がいつ終わるのかはともかくとしても、日銀のバランスシート拡大というのは、受け身の要因なのでやむを得ないが、どこに問題があったら我々として発言すべきか、あるいは日銀としてガバナンスしていかなければいけないのかが今後の課題である。また日銀としての金融システムの健全化を世間に言っていないと、ある時気がついてみたら日銀のバランスシートが——これはディスクロージャーしているので分かることではあるが——とんでもない姿になってしまっていたということも起こりかねない。

増淵理事

日銀のバランスシートの大きさは何で決まるのかということだが、負債サイドで言えば一番大きいものは銀行券、それから当座預金、政府預金、概してそういうものである。

福間委員

それに対応して必ずアセットがある訳である。

増淵理事

それで資産サイドにアセットがある訳だが、負債サイドのまず当座預金というのは、これはこの場でお決め頂くことになっている。それで今は15兆円、これでずっといくのかどうかは分からないが…。

福間委員

全体的にみればそれは大した金額ではない。

増淵理事

いいえ、相当大きな金額ではある。100兆円ちょっとのバランスシートの中で15兆円である。銀行券は今の超低金利という環境とそれから委員指摘のとおり、金融システムに対するある種の不安というものの相互作用の中で今の伸び率が決まってきた。あともう一つ政府預金というのがあるが、これは相当大きなボリュームだが、ある程度圧縮するように働き掛けは行なっている。私はそういう中で、一番大きな問題は、大きな意味で非常に低い金利にしているという環境と、それから金融システムの問題と、その二つだと思う。その結果として、日本銀行の金融政策も決まり、日本銀行の負債サイドの大きさも決まってくるということなので、結局バランスシートそのものを問題にするというより、そのさらに先にある、あるいは奥にある問題が問題なのだろうと考えざるを得ない。

福間委員

一部の政治家が、金融システムばかりというけど、この点を改善しないと、結局は日銀のバランスシートに凄いいプレッシャーが掛かってくる。

増淵理事

繰り返しになるが、そのバランスシートの動きの背後にある問題こそが考えるべき問題であると思う。

福間委員

然り。

増淵理事

それからもう一つ言えば、当然負債サイドに対する資産サイドはどうか。資産サイドについて色々な条件を加えることによって、その健全性なり流動性なりを一所懸命保持しているということなので、その両方をみて評価して頂くということになるのだろうと思う。

田谷委員

先程、スプレッド貸出のスプレッドが15行ベースでも5行ベースでも同じだったという説明だったが、前は完全に上がっていく方と下がっていく方があったのに、どうしてそんなことになったのか。

白川企画室審議役

これはその時点の速報数字をもらって、最終的にそれをまた改訂する訳である。もともとの銀行の出した暫定数字と最終の数字の違いが何なのかということである。

田谷委員

でもそれは過去少なくとも1年間位のトレンドではなかったか。

白川企画室審議役

大きな流れとしては…。

増淵理事

トレンドとしては同じ方向に、やや右肩上がりである。月々はある固まった貸出の動き等で上がったり下がったりする。それは5行ベースと15行ベースでウエイトが違うので、違ったと思われるかもしれないが、大きな流れで言えば同じ方向にいているというのが、先程審議役が説明したことである。

田谷委員

そうすると、要するにそういうふうに5行ベース、15行ベースで取るとやはり差はある訳か。

白川企画室審議役

勿論ある。

増淵理事

それは図にお示ししているとおりで、差はある。

白川企画室審議役

先程三つ程仮説を申し上げたが、例えばその三つは銀行全体としては当てはまると思うが、個々の銀行でどこに力点を置くかということで、例えば利鞘が一応益が取れていれば、大手先スプレッドは低いがそこにもっと貸していこうと思えば、スプレッドは下がってくるし、それは多分その銀行の経営戦略だろうと思う。そうした差を反映して月々若干の変化はあって、先月についても実はそういうことがあった。ただ、最終的には確報数字で変わった。その時の数字についての細かな説明は後程する。

福間委員

今貸出の減少はこれでどの位続いているのか。もう3年位か。

白川企画室審議役

昨日の金融市場局のベースは、確か56か月とか何とか、そういう数字だったと思う。

春委員

個人向け社債の金額は少ないが結構件数が出ているらしいが、私がいた東電では、個人向け社債というのは高いから原則として出さなかった。ただ、企業の中にはそういうことを通じて個人株主を増やしていくという格好で個人向け社債を出すところもあった。電力でないところは、個人向けなら売れるが、そうでないと出せないという感じなのか。個人向けだけ明らかに高いはずなのだが。

増淵理事

高いというのはコストが高いという意味か。

春委員

然り。

増淵理事

それは当然高くなる。私のみるところ、それで実際に出しているところは、ほとんどトリプルBである。だからそれは起債しようと思えば金利次第ではできるという会社だと一つは思う。それとどうも出しているところを見ると、やはり潜在的な投資家層の拡がり、あるいは顧客イメージというような観点、そういう観点は相当あるのではないかと思う。

白川企画室審議役

トリプルBで出しているということは、住友不動産とか日産でいずれも一般消費者によく名前の知られたところである。

田谷委員

一般消費者向けの事業をやっているところか。

速水議長

東電は個人向けにはそんなに期待をしていないということか。

春委員

株を直接買ってもらった方がいいだろうということで、高い社債は出さないということでやっていた。まあ、これからどうするかは分からない。

福間委員

結局、パブリックで売りにくい銘柄がでる。そういう面もある。典型的なのはマイカルである。あれはパブリックで出していたらまず出なかった。

春委員

パブリックというのはマーケットか。

福間委員

然り。

速水議長

ほかになければ本日の決定会合はこれで終わりたいと思う。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きたく、くれぐれも宜しく願います。本日はどうもありがとうございました。

(午後 3 時 53 分中断、12 日午前 9 時再開)

速水議長

それでは 2 日目の会議を始めたいと思う。本日の議事の取り進め方は、最初に金融経済情勢と金融政策運営方針に関する討議をして頂く。もしあれば、政府から出席の方々の発言、そして金融市場調節方針の採決と進めて参る。その後、基本的見解の取り纏めに入りたいと思う。さらに前々回会合の議事要旨、4 月 30 日分の議事要旨の承認を頂きたいと思う。

本日、政府からの出席は、財務省は二宮官房参事官と伺っているが、まだお見えになっていない。内閣府からは昨日に引き続き小林審議官が出席されている。予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録することを前提とするという約束なので、委員および政府からの出席者におかれては、そのことを前提にご発言頂くよう宜しく願います。

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に入りたいと思う。討議の形式は通例に従って、最初に金融経済情勢に関して順番にご意見を頂き、次いで自由にご討議頂く。その後で、金融政策運営に関してもう一度順番にご意見を頂いて、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伺うことにしたいと思う。委員方のご意見に入るが、ポイントを絞って議論して頂くために、金融経済情勢と金融政策運営方針の各ラウンドで、それぞれお一人5分程度を目途にお願いしたいと思う。

ではまず金融経済情勢について、本日は須田委員から願います。

須田委員

足許の金融経済情勢を「展望レポート」に則して概観することにする。

「展望レポート」では、輸出の増加や在庫調整の一巡から生産が回復に転じ、国内民需を全体としてみれば、徐々に底固さを増していくものの、力強い自律反転には至らない状態が続く、という展望を示した。これまでのところ、景気はこの標準的な見通しの範囲内で動いているとみられる。

その動きを経済産業省の「今年1～3月期の産業活動分析」から確認すると、出荷全体では前期比+1.2%だったが、国内向けが前期比+0.2%増と横這い圏内であるのに対して、輸出向けは前期比+12.7%と、1963年4～6月の統計開始以降、最も高い伸びを記録した。今年1～3月期に、鉱工業の出荷および生産が底入れした主因が、輸出向け出荷の著増であったことが分かる。なお、第1四半期のQEでは内需と外需のウエイトが半々になっているが、供給側の要因を入れた内閣府の試算でも内需の部分はほぼゼロであったと報じられている。

今後については、こうした輸出・生産の増加が企業収益の改善をもたら

し、設備投資を下げ止ませる一方で、所得対比でみた消費の堅調さも維持されると考えられるので、景気の全体としての下げ止まりが視野に入ってきた、というのが昨日の執行部の説明だったが、これについて違和感はない。

そこで、中小企業の業況を通じてこの点を確認するために、中小企業金融公庫の「中小企業景況調査」(5月調査)を見ると、昨年末頃から売上げの「減少」超幅および利益額の「減少」超幅は縮小傾向を辿っている。また、今後3か月の売上げ見通しも15か月振りに「増加」超に転じている。構造問題を抱えている建設は大幅「減少」超となっているので、それを除くともっと「増加」超となっている。また、雇用・所得面に関連しても、製造業の従業員数および生産設備「過剰」超幅も昨年末頃から縮小傾向を辿っている。アンケート調査である点には留意が必要だが、中小企業に対して前向きなメカニズムが波及しつつあることを示唆するものとして、今後の動きを注目していきたいと思う。

当面の物価の動きについては、月報にあるように卸売物価は横這い圏内、消費者物価は現状程度に下落するということだと思う。ただし、企業に低価格路線からの修正の動きがみられること、内閣府の月次消費動向調査などからデフレ期待の変化が読み取れること、賃金の弱さ程にはサービス価格が下がらないかもしれないことなどに注意すると共に、中国などのデフレ加速を含め、世界的なディスインフレの影響にも目を向けていきたいと思う。

次にリスク要因に話を進める。現在、引き続き内外両面において不確実性は小さくない。第一に、米国経済を中心に世界経済の回復テンポには依然として不透明感が強いのが実情である。まずIT関連であるが、米国企業の業績の下方修正、半導体市況の動き、台湾での動向などをみても、夏以降の動きはよく掴めない。次に米国経済についてであるが、これについては個人消費および設備投資が重要なポイントだと思う。個人消費については、それが今後の景気の牽引力にはなり難いという判断は執行部の説明と同じであるが、執行部の「所得環境の改善を背景に引き続き堅調に消費

が推移する」というシナリオよりも私は慎重にみている。失業率や消費者物価上昇率の動きからみて、当面、名目賃金の上昇率が低下する可能性があって、所得環境が必ずしも堅調に推移するとは言えないのではないかと思うからである。米国の企業は、企業収益を改善させるためユニット・リーダー・コストの圧縮に努めているが、ストック・オプションやボーナスなどのベネフィットの上昇率の低下も続くかもしれない。1月以降、実質可処分所得の前月比上昇率は低下しており、4月には10月以来初めてマイナスになっている。逆資産効果だけではなく、所得環境についても注意が必要だと思っている。設備投資を巡る環境については、金融面ではこのところ幾分緩和方向に進んでいるように見受けられる。株価は軟調に推移しているが、社債市場のクレジット・スプレッドは総じて縮小している。また、仮に4月以降の株価軟調の一つの背景として、春先に利上げ期待が強まり過ぎたことが影響しているとすれば、このところの利上げ観測の後退も米国の株価を下支えする材料になり得るかもしれない。いずれにしてもF C Iから米国の金融環境をみると、4月から5月にかけてはやや緩和方向に変化していることは、企業の投資にとってはプラスの変化である。他方、米国株価については、昨日も何度も指摘されたように、中東問題、印パ紛争などによるテロ再発懸念、あるいは会計・アナリスト疑惑、株価の過大評価懸念、グローバルにみた米国株投資のウエイトの引き下げなどが悪影響を与える可能性がある。また、デット・シーリングの問題もあって財政赤字にも関心が向いているので、それが長期金利に影響を与える可能性もある。このような懸念が結果的には、株価、債券、為替レートのボラティリティの増大となって現われ、リスク・プレミアムを高めている可能性もある。このように資金調達コストの動きについては定かではないところもあるが、景気回復初期の設備投資は売上げ見通しに規定される面が強いと思われる。従って、収益環境の改善が直ちに設備投資の本格的な回復に結びついていくかどうかの鍵を握るのは、最終需要、特に家計部門の動向であるということになる。先程申し上げたように、当面、個人消費に目立った改善は期待し得ないとすると、設備投資も比較的lowめの伸びを覚悟

せざるを得ないように思う。

第二のリスク要因は、国内の金融システムの問題である。これに関しては、5月下旬に大手銀行の昨年度の決算の概要が示された。その結果をみると、不良債権処理額は大幅であり、かつ公表不良債権残高は引き続き増加した。この背景には、各行が従来に比べ保守的な観点から自らの資産査定を強化したことがあると思う。また、早期の最終処理が求められている破綻懸念先以下の債権残高は、13年度下期にある程度最終処理されたものの、新規発生から13年9月末対比で増加したが、このような処理によって、今後の不良債権処理についてのある程度の目途がついてきたように思われる。こうした中で4月以降、金融システム不安も徐々に後退しており、「金融仲介機能が低下し、景気に対しても悪影響を及ぼす」というようなことは生じていないし、リスクテイク姿勢も戻りつつある。しかし、不良債権問題の行方は今後の銀行の収益力如何という面があり、かつペイオフが解禁されているので、状況如何で何が起こるか分からない。今後も大きなリスク要因であることには違いない。また、マネーの動きをみると、日銀券やM1の高い伸びに象徴されるように、金融システム不安は根強く底流しているようにもみられる。こうした中で今後、M1がこのまま高止まりするのか、あるいはその一部が消費に向かうのか、それとも何らかの金融資産などにシフトするのか、という点は今後の金融経済情勢にも少なからず影響を与える。この点は、文字どおり不確実であり先を読み難いところだが注意を払う必要があるように思う。以上である。

速水議長

次に、田谷委員お願いします。

田谷委員

前回会合以降、内外の実体経済指標に基本的な変化はないように思う。そうした基本認識のもとで強いて言えば、少なくとも足許の指標は改善傾向を強めたように思う。一方、内外の株式市場は総じて軟調に推移したし、

主要先進国の長期金利も横這いから低下気味に推移した。景気の先行きに対する見方は必ずしも改善している訳ではなさそうである。

まず、アメリカ経済についてだが、幾つかの指標で消費の底固さが再確認された。消費との関連で重要な住宅価格は昨年第4四半期に伸び率が鈍化した。今年に入ってから、これまでのところ底固く推移しているようである。設備投資関連では、非国防資本財受注が4月に前月比でプラスとなり、下げ止まりの兆候が出てきたとも考えられる。また、雇用関連では、民間非農業部門雇用者数が4月以降約1年振りに増加に転じた。民間のマクロ経済見通しは、今年後半から3%台半ばの成長を予想していることに変化はない。それにしても株価が冴えない。この点は昨日も話題となったが、年初からの軟調な株価の少なくともその一つの要因として、収益見通しの慎重化があるように思う。長期金利が4月あるいは先月辺りから低下気味になってきたのも、株安、利上げ観測の後退なども、その要因になっているとは考えられるが、一言で言って、中長期の景気に対する見方の慎重化があるように思われる。欧州経済は輸出増を主因に第1四半期プラス成長となっていたことが確認された。東アジア、日本と同様に欧州でも輸出・生産は持ち直しに転じつつある。しかし、株価が軟調で長期金利はほぼ横這いで推移している。東アジア経済も輸出・生産が増加する下で内需も持ち直しつつあり、回復基調にあるようである。ただ、ここでも足許、株価は若干軟調である。結局のところ、米国経済を含め、実体経済指標は改善の動きを示すものが続いているが中長期の先行きに対する見方は改善していない、あるいは若干慎重化してきているように思う。

こうした事例はわが国にも共通で、足許、輸出・生産の増加がよりはっきりしてきたし、雇用情勢は依然として厳しいものの、限界的なところで改善の動きがみられるようになった。しかし、輸出・生産の先行きについての企業家の見方はかなり慎重である。わが国の場合、株価が他の諸国に比べて比較的しっかりしているが、これまでの売られ過ぎの調整の域を出るものではない。また、長期金利も軟調である。景気判断を若干前に進めるのはよいとは思いますが、ほんの半歩程度にしておくべきではないかと思う。

雇用・賃金情勢は依然として厳しく、消費が基調的に伸びる基盤は弱いままであるし、設備投資が下げ止まりそうな裏付け材料は今のところない。機械受注、建築着工床面積が下げ止まりつつあるようにも見えないこともないが、もう少しその他の指標などもみながら判断したいと思う。円相場についてもドルの軟調地合いがまだ続いており要注意である。以上である。

速水議長

次、植田委員お願いします。

植田委員

私の判断は今、田谷委員が言われたことと非常に近いものなので、極く簡単に申し上げたいと思う。先月からの変化点ということでは、生産周り、あるいは労働市場周りに先月に出ていた若干の明るさだが、これはもう少し前進したということだと思う。その背景としては、やはり輸出あるいはその背後にある世界的な電子部品関連の分野での在庫復元の動きがあるということだと思う。しかし、その先の動きについては、依然不透明感が強いということかと思う。こういう構図は国内だけでなく、世界にかなり共通なものであるということだと思う。特にアメリカについては田谷委員もおっしゃったように、我々がここ2~3か月議論してきたことと同じ構図の不透明さがまだ引き続き残っているし、若干高まりつつあるということも言えなくもないかもしれない。日本だが、第1四半期のGDPは年率5~6%ということであったが、これを冷静にみても、須田委員も言われたように供給サイドの方のGDPの姿がより実態を素直に反映している面が多少ともあるということで、そちらをしてみると、こちらの数字は瞬間風速で0.6%前後、輸出と公共投資が牽引しているけれどもその他の項目はマイナスの成長率である。ただ、設備投資はマイナスだがQE程ではない。つまり、プラスの面をみるとこの指標でも第1四半期は一応経済全体は下げ止まった形になっている。しかし、マイナスの方の中身をみると、第2四半期以降を展望した場合に、おそらく消費か設備投資のところ

はゼロ前後か若干のマイナスが続く可能性がある。公共投資はマイナスへ転じるであろうというようなことからすると、はっきりしたプラスは輸出だけということで、全体としてゼロ近辺がせいぜいという感じが現在のGDPの基調の動きかなと思う。従って、下げ止まりの局面にきているけれども、はっきりと上昇という感触は今のところないということだと思う。ただ、先行指標等から見ると、設備投資もどんどん引き続き下げていくという局面でもなくなってきたということは言えるかと思う。

最後によく分からない問題ということで、これも繰り返しであるが、リスク要因のようなことを二つ程指摘しておく、一つは物価面で、ここ数年来、例えば、賃金は景況感とかなり連動した動きをしている訳だが、その他の物価指数、特にCPIは非常によく分からない動きをしている。足許も個別にみていけば説明はつく訳であるが、今後の一つのリスクとしては、景気が余りはっきりしない中でも、ひょっとしたら1%位はデフレが偶然的な要因でポンと縮んで、あるいは解消してしまうような動きが出てくるかもしれない。こういう時、政策としては非常に難しい判断を迫られるなという感じがする。

二番目に様々な構造問題がまだ片付いていない中で、それがひょっとしたら振りかかってきて景気回復の足を引っ張るかもしれないという構図を我々はみている訳である。しかも、その回復が起こるとすれば、既にそういうパターンになりつつあるが、製造業が中心なので構造問題に対するプラスは少ないということでみている訳である。しかし、ここからもう一步踏み込んで、そういう予想されるようなパターンの回復が実現していった場合、例えば、不良債権問題は定量的にどれ位もう少し悪くなるのか、そしてそれがマクロの景気にどういう悪影響を与えるのかということについて、もう少し我々は分析ができるといいなと思う。逆に、その答えを見つけようとすると、バブル崩壊以降続いてきた、例えば、資産価格調整、特に土地・地価の調整だが、これはどこまで進行してきたら終わりが見えてきたということになるのかという問題とも関係してくると思う。関連して申し上げれば、今後の景気にアップサイド・リスクがあるとすれば、

まだまだと言っているうちに地価等が実は底入れに近付いたというケースかなと私は思う。ただ、取り敢えずその可能性は低いとみておくのが安全かなと思う。そうだとすると、逆のリスクを心配しなければならないということだが。ちょっと訳の分からない話になってしまった。以上である。

速水議長

次、春委員お願いする。

春委員

若干個別項目に沿って申し上げたいと思うが、景気動向を示す指標は明るい指標が増加しているが、依然として斑模様ということかと思う。引き続き厳しい状況を示すデータとしては、設備投資とか雇用・所得の関係かと思う。設備投資については、1~3月期のQEや法人企業統計季報でも大きく落ち込んでいる。月次で発表される建築着工床面積が落ち込んでいたので、QE等の落ち込みを予想はしていたが、そのとおりになったということではないかと思う。ただその後、4月の建築着工床面積はマイナス幅を減少させているし、4月の機械受注の増加ということもあるので、これが設備投資の下げ止まりに繋がるかどうか注目をしたいと思う。雇用についても労働力統計では、勤め先都合の離職が121万人と高水準であるし、世帯主の失業が108万人と過去最高となっている。失業率自体は横這いだが、失業の内容はかなり厳しいのではないかと思う。日経連調査の2002年度のベアの妥決結果も1956年度以来最低である。所定外労働時間やパートを中心とした新規求人など、一部には生産の下げ止まりを映じた環境の改善の動きがみられており、それ自体は明るい材料として評価したいと思うが、全体としては厳しい動きが続いていると思う。個人消費についても、自動車販売など底固い動きを示すものもあるが、百貨店販売前年比やスーパー売上げの前年比など全体の小売動向からみた消費は総じて低迷を脱していないと受け止めている。

一方、明るいデータとしては、生産あるいは経営者マインドといったよ

うな面があるかと思う。鉱工業生産では4月の在庫が前年比 -1.6% ということで、また、在庫率で見ると、前月比は -7.5% の減少で、エコノミストの中には前回局面よりも削減ペースが速いので今後の在庫の積み増しも予想以上に強く出るかもしれないという見方もある。大口電力需要をみると、全国の4月は前年同月比で -1.8% と大幅にマイナスを縮小して、季節調整後の前月比では 1.8% のプラスになっている。5月については東京電力の数字しかないが、前年同月比で -0.6% とさらにマイナス幅を縮小していて、季節調整後の前月比では3か月連続のプラスということで、生産の回復基調を裏付ける形となっている。経営者のマインドについては、財務省の景気予測調査で、大企業、中堅企業、中小企業いずれも4~6月期の現状判断が、下降超過の幅を大きく縮小させているという点に注目したいと思う。先行きの見通しについても、10~12月期の予想として大企業では、製造業、非製造業とも上昇超過への転換を見通すことになっているなど、回復期待が強くなっているように思う。また、第三次産業についても経済産業省の第三次産業活動指数は、1~3月期は四半期振りの前期比プラスとなっている。なお、個人消費に関連しては、昨日の執行部の説明でも消費性向が高まっているかもしれないというような説明があったが、最近、「企業の低価格戦略に変化の兆しがあって、消費者も単なる低価格商品に飽きている」という日経新聞の記事もあった。5月の東京都消費動向調査でも物価見通しは2か月連続で上昇予想が増えており、消費者のデフレに対する意識には変化が生じ始めている可能性もあるかと思う。GDP統計については、今後の修正の余地が残されているものだが、第1四半期のQEのデフレーターが -0.9% と昨年第4四半期に続いてマイナス幅を縮小させている点にも注目したいと思う。

以上および昨日の執行部の説明を踏まえると、基本的には、「国内需要が依然弱いものの輸出がはっきりと増加し、生産も持ち直すなど下げ止まりに向けた動きがみられる」ということで宜しいかと思う。内需の弱さに大きな変化は窺われないが、限界的には個人消費でも底固い動きをするものが窺われたり、雇用でも僅かながら改善の動きをみせる部分も出てきた。

僅かな改善ではあるが、生産主導の下げ止まりが内需にどのように波及していくかが今後のポイントであるので、軽視できない動きかと思う。また、先行きについても、「輸出や生産の増加が企業収益、ひいては国内民間需要の下支えに作用していくことを通じて、全体として下げ止まっていくと予想される」という表現で宜しいかと思う。

若干、私見を申し上げますと、本年の第1四半期の実質GDP伸び率は、今後、消費を供給側の統計等を使って推計するというので、下方修正されると言われているが、消費者や企業経営者の景況感の浮揚にある程度寄与していくものとなるのではないかと思う。そうした中で、消費意欲を多少とも刺激された消費者サイドの動きとともに、企業経営者サイドにおいてもビジネスマインドが刺激されて、次代を睨んだ新しい事業分野へのリスク・テイクが活発化されることを期待したいと思う。私としては、政府が月内の決定を予定しているいわゆる「第二弾の骨太方針」によって、構造改革に対する政府の方針や決意が明確になり、民間におけるこうした動きが加速されることを期待を持って注目したいと思う。日本銀行としても政府の構造改革推進に合わせて、現在の金融緩和政策堅持の姿勢を明確にすることが必要だと思う。

あと、もう一点申し上げますと、総裁が過日の経済財政諮問会議で示された「支店を通じて得られた構造改革の進展と企業の取組み」という資料には、新商品や新サービスの事業化など経済活性化への方向性を示す多くの実例が盛り込まれていたように思われる。こうした日本銀行の支店網等を通じた調査を各方面に発信して、これらの動きに対するマクロ・ミクロ両面における社会的な支援あるいは協力を活発化させていく、という機能も現時点で重要なのではないかと思う。

最後に金融為替市場だが、ドル安ないし円高の動きが気懸かりである。当面の急激な為替の変動が経済に与える影響を考えると、こうしたショックを緩和するために、5月下旬以来の数回に亘る介入は止むを得ない対応であったかと思う。ドル安のさらなる進行ということがあると、米国経済にとっても財政赤字や経常赤字の拡大が懸念される中で、海外からの資本

流入に影響を与える懸念もあるのではないかと考える。また、ムーディーズによる日本国債の格付け引き下げについては、現在のところ影響は出ていないようであるが、このままの状態が続くと、今後、海外を含む投資家の日本国債に対する姿勢とか日本企業の資金調達等にも影響が及ばないかと懸念している。今回に至る再三の日本国債格付けの引き下げは、私としても納得のいかないところであって、格付け会社に対して公開の質問状を提示された財務省の一連の対応は、ゴールドマン・サックスのレポートなども出ているが、格付けのあり方に対する議論を提起したことも含めて適切な対応であったと思っている。また一方で、財務省の質問状にも明記されているが、日本としても財政構造改革に向けて着実な成果を積み重ねるべきことは当然かと思う。長くなっただが、一点だけ蛇足を申し上げると、私は東京電力で財務を担当していたが、この格付けもかつてのトリプルAから2ノッチあるいは3ノッチと段階的に引き下げられており、その都度、東京で申し入れを行っていた。一度ムーディーズとS&P両社の本部に出向き、責任者に会社の状況を説明して反論してきたという経験もある。これに対して必ずしも先方から納得のいく反論はなかった訳だが、その後の情勢に若干の変化を感じたということがある。以上である。

速水議長

次、福間委員お願いします。

福間委員

足許の景気については、執行部から報告があったように、景気底入れの兆しを窺わせる要素がさらに増加している、ということが言えるのだろうと思う。しかし一方、構造調整による内需の悪化リスク、4月以降ずっと申し上げている地方経済あるいは中小企業の悪化にみられるこのリスクは、むしろ高まっている。二番目は、これも4月以降ずっと申し上げているが、アメリカのアカウンティングとバリュエーションに基づく米国株式の不透明感リスク、さらにこの結果としてのドル安のリスクが高まっている

る。こうした景気の黒い雲の部分はまだ雨にはなっていないが、さらに黒くなっているということが問題ではないかなと思っている。こういう状況を踏まえると、今月の基本的見解の冒頭の「下げ止まりに向けた動きがみられる」という表現は、私としては少しトーンが強いのではないかなと思う。前月の「悪化のテンポが緩やかになった」という表現を消すのは問題ないが、もう少し慎重な表現が必要ではないかと思う。明るい部分に翳りが差せば、黒い雲の部分が自ずと顕在化するので景気はジグザグのパスになるリスクがある、これが総括である。

それでは明るい方であるが、これは執行部あるいは今日の皆さんのご意見のとおりである。一番目は、IT関連財の好調、デストッキングの反動とリストッキングというこの動きで、非常に短期間で在庫補填が行なわれた。ただこれもメーカーのトップの方々と話してみると、フル操業をやっているが、「増益感が出てこない」という言葉が聞かれる。これは価格の低迷による収益低調ということである。また大手家電・電機メーカーの複数のトップの方は、「何千億円もの前倒し償却をやったにもかかわらず手応えがもう一つ感じられない」という発言があり、やや焦りを感じられている。もう一つの問題としては、最終需要が、これも皆さんご指摘のように、伸びていない。例えばインテル・ショックとか昨日のノキアもその一例である。今申し上げた企業のトップの方々の中には、「いつまで続くのか、こういう経験はしたことがない。これだけ短期間に落ちて、また短期間に上がってくる。こういう景気のリズムは今まで経験がない」ということを漏らされる経営者の方があった。サプライ・チェーン・マネジメントが拡がる中で、リストッキングが非常に機動的にスピーディーに行なわれるということの表われとも言える。こういう局面で最終的に冷静にみななければいけないのは最終需要の伸びだと思う。携帯電話にしてもパソコンにしても、昨日のノキアの予想あるいは日本の加入電話数等をもても、サーキュレーションの動きによるものである。最終需要が回復しないのであれば、在庫復元が完了すれば生産の伸びはスライトリー・ダウン、またはレベル・オフという形になるのではないかという懸念がする。もう一つ

明るい点は、鉄である。素材一般というよりは鉄といった方がいいと思うが、鉄については米国の色々な反ダンピングの動きがあるが、あのような政策をやれば、結局は日本の鉄鋼を使う最終ユーザーである自動車とか家電というようなところは、完成品になったところで国際競争力を失う。私が三井物産にいた時には、よくクライスラーとかフォードの購買の方がこられて、ダンピング課税にもの凄く文句を言っていた。彼らはワシントンへ行ってロビイングすればいいではないかということをよく言うが、そういう対応をしていると、結局は製品で競争力がなくなっていく。原料を高くすると製品が駄目になるという現象が今アメリカで出ている訳で、値段が非常にとおり易くなってきた。それともう一つは、アジアの台頭で自動車基地等になっているタイあるいは中国の内需等に向けての鉄鋼、自動車用鋼板の輸出が非常に増えているということで、鉄は今のところ非常に好調である。ただ、価格という面では原料高の製品安という状態で、好況感がなかなか出てきていないということである。二番目に明るい材料としては、昨日も申し上げたが、アジア域内の相互依存関係、チェーン・エフェクトで相互に景気拡大を促している。貿易を通じて経済が拡大し、さらにそれが内需を起こすという現象が、タイ、インドネシア、中国は勿論のこと、アジア地域で問題とされたそれ以外の国々も、ペント・アップ需要の内需が起きてきているということで意外に内需も強い。この点やや私の願望が入っているかもしれないが、先程から指摘されているアメリカの景気の先行きとの絡みでいうと、米国からのデカップリングがアジアとの相互関係でもって出てくるのではないか、そしてこれはわが国経済にとってはリスク分散に繋がる明るい材料ではないか、と思っている。

悪い部分については、もう一つ目は構造調整による内需低迷ということがある。銀行のトップの方々と話してみると、「最近行内のイントラ・ネットをみるのが怖い。毎日毎日、営業店からの中小企業のサドン・デスの報告が出てくる。今までは、銀行の支店長と企業の間で対話ができていたが、最近自ら民事再生法を申請するという形で、企業側から銀行に一方的通告をしてサドン・デスする件数が非常に増えてきている」ということ

である。ある銀行の方は、「ひょっとすると最悪の場合は、要管理債権の相当部分に影響が出てくるのではないか」ということを非常に憂慮されていた。ゼネコンあるいは不況型業種については、引き続き今度の決算等を巡って出てくる問題だと思う。

二番目の暗い点は、米国株式の不透明感である。これは昨日も言っているので特に追加はしないが、要するに、この最悪のシナリオで私が一番嫌だなと思っているのは、やはり10年間のツケが過剰債務になっているということである。今は企業債務、個人債務ともに史上最高である。資産サイドが崩れること、デット・デフレがないように願うが、これは願うだけではなかなかそうはならないので、要注意しておかねばならないのではないかと思う。Wilshire5000が、昨日から1万を割っているということは、要するにアメリカ全体が悪い。先程どなたか言われたように、世界景気の先行きの見方が一番先に表れるのはCRBインデックスであるが、これは200ギリギリのところまできている。こういう点にもマーケットの懸念が出てきているということである。

三番目はドル安の問題である。これはもう今までの問題で特に申し上げないが、とにかく前回の介入は私としては非常に良かったと思うが、まだまだこういうところで終わるとは思わない。というのは、一旦ドル安になるとそれを止めるには非常にエネルギーが要る。円独歩高の場合は然程エネルギーは必要ないが、ドル全面安という場合には、大量のマネーが動くので相当神経戦が続くと思う。できるだけ介入しながら安定化に努力することが必要なのではないかと思っている。

暗い部分の四番目として内需の弱さがある。これも皆さんが申し上げられたので特に追加はないが、特に株もダウというよりはTOPIXが1,100を割ってきているというのは、これは非常に嫌な動きだなと思っている。これは全銘柄の平均であるので、銀行の含み益あるいは企業の含み損益というものに相当大きな影響を与えるということで、こういう心理的な部分が設備投資に与える影響は、なかなか大きいものがある。いつも申し上げているように、企業がフリー・キャッシュ・フローを重視する経営

に変わっているので、フリー・キャッシュの中で設備投資をやる。その中で設備投資をやる場合に、国内か海外かどちらかに振る。しかもその前に過剰設備を廃棄しなければならない。これは減損会計が間近に迫っているので、相当のスピードで設備廃棄が行なわれている訳である。そういうものに対してコンフィデンスを与えるのは収益である。足元の企業収益改善の背景にはリストラ効果があるし、あるいは先程申し上げた情報電子部品のような会社では相当の業績効果があると思う。しかし、それ以外の業種では業績の回復感というよりは、むしろリストラ効果という感じで捉えられている。従って、なかなか設備投資を後押しするような収益に対する安心感がまだ出ていないように思っている。以上である。

速水議長

次、中原委員お願いします。

中原委員

景気の現状については、昨日の担当局室の説明・判断について、総じて異論はない。私も、今までご意見を言われた方と同じような感覚を持っている。4月の「展望とリスク評価」の時との比較感で言うと、輸出については、あの時考えていたよりもかなりタイミングが早い、それから強さも強いという感じがしている。それから消費についても比較的明るさを感じさせる材料が出ていて、あの時の感じよりはやや前に進んでいるのかなという感じがしているが、問題はやはり設備投資である。ここにきて多少明るい数字も単月では出ているが、先行きの回復を具体的に裏付けるものはまだなっていないと思う。

まず、輸出であるが、明るい材料というか持続性について少し安心感が出てきたというのは、三つポイントがある。一番目は、この前の経済産業省の分析にかなり数字が具体的に出ていたが、鉄鋼とか化学だけではなく、4月に入って漸く情報関連財が伸び始めたということで、これは明るい支援材料ではないかと思う。それから二番目は、台湾とかASEANの内需

が伸び始めたというのが持続性という点でプラスになるのではないか。それから三番目は、先程福間委員もおっしゃっていたように、構造的にアジアの域内貿易が増えてきている。そういう点で輸出の持続性については若干明るい感じを持ち始めている。

次に個人消費であるが、これも弱めの動きということではあるが、雇用と賃金環境でみると、パート雇用の数字とか、あるいは所定外賃金等で若干明るさも出てきている。それからコンフィデンスがやはりいずれの調査機関でも上がっているということで、これから若干緩やかではあるが、回復が始まるのではないかという気がする。ただ、景気全体を牽引するような強いものは当然難しいだろうと思う。スーパーとか大型小売店の経営者の方に聞くと、増収増益基調が漸く少し出てきたという感じだそうだ。

それから問題は設備投資であり、先行きの回復を示す具体的なデータはなかなかない。前回会合以降出たデータでは、法人企業統計の1～3月は予想外に悪かったと思う。それから一昨日の機械受注、これも単月では8.4%で非製造業を中心に反動で伸びたという感じはあるが、やはり製造業、あるいは非製造業の個別企業の中身を見てみると、言ってみれば一進一退というか、とてもボトムアウトしたという感じはないと思う。

このような状況の中で、1～3月のGDPは予想どおり大幅な上昇であったが、消費が過大評価されているというのはいわば定説であり、マーケットの反応も非常にクールであったし、設備投資も含めたいわゆる内需の内需という意味では横這いと見ざるを得ないのではないかと考えている。こういう循環的な回復が外需主導で少しずつ現実のものとなりつつある感じはあるが、先行きのリスクという点では「展望とリスク評価」の中で挙げた五つのリスク、これはいささかも減殺されてはいないということだと思う。この中で内需の問題、米国の問題、それから不良債権の問題という三つの点について、特に私としては関心が強い。不良債権の問題は後の金融政策の方で述べさせて頂くことにして、内需というエンジンに点火できるかという点は、これについてはやはり、企業のリストラが今後どう進展し、収益がどう回復していくかというところが大きいのではないかとと思う。

先日発表された法人企業統計をみると、リストラはある程度進行している。損益分岐点も高いが上げ止まりという感触も出ていて、売上げの増加がなくても収益を上げられる構造への変化が進みつつあるということはあると思う。今年3月期での特損処理もかなり進んだと思われるし、企業経営者の方に聞いても、下期以降の収益力の回復についてはかなり自信を持った発言も聞こえる。雇用のリストラについても、一応の区切りをつけ始めているのではないかと思う。人員の過剰感はまだ残っており分配率も下がっていないが、早期勧奨退職とか一時帰休のようなものを余りダラダラと続けるということは、労務政策上非常に問題があり、モラル上も問題があるという経営者が非常に多い。常用雇用に減らして給与水準を抑え込むという流れは今後も続くと思うが、マクロ的にみていくと、雇用環境の悪化はそろそろ歯止めが掛かり始めるのではないかという気がしている。問題はやはり、重厚長大産業を中心とした設備の過剰感で、これはまだ極めて強い。今後の設備投資の回復の足を引っ張る。それから外需の恩恵を受ける輸出中心の電機等の企業でも、国内工場の廃止・統合は続いているし、今後の生産立地は海外中心と言われている。そういうことで設備投資の先行きについては、まだまだ慎重な見方を採らざるを得ないと思っている。企業収益とかキャッシュ・フローと設備投資の関係も昔とは変わってきたのではないかという気がしている。この辺の過剰感、これについては6月の短観を待ちたいと思っている。

それから先行きのリスクのうち、米国の部分について何人かの方が言われているが、株式市場の低迷、そこに投影されている企業収益の回復に関わる不確実性、これはやはり今のところ一番心配である。企業会計問題、それからストック・オプションの経費計上問題、企業経営者の非常にディフェンシブな姿勢がここにきて強まってきているように思う。これまでの株式のバリュエーションは高すぎると言われている訳だが、過去におけるこれらの会計手法で、嵩上げされた収益によって株価が支えられていたというところがかかなり強いのではないかと思う。今後この会計手法が通用しない、そこで持ち上げられていた収益が剥げ落ちるということになると、

実体経済面での回復があっても財務上の企業収益の伸びは結果として出てこないということになる。このような収益回復の不確実性から株価も軟調が続くのではないかと心配である。また、こういう事実は米国への資本流入、流入資本の期待収益を下げることになる。一方で、地方財政は大幅赤字のところが増えてきており、中央財政の赤字拡大傾向もみられている中で、米国のISバランスの変化、あるいは「リスク展望」の中でも言った国際的な資本の流れの変化というリスク——これは端的に言えば為替相場の問題だが——については、ちょっと要注意ではないかと思っている。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

経済全体の判断については、昨日の調査統計局長の説明にほぼ同感である。輸出、生産それからその周辺部分の回復がより明確になってきたと思う。ただ、現在の動きは、在庫サイクルによって多分に増幅されている可能性があるもので、夏以降の生産などの動きをみながら実力を判断していく必要があると思う。輸出・生産周りから内需に対して良い影響が及んでいくことを期待している訳であるが、このうち消費については、確かに所得の減少に比べてそれ程には落ちていないという印象は以前からあるが、経常的な所得の落ち方がかなりはっきりしてきているし、消費のデータを見ても確かにデコボコがあって読みづらい。しかし、自動車の好調だけで全体を判断する訳にもいかないと思うので、私は、所得それから消費の動きをもう少しみてみないと何とも言えないと思っている。設備投資については色々な評価が既に委員方からあり、私も違う考えを持っている訳ではないが、下げ止まりに近付いているという位のこととは言えるのではないかと思う。そうすると、全体としても最近の経済情勢は下げ止まりに向かって動いているということだと思うが、先程、福間委員も言われたとおり、そ

これはジグザグ路線を辿るのではないかと問われれば、それはそうであろうとも思う。全体として改善に向かって、もう半歩か一歩か前進していると思うが、先を考えた場合に、内需の底打ちの時期、あるいはその後の回復の展望がこの局面ではっきりしてきたという訳ではないと思う。

最後は物価について一言だけだが、消費者物価について、当面は、現状程度の前年比で1%をやや下回る位の下落が続くような状況だと思う。賃金低下の影響がシャープに出てくる可能性は多少とも遠のいたと思う。今後の消費者物価の動きを考える場合に限界部分で影響を与えそうなのは、各委員が触れられたが、企業の低価格戦略に見直しの動きが出ているというようなこと、それがこれまでの円安の効果と相俟ってどの程度CPIの下落率に影響を与えるか、という部分ではないかと思う。これがよく分からない訳であるが、早川・門間両君などの分析によると、フィリップスカーブの方から推計されてくるような物価の動きは、特にわが国のCPIを使った場合には、上下1%位どうにも説明できない部分があるというようなことである。その±1%の幅の中で、現在のCPIの-0.8%というようなことが出ているのかどうかははっきりしないが、先程植田委員も言われたように、確かに企業の価格戦略の変化というようなことに加え、若干の偶然的な要素が同じ方向に重なってきた場合には、意外にCPIの方向感覚が変わってくる可能性がないではないと思う。ただ、それはやはりマージナルな動きだと思うので、基本はやはり需給ギャップ、賃金の動きということがより基本的な部分でCPIの動きを規定していくと考えると、先程の内需の動きに戻るが、内需の回復にまだ明確な見通しが得られない状況であるから、物価についてもまだ予断を許さない状況が続くと考えている。以上である。

速水議長

最後に、藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

金融経済情勢については、昨日の執行部の説明や既に各委員から問題点の指摘があったが、それに付け加えることは余りない。足許、輸出・生産面を中心に、これまでの予想と比べても強めの動きが出ているということは検証されているとおりである。しかし、そうは言っても、まだ4月の「展望レポート」で示した標準シナリオを上方修正するまでには至っていないと思う。設備投資や個人消費といった内需に目立った変化はないし、海外経済の回復テンポについても、依然、これも各委員からご指摘があったように、不透明感が強い。さらに過剰雇用や過剰債務などの構造的な問題もまだ解決には程遠い状況である。現在の景気情勢を「展望レポート」との関係で言うと、下期下げ止まり展望をもう少し現時点で、詳しく言うと、「下期にかけて下げ止まる」という標準シナリオが実現する蓋然性は出てきたということではないかと思う。先行きは、輸出・生産面の改善を起点にして、家計部門を含めた経済全般に前向きなメカニズムが働いていくためには、差し当たり企業収益が順調に回復するということが不可欠だと思う。この点、最近の為替円高の動きを含めて、まずは6月短観の結果を注目したいと考えている。

この間、金融資本市場であるが、株式市場がアップアンドダウン、軟調気味に推移している等々があるが、国債の二段階格下げとか、一時のやや急激な円高といったイベントは一応こなしながら推移しているのではないかと思う。信用スプレッドについても、高格付け債を中心に縮小傾向が明瞭になってきている。これらの市場の動きの底流には、国内景気、企業業績の回復期待があるのは間違いないところだと考える。こうした市場環境が維持されることも景気の回復を着実に確保するための重要な条件になると考える。

以上述べた認識を踏まえると、今回景気判断を前月に続いて上方修正することは至当だと思う。前回は色々悩んだ末に「悪化」という表現を残した訳だが、その後判明した経済指標などを見る限り、改善の動きが続いているのは明らかである。そうは言っても、委員の方々の大勢は、最終需要

の動きも視野に入れて経済全体の底入れはもう少し先だろうと慎重にみているように思われる。そうすると、後程、議論になると思うが、今回の基本的見解については、「悪化」という表現は落とすけれども、下げ止まりはもう少し先といった慎重な判断でいいのではないかと私は考える。情勢判断については以上である。

速水議長

それでは金融情勢について追加的な意見、議論があれば自由に発言下さい。金融政策運営の方はまた後で伺う。

中原委員

CPIのポジティブサプライズがあるかどうかという辺り、消費者のインフレ期待は出ていないにしても、デフレ期待がかなり解消されてきたという辺りは、植田委員如何か。そういうサプライズが勿論ない訳ではないが、どうも何か余りにもこの長期間CPIのネガティブな水準に慣らされてきたせいか、何か段々自信がなくなってきたような感じがする。結局、ミクロの企業経営者の行動、あるいはミクロの消費者の心理、そういうものの積み重ね、それからもう一つ別のマクロ的なアプローチと両方で分析する必要があるのだらうと思うが、植田委員はどのように感じておられるか。

植田委員

ポジティブサプライズはサプライズの定義からして事前には分からない。消費者の調査でデフレ懸念がやや和らいでいるというのは、報じられているところでは、ハンバーガーの値段とかパソコンの値段が若干値上がりしているとか、そういうものの影響が強いようにみられる。

中原委員

非常にアネクドタルな要因ということか。

植田委員

例えば量的緩和が急に期待に影響したとかそういうものではないように思う。

中原委員

昨日も調査統計局の説明の中にもあったが、不動産の価格は、どうも二極化というのは言われているが、まだ下がっている。都市圏と地方、それから都市圏の中でも東京と大阪、東京の中でも超一流地区とそうではない地区との二極化がどんどん進んでいる状況に感じているが、株価もさることながら資産価格の中でも不動産価格というのが、いわゆる個人のインフレ・マインドにはかなり一番効くような気がする。やはり自分の住んでいる土地がどうもこの頃ちょっと上がってきたと、あるいは隣の土地が今まで思っていたよりも高く売れたらしいとか、こういうところが効いてくるように思うが、この点はどうか。

植田委員

分からないが、私もこの前見たチャートでは、良く言われるチャートであるが、商業地は1980年代前半の水準に戻っている。だから調整は終わったという別の証拠は必ずしもない訳であるが、うーんと考えるところではある。

田谷委員

先程その関連で春委員が東京都の消費動向調査に触れられて、どうもそういう動きの中にマインドの変化の兆しがあると言われたが、私はその調査を見ていないが。

春委員

比較的何と言うか珍しいケースだと思ってちょっとスタッフから見せ

てもらったが、詳細はまたご報告する。

須田委員

人々が「物価が先行き上昇するだろう」と期待するようになるには、実際に物価が何か上がる兆しがないければ無理だという感じがしている。それから、先に期待というふうには思わないし、個人的な感想で言えば、自分の土地とかというのは値段は分からないから、やはりそれよりも身近な色々なものの価格がだろう。例えば、最近は、月ベースでみていいのかどうか分からないが、先程も言われたが、消費者物価にしても対前月比で見たらこのところちょっと上昇気味という部分とか、先程のGDPデフレーターでも消費デフレーターは改善しているとか、そういうようなところが何らかの影響を与えているのかなと思う。あとはアネクドータルな話が影響を与えていくのではないかと思っている。

山口副総裁

アメリカでは消費デフレーターの方がCPIより弱い訳であるが、これはひょっとしたらその逆が起きる可能性があるとか、ないではないという位の話だと思う。どの程度のオーダーで起きるのかというのはちょっとよく分からない。それから、あとの経済の全体判断の表現に影響してくる話であるが、経済活動全体の現状なり比較的近未来の動きをどういうふうに見るかということであるが、輸出がかなりの勢いで今伸びているということは、色々な統計で確認できる訳だが、消費と設備投資という内需の読み方については、我々の中で大体似たような認識を持っていながら、多少ニュアンスの差があるかなと思う。非常に狭い幅の中でのニュアンスの差に過ぎないと思うが、設備投資は現状ではまだ恐らくマイナスが続いているというのが皆さんのご判断であろうから、輸出のプラスと設備投資のマイナスというのは割合はっきりとしている。消費は一体どうなのかというのはちょっとよく分からない。多少強めに読まれる方がご覧になれば、GDP的に考えてほぼゼロ成長の中で、ひょっとしたら極めて小さいプラスが出

ているのかもしれないというふうに見えるだろうし、消費について比較的慎重な読み方をすればその逆に見えるだろう。しかし、概ね全体としては、ゼロ成長のところ付近に近付いているという感じではないかと思うが、そういうような認識で宜しいのかどうかという点について皆さんどうか。仮にそうだとすると、去年まではとにかく経済活動全体として、マイナス、マイナスとずっときていたのが、下げ止まりに近付いているというようなこと位までは言えるということになるし、そういうのはまだプリマチュアだというご意見も当然あると思う。

福間委員

第一に、一時的な効果ではあるが、ワールドカップ効果はどの位あるのか。第二に企業側から見ると、やはりまだまだ労働分配率が高い。あれだけ人を減らしてもなかなか落ちてこない。一つには早期退職金のボーナスというかアローアンスが大きすぎるということもあるし、もう一つには社会保障費が非常に上がっているから、それをエフェクティブなコストと考えると相当高い。そうすると、オールインオールで工場を安いところに持っていくと、それは海外ということになるので、企業側からすれば、賃金はこの辺がいいところにきているからというよりは、むしろ実質的にはまだ下げたいという意欲の方が大きいと思う。ただ、そう言うと、モラルに影響するから、"Pay for performance"という格好で、パフォーマンスベースで業績の高い人にはちゃんと払うという格好に段々変わってきているんだと思う。この辺でそういう動きが止まったかどうかということは、私はまだちょっと早いのかなと思う。

速水議長

止まったと言われるのは。

福間委員

要するに調整下落圧力である。そうすると、どうしても消費の方が慎重に

なってしまう。言われるようにどんどん悪くなっているということはないと思う。そういう意味ではやや底に近付いているということと言える。

中原委員

大企業は、「外を見た場合と内を見た場合、風景が全然違う」ということをはっきり言っている。ただ、これは大企業であって、国内で膨大な部分を占める中小企業あるいは国内市場にベースを置いている企業は、当然ながら輸出がないだけ悪いということになる。ただ、少なくとも雇用調整については、大企業はもう余りだらだらやってもしょうがないという感じはかなり強く、この後はむしろパートを増やす、あるいは賃金の上下格差を広げていく形で全体的に圧縮するという対応をしている。反面、早期退職、勧奨退職をどんどんやる、あるいはレイオフをやる、首切りをすると、こういう流れはそろそろ止まっていくのではないかなという気はしている。先程の山口副総裁のご質問の中では、私は、瞬間風速的にはもう下げ止まる、勿論、反転して上昇のベクトルが出てきたとは当然思えないが、輸出と内需を含めた全体では下げ止まりという感覚はあるのではないかと思う。

山口副総裁

今、両委員が言われたことは、いわばストックとしてまだ調整を要する部分がある、あるいは労働分配率というのは、レベルの高い部分についてまだ企業としてはかなり落としていかなければいけないという意識を持っておられるというようなことを述べられたと思う。それは私もそのとおりだと思う。例えば企業収益というようなことを考えてみた場合に、少なくとも製造業においては多少とも量的な回復が始まっており、卸売物価全体としてここ数か月ほぼ安定という状態であるから、ご指摘のようにリストラ効果がコンスタントに出ていると考えると、企業収益は回復していないはずはないと思える。最近の円高によって輸出利益を吐き出さざるを得なくなっている部分があるから、その部分はこれから収益のマイナス要

困として効いてくると思うが、全体としては収益の回復傾向というのは明らかなのではないかと私は思う。ただ、企業からみた場合に、この程度の収益回復では回復とはまだ感じられないというのが恐らく実感だろうと思うし、また持続性についてもまだ自信がないという状況だから、当然慎重な物言いになると思う。フローとしての収益、あるいは全体としての所得形成というのをみた場合に、今までとは多少違ったフェーズに移りつつあるとみていいのかどうか。私はそういう方向に動きつつあるということは間違いないと思うが。

福間委員

おっしゃるとおりである。だからビジネスモデルを変えた企業と、まだ旧態たるままでやっている企業とがある訳である。キャッシュ・フロー経営をベースに、しかも人件費をできるだけ変動費化しながら——アウトソーシングをやりながら——、要するに昔と変わったというような企業は随分出てきている訳である。大体、増益企業というのはそういうところが多い訳である。今、企業の中で反省が起きているのは、要するに人をバサバサ切ってみた、ところがちょっと忙しくなってアルバイトを雇うと、事務にしても生産にしても、もの凄い間違いが起きる。それでやはりコアをもう少し残さなければいけないのではないかということである。要するに、ビジネスプロセスを変えずに人を減らしたものだから、ちょっと増産効果が出ると、外から人を掻き集めてくる。そうすると、社内のルールも分からない、プロセスも分からないような人が従事してしまうので、お客さんからクレームがくる。こういう現象が色々なところで起きている。だからリストラのやり方が見直されてきているというか、減らすだけが能じゃないよということが出てきている訳である。減らす中でもやはり生産性とかそういうものを考えながら落とさないと、数だけ落としても意味がない。

中原委員

企業収益の回復も絶対額ではなく、例えば既往最高益更新とかそういう

ことではなくて、売上高経常利益率が向上しているという状況だ。法人季報でも確かそういう数字になってきている。昨日の調査統計局のデータにあった企業収益回復というのも、結局、経常利益率の変化であるから、それだけだとなかなか企業経営者としての回復感というのは十分ではないのだと思う。

植田委員

生産性を推計して、ユニット・レーパー・コストを推計して、あとアウトプットの価格を適当に何か採ってきて、企業収益の変化そのプロキシみたいなものを作ってみると、先程話さなかったが、ここ数か月製造業はかなりシャープに改善の方向にきているような結果が出る。一方、非製造業はもう一つはっきりしないという感じである。

速水議長

生産性も上がっているのか。

植田委員

生産性が上がっているというか、ユニット・レーパー・コストは賃金等も全部含めると下がっている。

速水議長

では、労働の流動性がかなり増えてきている、広がってきているということか。その裏にやはり大企業はリストラをやってレイオフをやって、生涯雇用を減らして、必要に応じて安い賃金でパートタイマーなどを使っている。そういう意味では高賃金はかなり下がってきているのではないかと思う。ただ、その一方で例えば、若い人の失業が多くなってきている。大学の学長などの話を聞いていると、卒業生が就業しないでブラブラしているのが3割、4割位いる。そういう人はどうして食べているかというと、パートタイマーを探しながら適当に食べている。そしてまたどこかいい仕

事が出てきたら出て行く。そういう意味での労働の構造改革のようなものが起こりつつあるような、これは良い方向なのかどうなのか。高賃金が下がっていくというのはいい方向だと思うし、生産性が高くなっていきつつ賃金が下がっていくというのはいいと思うが、労働市場の流動性が増えてきたからということだけで、他のまた構造改革にも反響が起きていることは確かだと思う。これはやはりどうやって対処していくべきなのか、これからの一つの課題だと思う。

福間委員

コストを下げるためにリストラをやったが結果的に上がってしまったという、リストラのパラドックスが意外に起きている。それがなぜだと思ったら、要するにスキルド・レーパーとかあるいは習熟度とかそういうものを構わずバサッと切ってしまったものだから、人が足りなくなると、そういう経験していない人を外から採る。そうすると、メーカーだったら客から製品が悪いとクレームが来ることになる。非製造業だったら事務上のミスが多くなる、能率が落ちるということが起きていて、やはり今、その反省期に入っている。そうすると、ある程度揺り戻しというか、若い人の採用を増やす、新卒も増やそうというような動きがやや出始めている。というように、やや行き過ぎた部分が修正されてきている部分がある。

植田委員

先程議論になったことの二つだが、一つは消費の動きであるが、家計調査等ではちょっと強めか、調査統計局の判断では、ゼロ近辺ということだった訳だが、経済産業省の供給サイドからみた調査では、かなり大きなマイナスになっている。ここ3~4四半期位は、対前期比でマイナス1%であるからマイナス幅は年率4%である。このようによく分からないことが多いので、ここは何とかして欲しいなという感じがある。内閣府ではこちらの統計に若干近付くという方向での改訂を考えているということか。

小林内閣府審議官

供給サイドのデータを十分取り入れていこうと考えている。

植田委員

これで見ると消費は、去年の第3四半期から急落しているという感じである。それから先程、土地価格の議論があったが、中原委員からは、これが上り出せば影響は大きいのではないかということ、それから須田委員からは土地の値段はよく分からないという話があった。両方に関連するポイントとしては、もう一つ底が見えない原因として金融機関の不良債権絡みの土地が塩漬けになってしまっていて、マーケットに出てきていなくて、その値段がはっきりわからないというのが結局、不透明感がなかなか消えない大きな原因だと思う。よくある不良債権をマーケットに出して売買して値段をつけさせるべきだという議論は、一面ではハードランディングをするようなことになる訳だが、他方では調整を早くするという大きなプラスがあるのだと思う。

山口副総裁

そこは私もそう思う。であるから、先程言われたような1980年だったか、1980年前後位のレベルに戻ったということだけでは地価はなかなか底入れしない、というか反転しない。

福間委員

シードマンは日本に来る度にそう言う。お前はファイアー・セールをやっただけではないかということ、ファイアー・セールが重要なのだと、底値を付けさすことが重要なのだといつも言うが、正におっしゃるとおりである。なかなか値段がついていないのだ。

田谷委員

10年前から同じことをおっしゃっている。

福間委員

そうか。

田谷委員

ただ、その関連でアメリカなどの住宅価格のGDP比率というのはこの20数年1.1倍～1.3倍で動いているが、今大体1.3倍である。確かに去年の第4四半期辺りから先程も言ったように住宅価格が下がっていて、伸び率がガクンと落ちた。でも、今年になってまた戻っているし、であるから仮に何らかのことがあそこのマーケットで起こるとしても、そのマグニチュードは知れているということはあると思う。それとは全く別に、日本のことについては先程から色々な議論があったが、意外にも3月の短観で雇用判断D.Iとか設備判断D.Iがちょっと先行き改善という数字が出ていたものだから、6月は特にそこのところを注目したいと思っている。例えば、先程、消費者物価のところでも山口副総裁が結局のところ基本は、所得と需給ギャップではないかと言われたが、需給ギャップは色々計ろうとしてもなかなか計り難いということがあるし、短観というのは、かなりその物価に直結した需給のメジャーとしては私は意外とというか、かなりリライアブルなものではないかと思っている。そこのところを注目したいと思うし、先程来、需要側の統計がなかなかリライアブルでないと言ったがさはさりながら、家計調査をずっと見ても消費の可処分所得比というのはかなり安定している。であるから、大体70%ちょっと超えた位のところで、もうここ数年ずっと安定しているので、あの統計はそのサンプル数が限られているのがどうのこうのというより、昨日、調査統計局長が言われたように毎勤統計辺りの賃金で所得を計っているのが必ずしも正確に所得を把握していない可能性があると思う。福間委員が言われたように今、アーリー・リタイアメントに手を挙げると凄いお金が入ってくる。確か、内閣府が1年前か2年前、二つ位その関連の調査をされたか、それで短いペーパーを出されている。そういった退職金とかを含めて考えると、

消費と所得のギャップというのはかなりの部分は説明ができるというようなペーパーが確かあったと思う。であるから、それやこれや考えると私は、需要統計とそういうものを、それ以外の年金であるとかそういうものも合わせて考えたいし、一方でそれは供給サイドの統計も使いたいが、結論としては消費は結局、執行部の言うようにそんなに強くはないという位しか今はちょっと言えない。

山口副総裁

そんなに弱くはない、強くもない。

田谷委員

そんなに強くはない。

山口副総裁

強くはない。

田谷委員

であるから、後程議論になると思うが、この表現をどうするのかと、「下げ止まり」とは何を以って言うのかということになると思うが。例えば、雇用所得の何か改善まで待たなくてはいけない、あるいは設備投資が改善の見込みが出ない限りそんなこと言えないなら、いつ言えるのかということになってしまうから。

山口副総裁

それはGDP統計から離れて、GDP的なイメージを議論しているということか。

田谷委員

そういうことである。

速水議長

それではこの辺で、景気情勢の判断については終わり、ちょっとコーヒー・ブレイクに入りたいと思う。45分から再開する。

(午前10時34分中断、午前10時44分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは一応、まだ意見があるかと思うが、次に当面の金融政策運営方針について、今回も一人5分程度を目途にして意見を伺いたいと思う。もう一度、須田委員から願います。

須田委員

金融政策運営については、現状維持が望ましいと思う。金融政策について、マーケットの関係者が景気回復のシナリオが見通せるようになるにつれて、当面、金融政策に変更がないだろうという予想を持つようになって一方、現行の政策よりも今後どのような政策を採るのだろうかということの方に関心を持ち始め、しかも日本銀行がそのシグナルを既に発しているのではないかと考えて、その兆しのようなものを探ろうとしているように見受けられる。現在、物価下落は依然として続いており、かつ金融システム不安が解消された訳ではないので、このような将来の金融政策を巡る議論を見聞きするにつけ、今はこれまでどおりということにしておくことが、無用な不安心理を掻き立てないためにも、また、日本銀行は日本経済の下支えをし続けるということを示すためにも必要だという思いを強くしている。

私は、新年度入り後に金融システム不安問題が落ち着き、かつ景気回復期待が高まってきたら、10～15兆円という当座預金目標のうち、なるべく15兆円を目指す、ということができなくなるのではないかと懸念して

いた。景気が回復しても物価にその影響が現われるには時間が掛かるので、その時、外への説明も含めてどのような対応をすべきなのか悩んでいた。金融機関が超過準備を大量に保有する動機を考えると、少なくとも昨年9月から今年3月頃までの間は、金融システム懸念などを背景に、各参加者が流動性リスクをかなり強く意識していたことが主因の一つであるとみられる。その後、短期金融市場では、今年2~3月に比べて金融システム懸念は後退しているようである。景気も下げ止まりの方向に向かいつつある。それにもかかわらず、当座預金残高を15兆円程度に維持する調節を続けることができている。資金供給オペは札割れすることも少なく、順調に大量の資金を供給し続けている。これはなぜだろうか。一つには、事実上のゼロ金利のもとで、短期金融市場の機能がかなり低下しているため、その代わりに日銀がするようになったことが挙げられる。もう一つには、短国レートが一頃に比べて上昇した結果、日銀の短期国債オペに応じることによって、鞘を抜けるような状況になっているという点がある。すなわち、短国レートは今年2~3月には信用リスク回避の動きが極端に強まったことを反映して、0.001%という、正に下限に貼り付いた。こうした状況のもとで、マイナス金利が許容されないとすれば、札割れが発生し易くなる。しかし、4月以降、金融システムに対する懸念が後退していることなどから、限られた範囲内であるといえども、金融機関や機関投資家によるリスクテイクの動きが再びみられるようになり、資金がCP市場などへ回帰している。このため、短国レートは、昨年未頃の水準である0.004%から0.006%まで戻っている。そこで日銀のオペに応じる余地も戻っている次第である。また、期間が比較的長い資金を積極的に供給する一方で、短期的には余剰となる資金を吸収している。要するに、両建てのオペが膨らんでいる。これも関係があるかもしれない。なぜ現在のような状況で15兆円程度を維持できているのかについては、私としてはもう少し考えていきたいと思っているが、差し当たりは15兆円程度の当座預金残高を維持することは問題なく可能なようなので、政策については今回は現状維持が良いと重ねて言っておきたいと思う。そして現状維持だからといっても、

信用リスクが低下している今日の局面では、それでもより強い緩和効果を持ち得るのだということも指摘しておきたいと思う。以上である。

速水議長

次、田谷委員お願いします。

田谷委員

今回も現状維持でいきたいと思う。日銀当座預金についての目標レンジの上の方を狙うオペを続けることで良いと思う。今後とも資金供給オペの実態がどう推移していくのか、また様々な短期金利がどう動いていくかなどについて注視していきたいと思う。以上である。

速水議長

次、植田委員お願いします。

植田委員

私も須田委員が提起された問題、すなわち3月末に向けての期末要因とか、4月以降の一部金融機関のシステムトラブルに起因するマーケットの流動性需要の高まり等が一巡した中で、15兆円の供給がスムーズにできているということの原因を、あるいはもう少し長期的に去年の3月に思っていた以上の供給ができていたということの理由を考えている。これについては、ここではもう去年の5月頃から1年以上に亘ってああでもない、こうでもない議論してきたが、まだよく分からない。須田委員が言われたことに付け加えるとすれば、短期的な問題として、3月末に25兆円位まで当預を積み上げて、その後15兆円位に減らしてきた訳で、そういう中では資金供給オペの頻度が低下したのではないか、それで一方に、市場機能の低下のために超低金利で資金運用意欲が低下している。市場機能の低下の中で、ミクロでは資金を取りたいという市場参加者は、常に存在したり出てきたりしている。そういう人達が資金を取る手段が、日銀オペで

あるのに、その供給オペの頻度が低下しているということがある。従って、供給オペでの札割れが余り発生しないというようなことがあるのかなと思う。あるいは、昨日見た金融市場局のレポートの中にあっただが、短期国債が年初から4月に掛けて供給増になって、一方、日銀の短国買いオペはやや減少気味であるということから、ある種の荷もたれた感があって、短国レートの上昇要因になったり、あるいはその荷もたれた短国を日銀オペに出してくるというようなこともあるのかなと思う。これも6月以降発行が減少していくということなので、一時的な要因かなと思う。というようなことで、もう少しみてみないと分からない、あるいは考えてみないと分からないということが多いが、これはまた後で皆さんの意見を伺ったうえで議論したいと思う。そういううえで、現状維持で宜しいかと思う。

速水議長

次、春委員お願いします。

春委員

現在、景気は生産増加等の好影響が内需に波及するかどうかという、非常に重要な時期かと思われるので、そういった中で、日本銀行としては現在の緩和姿勢を堅持して、できる限り景気の後押しに努めるということを確認にする必要があるかと思う。そういう意味でディレクティブについては現状維持で宜しいかと思う。今、須田委員、植田委員も言われたが、色々書かれた物を読んでも、日銀の当座預金残高については、ペイオフの問題やシステムトラブルの問題が沈静化してくると、現在14兆円から15兆円という水準を維持している訳だが、今後それが維持できなくなるのではないかというようなことも聞かれている。お二人が言われたように、なぜできているのかという原因を追求することは非常に重要かと思うが、何らかの原因でそれが維持できなくなった時のことも予め十分に考えてお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、福間委員お願いします。

福間委員

現状維持で行なうべきだと思う。4月以降、同じことを言っている訳だが、どうも短期金融市場が変わってきているのではないかと思う。少し乱暴な表現をすると、日銀がブローカーになったのではないか。要するに、コール市場がだんだん小さくなって、それがちょうど10～15兆円と併存しているという——当たるかどうか分からないが——仮説を私は立てている訳である。これの根底には昨日申し上げたような金融システム不安があるのだと思う。やはり、インターバンクでも、ペイオフ解禁前と後ではインターバンクでの出し手の姿勢が特に変わったと思う。それでなかったら、リスク・プロファイルが冷静に行なわれていないということになる。先程から言われているように、やはり日銀のオペに頼る動きと、運用・調達の変化の動きとが生じ、これがだんだん定着化してきているのではないかと仮説ながら思っている。10～15兆円を実現するために執行部では札割れを防ぐための多様なテクニックや期間延長等の努力を行なっているのだと思うが、やはり当座預金需要がこれだけ出てくるということ自体、またこの残高が維持できること自体、市場が変質している可能性がある。この点は、私には分からないので、私自身が勉強しなくてはいけないと思っている。場合によっては、コール市場が一段と小さくなれば、こちらの方は10～15兆円では足りないということだってあるいはあるかもしれない。これは何もその枠を広げろということは今言っている訳ではなくて、要するに、そういうことも含めて市場の変化が起きていないのかということをややはり聞いてみなくてはいけないのではないかと思う。それと昨日申し上げたバランスシートがどういう連関性があるかということについて、日銀独自の解釈はできると思う。将来振り返ってみた時に、おかしいことをやっていたのではないかということがないように、この問題をやはり勉強していかななくてはいけないのではないかと思っている。多少金融調節方針

とは違うことを申し上げたが、方針そのものは先程言ったとおりである。

速水議長

次、中原委員お願いします。

中原委員

現状政策継続で宜しいと思う。内需回復を裏付ける具体的な動きがまだ明確でない。それから、「展望とリスク評価」で挙げたリスク要因にいささかの变化もない。こういうもとでは、引き続き潤沢な流動性の供給で市場に不安感を生じないようにすること、それから時間軸効果がフルに働くような環境を維持するということが必要だ。その点で現状維持で宜しいと思う。現実の調節としては、実態的に上限である 15 兆円を目途とした調節を継続しているが、そういう考え方で引き続きやっていけば良いと思う。昨日、金融市場局から報告があったし、植田委員ほか一部の方からご質問もあったが、私もこのところの短期国債の金利の上昇圧力、これをどう考えるかについては、為替介入資金の影響などもあるのかなという気もするし、期初になってからの市場安定化に伴って、15 兆円レベルに当座預金残高を圧縮している過程でのオペの縮小、あるいはこれも担当局からのレポートで読んだが、短国の増発傾向も季節的なものとしてあることから、短国金利、それからオペの落札金利に上昇圧力が掛かっている。昨日の説明では、むしろ 2~3 月の異常な状態から去年の秋の状態に戻ったという説明ではあったが、CPとかターム物に資金がシフトしているという状況も考えると、ある種のリバランスということも言えるのかもしれないと思いつつも、今後このような金利上昇圧力がさらに強まっていく傾向が出た場合に、当座預金目標をどういうふうに運営すべきなのか考えなくてはならない。理論的にはもっと流動性を供給できるはずだという意見もあるだろうし、経済の先行きの判断におけるダウンサイド・リスクを重くみるのであれば、フォワード・ルッキングな立場から、当座預金目標をさらに上げるべきだという議論も成り立つかもしれない。いずれにしても、短期

マーケットのこの辺の動きは、今後十分注視して検討していく必要があるだろうと思う。須田委員も言われたが、マーケットでは日銀が既に政策変更の検討を開始しているのではないかというスペキュレーションがあるようだが、時間軸効果を有効に働かせるという意味でも、そのような印象を市場に与えることは得策ではないと思う。金融資本市場は、この循環的な景気、実体経済の回復を受けて、一応の小康状態にあるが、株式も一進一退で、日本株のアンダーウエイトの修正の動きも今後もまだ続きそうだ。これから年度後半にかけて問題はやはり不良債権問題、金融システムの安定性だと思う。比較的底固い株式マーケットに隠されて、不良債権問題が当面の議論の中心からやや外れているような感じがするが、今年度の下半期後半、来年の1~3月辺りにかけて金融危機、あるいは危機再燃のリスクはまだ残っていると見ざるを得ないと思う。金融庁は特別検査の方針を今年度中も強力に続けるということコミットしているが、来年度の流動性預金のペイオフ開始を控えて、何としてでも不良債権処理に今年度中に目途をつけるため、マーケットから信頼を得られるような目に見える形の前進のステップが取られる必要があると思っている。

速水議長

次、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

政策は現状維持で良いと思う。各委員が色々な問題意識を持たれながら現状維持を唱えておられるというのはよく分かったが、私も一つコメントしたいのは、10~15兆円という当座預金目標を維持し、結果としてどうか、銀行券に対する需要が非常に勢いよく伸びているということと相俟って、マネタリーベースが大変高い伸びを示しているが、一方で、広義マネーの方は、大した反応を示していない。そのことを踏まえて、もう少し広義マネーを増やすことはできないかという議論があると思う。世上、日本銀行が直接国債を引き受けてはどうかとか、あるいは金融機関が政府

に対して直接貸付けを行なってはどうかとか、——これは海外の一部にある議論だが——そういうような議論もみかける。日銀引受論の問題点は別としても、現状は日本銀行と民間金融機関を合わせた金融システム全体として、財政赤字を非常にスムーズにファイナンスしているという状況であるので、世上言われるような提案というものが、全体としての政府与信の増減には基本的には影響しない性格のものである。もしそういうことを通じて広義マネーが増えるのであれば、それは財政赤字が拡大する、拡大部分も含めて金融システム全体がそれをファイナンスしていくという場合であろうと思う。財政赤字がコンスタントのもとで、ファイナンスのルートを変えるということをやってみても、広義マネーの量には影響を与えないと思う。それが一点。それからもう一つは、このような金融調節を続けているもとで、色々な金融資産の状態にどういうことが起きているのかということ眺めてみたい。昨日、企画室から広義流動性の説明があったが、これを見ても顕著に増えているのは、やはり国債、FBといったリスクフリーの資産であり、外債は数字上は増えているが為替変動の影響が専らであるということだとすると、やはり極めて潤沢な流動性供給、極めて高いマネタリーベースの伸びのもとにおいても、流動性選好、リスクフリー資産選好というような傾向には、今のところ変化が出ていないという状況だと思う。そう考えるとやはり、昨日の議論に若干戻ることになるが——昨日は信用スプレッドがなぜ縮小しているのかというようなことについて若干議論があった訳であるが——、やはり色々な形で金融機関、企業、家計のリスク負担能力を高めていく、そういうものを強化していくということが必要ではなかろうかと思う。それは景気が改善していけばそれが支えになってリスク負担能力が自ずから高まっていくというような部分もあると思うし、バランスシートの調整、先程から若干話も出ている債務の重石をもうちょっと減らしていくというようなことについては、もっと意識的な努力が必要だと思うし、場合によっては自己資本の強化が必要な部分もあるかもしれないと思うが、そういうような色々なことが相俟って、経済の中においてリスク負担能力が高まっていくということが必要では

なかろうかと思う。以上である。

速水議長

最後に、藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

私も皆さんと同じように現状維持が適当だと考える。先程述べたように景気の下げ止まりに向けた動きがみられるとは言っても、肝心の国内民需はまだまだ弱い状態が続いている。先行き自律的回復が実現するためにはなおかなりの時間が掛かると予想される。従って、潤沢な流動性供給を続けて緩和的な金融環境を維持していくことが重要だと思う。当座預金残高については、ターゲットの上限を目指すという現在の姿勢を続けることで良いと思うが、前回の会合でパズルという言葉を使ったが、15兆円もの流動性を比較的安定的に供給できているというのは、依然としてパズルであり色々な議論があったが、私にとっても不可解な要因である。しかし、流動性需要が上にも下にも振れやすい状況にあるということは依然変わらない。こうした短期市場の動きは引き続き注意深くみていきたいと思うし、また福間委員が言われたように勉強していかなければいけない課題だと考える。以上である。

速水議長

以上で一巡したが、ここで私の見解を少し述べさせて頂きたいと思う。まず、経済情勢について申し上げます。国内の最終需要の面では、設備投資はなお減少を続けている。個人消費も、1～3月のGDP速報では増加となったが、各種販売統計は、総じて横這い圏内の動きが続いている。一方で、輸出は、海外経済の回復を反映して、足許ではかなり明確な増加を示している。国内の在庫調整も一巡しており、これらを背景に生産も持ち直してきている。このような輸出・生産面での強い動きを踏まえると、景気の現状認識については、4か月連続で幾分上方修正することで良いと思う。

先行きの経済を展望していくうえでは、輸出関連の製造業部門を中心とする持ち直しの動きが、非製造業や家計部門に広がっていくのかどうか、引き続き重要なポイントだと思う。この点については、なお、ダウンサイド・リスクに十分注意していくべき情勢ではないかと思う。すなわち、企業のバランスシート問題は相対的に非製造業部門に集中しているとみられることや、企業の人件費抑制意欲が強いことが、非製造業や家計への景気改善の拡がりを制約する可能性があることには、十分留意する必要があると思う。また、景気改善の起点となっている輸出についても、現在の増加テンポは、グローバルな情報関連財の在庫復元を反映している部分が大いように思う。今後、在庫復元の動きが一巡するにつれて、輸出の増加テンポは現在よりも緩やかになる可能性が高い点にも留意する必要がある。さらに、米国を中心とする海外経済の今後の回復自体、なお不確実性を抱えている。

一方で、景気改善の波及という点で、幾つかの前向きな材料もみられているように思う。一つには、労働市場の動きが挙げられる。近年の労働市場の調整のスピードは、やはり以前に比べ速くなっているように見受けられる。このことは、一方では足許の名目賃金の減少に結びついている訳だが、他方で、新規求人の変化など、先程も議論になったように労働市場面でのかなりの構造調整、構造変化が起りつつあることとの関連で注目される場所だと思う。また、内外でみられる製造業分野での需給の改善は、卸売物価を中心とする物価面にも若干の変化を及ぼしているように思う。さらに金融市場でも、景気の改善は、高格付け債を中心とする信用スプレッドの縮小に結びついているように思う。

為替の問題についてもご意見が出たが、急激な円高を止めて相場の安定化を図ったということ、これは成功したと思う。ただ、これ以上日本だけがドル安に対してドル買いの介入をしても水準がどこなのか、大量介入がどこまでいくのかといったことを考えると、やはりドル安是正の方向に円がやれることというのは限りがあることであり、市場の動きをもう少しよくみていく必要があると思う。私の長い体験、経験からも決してそ

ういったことが円の信認、日本の信認には繋がっていないと思う。

次に、こうした情勢のもとでの金融政策運営について申し述べたいと思う。構造調整圧力を抱える日本経済を持続的な成長軌道に復帰させていくためには、引き続き思い切った金融緩和を通じて経済を下支えしていく必要があると思う。このような考えに立って、私も現在の調節方針を維持すべきであると考えている。

最後に、経済の構造改革について一言申し上げたいと思う。支店を通じた調査によれば、各地域でそれぞれの地場の企業が規制緩和などをきっかけに、新しい事業分野に取り組むといった例がかなりみられている。このような動きについては、私から経済財政諮問会議でも例をプリントして説明をした。こうした民間の新しい動きの芽を育てて大きなうねりにしていくためには、経済活性化策や税制改革、こういった取り組みを通じて、改革のテンポを一段と加速させていくことが不可欠だと思う。先週7日に小泉総理から、5分野に亘る改革の方針に関する「指示」が行なわれたところであるが、今後、こうしたイニシアチブのもとで、改革の具体化が現実に進められていくことを期待したいと思う。不良貸出問題についても先程来ご意見が出ているように、私共としてはできるだけ早く、遅くともこの年度内に先がもう少しはつきり分かるような政策なり調整を進めていく必要があるのではないかと考えている。私の意見は以上であるが、追加的なご議論があればここで暫く自由討議をしたいと思う。どなたからでもご意見を言って頂きたいと思う。

植田委員

先程須田委員が言われた、短国レートが上がると鞘を抜けるような形で資金供給はやり易くなるという話だが、それは単純に短国レートがもの凄く低い0.001%と0.005%位の場合を比べると、価格に直して言えば、日銀が市場価格よりも少し高い値段に吊り上げて買ってやる余地は0.005%の方があるということか。

それから、福間委員が言われた日銀がブローカーになっているという話

の中で、クレジット・リスク的なものを取っているということも言われたと思うが、その意味するところは、マーケットではもうリスクに対する認識がペイオフ解禁の流れの中で以前よりも高まっていて、ひょっとしたらマーケットが取らないようなリスクを日本銀行が取っているということか。

福間委員

預けているということである。リザーブを皆さんが預けて、要するにコール市場での出し取りをできるだけ減らしている。

須田委員

運用サイドがリスクを取れない。

植田委員

マーケットの運用サイドはリスクを取れないということであろう。であるから、日銀のオペは基本的に有担であるから、担保があってもあるいは借り手が担保を差し出すといっても資金運用側は出したくないような条件で日銀は出しているということになるのか。

須田委員

単に当預に積むということを通じて置いておいて、要するにマーケットで…。

植田委員

それはでも、いざという時に、運用側が出してくれないからであろう。

須田委員

そういうことである。

中原委員

インターバンクのコール取引では担保取引が成立せず、日銀が間に入っているということではないか。

福間委員

そういうことである。

須田委員

さっき福間委員が言われたように、私もコールマーケットの代わりを日銀がしているという部分もあると思っているが、そのうちの一部に関しては、やはり今、ペイオフで預金のシフトが起こっていて、そもそも都銀が取り手になるという部分も減っているということ自体が、もともとコールマーケットを減らしてしまうという部分もあると思う。

福間委員

そうですね。言われるとおりでである。

中原委員

そういう流れが、どういう副作用を現在、あるいは将来長期に亘ってもたらすだろうかというのが私にはよく分からない。その副作用を認識すべきであるが、ある意味では、前回か前々回も植田委員も言われたように、ある程度覚悟のうえでやっているものと認識している。

福間委員

だから、場合によっては、相当の金額を増やすことを覚悟しなければならないだろう。そういう意味も含めて、やはりこれをどういう認識をするかで、10～15兆円というのが非常に有り難い数字なのか、そうではなくてこれはまだマーケットの状況によっては増やすこともあり得る訳である。

山口副総裁

それは金利が跳ねてくるような状況が起きれば、それが鏡になってくれるから。

福間委員

私はある意味では、コール市場と日銀との合併現象が起きているのではないかと思う。そういう感じでいくと先程も言ったように、今、コールは13兆円位か、もうちょっとあるのか。

山本金融市場局長

14兆円である。

福間委員

14兆円か。市場が余剰資金を市場に出さずに、かわって日銀経由にしてしまう。そうすると、マーケットは恐らくそちらを指向し出すと思う。金融システム不安が高まれば高まる程。だから先程リスク・プロファイルについて広義の流動性のところで言われたが、これが例えばMMFのように相当減っているという姿になって現われている。やはりこれが個人投資家、あるいは機関投資家でも良いが、その人達のためにもう少しサクセスストーリーが出ないと、この前からエンロンとかああいうものが出てしまうともう拡がらない。そうすると国債まで来たというのは良いことであるが、国債は取るべくして当然だと思っている位の私は考え方であるが、要するにMMFがあれだけ落ちたということは、短期資金市場の中である意味では、巨額の攪乱要因である。そういうものに対して、もう一度運用しようという意欲は出てこない。これは仲介者不信もあるし、要するにもうリスクがよく分からない。そうなると、よく言われるように投資家教育とか、あるいはディスクロージャー等を、投資家のためにもう少し一歩踏み込んでやらないといけない。売るためのディスクロージャーではなくて運

用される個人に立ったディスクロージャーの方を、分かり易いものをよく適合性の原則というが、そういう格好でやっていかないと怖いと思う。そうでないと預金以外はもう怖いとか、元本保証以外は嫌だとか、非常にリスクセンシティブになってしまう。こういう状態が続く中で、片一方で直接金融の拡大とか言っているのは非常に嘆かわしいことだと思う。それが今の広義の流動性などにもやはり出てくるのだろうと思う。

山口副総裁

私が先程あのような発言をしたのは、とにかく今、金融市場の中で短期金利を事実上ゼロ金利に抑え込み、量を非常に潤沢に供給するということを暫くやってきている訳である。この量のプレッシャーのもとで何が起きているのかということを見ると、これはやってみないと分からない部分だった訳だが、とにかく量を極めて潤沢に出した場合に、流動性という金融資産の中のバランスが多少変わって、もうちょっとリスク度の高いものへの金の流れがひよっとしたら起きるのではないかと思った。しかし、そこはやってみないと分からないという位の感じで、今の政策に入ってしまった訳であるが、最近の広義流動性の内容というのをずっと見ていくと、少なくとも現状そういう期待したようなことが起きているとはちょっと思えない。それから、広義マネーの部分について言えば、先月は、金融機関の貸出というのは、まだ暫く減り続ける可能性が高いという議論をしたと思うが、その貸出の減少傾向を含んだうえで、例えばM2 というようなものは前年比3%位の増加をしていて、結局それは対民間の貸出以外のところでの金融機関の信用が、何らかの形で増えていると思う。ただ、その増えている内容というのは、恐らく公共債を金融機関が購入しているということによる部分が多分大きいのであろうと思うが、この公共部門の保有額というものが一定であれば、ここへの与信を通じてさらに広義マネーが増えていくというようなことはない訳である。そうすると、現在の我々の金融調節のもとで、財政赤字も変わらない。企業、個人、金融機関のリスク負担能力も変わらないという制約のもとでは、なかなか広義マネーも広

義流動性の中でのシフトというのも起き難い状況になっている。こういう認識で宜しいのかどうかということをちょっと申し上げた。

田谷委員

その場合、確かに量的に十二分の流動性供給をすることによって、非常に短期のところの金利はゼロ金利政策を採っていた時よりも下がったことは事実である。それとやはり皆さんが合意するのは、潤沢な流動性を供給することによって、流動性不安というのは回避されてきたということも事実だと思う。そうすると、中長期金利の安定化にやはり何程かは貢献したはずだと思う訳である。そうするとそれを經由して、株価であるとか、あるいは実体経済活動であるとか、そういうことにもやはり何程か影響は及ぼしていたはずだと思う。そうすると、それが回り回って、やはりM2資産需要であるとか、そういうものの伸び率にもやはり何らか影響を及ぼしたはずだと考えるルートもあると思う。確かに、通常の状態のもとで短期金利が下がって、資金需要、あるいは貸出が伸びてそれからどんどんポジティブな循環があつてという世界には今ない訳だが、さはさりながら、やはり何らかのそういうポジティブな側面というのもあると思う。であるから、我々は今なかなか量的にそれを把握できていないということではないかと思う。確かに山口副総裁が言われることは、私も全く同じに考えてはいるが、その一方でやはりそういう側面がどの位あるのかなということもやはり考えなくてはいけないのではないかなと思う。

山口副総裁

言われたことに私も違和感はない。ただ言われたように程度の計り方が…。

植田委員

ただ、今田谷委員が言われた中で、狭い意味の量的緩和の効果というのは、短期金利は前と比べると凄く低下したというところだけだと思う。そ

の後の話は前のゼロ金利政策でもほぼ同じだったのではないか。

田谷委員

それともう一つ…。

植田委員

時間軸か。

田谷委員

そのプラス α というのは、例えば15兆円というのを決めた時の一つのモチベーションとして、それ以前はY2Kの前後を除けば大体当座預金残高のピークは14兆円であったということであるから、15兆円にしたということの一つの意味は、ゼロ金利を実現するのに必要十分な額を出してみようということだったと思う。であるとすると、要するに金利はそういうふうに低位に安定的に維持して、なおかつ、それを上回ったものを出していくことによって何らかの安心感というか、短期金利の振れというものを相当抑えたのではないか。

植田委員

というか、ゼロにする以上のものを出そうと思って12月にやったのは確かだと思う。ただ、その部分がどういうふうに影響したのかというのはやはり分からないのではないか。金利の振れについての安心感を担保するというのであれば、むしろ前から議論しているように、金利をずっとべたっとゼロにしますよと言った方が強いのであろう。

須田委員

でも、札割れが起こるような状態の中でも供給し続けていることは、金融機関から見ると、いざといった時にすぐ取れるという安心感に繋がるのではないか。

植田委員

それはでも、超ミクロの話になるが、金利をある水準で絶対それ以上は上げませんよと言えば十分担保される訳である。

中原委員

今、私は田谷委員の意見に賛成である。賛成というか感じはよく分かる。理論的な問題は別として、端的に言ってしまえば、ゼロ金利政策を継続したのと、量的緩和に切り替えたのと、どちらが緩和効果が高いのかという質問にどう答えるかということだと思うが、私は明らかにそれは量的緩和を採った方が緩和効果は高かったと言わざるを得ないし、言うべきだと思っている。そこを論理的にどう説明するかはなかなか難しいと思うが、前に一度需要と供給の議論があったが、量的緩和のもとでは、機会コストが非常に安いというところもあるし、意図せざるリザーブを結果として積んでしまう金融機関が出てくる訳だし、毎日毎日の資金需給に応じてゼロ金利達成に必要な流動性供給だけを行なっている場合よりは、明らかに供給された流動性の量は多いと思う。それはやはり緩和効果がより高いものだというふうに理解するが、それは間違っているのか。

植田委員

そこがどういう役割を果たしているのかというのは、はっきり外に向かって巧く言える話ではないが、よく分からないということではないか。むしろ、短期金融市場でずっと起こってきたことを見ると、それがもっとリスクの高い資産に向かうという動きよりは、短期金融市場の中で内向きに回ってしまっているという感じの方が強いなという気がする。

福間委員

ただ、4月以降信用スプレッドが縮小している。これまで2月危機とか3月危機とか言っていたが、それが正常化された。厳密には、正常という

かりスクは取る位のところまで戻ってきている。そういう意味でリスクから皆が逃げている訳ではない。ただ、その中で残念なのは証券系のMMFのようなものが少し大きく落ち過ぎてしまったということである。企業サイドの方からみれば、今はちょうどバランスシート調整をやっているところであるが、ゼロ金利、あるいはこの潤沢な流動性供給によって、時間軸効果と相俟って企業のバランスシート調整をスムーズに行なわせることに繋がっている。また、銀行のバランスシートにもある程度そういうプラス効果があると思う。というのは、実は今、アメリカでG E C Cが非常に問題になっている。トリプルAと言いながら、1,300億ドルのCPを出し短期金融ファンディングを多少やり過ぎていてのではないかと言われている。彼等は慌てて東京市場等に来て社債を発行している。もし短期借入れで泳いでいることが余り目立ち出すと財務リスクが増えてしまうというリスクがあるが、今は短期化して長期の資金を返しているという部分が恐らく大きい。勿論、大前提はキャッシュ・フローだが、財務のオペレーションとして運用したって金利はゼロだから、借金を返すという動きを促進している訳である。これは逆の立場からみれば、バランスシート調整を促進しているということにもなるのではないかなと思う。いい運用があれば、鞘を取ろうとするので、企業でも銀行でもそれはなかなか取り難い。ということで、私はバランスシート調整上は非常に良い環境を作られており、これが今の流動性たっぷりゼロ金利というものの、非常に大きな効果ではないかと思う。皆隠れて言わないが、本当はそうだと思う。だからこそ、時間軸効果が出てくる。ポジティブな会社にとっては、むしろそんなに金利が安いのだったら実物資産に設備投資に入れた方が良い。ということで、それは設備投資の方に代わっているということだと思う。

速水議長

この議論は、今日はなかなか結論は出ないし、次回にもまた続けてやっていきたいと思う。一応ここで政府から出席の方々のご意見があれば聞かせて頂きたい。二宮参事官からお願いする。

二宮財務省大臣官房参事官

私共の方からは、まず経済の現状と政府の経済運営ということで申し上げます。先般発表された本年の1～3月期のQEにおいて、底入れしている景気の動きが改めて確認されたところである。政府は、こうした景気の動きを民需主導の持続的な経済の成長に繋げるため、引き続き構造改革を断行しつつ、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んでいるところである。このような観点に立ち、政府としては、6月中に規制改革等からなる経済活性化策、税制改革、歳出構造の改革等を内容とする新たな経済政策の基本方針を示すこととしている。

次に、金融政策の運営ということだが、現在、当座預金残高目標の上限である15兆円程度の水準で資金供給が行なわれているが、今後とも、経済・市場動向や金融情勢について十分注視しつつ、資金需要が急激に増大するような場合には、弾力的な対応をお願いします。また、景気が底入れしているこの時期、デフレから脱却し、経済の本格的な回復を確実にしめるために、引き続き適切な金融政策運営が必要であり、さらなる工夫を講じるべく、幅広くご検討頂き、思い切った対応が採られるようお願いしたいと考えている。以上である。

速水議長

ありがとうございました。それでは小林審議官をお願いします。

小林内閣府審議官

平成14年1～3月期QEは、前期比+1.4%と4四半期振りにプラスに転じた。これは、基本的には輸出の増加等を通じた外需寄与度の増加が成長率を押し上げた形となっており、こうした姿はこれまでの政府の経済の認識にほぼ沿ったものと考えている。ただし、依然としてデフレは続いているため、デフレの克服に向けて金融面での対応と同時に、民間需要・雇用の拡大に力点を置いた構造改革を進め、自律的な経済成長を実現するこ

とが必要と考えている。このため政府としては、経済財政諮問会議において、中長期的な視点を踏まえた税制改革や経済活性化を始めとする基本方針の第二弾を今月に取り纏めることとしており、6月7日に取り纏めに向けての包括的な総理大臣指示があったところである。

また、金融面での取り組みとしては、政府は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方針であり、引き続き不良債権処理の一層の促進を図るとともに、活性化された経済を支える活力ある金融システムの確立を進めることとしている。日本銀行におかれても、デフレ克服に実効性ある金融政策の検討・実施を継続して頂きたいと考えている。以上である。

速水議長

ありがとうございました。それではほかになればここで、議案の取り纏めに移りたいと思う。先程の委員方によるご検討によると、当面の金融市場調節方針について、現状維持とのご意見が大勢を占めていたように思う。そこで私の方からその旨の議案を提出したいと思う。ほかにも正式に議案を提出されたい方はいるか。それではどなたからも正式な議案の提出はないようなので、事務局は私の議案を確認のため、もう一度読み上げて欲しい。

私の議案は多数の委員のお考えを集約したものであるが、これで宜しいか。

[事務局より議案配付]

雨宮企画室参事役

議長案を読み上げる。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。日本銀行当座預金残高が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。」。続いて別添対外公表文である。「平成14年6月12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

ご質問、追加的なご討議があればどうぞ。ないようなので、採決に移りたい。ご異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

それではご異議がないようなので採決したいと思う。政府の出席者の方、恐れ入りますが少しの間ご退席頂きたい。

[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下さい。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁
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お呼びして下さい。

[政府からの出席者入室]

ただ今、政策委員会として、当面の金融市場調節方針として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、これを以って指示するのでお願いします。なお、決定事項の公表は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移る。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ページが本委員会での正式な決定事項になるので、本日の

これまでの議論を踏まえてご検討をお願いしたいと思う。調査統計局門間企画役と企画室雨宮参事役よりポイントを説明してもらおう。

門間調査統計局企画役

まず、実体経済部分だが、冒頭の総論の文章の中程に、「輸出がはっきりと増加し生産も持ち直す」ということで、輸出・生産ともに今月も上方修正である。このように輸出・生産が一段と明確に改善してくると、やはり足許、企業収益については、確証はないが増加している蓋然性というのが高まってきていると思う。それからこの後各論部分で申し上げるが、家計周りでも若干の変化が出てきている。こうしたことを考えると、経済全体としてこれ以上悪くなるという可能性は、これもまだ確証はないが、その可能性はかなり小さくなっている。言い換えれば、下げ止まりに近付いていると言えると思う。そうした判断を含めて今月は、「下げ止まりに向けた動きがみられる」というのを総括判断にして、昨年12月から先月まで用いていた、「悪化」という言葉を今回は落とすことにした。しかし、同時に、なお慎重にみておく側面もあり、そういったメッセージを伝える表現は必要なので、今月は、「国内需要は依然弱いものの」という表現を、「悪化」を落としたバランスも考慮して入れている。勿論この総論全体として上方修正なので、3月から4か月連続で上方修正ということになる。総論は以上である。

次に各論に移る。各論では勿論、輸出・生産という総論部分に含まれている部分については、当然同じように上方修正である。このほか、総論に書き込むほどの変化ではないが、若干の変化として、個人消費、それから雇用・所得環境について、大枠の基調判断は変えない中での、若干の上方修正を行なっている。個人消費については、全体としてという判断のところは変えていないが、乗用車販売が堅調であることなどを踏まえて、「一部には底固さが窺われる」という判断を付け加えている。雇用・所得環境については、「所定外労働時間やパートを中心とした新規求人など」といったところで、「限界的な部分には改善の動き」について、今月初めて

言及している。「ただし」以下は基本的に変わっていない。「人件費の削減姿勢を堅持して」といる。「やや長い目でみた」という文言が入っているが、それは限界的な改善というのを言っていることとの関係で入れている。それから前月は、雇用者数と賃金と別々に書いていたが、今月はこのパラグラフが結構長くなっている。「雇用者所得の明確な減少が続いている」と纏めて書いている。「このように、家計の雇用・所得環境は、全体として引き続き厳しい状況にある」。一方で、限界的な改善と言っている。「悪化」という文言は取っているが、前月と基本的な認識は変わっていないという意味で、「引き続き厳しい」としている。各論は以上である。

次に先行きであるが、先行きのところは、輸出・生産について、足許増加テンポが既にかなり速い、ないし目先速まるということが明確になってきているので、今月はその先は緩やかになるというように、テンポの綾を前月より少し詳しく書いている。ただそれ以外は、基本的に書いてあるストーリーは同じであり、輸出や生産の増加が企業収益の回復を通じて当面なお弱いとみられる内需にもいづれ波及していくというメカニズムを書いている。そこでその先行きの「以上を総合すると」というところでは、「今後わが国の景気は、輸出や生産の増加が企業収益ひいては国内民間需要の下支えに作用していくことを通じて、全体として下げ止まっていくと予想される。」と書いている。前月は、「全体として次第に下げ止まっていく」ということで、「次第に」というのを取った訳だが、どの程度ここに強いニュアンスを込めるかだが、一応、足許、既に、「下げ止まりに向けた動きがみられる」と判断している。前月より時間的に下げ止まりまでの距離が縮まっているというようなニュアンスを若干込めている。ただし、それ以外は余り変わってなくて、その後の前向きの方が拮据にくいくという判断は、同じである。ただ、その理由として今月は、「過剰雇用や過剰債務の調整圧力が根強い」というのを入れた。ここは前月と同じ表現ではどうしても駄目かと言われれば、駄目ではないが、一応循環的には下げ止まりを展望する判断を示していくという局面なので、ここはや

はり構造的な要因を持ってきて抑えの表現を入れた方が、むしろ収まりが良い。現に本日の議論でもフローの景気の変化とストックの重石という議論があったので、このタイミングでこういう表現をここに持ってきて拡がりがなかなか拡がって行きにくいと論ずる方が良いかというふうに考えている。

それからその次の「輸出環境」以下のところで、リスク要因を三～四行、例によって書いているが、ここも基本的に前月と変わっていない。やはり米国を始めとして、「海外経済の先行きには、依然として不確実な要素が少なくない」。ただ、前月は、「原油価格の動向とその影響」というのを入れていたが、結局その後、原油価格は反落して足許落ち着いているので、今月はそれを外した。ただ、同じように前月入れた「為替市場」、こちらの方は今回も議論があったので残している。

それから最後に物価のブロックだが、これは当初書いている段階では、輸入物価が3か月前比で5月は下がるのではないかと思って書いていたが、その後結局、輸入物価は+0.1と、ぎりぎり横這いということが判明したので、その部分を、あるいはそれにそぐわない部分を修文させて頂きたい。内容的には、まさにその修文の部分が、前月とは若干異なっているということで、輸入物価については前月は「引き続き上昇」、それを今月は「ほぼ横這い」としている。それからそれとの関連で、国内卸売物価の先行きのところだが、「こうした中で、輸入物価が下落に転じるとみられることを踏まえると、その影響を受けやすい国内卸売物価は、当面横這い圏内で推移した後、再び弱含みへと転じていく公算が大きい。」と、この辺の判断を前月と若干変えている。最後の消費者物価については、基本的な判断は変わっていない。「緩やかな下落傾向を辿る」と論じているが、その途中に「消費財輸入の増勢鈍化が、価格低下圧力をなにがしか緩和する要因として働く」というのを、今月初めて入れている。こういう話を前月以前は全く考えていなかったかということ、そうではないが、前月までは、いわばこれまでの円安という、非常に大きな枠の中で茫漠とこういったことも込めていた訳だが、今月は実際に、低価格戦略の見直しみたいなことにつ

いても議論があったこともあり、ここはちょっとプレーアップして、明示的に書いたということである。判断は変わっていない。実体経済は以上である。

雨宮企画室参事役

二枚目の金融パートは、実は判断項目は前月と全く変えていない。前月は、やや明るめのというか、前向きの動きとして、社債・CP市場、直接金融市場の状況改善ということと、中小企業金融に若干下げ止まりらしい動きがみられるという二点をプレーアップして書いたが、その後1か月で特にそれをセットバックする材料もないし、強化する材料もないということで全く変えていない。企業金融、あるいは金融機関の資金繰り態度を巡る総合的な判断としては、次の短観で企業規模別、業種別にもう少し情報が明らかになってから、もう一度総括的に判断するということになるかと思う。この間、為替市場の動向とか、あるいはマネタリーベースの伸びについては、市場動向等大筋の変化を踏まえて記述を変えたということである。以上である。

速水議長

委員方からご意見があればどうぞ。

田谷委員

先程福間委員が触れられたところは、感じとしては分かる気がするが…。

福間委員

これに代わる表現を見付けるのもなかなか難しいが、「下げ止まりの兆しを窺わせる材料が増えてきた」とかであろうか。余り良い言葉が出せない。というのは、一番良い時の状態をどうもピックアップしている感じである。私は7~9月期になると、これは予想だが、先程から言っているリスッキングが終わると、やはりまた暗い部分が出てきて、あれっという感

じになるかもしれないので、やはり先程から言われているように、構造的な部分が残っている訳だし、内需の弱さがある訳だし、そういう面からいうと、下げ止まりに向けた動きがみえるということ、トレンドとしてそうみえる、そういうニュアンスが強くないかなという気がする。私は前回程には表現には差異はない。今回の方が近いが、強いて言えばそういう表現かなと思う。だから半歩ではなくて四分の一歩位かなと思う。

藤原副総裁

こういう表現のボキャブラリーとして「兆し」とか「兆候」という言葉は馴染まないのか。

門間調査統計局企画役

そういう言葉を使うこともあるが、それは本当に、正に四分の一歩位という場合にはそういう言葉になろうかと思う。ただ、今月は、多少その足許の輸出・生産の動きがはっきりしており、また、先行きの弱さとかあるいはリスクについては、先行きのパラグラフの中でかなり書き込んでいるので、足許は循環的な動きを素直に反映させて、今月は生産は持ち直しということなので、全体で「下げ止まりに向けた動き」という位かなと考えている次第である。

中原委員

私は福間委員が言われるのも感じとして分かるが、表現としては、結果としてはこれで良いかなと思う。下げ止まったと言っている訳でもないし、前回との連続性、それから今後の展開との連続性でちょうど良い辺りに落とすとこの辺ではないかなと思う。

速水議長

「下げ止まりに向けた動きがみられる」というのは、やはり相当、ヘッジしているような言い方ではないかと思うので、これで宜しいか。

田谷委員

私がちょっと気になるのは、この表現だと「下げ止まり」という言葉を使うと、政府と基本的に景気認識は一致しているというのがちょっと難しくなるという側面はあると思う。政府は、「下げ止まった」と言っていて、こちらは「下げ止まりに向けた動き」という訳だから、若干表現としては違う。全体としてみればきっと同じ認識であるという答えになると思うが、そののところはどうしても差が少し出てくるということはあると思う。ただ、結論としては、私も色々なことを考えてみたが、これしかないかなと思う。例えば「厳しい」とかいう言葉、文学的表現を使うと、雇用・所得環境のところにも「厳しい状況にある」と書いてあるが、では、厳しい状況とは何かと言われると、これは定義がなかなかできない。例えば、どんな状況でも厳しい、とも言えるし、そうでない、とも言えるし、だからやはり短観を見て最終的な判断を下す。確かに福間委員が言われたように、7～9月期の辺りの生産、マイクロヒアリングのベースの生産の見通しとか、そういうことを考えると、ジグザグということだが、私は今回はこれで良いのではないかなと思う。ただ、若干気になるというところはある。

速水議長

政府との違いですね。

中原委員

「下げ止まり」という言葉を使わないで同じような意見を出そうということか。

田谷委員

まあ、「下げ止まりに向けた動き」と言ったら、いつか下げ止まったと言う訳だから、やはり若干、半歩遅れるのか四分の一歩遅れるのか知らないが、少しそういうところがあると思う。

門間調査統計局企画役

今の田谷委員のご懸念の点だが、これは前回もそうだが、我々は景気基準日付的な景気の下げ止まりとか底入れではなくて、いわゆる振れを外したGDPイメージみたいなもので見ている訳である。それを表現するのに、実は前回から「経済情勢」という言葉を「景気」の代わりに使っていて、今月もそれは踏襲している訳である。だから、景気の下げ止まりというのに比べて若干不自然な感じが残っているのもそのせいであって、「経済情勢」というのをむしろそういう意味で使っているので、政府との認識にそれ程差はないということ、先月に引き続いて言っているということではないかと思っている。

田谷委員

分かった。ではその雇用・所得情勢で、「引き続き厳しい状況にある」というこの表現だが、こういう表現というのは今までも色々なところで使っていたのか。

早川調査統計局長

それはいわゆる景気実態のところではほとんどそういう言葉は使っていない。おっしゃるとおり、なかなかどこまでが厳しくてどこが厳しくないかが難しい。ただ、雇用・所得環境というのは、やはり全て改善・悪化というよりはレベル感みたいなものでかなり長期間続くものなので、雇用・所得に関しては「厳しい」という表現は過去に使っている。ほかは多分使っていない。

田谷委員

若干気になるのは、文章がちょっと長い。後の方で、物価のところは、確かに全部を表現しようとするとういうことになるが、藤原委員会の委員長としては、ちょっとこれはどうですか。まあ、それは何か文句がある

というのではなくて、少しそういう気がするので、今後、少し考慮してもらえればと思う。

中原委員

今田谷委員が言われた後半の物価のところ、細かいことだが、もう少し説明があるかなと思うのは、輸入物価は、前は「引き続き上昇している」という方向だったが、今回は、冒頭で「横這いとなっている」とされており、いきなり真ん中辺りで、「こうした中で、輸入物価が下落に転じるとみられる」というのが出てくる。円安傾向が反転してきてジリ高の傾向が出てきているとか、原油価格が落ち着いてきたとか、あるいは下がってきたという説明を入れるのが適切かもしれない。言葉の表現の問題だとは思いますが、ややぎくしゃくしている印象を受ける。

門間調査統計局企画役

おっしゃるとおり若干舌足らずの感じはあるので、例えば、「輸入物価が最近の円高等を反映して下落に転じるとみられることを踏まえると」というのが一番…。

中原委員

逆にそこまではっきり言ってしまっても良いのか。

門間調査統計局企画役

それはファクトにかなり近い話なので、まさに判断の背景は円高なので、入れるのであればそういうふうに入れるということになる。ただ、これも文章が長くなるということにはなる。あっさり「下落に転じる」と言うておくか、あるいは詳しく説明するかという微妙な違いだが。

山口副総裁

輸入物価が下落に転じるのはファクトに近いのか。

門間調査統計局企画役

勿論今後の状況によるので、実際は分からないが、足許既に円高で、単月ベースでは輸入物価は下落している。だから、原油価格が今の状況を維持して、為替も今後変わらないとするならば、いずれ時間の経過とともに3か月前比で下落してくる。

福間委員

国際商品そのものの全体インデックスが落ちている。特に今月は。だからまず来月みたときに下がった数字が出ていると思う。

門間調査統計局企画役

3か月前比では微妙だが、今から2か月位するとほぼ確実に、ほかの要因がもし変わらなければ、勿論原油とか為替によるが、そこが変わらなければ数字上はマイナスになっていく。そういうところが一応一定で、先行きは前提として考えるというのが半ば規則的な話になっているので、そう考えると下落である。

田谷委員

そういう要因を入れると、ますますごちゃごちゃしてしまうので、落とした方がよい。

門間調査統計局企画役

宜しいですね。

中原委員

「下落」というのはかなり強い。弱めというような表現ではなく、「下落」というのは相当な幅で落ちることか。

門間調査統計局企画役

輸入物価は結構振れるので、今の状況でいくと比較的大きなマイナスになる可能性はある。

中原委員

別に私もこだわらない。

速水議長

宜しいですか。それではこれで採決をする。

[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

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、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。なお、本件の対外公表については、明日13日の木曜日の午後2時に行なう。

V. 議事要旨（4/30日開催分）の承認

速水議長

それでは次の議題だが、前々回4月30日の会合の議事要旨をご承認頂きたいと思う。お手許の議事要旨にご異議はないか。

[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、6月17日月曜日の午後2時に公表する。

[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。

VI. 閉会

速水議長

以上で、本日の議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は、6月26日水曜日を予定している。なお、ご如才もないことながら、決定会合における議論の内容は、ご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、皆様におかれては引き続き厳正な機密管理に努めて頂くようお願い申し上げます。本日はどうもありがとうございました。

(午後 12 時 12 分閉会)

以 上