

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2002年6月26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	谷口隆義	財務副大臣（9:00～12:44）
内閣府	小林勇造	内閣府審議官（9:00～12:44）

（執行部からの報告者）

理事	増淵 稔
理事	永田俊一
理事	平野英治
企画室審議役	白川方明
企画室第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
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

ただ今から、金融政策決定会合を開催する。

(午前 9 時開会)

本日はまず、通常どおり執行部から金融経済情勢に関する報告を行なってもらう。続いて、委員による金融経済情勢と金融政策運営方針についての討議に移る。その後、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に入りたいと思う。その後に、前々回 5 月 20・21 日会合の議事要旨を承認して頂く予定である。また、今回は四半期最後の会合に当たるので、先行き半年の会合のスケジュールを最後に承認頂きたいと思う。政府からの出席は、本日は財務省からは谷口財務副大臣、内閣府からは小林内閣府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、金融経済情勢等に関する執行部からの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をしてもらう。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、金融調節の運営実績の推移である。日銀当座預金残高・実績値は、前回の会合以降引き続きディレクティブに従って、10~15

兆円程度のうちの高めを目指すという方針に沿って運営しており、6月13日の14兆9,400億円以降、15兆円ないしは14兆9,000億円、14兆8,000億円といったところで、15兆円程度の当座預金を実現している。無担コールオーバーナイトレートの数字をみても、日々0.001~0.002%ということで市場は非常に落ち着いている。無担コールオーバーナイト市場は引き続き余剰感の強い展開と言って良いように思う。

図表1-3に日銀当座預金の保有状況、業態別の内訳がある。またさらにその次、図表1-4にオペ結果があるが、これまで申し上げてきたことと基本的に変っていないので飛ばして、図表2-1に短期金利の推移がある。ユーロ円レートの3Mをみると、前回の会合時は0.030%位あったものが0.020%ということで、引き続き低下をしている。ユーロ円レートの0.020%というのは、昨年秋につけた過去最低水準と同じ水準に到達している。前回は申し上げたように、マーケットの資金余剰感が強いことと、一方で信用リスクテイクの動きが出ているということで、ユーロ円レートは押し下がる動きを示している。一方、TB、FBレート、すなわち短期国債のレートは、6月上旬に僅かに上昇した後、最近では0.007%、0.008%というところではほぼ落ち着いてきている。この結果、ユーロ円レートと短期国債レートとの間の格差は非常に縮んできているというのが現在の状況である。

図表2-2、金融・為替市場の動向である。端的に申し上げて、アメリカの株価の下落に全体が大きく影響される形になっている。日本の株価は、6月の中旬以降、アメリカの株価の動きに連れる形で大きく下落しており、昨日の相場水準は、TOPIX、日経平均とも今年の2月末辺りの水準になっている。また、為替相場、円相場であるが、アメリカの株安などをきっかけとするドル安地合いの強さを反映して、円相場は上昇している。121円台ということで、水準としては昨年の11月以来の水準である。債券相場であるが、非常に神経質な展開の中で、株安、円高に伴い、景気回復力の低下が懸念されるということで、全体としては債券価格は強い方向、長期金利は低下する方向にある。最近の相場レンジと言われていた、10年

債で 1.3~1.6%のうちのほぼ下限の辺りをトライしていく動きになっている。図表 2-3、株価の動向である。上の図が本邦の株価で、真ん中の図は日米の株価の推移をアメリカの最近の直近ピークであった 3 月 19 日を基準として指数化したグラフである。日経平均と T O P I X、ニューヨーク・ダウと N A S D A Q で、日米の株価を比較しているが、前回の会合辺りまで、すなわち、5 月から 6 月の上旬辺りまでは、アメリカの株価は下げているが、日本の株価は相対的に底固いという説明をしてきた。しかしながら、6 月の中旬以降はアメリカの株価の下落を追いかける形で日本の株価も下落してきている。アメリカの株安に関しては、これまで、テロの再発懸念、あるいは企業会計に対する疑惑といったような米国固有の事情が強調されてきたが、このように株価が続落するにつれて、最近ではやや中長期的にみた米国の景気回復の持続力といったものに対する懸念も台頭している。そうしたものの日本経済に対する影響が懸念され、それが日本株の連れ安の背景かと思われる。なお、ここではアメリカの株価は昨日の水準を入れていないが、昨日は N A S D A Q が 1,423 ポイントということで、昨年 9 月のテロ事件以降の最低水準とほぼ同水準まで下落してきている。

図表 2-4、日本に対する海外勢の株式投資の動向である。下の方の表が対内外証券投資の動向で、週次ベースの対内証券投資、うち株式投資がある。これまで公表されている計数でみると、日本に対する株式投資は、4 月の半ばから 6 月の 10 日週まで 9 週連続して買い越しということで、海外の機関投資家による日本株の買い戻しの動きが続いてきた。ただ、先週 6 月 17 日週は、市場の様子からみると、海外勢の買いもほぼ一段落したというか、一回止まっている、場合によっては売り越しに転じてきているということである。ただ、いずれにしても大きな売り越しに転じてきている訳ではなく、ちょっと一服しているという状態だと思う。なお、この表でみると、日本に対する対内証券投資の買い越しはこれまで 9 週ほど続いてきたが、一方で対外証券投資、つまり日本から海外への資金流出も結構活発である。特に日本の年金筋が、外国株、外国債を買う動きはコンス

タントに続いているので、証券投資をとってみると、日本サイドからみた資本の流出入は然程大きな売り越し、買い越しにはなっていないというのが現状だろうと思う。

図表 2-6、為替相場の動向である。アメリカサイドでの米国株安、あるいは米国の経常赤字のファイナンスに対する懸念の台頭ということもあり、全体にドル安基調が続いている。特にユーロ対ドル相場は、0.97ドル、今朝は0.98ドル台まできており、2000年の2月以来、2年4か月振りのユーロ高水準である。一方、円の対ドル相場も121円ということで、昨年秋以来の水準である。ただ、円については介入の警戒感もある。それから先程申し上げたように、証券投資そのものが日本自体にネットでまだ大きく入ってきている状況にはないので、相対的な観点から言うと、ユーロの方が買いが先行しているということである。円の対ユーロ相場は、今朝は119円ということで対円でもユーロ高水準になってきている。

最後に図表 2-8、長期金利の動きである。株安、円高、ドル安が、わが国の景気の回復力にどう影響するのかという懸念から、債券は若干買われ気味になっている。足許、10年債で1.305%、5年債で0.440%ということで、これまでのレンジと言われてきたものの下限をトライしていく動きである。一方、マーケットの方では、株が下がってくると、金融機関の保有株式について評価損が出てくる、そうすると金融機関、つまり銀行は、いずれ益出しのために債券の売りを出してくるのではないかとということで、長期金利もどんどんと低下していく地合いにはないように窺われるが、取り敢えずはその下限の方のトライの動きが続きそうであるということである。なお、信用スプレッドの方の動きであるが、4月以降申上げてきた社債と国債の間のスプレッド、銀行セクター債と国債との間のスプレッドは、いずれも引き続き縮小傾向が続いている。

以上であるが、当面はアメリカの株価、あるいはその背後にある米国の景気動向といったところから目の離せない展開である。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なたからでもどうぞ。

中原委員

株式の主体別売買で信託が売り越しているというのはどういう理由か。

山本金融市場局長

今のポートフォリオのバランスの中で、信託、特に年金の方は、先程申し上げたように実は外国株をかなり積極的に買っており、少しグローバルなアロケーションの変更をしているのではないかというふうに言われている。ただ、信託も、年度計画をみると、債券投資などには余り向かう感じではなく、内外の株式投資に向かう、もしくは外国債に向かうというのが大きな計画になっている。従って、国内株をどんどん今後も売り続けていくことにはならないのかなというふうに思う。

植田委員

何度か議論になったが、CPオペだけ落札レートが低いし、札割れも出ているというのは、どういう理由か。

山本金融市場局長

CP自体は今、買いオペの残高が3兆円である。世の中にあるCPのうち私共の適格玉が大体7兆円前後ではないかと思うので、大体半分位を買っている。実際にオペをやっていると、その辺りまでくるとそれ以上出てこないという感じであり、どうも機関投資家——投信であるとか生保といったところであるが——、そういうところに一度はまってしまうと、それ以上出てこないということだと思う。考えられる理由としては、オペに入れてキャッシュを得たとしてもそれ以上なかなか運用がないので、この0.001なり何なりでも取り敢えず手許に置いておいた方が良いという判断もあるかと思われる。また、恐らくは、投信などはある一定割合はど

うしてもCPを持ちたい、バランスシート上一定の割合は短い短期の証券を入れておきたい、しかもある程度企業向け債券で表面上の金利がTBなどよりも高いものを入れておきたいという、恐らくそういう運用になっているのだろうと思う。

植田委員

逆に本行がそれでもCPオペを継続的に打っている理由は何か。

増淵理事

それはこの政策委員会の決定として、CPオペの積極活用という方針が打ち出されているからで、資金供給の必要性だけから言えば、CPオペをこれほど打つ必要はないということである。

春委員

外銀の当座預金残高が減っているが、これからもそういう傾向になるのか。

山本金融市場局長

先程は詳しく説明しなかったが、指摘のとおり、図表1-2にあるように6月には、足許、3兆5千億円という水準で、4兆円から少し減っている。ただ、足許円転コストの動きは毎日少し振れており、円転コストの動きをみている限りは、少し戻ってきてまた4兆円台に戻ると思われる。従って、一時的というふうにみている。日々、多少の振れはある。それから、外銀によっては、四半期末毎のバランスシートを意識して、資産を四半期末毎に落としたいと思っている外銀もある。四半期末になるとその分少し減少方向に振れることがあるが、基本的には大きな変化はないとみている。

須田委員

短国レートが少し落ち着きを取り戻したということであるが、それとオペとの関わりはまだこの程度だったら全然違いはないのか。オペをやっていて応札状況とかその辺はどうか。

山本金融市場局長

これ位だとほぼコンスタントである。

中原委員

これも新聞に出ていたが、オペの倍率で短国の供給オペの倍率がかなり高いという。倍率は確かに高い状況が続いているが、その割に金利は落ち着いている。供給要因かなと思うが、どんな感じなのか。短国は、やはり荷もたれ感みたいなものがあるのか。

山本金融市場局長

一時期6月上旬辺りは、確かにTB、FB自体の発行が少し増えていたということもあり、少し在庫が業者に溜まる、かつ業者の中でも結構偏在するという動きが起きて荷もたれ感があつた。しかし、大分今は捌けてきているという印象である。それから、ユーロ円レートと短国レートとの格差からみると、さすがにマーケット全体が金利が上がっていくというような情勢ではないので、この格差からみる限り、恐らくは短国レートはもう頭打ちになってきていると思う。

中原委員

倍率の高さはまだ続くという感じか。

山本金融市場局長

少し下がるかもしれないが、当面は応募倍率が少なくても札割れになるようなことはなさそうなマーケット地合いだろうと思う。

田谷委員

今、春委員が話された外銀の当預残高が若干下がってきたということと、先程の図表 2-4 の対外証券投資で公社債投資がそこそこ出ていて、それは年金筋だということであるが、年金筋が少し位こういうものを買っても直接ここには響いてこないのか。

山本金融市場局長

余り直接のリンクはみられないと思う。円転コストと外銀の当預残高は非常に密接にリンクしている。ただ、この年金筋の動向と円転コストとの関係というのは、余り直接的な関連はないように思う。

山口副総裁

株価が下がっている割に、例えば一番最後のグラフに出ている銀行のスプレッドに対する市場の評価みたいなところは、幸いにといいか、影響を余り受けていない。今年のはじめ位の状況とはそこが随分違うように思うが、それは年度末に近い状況と現在のようにそこまでにはまだ少し時間的に距離があるという状況との違いによるところが大きいのか、あるいは株価のレベルがもっと下がってくるとこの辺が相当変わってくる可能性があるのか、市場の雰囲気として何か出ているようなことはあるか。

山本金融市場局長

勿論、両方のことが言えるだろうと思うが、やはり 2 月上旬まで、あるいは 3 月位までの雰囲気は、マーケットそのものも金融システム不安というか、一部の金融機関の資金繰りが苦しいのではないかという雰囲気がマーケット全体に底流して、そのことが単に金融機関だけではなく、企業のリスクも取りに行けないという雰囲気を非常に強くもたらしたと思う。株価が下がっている割にはスプレッドが縮小し続けているというのは、2~3 月に上がったスプレッドの調整局面という部分もあるので、すぐに株価の動向が反映される訳ではないという部分があるだろうと思う。今のと

ころのマーケットは、そういう観点からの金融機関、あるいは金融システムに対する不安感というのは、市場から感じる雰囲気では、今のところまだないと思う。勿論、今後の株価動向次第という面はある。

速水議長

他になれば次に移る。国際局から海外金融経済の動向について説明してもらおう。平野理事と高橋参事役、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

図表1、米国の経済指標であるが、まず、企業活動について鉱工業生産指数が発表になっている。5月の数字は前月比+0.2%である。これで5か月連続の増加であるが、想定のように増加率自体は緩やかなものになってきている。一方、家計面であるが、5月の小売売上高が発表になっており、これが前月比-0.9%である。また、消費者コンフィデンス指数も昨日発表になっており、これが若干の低下ということである。コンフィデンス指数については先にミシガン大学の数字が発表になっており、これが大きく低下したことから、消費の底固さに対して懸念が拡がったということである。これは先程申した小売のマイナス材料と共に株価の下落材料となった。しかし、昨日のコンファレンス・ボードのコンフィデンス指数自体は予想の範囲内ということで、株価には影響を与えていないというふうに言われている。5月の小売売上高であるが、自動車販売にみられるように、前月比の反動、それからガソリン価格が下落したということがあるし、その他天候要因から衣料品等の売れ行きが鈍かったということがある。因みに6月入り後であるが、業界の情報では自動車販売も回復しているということである。ただ、これは前月も中旬までは回復していたので予断は許せない数字であるが、一応中旬までは回復しているということである。

それから図表2(1)、チェーンストアの週間小売統計というスーパーマーケット等の小売統計であるが、これは6月に入ってから非常に回復してお

り、この辺をみると先程の数字だけで消費が腰折れしたということ来判断するにはまだ早計な状態かと思う。

図表 1 に戻って、次に家計支出面の住宅着工である。5 月の住宅着工は、173 万戸と再び高水準に復帰している。図表 1 にはないが住宅価格自身も第 1 四半期で 6.0% の上昇ということで、まだ上昇が続いている。住宅については、やはり持続性が問題になると思うが、現時点では在庫水準も低く、それから住宅ローンの延滞率が上昇しているとか、借入れが過剰になっているというような情報も聞こえてこない。昨日発表の中古住宅の販売の状況も良い状況が続いている。最大の懸念材料は金利の上昇であるが、その長期金利の上昇の懸念も現在ない。住宅ローンの申請も増加しているというような状況である。

一方、他の経済指標では対外収支であるが、経常収支の第 1 四半期が発表になっている。これは 1,125 億ドルの赤字で、GDP 比 4.3% である。これは 2000 年の第 4 四半期以来の高水準ということになる。それから 4 月の貿易収支であるが、これも 360 億ドルと 2000 年 9 月を上回る赤字で、既往最高を記録している。この要因は、輸入の伸びが約 5%、これに対して輸出の伸びが約 2% ということであり、輸入の伸びが輸出の伸びを上回った。輸入の伸びは内需の強さを反映したものというふうに考えることもできる。ただ、4 月は原油価格の上昇という要因もある。今後第 2 四半期については、案内のとおり国内需要がスローダウンするということ、それから原油価格が下落するということを考えると、このまま赤字が拡大化するかどうかということは疑わしいというふうに見ている。

図表 3、6 月のブルーチップの米国成長率見通しを紹介したいと思う。まず、(1) の見通しの四半期パスであるが、見通しではこれまで紹介してきたとおり、第 1 四半期に高成長を遂げた後、第 2 四半期には成長率が半減するということである。ただし、年後半には緩やかながら成長率を高めていく。現在はこの第 2 四半期の減速の中にいるということである。先程の生産とか消費、住宅の動きも若干のブレはあるが、現状まではこうした動きということではないかと思っている。もっとも、第 2 四半期の見通し

は5月から6月にかけて見通し自体3.1%から2.9%に下がっている。この内訳は明らかではないが、第1四半期のGDPの改訂を受けたものというものもあるが、設備投資の伸びが思ったほどではないというところもあるのではないかと考えている。この見通し自体は6月上旬のものなので、第2四半期についてはまだ下方改訂される可能性もあると考えている。民間のエコノミストの間では、第2四半期については純輸出のマイナス寄与が増大するということと合わせて、2%前半位ではないかというふうにする向きも増えてきている。次に、見通しの修正状況であるが、ここで注目して欲しいのは2002年の設備投資の修正状況である。設備投資については年初から上方修正され、4月、5月、6月とマイナス幅が拡大している。マイナス自体は去年のマイナスの「ゲタ」の影響である。これについてはやはり、第1四半期のGDPの改訂の影響というものもあるが、設備投資の立ち上がりに現在下げ止まりの兆しはみられているが、想定していた以上に遅れていることを反映したというふうにすることもできるのではないかと思う。この辺りに最近の景気見通しが慎重化していることの伏線を見るように思う。もっとも、この見通し自体、今年の年後半から2003年については景気拡大が続いていくという見通しは変わってはいない。

こうした中で株価が下落した訳である。NYダウベースでいくと、前回会合の時が9,517ドル、昨日が9,126ドルであるから約400ドル下落している。これについては、会計問題、それから企業経営の問題というものもある。しかしながら、株価の下落を業種別でみると、全般的に低下している中で、やはり通信とかITセクターの下げが目立つ訳である。NASDAQ AQトップ100の数字をみると、——これはNASDAQの時価総額が大きい100社であり、いわゆるITセクターの多いところである——こういうところはもう98年の1月位の水準まで下げている。こうしたテクノロジーセクターの株価下落の背景であるが、やはり現在4~6月の見通しのプレアナウンスメント、業績の見通しの修正ということを行っており、その下方修正は売上げの見込みが下方修正されているということであり、先程ブルーチップの見通しでも触れたとおり、こうした企業の売上げ

に響く設備投資の出足が思った以上に鈍いということも、多少影響している可能性があるのではないかと考えている。こうした点は今後の景気展開を考えるうえでも注意が必要ではないかと思っている。ただ、エコノミストの多くは、先程申し上げたように年後半回復というシナリオは変えていないということが大勢ではある。また、こうした中、株価のボラティリティや社債のスプレッドも上昇しており、その辺も若干気掛かりな材料ではある。FF先物金利であるが、先物金利も一段と低下している。5月位までは8月のFOMCで0.25%の利上げを予想する向きが大勢であったが、最近では11月または12月、もしくは年内利上げなしという向きも増えている。また証券会社の一部では、利下げの可能性も示唆するようなレポートも出ているような状況である。以上がアメリカの状況である。

本日はエマージングの中で図表5-1、ブラジル経済の状況に多少動きがあるので紹介したいと思う。ブラジルについては貿易収支、それから直接投資の受け入れ等、ファンダメンタルズは比較的しっかりしているということを申してきた。これは変わっていない。しかしながら、10月の大統領選挙を控えた政治情勢の不透明感の高まりのほか、これまで金融市場は4月以降安定化していた訳だが、6月入り後は債券安、通貨安、株価下落というトリプル安の状況になっている。6月の展開については、格下げ、債務のロールオーバー懸念、短期国債の入札不調などの影響がある。ただ、ブラジル政府は既にIMFの融資を引き出しており、6月13日に一応の経済対策を発表している。それから、IMF、世銀等も支援姿勢を明確化している。しかしながら、アルゼンチン情勢は依然予断を許さない状況であり、最近においてはトルコのスプレッドが拡大している。この他幾つかのラ米の国で動きが出てきており、この辺りはやや世界経済をみていくうえで注意していくところではないかと考えている。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。

福間委員

最後のブラジルのコンテージョンリスクは、アルゼンチンが発端になっている。アルゼンチンは連日通貨が安値を更新しており、月曜は多少戻したので安心したら、また新安値になってしまった。メキシコにも少し飛び火しているというようなことで、4月か5月の会合でもコンテージョンの動きをよくみていかないと非常に恐いなということも申し上げたが、今の時点でどうみているのか。特にアルゼンチンであるが、IMF自体が、やや放置しているという感じではないか。要するに、80年後半のプレディープランのような盛り上がりがないというのと、もう一つは債権をセキュリタイゼーションしているから、ステアリング・コミッティーが難しい。リスクの社会化というのは非常に良いが、債権者会議が開き難いという面では、結局デフォルトした場合の再構築ができない、あるいはやり難いことを意味する。これがアルゼンチンの象徴的なポイントだと思う。通貨がこの辺で止まっていれば良いが、ブラジルに多少飛び火している感じがあり、また国内債の短期債務のデフォルトの問題が出てきているというようなことでやや深刻である。今一方では、メキシコ、アルゼンチン、ブラジルがスクランブルを組もうではないかというような動きが——これは1980年代もあったが——出ているということで、ちょっとややこしい方向に行きかねない。これがまたアメリカの経済を引っ張る訳である。その点について、IMFの考え方とか集めた情報で分かっている範囲内で聞かせて欲しい。

平野理事

今、福間委員が言われたことのほとんど全ての要素が複雑に絡まっているという状況の中で、特にアルゼンチン問題についてはなかなか現実的な打開の糸口が見い出せないという状況だろうと思う。若干コメント的なことを申し上げたい。

まず、ブラジル、アルゼンチン、ウルグアイ、メキシコ、トルコといった国のスプレッドが大きく拡大し、市場に不安心理が走っているというの

は事実である。この現象は、97～98年のいわゆるファイナンシャルコンテージョンと、現象的には似たところがあるものの、性格が違うのではないかと考えている。また当時とは金融経済環境も違うのではないかと考えている。その性格の違いは幾つかあるが、一つは、97～98年頃は、コンテージョンを媒介するヘッジファンドが非常に大きな存在として市場にあって、言わば媒介役としてのマクロ系ヘッジファンドが一斉にエマージングから資金を引き上げたのが一つのトリガーになったと理解しているが、今回はそういう現象はみられない。また、為替が変動相場へ移行しているとか、あるいは相応の外準が確保されているといったような面でも違うということがある。ただ、今回のスプレッド拡大をもたらしているコモンファクターを引き出すとすれば、アメリカの資本市場において不安心理が高まり、リスク・プレミアムが拡大しているということである。全体にリスク許容度が低下する中で、エマージングを含めリスクの高いマーケットに対する投資態度が慎重化しているという要素があるのではないか。さらに、ブラジルとアルゼンチンの関係であるが、前々回も申し上げたように、直接的なファイナンシャルコンテージョンが発生しているというよりは、ブラジルの場合は何と云っても政治要因が大きく影を落としているということである。野党、労働党のルーラ候補の支持率がなかなか落ちない中で、10月の大統領選挙で、もし、労働党、野党が勝つと、反マーケット、反IMFの政策が結果として打たれるのではないかという惧れが投資家心理に影響しているというのが最大の要因だと思う。そういう意味では、いわゆるIMFを中心とする経済政策に対する反感をベースにしたポピュリズムがバックにあり、ある種の政治的コンテージョンが発生していると言えなくもない。しかし、直接的なファイナンシャルコンテージョンという要素は大きくないのではないかと思う。いずれにしても相当に不安心理が高まっている状況は注意すべきだろうと思う。メキシコについては、一言で言えばアメリカの影響、つまりアメリカが少し怪しくなってきたのでメキシコも怪しくなったという部分があると思う。いずれにせよ、同時にスプレッドが上昇している状況には、我々としても相当な注意を払うべ

きであろう。

前置きが長くなったが、そうした中でIMFの態度であるが、これは前々回会合で申し上げた状況と基本的に変わっていない。アルゼンチンについては、そもそもリストラあるいはサステイナブルな経済再建計画を立て得るだけの、政治的な基盤が十分に整っていない。債務のリストラ交渉は、そういうサステイナブルな経済再建計画が先にあって、そのうえで成り立っていくものであるから、まだ交渉の前提が整っていないという状況にある。ただ、ここへきての変化は、アルゼンチンだけに問題が止まらず、色々なところに飛び火をしてきていることである。これが全体としておかしくなってくると、IMFもあるいはG7も多少態度を変えざるを得ないのではないかという思惑が市場に出ていることは事実である。しかし、私の知り得る限りでは、G7もIMFも、当面は、基本的にサステイナブルな経済再建計画が立てられない限り、簡単に支援をする訳にはいかないという態度を崩していないということである。一方で、債務国側は、いわばスクラムを組んでG7、IMFを脅かせば金が出てくるのではないかといった感じをあるいは持っているかもしれないが、現実問題としてそれが大きな影響力を持つような状況にはなっていないということであろう。そうした中で、IMFはブラジル、トルコ、ウルグアイ、こういったところには金も出し、現実の支援姿勢を明確化することによって、ぎりぎりこの問題の波及を抑えているが、そこにいわば止まっているという状況だろうというふうに思う。

福間委員

ブラジルの100億ドルというのは、前回の400億ドルのパッケージの中から出ている訳であるから…。

平野理事

しかしドローダウンするということは…。

福間委員

勿論それはそうである。ヘッジファンドについて、私は 97～98 年との比較は言っていない。81～82 年との比較を言っている訳である。ヘッジファンドはブラジルには入っていない。ソロスなどもエクイティで入っている。ヘッジファンドでコンテージョンが起きるといようなことではないと思う。

平野理事

今回はそうである。

福間委員

だからそういうことではなくて、ファンダメンタルズのところが問題なのではないかと思う。ファイナンシャルベースの動き、つまりヘッジファンドが動いたらどうこうなるようなポジションではないと思う。もう彼らは逃げており、ポジションはない訳である。だからさっき平野理事が言ったように IMF が手を出せないというアルゼンチンの今の状態が結局不安心理を逆に呼んでいる。そういうことがじりじりと続いて、結局ここ 2～3 か月でここまできてしまった。私からみればかなりペースが速いと思う。

平野理事

IMF の中でも非常に厳しい議論がある。特に、去年の夏場にアルゼンチンに追加的に 80 億ドルの追加支援を行なったことについては、相当な批判があり、かつ G7 の中でも相当な批判があるということである。元々しっかりした経済再建計画がないまま金を出すということについては、非常に強硬な反対論があるままここに来たという印象である。

福間委員

分かった。

中原委員

6月4日のムーディーズのブラジルの先行きに対する引き下げ判断というのは、何を理由に引き下げ判断を出したのか。

平野理事

私は直接的にはそのムーディーズのアナウンスメントは確認していないが、情勢として言えるのは、その頃には既にブラジルのスプレッドはじりじりと上がってきていたということである。この点は、前々回の会合でも報告したし、福間委員からも指摘があった。ブラジルの政府債務のGDP比率だけ比べると、アルゼンチンと大して変わらず、6割前後ある訳である。ブラジルの場合、債務の多くが国内投資家に持たれているという部分があって、海外投資家中心に持たれているアルゼンチンとは違うという面はある。しかし、いずれにしても債務残高は多く、いつマーケットに打たれてもおかしくない状況の中で、スプレッドが上がっている。スプレッド上昇の背景には、勿論、政治要因が効いてはいるが、やはり経済情勢も多少怪しいということが根っこで影響しているのではないかと思う。さらに言えば、ブラジルの債務のかなりの部分は為替と金利に連動しており、通貨レアルが安くなり、さらに金利が上がると、それ自体として債務事情を圧迫するという面がある。現実の経済情勢が若干悪化してきているということと、マーケット情勢の悪化によってデットのサステナビリティに若干不安が出てきているということが、多分、格付けの引き下げの背景にあったのではないかと推測される。

速水議長

ブラジルは金融安定化策を発表して、IMFに要請したと思うが。

平野理事

然り。

速水議長

ただ、まだ、それが受け入れられない訳か。

平野理事

それは受け入れられているが、マーケットの評価としては先程福間委員が提起されたように、それでは不十分ではないかということである。

速水議長

要するに政治が不安定で、大統領選挙が終わるまで決まらないだろうと思うが、それまで持つかどうかということか。

平野理事

ブラジルが現実にはいわばアルゼンチン的な状況になると、これはこれで極めて大きな国際金融問題になる。そこは何とか止めたいという気持ちは、G7でもIMFでも共有されていると思う。ただ、野放図に出す訳にもいかないの、そこが非常に難しいところだということである。

速水議長

だけど市場で債券や国債引受が巧くいっていないとか、日々の通貨情勢が崩れてきているような…。

平野理事

これは少しマーケットに誤解があるようにも思う。IMFの金を引き出した結果として、ブラジルが当座の資金繰りに窮するということはまずないであろうというふうに計算上は私も思うし、ブラジルもそうっており、IMFもそういう認識である。ところがマーケットがみているのは、ブラジルが債務負担の軽減という観点から、長期債務をどんどん短期の方にシフトし、短期化を図ってきた点である。これには金利負担を抑える効果はある。別の見方をすれば、長期債でどんどん出していくと、ブラジルと言

えども相当高めのレートを受け入れざるを得ないので、やむなく短期化したという部分がある。いずれにせよ、短期化すると借り換えがどんどんくる訳である。そうすると、膨大な借り換えがあるのに、ブラジルは本当にこれを払えるのかということがマーケットに問われることになる。しかし、ブラジルの資金繰り計画をみると、そうした事情を織り込んだうえで、十分払えるということになっている。IMFの金も入ったし、外貨準備も十分持っているから、当座のリクイディティという面では問題はないというふうに私はみている。そういう意味で、若干マーケットの感覚と実態の間でギャップがあるというふうに考える。

高橋国際局参事役

先程の中原委員のステートメントであるが…。

中原委員

出ていたらしいな。読んでなかったので失礼した。

須田委員

ちょっとこの話と違って、米国経済の見方であるが、私はずっとこれまでみていて、結構楽観的というかそういうふうなシナリオできているなと思っていた。ただ、今日の話を知っていると、結構もう少しダウンサイドに聞こえたが、その見方を少し下側に移しているかどうかというそこら辺についてちょっと聞きたい。

平野理事

多分責任の多くはこれまで報告していた私にあると思う。私は、例えば3月の頃はベースラインを一応ブルーチップに置きながら、ダウンサイドのリスクは小さくなく、景気の回復力とか持続性については不透明感、不確実性が高いと言ってきた。基本的には今もなおそういう状況にあり、その構図を大きく変えている訳ではないが、ベースライン的に言えば、気持

ち下に振っているということである。ただし、リスク・ファクターの方は当時よりも大きくなっているのではないか、あるいは現実のものとして認識しなければいけないような状況になっているのではないかというのが答えである。多少敷衍すると、今日高橋参事役から報告したように、一言で言うと足許の実態、それから近未来の実態は大きく変わっていない訳である。消費は気持ちスローダウンしている。しかし、住宅は固く、設備は下げ止まりという状況であるから、いわゆる国内民間最終需要といった切り口でみると、そう大きく事態が変わっている訳でもないし、すぐにこれが変わると思えない。

一方で、ここへきての大きな変化は、株価が急速に落ちてきていることである。カバレッジの高いS & P 500 ベースでみると、要すれば9月11日テロ後のレベルとほとんど顔を突き合わせるという状況、もっと言えば98年のアジア通貨危機時のレベルにまで下がっている。つまり、ITバブルで上がった部分が全部剥げてしまったという状況になっている訳である。足許の実態認識がそう変わらないのに、なぜ先行きをみる株価がこんなに落ちるのかというのが、多分この委員会でもずっと問題になっている論点だろうというふうに思う。これについてはやや私なりに整理をすると二つあると思っている。一つは、元々株価については、実態に比べて期待が過大であったということで、その過大な期待が修正されているという部分がある。それは、典型的には、例えば中長期的な企業の収益成長率見通しが、ここでずっと下方に修正されてきている点に現れている。それからPERのバリュエーションの高さにも現われていると思う。もう一つは、実はもっとタイム・スパンの長い話で、90年代の米国の再生、繁栄を支えた条件がひよっとしたら崩れかけているかもしれないという漠たる不安感が顔をのぞかせているようにも思う。例えばテロの再発懸念が平和の配当の構図を崩すのではないかという話である。それとも関係するが、財政が赤字へ転じたということもある。これは資源が公的セクターに寄ってきてしまうという話である。それに加えて、会計不信とかコーポレートガバナンスに対する不信というものがあり、いわば米国が根っこで少しおか

しくなってきたのではないかというふうな懸念に繋がっている。強気の期待の修正と、経済のファンダメンタルズに対する疑念というのが重なって、株価が打たれているように感ずる。

問題は、先行き、実態の方が株に寄っていくのか、株が思い直して実態の方に寄っていくのかということになるが、それはよく分からない。分からないが、我々が懸念すべきは、一つは株式市場の低迷が続くと、それ自体として企業、消費者心理、あるいはその逆資産効果を通じた消費行動等々へ影響を与えるリスク。それから投資家のリスク許容度の低下が企業の資本コストの上昇を招き、特に信用が確立されていない企業の設備投資行動に悪影響を与えるリスク。さらに、先程話題になった国際金融市場、特にラ米を中心とするマーケットを通じた悪影響のリスク、ここら辺りを注意しておく必要があるであろうと思う。

速水議長

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します。

3. 国内経済情勢に関する報告(資料-4)

早川調査統計局長

まず、最初に図表1、公共投資の関連指標をみると、公共工事の請負金額の5月は前月比では増加しているが、4~5月を1~3月期対比でみると-1.6%ということで、四半期ベースでみると減少基調が続いている。一方、公共工事の出来高統計をみると、4月の数字が前月比プラスで、1~3月期対比でもプラスになっている。四半期でみると請負金額がずっと下がっている一方で、出来高は少し上がっているように見えるが、実は前年比のところをみると、若干のずれはあるが、いずれもマイナスということで、やや季調のずれでこの動きが起こっているに過ぎない。基本的には公共投資は減少基調にあるということだと思う。それから、今月この間の一番大きな統計として、図表3、5月の貿易統計が出ている。5月の実質輸

出は前月比で5.9%増、実質輸入は5.3%増ということで、4~5月を1~3月期対比で見ると、まず輸出が6.6%の増加と、1~3月期の4.7%を取り敢えずこの時点では上回るかなり大きな伸びになっている。一方、輸入についても一応+1.8%ということで、後程申し上げるように、これをプラスと読むのはちょっと行き過ぎかと思うが、下げ止まりつつあるのではないかと思っている。図表4、実質輸出入の推移の図をみると、実質輸出は、去年1年間大幅に下げた後、足許のところは大体去年の減少テンポ並み、あるいは若干それを上回る勢いで戻ってきている。何がその輸出として増えているのかということで、図表6、情報関連輸出入の動向だが、実はこの4~6月期に入っては情報関連財の輸出の増加が一番目立っている。もう少しなだらかに動いてくれれば良かったのだが、1~3月期なかなか出なかった後に、前期比で見ると4~6月期は非常に高い伸びになっている。勿論これは以前から申し上げておき、こういう伸びが続く訳ではない。あくまで情報関連財の在庫復元に伴う一時的な動きではあるが、とにかく非常に高い伸びになっている。そのほかはどうかと言うと、実はそのほかはまだ4~6月期は伸びている。図表7、財別輸出の動向である。一番上の資本財・部品は、実は半導体製造装置の伸びが中心なので、そういう意味では情報関連財と同じ動きと考えて良いと思う。中段の中間財、これも前回申し上げたとおき、伸びとしては1~3月期対比では減速しているが、アジア向けの素材の輸出は引き続き増加しているということである。一番下の自動車についても、さすがにアメリカについては1~3月期随分増えたので、若干の反動が出ているが、その他地域向けがこれまでの円安に伴うスポット輸出の増加等もあって、増え続けている。いずれにしても、この分で行くと4~6月期の輸出は相当高い伸びになりそうである。

一方、図表8、海外経済については、ただ今国際局から説明があったが、ちょっとだけ申し上げておくと、これまでずっと海外経済は毎月大体上方修正だったのだが、最近、アジアはまだ上方修正が続いているが、その一方で、欧米は大体上方修正一服、こんな感じではないかと思う。

一方、図表9の輸入だが、輸入は先程申し上げたように4~5月の平均

で1~3月期対比で1.8%の増加である。ただし、これを増加とまで読めないと思っているのは、下の方の財別でみると、まず消費財が増えているが、消費財の増加はあくまで1~3月期7.3%減と、大きく減った後の反動という面が多いと思っている、これは基調として増加しているということではないだろうとみている。それからもう一つ、資本財・部品のところもこの2か月位の数字は、非常に高い数字になっているが、国内の設備投資の動向等を考えると、資本財が非常に高く伸びるとするのは一時的なファクターだろうと思うので、この辺は割り引くべきだろう。そう考えると、増加というのは少し言い過ぎだろうと思う。ただ、同時に、情報関連財は1~3月期も増えて、4~6月期もまだ増え続けている。これは恐らく貿易が双方向に同じ方向に動くのでそういうことであろう。それから、これまでずっと減ってきた素原料、中間財というグループは、まだ4~5月の1~3月期対比ではマイナスが残っているが、5月は若干増えて少しマイナスが縮んできた。これは逆に、素原料、中間財の輸入というのは、日本の鉱工業生産と連動する性質のものであるので、これはマイナスが続くと考えるのはむしろ無理があって、若干下げ止まりからプラスになっても不思議はないなと思っている。ということで、恐らく基調としては下げ止まりつつある位の感じではないかと取り敢えずみている。

次に、図表10、企業収益である。企業収益については、これまで野村証券、大和総研の数字をみると、2001年度に収益が半分以下に減って2002年度は倍増になるが、ただ実はあれは連結ベースの数字なので、私共が短観でみている数字とは若干ずれる。今回は、野村証券から一応単独ベースの数字が出てきたので紹介すると、図表10のとおりであって、2001年度は確かに大幅減益で4割位減るが、しかし2002年度はかなりの増益になる。実は単独で書いてみると、前回の短観と大体同じような姿であるので、そういう意味では足許の数字もこの間短観で紹介したような姿とは大きくは変わっていないということではないかと思っている。なお、もう一点特徴を申し上げておくと、今回これは短観でも同じだったが、利益は増える、ただし、売上げは横這いということなので、今回の利益の増加という

のは、相当程度リストラ効果等によるものであるということが分かる。それから中小企業はどうかと言うと、いずれ短観に出てくるのだが、取り敢えず現時点で分かっている数字を申し上げますと、今回出たのが下段右側の国民生活金融公庫の採算D Iで、これも毎月毎月はギクシャクしているが、概ね下げ止まりかなという感じである。左側の中小公庫の数字は実は、前回会合時点でもう既に出ていたが、これをさっとみると、黒字企業から赤字企業を引いた割合というのはまだ少し下を向いているということで、なかなか赤字企業の増加みたいなものが止まっていないという感じだが、利益が増加している企業割合から減少している企業割合を引いた数字をみると、これはかなり回復している。そういう意味では、黒字企業の中で黒字が拡大しているとか、あるいは赤字企業の中で赤字が縮小しているというような動きではないかと思っている。次に中小企業についてこれも短観が出る訳だが、現時点で分かっていることを申し上げますと、図表 11、中小公庫による中小製造業の設備投資調査が出ている。これは上段をみても分かるとおおり、中小企業の統計というのはいずれにしてもずれがあるのは致し方ないが、この統計はサンプル数も多くて短観とか法人季報の動きとも比較的よく一緒に動くということで、信頼性の高い統計だと言われている。これに基づいて 4 月時点の設備投資計画をみると、2002 年度の打ち出しでは -25.7% ということで、これもやはり短観とほぼ同じスタートであった。下の方の修正状況をみると、実はこの -25% 位でスタートした年が最近では 98 年度と 99 年度であった訳だが、しかし、98 年度は -20% 位で着地した一方、99 年度は実は一桁のマイナスになっているので、今後は先程みた収益環境等から考えれば何がしかの上方修正が起こってくると思うが、どれ位上方修正がされるか、今回は短観等でも注目していきたいところである。

雇用関係については、図表 12 では特に申し上げることはない。毎勤統計のリバイスはあったがほとんど小さな動きだったということである。図表 13、夏のボーナスのアンケートが幾つか出ている。日経新聞、日本経団連、労務行政研究所等々あるが、いずれをみてもマイナスである。去年

の冬の数字と比べても数字としてはマイナスが大きいということである。記憶されていると思うが、去年の冬のボーナスというのは、こういう調査に比べて毎勤統計でみた数字は結構悪かったということだと思う。これは構成比の問題としてトータルでみると、非製造業とか中小企業のウエイトが大きいということであるので、こういったアンケート調査でマイナスの数字が出ているということは、恐らくマクロでみた数字としての夏のボーナスはかなり弱いだろうと考えざるを得ないということである。従って、次の図表 14、雇用者所得には特に新しい数字を載せている訳ではないが、確かに雇用については、雇用情勢という観点でみると限界的に改善の動きが出はじめた訳だが、賃金という観点からみると少なくとも夏のボーナスまではかなり悪いということで、所得はかなりはっきり減少していると思う。個人消費については別冊の資料になるので一旦飛ばして欲しい。

次に、図表 17 の生産関連である。4 月の鉱工業指数統計の確報については特段大きな変更はなかった。ただ、確報時点での稼働率をみると、2 月が随分高かったのもそれには及ばないが、4 月は 91.1 と稼働率が上がっている。これは実は、稼働率は生産よりもこのところ少し強めに動いている。例えば 1~3 月期は生産は 0.7% しか増えていないが、稼働率は 87.8 から 90.2 に上がっているということで、実は一方において設備廃棄が進められている中で生産が増加しているのも、稼働率はかなり上がっている。5 月は、例えば生産がかなり大きく増加するとすれば、稼働率は相当上がってくる可能性が高いだろうと思っている。因みに 5 月の生産の増加については、以前から申し上げているように経産省の予測指数程はいかないだろうと思う訳だが、先程の輸出の数字などをみると結構くるかなと、経産省の数字までこないにしても結構くる可能性は高いと思っている。他方、下段の第 3 次産業および全産業活動指数だが、全産業でみると、4 月はマイナスになっており、これで 4 月の 1~3 月期対比は若干のマイナスである。全産業は 1~3 月期はプラスになっていたが、これは多分、公共工事出来高統計とかそういうもののせいではないかと思うが、なぜか建設業の活動指数が 1~3 月期がもの凄く増えていたためにプラスになっていた。これ

を差し引いてみると、恐らく明確なプラスではなかったのではないかと思う。そういう意味では、今の全産業ベースの数字をみると、下げ幅が減ってきており、これで今後、鉱工業生産の増加幅が拡大してくると、大体全産業ベースで下げ止まりという感じになりつつあるということではないかと思っている。

追加図表の個人消費だが、基本的には先程みたような所得環境なので、そんなに良い数字が出る訳ではないが、特徴としては、実は5月は家電販売がかなり伸びた。これまでなかなか出てこないと言っていたが、いよいよワールドカップ効果が出たということで、テレビが相当売れた。あと、今朝、商業販売統計が出ていて、簡単に紹介しておく、例えば全国百貨店が前年比-1.9%で、それから4~5月の前期比は、-0.8%ということで、百貨店は少し弱めという感じである。他方で、スーパーは、前年比が-1.7%、店舗調整後が+2.5%ということで、4月に比べるとちょっと弱かったが少し良いめの数字ということである。去年は確か百貨店がそれなりに健闘している一方、スーパーが弱いという感じだったので、最近ちょっと逆になっているが理由はよく分からない。いずれにしても全体としてみると、横這いしないし若干弱含み、それ位の動きではないかと引き続き思っている。因みに、家電販売でワールドカップの話をしたついでに申し上げておくと、6月は少し弱い数字が出るかもしれない。小売関係者に聞くと、ワールドカップのおかげで客が減ったという方が多いので、むしろ6月は弱めの数字が出る可能性があると思っている。

この追加資料の一番最後にCSP Iが昨日出ているので、これについても紹介しておく。5月のCSP Iの前年比は、総平均で-1.1%、国内需給要因でも-1.1%ということである。これを国内需給要因の前年比で見ると、2月の-1.4%位から着実にマイナス幅が縮んできているようにみえるが、実はこの主要な要因は、通信・放送のところがマイナス幅がずっと縮んでいる。これは何かと言うと、去年ちょうどこの時期に例のマイラインの導入ということに伴って、いわゆる値引き競争をしていた。その反動で今戻ってきているということなので、マイナス幅が縮んでいるということ

を積極的に申し上げる状況ではないと思っている。ただ、これを3か月前比でみると、今度は一見マイナス幅は拡大しているようにみえるが、実は下段の図をみると分かり易いと思うが、これは季節性があって、今のような局面だと第2四半期、すなわち年度はじめの4月を含む時期に下がる傾向がある。そういう目で足許をみると、確かに去年辺りはマイラインの部分が相当稼いでいるので、それとの比較で大したことないと言えば大したことない訳だが、必ずしもマイナスが大きいという感じでもない。常識的にはCSP Iの癖として申し上げると、一つは、1年前の企業収益に影響される。すなわち前の年の企業収益が悪いと値引き要請が出るという癖がある。それからもう一方において供給サイドから考えると賃金が下がっている。私自身は実は、普通に考えると、この4~5月辺りはかなりマイナスが大きいのではないかと思っていたが、これは消費者物価と同じでマイナスであることは間違いないが、思った程でもないなというような感じの印象を持っている。

そういうことで、色々な数字はそれなりに出ているが、全体としてみるとこれまで申し上げてきたことを大きく変えるような要素は余りない。敢えて言えば、先はともかく足許の輸出はとにかく強い。従って、恐らく数字として生産も多分強いだろうということまでは間違いないと思っている。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

田谷委員

短観の調査の中心時点というのはどの位になるのか。

早川調査統計局長

いつも中旬になる。

田谷委員

6月中旬ということか。

早川調査統計局長

然り。

田谷委員

そうすると大体第2週か。

早川調査統計局長

然り。だから微妙なところで、例えば為替はもう既に何がしか円高方向になってきている。株価についてみると崩れはじめた位の時、先程山本金融市場局長から紹介があったが、6月は第一週位までは日本の株価は踏ん張っていて、二週目位から崩れてきたという感じなので、その崩れてくる途中位で集まりはじめているということである。ただ、一般的に申し上げますと、皆さんが思っている程には、短観のD Iはそういう株価とかに影響されるものではない。これは、「日本の景気は」とかいう質問をすると、多分そういうのが随分混じってくるが、「貴社の業況は如何か」というと、必ずしもそんなに振られるものではない。何がしかの影響はあると思うが。

速水議長

宜しければ次に移る。企画室から最近の金融環境について説明をお願いする。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

資料5、参考計表その2で説明したいと思うが、前回から余り大した計数は出ていない。図表の1は前回と全く同じで、CP・社債の発行残高は引き続き鈍化傾向ということだが、次の図表の2、CP・社債の発行環境

の方は好転しており、その後も続いている。低格付けのCP・社債の発行割合だが、去年の7～9月期から流れをみると、低格付けの割合がCPも社債も下がってきて、それが4、5、6月と多少、月によって振れはあるが、傾向として、明らかに上がってきている。CP・社債の発行金利における信用スプレッドだが、これも去年の7～9月期、10～12月期、それから今年の1～3月期とスプレッドが拡大して1～3月期がピークだったが、4月以降低下の傾向が続いている。ただ、水準をしてみると、格付けの低いCPのA2格、あるいは社債のA格でみると、去年の7～9月期の数字からみるとなお高いということで、基本的なピクチャーは前回と変わっていない。

次に図表の3である。マネタリーベース関係だが、当座預金の方は15兆円だが、銀行券発行高、これはラップタイムで24日だが、前年比+15.1%ということで、マネタリーベースの伸びは現時点では+28.3%である。4月は非常に高い伸びになって5月若干下がって、6月はほぼそれと同じ、若干低いという位の数字である。

次に図表の4である。今回から預金金利の計数を一応参考までに付けている。これはほとんどミクロの世界だが、この普通預金の金利がこの4月以降ほんの僅か下がっている。これは4月からのペイオフの部分解禁を反映して、全額保護の普通預金と定期預金で若干預金保険料に差をつけて普通預金の預金保険料の方を高くした。全体の負担は変わらないが、その結果、普通預金がより下がっている。直近では平均0.005だが大方の銀行は0.001なので平均するとこういうふうになっているということで、これも何がしか銀行券の保有の機会費用を下げる要因になっていると思う。

図表の5、倒産関係であるが、これは新しく出た計数である。月々の方は振れているので流れをグラフでみると、昨年秋以降徐々に増加傾向ということで、平均を掛けてみると、足許は増勢一服のようにもみえるが、水準的には信用不安の高まった97～98年の水準に近いということで、今のところラップタイムでいくと過去2位の倒産件数となった昨年を上回るペースということである。今後の倒産件数だが、勿論先行きは分から

ないが、一応その要因を考えてみると、一つは金融機関サイドの要因、他方が債務者、景気循環の方の要因だが、金融機関サイドについては、金融機関はこれまで以上に企業の信用度に応じた利鞘の引き上げ、あるいは保全、回収を進める姿勢を強めている。それから昨年度は特別検査があったが、本年度は今度はその中小企業の方への対応が本格化するということが、全体に金融機関サイドの要因は倒産件数を高める要因ということのように思う。他方、景気循環の方の要因だが、足許幾分明るい動きも出ているが、ただ、4月の展望レポートで想定したように、中小企業、あるいは非製造業への波及にはなお時間が掛かるということだと、景気の原因ほどには好転はしないだろうと思う。次の図表6だが、最近の倒産の面で一つの特色として、このところ破綻の形式では、破産が目立っている。その表で4月、5月平均で479件ということで、傾向値として上がっている。あと、民事再生法を合わせて法的な申立てによる倒産件数をみると、4～5月平均587件でずっと増えている。過去を溯ってみると、この割合は90年度は7%、95年が10%ということで、足許この水準が上がってきている。なぜこういうことが生じているのかということだが、一つは、企業サイドで事業意欲が低下をしてきているということである。金融機関サイドからみると、まだ持ち堪えるというふうに見ていた企業が突然破綻の法的申立をして破綻の道を選ぶということである。それから二つ目には、銀行サイドの最終処理の促進をやっていこうという姿勢である。三つ目には、債権者やあるいはオーナーが透明な整理手続きを全体に選んでいるということ。四つ目には、民事再生法を始めとして、制度面で幾つかの改善が図られたということで、全体に法的な申立てによる倒産件数が増えているというのも一つの大きな特徴だろうと思う。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

田谷委員

預金金利の平均というのはどこの平均か。

白川企画室審議役

これは国内銀行である。都銀、長信、信託、…。

田谷委員

全国銀行か。

白川企画室審議役

取引先金融機関である。

須田委員

平均はどうやって出しているのか。

白川企画室審議役

これは加重平均である。

植田委員

昨日かなにかの日経新聞に負債サイドの短期化に伴って、銀行も、資産サイドでも貸出しを妙に短期化しているという記事が出ていたと思うが、どの程度本当らしい話なのか。

白川企画室審議役

ミクロのデータとしては別途考査局の方からの報告があると思うし、今の段階ではしっかりと数字的に裏付けることがなかなか難しい。ただ、金融機関の人の話を聞いていると、一方で、流動性預金が増えているからそれとの関係でこれがいつ抜けるかもしれないということを重視すると、短期化を選ぶとかいう話になってくるが、ただ、流動性預金も全てが抜けて

いくという訳ではなくて、やはりコアの預金がある訳だからその辺は一つの着眼点ではあるが、今もの凄くそれが進行しているという話がマイクロできているようには私は思わない。

増淵理事

そういう意欲が何がしか金融機関サイドにはあると思うが、当然ながら借り手と貸し手の両方のせめぎあいの中で決まってくる話なので、大きな動きがあるとは思っていない。

植田委員

アネクドータルな話を一個聞いて書いたような話ということか。

増淵理事

どちらかと言うとそういう感じがする。

春委員

倒産が増えている中で、破産も増えており、企業の退出がかなり増えている。一方で、参入の方は、事業所統計とかの方かもしれないがどんな感じなのか。

白川企画室審議役

細かい計数はまた後から報告するが、東京商工リサーチはいつもその倒産発生率というのと同時に発表していて、これは国税サイドから出る法人の数、これを分母として倒産の率をみている訳である。その発生率をみると、著しく高まっているという訳ではなく、勿論上がっているが、凄く発生率が高まっている訳でもまたない。

春委員

開業率とか廃業率とかいう、そんなのは最近余りみないが。

白川企画室審議役

今手許にないが、開業の数字も別途あるので後で報告する。

福間委員

スプレッドの拡大の動きについて、まだ前回会合から余り日が経っていないが、第2四半期に入ってきているから、恐らく営業店ベースではかなり進んでいると思う。それに関連する情報はなにか。あるいはそうした動きが倒産に影響している等の情報はなにか。

白川企画室審議役

先程は説明しなかったが、先に配付している資料の図表3をみて欲しい。これは全国銀行の業種別貸出を未残でみているが、未残なので色々な振れがあるから流れでみるしかない。3月末までの数字で、全体がマイナスをつける中で、どういう業種のマイナスが大きいかということだが、まず製造業、非製造業に分けると非製造業の方がマイナスは大きい。下段の参考2にウエイトが書いてあるが、非製造業が全体の8割を占めている。その中で落ち込み幅の大きい業種はどこかということ、建設それから卸小売ということである。建設、卸小売は、業況自体が勿論悪い訳だが、金融機関サイドにおいてもスプレッドがどの程度こういう小さいところに調整ができるのか疑問はあるが、大きな方向としては倒産の動きとこういう貸出の動きというのは関係はあるのだろうと思う。ただ、業種別の倒産の比率をみると、建設、卸小売、これは勿論高いが、ここにきてその割合が高まってという訳ではなくて、どちらかと言うと足許増えているのは製造業の倒産が少し増えているかなという感じがする。

速水議長

ほかになければ、ここでコーヒーブレイクを10分間とって、10時40分から再開する。

(午前 10 時 27 分中断、午前 10 時 40 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 速水議長

それでは時間になったので続けたいと思う。これまでの報告等を踏まえて政策委員会としての検討を行なっていきたいと思う。本日は、今月の二回目の会合であるので、討議の形式は、金融経済情勢に関する見解と当面の金融政策運営に関する見解とを合わせて一人 5 分程度を目途にして発言頂ければと思う。本日は田谷委員から願います。

田谷委員

最初ということもあり、7~8 分は宜しいか。このところ、マーケットで急激な動きがみられる。世界的に株価、金利が下がり、為替市場でドルが下落した。国内経済の先行きを考えるうえでも、こうしたマーケットの動きが何を意味しているかを理解することが重要であるように思う。

まず、米国の株式市場の状況を考えてみたいと思う。ナスダックの株式時価総額は月末値で最高だった一昨年 3 月末の 6.3 兆ドルから先月末の 2.3 兆ドルまで約 3 分の 1 に減少した。この減少率は、1989 年以降の東京株式市場の減少に匹敵するし、先月末の東京株式市場の時価総額が 2.6 兆ドルだったことを考え合わせると、米国においてもナスダックだけで絶対額ではわが国と同規模の株価崩壊があったことになる。しかし、今のところわが国のような深刻な実体経済の調整は起きていない。これには、ニューヨーク株式市場の下落が、ピークであった一昨年 5 月の 11.4 兆ドルに対して先月末は 10.8 兆ドルと軽微に止まっていたことや、経済規模がわが国の 2 倍であること、すなわちインパクト自体がわが国のバブル崩壊よりも小さいということもある。しかし、より本質的には、不動産価格の下落が生じなかったこと、この点については足許でも不動産価格は、商業用不動産市況が弱めになっているとの連銀報告はあるが、住宅価格は依然として堅調のようである。こうしたことと、一部株価の大幅下落の影響

がわが国のように、金融機関に集中していないことが株価下落を起点に生じる経済の調整を長引かせない大きな要因だったように思う。このような状況を踏まえると、確かに株価バブルの崩壊後の様々な社会経済現象が表面化してきてはいるが、これまでの株価下落に対する調整が長期化することもないのではないかと思う。とは言いながら、ここ一月程の株価下落は急激である。実体経済指標に関する限り、個人消費関連で若干弱めの指標が出た位で、余り変化はみられない。下落要因として様々なことが言われているが、基本的には一言で言って、企業業績の先行きに対する慎重論が強まったためではないかと思う。欧州、日本でも観察されるが、米国でも株価が下落するもとの長期金利が下がり、社債の対国債イールド・スプレッドが縮小してきた。こうしたことが起こってきたのは、先行きの不透明感が減少し、企業収益の伸び率、あるいは経済成長率がこれまで予想してきたものより低いものになる、といった見方に収斂してきたためではないかと思う。消費が堅調さを保っているうちに設備投資が回復するといったシナリオにとって、企業収益の回復が絶対条件である。この点については、今後注視していきたいと思う。

次に、最近のドル安について触れたいと思う。この3月以降のドル安の背景を三つ挙げるとすれば、次のような点になると思う。第一に、米国の経常収支の赤字が一昨年以來GDP比4%を超えるまでになってきたことがある。かつて、75年～85年のドル高期の後、3年間ほど経常収支赤字がGDP比で3～3.4%になったことはあるが、今回はその時をかなり上回っている。第二に、米国への直接投資の流入が昨年後半辺りから減少してきているようである。欧州企業のグローバル化戦略の過程で発生したM&Aブームが下火になってきたことが影響していると考えられる。第三に、昨年末あるいは今年初め辺りまでは外資の対米証券投資が増加し続け、ドル高基調を持続させたが、その持続に疑問符が付くようになってきている。ここ3年ほど続いてきた巨額な対米株式投資は、一昨年来ピークに減少しはじめているようである。また、90年代半ばからの対米債券投資はかなり進み、最近時点では財務省証券の40%、社債の25%は海外投資家の保有

するところとなっている。ドルの動向は、海外投資家の米国株式・社債投資の動きによるところがこれまで以上に大きくなってきているように思う。しかし、こうした証券投資は為替動向に敏感なので、ドル安は自己実現的にもなりかねない。

「展望レポート」を出した時点と比べると、ドルの下落と共に国内株価の下落も目立つ。国内の実体経済指標については、他の主要国と同様、余り目に付く変化はないようである。5月の輸出の伸びが大きかったことと、夏のボーナスは、やはりかなり悪そうなこと位である。株価の下落については、生保・銀行の財務体力の低下に繋がるので注意が必要である。日本株に対する外人投資家の姿勢が積極的なうちに、金融システムの安定化に繋がる手立てを講じることが是非とも必要である。日本企業が発行するCBに対する外人投資家の買い姿勢もかなり積極的である。まだ、日本経済再生に賭けている。先月末辺りからは個人投資家も買い姿勢をみせはじめている。円の急騰がなければ、日本株は相対的に安定的に推移し得ると思う。

政策としては、目標レンジの上の方を狙うオペを続けることでよいと思う。15兆円前後の当座預金を維持するもとでも、資金供給オペの応札倍率は高いようである。金融機関の流動性預金が増えていることも長めの資金ニーズを高めて、長めの資金供給オペがやり易くなっている側面があるように思う。また、インターバンク取引が日銀との資金取引に振り替わる動きが広がってきている面もあると思う。インターバンク市場の縮小あるいは、その機能低下というコストはあるが、日銀としては流動性ニーズに応じることで、金融機関の資産運用の安定化、積極化を促していると考えられる。今後については、短国レートなど市場金利の推移などをみながら考えていきたいと思う。以上である。

速水議長

次、植田委員お願いします。

植田委員

実体経済面では、一つは先程来説明があったように輸出の好調というデータが出たということだと思ふ。その特徴としては、情報関連財輸出が伸びている。それから地域的には、他もあるがやはりアジア向けが強いということだと思ふ。ただ、前者は何度も議論になったようにデストッキングの後のリストッキング向けという側面が強いであろうし、従つて、今後の世界全体の最終需要動向によるということだと思ふ。アジア向けはそういう面と、アジアが世界からデカップルして堅調に推移する可能性がどれ位あるかというような話との関連で今後が決まってくるのだと思ふ。いずれにせよ、足許のデータは輸出は良い訳であるが、その先の話に比べればややもう済んでしまった話、それがデータに出ているという気がする。夏季賞与の予想が弱いというデータがサーベイ調査の結果出た訳だが、それに関連してこのことが企業の増益予想の一つの根拠になっている訳である。何度も議論してきたことだが、賃金抑制によるリストラ、あるいは収益増は、当面の総需要、消費プラス設備投資には全体としてマイナスの影響を与える可能性が強いのだと思ふ。ただ、足許のデータをみると、消費はそこそこ頑張っていて、設備投資はまだ低下を続けているということなので、短観も含めてこの先を見守るということだと思ふ。それから、第三次産業活動指数についても、先程事務局から議論があったとおりにかと思ふ。全体として、まだ完全に落ち込みが止まったところまでは確認できていないということだろうし、第三次産業の中身を細かくみると、やはり非製造業の企業向けのところは弱いということで、我々の全体の判断と整合的かと思ふ。ここ数週間で一番大きいのは、やはり田谷委員も議論されたようにマーケットの動きかと思ふが、これも先程議論になったとおりにだが、足許のデータをみると、エコノミストの先行きに関する見方と市場のそれとの乖離が——最近は前者もやや足踏み状態にある訳だが——マーケットの動きが一段と下方屈折して、両者のギャップが拡大した。そしてそれが世界的に波及するとともに、日本にとっては円高という副次的なマイナスを及ぼしはじめているということ、全体的にかなり注意を

要する局面かと私は思う。その背景についても既に議論があったとおりで、一つは、消費・住宅投資主導の米国経済の回復から、設備投資主導への局面へのバトンタッチが遅れているというパーセプション、それとも関係あるが、より中長期的には期待成長率が下方屈折したかなという見方である。あるいは、推測だが、日本の90年代に似たようなバランスシート調整的な側面がじわじわと出ているという気もしないでもない。例えば、アメリカは株式関係のリスクが色々なところに分散されていたので、株価が下落しても大したことが起こらなかったという評価がここ1~2年あった訳だが、確かに金融機関にはそれ程集中していなかったのかもしれない。しかし、非金融の色々な企業のところにリスクがある程度纏まってあり、それがじわじわと会計疑惑みたいな形をとって出てきているという面もなきにしもあらずという気がするので、これも注意したいと思う。こうしたことの政策へのインプリケーションとしては、マーケット中心のネガティブな動きが継続し、それがその先の世界経済の芳しくない動き、そしてその影響が日本に及んでくるというようなことがもう少し顕在化する、あるいは資産価格の動きが、直接的に日本の金融システム不安の再燃というような事態に繋がる場合には、追加緩和策が打てるものならそれを考えるということになるのかなと思う。ただ、取り敢えず、このところは資産価格の動きにあたふたと反応するというだけでもないように思うので、現状維持で今日はよいかと思う。以上である。

速水議長

次、春委員をお願いします。

春委員

これまでの意見とそれ程違ったことはないが、最近の経済統計の中では、17日に景気一致指数の改訂版が出ているが、これも上方修正されたということで、3か月連続50%超ということになっていたようである。基本的には、半導体などの世界的な在庫復元を背景に、輸出を中心とした生産の

勢いが、足許、増勢を強めているということかと思う。一方で、設備投資などの内需項目への波及は緩慢という状況ではないかと思う。

個別に簡単に触れさせて頂くと、通関統計は先程の報告のとおりで、収支尻が市場の予想以上に大幅に拡大したということかと思う。なお、産業用の電力需要についてちょっと申し上げると、全国の5月は前年同月比-0.4%で、4月の-1.8%からさらにマイナス幅を縮小して、ほぼ前年並みの水準になっている。それから季節調整済みの前月比では、このところ5月は+1.4%で4か月連続のプラスになっている。産業別にみると、鉄鋼業が16か月振りに前年同月比がプラスになっている。ただ、非製造業についてみると、先程、第三次産業活動指数等の報告があったが、足取りは弱いように思う。特定サービス産業の動態調査をみたが、4月の確報をみても売上げ高の前年比で広告業が-5.6%とか、リース業が-4.9%とか、非常に大きなマイナスになっているし、四半期ベースの推移をみても下げ止まりというよりは、減少幅がむしろ広がっているというようなことであって、非製造業部門、とりわけサービス業へのいい循環の波及というのは、なかなか進んでいないように思う。先程、報告があったが、倒産統計とか資金循環統計について極く簡単に申し上げたいと思うが、破産件数が非常に増えている。2年半位前からの数字があるが、当時は倒産が1,400件、今は1,730件と、300件程度、2割方増えているが、破産の数はそれ以上のペースで増えている。倒産の増加分以上に破産が増えているというような状況で、これも先程報告があったとおりである。銀行等の不良債権処理に向けた動きがスピードアップしているということかと思うが、一方で、先程もちょうと説明したが、廃業の一方で、起業とか開業がどういう状況になっているのかについて、なかなか新しい統計がないようだが、経済界全体での新陳代謝が加速していることに繋がっているのかどうか、関心を持ってみたいと思っている。

また、資金循環統計の方も、民間非金融法人企業についてみると、トータルでの資金調達残高は減っているが、貸出の減がかなり大きいものに対して、株式以外の証券は、CPの増ということもあって、極めて小幅なマイ

ナスで、ある程度間接金融から直接金融へのシフトが進んでいるとみられなくもない。最近、調査統計局の経済点描でもみたが、過去10年間のフローの資金調達額は、借入れが63兆円に対して証券調達が103兆円ということで、そこから若干そういう動きを窺うことができるのではないかと考えている。これは、地域の金融機関について、考査局に話を聞いたのだが、隣接しているが営業エリアの異なっている信用金庫が合併して、支店を預金店とかブロック営業店という形で役割を分けて、人員抑制と同時に業容の拡大を図っているとか、ITを活用して審査のスピードを上げているとか、支店長まで全員が渉外担当というようなことで貸出拡張に注力しているということで、合理化とか貸出の伸長に向けてそれぞれ工夫をしている金融機関がある。一方で、こういう情報が、例えば信用金庫業界全体によく周知されていて、その特色ある活動を行なっている金融機関には他の金融機関から活発に見学などがされているというような話も聞いた。直接金融化の動きというのは、大企業中心にならざるを得ないが、こういった中小・零細企業とか、ベンチャー企業に対して、こういった地域の金融機関などの草の根的な資金仲介活動を活発化していくことが必要なのではないかなと思う。

金融為替市場については、皆さんも触れておられたが、このところドル安とか日本の株安に繋がっている米国における株安の動きが大変気掛かりである。米国での企業会計不信とか、目先の企業収益の成長性に対する懸念などがあって、ポートフォリオに占める米国株式のオーバーウエイトが修正されているに過ぎないのだという見方もあるようだが、一方では、米国の経常収支の大幅な赤字や財政収支赤字幅の拡大などの予想を背景に、米国への資金流入における変調があるのだ、という指摘もあるようである。日本の景気下げ止まりは、主として世界的なIT関連在庫の急速な短期復元が役割を果たしている訳だが、その輸出増加の大もとにある米国経済の堅調シナリオというのが崩れると、日本経済の下げ止まりのシナリオも修正を余儀なくされるというような懸念もある。

政策運営方針については、景気は生産増加の好影響が内需喚起に波及す

るかどうかという大事な時期でもあるので、本行の金融緩和を通じた景気への後押しは不可欠のものと思う。さらに、株安に起因する信用リスクに対する過度の反応とか、不測の流動性逼迫の事態にも注意が必要かと思う。そういう意味では、現在の「なお書き」はそういう事態にも機動的な対応が可能な書き方になっているので、現在の方針について当面継続ということによろしいと思っている。以上である。

速水議長

次、福間委員願います。

福間委員

景気の特徴点だが、前回会合以降、表面的には大きな変化はないが、足許では今後の景気に影響を与えるのではないかという、微妙な変化点がみられるので、目についたところを申し上げたいと思う。第一の点は、情報・電子関連財の輸出である。デストックングの後でリストッキングが行なわれ、かなり急速な生産回復が続いてきた。しかし、ここにきてメーカーの一部の人達はややオーバーストッキングではないか、発注し過ぎではないかという見方が出て、受注が5月末辺りから減りはじめていていると言っている。値段についても液晶を中心に彼等が考えていたより大きな幅で下がってきている。こうしたオーバーストッキング調整はクリスマス位まで掛かるのではないかと言っている大手の電機業界の人達もいる。この間、PCメーカーとか携帯電話メーカー、あるいはサーバーメーカー等内外のメーカーの在庫が高まっている動き、あるいは最終商品の販売がやや減少している動きがみられる。これは予め申し上げているように、最近のサプライチェーン・マネジメントではITを使った受・発注を行う。非常に早く反応するという一方で、ある意味では在庫管理には非常に良いが、動きが一方的に動くという面もあり、やや変化が掴み難くなっている。前回も紹介したように、景気のリズムがなかなか掴めない。在庫循環が早いということで、やや在庫が相場化しているというか、要するに非常に出入りが激

しい。一方、鉄鋼とか石油・化学製品については、アジア向けを中心に非常に好調で、メーカーサイドでは、非常に喜んでいる。ただ、前回も申し上げたようにユーザー産業から相当のクレームがきている。米国内のメーカーが5割アップの値段を要求していることを背景に、日本から関税を払ってもいいから空輸してくれという動きも出ている。この結果、特に鉄では非常に品薄感が強い。企業業績については、前期は赤字だったので、V字回復に似たような形にはなる。ただ、リストラ効果が影響するのであって、売上げサイドの方が当初はちょっと強気過ぎたかなというようなことを言っているメーカーが情報産業分野で出ているということである。これは、先程も少し述べたが、量が思った程出なかったということと、もう一つは、価格が下がり出したということである。その点、素材である鉄鋼、石油・化学製品について多少下がるものもあるが、鉄鋼、化学についてはむしろ値段は上がっているというような状態である。

海外経済については、アジアが非常にしっかりしている。アメリカも減速はするがプラスであることは間違いない。アジアを引っ張る力は少し弱いかもしれないが、アメリカがマイナスになれば、ともかくも、プラスで動いている限り内需効果と域内拡大貿易効果でもってアジアは引き続き日本に貢献してくれるのではないかなと思っている。

次にリスク要因だが、これは皆さん今まで述べられたのでそれ以上のことは申し上げないが、一つはやはり、株の逆資産効果が出るかどうかである。株の下がった原因は皆さんが言われたことで尽きていると思う。要するに、こういうリスク要因を超えて、もはや懸念の段階に入っているのではないかなと思っている。もう一つは、金融面のリスク要因、米国の金融面のリスク要因としては、通信業界に対するエクスポージャーの大きさである。グローバル・クロッシングとか、ワールドコムとか、クエスト等の大型の破綻が出始めているが、これに加えて先程少し議論したラ米債券の問題が、万一打撃を与えることになれば、金融機関の健全性がそう大きく失われることはないとは言え、米銀の貸出態度が慎重化するという変化は出てくるのではないかなと思う。そして、今の景気に対する影響が一番大

きいのはドルである。世界の資金のポートフォリオ、あるいはフローというのが変わってきており、そのことがここにきて一挙にエネルギーとして発散してしまった。動きは1~3月期辺りからみられた訳だが、マグマが溜まって破裂したのが現在の姿ではないかと思っている。とにかく日本の景気がこういう状況だけに、急激な円高は避けなければならない。これまでのところ介入によって急激な円高は押えられているが、むしろこれからが神経戦である。ドル全面安の状況だけに効果のある介入には相当纏まったボリュームが必要になるのではないかと思う。執行部では介入効果が上がるように、市場のモニタリングを丁寧に行ない、財務省をサポートして効果ある介入ができるよう、お願いしたいと思う。

次に金融政策だが、これは今まで日銀のブローカー化と言ってきたが、要するに無担コール市場がこういう状況でほとんどワークしない。資金放出が大幅に抑制されている。原因は信用リスクとゼロ金利であるが、金が必要な時にとれない、実質的に機能不全に落ちている、という不安の声があることは皆さん承知のとおりである。さらにターム物取引について申し上げますと、本年4月のペイオフ解禁に伴って、市場はカウンターパーティー・リスクを非常に懸念していて、3か月、6か月といったターム物取引はほとんど出合いがなくなってきている、あるいは少なくなってきている。こうした市場の閉塞状況を受けて、金融機関の資金繰りの不安感が徐々に高まってきている。既に一部の金融機関では、親密金融機関等とのダイレクト取引による長めの資金調達の増額交渉を行なっていると聞いている。今後は来年4月の流動性預金のペイオフ解禁に備えて、このダイレクト取引を一段と上積みすることを計画している先もある。さらにはもう少し格付の悪いところは、株式担保による資金調達を打診して流動性不安に備えようとする動きもある。銀行名等はこの場では控えておく。この間、金融機関側のモラルハザードの拡まりともいえるが、日銀オペの回数増加を期待する声や、新聞等にも載っているような長めのオペの資金の待望論も私の耳にも入ってくる。こうしたもとで今後の金融政策対応という点だが、来年4月の流動性預金のペイオフ解禁が近づくにつれて、今後は

一段と流動性に対する危機意識が増幅される可能性がある。そうすると、現行の当座預金目標残高のレベルでは不足感が徐々に出てくる可能性もある。この点、従来からやや気になっていたが、今の量的緩和の組み立てが、「消費者物価の上昇率が安定的にゼロ以上になるまで」というコミットメントに示されているように、実体経済や物価をより強く意識したものになっている。勿論その裏には金融システム対策という本音の部分がある訳だが、この点がやや引っ込んでいるのではないのか。要するに私はこの量的緩和の目的は、実体経済と金融システム、二つのゴールを追っているのではないかなと思う。4月以降ずっと日銀のブローカー化と言ってきたが、金融緩和は、やはり金融システムそのものへの対策もあるのだということをもう少し言った方が良いのではないかなと思う。勿論、総裁発言等でこの問題は触れられているので、分かる人は分かっている訳だが、やはり金融システムの問題がこういうところに出ているのだということで、実態に合わせてもう少しメッセージがあった方があるいは良いのかなという気がしている。初めて10兆～15兆円の調節目標を出した時に比べると、今は足許では景気は良くなっている訳だが、金融システムの問題は未だ深刻である。そしてこれからは金融システムのための量的拡大が視野に入る可能性がある以上、量的緩和の意味合いをいずれきちんと説明していく必要が出てくる気がする。量的緩和の目的と効果についての再定義、これが今後の重要な課題の一つではないかなと思っている。今のこの10兆～15兆円という誘導目標は「なお書き」が入っているから、いかなる事態にも対応できるようになっている訳だが、引き続き市場の綾の変化に応じた弾力的な供給を行なうことが適当である。先行き株の下落、あるいは円高リスクが残る一方、中間決算接近という動きも加わる——一部銀行あるいは企業は4～6月期の決算を来月出すが——。やはりマーケットが望んでいるオペの頻度に対しての要望に注意を払うべきである。先程植田委員が言われたが、やはり銀行のライアビリティーサイドがいかにも不安定である。こういう状況では資産が非常に短期化せざるを得ない。本来、こういう状況においては、本当は銀行自身が努力して自分のバランスシートを良くし

て、ターム物がとれるようにするべきなのだが、今のオペの頻度を増やすことによって多少そういう要望にも対応できるのではないか、また、長めのオペをやるのが金融機関のALM上も必要ではないかと思う。そうするとこれはモラルハザードになる訳で、それは非常に良くない。しかし、このような現実を認識しておかないといけないという非常に難しいところにあるのではないかと思っている。従って、金融調節は今の10兆~15兆円、「なお書き」のとおりで結構である。以上である。

速水議長

次、中原委員をお願いします。

中原委員

執行部からの説明、各委員の発言において、私は全く個別の点について異論がないので簡単に申し上げる。前回会合以降データは少ないが、基本的には前回会合での基本的見解に沿った展開が続いている。さらに今後の方向性、モメンタムについては、今週の鉱工業生産、労働力調査、あるいは来月の短観、この辺をさらに細かくみていく必要があるだろうと思っている。5月の実質輸出は、私としてはなお予想以上に好調が続いているという感じがするが、商品的には拮がりが出ていて、もちろん持続性については色々問題があるが、やはりアジアの内需に支えられている面が結構強いという感じがしている。国際間の荷動きもアジア向けの貨物が相当大きく伸びているという話も聞いている。これに伴って、川上部門の生産の方も業種の拮がり、それから企業規模の拮がりも多少みられるようになってきた。今日テレレート短観（旧ブリッジ短観）が出るので、これは大企業だが、この辺が確認できるかと思っている。ただ、内需全体の動きは非常に乏しい。設備投資、非製造業、中小を中心にやはりなかなか具体的な回復の動きはまだみられない。だから6月短観はちょっと厳しいのではないかなと私は思っている。民間住宅がこの1~3月期は厳しい数字が出ているが、マンションの契約率が下がる傾向とか在庫が増えているというのも

少し心配である。それから消費の方はコンフィデンスは上昇しているが、やはり販売統計等は区々ということだが、第3次産業の活動指数も低かったし、先程夏のボーナスの話もあったが、まだちょっと回復についての目途が立ったとは言えないだろうと思っている。労働力調査が今週出る訳だが、失業率がどうなるか、多少上がるのではないかという気もするが、いずれにせよ所得・雇用環境は引き続き極めて厳しいということを行わざるを得ないと思う。前回会合以降の情勢変化としてやはり一番気になるのは世界的な同時株安、それからドル安——円高というかドル安といった方がよいと思うが——だと思う。結局このことは、世界各国の景気回復が米国景気回復に世界中が頼っている。米国景気、特に情報関連の分野に頼っているということの証拠でもあると思うが、基本的に原因はやはり米国とドルにあると考える。株安、ドル安の原因が構造的なものか循環的なものか色々な議論が行なわれているが、株安については原因は今まで皆さんから発言があったが、私はその中で一つはやはり会計疑惑の問題、あるいはその会計ガバナンスに対する不信の問題、この問題は結構根が深いのではないかと思う。過去の業績を嵩上げしていただろうということに加えて、表現は悪いが、やはり高株価経営という比較的この近視眼的な経営というのは、やはりビジネスカルチャーとして今後アメリカで変わってくる可能性があるのではないかと思う。これが企業収益とか業績面でどういう影響が出てくるのか、あるいは株価にもどういう影響があるのかどうか、この辺のところは多少気になっている。もう一つは、中東情勢とテロというジオポリティカル・リスク、それからイベントリスク、これは何とも予測のしようがないが、これは相当マーケットの大きな重石になっているという感じがしている。ドル安については、景況感格差あるいは実質金利差というような循環的な面をみるか、あるいはアメリカの経済構造、資金の流れが変わったこと、企業、家計の過剰債務が解決されないまま財政が赤字に転じてきたという辺り、これをどうみるかだと思う。確かに1~3月期の資本流入は、かなり減る減少基調だが3月は相当増えたし、潮の流れが大きく変わった、あるいは通貨ポートフォリオの組み替えが大幅に起こって

いるというようなところまではまだ断定できないのではないかと、もう少し様子を見る必要があるだろうと思っている。いずれにしても、流入資本の行き先が社債・株式からむしろ国債という方向に向かっている。それから下位格付けの社債の信用プレミアムが拡大しているというのをみると、やはり投資家のリスクに対する非常に慎重な態度というのがここにみてとれると思う。加えて、ブラジル、メキシコの問題が起きてきて、これはドルの先行きということについて非常にアメリカのエクスポージャーが大きいだけに、心配しているところである。いずれにしても、資本市場面での複雑な要因が、ドル安、株安に影響しているが、やはり基本は実体経済、企業収益だろうと思う。これについては、大きな外生ショックがない限りは、私はダブルディップというようなことはないだろうと思っているが、いずれにしても回復が先へ先へと延びているということからみると、第3四半期、第4四半期が非常にクルーシャルなポイントになるのではないかとと思っている。それからこの株安が、やはりわが国経済に日本の株安を通じて、金融不安、システム不安を惹起しないか、それと、円高が企業業績を通じてまた株安に出てきて金融システムと連鎖はしないか、この辺は十分みていく必要があると思う。

政策の方は、現行政策継続ということで宜しいと思う。4月に挙げたりスクの一部が顕現する蓋然性がやや高まってきたなという感じは持っているが、10兆～15兆円の上限のできるだけ高いところということは、実質的に15兆のピンポイントでやっているということだが、そういう流動性供給が必要だと思う。先程から何度か出ているが、やはり短国の供給オペの倍率が非常に高いところを見ると、全体の金利は落ち着いているが、流動性はかなり、いわばその存在が歪んでいる。短期市場が非常に歪な形になっているというのはそのとおりで、ある意味でこの副作用は覚悟のうえでやってきた話ではあるが、株式市場、円／ドル相場、この辺の大きなダウンサイド・リスクが顕現化することが予想される場合には、「なお書き」を利用した流動性供給というものについても機動的に考えていく必要があるだろうと思っている。以上である。

速水議長

次、山口副総裁をお願いします。

山口副総裁

世界的にマーケットが波乱含みになってきており、そのことが日本経済の回復シナリオにとっても、リスクとしての度合いを若干強めているという状況ではないかと思う。マネタリーベースの伸びが2割、3割と非常に高い状態でも、やはり株は下がりドルは下がりというようなことが起きるということを改めて認識する訳だが、そういう延長線上で考えると、先程植田委員がこういう状況が続くならば、何か打てる手があるならということをやっと言われたと思うが、なかなか厳しい選択だと思う。私は当面は10~15兆円という現在の当預のターゲットに沿って、金融調節を続けるということで良いと思う。こういうことを継続していくということは、既に皆さん言われたように市場機能をどうしても阻害してしまうという副作用を伴う訳だが、この際はそれにも目を瞑りながらやっていくというほかはないと思う。福間委員が、金融システム対策としての流動性供給という側面をもう少しプレーアップしてもいいのではないかということと言われたと思うが、その点については、流動性の面から金融市場あるいは金融システムに不測の事態が起きてくると、景気回復のシナリオを根本から崩してしまうというリスクを、十分認識しながら潤沢な流動性供給を行なっていこうということを、この委員会で確認し合ってきたと思う。もし、言われたような懸念が表面化する場合には、それはどこかの金利に反映されてくるはずで、現実には現在の量的なターゲットのもとでも金利の動きにも注意を払いながら調節をやっているんで、そういう意味でも、私はもう少し市場の状況をみながら当面は現状を維持するというだけで良いのではないかなと思っている。

以上だが、マーケットの動きについて皆さんが言われたことも踏まえて若干コメントするとすれば、どうもここ何年間か日本経済が多少良い兆しをみせはじめると、市場にかなり大きな変化が起きてくるということが生

じていて、今回もまたかという気がする。ただ、日本経済の回復の展望が明確になってくることによって、例えば円が強くなるというようなことであれば、それは景気回復過程の一部とみなせる訳だが、今度の場合は、どうも米国発で市場が波乱を起こしている。ということは、日本経済の回復シナリオにとって、もう少しやっかいなリスクを提起しているのかもしれないと思う。市場で言われているように、果たして具体的な資金フローというのがかなり大きな逆流現象を起こしはじめていて、それを背景にドルのターニングポイントがきているのかどうかということについては、これは時間の中で明らかになっていくことで、事前的にはなかなか言い難いことだと思う。だが、過去においても米国の経済成長率が他の主要国に比べて相対的に高くてもドルが弱くなっていくという局面はあったし、それから田谷委員が指摘されたが、ヨーロッパからアメリカに向けて直接投資の大きな波は取り敢えず一服したということは恐らく事実だと思うので、私はドルの下落圧力が続くかもしれないというリスクは十分念頭に置く必要があると思っている。それは結局のところ、米国経済にすれば、ここ数年間喧伝された非常に速い生産性上昇ということが、将来どうなっていくのかということがかなり大きなポイントの一つだと思うが、現時点で言えることは、そう多くないように思う。一つ気になるのは、田谷委員、植田委員がちょっと触れられた、アメリカで既に発生してしまった非常に大きなキャピタルロスが、今後の米国の成長パスに対してどういう意味を持つのかという点である。株式キャピタリゼーションの減少は、総額6兆ドルとも言われるが、10兆ドル経済の中での6兆ドルというのはかなり大きい数字である。それで、これが米国経済の色々な部門の中に散らばっていると、取り敢えずこれまで銀行システムの被害はそう大きくない。これからかなり顕現化してくる可能性はまだ残っているのかもしれないが、ここまでのところは然程ではない。個人、家計部門に降りかかったキャピタルロスについては、米国の家計の金融資産の中で住宅と株式というのはほぼ半々なので、住宅価格の上昇によってほとんどオフセットされてきているということだったと思う。そういう意味で住宅価格の状況に非常に

注目すべき局面だと思うが、よく分からないのは、実は企業部門も相当のキャピタルロスを被っているはずで、それが植田委員が言われたように、会計上のドレッシングによってここまで隠蔽されてきて、それがいよいよ表に出はじめているというようなこと、仮にそういうようなことなのであれば、それはやはり重要なインプリケーションを持つように思うが、そこを含めて今後の推移をみていきたいと思う。わが国の株価もこのところかなりソフトになっている。それを契機にどんどんクレジット・リスクが高まっていくような影響はまだ出ていないが、経験的にみてそのようなリスクを株式市場が孕んでいることは事実だと思うので、その点はやはり十分注意していく必要があると思う。東証一部のPERなどをみると、予想ベースで23~24倍のところだから、バリュエーション的にみてアメリカの株価が明確に割高感があるのとは相当違う状況だとは思う。ただ、今のところ景気回復の唯一のチャネルである輸出に為替の面から何がしかのリスクが生じてきているという状況だから、バリュエーションの評価はともかくとして、株価の動向は、場合によっては今後の日本経済にもかなり大きな影響を持ち得るものとして認識しておきたいと思う。以上である。

速水議長

次、藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

既に各委員が指摘されたことであるが、実体経済の面では上向きの材料がみられたその一方で、金融面ではアメリカの株価が一段と下落して、これに日本の株価も追随するその傾向を強めるといった実体経済と金融市場で相反する動きがみられたということが特徴として指摘できるかと思う。まず、実体経済関連の方の指標をみると、ほとんどは景気回復に向けたシナリオに沿ったものだと思うし、中には予想よりもやや強い動きもみられる。5月の実質輸出は情報関連財を中心に前月比+5.9%と大幅な増加となり、その背景説明を聞いたところである。こうした足許の輸出の急

増には、海外経済の回復に加えて世界的な情報関連財の在庫復元の動きが影響している可能性が高く、今後、輸出増加のテンポはさすがに現在よりは緩やかになっていく可能性が高いとは思う。しかし、ともかく今、これだけ輸出が増えているということは、生産や企業収益の面にプラスの影響を与えていくはずである。さらに各種民間調査機関による大企業の収益見通しをみても、本年度は増益が見込まれている。これらからみて私達が4月の「展望レポート」で標準シナリオとして想定した輸出の増加が生産活動を刺激し、企業収益の増加に繋がっていくというメカニズムは、徐々に働いているように思う。家計部門をみると、民間の調査だが、今年の夏のボーナスは大幅な減少が見込まれている。ただし、足許の名目賃金の調整は、ここ数回の会合でも話題となっている雇用調整の速さと裏腹の面もあり、またボーナスが過去の企業収益に左右され易いということ踏まえると、特にこれはサプライズという訳ではなく、もう織り込み済みのことかもしれない。

他方で、金融面ではやや注意する動きがみられる。アメリカの株価がここ数か月間軟化傾向を辿る中で、日本の株価は総じて堅調な推移を続けてきた。しかし、議論があったように、とりわけ6月第2週以降は、アメリカの株価下落に対して日本の株価も追随する傾向が目立っている。こうした株価の下落には、私なりに考えると二つの意味で十分な注意が必要だと思う。まず一つは、株価下落の背景にどのような市場の見方があるのかという点である。ただ今述べたように、実体経済面では上向きの材料が目立っている訳だし、金融市場でも信用リスク・プレミアムはむしろ縮小傾向を辿っている。こうした中でアメリカだけでなく、日本でも実体経済と株価との間に相反した動きがみられるという理由は俄かには説明し難いものがある。ただし足許の株価の動きと並行して、円高ドル安の動きが進んでいることからみて、アメリカ経済の先行きの回復に対する市場の不透明感が強いということは確かであろうと思う。そうした中であって、さらに構造問題を抱える日本の景気回復について、輸出頼みの面が強いとみられていることが足許の日本の株価下落に結びついている面があるように

も思える。第二の注目点は、株価の下落そのものが企業や家計のマインド、それから支出スタンス、さらには企業金融面に及ぼす影響がどうだろうかということであるが、この点については、来週6月短観が公表される訳だから、中小企業も含めた企業の業況感や収益、さらには設備投資スタンスや資金繰り判断などについて注意深く点検していきたいと思う。以上を踏まえて、現在の調節方針を維持して思い切った金融緩和を続けていくことが適当だと考える。以上である。

速水議長

最後に須田委員お願いします。

須田委員

わが国の実体経済は、前回会合で議論した情勢判断の範囲内で推移していると思う。従って、金融政策運営については、マーケット等で想定されているとおりに現状維持で良いと考えている。ここにきて追加的な金融政策についての関心が低下し、少なくとも当面の金融政策運営について不確実性がないという認識が広まっていることは、市場に安心感を与え、足許の景気回復期待下での長期金利の低位安定になにがしか寄与しているのではないかと思っている。こうした中で、前回の会合以降特に注目している点は、もう皆さん色々指摘されているが、米国を中心とする国際資金フローの変化についてである。その点について、特に日米株価という観点から意見を述べる。

まず、米国の株価は軟調に推移しているが、その背景について先程平野理事が説明されたこととほとんど同じように私も考えており、以下のように考えている。一つは、米国の企業収益に関する中期的な見通しが一段と下方修正されていることである。国際局の資料にその図があったが、アナリストの中長期EPS成長率見通しがあり——これは大雑把には3年から5年間程度をイメージしているようであるが——、それが90年代後半から2000年にかけて急ピッチで上昇し、2000年の半ば頃をピークにその後

反転し急低下している。このような振幅は米国株のバブルの形成と崩壊を端的に示しているのではないかと思う。

もう一つは、これも皆さんずっと議論されてきていることであるが、企業の財務情報に関する信頼性が揺らいでいるということである。エンロン事件に端を発した会計処理問題は依然として終焉する兆しがみられない。米国の株式市場関係者の中では、「エンロンはゴキブリのようにまたどこかに潜んでいるはずだ」という見方、それからブッシュ大統領に言わせれば、「腐ったリンゴが幾つかある」ということであつたが、そういった見方が根強いようである。こうした不信感が、米国企業のコーポレートガバナンスに対する全般的なイメージ・ダウンにも繋がっている。政府は早急に信頼を回復すべく対策を講じているものの、企業会計に対する不信感に起因する問題がいつ、どのような形で終焉するかは、依然みえてこないというのが実情である。さらに言えば、テロの再発懸念とか最近の米国政府の保護貿易的な動きも投資家心理を冷やす方向に働いている可能性もある。これらは投資家のリスクテイク姿勢を弱めるとともに、実態がよく分からないということで不確実性を高めることになる。

他方、マクロ経済については、米国を含めた世界経済が引き続き回復基調にあると思う。例えば、米国経済をみると生産が拡大を続け、受注・出荷が増加する中で在庫は引き続き前年を大きく割り込む水準で推移している。このほか、ユーロ圏や東アジアでも生産の回復が続いている。こうした中で、米国の直近の企業業績について修正報道は多々あるものの、アナリストは、「当面、第2四半期以降、EPS成長率の見通しは、前年の反動もあってプラスに転じるだろう」という見方は崩していない。従って、米国株価の下落については、「当面、マクロ経済が緩やかに回復するだろう」という見方から乖離している訳ではなくて、中長期の成長期待に行き過ぎがあり、その調整過程とリスク・プレミアムの上昇によるというふうに理解することができるのではないかと思う。このような米国株価の動向が、国際資金フローをどのように変化させていくかについては、メリルリンチ証券の6月のファンドマネージャー調査から探してみると、次のよう

に幾つか特徴がある。世界の株式市場は全体としては割安であるという見方が増えていること。それからそういうことであるから、資産配分としては株式を増やし、債券とかキャッシュを減らす計画を持っている向きが多いこと。投資家心理については、押目買い意欲は根強く、かつ利喰い売り姿勢が後退していること。地域的には、米国の不人気、収益見通しが最も悪いのだからということで人気がないが、これに変わる投資先については新興市場国の人気が高く、また日本株の人気もここにきて高まっているということなどが浮かび上がってくる。こうした点も踏まえると、元々のIT関連とか米国のマクロ経済の先行きについて、どうなるかというリスクはまだよく分からないのでもう少しみていくとして、その標準シナリオから大きく乖離するようなことがなければ、日本の株価は必ずしも米国の株価下落に引きずられるとは限らず、むしろ投資対象が米国から他の国々に振り向けられる中で、日本株も選好される可能性はあるのではないかとこのように考えている。

他方、4月末の会合でリスク評価を議論した際に申し上げたことであるが、米国株のバブルが調整される過程では、国際的な資本移動が変化し、ひいては為替レートの変化に繋がる可能性がある。実際、米ドルの減価には、米国への証券投資が大きく減少していることが影響している。例えば、財務省証券以外の対米証券投資というのは、去年と一昨年との過去2年間の経常収支赤字以上に、グロスで対米証券投資が行なわれていたが、今年第1四半期には経常収支赤字よりもかなり少ない額しかグロスで対米証券投資が行なわれていない。先程のファンドマネージャー調査によると、為替についてはドルと円は割高であり、それからユーロは割安であるとみられている。これを素直にみれば、ドル売り、ユーロ買いということになって、今要するにドル安であり、かつ、円も実効レートでみたら5月以降そんなに変化していない訳で、円/ドルというふうにするからそうであるが、やはりドルとユーロというところの調整がこれから一番起こる、ということになる。だから当面、円はドルとユーロにいずれ挟まれる形で変動することになるかもしれない。そして為替レートの変更というのが、さらに株

式の投資配分を変更させるであろう。つまりドル安期待は、米国への株式投資を減少させる一方で、少なくとも当面は、円安期待が後退するならば、海外投資家は日本株に投資し易くなるのではないかと、そういう面もあるのではないかと、いうふうに考えている。当然、今、日本の株というのは何もアメリカの問題だけではなくて、例えば日本独自の問題で、税制改革への失望といったような日本独自の弱みも勿論無視できないが、グローバルな投資家が投資は止めてキャッシュに回避してしまうということではなくて、株式投資資金は増やすということであるならば、米国の株価が下がったからその波及効果で日本の株価も下がると、それ程私は悲観的になる必然性はないというふうを考えている。なお、これも皆さん言われていることであるが、国際的な資金の流れが変化する中で、エマージングの金融市場の動向が世界経済の回復過程に悪影響を及ぼす可能性があるのも、そういう観点からアルゼンチン、ブラジル、トルコなどエマージングの金融市場の動向にはやはり十分注意する必要があると思っている。差し当たっては以上である。

速水議長

今までの意見でどうぞ討議されたい方があれば、ここでお願いします。

植田委員

さっき福間委員が大事でややリスクなことを言われたので、私も続けて議論してみたい。金融政策の意義とか、あるいはどこに目標を置くかという際に、物価とか生産とか実体的な側面と、金融システムの安定性みたいな面との二つがあって、両方一致するような時もあるだろうし、乖離するような時もあるだろうということがまず一般的な話だったと思う。これは私も同じような感じを持っているし、ある意味では、場合によってどこかでもうちょっと事態が正常化して、それこそインフレーション・ターゲティングをやるかどうかとかいう話をする際にも、キーになる話の一つだと思う。それは大分先の話だろうし、私はその頃いないかもしれないな

いので、足許の動きということで議論させて頂く。ここまでの量的緩和の中で、マネーの量を出していく中でも同じような二つの目標、意味みたいなことがあったと思う。一つは金融システム不安をなるべく抑える、あるいはそこからくる流動性需要増大に対応して供給を増やしていくというような側面。それからもう一つは、それを超えて流動性を供給すること、その超過部分が何か良い動きを作り出すかどうかというようなことだったと思う。私の誤解かもしれないが、福間委員は前者の方をもうちょっとプレーアップしても良いのではないかというふうに言われたように思うが、私の感じでは、我々の平均的な認識は前者というか、金融不安に対応した流動性供給はこれまでも有効だということであったし、実際の対応として流動性の供給をしてきたし、形式的には「なお書き」でやってきたことがかなり多いということだと思う。他方、それを超える流動性供給についてどれ位期待された効果があったかという点に話を移すと、もう少しはっきりしないということではないかなと思う。ただ、これは余り突き詰めて議論していくと、ある意味でまずいことになると思う。と言うのは、前者の流動性不安、金融不安に対応する資金供給というのは、狭い意味では量的緩和とは言わないのだと思う。量を出す訳だが、例えば、ゼロ金利政策で金利を0.01%にしておいて、それ以上は上がらないようにオペレーションを機動的にやるという政策でもやはり同じような量が出ていくんだと思う。従って、狭い意味での量的緩和という場合には、それ以外の部分の効果についてどうみるかということがあるのだと思うし、今の時点でそれを全部否定してしまうということになると、我々がやっていることは何だということにもなってしまうので、やはり両睨みでいく。ただ、私の考えでは、金融システム不安に対応する流動性供給は、かなりはっきりした効果があるけれども、もう一つはどうかなというジレンマを抱えながらやっていくということにならざるを得ないかなと思う。ただ、福間委員が言われるように短期金融市場の機能が低下する中で、金融不安に対応する流動性供給も、単に「なお書き」、つまり一時的な対応ということだけでは済まなくなってきていて、当預目標を持続的に上げるという対応をせざるを

得ないという面も出てきているのだと思うし、だからこそ15兆円も出し続けているという面もあると思う。最後に、言われたように来年4月の流動性預金のペイオフを睨んで、一段とという局面も場合によっては出てくるのだと思うが、取り敢えずそういうことである。

福間委員

私も全く植田委員が言われるとおりのことを認識している。表現はどうかだったか忘れたが同じことを言った積もりである。それともう一つ触れるとしたら、やはり今、銀行の債務構成が余りにもショートになっているということである。銀行のバランスシートを資金調達サイドからみれば、できるだけターム物というか、そういうものをどういう形でとるかが大事になってきている。だからこそオペの入札倍率等が、あれだけ高くなっている訳である。また銀行の一部にはもう少し回数を増やしてくればライアビリティの調整ができ易くなってターム物3か月とか6か月とか、そういうものがとり易くなるという声が聞こえてくる。やはりこれもALMの側面で問題になっている現れである。ALMが不安定だということは、金融システムを一段と不安定化させることにもなる訳である。それがさらに増幅するのはさっきと結論は同じであるが、要するに来年の3月にかけてである。そういう動きが一段と進んだり、あるいはドライアウトしたりすると大きな問題になるので、やはりここは金融機関が求めている「もう少し入札回数を増やしてくれ」というようなニーズにもよく耳を傾ける必要がある。銀行が幾らでも資金を吸収するというか応じてくる訳であるが、これはある意味ではそれだけのALM上のニーズがあるということである。やはりそれだけ債務のショートニングをもう少し正常化したいという意欲があるのだらうと思う。そのマーケットのニーズをよくみながら、対話しながらオペをやっていく必要があるのではないかなと思う。今、直ちに15兆円以上にすることではなく、「なお書き」でやれば今の段階では良いと思う。しかし、この目標のままでずっと続けることができるかどうかというのは、そういう市場のオペ・ニーズをずっとチェックしている

中で結論が出てくることもあるのではないかということである。

山口副総裁

今言われた点で、流動性預金と定期性預金というものの付保の限度を過渡的に現状のようなことにしているが故に、金融機関に入ってくる預金の構造が非常に大きく変わってしまっているということは、ある種規制の歪みみたいなものがちょっと出ているが、本来金融機関としても、もっとバランスのとれた債務構成が望ましいというふうに思っていて、一部の銀行では要求払い預金に預けたいという申し出を断っている。その金がどこにいつているのかはよく分からないが、ただそれは全面的に断り切れる訳ではないから、実際には統計のような預金構成が出てきているのだろうと思う。ただ、もう一つ言われたように、ファンディングがそういうふうになってしまっているが故に、貸出自体が非常に短期化するという形で、かなり大きな影響が運用面にも出ているというようなことが実際起きているのか。

福間委員

まず、貸出に対する需要は企業からは出ない。一方、銀行をみると、ファンディングが不安定化し、短期資金ばかり集まる中で、例えば貸出をやる場合にしてもALMのバランスというのを全く無視しては走らない。だから、例えば特殊な事例ではあるが、ある銀行では、4~6月はもう長期は全然出たくないということで、期落ち分を全部回収させて欲しいと言っている。これはファンディングが非常に不安定になっていることを示している。その銀行は、ある特殊な事情で、そういう格好で期落ち分の全てについて、大手企業にそういう依頼をしているが、中小企業にも同じようなことを言っている。要するにどういう貸出のポートフォリオも資産のポートフォリオも、もう一度ALMの観点から再チェックしている訳である。だから貸出を出すなどというところまでいかない。

山口副総裁

ただ、そのロジックでいくと、来年4月以降は流動性預金の獲得自体、もっと不安が増していくということになってしまうので、貸出は益々短期化していく。

福間委員

だから早く銀行を健全化させなければいけない。そういうことである。

須田委員

そのことと、けどそこに日銀が金融政策として…。

福間委員

そういう趣旨のことを言っているのではない。ALMの観点からオペの回数を増やすことが必要だということだ。要するにターム物が全くとれないという状況をよくみなさいという訳である。

須田委員

だから市場では駄目で、日銀だったらということは、そこで何らかの補助金なり何かになるということではないか。

福間委員

そうではない。銀行は、日銀に担保を預けてそれを見合いに資金を調達している訳である。また、現に担保余力があるはずであるから。

植田委員

実質的に既にやっていることではないか。その中でスワップしてあげれば良い訳である。どのようにスワップするかというと、ターム物で資金を出して、もっと短い売手で若干吸収してみたら…。

福間委員

だからこそそういう形で、今は短期でもって吸収している訳である。実際、今のコール市場をみていると、オーバーナイト取引は9時頃でパッタリと取引が終わる。銀行にとって、本来は一番最終の尻の3時から3時半頃に調整しなければいけないのに、その時にはもうマーケットにはほとんど誰もいない。勿論取引はそれだけではない。これとは別に、相互に親密な銀行同士、つまり分かった人と取引するという姿になっており、異様な短期金融市場になっている訳である。まずコールがそうになっていて、ターム物は市場間でほとんど取引がない。だから結局はダイレクトにそれぞれ話しながらやっている。だから為替取引がダイレクト取引というのはあるが、今、マネーの世界もダイレクト取引がかなり増えている。要するに分かった人と取引する。これを直ちにどうこう言う必要はないが、そういう変化をよくみて動かないといけない。今から良くなる方に行くのではなくて、一段とナーバスになるような状況にいくとしたらだが、ペイオフ解禁対象に定期性預金のみならず流動性預金についても入れるということになれば、マーケットは色々な反応をすと思う。それをよくチェックしておく必要があるということである。今の段階はそういうことである。

山口副総裁

オペの頻度とか、それから期間のとり方とかいうのは、金融機関サイドにそういうニーズが強いのであれば、日銀の窓口に直接要望として出てくるし、出てこなくても色々な形でそれは兆候が出てくるから、それをよく踏まえれば、現在のディレクティブの中で十分対応できると思う。

福間委員

だから私も結論としてはそう申し上げた。

中原委員

福間委員が言われるとおりの面を私もちょっと感じている。というのは、

CPで札割れが出ている。これはもう玉がないのだから金融機関は出しようがない訳で、一方で短国で倍率があれだけ高く、金利が落ち着いているのがよく分からない。だから、15兆円出ているから緩和の状態は変わらないんだと、潤沢なんだということが単純に言えるかどうかという感じは私もちょっと持っている。もうマーケットは活性度が非常に落ちてしまっているから、資金繰りの担当者としては凄い不安感を持っている。

福間委員

おっしゃるとおりである。

中原委員

日銀が出してくれないとは思っていないだろうが、ただ、いつオペをやってくれるかとか、その先の資金繰りについては不安を抱えながら走っている。従って、当座預金にできるだけ積んで置こうというインセンティブが働く。そういう意味では、植田委員の言われたゼロ金利をやっていても基本的には、そこはほとんど変わらないのではないかということに対しては、やはり不安だから当座を積んでいるということがあるので、まさにみずほがそれをやってきた訳である。だからそういう意味では、量的緩和の方が安心感をより大きく作り出すことができたんだろうと思うが、ただ、その場合の15兆円というのが上限になってしまうと、今度はインストゥルメント毎の問題も出る訳だし、ちょっと先の話であるが普通預金のペイオフ開始に向けては、そういう不安感が株安と同時に徐々に高まる可能性はある。それを「なお書き」で対応するのか、目標自身を上げる方が安心感がより強く醸成できるということは、私もあると思う。

植田委員

結論は賛成である。その全体感は微妙な話が色々あるのだと思う。つまり、みずほが沢山積みたと思えば、ゼロ金利だったら金利がちょっと上がり出すので日銀から資金が出てくるのだと思う。勿論、その時差や何か

あってそう簡単には積めないということが一つあるかもしれない。もう一つは、日銀がブローカーになってしまっているという背後に、余りに量的緩和をやり過ぎて——ただし、ゼロ金利政策でも金利水準を0.001%でフィックスするのだったら同じだったと思うが——市場機能がやや壊れていることが色々な問題を出しているということもあるのだと思う。

中原委員

ただ、資金繰りの担当者としては、日銀が出してくれるから大丈夫だというのは、やはり日銀だってどこで考えが変わるか分からない。

福間委員

いやいや、本当である。それはそんなものだ、マーケットというのは。

植田委員

それはでも時間軸効果が…。

中原委員

それはそうだが。

山口副総裁

市場がいわば分断されてしまって、日銀との相対取引的な市場に変質してしまったから、日銀が本当に出してくれるのだろうか、当然そういうふうには皆考えながらオペに応じてきているのだと思う。ただ、本当にそこに懸念がさらに強まっている、あるいは実際問題として必要な金がオペによって調達できていないということであれば、それはオペの落札金利にもうちよっと出てくるはずである。

中原委員

だから、私も落札金利がほとんど安定的なので、倍率だけ高いのがやや

ちょっと腑に落ちないと言ったが、カウンターパーティ・リスクというのは、結構やはりあるのだろうと思う。金利が上がってくればどこかが出してくれるという感じは恐らくないのだと思う。

福間委員

それはないと思う。逆にマーケットにしてみれば、金利を高く出せば逃げるだろう。ブラジルのスプレッドと同じである。

中原委員

ビッドで高いのを出せば引っ込めてしまう。

速水議長

政策面は皆さん大体一致していると思うので、今日はこの辺にするが、一つだけ、皆さんが言われたなぜここでアメリカがドル安、株安なのかという話に関連して、以前から、中央銀行の人達と話をしていて、昨日、今日ではなく、ずっとこういうことが起こるよということを言ってきたので、その背景をちょっとお知らせしておく。一つは、やはりここへきてアメリカがまた「双子の赤字」になりつつある。これはもう随分長い間「双子の赤字」でドルは弱かった。それがクリントンがあれだけ頑張って、98年に漸く財政を黒字にして、今年2002年度にまた赤字になる。こういう「双子の赤字」の下で、ドルがそんなに強くあり続けるはずがないというようなことは、よく知っている人達は皆さんみている。95年のメキシコの時もそうだったが、あの時はソフトランディングでアメリカ経済が良くなりつつあるところでメキシコの通貨危機が起こって、急にアメリカでドルが売られて、世界の金がドイツと日本へ逃げてきたということだった。それで1ドル80円というようなことが4月に起こってしまったが、そういうようなことは起こり得るよということは中央銀行の人達、特にヨーロッパの人達は、皆さんある程度思っている。それが一つと、もう一つこれも国際的な立場でいつも出てくることで、表立って口にはしないが対で

話しているといつも話をするのは、やはりアメリカが債務超過だということである。今は2兆2千億ドル位の対外債務超過を持っている。これは昔はドル債務と言ってアメリカからみれば債務であり、我々からみれば垂れ流しで貰ったドルであり、これはいつ値が下がるか分からないということをして70年、80年代位は考えながら持っていた訳である。それでアメリカが改革を思い切ってやって、90年になって漸くああいうふうに変わってきている訳であるが、まだ2兆2千億ドルというのは減っていない。經常収支が4%の赤字であり、これもずっと続いていてここへきてまた多くなってきた。これが債務を作るといえばそうかもしれないし、またこの2兆2千億ドルで、仮に5%の金利を払ったとしても1千億ドルであり、1千億ドルを超える經常の赤字が出ている訳である。我々がこうやって大量のドル買いを仮にやっても、買うのはドルの債券であるから、彼らの債務が増える訳である。だから数百億ドル買えば日本に対する金利だけでも、元本は勿論のこと、金利だけでも經常でまた赤字の要因が増えてくる。そういうことは今の市場は知っているし、連銀も長くやっている人は皆さんそれを知っている。だから我々がむやみやたらと円/ドルだけでドル買いをやるとしても、そんなに効くものではないと彼らは思っているし、またそれをやられると金利を沢山払わなければいけないということも頭の中にあるだろうし、そういうことから、向こうが喜んで一緒にやるという感じではないし、そういうことをやっている中央銀行はほかには余りない。そういうことを考えると、やはり今のドルの弱さというのはくるべくしてきているのかもしれないという感じがする。こうしたもとで我々も波は確かにまだあるだろうが、基本的にはそういう構造を持った国際通貨情勢であるだけに、これをどうやって乗り越えていくか。ブロンウッズが潰れたのもこういうことで潰れて、その後何が起こったかという、やはりドルが下がって資源国は自分達のオイルなどの値段を上げてくれというので、オイルショックが起こったりしていった訳である。そういうことが続いた格好がここへきてまた起こりつつあるのかもしれない。テロの政治的な不安もあると同時に、こういう問題を抱えているということは中央銀行

の古い人達は皆さんよく知っていて、非常に怖がっている。そういうことを考えて我々の対応も考えていかなければいけないと私は思っている。そのことは基本的にはやはり日本はもっと円建て取引を増やしていかなければいけない。輸出が40何兆円あるが、半分以上がドル建てであるから、これでドルが上下するその都度、円／ドル相場で損が出た、益が出たと騒いでみても、これは駄目である。やはりもっと円を使って為替の当面のリスクをなくしながらやっていかないと、見通しがよりはっきり分かるようにしてやっていかないと駄目だと思う。私は当局がやはりそういう方向に進むべきだと思うし、皆さんその線で協力願えればと思う。これは皆さんの話を聞いていて感じたので、古いセントラルバンカーとして感じたことをちょっと言わせて頂いた。

この辺で私も今日の討議に関連して纏めたいと思う。前回会合以降に新しく公表された指標で、足許の輸出の強さが幾分目立ったということはあるが、基本的には前回の景気判断を変更するような材料が特にあったとは思わない。また、景気の先行きについても、企業収益の改善とか夏季賞与のかなりの減少を示唆するような調査結果がみられたが、いずれも企業部門の回復と雇用・所得面における根強い調整圧力の併存といった、展望レポートで示した標準シナリオの構図に沿った動きであるように思う。

この間、金融面では、株価が米国株価に引きずられた形で中旬以降下落を続けている。株価の下落は、金融システム問題や企業マインドへの影響の他に、金融機関の体力とかこれによる債券運用姿勢の変化を通じて、長期金利にも影響を与える可能性があって、気を付けてみていく必要があると思う。

米国株価の下落については、本邦株価の影響のみならず、展望レポートでもリスク要因として挙げている海外経済の回復力と持続性という観点からも留意が必要である。米国経済について特に気になるのは、実体経済面では総じてみれば景気回復基調を裏付ける各種指標が出はじめていることである。米国の株価の下落については、企業会計への不信とかテロへの懸念といったようなことをはじめとして様々な要因が含まれていると

思うが、こうしたちぐはぐな動きが、先行きの景気回復のパスを考えるうえで、どのような意味を持つのか、今後慎重に見極める必要があると思う。また、こうした動きが国際的な資金フローの変化を通じて、世界経済全体へ影響を与える可能性についても留意すべきだと思う。

以上のような経済・金融情勢を踏まえると、当面の金融政策運営については、現在の調節方針を維持することが適当と考える。

ただ、今後、日本経済を安定的かつ持続的な成長軌道に戻していくためには、現在の思い切った金融緩和策を継続する一方で、やはり経済活性化策や税制改革への取り組みなどを通じて、改革の成果を一つ一つ積み重ねていくことが不可欠だと思う。昨日、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2002」が閣議決定されたが、こうした方針の下で、今後、改革の具体化が着実に進められていくことを強く期待したいと思う。私からは以上である。

さらにもし意見があれば、どうぞお願いする。

田谷委員

意見ということではないが、今日、アメリカ株の下げという話が随分あった。私もそういうことを言った。ただ、事実の問題として、アメリカ株が中心として下がっているということでもないと思う。例えば、一昨年5月にニューヨーク株がピークをつけて、それから今日に至って、——5月末の数字しか持っていないが——結局、世界の株式市場に占めるアメリカ株の時価総額というのは、当時でも50%、先月末でも50%と変わっていない。あるいは、欧州の株式の時価総額を全部足すと、やはり一昨年の5月末は30%、先月末も30%と変わっていない。日本株は確かその当時11.6%だったと思うが、先月末は大体10%位に低下している。それではこのGDPを比較してみるとどうかというと、ラフに言っただが、アメリカは3割、ヨーロッパも大体3割、日本は14~15%であるから、こういうことからするとやはりアメリカの株式の時価総額というのは、そういうところからすれば高い状態が依然として続いている。しかも面白いなと思

うのは、アメリカもヨーロッパも、日本もそうであるが、結局この2年間で下がっている株というのは、90年代後半に上がった株が下がっているのであって、通常の伝統的な銘柄と言われるものは、実はこの2年間、例えばニューヨーク市場で言うと半分の株価は全く下がっていないという事実がある。であるから、やはりこの過程は、世界的なITバブルのクリエーションとその崩壊過程をただ単に表わしているだけで、例えばまだ国際的な投資家がポートフォリオを通貨単位でリシャッフルしているかという、私はしていないような気がする。例えばドイツにしてもフランスにしてもイギリスにしても、アメリカの例えばS & P 500の指数と比べてどうかと言えばそれ以上に下がっている。例えばこの1か月にしても、今年年初からしても、あるいはどこからみてもどちらが下がっているかと言うと、実はヨーロッパの方が下がっているという事実がある。日本の株の下がり比較的マイルドであるということもここ最近の現象ではあるが、要するに何か我々のイメージだと、アメリカがかなり先行きの不透明感、あるいは企業収益に対する悲観論が強まって下がり、それによって色々なことが起こっていると言うが、どうもちょっとそうではないような気がする。であるから、何か主張があるとかではないが、事実の問題として、どうもアメリカ株の動きにばかり我々が引っ張られ過ぎて考えるのは、ちょっと何かを間違えるのではないかなという気がする。だからどうだという訳ではないが、ちょっと色々今日聞いて、事実是这样であるということをやっと申し上げたかった。であるから、本当にこのドルベースでの資産に対するアペタイトが下がり、本当にリシャッフルが起こってきたら、これは相当のことが起こると言うふうに思う。それだけである。

速水議長

それではこの辺りで政府から出席の方々に意見を聞かせて頂ければと思う。谷口副大臣お願いします。

谷口財務副大臣

申し上げます。政府は、構造改革を着実に進め、民需主導の持続的な成長を実現するため、昨日、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2002」を閣議決定したところである。また、先般 6 月 17 日、政府・与党で合意された「当面の経済活性化策等の推進について」においても、この「基本方針」を今後のデフレ対応の基本としつつ、政府としては、早急に実施できる事項を検討し、可能な限り早期に実施していくこととしている。なお、これらの中では、デフレ克服のため、日銀においても、引き続き実効性のある金融政策運営が期待されている。

こうした政府の方針に呼応し、日銀におかれても、デフレ克服のため、金融政策運営にもさらなる工夫を講じ、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。前回会合において、わが国の経済情勢に下げ止まりに向けた動きがみられるとの認識が示された訳であるが、金融政策の効果は、こういう時期にこそ、デフレ心理を払拭するうえでより効果的であると考えている。加えて現在までのところ潤沢な資金供給が行なわれているが、引き続きこれを維持するとともに、今後とも経済・市場動向や金融情勢について十分注視し、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する。

そういうことであるが、また若干私から付け加えると、先日 5 月から 6 月にかけてヨーロッパに行ってきた、BOE、または ECB の方々と意見交換をした。その中で一つは、米国経済の見方についての意見交換があり、今審議委員の皆さんが言われているような状況で彼らも共通の認識を持っている訳である。それで、先程総裁も言われたところと重なる訳であるが、アメリカの経常収支赤字がこのところ拡大しつつある。2000 年には経常収支赤字の対 GDP 比率が 4.5%、また、2001 年には 4.06% といったようなところがどうも 5% 近くなりつつあり、ことによると 2003 年には 6% にいくのではないかというようなことも言われている訳で、Fed の中ではこのような状況の中で、為替がやはり 10% から 20% 程度調整が働くのではないかと言っているような方もあると聞いている訳である。こ

ういう状況の中で、たまたま私がヨーロッパに行った時に4円～5円程度の円高の状況に遭遇した訳であるが、その状況認識については、BOEまたはECBの皆さんも共通の認識であるというように思っている。またもう一つは、私が2か月ほど前から非常に気掛かりであったのは、先程も春委員が言われていたように、米国の資金流入の変調があるのではないかということである。どうもこれまでの状況をみていると、去年は米国に5千億強の資金が流入しているというような状況であり、また、7～9月、9月11日のテロがあった四半期においても600億程度の資金流入があったが、年を越えて今年の1月が140億ドル程度、また2月もその程度であり、どうもその資金流入の状況が変わってきたのではないかということで、その辺りも大変危惧していたのだが、今、為替の状況についてもここにきてこれが顕在化するといったようなことになっている訳である。このような状況は、先程総裁が言われたような見解と、私は全く同じであり、そういうことがそもそも米国経済の本質にあるのだというようなことなのだろうと思う。先程、総裁は円建て取引を増やすといったようなことも言われた訳であるが、この話の中では、例えばわが国が介入する場合に、今はドルの介入をしているが、ユーロの介入をとというような話が出てきたり、外貨準備におけるユーロの割合を増やしてはどうかといったようなことも先方は言われた。私は、財務省に帰って、そのようなことも検討してはどうかと言ったところであり、そのような観点、リスク分散というような観点もこれから進めていく必要があるのではないかとこのように考えている。

このような経済状況の中で、やはりデフレ傾向は続いている訳である。そういう状況を克服するといったことで、前回も申し上げたが、長期国債の買い切りの上限について、去年の3月にいわば明文化された訳であるが、このような状況の中で、政府・日銀が一体となってデフレを克服するというような観点の中で、私はそのような上限について外すといったような観点での議論が行なわれれば有り難いというようにも考えている訳である。以上である。

速水議長

それでは、小林内閣府審議官をお願いします。

小林内閣府審議官

はじめに景気の判断であるが、景気の基調判断については、17日の月例経済報告等関係閣僚会議において、前月に引き続き、「景気は依然として厳しい状況にあるが、底入れしている」と報告した。先行きについては、輸出の増加や在庫調整が概ね終了していることの影響が、今後、経済全体に波及していく中で、景気が持ち直しに向うことが期待される。しかし、依然厳しい雇用・所得環境などが今後の最終需要を下押しする懸念があることから、景気の動向については、引き続き注視が必要であると考えている。政府は自律的経済成長を実現するための民間需要、雇用の拡大に力点を置いた構造改革を進めることとしている。このため昨日、経済活性化戦略、税制改革、歳出改革などを内容とする「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2002」を閣議決定したところである。また、17日に総理から当面の経済活性化策等の推進についての方針が示され、与党3党首合意事項とされたところであり、政府としては「構造改革特区」の制度をはじめとして、基本方針の早期具体化に努力して参りたいと考えている。

デフレ克服に向け、政府、日本銀行は引き続き一体となって強力かつ総合的な取り組みを行なうことが重要であり、政府は不良債権処理の一層の促進を図るとともに、活力ある金融システムの確立に向けた金融の将来像を展望する観点から、中期ビジョンを早急に取り纏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・実施をして欲しいと考えている。

速水議長

ただ今の意見はあくまでも参考意見と伺ってよろしいか。参考にさせて頂く。

これで、一応議案の取り纏めの段階に入ったと思うので、当面の金融市

場調節方針について、皆さん、現状維持という意見ではなかったかと思う。私の方からその旨の議案を提出したいと思う。他に正式に議案を提出されたいという方がおられるか。

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。

[事務局より議案配付]

櫛田企画室企画第1課長

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。」。別添の対外公表文である。「平成14年6月26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

私の議案は多数の委員の考えを集約して提示したものであるが、これで宜しいか。その他質問なり追加的な討議があればどうぞお願いします。

それでは、議論は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。恐れ入るが政府からの出席の方は一旦別室に退席願う。

[政府からの出席者退出]

それでは、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、その結果を報告願いたい。

[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直後に行なうこととする。

IV. 議事要旨（5/20～21日開催分）の承認

速水議長

それでは次に、前々回5月20、21日会合の議事要旨を承認頂きたいと思う。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7月1日月曜日の午後2時に公表する。

[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
全員一致である。

速水議長

それでは、これは7月1日の午後2時に公表する。

V. 平成14年7月～12月の金融政策決定会合開催予定日等の承認
速水議長

最後に、先行き半年間の決定会合開催予定日の承認を頂きたいと思う。
この半年分について、既に配ってある日程で宜しいか。

[全員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としてこれを承認することとする。

[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

決裁が終了した。

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7月15日および16日に予定している。何か今日、時間中に会合が終わったようなことを流したような報道があったようだが、藤原副総裁から話をして欲しい。

藤原副総裁

気づかれた方もおられるかもしれないが、10時42分に「日銀・金融政策現状維持を決定」というふうにテロップが流れた。それから10時55分に、「それは誤りであり、まだ金融政策決定会合は終了していない」と「訂正、お詫びし原稿を削除する」という報道が流れた。これはよくよくみると見出しのところに「予」と書いてあるから、予定稿として用意したものが流れたのだと、ケアレス・ミスかもしれない。しかし、予ねてから報道のあり方については当委員会でも色々な問題もあって、嚴重にちゃんと管理しようということになっているので、訂正したとはいっても、政策委員会はこれを遺憾なことだと思っているということを口頭でもよいから、それを執行部の広報担当から当該電子メディアに伝えておいて欲しいと

思う。

VI. 閉会

速水議長

それでは、議事要旨についてはどうぞ一つ機密管理に皆さん、協力頂きたいと思う。本日はどうもありがとうございました。

(午後12時44分閉会)

以 上