

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2002年8月8日

8月9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 (8日 13:59~15:53)
	谷口隆義	財務副大臣 (9日 9:00~12:40)
内閣府	小林勇造	内閣府審議官 (8日 13:59~15:53、9日 9:00~12:40)

(執行部からの報告者)

理事	永田俊一
理事	平野英治
理事	白川方明
企画室審議役	山口廣秀
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
国際局長	堀井昭成

(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	衛藤公洋
企画室調査役	清水誠一

I. 開会

速水議長

それではただ今から金融政策決定会合 8 月分を開催する。

(午後 1 時 59 分開会)

はじめに、会合の取り進め方について申し上げる。本日は、金融経済情勢に関する執行部からの報告と関連する質問、質疑応答のセッションとする。明日は朝 9 時から会議を再開して、まず、金融経済情勢と金融政策の運営方針に関する委員の討議、もしあれば政府からの出席の方々の発言、そして金融市場調節方針の採決と進めて参る。その後、金融経済月報の基本的見解の取り纏めを行ない、最後に前々回および前回会合の議事要旨の承認を行なう予定である。

政府からの出席は、本日は、財務省から藤井財務省大臣官房総括審議官、内閣府からは小林内閣府審議官が出席されている。なお、明日は財務省からの出席は谷口財務副大臣、内閣府からは引き続き小林内閣府審議官が出席される予定と伺っている。

予め断っておくが、会合の中で出された意見、発言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者におかれては、そのことを前提に発言頂くよう宜しくお願いしたいと思います。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

それでは、金融経済情勢等に関する執行部報告に入る。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をしてもらう。白川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。前回の決定会合以降の日銀当座預金残高（実績値）の推移であるが、ディレクティブに従って、現在 15 兆円程度の当座預金残高の供給を維持している。この間、オーバーナイト金利は 0.001 ないし 0.002% で動いている。こうしたもとで、市場の資金余剰感は一段と強いものになっているというのが最近の特徴である。次に図表 1-3、業態別の当座預金保有状況である。表面上は余り大きな動きはないように見えるが、仔細にみると、例えば短資の当座預金口座が昨日で 4 千 6 百億円、7 月の積み期平均で 3 千億円ということでここにも資金が余っている状態が反映されている。また、都長銀は、昨日 5 兆 8,874 億円となっているが、この都長銀のところも実際はコール市場にオファーをかけて、しかしながら出し残った末に結局当座預金が積み上がったしまったというケースが増加している。例えば 5.8 兆円のうち、

がみずほ 2 行であるが、みずほ 2 行は目途として大体

に当座預金をもっていきたいという意思を持ちながらも、結局出し残って現在 積んでいるといった状況である。こうした資金余剰感の強さは、次の図表 1-4、最近のオペ結果の推移にもかなり明瞭に反映されてきている。資金吸収サイドの手形売出オペの結果は、昨日 8 月 7 日、一週間物で 5 千億円のオファーをしたところ、例えば都銀の 4 大グループのうち、3 先が 0.001% という最低水準で応札上限——この場合応札上限は 2 千 5 百億円だが——一杯の入札をしてきた。結果は平均落札レート、落札決定レート共に 0.001%、按分比率は 21% という非常に低い水準である。資金余剰感が非常に強いことを反映している。こうした資金余剰感の強まりは供給サイドの手形買入（全店）オペレーションにも反映してきている。手形買入では、最近の 2 本、8 月 2 日の 5 か月もの、8 月 6 日の 5 か月ものから年末越えのオペをオファーした。過去これ程早い時期に年末越えの手形オペをやった例はなく、昨年の場合、年末越えの手形オペは 9 月 20 日からであった。ただ、今回これ程早い時期から打ったにもかかわ

らず、落札決定レートを見ると、8月2日は0.002%、8月6日今週はじめには0.001%ということで、年末越えにも拘わらず早くもレートは低下してきている。また、短国の買入、こちらの方も直近8月2日は0.001%ということで最低水準になっている。全体としてみると、9月末越えのみならず、年内あるいは年末越えについても金融機関は資金繰りに対して、かなりの安心感を持っている状態である。現在のオペの感じからすると直ちに札割れになるという感じではないが、やや留意を要する状況になってきている印象である。参考までに私共の今やっているオペの期間別の運営実績を計表にして纏めてみた。年初以来、札割れを回避するために短期国債の買入れおよび手形の全店、本店という期間の相対的に長いオペを、応札倍率が高いことを利用して打ってきた。その結果、7月末時点での短期の供給手段の約定平均期間は4.3か月になっている。因みに残高ウエイトの方をみると、短国の買入れが46%、手形の買入れ(全店)が29%、手形の買入れ(本店)が14%ということで、この長めのオペ3種類で9割に達している。これまでそうした運用を続けてきたので、現状は目一杯長めのオペで資金供給を続けている姿に既になっている。

次に、金融市場の動向である。まず、図表2-1、短期金利であるが短期国債のレートは、ただ今オペでも申し上げたが、マーケットの資金余剰感を反映して、現在、足許0.001ないし0.002%という流通レートになっている。また、ユーロ円の金先イールド・カーブをみると、9月限、12月限は、今述べたようなマーケットの状況を反映して、既に低水準になっている。さらに、最近の動きとしては、来年の3月限以降のところもレートが大分低下している。特に先般のペイオフ全面解禁見直しというか、決済機能の保護措置を採るという報道以来、来年の3月限以降についても金先レートは低下しており、全体としてみると、大体いずれのタームにおいてもほぼ過去最低の水準の圏内にあるというのが現在の短期の状態である。続いて図表2-2、金融・為替市場の動向である。一言で申し上げますと、前回の決定会合以降、全体として欧米の株価の下落、それを踏まえた海外投資家のリパトリエーションの動きが新たにみられ、これに引きずられて

株価が下落する、あるいはドルが買い戻されるという動きである。一方、債券は株価の動向を眺めて結構振れの大きい展開であった。一つ一つみていきたいと思うが、まず、図表 2-3、株価である。株価の推移をみると、5月の23日に11,979円と、今年のピークを付けた後、少し下がって7月上旬は10,960円と11,000円弱の辺りまで軟化した。この辺りまでは欧米株価の下落にもかかわらずふんばっていた局面だが、最近では、欧米株価の下落に引きずられる形で9,000円台後半の動きとなっている。一昨日は、バブル後ボトムにかなり接近し、9,500円という水準を付けた。昨日、本日といったところは9,800円を挟んでの動きである。次に、図表 2-4 で少し欧米株価との対比をみてみたいと思う。アメリカの株価がピークを付けた3月19日以降、各国株価が今までどれ位下落したかをみると、日本株のTOPIX、日経平均は、相対感から言うと、まだ欧米株価よりは下落率が小さい状況である。ただ、7月23日、これは一旦アメリカのニューヨークダウの株価がボトムを付けたところであるが、それ以降欧米の株価の方は少し反発をしているけれども、日本の方は海外投資家からのリパトリエーションを背景に、引き続き軟化を続け、トータルとしてみると欧米株価の方へ近付いた格好である。図表 2-5、主体別および対内外の証券投資の動きであるが、今回の株価の下落の局面では、特に海外機関投資家、就中、米系投資家のリパトリエーションに伴う日本株の売りの話が指摘されてきたところである。週次ベースの対内証券投資のうち株式の数字をみると、先々週7月22日から7月26日の週は2,273億円の売り越しと比較的大規模の売り越しになっており、今朝公表された7月29日から8月2日、つまり先週分の計数も1,328億円と比較的大きな売り越しが続いている。対内証券投資でいくと4月の15日以降9週連続、外人は買って来た後、7週連続売り越ししている姿になっている。米系のファンドは欧米株価の下落に伴ってある程度損失が出たということで、日本株を利食うないしは解約に備えた現金手当のために日本株を売ってきている、あるいは欧米株価が下落したので、リバランスが生じているといった様々な見方がある。いずれにしても、朝から外人売りが出てくると国内勢は買い上がって

いけない状態で、現在は外人勢の出方をみているというのがマーケットの雰囲気である。ただ、マーケット全体の雰囲気は本年1~2月頃に比べると、まだ落ち着いている。一方で、国内の景気の回復期待が出ていること、あるいは金融システム不安自体が1~2月に比べれば後退していることが、マーケット全体の雰囲気としてはそこまで強い悲壮感に包まれていない背景ではないかとみられる。次に、図表2-6、為替相場の動きである。為替相場の方も、今申し上げた海外からのリパトリエーション、日本株を売って、株を売って得た資金でドルを買い戻す、ドルに換金するという動きがあった。そうしたことから、マーケットの方はドル/円相場をみても、115円70銭をピークに120円88銭まできて、本日は120円挟みのところで動いている。ユーロ/ドルの方も1.01を付けた後は0.96台まで下がってきている。ただ、一つ付言すると、これまでは米ドルの下落については、米国株価の下落が指摘されてきた。その米国株価の下落の背景としてはアメリカの企業会計に対する不信が言われ、専ら米国固有の原因といった捉え方をされてきた。一方、最近の欧米株価、特にアメリカの株安にはアメリカの経済指標が予想よりもやや悪くなってきているという面がある。こういう材料の場合にはアメリカの経済だけではなく、ユーロ圏の経済あるいは日本経済にも悪影響が及ぶのではないかという見方から、これまでの様に米株安=米ドル売りという単純な図式にはなり難いという雰囲気もある。ドル安トレンドに変化が生じつつあるのかどうかちょっと微妙な局面に入ってきていると認識している。図表2-8は、念のためエマージング諸国の為替相場の動きをプロットしたものである。7月に入ってからウルグアイペソおよびブラジルレアルが急落し、ラ米通貨の一部がアルゼンチンペソを追いかけるような形で落ちてきた。ここへきて対ウルグアイ向け米国の融資が決まるとか、あるいはブラジルに向けたIMF融資が決まるという話があって徐々にレートは落ち着いてきている。この間、アジア通貨は相対的に落ち着いた動きを示しており、いわゆるコンテージョンが起こるといような状況は今のところみられていない。次に、図表2-9、長期金利の推移等である。長期金利は、株価の下落に日々やや気迷い

ながら比較的振れを伴いつつ下方向に動いてきている。基本的にはやはり株価の下落、それからこれまで生じたドル安、円高が長期金利を押し下げる方向に寄与したものと考えられる。ただ、日々をとってみると、株価が大幅に下落する日はむしろ銀行の実質自己資本が減少する、従って銀行のリスク許容量が低下するのではないかといったことが強く意識されて、下落が大きい時には売りが嵩むといった展開である。これからも引き続き株価動向を睨みながらの長期金利の推移になるものと思われる。最後に図表2-10、信用スプレッドの動きである。社債流通利回りの対国債スプレッドと銀行セクター債の対国債スプレッドを達観してみると、最近は横這いである。ただ、海外市場で海外の投資家などが主として手掛けているクレジット・デフォルト・スワップ・レートの方は上昇傾向を示しはじめている。海外勢はやはり株価の下落をそのままスワップ・レートに反映させている面があり、国内のマーケットの雰囲気とやや異なる動きになっている感じである。

以上、結局、国内のマーケットの方は、欧米の株価の動向と海外投資家の出方をみる、ないし出方を待つという雰囲気である。引き続き今現在の国内のマーケットは、相対的に心理的に落ち着いているが、株価が一段と下げるような場合、こうした信用面での安定感というのがどうなっていくかを注目していきたいと考えている。私からの報告は以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

田谷委員

2 ページの図表1-2、日銀当座預金の保有状況のテーブルの中で、外銀の当預保有状況というのがずっと安定的な訳である。その日本の金融機関に対応する外銀の顔ぶれというのは、結構このところ変わってきているということにもかかわらず、これだけ安定しているということは、やはり日本国内の金融機関のこういったインストルメントを使う需要というの

は、安定しているということではないかと思う。要するに何か外貨資産を持っていて、そのファンディングを幾つかのルートでしていて、そのルートの一つがこのマーケットを使っているということだと思うが、どこをみていたら、どういうことを考えたらこれが今後とも安定していこうという予想をしたり、あるいはこれが変化するだろうと予想するようなことができるのだろうか。漠然とした質問で恐縮だが、ずっとこれをみていてなぜこれだけ安定しているのかというのが、どうしても私には理解し難いということである。

山本金融市場局長

私の方も漠然たる答えになって恐縮だが、邦銀は外貨資産をずっと圧縮してきた訳であるが、そのかなりの部分を現在円投でファイナンスしている。特に外銀を相手とする円投でのファイナンスは、彼らの細かい日々の動きの中での調達に使っている訳ではなく、むしろ必要円投額の根っこのところを外銀から固めているといったスタンスで運営している。従って、この残高は邦銀のサイドから見ると、常に外銀からとり続ける、マンス物でロール・オーバーしていくといったイメージで運用されているのだろうと思う。一方で、指摘のように外銀は結構顔ぶれが変わってきた。変わってきたが、トータルとしてみると、欧州大陸系であることには変わらない。その中で、個別ネームは変わっている。結局、マイナスの円転コストが大体3か月物で5bpないしは場合によっては6bp位のところであり、その辺りで外銀が出してくれるかどうかということであるが、恐らく、5bp、6bpであれば邦銀のサイドから見ると確かに割り損ではあるけれども、それ位ならば払える。従って、その分は引き続きある程度根っこの分として確保しておこうということで、基本的にきちんとロール・オーバーしていく動きになっていると思う。指摘のように外銀のサイドで今まで非常に大きな金額を出していたところが、引っ込んでいった訳であるが、引っ込んでいった理由は今一つまだ我々のサイドも確実には掴めていない。その一方で、引っ込んでいく過程で新たな欧州系が同じスプレッドで、つまり5bp

とか 6bp で拠出量を拡大しており、そうした動きでぐるぐる回っている状態である。この金額が減るようなケースは、外銀がこの程度の円転コストのマイナス幅では出せないというようなケースであり、そうすると円転コストのマイナス幅が急激にさらに拡大して、今度は邦銀が、とても円投しても割が合わないという形でその分外貨資産をさらに圧縮し、その結果として当預に残る部分がどんどん減っていくという巡りかと思う。ただ、今は 5bp、6bp 位で出しに応じる外銀とそれ位であれば調達としてコンスタントにとり続けるという邦銀がちょうど見合っていて、この残高がほぼ同一金額で維持されているという印象である。

植田委員

先程説明があったが、リパトリエーションで日本の株が売られているというところは、もう一つはっきりしない。アメリカの株が下がったからアメリカの機関投資家が日本の株を処分するという時に考えられるのは、日本の株も下がるだろうと思うか、あるいは機関投資家の方自身に流動性制約とか資本制約とかがあって処分しなくてはいけないというようなことだと思うが、その辺何かヒアリングでもう少し掘めているのか。

山本金融市場局長

マーケットではその両方のことが言われている。恐らく両方のことが入っているのかなという感じだが、機関投資家そのものに直接ヒアリングをなかなかできないため、それ以上のことはなかなか言えない。ただ、一つだけ申し上げられるのは、ドル建の日経平均株価の推移をみると、——どこの時点で外人が買ったかによって、損か利が乗っているかということが分かるが——これまで円高が進んできた効果として日本株は売っても然程損が出ない、あるいは場合によっては利が乗っている部分がある。一番マーケットで言われていたのは、やはり米系投信が流動性制約からキャッシュを欲しており、そうした中で日本株を売るのであれば、多少利益も出たという過程があったのだろうと思う。であるから、特にその過程

では日本株を売りにきていたということではないかと思う。

植田委員

債券は余り売られていないというのが、何かに出ている。

山本金融市場局長

金額的には、債券はむしろ買われている。対内外証券投資をみると、むしろ一時的に大量に買われたという感じがある。

植田委員

それはまたそれで理屈があるのか。

山本金融市場局長

ここも確かに言われるとおりののだが、債券マーケットの方は確かにフォーキャストとして言えば、欧米の債券金利があそこまで本年ボトムの更新を続けてきたので、日本についてもむしろ価格としては強くなるだろうとみていた可能性はあると思う。

白川理事

リパトリエーションでの債券については、もともと配った図表の16に、リパトリエーションが受ける過程でどの通貨から買われたかということを示したグラフがある。

山本金融市場局長

一昨日配った方の資料の2である。

白川理事

買い戻しがどの通貨から始まったかという、カナダドルとか豪ドル、それからニュージーランドドルこういうものから始まっていて、それが

ら段々に他の通貨にいつている。この一つの説明としてマーケットで言われているのは、相対的に高金利通貨であったカナダドル、豪ドル、これはそういう意味ではキャリー・トレードでやって、低金利の通貨でファイナンスして高金利通貨でそれを売っているということである。これはやはりそういう意味では、先程のキャッシュを調達するというニーズとも一応見合う説明かなとも思うが、ただこれは間接的な話である。

中原委員

先程、日本の銀行のクレジット・デリバティブが下がる傾向があるということであったが、こここのところの下げでは銀行株より比較的パフォーマンスが良かった。であるから、株価をみて下げると感じる、このデリバティブのところではないのではないかなという気がする。全体の株価水準が下がっている中で、本来は銀行が大変だということで、銀行が売られるかと思ったところ比較的銀行の方がパフォーマンスが良いというのはどういうふうにみているのか。

山本金融市場局長

マーケットでは銀行株に関しては、今年度上期は相対的に企業の破綻が少ないのではないかと、予想外に大きな償却が必要となるような破綻は出てこないのではないかと、せいぜいワールド・コム位であるがその金額も然程大きくない、と言われている。どうもマーケットはその辺りをみながら銀行株の評価をしているようである。ただ、言われるようにこれは、専ら外国の投資家のやりとりであるので、バックグラウンドをどう評価しているかというのはなかなか難しい。今年の年初程の水準まではまだ上がっていないという意味では、銀行株の動きに似ていると言えなくもないので、その辺りをどう評価するかということかと思う。

速水議長

他になれば次へ参りたいと思う。次、国際局から海外金融経済の動向

について説明してもらう。平野理事、堀井国際局長にお願いする。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

それでは海外経済の現状評価に関して、前回会合から判明した経済・金融指標について資料3参考計表、追加分に則して報告する。

まず、図表1、米国についてである。一言で申し上げて先月の決定会合以降判明した経済指標には、景気の弱さを示す数字が多いということかと思う。実質GDP成長率は、4～6月期には年率1.1%と1～3月期の5.0%から大きく低下した。また、直前の市場予想であった2.3%からもかなり下振れしている。GDPについては、後でもう少し詳しく申し上げるとして、その他の新たに判明した計数について説明する。6月末近くにワールドコム不正が発覚して、ニューヨーク株が急落した訳であるが、その影響下にある7月の統計が公表されている。まず、消費者コンフィデンス指数が7月に急落している。また、ISMの指数も製造業、非製造業共に後退している。さらに、非農業部門雇用者数の増加は弱く、賃金の伸びも低いことがみてとれる。この間、6月の生産は堅調な伸びを示した訳であるが、設備投資の先行指標である非国防資本財受注、そして製造業受注も弱い数字となっている。明るい方では、自動車販売は、6月の年率1,678万台という数字の後、業界の速報値では1,800万台程度となっている。また、チェーンストアの販売もそこそこしっかりしている。次に、図表2、GDPのグラフであるが、今回のGDP発表に伴って、1999年からの計数が遡及改訂されている。従って、以前の計数とは直接繋がらない訳ではあるが、グラフでみて1～3月期の5%から4～6月期は1.1%へと成長率が大きく低下している。需要項目別には1～3月期には減税などを背景として個人消費、そして何と云っても在庫調整の一巡から在庫投資がそれぞれ成長を押し上げた後、こうした押し上げ要因の程度が4～6月期には低下しているというのがみてとれる。この間、グラフのマイナス方向に伸びているのは、設備投資と外需であり、これらの弱さの持続も引き続き目につく

ところである。因みにその下の表にはブルーチップの見通しとの差を書いているが、多くの項目で下振れしているが、中でも設備投資の下振れが大きい。なお、GDPデフレーターは、4~6月期前期比年率1.2%と、ほぼ前期並みの数字となった。次に今月気になる指標について改めて確認したいと思う。図表3、消費者コンフィデンスであるが、7月のところで頭を下げている様子がみてとれる。しかしながら、個人消費の基調自体は、6月まではしっかりしており、その後についても7月の小売統計が比較的底固い動きを続けている様子が認められる。次に、図表4、企業のコンフィデンスだが、これも7月には急落している。設備投資関連の指標は今年に入って一進一退だった訳であるが、6月は大きくマイナスとなった。ただし、鉱工業生産は少なくとも6月までは好調であるし、また、企業収益も増益となっている。設備投資の今後の状況については、ストック調整圧力、それから株式市場を含めた金融の環境といったものの評価も合わせて行なわなければならない訳であるが、その一つの点に関して、今月追加的に気になることがある。次の図表5、社債の米国債利回りとのスプレッドを示したグラフをみると、まず、今年の6月頃、投資不適格債の債券のスプレッドが大きく拡大している様子がみえる。また極く最近には、最も格付けの高いトリプルA債のスプレッド、これも僅かながら広がっているということがみてとれる。また、社債の発行額のグラフをみると、最近の7月というのは、過去数年で最も社債発行の少ない月となった。もっとも、これにはワールドコム不正発覚直後にSECが大手企業947社のCEOとCFOに対して、直近の財務諸表の適格性を8月14日までに宣誓して報告しろと、そういった通達を出したために企業の財務・経理が忙しくて社債発行どころではなかったといった事情が影響していると言われている。ただし、銀行貸出のうち商工業向けというグラフをみると、昨年夏以降ずっとマイナスを続けているということと合わせると、気になる動きではある。そこで、ニューヨークの金融界に幾つかヒアリングしてみた。今聞いている感じでは、銀行は中小企業向けを引き締めているといったことではなくて、むしろ、エンロン、ワールドコムといったものに象徴される

ラージ・コンプレックス・カンパニーズへの不信から信用供与にナーバスになっているといった声が聞こえてくる。一方で、企業のキャッシュ・フロー自体は収益の回復、それから設備投資の手控えというものを反映して増えている。また、これまでの社債発行で手許流動性も手厚いということもあって、クレジット・クランチという様相はないということであるし、企業がドタバタしている感じも乏しい模様である。しかしながら、社債スプレッドの拡大に表われているように、市場がリスク回避度を高めており、銀行貸出も企業向け与信にナーバスになっているのは事実である。そうした状況が今後どう展開するか注意深くみて参りたいと思う。

これら金融経済の情勢の下で金融市場では、Fedによる利下げ観測が強まっている。因みにFF金利をみると、9月24日のFOMCでの25bpの利下げというのがかなりの程度織り込まれている。次に社債のスプレッドとなると、当然気になるのがエマージング債の動向である。次の図表6は、地域別のスプレッドが示されている。ラ米については既に98年秋のロシア・LTCMショックに近づくまでになっている。ただし、極く最近では8月4日にウルグアイに対するIMF、世銀、IDBの融資とその実行までのアメリカのブリッジ・ローンの供与が決まったことから、ウルグアイ債のスプレッドが低下している。また、ブラジルについても、米国時間で昨日7日——今から半日位前であるが——、IMFが300億ドルのスタンド・バイ融資の供与の方針を発表した。因みに300億ドルのスタンド・バイは、IMF創設以来、最大規模である。これら一連の国際的支援態勢のもとで、市場の不安感も当面落ち着くものと期待している次第である。

次に、図表7で、ユーロの情勢について申し上げたいと思う。一言で申し上げますと、生産の方は輸出増と在庫調整を背景に比較的しっかりした動きをしている訳であるが、それ以外の個人消費、設備投資関連指標をみると、弱い状態が続いている。そうした中で、さらに図表8、ドイツのIFO経済研究所の景況感をみてみると、景気の先行きに関するところが幾分弱気化しているのが分かる。ドイツの株式DAXは4月以降目立って下落

しているし、ユーロ／ドルはユーロ高をずっと辿ってきた訳であるが、しかし、ユーロとドルとのパリティを回復するまでは、景況感に然程この影響はなかった訳であるが、パリティを回復した7月にも株価が続落する中で、このように景況感が悪化してきたというのが最近の情勢かと思う。そうしたもとで、先月の政策決定会合までは、金融市場ではECBの利上げ観測といったものが平均的であった訳だが、最近ではめっきり後退しており、ユーロ先物市場をみる限り、来年の春頃まで現状維持、現状横這いといった感じになっている。

最後にアジアの生産の表である。このうち、6月については、かなりマイナスがついている訳だが、韓国についてはワールドカップ・サッカーのフィーバーの影響で生産活動が一時的に滞ったということであるが、台湾、シンガポールについてはIT関連の生産の減退によるものである。これについては、IT関連の在庫復元に伴う生産押し上げ効果が一服したことに加えて、先行きの輸出に関する不透明感といったものを背景に企業が慎重な生産姿勢に転じているのではないかといった見方も出ている次第である。以上、この1か月に入手した情報は、世界経済に関して以前よりも弱めのものが多かったということである。以上である。

速水議長

ただ今の説明について質問があればどうぞ。

須田委員

アメリカのGDP統計の改訂についてだが、例えば労働生産性がどうのとか、あるいは貯蓄率の上昇、消費が落ちたので貯蓄率が結構上昇しはじめているとか、あるいは、収益がどのように変化したかということで、今までアメリカについて言われていたことを修正しなければいけないか、それとも大した変化はないと、そのどちらでみていけばいいのか。

堀井国際局長

目下精査中ではあるが、最初に言われた生産性については、生産性の伸びを今までよりはかなり抑え目に考えた方が良いとみられる。それが一つの結論である。それから事実関係では、瑣末な点ではあるが、この図表2のグラフにあるように、2001年のところが3期連続でマイナスになっていて、それまでは1期だけでジグザグしていた訳だが、そこで景気後退がはっきりあったといえる。それもテロの前から始まる景気後退があったということ、この辺がこれまでの発表以前にみていたところとの大きな違いかと思う。

須田委員

消費が落ちているというのは、調整が進んでいるとみていいのか、逆資産効果みたいなものは、働いていないというのか、そこら辺の判断はどうか。

堀井国際局長

そこはまだちょっと留保させて欲しい。

福間委員

と言うことは、去年はリセッションだったということか。

平野理事

リセッションの定義は…。

福間委員

それは知らないが、一番伝統的な表現でいけば…。

平野理事

2期連続GDPマイナスという意味では、それは統計上も確認されたと

ということであるし、NBERの定義によると、これは雇用に一番ウエイトをおいて考えるのだが、一応去年の3月が景気のピークでそれ以降はリセッションということになっている。どこに着目するかによって違うが、今回の下方修正によって、どこからみても一応リセッションであったということが確認された。

福間委員

ということは、ここで見方を変えなくてははいけなかったのではないかと
いうことである。甘かったのである。要するに、株がどうしてあれだけの
ショックを受けたかという、大体エコノミストのフォーキャストよりも
必ず実績というのは落ちるという傾向があるが、先週の木曜日以降、軒並
み数字が下方修正されたからなのだろう。先程説明があったように、生産
性の問題も、いや、やはり少し過大評価だということになってくると、市
場は弱気になる。勿論、アメリカに頑張ってもらいたい、実数からみる
とちょっと期待が過大だったということなのかなと思う。もう一つは、先
程の山本金融市場局長の説明で、コンテージョンはないということだった
が、コンテージョン——コンテージョンという定義がまたよく分からな
いが——、私は、アジア危機の時にアジア地域で起きたことをコンテ
ージョンと言っている。LTCMも勿論グローバルなものが起きたけど、今、
ラ米で起きているのはこれは明らかにコンテージョンではないのか。それ
ともまだまだそこまで考えることはないのか。昨日だったか、IMFがブ
ラジルに向けた300億ドルの融資を決めているが、あれも来年80%ドロー
ダウンする訳で、かなり厳格に条件をつけている。ということになると、
10月の選挙を前にどれだけヘルプフルかどうか、今からの市場動向をみ
なければ分からないが、今も野党側はむしろああいう制限から逃げたいと
いうことでポピュリズムを出している訳である。そうすると、やはりコン
テージョンではないという見方でいいのかどうか、それがちょっと分から
ないので意見を聞きたい。

堀井国際局長

コンテージョンについては、そもそも定義の問題ではあるが、アジア危機の時は、単にアソシエーションのみならずコーザリティがあつて、ポツポツと動いた面がある訳である。例えば韓国からロシアのところは、韓国が大量のロシア向け債権を持っていて、その引き上げに入ったのがロシアの流動性に響いて、それがロシアのデフォルトを生じた結果、債券の利回りで収益をあげていたLTCMが苦しくなつて、そこから金融市場がグリーンSPAN議長という言葉によると、シーズド・アップ、機能停止になつてリスクを全然とれなくなった。

福間委員

だけどタイから始まった時も、少なくとも東京では、もうコンテージョンと言っていた。

堀井国際局長

コーザリティとそれから単なるアソシエーションをコンテージョンと言うのかということについて、余り定義の問題を議論しても仕方ないが、ラ米の場合はウルグアイは明らかにアルゼンチンとの、要するにコーザルな関係があつて苦しくなつてきたということかと思う。ブラジルも貿易の面等々では、当然のことながらそこは影響を受けている訳である。

平野理事

ブラジルの場合も貿易面の影響と同時に、以前申し上げたように、ストレートな意味でのファイナンシャルなコンテージョンは余り見受けられないが、しかし政治的な意味でのある種のコンテージョンという現象はあるかもしれない。私共が今一番警戒をしているのは、例えばアジアの危機にしてもラ米の危機にしても、結局アメリカの資本市場を通じてどういう影響が出るのかということであり、これが一番クルーシャルな問題である。

福間委員

グローバルにはそうである。

平野理事

実はそのところがやや怪しくなっている。コンテージョンの定義はともかくとして、アメリカの資本市場そのものに非常に不透明感が高まり、世界的なリスク回避志向が高まるということになると、どこにどういうコンテージョンが起こってもおかしくない、そういう状況に直面しているのではないかと思う。従って、そこはよくみておく必要があるという問題意識を持っている。先程、甘いのではないかと言われた意味は、株式市場が織り込んでいる期待が、経済の実態に比べて甘かったのではないかということか。

福間委員

そうではなくて、私はこの前から言っているように、株安はもうここ2か月位続いていた訳で、むしろこういう実体悪化を株の方がみていた、あるいは何かおかしいという先見性があったのかなかったのか、そういう面があったのかなと思う。我々は、期待の方で余りにも去年の数字に引っ張られ過ぎて、先週の木曜日になってあの数字をみてびっくりして、去年もりセッションではないかと、これが大幅な修正を起こしたのではないかなと思う。

平野理事

去年の経済の姿そのものに関するここでの議論の中心的なトーンは、GDPの数字にかかわらず、生産、設備、あるいは企業収益を中心にリセッションであったという理解であったと思う。言わば、新しく修正されたGDPの数字の方がこれまでの議論というか、ここでの議論のトーンに追いついてきたという印象である。

福間委員

ただ、やはり正直に我々も認識しなければいけない。私自身が思っているのは、やはり極めて大きな不安要因が出てきたということだけはそうではないのか。今までの我々の予想の範囲内なんていうのは、ちょっとやはりこだわり過ぎではないか。そういう意味で述べた。

春委員

アメリカの経済の評価だが、今までというか前回位までは企業不信があつて、株価などは下がっているが、実態は上向いているという評価をしていたと思う。今日の話では、株価その他のダブル・ディップとかいうような話は話としてあるとして、実態の経済の方は多少角度は下がったが、上向いていることは上向いているという理解で良いのか。

堀井国際局長

現状そう判断している。要するに拡大のモメンタムが途絶えて、逆回りしたか、あるいは途絶えようとしているか、引き続き前を向いているかというところが恐らくその答えのポイントかと思う。確認されるデータからみる限り、在庫も非常に引き続き低い情勢のもとで、企業収益も増益、生産も増え、消費もまあまあと言う中で、所得循環は前向きに回っているのだと思う。ただ、株の急落を受けて、マインド面の大きな指標が大きく落ちてきている、ここが非常に気になっている。ただ、一方でまだマクロの数字ではっきりしないので、グラフには出せない訳であるが、先程申し上げた自動車販売などは年率1,800万台ということになると非常に高いし、GM自身はここへきて生産の計画を強気化しているという話も入ってきているので、この辺を合わせてみていかなくてはいけないと思っている。

福間委員

今年前半の負債総額は、ワールドコムをはじめ640億ドルということで、要するにバランスシート調整が極めて厳しく出ている。バランスシート・

リセッションの怖さは日本が一番よく知っている訳だが、そういう点についてはどうか。要するに情報通信産業では、まだ1兆ドルのデットがあって、こういうものが全部が全部不健全ではないにしても、当然バランスシート・リセッションが始まり出すと、結局構造的な問題となり、かなり長期化する。もしそのコースを辿った場合、やはり前回と違って何かの産業が引っ張るであろうか。前は幸いにはITが出た訳だが、例えばバイオとかそういうものはまだもうちょっと引っ張るには力が不足しているので、そうすると循環要因を待たなくてはいかんということになる。非常に時間を要するということになる。バランスシート・リセッション、バランスシート調整についてはどう考えているか。

堀井国際局長

これも今、吟味しているところなので最終的な判断は留保させて欲しいが、リスクとしてはかなり大きなものがあると思う。一つは、アメリカがこれまで90年代の後半から2000年代のはじめに拡大を続ける中で、不均衡が蓄積されてきたと言われていることである。金利が低いので、インタレスト・レート・カバレッジなどでみれば、大したバードンではない訳だが、レベル自体はかなり高まっている。とりわけその間に行なわれたシェア・バイバックの影響もあって、その可能性、そのリスクについては考えていけないといけないと思う。それからもう一つのリスクは、家計面もやはりピークからネットワースが13%位やはり落ちている。住宅価格の上昇でかなりオフセットされているとは言え、この家計部門のネットワースの減少というものを貯蓄で補うということになると、貯蓄率を上げざるを得ない。この調整圧力もあるのではないかというふうにも言われていて、これもみていけないといけない。それからバランスシート問題を広く言うと、例えば企業のペンション・ファンド、特にアンダーファンディングの部分がこういう株価になってくると、拡大しているので、このペンションのファンディングの調整ということも効いていく。それから今期GDPで実はローカルとステートのガバメントのスペンディングが落ちているが、

日本の時もそうだったが、バブル関連の税収で地方財政が潤っていたとすれば、この分が剥げてきてこれも調整しないといけないということになると、経済の各方面で残高、広い意味でのバランスシートの調整というのが起こるかもしれない。鍵になるのは、その生産性の向上というのがファンダメンタルズにあり、今一時はレバレッジが高く見えるが、収益性からみると十分返済能力もあるのだということになれば、そういうことになればいいのだが、だからそうした将来の期待収益、家計については期待インカムとの関係で、現在のバランスシートの穴というのがどれだけ大きいのかということ点を点検していかなければいけないと考えている。

平野理事

悪い話を二つだけ追加する。先程堀井局長も言ったが、一つは企業会計問題は勿論 8 月 14 日だけでは終わる訳ではなくて、ああいう厳しい措置を打たれたということは、今後の企業信用をみる目に相当影響を与えるのではないかとということが考えられる。ファイナンシャル・ステートメントを意識した経営ということになると、それが現在の負債を何とか圧縮しようという方向にバイアスが働きかねないのではないかとということが考えられる。それから株価の暴落に伴うロスを誰が抱えているのか、実はこれが前から議論のあるところだが、はっきりしないという部分があって、まだサプライズが出てくる可能性があるというところも、ある種不気味な面がある。そういう意味で、色々ケアしなければいけない要素が沢山出てきたというのが率直な印象である。しかし、必ずそうしたリスクが現実のものになるという証拠もない。従って、リスクとして強く意識しながらみていくということであろうと考えている。

須田委員

米国企業の資金調達環境についてだが、対国債スプレッドが拡大しているという説明があった。S & P だったかと思うが、トリプル A が今は 7 社しかないとかという報告を出している。今アメリカで格付がどの程度下

がっているのかというのは分かるか。これは分かるがマクロでみる時にウエイトの問題なので、そこがあるかどうか。それから今企業にとっての年金の積み立て不足の問題というのはどのような感じになっているのかということも、分かれば聞かせて欲しい。

堀井国際局長

それぞれについて少しデータを纏めて改めて報告したいと思う。

速水議長

それではちょっと時間を取ったが次へ行きたいと思う。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

それでは資料4の参考計表を中心に説明するが、加えて、先程配った物価関連とただ今2時に出た機械受注の数字も説明したいと思う。

まず、最初に参考計表の図表の1、公共投資である。普段省略することが多いが、いわゆるシーリングの季節でもあるので、公共投資について一言申し上げておく。請負額の統計は四半期でみると、1～3月期、4～6月期共に微減という感じである。具体的にみると、第1四半期のところは国が増えていて、第2四半期のところは前期比でみると地方が増えている。これは要するに、去年の補正予算の影響で、まず国の方が先に発注を行ない、それから地方予算の成立を待ってその地方の発注が行なわれているということだが、地方も6月は前月比でみてかなり大きなマイナスになっているので、いわゆる補正予算の影響みたいなものは終わりというような感じだろうかと思っている。なお、図表2の公共投資の推移をみると、最近はずしも請負金額とGDPベースの公共投資の動きが巧く合わない。季節調整がちょっとずれている感じがある。むしろこれは統計の作り方から当然という議論もあるが、公共工事の出来高統計の動きとGD

Pの動きというのは概ね合ってくるということだと思う。そういう積もりで図表1の出来高統計をみると、実は出来高は1~3月期位まで比較的底固い動きになっていて、これが例えば第1四半期のGDPの公共投資に反映されていた訳だが、5月はかなりマイナスになり、4~6月期はかなりマイナスという姿になりつつある。来年度予算については、一頃言われたものと比べると、公共投資の減少幅は比較的控えめの数字だろうということになりつつあるが、承知のとおり仮に補正予算がないとしたら、その分の影響はあるので、今後も公共投資は減少傾向を辿っていくということである。短観等をもみても、実は建設辺りはほかの業種とかけ離れて一人悪化している訳だが、環境面からみるとそういう傾向は続かざるを得ないということだろうかと思っている。

それから、図表の5で実質輸出が増えていることは皆さん承知のとおりだと思うが、もう一度輸出の中身について確認しておきたいと思う。実質輸出の前期比をみると、1~3月期が4.7%増加の後、6月単月では横這い圏内だったが、4~6月期で通計すると7.8%の増加と、極めて高い伸びになっている。去年の減少部分の相当程度をもう埋めてしまった感じになる。その中身を地域別と財別にそれぞれ特徴点を見ていくと、まず地域別は、やはりアジア向けの輸出が大きく伸びている。中国、NIEs、ASEAN、いずれも極めて高い伸びになっている。勿論、EUも表面上は高い伸びになっているが、これは1~3月期に随分落ちているので、やはり均してみればダントツに強いのはアジアである。一方、財別にはやはり一番高い伸びをしているのは情報関連である。勿論、資本財部品もそれなりに伸びたが、実は資本財部品の伸びの半分位が半導体製造装置なので、そこまで加えれば情報関連が大きい。消費財の4~6月期の伸びはワールドカップに伴うテレビの輸出という、一過性のものなので、そういったことを省いて考えるとやはり地域別にはアジア、財別には情報関連ということになるかと思う。まず情報関連輸出の動向ということで、図表8をみると、実はこの4~6月期の情報関連輸出は、瞬間風速でみると、99年、2000年のITブームの時代よりもむしろ瞬間風速が高かったという位の伸びに

なった。ただ、瞬間風速は、非常に高い伸びだが、先行きについてはこの部分についての伸びはかなり鈍化してきそうであると考えている。NIEsの輸出と日本の輸出を比べてみると、いつも申し上げているように、情報関連に関しては大体NIEsの動きが日本に対して1四半期から2四半期、約1四半期先行するという傾向である。先程国際局長から生産について説明があったが、NIEsは実は第1四半期に高い伸びをして、第2四半期は伸びは少し鈍化しているという感じである。これでいくと恐らく日本については第2四半期は、多分四半期としては増加だと思う。と言うのは、今、足許、仮に7、8、9月と月次で横這いでいっても6月レベルをキープすると前期比ではかなり高くなってしまうということもあって、ここからどんどん伸びる訳ではないが、四半期で括るとアジアの動きを踏まえても恐らく7~9月期位までは増加する。ただ、そこから後は一本調子の増加は期待し難いのではないかというのが現状で、実際、以前から情報関連輸出の増加は在庫復元の動きによるものであって、最終需要はそんなに強くないということを何回も申し上げてきたかと思うが、その最終需要について極く最近の動きをみると、元々低い伸びが予想されていた中であって、最近の企業、ないしアナリストの見通しは、僅かではあるがまた下方修正されているという状況である。そういうことなので、この部分については今は凄く寄与しているが、ここから先の寄与はかなり小さいと考えた方がいい。一方、ではアジアはどうかということだが、図表7、アジア向け輸出については、まず第一に、少なくとも第2四半期の増加についてはアジア向けであっても過半が情報関連なので、そういう意味では、仮にアメリカとか情報関連が急減速すれば当然日本のアジア向けの輸出もかなり伸びは鈍化する。とはいえ、逆に、この第1四半期と第2四半期を合わせてみると、その他の部分も結構大きく、必ずしも情報関連ばかりではないというのもまた事実である。因みにここの情報関連は、半導体製造装置まで入れて情報関連にしている。また、鉄とか化学を中心とする中間財の輸出が相当伸びており、第1四半期にもの凄い伸びをした後、まだ前期比でかなり伸びている。資本財・部品のところも半導体製造装置を外してみても

それなりに伸びている。この背景は、結局、アジア経済を今引っ張っている要素というのは、一つは明らかに情報関連、米国向け輸出を含めた情報関連の動きがある。しかし、それと同時に中国、あるいはまた韓国辺りの内需、建設投資、といったものが伸びているために素材とか機械の中でも半導体製造装置よりもう少しクラシックな普通の工作機械、あるいは建設機械、そういうのがそこそこ伸びている。そういう意味では、日本の輸出のサイドからみると、米国経済については予断を許さないが、前々からあった、アジアはアメリカが減速した時どうなるのかということ、その影響は大きい。やはり情報関連のウエイトが大きくて影響は大きい、それだけに乗かって生きている訳でもないということだろうと思っている。

それから設備投資については、まず機械受注をみる前に図表の12で設備投資の現状についてみておきたいと思う。設備投資の現状については、図表12の資本財出荷、資本財総供給をみると減少しているが、その減少の仕方は少し緩やかになってきているというのが設備投資の現状ではないかなと思っている。そうした中であって、ただ今配った追加分の設備投資関連資料と書いてある方の図表11をみると、先程発表されたばかりなので、まだ細かい内容は分かっていないが、実は月次でみて機械受注は4、5、6月と3か月増加して、4~6月期の実績は前期比で7.1%の増加と、まあそこそこの増加になっており、見通しが-0.3%の微減だったのに比べるとそこそこ強い伸びである。ただし、先行きについては、7~9月期の見通しは-3.9%ということで、そういう意味ではなかなか微妙な数字が出てきたという感じである。足許は思ったよりも、予想よりも強い数字が出たあと、先行きは少し減少となっている。内閣府の機械受注見通しというのは、生産予測指数と比べてもアバウトなもの、まあこんなものか位の数字なので、余り大袈裟にマイナスを捉える必要は多分ないと思う。達成率みたいな技術的な説明は省略するが、そこまで心配することはないと思う。足許伸びたあとなので、大体流れとしてみると、設備投資の減少テンポは鈍化していて先行指標は大体下げ止まりという感じではないかと思う。ただ同時に、仮に設備投資が、これから下げ止まりの方向に向かうとしても、

この7～9月期は、例えばマイナスの数字を付けているということは、設備投資がそんなに一本調子で立ち上がるということではないということも同時に示している。微妙と申し上げたのはそういう意味であって、大体思っているとおりにいえば思っているとおりにだが、やはりそういう数字が出てきたということである。

それからその背景にある企業収益についても若干だけみておきたいと思う。参考計表の図表16である。各種あるが、一応単独ベースの見通しというのは相当少ないものだから、ここでは野村證券の数字をみているが、非製造業はかなり大きく上方修正されているが、製造業についてみると大体予想通りということだろうかと思っている。多分、一方においては、何がしかの円高が企業収益の伸びを抑える方向に働いていると思うが、他方、足許のところまでの生産の増加、輸出の増加等は恐らく期初に予想されたよりも大きかったということなので、今のところ先行きは不透明ではあるが、大体予想通りという展開になっているのではないかと思っている。中小企業についても、まあまあ利益については下げ止まりか、何がしかの改善といった感じではないかと思っている。

次に図表17、個人消費の方だが、個人消費についてはどちらかと言うとやや弱めの動きが目立っているのではないかと思っている。例えば、これまで比較的良かった車について6月マイナスの後、7月もマイナスということである。勿論新型投入車辺りの受注は比較的良いようなので、自動車メーカーがそんなに弱気化している訳ではないが、いずれにしても足許少し弱い。それから家電販売についても見掛けは4～6月期ちょっと良い数字が出たのだが、これは先程来申し上げているワールドカップのテレビということが大きくて、パソコンなどは弱いという感じである。百貨店、スーパー等をみると、最近の傾向で百貨店がちょっと弱め、スーパーは少し底固いというような動きだと思っていて、全体としては大きな変化はないが、やや弱めかなと思っている。ただ、これは後程説明するが、所得という観点からみると、元々今年の家計所得が減少だが、その減少の一番深い局面はいつかと考えてみると、実はこの夏場が一番所得の減少の大きい

時期に当たるということである。そういうことも考えてみれば、所得対比でみればまあまあ健闘しているということも特に変化はないのではないかと思っている。ちなみに、図表 21 で消費者コンフィデンスの動きをみると、水準としては依然低いのが、何がしか改善している。直近は単月の数字で東京都内だけの数字が出ているが、それも 7 月は幾分改善であった。

次に図表 24、生産である。今回、このひと月ばかりに出た数字の中で一番注意してみなければいけないのはこの生産であって、4~6 月期の着地は 3.6% とかなり高いほぼ予想通りの着地になった訳だが、7 月、8 月が予測指数がかなり強くて、仮にいつものようにこれを 9 月横這いで計算すると、7~9 月期の生産の増加は 3.7% と、そういう意味では 4~6 月期と等速の増加ということになってしまう。私共は 7~9 月期は微増程度と言っていたので、仮にこれが正しいとすると、ちょっとこれまで申し上げたことから大きな変更をしなければいけないということになるが、結論から申し上げますと、必ずしもそうではないと思っている。まず結論から申し上げますと、私共の現時点での 7~9 月期の生産の増加は、ヒアリング情報等を基にすると、1% 台という感じである。それでも先月まで申し上げたのに比べると何がしか上方修正ではあるが、3.7% と比べるとそれよりもかなり下の数字をみている。細かい話は省略するが、図表 25 の中段をみると、7~9 月期の生産予測指数であるが、今回の場合、一般機械がかなり目立っているが、一般機械については元々生産予測指数におけるカバー率は必ずしも高くないということがある。従って、恐らく予測指数で前期比二桁の伸びというのは多分過大評価されているのではないかと考えている。それからもう一つは、電気機械が 4~6 月期に比べれば低いけれどもまだまだかなり大きく寄与するという形になっているが、この点についても生産予測指数の修正状況を見ると、このところ修正幅がずっと縮小してきていたが、実は極く足許のところでもたやや大きく出ており、これは電機である。先程来申し上げている情報関連の状況等を考えると、また電機辺りで修正率ないし実現率のところでもマイナスが出てきそうな雰囲気

であるということなので、ほかの理由ももう少し色々あるが、そんなことを考えると、私共としては勿論増加は続くが、この3.7%というのをまるごと信じない方が良くはないか、と考えている。さらに申し上げれば、現時点では全く腰だめの域を出ないが、10~12月期についての企業の見方というのは横這い圏内である。前も7~9月期は横這い圏内と言っていて、段々上がってきたから分からないが、横這い圏内とみていて、やはり慎重である。とりわけ慎重さが目立っているのは、先程来申し上げている情報関連のところは先行きについてやはり最終需要も弱いから、やや不安気な雰囲気になっているということだろうかと思っている。在庫についてはこれまで申し上げているとおりなので今日は省略する。

次に図表29、雇用関連である。雇用関連も全体としてはこれまで説明している動きと大きな変化はない。例えば完全失業率は、一旦5.5%までいって下がってきたが、また足許は5.4%、5.4%ということで、高水準横這いということなので、思ったとおりの動きである。他方、所定外労働時間、新規求人については、3か月前比で見るとちょっと伸び率が鈍化している感じはあるが、それにしても基調としては所定外労働時間が少し増え、それから新規求人も増えているという意味で、労働市場の限界的な改善は続いている。ただ、繰り返しになるが、失業率は高水準であり、雇用者数、就業者数はマイナスを続けているということで、基本的には労働市場の状況は厳しいということである。そうした中において今月のポイントは、図表32、ボーナスである。ボーナスは6月の特別給与でみて前年比-6.6%とかなり大きな減少になった。これも単月の数字としてはこの-6.6%は多分上方修正されると思う。ただ、7月、8月まで含めたところでどうなるかということで見ると、この-6.6%となるかどうかは分からないが、やはりかなり大きめのマイナスが出るのではないかという気がしている。それが先程申し上げた所得という観点からみると、多分この夏辺りが一番厳しくなるはずだということである。去年の冬が-7.3%で、去年の夏は-2.1%であったが、これはその前2年間増益の後の夏のボーナスだったのでマイナスが小さくて去年の冬が大きかった。この夏は恐ら

く比較的大きなマイナスになって、前年比でみると、恐らく今年の冬はマイナス幅は良くはないと思うが、こんな大きなマイナスにはならないのではないかと思う。従って図表 31、所得のグラフをみると、結局、今所得というところでは相当大きなマイナスであり、勿論これは6月の部分は単月なのでちょっと過大に出ているかもしれないが、かなり大きく所得が減少する局面にある。これを念頭に置くと先程個人消費はちょっと弱めだとは申し上げたが、これで見ればそれなりに健闘しているのではないかという評価は変わらないのではないかと思っている。

それから物価については、今朝卸売物価が出ているので、追加の資料の図表 33 をみると、国内卸売物価は、2月にプラスを付けた後、ずっと横這いできたのだが、7月は遂に -0.2% 、これは夏季電力を除くベースで -0.2% である。電力を入れると実はゼロだったのだが、 -0.2% ということで少し弱めの数字が出てきたということである。前からそろそろ出ると申し上げていたが、やはり出てきた。その背景をみるうえで一番分かり易いのは、図表 35、輸入物価である。これもそういうことになると申し上げていた訳だが、3か月前比で輸入物価をみると、6月は -0.7% とちょっとだったのだが、7月は -6.6% とかなり大きな輸入物価の下落の数字が出ている。中身を下の方のグラフでみると、前々から申し上げているとおり、実はこれは為替レートの影響で、たまたま4月は為替レートが130円台だったと思うが、7月は110円台になっているので、かなり大きな坂がついて為替の影響として輸入物価が下がっている。それに加えて実は原油価格は横這いだが、横這いなのでもう上昇寄与がなくなってきて為替の分だけ下がる。それからもう一つ、金属・同製品というのが下がっているが、これは実は正体は非鉄である。非鉄に関しては実は為替の影響もあるが、極く最近の非鉄の相場をみると、ここ一月ちょっとかなり落ちている。皆さん承知のように非鉄というのは、世界景気の動向と比較的密接に動くというもので、いわば世界的な株安の中でその先行きに対する恐らく不安感みたいなものから非鉄の相場が下げているので、それが重なってこういう数値になったということである。それを踏まえてみると、次の図表 37、

卸売物価は比較的分かり易くて、先程申し上げたようにずっと横這いないし例えば2月はプラスであったとか、あるいは電力料金の引き下げとかがあったことを考えると、横這いないし幾分強含み位で推移してきた訳だが、7月はマイナスになった。これを下のグラフでみると一目瞭然だが、これまでずっと上に伸びていた部分が一気に消えた。これは先程来申し上げているように原油価格がもう横這いであり、非鉄は下がるし、為替レートの部分が出てくるので、これまでずっと押し上げた要因が一気に落ちたということになる。それともう一つ弱い要因を挙げておくと、機械のところ、特に電気機械だが、これも先程来申し上げているITの動き等を反映して若干電気機械の下落幅が拡大している。どうも7月単月の動きについては若干特殊要因があったようなので、こんな勢いでどんどんマイナス幅が拡大していくとは思わないが、やはりITが弱い。他方で逆に強い方は、小さいが鉄鋼・建材関連が段々上に上がってきている。これは輸出でも生産でもこの辺は非常に強いということなので、ある種卸売物価のところにはその強いところと弱いところがそれぞれ現れてきているということではないかと思っている。

最後に図表 40、消費者物価である。消費者物価はいつものようにまた前年比でみて1%弱というか、もっと正確に言えばまた-0.8%で推移している。方向感ということを上げると、財のところの下落幅が幾分縮小、それからサービスのところが幾分弱めという動き、これも前から申し上げてきている動きで、そのとおりに動いている。今後の消費者物価については、先程申し上げた為替レートの動き等もあるが、一つはいわゆる低価格戦略みたいなものがこれからどうなっていくかということが論点ではあるかと思う。例えば、図表 43 のグラフは内閣府の消費者態度指数で消費者がどう思っているかという数字である。物価の上がり方に関する質問とCPIの前年比もこのグラフに書いてみると、実は過去の規則性を計算すると、消費者態度指数の方が先行で若干のプラスという割としっかりしたプラスの相関関係がある。そういう意味では必ずしも新聞をみて書いているのではなくて、何がしかそれよりも先に動いているという傾向があっ

て、この辺でみると最近は何物かのいわゆる上がり方についての判断が少しデフレマインドが弱まっているようにも見える。ただ、他方で先月も議論があったように、パソコンの話とかハンバーガーの話とか等々もあるので、もう少しこの辺がどうなっていくのか、様子を見ていく必要があるかと思う。

計数の説明は以上だが、既に説明したとおりで、足許の数字についてはそれなりにしっかりしている。しかし、先月までみていたのに比べて特段何かさらに良くなっているということを申し上げる程の材料はない。他方で先行きについては、いわゆるアメリカ経済の不透明感というのは数字には出てこないが、それプラス情報関連のところではやはりあっちこっちで少し先行き弱いかもしれないという雰囲気が出ているということが、先行きの心配材料である。とりわけ、やや長いタームでみた場合、情報関連の回復が非常に鈍いということになってくると、国内の産業として回復をリードするセクターが余りない。要するに落ちこちるファクターも余りないが、逆に言うとそれを引っ張ってくれるファクターも余りないので、仮にアメリカ経済がそんなにがたつかなくても、何となく、もやもやした状態が続きやすい環境にあるということは考えておかなければならないと思っている。私の説明は以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

田谷委員

消費者コンフィデンスがちょっと、ほんのちょっとだが、良くなっているように見えるが、これは先程の説明の中の雇用のところの限界的な改善というのを表わしていると考えられる訳か。

早川調査統計局長

正直言って答えるのは非常に難しい。数字をみる限りそのように感じられるが、要するに項目をみて、どの項目が改善しているかという点、実は一応雇用が改善しているということなので、何がしかの限界的な雇用状況の改善を表わしているような気もする。ただし、ちょっと気を付けないといけないのは、例えば各項目のレベルをみると実は雇用が一番低い。そういう意味では、雇用は悪いのだけれども、一頃もの凄く悪いと思っていたのに比べてそれがちょっと上方修正されているために前期比でみるとプラスに出てきているということなので、そういう意味では勝手な解釈だが、雇用調整は厳しいが、限界的にはちょっと改善しているというのが恐らくここに出ているのではないかなと思っている。実はレベルでみると、ほかの暮らし向きだとか収入とかいうところよりも、雇用の方が悪い。悪いのだけれども、2、3か月の変化をみると改善している。

中原委員

消費者コンフィデンスは電通とか博報堂とか色々やっているが、あの辺との比較みたいなことはしていないのか。

早川調査統計局長

電通、博報堂までは普段みていない。ここでみているのは、一応三つ位並べている。

中原委員

ここにあるのは、皆同じではないか。

早川調査統計局長

ここにある三つは全部同じである。

中原委員

項目的にも同じか。

早川調査統計局長

項目は違う。

中原委員

質問が違うのか。

早川調査統計局長

項目は違う。例えば生活不安度指数というのは、単に不安ですかという一本の質問なので、割と荒れ易い。ほかのものは例えば五項目とか聞いて、その平均値をとっているのだから割と大人しいのに比べて、不安度指数は一本で聞いているので、大きく上がったり大きく下がったりする傾向があるが、しかし均してみれば大体同じである。繰り返しになるが、レベルは全て低い。特に不安度指数は相当レベルが低いと言うか、本当は不安度指数が高くて、相当悪い。ただし方向感でここ半年位をみれば、それぞれ改善しているということは考えられる。

中原委員

電通、博報堂などをちょっとみると随分上がっているが、上がっている中身をみると、消費を増やそうというような意欲を示すような項目ではなく、何となくムードに流されているようだ。

早川調査統計局長

ただ、他方で前からそうであるが、これを例えば消費性向とダイレクトに結びつけようとするとき余り巧くいかない。アメリカみたいに、コンフィデンス指数が消費性向、貯蓄率と直接影響するかというと、そんなに影響しない。ただ逆に言うと、意外に先程申し上げたように物価の上がり方と

か雇用とか、一項目ずつみていくと、本当に質問しているのは、あなた消費を増やしますかという質問ではない訳だから、一個ずつみていくと、実は物価の上がり方という数字と消費者物価を並べてみるとそんなにおかしくない答えをしているという気がする。逆にこれを消費性向に結び付けて考える方がいけないので、元々の質問自体をちゃんとよく読んでいけば、消費者の答えていることは、実はそんなに変わらないというのが、我々がこの数字をみている印象である。

速水議長

ほかになければ次に移りたいと思う。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。白川理事と山口審議役、お願いします。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

山口企画室審議役

それでは参考計表その2に即して説明したいと思う。まず金融環境の全体感だが、前回会合時での評価から、大きく変化しているということはない。ただ、中身を仔細にみると、CPあるいは社債の発行環境、それから銀行の貸出態度といったような企業金融絡みでやや良いものと悪いものが混在しているといった動きがある。

まず、CP・社債の発行環境から説明する。最近の改善傾向ということでは、やや一服感が出ているようにみている。まず図表1、(1)の表で低格付けのCP・社債の発行割合をみると、7月はCPのA2格が13.2%ということで、4~6月通してみると13.7%だったので、やや頭打ち感という感じが出ている。それから社債のA格をみても4~6月は25.4%までいていたのが7月については12.1%ということで下げてきているという格好である。それから信用スプレッドの方は(2)の表だが、高格付け先、それから低格付け先、いずれについても改善傾向にやや歯止めが掛かってきているかなという感じである。表をみると、CPのA1+格だが、1~3月期0.12%、4~6月期0.05%、ときた訳で、スプレッドは縮小はし

ているがその幅は7月0.03%ということで縮小の幅としては余り大きくない。それから同じCPのA2格の方をみると、4~6月期の0.42%に対して7月は0.43%ということなので、ほとんど変化がないという状態になっている。感じとしては社債のトリプルAについても同様の動きで、4~6月期の0.12%辺りから7月は0.10%といったようなことで、全体感として先程申し上げたように改善傾向に少し歯止めが掛かってきているかなという印象である。

それから図表の2、銀行の貸出姿勢である。7月に行なったローンサーベイの結果ということで、まず(1)の表だが、利鞘の設定状況、設定姿勢というのをみてみると、これまでの銀行の利鞘引き上げスタンスは、大企業のほか中堅企業や中小企業についても堅持されている感じである。従って、利鞘設定、利鞘引き上げスタンスというのはこれまでと変わっていない訳だが、やや細かくみると(2)の表でその他の与信条件をみても余り数字に大きな変化はなく、あるいは全く同じというような感じになっていて、信用枠だとかあるいは信用リスク評価とこういったところについては、これまでの厳格化の動きに少し歯止めが掛かってきているかなという印象である。一方で、中小企業の方からみた銀行の貸出態度は(3)の表であるが、中小公庫の数字が出ていて、4~6月期4.5%ポイントのあと7月は4.1%ポイントということであるし、国民公庫については1~3月期-28.7%ポイントから4~6月期-23.7%ポイントということで、レベルとしては厳しい訳だが、どんどん厳しさが増していくというような状況にはないように窺われるという感じである。

それからさらに企業金融周りということで図表の3だが、中小企業の資金繰り判断ということで(1)の表である。これも中小公庫と国民公庫のところをみると、中小公庫については4~6月期-22.7%ポイント、7月は-21.5%ポイントというようなことであるし、国民公庫については1~3月期の-39.5%ポイントから4~6月期は-29.5%ポイントというようなことであって、これらについては共に改善方向を継続しているような動きがみえる。

一方で(2)の表の倒産の方だが、6月については件数が減少しており、前年比-5%程度ということであって、昨年8月以来の前年割れというような状況である。それから増勢傾向というのはこのところずっと続いてきていた訳であるが、それについても6月辺りの動きからすれば、やや一服感が窺われるかなという状況である。従って、良い材料、悪い材料、大分ミックスしているなというのが、この企業金融周りというか企業金融絡みの指標の感じであって、足許の景気観、企業収益に対する期待というようなことと、これから先どうなっていくのかなというようなことがそれぞれ色々な形で反映しており、どれとどれがという形での対応関係は明確にはならないところもあるが、そんな状況である。

それから次に図表の4だがクレジット関連の指標を並べている。まず銀行貸出だが、7月は前年比-2.5%ということで、6月も-2.5%、5月も-2.5%ということなので、2%台半ばのマイナスという水面下での推移という状況が基本的に続いている。それから民間部門の総資金調達をみると、7月は結局前年比-2.4%ということになったが、非常に小幅ではあるがじわじわとマイナス幅が拡大しており、そういった中でこのところCPや社債といった直接市場での調達の伸びが少し鈍化しているというような感じが窺われる。これについては後程図表の5で説明するが、いずれにしてもこんなふうであって、貸出は2%台半ばのマイナスと、それから総資金調達というのはじわじわとマイナス幅が拡大しているということである。基本的には設備投資の低迷だとか、あるいは企業が有利子負債圧縮の動きを引き続き継続しているという需要面の要因によるところが大きいのではないかとみている。

次に図表5であるが、先程申し上げた直接市場というか、資本市場調達がどんな状況かということである。まずCPの発行状況だが、このところ伸び率を傾向的に縮めてきている。特にこの7月についてはほぼゼロ——正確には+0.4%ということだが——というところまでCPの前年比というのは落ちてきている。特殊要因として、昨年大分CPの発行が重なったので、その裏が出ているということもありそうだが、いずれにしてもこ

れまでのトレンドの中できていた感じがこの7月についてはちょっと強めに出ているという感じはあろうかと思う。それから社債の方だが、これについても前回会合で話したが、6月が-0.2%と若干の水面下であった訳だが、7月は+0.2%といずれにしても水面すれすれのところでの動きがこの二月続いたということである。こんな状況であり、CP・社債といった資本市場調達については、これまでのトレンドというものが継続しており、特殊要因もあってCPについてはその感じがやや強めに出ているという状況かなと思っている。

それから図表6で、まずマネタリーベースだが、伸び率については、7月が25.1%ということになって、5、6、7月と少しずつ伸び率は低下してきている。勿論、25%ということだから、伸び率自体は非常に高い訳であるが、方向感としては低下方向という感じである。なお、マネタリーベースの水準ということでは、86兆円ということである。やや水準的にも少し4~6月期の平残との比較でいくと落ちた感じがあるが、やはり、かなり高いという状況にあらうかと思う。マネタリーベースの伸び率が若干鈍化している背景ということだが、日銀券の発行高をみると、7月は6月の14.6%のあと12.4%ということになっている。これは前回会合でも説明したが、去年は郵貯の大量満期というようなことで郵便局が大分手許に現金を積み上げたというようなこともあって、その反動が今月については出ているという面も効いているのかなという感じでみている。それからマネーサプライだが、M2+CDは7月が3.3%ということである。5、6、7月と3.5%、3.4%、3.3%ということではあるが、経済活動と比較してみれば3%台のまあまあ高めの伸びが続いているという感じである。内訳的には、M1が31.9%から30.6%となり、そのうち現金通貨は12.3%から10.6%という形で少し伸びを低めているという状況である。それから広義流動性であるが、これも引き続き1%台の伸びということである。内訳の方をみると、国債・FB・債券現先と投資信託があるが、これもこれまでの傾向と特に変わっていないが、国債・FBといったものの増加と、投資信託の減少というような感じが続いているということである。それから次の

図表7、広義流動性の伸び率である。このところ説明してきている安全性の高い資産へのシフトの動きについて、参考1、広義流動性前年比における安全性が高い資産の寄与度という表をみると、この4月の平残ベースで、安全性資産の寄与度は8.0であったが、直近の7月もほぼ同じ水準ということである。ただ仔細にみるとということになるが、M1+1 千万円未満の定期預金は、4月の6.6の寄与度に対して7月は6.0ということである。若干寄与度を落としているということだが、この内訳は郵便貯金が+0.3であり、国債・FBも+0.3ということで、M1+1 千万円未満の定期預金が寄与度を落とした分、郵便貯金と国債・FB、この辺りの寄与度が増えるという形で少し資金が郵便貯金ないし国債・FBの方にシフトしているかなという感じが窺われる。私の方からは以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

田谷委員

中小企業の資金繰り判断のところは改善しているが、説明があったように貸出条件的には厳格化に歯止めが掛かっている、金利の引き上げスタンスは継続しているという中で、改善しているというのは、そもそもの資金需要が落ちているのか、あるいは若干なりともキャッシュ・フロー面での改善があるか。キャッシュ・フロー面での改善というのはあるというような感触か。

山口企画室審議役

これは手許のデータではなかなか断定は難しいが、何がしか収益が改善方向にきているはずだということからすれば、キャッシュ・フローの改善というのも効いているだろうと思うし、言われたように貸出条件その他のものも効いているというようなことだろうと思う。両面の影響が出ているということだろうと思う。

福間委員

図表5の資本市場調達のところ、CP・社債が出ているが、やはりこのところ社債もCPも発行意欲が余りない。これは一つは株価が下がってスプレッドが上がっているためである。今のスプレッドで出せばそれは出せるが、企業としてはやはりプライドがあるから出さない。手許にはまだ幾らでも資金があるという部分もある。だから、一つは発行条件がノーマライズしてくればまた出るだろうし、あるいはもう一つは企業が手持ちの現金、あるいはそれにプラスされるキャッシュ・フローがもういよいよここから少し復元しなければいけないというような意欲が出れば、また出るのだろうと思う。今は一時的にCP発行条件が少し悪いので、そんな市場で敢えて出すこともないというのが、この社債とCPの状況ではないかなと思う。

白川理事

今の話の状況に関連して、先程の田谷委員の質問とも関連するが、大きいところでは今、景気の悪化が一応止まってきて、若干キャッシュ・フローも改善している。一方、設備投資の方は今はまだ増やすという状況ではないということで、資金需要自体が少し減っているという感じがあると思う。それからこの伸び率だが、例えば図表5の数字をみると、去年の春先に量的緩和に移行した後、一番最初にどこに変化が出たかということ、資本市場では発行環境が随分変わって、一方で発行残高は増えていった訳である。これはCPもそうだし、ここにグラフはないが社債も伸びていて、それとの比較でみて今前年比伸び率は段々と下がってきているということが二つ目にあると思う。それから極く足許の状況で先程の山口審議役の説明にもあったとおり、スプレッドの方は良い先はこの1~3月期をボトムとして改善はしたが、足許は止まっている。悪いところについてはまだ水準としては悪い訳で、今福間委員が言われた感じがあるのだろうと思う。

福間委員

それで先程のF Bと郵便貯金については、非常に興味深い動きである。

山口企画室審議役

ただ、例の決済性のペイオフ云々という話は7月の末の話なので、ここについてはその影響は出ていない。

福間委員

それがまた元に戻る。

山口企画室審議役

それは何とも言えないが…。

白川理事

郵貯についてはこのグラフにあるとおり、寄与度は4月が -0.8 、7月が -0.5 だから、前年比で見ると引き続き残高は落ちている。落ちているが落ち方が減っているという意味においてプラス寄与である。

中原委員

公社債投信というのは、まだこんなにどんどん減るのか。

エンロンで大分落ちて、その後は、良くなってくるのかと思っていた。

福間委員

そうですね。

速水議長

ほかになければ、本日の議事は終了する。明日は午前9時に会合を再開するので宜しく願います。

なお、予めからお願いしているように、決定会合に対する信認を確保するために、皆様におかれては、本日の議事内容についても、厳正な機密管理に努めて頂くよう、くれぐれもお願いする。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、9 日午前 9 時再開)

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

定刻になったので、ただいまから政策決定会合を再開する。はじめに、本日の議事の取り進め方について申し上げる。本日はまず、金融経済情勢と金融政策運営方針に関する討議、続いて、政府から出席の方々の発言があれば伺う。そして、金融市場調節方針の採決というふうに進める。その後、基本的見解の取り纏めを行ない、さらに、前々回および前回会合の議事要旨の承認を頂きたいと思う。本日、政府からは、財務省から谷口副大臣、内閣府から小林審議官が出席されている。

予め断っておくが、会合の中で出た意見、発言等はすべ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者の方々は、そのことを前提に発言頂くようお願いする。

それでは、昨日の執行部からの報告等を踏まえて、金融経済情勢と金融政策運営に関する検討を行なっていく。討議の形式は通例に従って、最初に金融経済情勢に対し順番に意見を伺い、次いで自由に討議を行なう。そのあとで、金融政策運営に関してもう一度意見を伺い、討議を行なう。その後、政府から出席されている方々から、もし意見があれば伺うという順で進めていきたい。

それでは、委員方の意見を伺うが、ポイントを絞って議論いただくために、金融経済情勢、金融政策運営方針の各ラウンドにおいてそれぞれお一人 5 分程度を目途にお願いしたい。なお、各委員の発言が一通り終わった

あとで自由討議の時間を相当に設けるつもりである。できるだけ、発言時間は守って頂くようお願いする。

それではまず、金融経済情勢について、本日は春委員からお願いする。

春委員

まず、実体経済の状況だが、昨日執行部からの報告を聞いたが、輸出で生産が大きく引っ張られているという姿がさらに明確になったように思う。4～6月の輸出が、前期比+7.8%という大きな伸びであったし、生産も前期比+3.6%、出荷はさらにこれを上回る+4.2%で拡大している。この間、産業用の大口電力需要も4～6月は1～3月と比べて、前年比のマイナス幅を大幅に縮小している。先般、国内の大手の鉄鋼メーカーのトップの方と話をする機会があったが、「生産は中国向けの輸出などを中心に大変なことになっている」というような表現をされていた。設備投資も特に製造業では、先行指標となる建築着工床面積や機械受注が下げ止まりを窺わせる動きを示していると受け止めている。一方で、雇用や所得の面をみると限界的には改善の続くものもあるが、企業のリストラを背景とした常用雇用者数の減少幅の拡大だとか、概ね昨年冬並の大幅な前年比減少が見込まれる夏期の賞与など、所得面での厳しい環境が緩む気配はないように思う。こうした状況を思うと、引き続き消費面では意外に冷え込み方が少ないということかと思うが、4～6月期の小売業の販売額などをみると弱めの数字であって、第3次産業全体あるいは全産業というベースでも、4～5月のそれぞれの活動指数は前期比横這いという動きに止まっている。内需項目への好循環の波及という面では捗々しくない状況と認識している。物価の動向にも引き続き弱含みで大きな変化は窺われない。4～6月でも、卸売物価は横這い圏内での推移であるし、消費者物価では前年比マイナス1%弱程度のマイナスが続いている。先程、少し申し上げた鉄鋼メーカーのトップの方は、春先に会った時には、夏場にかけての製品価格の引き上げにある程度の見通しをもっておられたが、輸出価格の方は順調に上昇しているが国内の値上げは思いのほか進まない、感覚的にみる

と日本の国内価格と国際価格の差がどんどん拡大しているような印象があるというようなことを言われていた。

次に日本の輸出中心の景気回復に大きな影響を持つ米国の経済だが、昨日の報告にもあったが、このところ第2四半期のGDPとか、7月のISM指数、7月の非農業部門就業者数など事前の予想に比べて弱めの指標が相次いでいる。こうした弱めの指標が次々と発表される中で、株式市場においては、7月23日にNYダウで7,702ドルまで大きく下げたあと、方向性の掴み難いというか、反発反落が繰り返されるといった状況になっている。その中で、米国の景気回復に対する慎重な見方、あるいはダブルディップに落ち込む可能性もあるという悲観論がやや勢いを得たという状況にあるのではないかと思われるが、米国株価の動きというのがひとつ大きな警戒材料かと思う。一方で、米国の経済は実態としては若干のスローダウンはあるとしても、個人消費が底固く生産も拡大基調にあるなど基本的には引き続き回復基調にあるとみても宜しいかと思う。また、米国の会計不信の是正に向けた動きとしては、企業改革法も定められたし、8月14日という期限を切って企業会計の不信を取り払おうとする動きがかなりダイナミックに進んできているように思う。8月14日までにどのような公表が企業からなされるのか、また市場がそれをどう受けとめるのか予断を許さない点もあるが、私としてはこうしたダイナミックな動きが米国経済への早期の信頼回復に繋がるひとつの契機となることを期待したいと考える。

次に為替市場の動きだが、足許、ドルは7月19日に115円70銭という大幅なドル安のあと反発をしている。しかしながら、米国経済の回復力に関する懐疑的な見方が増えているという状況もあるので、更なるドル安の動きが再燃することも警戒しておく必要があるかと思われる。

日本の株式市場をみると、8月6日に日経平均で年初来のボトムにかなり近付いたあと、これも一進一退の状況かと思うが、日本の株式の状況も懸念されるところである。7月下旬に海外投資家がそれ以前より一段と大きく売り越しをしていて、国内投資家の方からこれに立ち向かう買いが入

らないという状況が今後も継続すると、中間決算に向けて特に金融機関における収益圧迫要因が悪い材料として取り上げられる恐れもあるので、日本の株式市場の動向については、これも大きな警戒材料と考えるべきではないかと思う。

次に金融市場だが、日銀のオペによる潤沢な資金供給などを背景に、オペでの札割れがみられるようになるなど、短期金融市場では資金余剰感の強まりが再び表われているようにも思う。

ここでペイオフの全面解禁を巡る動きについて私の受け止め方を申し述べたいと思う。7月30日に総理が、「全面解禁は予定通り実施するが、金融不安を回避するために決済機能の保護に向けた検討をするように」という指示をされたことについて、全面解禁の実質の見直しといったような報道が多くみられた。それ以来、金融市場の動向にも若干の変化がみられたように思う。例えば、ユーロの円金利先物レートが、2003年3月期のレートを中心に大きく低下しているというような状況もある。この総理の指示によって、金融システム不安を薄れさせたということは積極的に評価できることかと思うが、一方で、来年3月に向けた預金シフトへの不安が減るということから、金融機関の経営健全化に向けた動きが減速されるとすれば、これは問題になるのではないかと思う。預金者からの信頼回復に向けた金融機関による体質改善の努力が一層、さらに促進されるように、日銀としてもできるだけ働き掛けをしていく必要があるのではないかと思う。また、今後、金融審議会で具体的な検討が進められることになっているが、金融システム不安を生じさせない配慮と共に、来春のペイオフ解禁が実質的にも全面解禁であることができるだけ明確になるような制度設計がされることが重要なのではないかと思っている。

以上、総括をすると、主として米国経済に関する予想を下回る動きはあったが、現状、私の金融経済情勢の認識に前回会合時から大きな変化はないと申し上げて良いかと思う。しかしながら、ドル安こそ一服状態となっているが、日米の株価は低迷状態を脱していないし、米国経済や為替・株式市場からのリスクも増大しているとみるべきかと思う。景気はほ

ば下げ止まったとしても、現状、民需への波及は足踏み状態にあるし、先行きの不透明感は増大していると考えている。ただ、対外表現としては前月の基調判断の継続が宜しいかと思う。現状、先行き共に少なくとも上方修正は見合わせたいと考えている。以上である。

速水議長

次、福間委員お願いします。

福間委員

実体経済面の動きだが、生産は昨日の執行部の説明、あるいは先程の話のように、前月同様、鉄鋼等の素材、自動車等を中心とした輸出依存型の鋳工業生産の拡大が維持されている。一方、国内需要は低調を継続し、このため景気に拡がりが出てこない。内需拡大が最大の課題であることは、先月申し上げた繰り返しになるが大きな問題だと思う。そのためには、去年の6月末に「骨太の方針」で出されたようなファースト・プライオリティである不良債権の処理と金融システムの健全性の回復、税制・規制改革等がどうしても避けて通れないと思っている。

ここにきて、次のような懸念材料が加わってきている。これも予てから申し上げていることだが、情報関連財の生産がやや横這い状態に入ってきた。オーバーストッキングの調整等が5月下旬辺りから出ているということを上申ししたが、生産面にややその状況が表われてきた。二番目は企業収益の下方修正である。V字型回復予想が下方修正された訳で、全体的には去年の大幅な赤字決算に比べれば上向きな訳だが、期初の予想からみれば下回ってきている。これは4~6月期決算でもこの辺を裏付けるものが散見されているが、背景は量の伸び悩み、価格の下落、さらには追加的なリースト費用というものが挙げられている。三番目は、個人消費に微妙な変化が出ているということである。これは、マクドナルドの値下げ、パソコンの値下げとか、あるいは50円ショップの出現——これは前からあったが、一段と店舗を拡大している——というようなことである。いずれ

も個人消費に翳りが出てきた表われで、アネクドータルな材料ではあるが、個人消費に弱めのバイアスが掛かるのではないかとということが心配されるような現象が目につくようになった。四番目は株価がバブル崩壊後の最安値レベルを中心に動いているというのが、非常に先行き不安である。五番目は米国経済の不確実性が一段と高まってきたことである。これは昨日も申し上げたので、くどくど申し上げないが、やはりこの中ではバランスシートの調整、8月14日の宣誓書提出の前後の株価の乱高下だと思われる。これが出たら出たで、また色々なことが出るだろうし、また、出ないと色々な判断が入ってくるだろうし、目先の大きな材料としてはやはりこの8月14日が非常に注目される。もう一つは、我々世代だと、どうしてもニクソンショックを思い出す訳だが、来週は8月13日にFOMCがあるということで、14日がSEC宛て報告、15日が確かヒューストンで経済会議をやるのではないかと思うが、この13、14、15日と非常に重要な会議が続く訳である。就中、この13日のFOMCについては、マーケットの方でここ2日間利下げ観測が高まっているということで、グリーンSPANとしては非常に難しい判断を迫られるのではないかと思われる。これまで過去11回下げてきたが、マーケットにどちらかと言うと先行してポジティブサプライズを起こしながら利下げしてきた訳である。しかし、今回はじめてビハインド・ザ・カーブというか、マーケットが織り込んでしまったという中で、グリーンSPANがどう出るかというのは非常に金融政策として注目される。利下げしなければ、また株が反応するだろうし、利下げすればまたマーケットが追加を要求するというので、市場は固唾を飲んで見守っている。グリーンSPANにとって非常に難しい局面にきたとっていて、この金融政策の動向というのは非常に注目されている。

4月頃からよくデカップリングについて毎回のように言ってきたが、アメリカの経済の鈍化ということが数字面で昨年と比べて徐々に確認されてきている。日本にとっては中国、韓国、台湾、あるいは東南アジアにおいて内需をベースとした域内相互貿易が自律的な回復軌道に乗っており、これが米国経済の減速ショックを吸収してくれるのではないかと、ある程度

バッファーとなってくれるのではないかということが期待される。我々としては、成長性のある隣人を持っているということは非常に良いことだと思っている。あとはラ米危機の問題だが、これは昨日も申し上げたので繰り返さない。

金融面の動きだが、一つは流動性リスクである。これはいつも申し上げていることだが、大きな資金移動が定期から普通・当座預金へと起きた訳だが、それと本行の金融政策が相俟って、銀行の間に流動性はジャブジャブであるという認識が蔓延している。これはある意味では、エクスターナルショックに弱いということであり、リスク管理をどうするかについては、銀行の経営上、非常に大きな問題だと思う。この債務の流動性リスクに加えて、運用面の集中化リスクがある。これは国債等中心の運用と、もう一つは、貸出をやるにしてもなかなかプライシングが難しい優良貸付先——さらに言えば証券化ができる優良先に絞っている——に貸出が集中されてきている点である。これは今、直ちに大きなリスクという訳ではないが、やはり金融機関の経営上ライアビリティーに極めて流動性リスクがあるということ等に加えて運用面で資産が集中するということは、これは中央銀行としては折に触れモニターしておくことが必要ではないかと思う。万一、エクスターナルなショックが加わると、このリスクをどう吸収していくかということも含めて、事前に研究しておくことも必要なのではないかなと思っている。以上である。

速水議長

次、中原委員お願いする。

中原委員

引き続きアジア向けを中心に輸出好調だし、生産、企業収益は回復基調ということで、足許の基調は大きく変わっていないと思うが、先行きを展望すると、足許の動きとは対照的に内外でのダウンサイド・リスクがやや強まってきたと感じている。

まず、海外経済のうち米国経済だが、最近の非国防資本財受注、ISM新規受注指数等の川上部門で、先行きの減速を示唆する指標が具体的に出はじめた。家計部門はまだ株の逆資産効果が出ていないが、株価そのものの長期低迷、これは避けられないと思うので、従って消費の頭を抑えることは間違いない。それから住宅価格の上昇幅は縮小しているし、一部地区では下がりはじめたというニュースも出ている。また、個人ローンの不良債権化による償却額が大分増えているという数字も出ている。景気の先行き不透明感が強まる中で、雇用調整を改めてやるという動きもいくつか出はじめている。先日の雇用統計も、ややここにきてブレーキが掛かってきたという感じがする。消費者コンフィデンスも大幅悪化ということで、消費の先行きの不透明感がかなり強まってきたと感じている。それから、米国で、もう一つ注意すべきは、株式価格の下落に加えて、通信セクターを中心とした企業破綻の増加、こういうものがプライベート・エクイティ・ファンド、あるいはこれを通じてさらに銀行のローン・ポートフォリオ、収益、融資行動等にどのようなネガティブなインパクトを与えるかということをよくみていく必要があるのだろうと思う。不良債権償却率は、昨日の報告では余り変わっていないという話だったが、どうもやはり、かなり上昇しているのではないかと思う。クレジット・クランチの動きはないように思うが、信用プレミアムは拡大しているし、90年代初頭のような金融セクターと実体経済がバンドリングした景気の後退という懸念は注意していく必要がある。そのほか海外では、EUも輸出・生産伸び悩み、消費者コンフィデンスの悪化、また好調と言われるアジアも6月に、韓国、台湾、シンガポール、タイ、マレーシアで鉱工業生産がマイナスに転じているのは一時的なものかどうか分からないが気になるところである。

国内の経済面では、鉱工業生産の6月の落ち込みは前月までの反動ということだが、予想実現率はかなりマイナスが大きいし、企業経営者のマインドはこのところ相当慎重になっていると思う。企業の間では改めて生産調整の動きも出ているという話も聞いている。足許の輸出の伸びについても、電機業界等では7~9月は4~6月の延長線では到底考えられない、

という発言が多いし、鉄鋼とか素材関係も、先程も出ていたが、一部では中国、韓国向けの伸びはかなり仮需があるのではないかという見方があるようだ。在庫も増えている。内需の関連でも、増えているのは、輸出に回る部品と原材料で、純粹の国内内需は良くて横這い。早期退職等のリストラも一応3月で終えたことにしたけれども、人件費削減は改めて進めていかざるを得ないというのが本音のようだ。

それから、家計の関係では、民間機関の消費者コンフィデンス調査も色々出ており、内容はかなり良くなっているのだが、どうみても、消費意欲の盛り上がりというものが感じられる内容ではない。一般的なメディアを通じた景気や雇用環境に関わる情報に影響された心理的な好転という程度ではないか、という気がする。ここにきて、デフレ期待がまた持ち上がっているという感じもあるし、財布の紐は固いと言わざるを得ない。自動車も住宅も冴えない。それから、毎勤統計、労働力調査、所得や雇用の指標も、ここへきて悪化が目立つという感じがしている。

以上、結論として、輸出の好調は続いているが、生産や景気動向指数をみると、回復のペースに危機感があるし、慎重な企業マインドのもとで輸出の持続性とか内需の回復に関わるリスクが、ここにきて高まっているとみざるを得ないと思う。今月の月報のトーンは、景況判断として、やや慎重なトーンを打ち出すべきではないかと思う。

金融資本市場については、株式を除いて総じてやや落ち着きということだが、金融システムについては、なお脆弱で、不安定化のリスクが高いと思う。株価の動きは、これまでのところ、基本的に米国要因だと思っているが、まだ底値が確認されたとは言えない。中間期末の接近に伴って、今後は国内要因、特に金融システムや企業業績の要因が高まってくるのではないかと思う。このところの株価低迷の中で、銀行株が比較的安定しているのは、やや意外なのだが、これをもって金融システムの安定化が進んだと言うのは、早計だと思う。

円/ドルレートは、小康状態だが、ドルの戻しが機関投資家のリパトリエーションということだとすれば、ラ米の情勢もまだ不安定だし、ドルの

持つ構造的な問題もある。ドル売り再燃の懸念は拭えない。構造的な交易条件の悪化が続いている中で、円高のメリットは表われないし、企業収益の影響の方が相当心配だということだと思う。

資金市場では、中間期末に向けた銀行の資金繰り対応はかなり順調に進んでいると聞いている。長短金利も安定した動きだが、15年度予算の議論、あるいは減税の議論が始まっている中で、銀行の国債ポートフォリオの相対的な大きさというのは、今、改めて極めて高水準になってきている。中間期末に向けて長期金利に上昇圧力がかかる懸念もある。今後9月末に向けて市場の流動性需要と信用リスクプレミアムの動きには十分注意していく必要があると思う。以上である。

速水議長

山口副総裁お願いします。

山口副総裁

景気の現状については、昨日、調統局の説明にあったように、ほぼ下げ止まっているという状況ではないかと思う。ここ数か月間の推移をGDPのイメージのようなものとして、調統局の説明から組み立ててみると、恐らく輸出によって成長率がかなり大幅にプラスになってきており、それを国内投資——これは民間の設備投資と政府投資両方だが——がキャンセルするような動き、その間、消費がはっきりしないが弱含み横這い圏内という辺りで、これをもって全体としてゼロ成長圏内、従って、ほぼ下げ止まりというような判断になるかなと思う。

この間において、物価の動きについては、卸売物価は為替変動の影響をかなり受けるという格好で、やや弱含みになってきているが、消費者物価のトレンドには今のところ格別の変化は生じていない。色々な要素がプラスマイナス両方向に交錯する中で、ネットでは年間で1%弱のマイルドなデフレが続いているという状況ではないかと思う。ただ、昨日の人事院勧告で-2%という数字が、新しい材料として出てきたのかなと思う。この

各方面への波及的な影響については、よくみていく必要があるのではないかと思う。ここまでの、こういうような動きが持続するならば、我々が4月頃考えた標準シナリオに沿って、年度下期には民需の幾ばくかの——と言ってもかなり小幅だろうが——回復を展望することが可能な状況だと思いが、既に指摘があったように、私も先のことを考えるとリスクが明らかに増大してきたと思う。一つは、アメリカの景気であり、もう一つは、グローバルなマーケットの動きであり、当然両者は関連し合っているのだろうと思う。

極く簡単にコメントすると、米国の景気情勢については、先般第2四半期のGDPが出た訳だが、最終需要をとってみると、前期比マイナス0.1%ということで、マイナスを強調する必要はないと思うが、要するに伸びていないという状況になっていた。それと相前後して、株価の一層の下落が生じ、それから会計疑惑ということの一つのバックグラウンドにしながら、リスク回避的な行動が市場のあちこちにみられるという状況になっていると思う。いわゆるブルーチップ的な景気回復のパスというのは、今後、年内年率3%程度の実質成長を予想している訳だが、そういう回復のパスに巧く移っていけるのかどうかということになると、ダウンサイド・リスクが強まっているように思う。ただ、下振れの度合いというのは、まだはっきりしていないのではないかというふうにも思う。前回、前々回の決定会合の議論の中で、もし米国経済のスローダウンというのが年率2%位の成長という辺りで踏み止まれるならば、アジアのエマージング諸国のかなり強い景気回復の動きが、わが国の輸出全体に対するサポートになるのではないか、という議論があったと思うが、今出てきている材料というのは、2%が本当の下限かどうかは分からないが、そういうようなところを突き抜けて、さらにダウンサイドに振れてしまう動きなのかどうか、という辺りについては、まだ十分判断できない状況ではないかと思う。ただ、どなたか指摘があったかと思うが、心配なのはアメリカに加えてユーロ圏の回復が結構弱いように見えるということで、日本も含めて三大経済圏の動きが非常に鈍くなっている時に、アジアのエマージング諸国だけでどの程度

の回復力を提供してくれるのかどうか、ということはよくみていく必要があるというふうに思う。

もう一つのグローバルな資本市場の動きの中で、わが国の株価がバブル後最安値圏内の動きになっている訳だが、ややパズリングなのは、今年はじめ頃と違って、これが金融システムの緊張を今のところ余り生み出していないという点である。これは幸いなことだと思うが、中原委員が指摘されたように、私も金融システムの問題というのは、かなりの程度残っているというふうに思うし、この懸念というのは恐らく金融システムの中の比較的弱い部分、例えば、こういう株価形成になってくると、生保などについては問題が比較的強く出てくる可能性があるというふうに思う。また、それは別にしても、極く大雑把に考えて、大手行の自己資本比率は3月末に比べて恐らく1%近く低下している可能性が強い訳で、それは当事者自身が当然頭に入れているはずだと思う。昨日の事務局の説明にあったが、企業金融について、若干の改善傾向もないではないという状況にある訳だが、そういうような動きが途切れることがないか、あるいは逆転することがないか、今後留意が必要ではないかと思う。

結論として、ここまでは標準的な景気の底入れから回復に向けてのシナリオにほぼ沿った動き、場合によっては若干それを上回る位の動きになってきていたと思うが、今後については、ダウンサイド・リスクが増大してきている状況で、そのリスクの大きさというものをよくみていくべき状況ではないかというふうに思う。以上である。

速水議長

それでは、次に藤原副総裁にお願いします。

藤原副総裁

足許の景気については、輸出と生産が想定以上の強さをみせており、その一方で、個人消費や設備投資など民間需要の弱さには目立った変化は窺われなと思う。従って、景気の総括判断としては、執行部の昨日の判断

にあったように、据え置きということで良いかと思う。

先行きに関しても、輸出環境など、やや不透明感が増している面もあるが、私共がウォッチしてきた「展望レポート」のシナリオ、つまり、企業収益の回復が民間需要を下支えし、景気全体の下げ止まりが明確になっていく、というシナリオの蓋然性に大きな変化が生じている訳ではないと思う。当面、新規求人の増加や製造業の機械受注の下げ止まりといった、一部でみられる明るい兆しがどの程度今後広がっていくか、注意してみたいと思う。

しかしこうした中で、このところ先行きに関しては、不透明感が従来以上に強まっているように思われる。もう既に指摘されたように、まず、海外経済とわが国の金融環境がその主な項目である。

まず、海外経済だが、アメリカについては第2四半期のGDP、7月の雇用統計、そういった指標は予想よりも弱めのものが相次いで発表されている。市場でも、次のFedのポリシーアクションとして利下げを織り込む動きがみられるなど、弱気の見方が広がりつつあるように窺われる。これまで、景気を牽引してきた個人消費がなお底固さを維持しているので、緩やかな回復というシナリオ自体は、崩れていないのかもしれないが、株価の下落が消費者コンフィデンスの悪化に繋がっているだけに、先行きの動向を注意深く見守っていく必要があると思う。

輸出環境という意味では、アメリカと並んでアジア経済の動向も重要だが、今言ったように、アメリカ経済が減速していく、あるいは先行き不確実性を高めていく中で、アジア地域の内需が独立的に堅調さを維持しているのかどうか、それも注目点だと思う。

次に、金融資本環境についてだが、株価が本年2月のバブル後最安値に接近している点など不安材料が挙げられる。足許のところは、その影響が市場の信用スプレッドや銀行の融資姿勢などに波及しているようには窺われないうし、世の中のムードも2月ほど危機感が高まっている訳ではない。この点については、2月がペイオフ解禁を間近にして市場が神経質になっていたという側面を割り引いたとしても、私自身もやや意外に感じている。

敢えてその比較の意味で背景を挙げると、2月の当時に比べて景気が明るさを増しているということが大きいのではないかと思う。しかし、株価がさらに下落した場合にも、このように落ち着いた金融環境がずっと維持されていくという保証はない。特に、株価下落に伴って銀行の自己資本比率が8%台にまで低下するということが展望されてくると、銀行としてはそうなる前に予防的にリスクアセットの圧縮に動くことは十分考えられる。そうした限界点がどこにあるのかは判然としないが、銀行行動の変化は不連続的に生じ得るものだし、そうした水準がそう遠くないところに近付いているかもしれない、という点は十分に念頭に置いておく必要があると思う。

要するに、これまで何人かの方が指摘されたように、足許の定量的な経済指標では、明るいトレンドが窺われる。しかし、先行きの定性的なリスク展望では不透明感が増しているという、足許の明と先行きの暗との綱引きだと思うが、暗の方が強まっているような危惧が感じられる、というのが私の感じである。以上である。

速水議長

次、須田委員をお願いします。

須田委員

4月の「経済物価の将来展望とリスク評価」では、今年度から来年度はじめにかけての景気展開について、生産は年央以降、回復に転じるものの、景気全体は下期に漸く下げ止まる程度という姿を描いた。多少大雑把に言えば、緩やかに下げ止まり、緩やかに立ち上がる、という姿を想定した。しかし、その後の展開をみると、今のところは大まかに言って標準シナリオの範囲内だと思っているが、景気展開の形は想定したものとは違ったものになる可能性があると思っている。問題は、下げ止まり以降の景気展開だが、これについて考えるうえでは、在庫調整による振れを取り除き、海外の最終需要自体がどのように推移するか、特に、現在、海外経済の先行

きの展開は米国景気次第という側面が強まっているので、米国経済の回復力と持続力をどのように評価するか、という点が極めて重要な論点になる。以下では、この点に絞って意見を述べる。

まず、私は 90 年代後半の米国経済を説明する共通の要因は、IT 革命による生産性上昇に対する期待の高まりであると考えている。すなわち、生産性上昇に対する強気な期待が、IT を中心にした設備投資を積極化させ、期待収益率の上昇は、株高予想をもたらし、家計部門の支出性向を押し上げた。それは、海外からの資本流入を増大させ、ドル高をもたらし、裏返せば対 GDP 比経常赤字の増加に繋がった。こうした中で、米国株価は 2000 年央頃から下落傾向に転じ、また、ここにきて下げ足を速めた。この背景として、不正会計疑惑がしばしば指摘されるが、その底流には将来の企業価値が過大評価されたことがあると思う。そして、このところの金融市場の不安定さは、主として、米国における生産性上昇率の高まりを再評価する動きであり、それに伴って不確実性が増大し、リスク・プレミアムが高まっている現象であると思える。

先般、米国の GDP 統計が改訂されたが、これをみると、実質 GDP 成長率が 2000 年、2001 年の両年下方修正され、企業収益は 99 年から 2001 年の 3 年間下方修正された。2002 年の成長率も、第 1 四半期は下方修正、第 2 四半期は予想比下振れとなった。労働生産性の伸び率は、この 3 年間の平均で従来の評価よりも 0.5% 程度低くなったという試算も出ている。また、最近、シカゴ PMI、ISM 指数、消費者コンフィデンス指数（コンファレンスボード）、資本財受注、非農業部門の雇用者数など弱気のデータが続いている。このようなデータが発表されると、期待と実績のギャップが認識され、生産性上昇率の高まりに対する過度な期待が修正されていくことになる。アナリストの今年の EPS 成長率見通しは、とりわけ IT 分野について大きく下方修正されている。従って、生産性上昇率の高まりに対する過度の期待という共通の要因によってもたらされた現象——すなわち、ドル高、株高、潜在成長率を上回る景気拡大、大幅経常赤字——がある程度調整されることは不可避であり、また持続的な安定成長を実現さ

せるためには必要なことであると考えている。

ここで重要な論点は、米国景気が緩やかなテンポであっても景気回復基調が続くとみられるのか、それとも再びリセッションに陥るというダブル・ディップの展開になるかということである。この鍵を握るのは、言うまでもなく、IT投資の増加を背景にした生産性上昇の評価である。仮に、生産性向上が幻想であれば、後者のリスクが高まることになる。現在、そのリスクを完全に否定できる訳ではない。しかし、私は、以下の理由などから米国経済は、回復初期にもかかわらず、一時的には潜在成長率を下回る成長率に止まる可能性があるものの、景気回復基調は堅持されるのではないかと考えている。すなわち、企業収益を巡る環境をみると、ユニット・レーバークストの上昇率は、生産性の向上と労働コストの抑制によって、2000年第4四半期から着実に低下している。こうした中で、GDPベースの税引き後利益でみた企業収益は、今年第1四半期には、前期比増益となった。第2四半期についても、マイクロベースと言えども、企業収益が着実に改善傾向を辿っている姿がみられることを踏まえると、少なくとも米国景気を支えるエンジンとそのメカニズムは前向きに動いていると理解するのが妥当ではないかと思っている。更に付け加えれば、このところ株価の大幅な下落や市場予想を下回る経済指標などを背景に、長期金利が低下し、またインプライド・フォワード・レートも下方にシフトしている。こうした金利低下も、実体経済活動にプラスの影響を持つと考えることができる。7月中旬のFRB議長の議会証言の際に示された理事・連銀総裁による実質GDP成長率予測が、2月の時点の2.5%~3%から3.5%~3.75%へ上方修正されていることにも注目しておきたいと思う。

他方で、BOEの8月のインフレーションレポートにあるように、世界の株価下落は、米国の中期的な生産性上昇率の再評価によるということよりも、企業収益の見通しについての投資家の悲観論と不確実性によるところが大きいという評価もある。また、このような株価下落が、クレジット・チャンネル（バランスシート調整）を通じて実体経済に影響を与えることも無視できない。先行きの米国経済を巡る不確実性が増していることは、わが国

の景気展開にとっても同じくリスクが高まっていることを意味する。米国経済の動向と、それに伴うグローバルな資本の流れとその影響を一段と注意深く見極める必要があると考えている。

なお、海外経済という観点では、アルゼンチン、ブラジルなどのエマージング諸国だけではなく、何人かの委員の方からも話が出たが、欧州圏の景気動向も気になるところである。OECDの景気先行指数は、6月に前月比-0.1%と、昨年10月以来の低下を記録した。これはユーロ圏の低下で、特にドイツ、フランス、イタリアが急速に悪化しているということのようである。アメリカだけではなくてこういった様々な国の経済についても注視していかなければならないと思っている。以上である。

速水議長

次、田谷委員お願いします。

田谷委員

このところ、欧米市場を中心として世界的に株価が乱高下しているが、取引ボリュームの増加を伴っており、バブル崩壊過程における一つのクライマックスを迎えたように思う。この点を中心として実体経済との関係について考えてみたいと思う。

まず、米国であるが、株安の実体経済に対するマイナス・インパクト、特に個人消費に対する逆資産効果が懸念されている。しかし、この点については、住宅価格上昇のプラス効果や自動車のゼロ金利キャンペーンなどで相殺されてきているようで、これまでのところ個人消費に変調はみられない。ただ、住宅投資や自動車の購入は、低金利による需要の先食いといった側面もあり、これらがピークアウトするにしたがって、株安の逆資産効果が顕現化する可能性もある。住宅価格の上昇に対する警戒感も一部では始めているとの報道もあり、要注意である。また、最近の株価下落には、実体経済の先行きの悪化懸念を反映している側面も垣間みえる。先月来の下落は、TMT関連ばかりでなく、素材や消費関連を含めた全面安となっ

ている。消費者センチメント指数が低下しているし、雇用の改善も非常に緩慢であり、消費の先行きが注目される。さらにISM指数が下がっており、今後、生産の伸びが鈍化する恐れも出てきた。こうした中、第2四半期の企業業績は予想よりも良かったものが多かったようであるが、キャッシュ・フローの改善も債務圧縮に優先的に回されるとの観測が強まってきていることもあり、設備投資も全体としては回復の動きがみられない。設備投資が回復するまで、消費の堅調さが維持されるかどうかは焦点となると思う。

次に、ユーロエリアであるが、ある意味で米国以上の株価バブルがあり、現在その調整過程にある。ドイツ、フランス、イタリアといった主要国の株式時価総額について、例えば、1990年末から一昨年のピーク月までの変化率、あるいはそのGDPに対する比率の変化率を計算してみると、それらのほとんどは米国市場以上に上昇した。しかし、欧州主要国における株式時価総額のGDP比率の水準は相対的に低く、ピーク時でも例えば、ドイツでは米国の180%に対して80%である。つまり、株価が半分になっても、米国ではGDPの90%の資産価値が失われるのに対して、ドイツでは40%の喪失に過ぎない。また、欧州主要国の場合、株式保有が高所得者層により偏っており、その逆資産効果は相対的に小さいと言われている。ただ、米国などと同様に先月辺りからは株価の下落がTMT関連に加えて、金融、特に保険の下げが目立つ。ユーロエリアの景気は、昨年末底入れした後、緩やかな回復に向かっているところであるが、設備投資、消費といった内需には、ほとんど改善の動きがみられない。株安の金融システム面への影響を含めた経済に対するマイナス・インパクトには注視が必要のように思う。

東アジアについても一言触れたいと思う。6月までの東アジアの輸出は、全体としては順調だったようである。しかし、東アジアの景気拡大は、本格的には、欧米経済の回復がベースにあるので、その先行き不透明感に対しても警戒感が強まっている。実際にも、先行きIT関連財中心に輸出の増加テンポが緩やかになる兆候もある。各国の株価も欧米株価に連動して、

下げ幅は相対的に限定的ながら、今週その多くが今年の最安値を付けている。一方、WTO加盟の影響もあって、中国の輸入が増加しており、中国を一つの中心とした域内貿易が高まりをみせはじめている。欧米景気が後退しない限り、ある程度この地域では相対的に高い貿易拡大が見込めるのではないかと思っている。この点は山口副総裁の先程の発言に大体私も感覚は一致している。

最後であるが、日本の株価も下がったけれども下げ幅は限定的である。98年、99年に上がらなかった、あるいは上げ幅が限定的だった分、下げも限定的ということである。あるいは、PBRが欧米株と異なり、低位で推移してきたためでもあるとも言える。現象面では、個人の現物買いが値頃感から5月末辺りから若干目立つようになってきているし、公的年金による買いもマーケットでは下支えになっていると言われているようで、これらが外人買い、外人売りのインパクトを緩和しているようである。しかし、株価水準が切り下がってきたことは事実で、金融機関へのインパクトが懸念される。また、金利の全般的な低下は、景気先行きに対する見方の慎重化を反映しているように思う。輸出・生産の増勢は続くにしても、先行き少なくとも一時的にはそのテンポが鈍化しそうである。この点では調統局の見方と同じである。

最後に、昨日、中小企業の資金繰り判断のDIが少し改善しているという数字が紹介されていたけれども、やはりこの分野、中小企業の分野はどうも二極化が進んでいるのではないかということで、依然として私は中小企業の資金繰りについては注目している。以上である。

速水議長

最後に植田委員をお願いします。

植田委員

日本経済については、当面、輸出の伸びがスロー・ダウンしていくという可能性が強い訳であるが、そのもとで内需にもう一つ強さがみられない

中、ゼロ成長近辺を続ける。その後、内需が立ち上がってくるか、あるいは輸出がもう一回立ち上がってくるということが次のステップへのきっかけになるはずであるが、そこについてはリスクが高いという皆さんの見方に賛成である。そのうえで2~3コメントしてみたいと思う。

まず、世界の实体经济の方であるが、今年の前半を振り返ってみると、世界全体を足してみたとして、外需というのは需要ではないから、各国の内需をみてみると、引っ張っていたのは、非常に大雑把に言えば、アメリカの消費と在庫投資のマイナスが小さくなっていく動き、それから日本以外のアジアの公的および民間セクターの建設投資、それから若干の設備投資、さらにアジアでもはっきりはしないが、在庫投資の動きがあったように思う。これらの今後をみてみると、世界的なハイテク部門のリストックキングの動きの一服から、特にアメリカとアジアの在庫投資の牽引力は落ちていきつつある。さらに、それに若干連動する形でアジアの設備投資にも弱くなるような動きがみえつつある。また、アジアの建設投資も、中国では財政主導の部分は今年の前半に前倒化したことの反動が後半出る、あるいは民間の住宅投資もやや行き過ぎの動きがみえるということから、この部分の伸び率を低めていくとみるのが自然ではないかと思う。従って、アメリカの設備投資は暫く期待できそうにないし、ヨーロッパの内需はさらに期待できないということであるので、アメリカの消費が持ち堪えたとしても、世界的に需要は踊り場へ向かっていくというふうに私は思う。さらに、これに株安による設備投資・消費の下方圧力、下方屈折の可能性が付け加わるということで、世界経済の見方については、リスクが高まったと言っても良いし、下方修正であると言っても似たようなものではないかと思う。

二番目に、今の点に関連するが、株安等に伴う金融面のストレスが深刻な形で表われるかどうかという点が極めて重要かと思う。いろいろな形で議論になった点であるが、ここ数年、銀行が余りにとってこなかったリスクを一部とってきたのは、恐らく生保とか投資信託のような機関投資家であると思う。同じような役割を果たしたのは、98年の危機の時にはヘッジ・

ファンドであったり、大手銀行の自己売買部門であったと思うが、そのところのポジションの悪化、ポジションの整理を通じて、リスクが波及したという面が当時はあった訳である。一方、今回は、例えば、噂に上っているような世界的な生命保険会社の経営悪化あるいは投資信託の動きがあり、昨日も議論があったように彼等のリスク・リミットや流動性制約を通じて、株価や社債価格の下落が伝播しているという面がかなりあると思う。この中で昨日報告があったように、アメリカでは社債のリスクプレミアムの上昇、あるいは、ビッド・アスク・スプレッドの拡大のような流動性の低下現象がみられ、98年の夏から秋にかけての状況に似てきているなというふうに思う。こうしたリスク・プレミアムの高止まりが続けば、資本コストの上昇から実体経済を冷やすリスクがかなりあるというふうに思う。恐らくどこかの時点で、福間委員が議論されたようにFedは金利引き下げについて真剣に考えるのだと思うけれども、振り返ってみると、ここ4~5年そういうことが続いて、金融危機があると金融緩和で巧く対処する。ただ、その過程を経るに従って、何となくインフレ——資産インフレも含めてであるが——になるのか失敗するとデフレにいつてしまうのかと言う、ナイフ・エッジ的な状況が続いてきているように思い、今後についても懸念されるところである。

最後に、日本については、両副総裁が議論されたように、半年前の状況と比べ、株価の水準はほぼ同じところであるにもかかわらず、今のところ国内の金融システムに余り目立ったストレスが発生していないという点をどう考えるかということが私も大事な問題かと思う。良い答えはみつからない訳であるが、一つは、株式市場を除くと国内の金融資本市場が海外のそれからやや分断されているような側面があるのではないかと、それから、何人かの方が言われたが、半年前と比べると実体経済は少し改善していて、借り手の一部のキャッシュ・フローに余裕があるということかなと思う。それから、銀行への資金の出し手と銀行の関係をみてみると、日銀の資金供給、それからペイオフ一部解禁を控えて大手銀行に預金が流入し、従って大手銀行の市場での資金調達圧力、必要性がやや低下したこと、それか

らここにきてペイオフ全面解禁の一部見直しの動き等で、取り敢えず流動性の不安に色々な問題が繋がるという側面がやや弱まっているのかなということも感じるが、いずれにせよ、金融機関自身の体力が強まったというふうにはみえないので、今後を注意深く見守りたいと思う。以上である。

速水議長

それでは金融経済情勢について、追加的な意見、議論があればどうぞ。

福間委員

今のアメリカの消費については、皆さんから指摘があったように、住宅価格が何とか支えている。米国では、ホーム・エクイティ・ローン、あるいは90年代の後半はセカンド・モーゲージ・ローン、日本の銀行も80年代の後半にはローンを組んでいたが、要すれば担保空きに対して個人がデットを積む訳である。勿論、不動産の値段が落ちなくてもレベリングした途端にそういうものの上昇が続かなくなる。一方デットだけは残るから、その分の利払いは残るという格好になる。住宅価格がどんどん上がれば良いのだらうと思うが、これもどこかでみたようなITバブルもそうだが、やはりユーフォリア化した場合にはやはりデットを恐れなくなる。ところが、住宅価格の上昇が止まったり、逆に下がると、もうこれは大変なのだが、レベリングでもやはり消費に対しての影響が出てくるのではないかなと思う。そうすると、これまでの説明のような株の逆資産効果が限定されるとか、あるいはそれを相殺して余りあって消費を支えているというロジックが成り立つのかなと思う。それからもう一つは、銀行もそういうローンの取り組みを随分やってきたが、金融機関自体が問題視されはじめています。今度の会計疑惑の中でエンロンを中心にこのストラクチャード・ファイナンスそのものが叩かれている。リスク・アバージョンな姿勢が金融機関サイドに出るとやはり、やや行き過ぎのものはリスクとして調整されないかなと思う。その辺を教えてもらいたい。世界経済は、米国の個人消費に依存している訳であるから、今述べたような株が落ちても逆資産効

果は住宅で消されるという形がいつまで有効かということが、ある意味では世界経済がそこに掛かっていると言っても良い位の問題ではないかなと思う。山口副総裁は、色々な所へ出られているが、こういう問題は余り議論にならないか。

山口副総裁

いや、毎回議論になっている。

福間委員

当然、そうであろう。

山口副総裁

それで、これまでのアメリカ当局の説明——これはF e dを含めてであるが——は、株式保有のばらつき状況からみて、株価下落によるキャピタル・ロスというのは、比較的富裕層のところに集中しており、富裕層は元々そういうものによる消費面への制約というのがほとんどないか非常に少ないということである。それに対して、もうちょっと下の平均的な所得階層、あるいはそれよりもさらに下の所得階層のところでは、元々株式を余り持っていない代わりに資産の中での住宅のウェイトが高く、これが値上がりしているが故に、消費全体をとってみるとまだ堅調が続いているという説明である。それで何とか持ち堪えている間に設備投資が出てくると、巧くサステイナブルな回復に繋がるということを皆期待していたのだろうと思うが、そこへまだ橋が架かっている状況の時に株価がさらに下がってきてしまった。そうすると、これは株価が幾ら下がっても逆資産効果が前面に出てこないだろうという議論はさすがに成り立たないだろうと思う。従って、富裕層に比較的限定されていると言われている逆資産効果の部分というのが、もう少し拡がりを見せるのかどうかについては、特に先程田谷委員が指摘されたと思うが、2~3 か月前までは、NASDAQ中心の値下がり、TMT中心の値下がりだったものが、その後、全銘柄

に拡大するような動きになってきているので、恐らくそれにインボルブされている家計というのはさらに拡がりをみせているのではないかなと、一応推定されると思う。そういう意味で、逆資産効果の大きさがどうなるのかということが一つ、もう一つは、住宅市場というのは、この間、グリーンパンの議会証言の中で、バブルにまだなっていないという言い方があったと思うが、これはバブル化しつつあると言った途端、大変な騒ぎになる訳で、まあそういうふうにはしか言えないのだろうと思う。実際には、平均的な住宅価格というのは、1年間で7%位値上がりしているようだが、こういう状態がさらに値上がりが大きくなっていくというようなことになると、当然評価も少し変わってくるのではないかなと思う。バブルかどうかというのは、住宅に限らず株をとってみても事後的にしかよく分からない訳だから何とも言えないところだと思うが、まあそこに大きなリスクがあるということは皆が認識しているポイントではないかなと思う。

須田委員

今、山口副総裁が言われたとおりだと思うが、私は昨日からちょっと気になっていたのがGDP統計の修正で、去年もそうだったが今年もその貯蓄率がどんどん上がっていくというふうに修正されている訳である。ということは、消費が強い強いと言っていたが、そこまで強くなかったんだというふうなこともあるので、それが貯蓄率がどこまで上がっていくのだろうかということも分からない一つの要因だなと思う。それからホーム・エクイティ・ローンでも、例えば、もう一回借りても、多くの人は満額借りていなくて、何割かしか使っていないという、実際に、そういうことをやっているという話もあるから、心配は心配だが、どれだけ持続するかというと、もう少し持つかもしれないという部分もあるかなとは思っている。

藤原副総裁

私の発言は余りディスカシヨンの役に立たないかもしれないが、私は、一週間ほどアメリカの方面に行ってきた。Fedのエコノミストと話し

合った訳ではないが、中西部ではシカゴの近辺をみた。それから、ミシガン、ミシシッピー川の田舎町でその町の人達と話し合う機会があったが、実は私が日銀の副総裁だというので、色々と質問を受けた。逆に私の方からも取材したが——これは調統局のマイクロヒアリングに相当するような情報かもしれないが——、中流というよりも中流の下であるそういう人達は、やはり株を凄く色々な形で持っていて、株の雑誌を皆さん購入している訳である。あの雑誌が良いとかこの雑誌が良いとか、非常に熱心である。それから、もう一方で、住宅に対して非常に関心があって、郊外の瀟洒な住宅などをみせてもらったが、皆、上の階層にこういうというアスピレーションがあるから、絶えずその機会を窺っている訳である。一方で、イミグランドがあるからアメリカ全体は住宅ブームだということは彼らは認めている。ただ、そういう庶民レベルの人達ですら、住宅が今これだけブームなのだけでも、こういう株の下落から、今後はどうなるか分からないという不安を一般ピープルの心理の中にもう既に表われている、そういうオブザベーションをしてきた。

速水議長

昨日の夕方、経閣協があった。毎回、資本・金融市場の話をしているが、昨日調べてちょっとびっくりしたのは、株価の下落方がアメリカは昨年末比で30%位なのに対し、日本はまだ昨年末比で5~6%である。昨年末が1万5百円で、今は9千8百円程度である。欧州ももの凄く下がっていて、ドイツが30%台である。ドイツ、フランス、イタリアそれにイギリスも20数%である。今話を聞いていて、欧米は割合、富裕者が株を持っているから富裕者の損ということで終わっているのか、どういう影響を経済に与えているのか、その辺りがちょっとよく分からない。これだけ大きく下がり影響を与えないはずはないと思う。逆に日本の方は、僅か5~6%だけでも、やはり銀行が持っているだけに、こういう時期で、特に自己資本関係の懸念というのがあって、国民も皆そのことを知り始めているから、そういう経路の方が何が起こるか分からないという恐さがある。

日本は5月に一回上がって、5月下旬に1万2千円近くまでいった。それから下がっているから、下がり方自体はやや急であったが、今度は、最近になって特に欧州の方がアメリカから影響を受けている。日本の方は、上がる方の影響をここのところ受けているが、これは外人が動かしているからだと思う。恐らく半分以上は外人が売ったり買ったりしていて、ここのところ大分、為替相場と一緒に動いているところをみても外人の売買が大きいのではないかという感じがする。日本は日本でこれは独立した懸念が非常に大きい、海外のこういう株価下落というのは、これからどういふふうに影響してくるのか、その辺りはちょっと分からないが、これだけ大きく下がるということは余りないことではないかと思う。アジアも含めて皆、一斉に下がっている。

須田委員

ちょっと話を変えていいか。

速水議長

どうぞ。

須田委員

福間委員に聞きたいのだが、先程アジアがバッファーになるという話があった。かなりの方がもう少し悲観的な話をされていたが、そこについて、確かにアジアの最終需要向けに輸出しているかもしれないという部分はあると思うけれども、やはり株とかあるいは為替とか資本移動を通じたものが、それぞれの国の自律的な需要にも影響を与えてしまうと考えると、自律的だから何かバッファーになるという議論は、これだけグローバルな資本移動の中ではなかなか言えそうもないなと言う気がするのだが、その辺りはどうか。

福間委員

ある程度影響を受けることはそのとおりだと思う。先程、植田委員だったか指摘されたように、中国にしても韓国にしてもこれはもう建設需要が非常に大きいというのが一つと、二番目は日本の企業のトランス・プラントを向こうに持って行っている訳である。そこ向けに色々な素材を入れていて、それがまた内需に入ってしまう。勿論、再輸出する部分もある訳で、再輸出でアメリカに行く部分は確かに影響を受ける訳である。そのアメリカについて、実は、私が経済をどれ位でみているのかというと、「展望レポート」の時にアメリカは1.5~2%成長という前提でみたのである。その程度だったら、まあ何とかアジアの片肺でも動けるのではないかと、プラスになると言うことではないけれども、前には進むのではないかとというような話しをした訳である。そのアメリカがもう一段と落ちるのか、あるいはアメリカに対してのアジアからの輸出が私の想像以上にマイナスを受けるのかは、これはまだよく分からないが、ただ、私が拠り所になっているのは、アジアの内需とそれをベースとした域内のリージョナルなこの自律過程である。と言うのは、企業のサイドから見るとアジアというのは、要するに、九州の先にある国であるという感覚な訳である。自分の工場が現にアジアにあっても国境という感覚がないのである。であるから、生きるためには安い所へ移ってしまう、これはもうやむを得ない。だから、そういう動きの中で動くから、例えば、インドネシアの鋼材をタイに持って行ったり、中国へ持って行ったりこんなことをしょっちゅうやっている訳である。であるから、92年であったかAFTAが域内の共通関税を大幅に落としてから、急激に域内貿易が増えている訳である。今度のWTO加入でまた増えているということが見込まれるので、私は、循環的な要因で回復しているというよりは、アジアにおける相互依存がある程度、高まっている動きという具合にはみている訳である。ただ、あとは結果をみなければ分からない。

山口副総裁

ちょっと宜しいか。今までのところ全委員がここから先の経済について、これは国内、それから海外両方であるが、まあ色々なリスク、下振れのリスクというのを指摘されたと思う。我々は一体どういうリスクを議論しているのかということなのだが、日本経済を中心に考えた場合、輸出主導で回復を考えるとということしか、恐らくもう暫くの間はないだろうが、輸出はここまで思いのほか強い動きを示してきた。それはIT部門を中心とするリストッキングの動きが終われば、一旦は横這うか、かなりスローダウンするか、そういう局面がくることは十分予想されるというふうに考えてきたと思う。この7~9月については、まだはっきりしない訳だが、完全に横這うよりはもうちょっと強い動きをする可能性が出てきているということだと思うので、一服の局面というのは多少先に延びているということかなと思う。ただ、その一服したあとに、もう一度回復に向かうのか、それともダブル・ディップ的な動きになるのか、そこがちょっとよく分からなくなってきたということではないかと思う。それは恐らくアメリカ経済がダブル・ディップするのかどうかということが、実はよく分からなくなってきたということと、かなり近い設問ではないかなというふうに思う。確か須田委員はダブル・ディップはないのではないかなというふうに言われたと思うし、私も今のところダブル・ディップに向かって進みはじめたというようなエビデンスは、別段まだないというふうに思うが、そこは実はアメリカを中心とする資本市場の動きがどういうふうになるのかということと、やはりかなり強い関係があるのではないかとも思う。そういう意味で、非常に不確実性が高くなってきたというふうに私は思う。それでマーケットの方であるが、先程、植田委員の方から、実はよくみると98年に近くなってきたのではないかなという指摘があった。98年の時というのは、連銀が3回だったか、かなり迅速に金利を下げるという行動をとって、それが好感された。それで比較的その資本市場が閉塞状態に陥る時期というのが短期間で済んだというふうに思うが、それはその時の米国のその客観的な経済状況、つまりまだバブルが拡大過程にあるというよう

なことも当然効いていたと思う。しかし、今は、そうではない。資本市場の姿は非常に大きく変わってしまったということであるから、そこで 98 年と似た様な、つまり、あちこちで資本コストが上昇する、あるいは金の流れが鈍くなるというようなことが強く出てきた場合に、それは一体米国経済、ひいては世界経済に対してどのような反作用を及ぼす動きなのかというのは極めて注目されることだと思う。先程、植田委員も指摘になったと思うが、こういうような動きが近い将来改まらなければ、連銀は当然、また金利を下げ出すのだろうと思うが、それだけで今回打開できるのかどうかということも含めて非常に難しい局面にきたというふうに思う。

植田委員

先程、私は十分説明できなかったが、インフレかデフレかナイフ・エッジ的だと申し上げたのは、金利を引き下げても全然効かなければデフレ圧力が強まる方向へ行ってしまうのだろう。では逆に巧くいく場合はどういう姿になるかと考えてみると、98 年から 99 年にかけてとやや似た、しかし違う局面で影響は出る、違うところへ影響が出るということだと思う。金利を下げれば、いずれにしても資本市場のリスクプレミアムをもう少し抑えることができるということだと思う。98 年当時は、今、山口副総裁が言われたように、IT バブルがまだ膨らんでいる時期で、それをさらに大きくするような形で総需要支持効果があったと思うが、今回どこに効くかと考えると、今バブル的な動きをしているのは住宅市場だから、そこをもっと刺激するという可能性が一つ非常に蓋然性が高いものとしてあるのではないかと思う。総需要という意味では消費と住宅投資を下支えすることができるかもしれないが、それはひょっとしたらもう少し先にもっと大きな問題の種を蒔いてしまうことになるかもしれない。そういうことを先程申し上げたかった。

田谷委員

だからこそ、アメリカの金融当局の決断というのは非常に難しい。振り返ってみると、89年とか90年は、ちょうど今のアメリカの地価の動向と同じように戦後下がったことがない、という経験でもって、大幅な下げなど夢にも思わなかった。アメリカの地価の動向は、20年あるいは30年位みてみても、例えばS&L問題がでてきた80年代の動向とこの過去10年は非常に似ている。しかも95年からの地価の上げのピッチというのは非常に速い。80年代にみられなかった動きだと思う。

山口副総裁

地価か。

田谷委員

失礼した。住宅価格である。要するに問題は、結局何らかの動き、例えば下方への動きが出るとしても来年なのか再来年なのか我々には全く予想不可能だと思う。だから反対に言えば、そこが分からなければ個人消費の動向は分からないではないかと言われれば、全くそのとおりで、ダブル・ディップの可能性も高まったとは言えるが、それが起こる確率は5割以上か以下かと言われれば、依然として私は5割以下だと思う。それ以上に言うものがなく、やはりこの間はアネクドータルなエビデンスを探していくということ以外ないかなと思う。

植田委員

しかしダブル・ディップといっても、先程から議論になっているように、1~2%位の低下なのか、もっと下なのかで影響が全然違うような気がする。

田谷委員

だから、そこにくると、例えばどういう対応を連銀がとるか知らないが、それに対して資本市場、特に株式市場がどういうふうに反応するかという

のは分からない。既にもう起こってしまったことは分かっているが、これからどう起こるだろうということが分からなければその影響も分からない。

植田委員

それはしかし、ある程度の試算、つまり2%成長と0%成長で収益の伸びがどう違うか、それをどの辺まで現在の株価は織り込んでいるかという計算はできると思う。

福間委員

ただ、BOEは去年あたりからハウジングについて警告して、このところ騒ぎは始めている。コンシューマー・ディマンドがあんなに落ちていいのかと言う位6月の数字が落ちている。FRBは、住宅に対しては、先程山口副総裁が言われたようになかなか警告しない。大丈夫とっているだけだ。

中原委員

福間委員もおっしゃたように、結局最終的に世界の需要を引っ張っているのは米国の消費という話で私もそう思うのだが、財政というのはどう考えるのか。現実にはGDPの中の寄与率からいくと、このところやはり米国の財政は相当大きい。ただ、これは景気政策、経済政策では基本的には余り使われないということだが、ヨーロッパなども財政規律ばかり議論していて、もう少し財政の面から景気を世界のために持ち上げるようなインセンティブは働かないものか。

山口副総裁

アメリカはテロ後の状況に対応して、実は大規模な財政の動員をやってしまっている。

中原委員

これからもまだ行なうのか。

植田委員

秋に行なうようである。

山口副総裁

ここまでは比較的理想的なケインジアン政策の発動になったとアメリカではいわれているが、ヨーロッパは問題を提起されると延々とした大議論になって結論がでない。政治的には例の Stability and Growth Pact を少し緩めようという動きが随所に出てきていて、これを何とか抑え込もうという動きも同時にあって、ちょうど今のところどちらにも動きがとれないという状況だ。

速水議長

この辺で区切りをつけて、コーヒーブレイクに入る。45 分から再開する。

(午前 10 時 35 分中断、午前 10 時 45 分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは再開する。金融情勢判断で活発な意見が出たが、もしもう少し話しておきたいという方がおられれば、今、話をして頂いて結構である。なければ、次の金融政策運営方針に入っていきたいと思う。宜しいか。それでは、金融政策運営方針について、一人 5 分程度の目途で意見を伺いたいと思う。もう一度春委員から願います。

春委員

当座預金残高については、前回のディレクティブで指定した範囲の上方の15兆円近辺で推移をしている状況である。日本経済は、今議論があったように、輸出や生産の増加が一段とはっきりしてきたが、民需への波及は足踏み状態にあり、同時に海外要因とか市場要因からのリスクとか、それに起因する不安心理、不透明感等も高まっている。こうした中で、金融緩和を通じて景気を後押しをするという日銀の強い姿勢を示すということは、欠かせないことだと思うので、この意味で現在の10~15兆円という当座預金残高目標は維持されるべきであろうと思う。さらに、なお書き部分についても、中間決算期を前にして、日本や米国のさらなる株安や為替相場の急変も想定し得るところなので、そういった突発時においてこれを弾力的に活用する余地が大きいのではないかと思う。以上からディレクティブについては、現在のまま継続するという事で変更は不要かと思う。さらにこれはいつも申し上げることだが、今後緩和を一層拡大することが必要になる事態も想定されるので、その場合に採り得る選択肢について引き続き研究、検討を進めておくべきであろうかと思う。私からは以上である。

速水議長

次、福間委員お願いします。

福間委員

短期金融市場では銀行間の信用リスクに対する警戒感が大きく、資金取引が円滑に機能している状況にはないことは、これまでも再三に亘り言ってきたことである。その意味で日銀の潤沢な流動性供給は、安定的な金融システムの維持の一つの支えになっているという面での貢献が大きいと思う。特に、足許の株価軟調を眺めて市場の不安感が増幅し、内外から日銀の資金供給残高に注目が集まり易い局面になっている。こうした状況を踏まえて、金融調節目標については、現行の調節方針、誘導目標の10~

15兆円を継続することが適当であると思うが、執行部の日々の市場運営に当たっては、できるだけ調節目標の上限近辺、細かく言えば15兆円台をキープさせておくことが望ましいと思う。また、オペについては、これもいつも言っていることだが、長めのオペを積極的に活用してもらいたい。長めのオペは、第一に銀行の流動性リスク管理面でサポートになる。第二に銀行の貸出を行ない易い環境を整える。銀行の貸出が伸ばせない理由としては、先程も申し上げたが、企業の信用リスクと流動性リスクの二つのネックがある訳だが、オペを長くすることによって、せめて流動性リスクの部分を幾分たりとも和らげることができるので、こういう工夫により貸出をし易い環境を作ることに役立つと思っている。

それともう一つ、やや先の話になる訳だが、マネタリーベースの伸び率は今後落ちていかざるを得ない。本行としてはアカウントビリティを問われる局面がいずれ到来すると思う。先般、執行部に試算してもらったが、現行の銀行券の伸び率が10~14%を前提にすれば、今の20%台半ばの伸び率は今年末に10%台、今年度末の3月末には伸び率は一桁という姿——これはもう当然そういうことにならざるを得ないのだが——、そういう姿になる。ただ、万一、そのような状況で、株価下落、景気悪化、倒産増加等の悪いシナリオが表面化すれば、金融政策に今以上の世間の関心が集まることが予想される。こうした中で、マネタリーベースの伸び率鈍化は、世間から見ると金融引き締めと誤解され易い。我々としては、レベル的にはなお高い水準であり、対GDP比率で言えば十分に潤沢であるということをお機会を捉えてアピールしていくことも必要だと思う。本行としては、場合によっては将来の量的目標の一段の引き上げをも展望しながら、後手後手の対応にならないよう、今から早目早目の予防線を張っておくことも必要ではないかなと思う。以上である。

速水議長

次、中原委員願います。

中原委員

現在の実質 15 兆円の当座預金目標、これを継続することで宜しいと思う。先程申し上げたが、ダウンサイド・リスクは、やや高まってきているが、その顕現の蓋然性、これはまだ不透明であって、当面ハイレベルの安定した緩和的状态を維持することが必要だと思う。

先行きに関連して二つ申し上げたいと思う。第一は、この中間期末に向けて何らかのイベントリスク、あるいは株価暴落など市場が不安定化して流動性需要が高まる場合にどう対応するのか。当然ながらなお書きを発動すべきだと思うが、それについて今回の会合でどのように手当てをしておくべきか、ちょっと議論をしてみる必要があるのではないかと思う。

それから第二は、もう少し中長期的な観点だが、このところのマーケット環境について現象的にポイントを挙げると、インターバンク市場で非常に潤沢な流動性供給が行なわれていながら、一方で、株安、それから円高傾向、あるいは銀行の融資態度、特に貸出スプレッドの拡大志向、あるいは中小企業の資金繰りの厳しさ、あるいは投資家のリスク回避志向、というような一般的な金融条件という意味では、引き締まり要因が色々と重なっている訳である。このような中で、一定の緩和度を維持するという観点、それから先程福田委員も言われたが、9月以降ベースマネーの伸び率が相当縮小するというような事実も踏まえて、今後の目標設定、あるいは調節方針をどう考えていくべきか議論が必要ではないかと、これを指摘しておきたいと思う。

速水議長

次、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

金融調節方針は今回は現状維持で良いと思う。そのうえで、先程来議論してきたような今後予想されるリスクの増大に対する備えをどう考えるかという問題がある訳だが、もう少し具体的な状況をみながら考えていき

たいと思う。今のところ、マーケットの流動性需要に対しては、15兆円程度の当座預金残高をキープすることによって、十二分に充足しているというエビデンスはあるが、その逆、供給が足りなくなっているというエビデンスはないように思う。例えば、昨日の説明の中で言えば、大手の都銀などは本当はもう少し市場に放出して、手持ちを減らしたいと思っているのに、そういうことがなかなかできないでいるという辺りに比較的分かり易く出ていたと思うし、ほかにも様々な金利が0.001%に向けてなびいてきているというようなことから判断できると思う。ただ、先程私共が議論したような今後のリスクを念頭に置いた場合、こういうマーケットの環境というのが、ひょっとしたらどこかの時点で変わる可能性というのも当然ない訳ではないと思う。そういう時の流動性の供給というのは、場合によっては15兆円でも足りない、もっと手持ちを増やさないと心配だというような状況が生じる可能性もあって、そういう場合には当然これは柔軟に対応すべきだと思うし、また対応することは可能である。当然、もう少し色々なことが頭の体操としては考えられる訳で、例えば、ドル金利がさらに低下したような場合、為替市場というのはどのような反応を起こすだろうかというようなことも、当然日本にとってのリスク・ファクターとしてはあるのだろうと思う。市場の動きを止めること自体は難しい訳で、こういうような動きの中から、日本の景気回復のシナリオに対して重大なリスクが出てくるといような場合には、例えば政府が何か措置を採られるということがあるのかどうか、そういうことが金融市場にどのように影響していくのかというようなことも考慮に入れる必要も出てくるかもしれない。今のところなかなか特定のシナリオで以って、金融調節のあり方を考えるのは難しいように思うので、今日のところは、幾つかの可能性を念頭に置きながら内外の情勢をよくウォッチしていく、その間、当座預金残高の現在の目標を維持するということがよいのではないかと思う。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

私も金融調節方針については現状維持が適当だと考える。先程も述べたように、足許の景気動向に大きな変化はみられないが、先行きについては、海外経済や株価の動向にみられるように不透明感が増している訳である。金融市場は、私達が潤沢な資金供給を続けるもとで緩和的な状態がずっと維持されており、先月末には政府が決済性預金の保護方針を打ち出して以降、資金余剰感は一層強まっているように見受けられる。そのこと自体は特に否定すべきものではないが、この措置が今後の金融環境にどのような影響を及ぼしていくかについては、預金保険制度の仕立てや決済性預金の商品性など今後の議論次第という側面が大きいと思う。マーケットは、今回の打ち出された方針のその効果、すなわち、これによって銀行間で多額の資金シフトが生じるリスクがある程度抑制されるという効果を織り込んで動いているようにも見受けられるが、今後、金融審議会などでの議論の行方次第では振れの大きい展開を示す可能性がある点、そういう点は留意しておくべきだと思う。こうした点も踏まえると、足許、市場の緩和感が強まっている中であっても、潤沢な資金供給を粘り強く続けるという姿勢を明確にして、今はまだ限界的なものに止まっている景気回復の動きをしっかりと下支えしていくということが重要だと思う。以上である。

速水議長

次、須田委員お願いします。

須田委員

金融政策運営について話す前に、まず国内金融市場について評価しておきたいと思う。今年の春、「将来展望とリスク評価」の中で、リスク要因の一つとして、「株、土地等の資産価格や長期金利の動向」を挙げた。す

なわち、「仮に大幅な株価の下落が生じると、金融機関の経営や信用仲介機能への影響を通じて、実体経済活動に悪影響が及ぶ可能性がある。また、これらが企業や家計のコンフィデンスを悪化させている面もある」と指摘した。わが国の株価は、7月上旬辺りまでは底固く推移したが、その後は、米国株価の一段の下落を受けて、海外投資家の売りが膨らんだことなどから下落した。しかし、先程来、議論があったように、金融資本市場を概観すると、株式下落の割には依然として落ち着いているように見受けられる。例えば、社債・CP市場とも改善傾向には一服感があるが、9月越えでも然程支障なく発行されている。国債の金利も低下している。しかし何と云っても、短期金融市場の落ち着き振りは顕著であると思う。執行部から昨日説明があったように、短期金融市場では、資金余剰感が非常に強い展開になっている。具体的にみてみると、国債借入、国債買入、手形売出のいずれも直近では、平均・落札レートとも0.001%が並んでいる。年末越えの手形買入オペでさえ応札倍率は比較的低く、平均落札レートは0.001~0.002%と極めて落ち着いている。また、先行きの短期金利動向を金先レートからみると、3か月物金利は年度末を挟む先行き1年程度でもほぼ横這い圏内となっている。このように、短期金融市場では、流動性リスクに対する警戒感がかなりはつきりと薄らいでいる。この背景には、大手行への預金流入で資金の調達必要額が少なくなっていることや、DD取引の積極化の影響もあるが、より重要な要因としては、本行の金融政策運営の効果の浸透を挙げることができる。私は、現在の金融政策運営の意識について、金融資本市場の参加者に対して、現在はもとより、今後についても金融資本市場において流動性制約が強まる可能性は小さい、という安心感を与え、金融資本市場における流動性プレミアムの高まりを予め抑える効果を重視してきた。そうした安心感を与えるためにどの程度の当座預金残高が必要になるかについては、必ずしも定かではない。その時々金融経済状況に依存すると共に、心理的には過去の実績が物を言うのではないかと考えている。実際、オペ落札レートは0.001%ばかりで、かつ資金余剰感が強い現状を眺めると、現在当座預金目標が15兆円よりも少な

かったとしても現在と同様に流動性プレミアムの高まりを抑えることができたかもしれない。しかし、現時点では、実績として15兆円程度という当座預金残高を維持してきているので、それを意図的に減らすと、それ自体が不安感をもたらしかねないと思う。もっとも、現在のような資金余剰感と金利水準が継続すると、キャピタルゲイン狙いの札が入らなくなって、15兆円程度を維持できなくなる可能性もある。札割れを通じて自然体で減っていくのであれば、市場も冷静に受け入れるかもしれない。それはその時の話として、現在は、金融政策が引き締め方向に動いたというような受け止め方をされることを是非とも避けなければならないので、執行部にはできるだけ15兆円程度を維持するように努力して頂きたいと思う。さらに重要なことは、時間軸効果だと思う。時間軸効果が十分に浸透するほど、資金繰りに対する不安感は薄れる訳である。時間軸効果があるから少々景況感が改善しても、短期金利が上昇することはないからである。

ちょっと話が違いますが、先程アメリカについて金融政策の話が出たので、私もこれに絡んで一言言っておきたい。米国の金融政策運営については、これまで、FF金利を大幅に引き下げたものの、生産性上昇についての過大な期待もあって金利先高感が根強く、中長期金利が下げ渋る状況が続いてきたように思う。他国の金融政策運営ではあるが、FFレートをどうするかということもさることながら、時間軸に対してどのように働き掛けていくのかと言う点が重要な意味を持ってきているように思う。

元に戻って、日銀の流動性リスクのプレミアムを押し潰すというような政策運営については、モラルハザードの問題や短期金融市場の機能の低下・不全などといったマイナス面があることは否めない。しかし、わが国経済が自律的な回復力に乏しい脆弱な状況にあることを踏まえると、外的なショックの波及を食い止めるためにも、現在の強力な金融緩和政策を継続することのメリットの方が大きいと考えている。

なお、現在の金融政策運営のもとで、金融機関が流動性リスクを意識することがあるとすれば、個別金融機関の経営問題に起因するシステム不安ということになる。このところの株安や中間期末が視野に入ってきたにも

かかわらず、パイオフ全面解禁の見直しなどを背景に、金融システムに対する不安感も後退しているようにみられる。しかし、株価如何で状況は一変する。資金需要が急激に増大するなど、金融市場が不安定化する恐れがある場合には、なお書きにそって、一層潤沢な資金供給を行なって欲しい。

速水議長

次、田谷委員をお願いします。

田谷委員

経済情勢については、足許はこれまでの見方を変える必要はないものの、先行きについて若干下振れリスクが大きくなってきたように思う。ただ、以下に述べるように、これはほとんどの方が言われている訳だが、このところ資金余剰感が強まっており、現在以上の流動性供給は今のところ必要ないように思う。政策としては現状維持にしたいと思う。

以下では、須田委員も詳しく触れられたところだが、議事要旨で一人の委員というよりも複数の委員がということになるので、私もちょっと申し上げたいと思うが、資金余剰感の強まりについては、まず買いオペの落札レートの低下に表われている。9月末越えのレポ・オペで0.001%、年末越えの全店手形買入オペでも0.001%になった。また売出手形の落札レートも0.001%となっている。さらに、景況感の慎重化もあってのことだとは思いますが、ユーロ円金利や短国レートも低下している。こうしたもとでも、15兆円前後の当預残高は、資金供給を長めにしていることもあって維持できている。買いオペに対する応札倍率がそこそこ高いのは、按分狙いもあってのこともあり、資金需要の強さは落札レートでみた方がどちらかと言えばベターだと思う。ただ、なお書きの発動については、金利の動きだけでは規定できないと思う。その発動の必要が発生した場合には、速やかな説明を要請したいと思うし、その時はその是非について検討したいと思う。以上である。

速水議長

最後に植田委員お願いします。

植田委員

私も皆さんと同じだが、先程議論したように経済情勢は、将来に関する不透明感の増大はある訳だが、足許から暫く先の日本の実体経済はまあまあであろう。それから幸か不幸か国内の金融システム不安が顕著に高まりつつあるという状況でもない。ということで、今回は現状維持で宜しいかと思う。

そのうえで、一つだけ自分でももう少し整理がついていない問題を議論したいと思うが、これは本来今年の前半、あるいは足許のように若干でも金融不安が高まるような状況では、流動性需要も高まり、資金供給はし易くなると考えるのが普通かと思う。そういう面もあった訳だが、しかし、今年前半、あるいは足許の状況をみると、例えば、短期国債レートは下限に急低下し、今年前半では札割れが発生した。あるいは足許でも、そこまではいっていないものの、もう少し供給しようとするところ、ぶち当たるといふような感じもなきにしもない。というふうに、通常考えられる状況とやや変わった事態が発生しているようにもみえる。その理由だが、資産運用者からみた、あるいは資金の調達者からみた色々な対象を三つに分けて、日銀当座預金、それからTBとか中期までの国債など、それからもっとクレジット・リスクがあるものに分けてみると、通常、経済や金融に不安が高まると、クレジット・リスクがあるものを嫌って、前二者に資金シフトするということだと思う。その中で流動性不安も高まり、狭い意味での流動性に対する需要も増大するということだと思う。だからこそ流動性供給ができる訳だが、しかし現状では、一つには、我々の時間軸を伴った強力な量的緩和、しかも長めのオペを多用しているというようなことがあって、個別にはあるにしても狭い意味での流動性に対する需要は必ずしもそんなに高まっていない。それからもう少しその外側にあるTBとかをみてみると、金融不安の時にはこの需要が高まってくる訳だが、

既に金利が相当低い水準から出発しているのので、需要が高まると直ぐ金利が急低下して、0.002%とか0.001%とか札割れが発生するような状況になってしまう。と言うことで、そういうクレジット・リスクが高まり皆が不安になるという状況で、流動性供給を普通の意味でどんどんしていくということは、必ずしも容易でないような状況というのが場合によっては発生してきたし、今後も考え得るのかなと思う。もう一度整理すると、TBレートが下がるのは、我々が資金供給を凄くするから下がるという局面と、金融不安で外からTBに入ってくるということで下がるという両方の可能性がある訳だが、普通は後者が起こるし、それでも流動性供給できる訳だが、現在は金利が下限に張り付きつつあるということで0.001%になってしまった場合、金融不安が高まっているにもかかわらず流動性供給、一段の流動性供給が難しくなる可能性もあるということだと思う。これはずっと違う形で議論してきた現在の政策、あるいはオペのあり方のある種本質的な問題ともかかわってくると思うが、それはそれとして、今後とも考えてみたいと思う。勿論そうは言っても、狭い意味での流動性需要が今後色々な要因によって高まるという可能性はある訳で、その時には皆さん言われているように迅速に対応するということだと思うし、その場合にはできるということだと思う。以上である。

速水議長

それではここで私の見解を少し述べさせて頂きたいと思う。経済情勢をみると、輸出が東アジア向けや情報関連財を中心に引き続き大幅に増加しているし、生産もはっきりと持ち直している。こうしたもとの、企業収益は回復に転じつつあるとみられる。しかし一方で、設備投資が引き続き減少しているし、また、雇用者所得は明確に減少しており、こうしたもとの、個人消費も全体としては弱めの動きが続いていると思う。このように「最終需要は依然として弱いものの、輸出・生産面は強い」という基本的な構図には変化がないと思う。従って、足許の経済情勢について、前月の判断を維持して「全体としてほぼ下げ止まっている」とすることが適当ではな

いかと考える。

もっとも、先行きを展望すると、皆さんが指摘されたように、外部環境に関する不透明感が前月に比べさらに増しているように思う。まず第一には、米国経済の動向がある。先般発表された第2四半期の成長率が低い伸びに止まったほか、雇用統計も市場予想を下回っている。また、最近の株価下落の悪影響を懸念する見方も出てきており、実際、企業マインドや家計のコンフィデンスの悪化を示す指標も目につくようになってきている。さらに、米国との関係が深い南米諸国の金融経済情勢が一層不安定になっている点も無視できない懸念材料だと思う。エコノミストの間では、米国経済は年後半には再び持続的成長ペースに戻るという見方が優勢のようであるが、今後の情勢については注意深くみていく必要があるのではないかと思う。

第二には、米国の経済の動向とも深く関連するが、内外の金融資本市場の動きである。為替相場については、引き続き不安定な動きが続いている。また、株価についても、米国株価の下落を受けて、欧州やアジア諸国の株価が下落基調にある。わが国の株価も日経平均株価でみて2月以来の1万円割れの水準で神経質な動きとなっている。今のところ企業の資金調達環境やマインド面に深刻な影響はまだみられていないが、先程皆さんが言われたように短期金融市場でも資金余剰感が一段と強まってきて、落ち着いた状況になっているとみてもいいのかと思う。しかし、株価の下落は金融システムをはじめ様々なルートを通じて実体経済に影響を及ぼす可能性があるだけに、9月中間期末に向けて引き続き注意してみていく必要があると思う。

以上のような情勢を踏まえて、金融政策運営については、現在の思い切った金融緩和を継続して、漸くみえはじめた景気回復の動きが確実なものになるように金融面からしっかりとサポートしていくことが適切と考える。

最後に今後のマクロ経済や金融システムに影響を与える論点について、二点申し上げたいと思う。最初にペイオフ解禁の問題であるが、政府は、

先般、「決済機能の安定確保のための方策」の検討を開始した。私としては、各金融機関が、不良債権問題の克服等の課題に一層前向きに取り組んで、内外からの信認を早期に回復することが何よりも重要であると考えている。同時に、今回の決済性預金の保護のための方策が、金融機関の資金の動きにどのような影響をもたらすのか、また、金融市場やマクロ経済にどのような影響を与えるのかといった点についても、注意深くフォローする必要があると思っている。

もう一つは、財政政策であるが、来年度予算の概算要求基準が決定されると共に、歳入面を含めた「予算の全体像」が示された。厳しい財政事情を踏まえて歳出規模が絞り込まれる見込みにある一方で、歳出改革の加速とか、経済の活性化、民間需要の拡大、こういうものに寄与する減税実施の方向性が盛り込まれてきているように思う。これらは来年度のマクロ経済情勢を展望するうえで、一つの重要な前提になると思う。予算や減税の具体的な内容が民間の活力を巧く引き出すものになることを期待したいと思う。私の意見は以上だが、追加的な議論があれば発表して欲しい。

先程、福間委員と中原委員は、現状はこれで良いが、先のことを考えれば今から早めに手を打っておく必要があるのではないかというような意見であったが、私もそういう感じは十分しているが、具体的にやれるのか、やり得るのか、もし意見があったら願います。

福間委員

一つは、予てから言っているように、オペの期間をもう少し長くするということである。将来は、6か月までをさらに伸ばすということもあるいはあるかもしれない。二番目は、勿論、量的な枠をもう少し増やすということである。三番目は、流動性リスクについてである。非常にホットマネー的な預金が多くなっているということと、その運用がクオリティーを狙って、余りにも国債と一部の貸出に集中しており、これはそれとしては正しいが、そのイグジットは皆売却できるということが前提になっているが、エクスターナルなショックがあった場合、あるいは金融資本市場の動揺が

あるとやはりそういうものは売りが殺到するということもあると思う。今やる必要はないが、その時は、スキーム的にはやはりロンバートの金利を今のマーケットの金利位に落としておくということである。これはまだ、今そういう事態が起きては困るし、起きた時にという部分だが、要するに緊急時に、そういうこともやらざるを得ないオプションとして入ってくるかもしれないということである。今、私がイメージがあるのは先程も言った量的な問題と期間、それとロンバートの問題ということ、そして期間の問題は必要があれば伸ばした方がいいということ、その程度である。そんな突飛な考え方はしていない。

中原委員

私の方は、二つポイントを申し上げて、二番目の方だと思うが、ここは私もなかなか回答がない。それから恐らく量的緩和の政策が採られてから皆さんがずっと悩んでこられている点でもあるが、現象的にみると、繰り返しになるが、とにかくインターバンク・マーケット以外のところでは、現象的には金融は自然に引き締まる現象が色々起きている訳である。円高、株安、銀行の厳しい態度、中小企業はこれは二極化しているが、ひいひい言っているところが沢山ある。それから、信用リスク・プレミアムについては、今ちょっと落ち着いているとはいえ、非常に不安感がある。そういう一般的な引き締め条件が、またここにきて円高、株安で強まっている一方で、インターバンク・マーケットではこれ以上入らない位にジャブジャブである。前回まで私も特に短国のオペでの応札倍率が相当高いのではないかということは何度か申し上げたのだが、これについては先般事務局から説明があって、これは参加する銀行のビヘイビアに影響されているところがあるので、必ずしも金が足りない訳ではないという説明だったが、なるほどそうかと思った。そういう中で、福間委員も言われたように、9月以降、9月は銀行券の伸び率をどれ位にみるかによるのだが、やはり10%台にベースマネーの伸び率が落ちてくる。では、伸び率がどういう影響を持つのか。福間委員も言われたとおり、期待形成だとか心理的な面だ

けなのかどうか、そうでないという点については、今までも散々議論が行なわれており、実体経済に量的緩和がどれだけ刺激的効果を与えたかという問題に帰着する訳だが、もしこの問題を徹底して議論していくとなれば、量的緩和についてのある意味では黒白をつけないと、結論が出ないのかもしれない、という気はする。ただ、いずれにしてもこれから年末にかけて、このまま順調に緩やかながら回復が続けばいいのだが、何らかのショックあるいはダブル・ディップ、世界経済全体のデフレ傾向が更に強まるというような状態の時に、我々として何をしていくかということは、私が申し上げるまでもなく、大変大きな問題として審議委員全員が共通して意識している訳だが、改めて、特に伸び率が減少していくというところに、一般のマーケットに引き締まり的な条件が重なってくるということを考えるということを申し上げた。

福間委員

私はシステム不安がなんとなく後退しているとは全然思わない。先週金融庁から発表された不良債権残高が43兆2千億円と、前年度末対比で9兆円強増えてしまったという事実は、いろいろ議論すればディテールでは反論があるんだろうと思うが、やはりショッキングであることは確かだ。ただ、どうするんだと言った場合に、誰もアクションをとらないのでは、決して不安がない訳ではない、むしろ深まっているのだけれど、諦めというか言っても仕方がないという部分があるのではないかと思う。ということで、むしろ危機感をどの位アクションに繋げてもらうのかということだと思う。今のままでいくと、株が下がったり、あるいは大型倒産が出るとやはりこの問題は、必ず戻ってくることは間違いない。むしろ、これは今までより更に大きくなるのではないかと思う。それで、先程冒頭にも申したように、決済性の預金という付保対象の新たなカテゴリーを作るのはひとつのデバイスではあると思うが、総裁が言われたように、基本はそこにあるのではなく、不良債権処理をやる、金融システム安定をどう図るか、これがなかったら金融危機は去らない。むしろ、個人の方が更に金融機関

をセレクトしていくという格好になるのだと思う。金庫代わりに使う人はいると思うが、システムとして安定するとは全然思えない。だから、金融システム不安が出てないというよりは、要するに金融システム不安と共存しており、しかも、いろいろ過去トライしたが解決策がなかなか出てこない、というところがやはり今、なんとなく状況が悪化しないということであって、潜在的なリスクは相当高まってきていると私は思う。

中原委員

一つは、やはり景気が若干上向いてきて、大型倒産のリスクが若干頭から遠のいている感じがあって、有名銘柄の幾つかは一応の処理はされたということがあって、なかなか次はどこが危ないのだろうという意味で、具体的な名前が頭に挙がってこないというのは事実なので、そういう意味で、当面の関心事項から薄れているという程度ではないかと私も思う。もう少し9月の中間期末に近付いて、危機感が出てくるかなと思ったが、意外に出てこない。ペイオフに伴う危機感というのは、もう少し先に出てくるべきものだったのかなと思うのだが、政府サイドからの対応が意外に早く、——対応ということになるかは別にしても——考え方が早めに示されたというのは、私はむしろ良かったのではないかと思っている。まだまだ、年度末に向けては一山二山ある様には、私も思う。

福間委員

もう一点、TBとFBの扱いだが、これも企業はあれこれ文句を言っている。企業はTB、FBが欲しい訳だが、全部金融機関が取っている。余りそういう事は表面化させないが、今度、決済性預金¹ができればまた態度が変わってくるが、ある意味ではバック・オーダーが後ろにある。そういう動きが去年辺りから、じりじりと生じている。ところが企業のところは、最初は手に入っていたが、ここになって全然入ってこない。以上が現状だと思う。

山口副総裁

先程、福間委員が言われた幾つかのあり得べきオプションの最後で、ロバート云々と言われた。あれは、基本的には、流動性預金のかなり大規模な移動が起きるのかどうかというところをみながらということか…。

福間委員

それと、国債暴落だ。

山口副総裁

まず、金融機関の資金繰りに響くような、資金のシフトというのが起きるのかどうか、ということを確認しながら考えていくべきだと思う。そういう流動性預金の大規模なシフトが仮に起きるとしたら、それは一体どういう金融資産に向かうのかを考えると、なかなかそう簡単でもないという気もするが、何が起こるかよく分からないということのを頭に置きながらみていくのか。

福間委員

企業は政府短期証券を買って、やや練習をはじめていたのだが、そういうこともおっしゃるとおりだと思う。あとは、外銀向け預金である。信用力の高い外銀に移動する預金は当然移動すると思うし、移動はやはり生存をかけている以上、企業はいろいろ工夫する。それが結局、キャッシュ・ドレイン・アウトを呼ぶということで、そういうときの補完措置というのがないといけないのではないかと思っている。一つは現行金利水準を落とせばいい。担保となる国債を多く持っているのだから。

田谷委員

金融システム不安が少し遠のいたかのような状況にあるというような話が出たが、そういうふうな印象を持たれるかもしれないが、要は福間委員、中原委員が言われたように、やはり金融不安が高まって、それがその

まま持続しているというような状態ではなかろうかと思う。例えば、株価一つとっても、ゼネコンで債務減免されたところの株価が少しでも動いたかということ、動いていない訳だ。あるいは、不動産の部分でも同じことが言えるし、流通の一部も全く同じだ。ただ、一つ二つ若干改善したかなという企業は散見される。例えば、個別名を言って良いか分からないが、三井トラストは、今では、みずほやUFJより株価がちょっと高い位になっているし、ダイエーでも200円絡みになっているとか、幾つか、それなりに努力して、資本増強だとか色々なことをやったところは、それなりに成果が評価されているところはあるが、大勢としてはほとんど全くと言って良い位変わっていないというのが実態であろうと思う。だから、先程総裁が言われたように、やはり不良債権処理問題の抜本的な促進というのは、非常に大事であると思う。毎回毎回同じ事を言うのは何だが、非常にそのところが大事であると思う。

植田委員

私も同じように思っているのだが、中原委員が言われたように、ある種広い金融の世界では、引き締め感というか不安感というのが高まっているというのは、そうだと思うのだが、その一方、狭い短期金融市場での資金余剰感というコントラストが際立っていると思う。それはある意味では、そこでの資金供給というオペレーションの限界とも対応していると思う。だからと言って、もっと出すということには私は反対しない、賛成だが、本質的な問題はもう少し別のところにあるということもあるのだと思う。これについて我々が何ができるかどうかというのが大問題ということはずっと議論してきたのだと思う。

山口副総裁

先程、中原委員が言われたのは、主としてアセット・マーケットの動きを考慮に入れると、言わばそのファイナンシャル・コンディションズ全体としては、どちらかと言えば、経済に対してプレッシャーをかける方向に

動いているということだと思うのだが、逆の要素もあると思う。例えば、実体経済の面で、企業収益の回復傾向が出てきているというようなことは、そういう事まで考慮すると、金利水準が持つ意味合いというのは多少変わってきて、もう少し積極的な意味合いを持っているのかもしれないということも言えると思う。私はそれも込みにしたうえで、全体として市場状況が余り思わしくないという方向へ動いているという見方には、基本的に同感なのだが、ただ、資産価格そのものに対して、コントロールすることはほとんどできないので、そういう意味で、それは結局、金融政策の対応余地の問題に戻ってくる非常に大きな問題ではないかと思う。そういうことを考慮に入れながら、経済をみていくしか当面はないのかなというふうに思う。

それから、植田委員が先程言われたことなのだが、金融システム不安が再燃しても必ずしも、流動性需要が高まってくるとは限らない。そういう場合には、日本銀行による資金供給もそう簡単にできるかどうか分からない、ということ指摘になったのだが、実はそのもう一つ前のところで株価がこれだけ下がってきているのに、どうして1~2月のような状況が起きてこないのか、というような問題があり、それを何人かの方が先程議論されたと思うのだが、確か植田委員も内外市場が若干分断されているような傾向が出てきているということを第1ラウンドの議論の中でおっしゃったと思う。確かに、クレジット・デフォルト・スワップの動きなどと、国内のマーケットの動きが非常に対照的な動きになっているから、そういう面が確かに出てきているなと思う。それにしても、もうひとつよく分からないのは、TOPIXが100ポイント位下がると、大手行の自己資本比率というのは、0.8~0.9%位下がる計算が成り立つが、現にそういうことが起きてきていて、そういうことは市場関係者はかなりよく分かっているにもかかわらず、マネーマーケットは極めて緩和的な状況が続いている。やはり、3月末のところまで縮めてみると、先程福間委員が言われたように、公表不良債権残高というのはかなり増えた訳だが、それはこれまでのさまざまなマーケットの中に織り込み済みで新しいニュースではなかつ

たということだが、ダイエーをはじめとして、対大口債務者については、それぞれ何らかのパッケージみたいなものが作られて、それが極めて近い将来崩れてしまうというようなことは、今のところ想定されていないということもあるのかなと思う。ただ、全体として金融システム不安の問題の根本的な解決に向かって、既にかなり踏み出しているのかというふうの問題を設定すると、それに対しては、私は非常に疑問だなと思う。それから株価が更に下がった場合にどういうことが起こるのか、というリスクは十分頭に置いておく必要があるのではないかと思う。

中原委員

山口副総裁が言われるとおり、資産価格に金融政策として直接働き掛けるということはすべきではない、あるいは不可能だということはあると思うが、私が心配するのは、資産価格が流動性需要にそのまますぐ響いてくれば、流動性需要を満たすという意味において、金融政策発動の余地が出てくるわけだが、どうもその資産価格や一般の市場、実体経済のサークルと日銀が直面する銀行間市場の間にリンクがなくなってしまう。だから、こちらがインターバンクにどんどん流動性を入れても、それは実体経済に影響しないのと同じように、逆の流れで実体経済の動きがインターバンクの中の流動性需要に跳ね返ってこない。これは植田委員も言われていたかと思う。こういうその逆の関係も絶ち切られてしまっているとすれば、どうするのかということだと思う。であるから、流動性需要があるから、もう精一杯出しているのだからその先のことはもう手が及ばない、不可能である、もう心配しても仕方がない、と言うのかどうかなのだと思うけれども、例えば、株の暴落その他が流動性のインターバンクの世界に跳ね返ってくればいいが、恐らく跳ね返ってこない、現に跳ね返ってない、あるいは信用不安も同じだと思う。

山口副総裁

そこはまだよく分からないのではないか。

須田委員

アメリカでも金利を下げて緩和してきたが、長期金利は高止まっている、為替はドル高だということで、金融市場全体としてみた時の引き締め具合いと、それぞれの中央銀行がやる金融政策というのは、EUでもそうであったが、必ずしも一対一に対応する訳ではない。そういうことだから、全体でみて金融政策をとすることは、私は無理だと思う。

福間委員

その部分は金融機関が健全化してと言うと詮ないことであるが、要するにさらに言ったら金融機関がハングリーになって企業向け金融にリスク・テイクしないと経済活性化に向けてのブリッジが働かない訳であろう。そして企業の方も、97年、98年の経験があるから銀行に近付かない。要するにその一部は、とにかくキャッシュ・フローの中で設備投資をやりたい、あるいはマーケットの金利ができるのであったら、できるだけもう金融機関に近寄らないという具合に、お互いにダイバージェンが起きているような部分はある。それは全体ではなく、要するに一部の手前だと思うが、普通の企業であればそちらを選ぶ訳である。やはり設備を抑えてもキャッシュ・フローを温存して運転資金に置いておくか、銀行借入れの返済に置くということは、企業サイドから起きているから、益々銀行とのリネージュが起きにくくなっている。であるから、企業の方に言えば、企業サイドの方もそんなこと言わずに金を借りて、設備投資でもやってリスクをとってやっていけということなのだけれども、要するに両方とも非常にリスク・コンシャスになっている。だから、今の経済は停滞している訳だろうけれども、金融市場の方からみればパイプがお互いに細まっており、80年代とか90年代の初頭に比べれば、それぞれ自分で工面し、企業は企業で自分の足で立つような財務政策を採りはじめたということは言えるのだと思う。

山口副総裁

大手企業はキャッシュ・フローよりかなり低いところでしか投資をやっていないから、そこはもうちょっとリスク・テイキングの方に変わってくれないと困るなと思う。

福間委員

そう思う。

山口副総裁

ただ、中原委員が言われたことの逆と言うか、実体経済の方からもマネー・マーケットにおける流動性需要に跳ね返ってくるようなチャンネルが切れてしまっているかどうかというのは、私はまだよく分からないと思う。と言うのは、今年1~2月位の株価の低下では、特に銀行株価が下がってくると、当該銀行はマネー・マーケットで資金調達ができない、あるいは、当該銀行から預金がどんどん抜けていくというような形で資金繰りの追いつまぬようなことが発生していった訳である。それが今回は起きていない。これは株価がもっと下がっても、やはりそういうことが起きないのかという問題がまだ十分テストされていないのではないかと思う。

植田委員

まあ程度問題で起きてくるのだと思うが。

福間委員

私もそう思う。

植田委員

ただ、やはり実体経済と銀行間の流動性の問題、あるいはその関係が弱まっているというのも事実なのではないだろうか、当たり前であるが。中原委員が言われたような両方向の意味で。

速水議長

内外金融情勢が非常に大きく変わってきて、新しい課題が大分出てきていることは確かだと思ふし、いずれこの問題は取り組んでいかなければいけない問題だと思ふが、今日はこの辺までとする。

ここで政府から出席された方々から意見があれば発言頂きたいと思ふ。谷口財務副大臣願ひする。

谷口財務副大臣

では、ちょっと申し上げる。わが国経済の現状をみると、景気は一部に持ち直しの動きがみられている。他方、米国経済の減速への懸念、世界的な株安やドル安などのリスク要因から先行きに不透明感が高まっている。

こうした状況の中、政府としては、民需主導の自律的な経済成長をより確実なものとしていくため、各種構造改革を着実に推し進めていくこととしている。

15年度予算編成においては、財政健全化等の観点から歳出規模の抑制を図るとともに、「新重点4分野」への予算配分の重点化を行なうこととしている。

また、税制改革については、持続的な経済社会の活性化に資する「あるべき税制」の実現を目指すこととしており、多年度で税制中立を図ることにより財政規律を堅持しつつ、先行減税を含む一体的な税制改革の具体化を検討していくこととしている。

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。景気に一部持ち直しの動きがみられる中で、依然としてデフレが継続しているが、デフレはそれが緩やかなものであったとしても、長く続くことにより、経済に様々な悪影響を与えており、わが国経済が民需主導の自律的な成長を実現するうえで、デフレ克服はこの一両年の経済運営における最重要課題であるとの認識を共有し、日銀として最大限の努力をして頂きたいと考えている。

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したいというように考えている。

それに付け加えて申し上げますと、一つは、従来の決定会合で議論も出た訳であるけれども、先日、意見が出ていた円の国際化について、私の方から大臣に申し上げ、この9月から円の国際化の研究会、これは今までもその議論はやっていた訳であるが、この実行段階という一歩踏み出した形の研究会を発足するということになったので報告させて頂きたいと思う。また、今申し上げた中でもあったが、8月7日にこの概算要求基準が閣議了解された訳であるが、「新重点4分野」にメリハリを付けた配分を行なっていくということで、これから予算編成に入る訳である。また、この税制についてはこれも言及しているが、塩川大臣も減税先行ということであり、大臣は3年、5年というような発言をされておられるが、これは私も強く支持するところであり、減税先行で行なえるように講じていきたいというように考えている。

また、本日の決定会合で、私共が非常に注目していたのは、アメリカ経済について、また欧州経済について、どのような考えなのかということであった。大体、総括して聞いていると、ダウンサイド・リスクが高まってきたというようなことである。これは参考であるけれども、96年12月の5日にグリーンSPANが、「根拠なき熱狂」発言ということをやっているが、この時にニューヨーク・ダウが6,437ドル、ナスダックが1,300ポイントであり、この1,300ポイントはもう今回これを割り込んでいる訳である。ニューヨーク・ダウは8月7日現在で8,456ドルというような状況から考えると、これは必ずしもその水準にということではないが、まだこの株価の一層の低迷が考えられる訳である。そういう状況の中で、わが国の経済運営を如何にしてやっていくかというようなことで、先程から委員の方々の見解を伺ったところであるが、緊張感を持ちながらこの景気の維持・回復のために財務省・政府としてもやっていく必要があると、このように今考えているところである。

速水議長

小林内閣府審議官をお願いします。

小林内閣府審議官

景気の基調判断については、先程、財務副大臣から話しがあったように、昨日の月例経済報告等関係閣僚会議で報告をさせて頂いた。世界経済の先行き不透明感が一層高まっており、我が国の最終需要が下押しされる懸念があることから、今後の景気動向については、これまで以上に注意深く見守っていく必要があると考えている。

政府は、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2002」を早急に具体化することとしている。この方針を踏まえて、来年度の予算編成のスタートに当たり、経済財政諮問会議において「15年度予算の全体像」を今回はじめて取り纏めた。この全体像においては、15年度の一般歳出および一般会計総額を実質的に14年度の水準以下に抑制することなどの基本的な考え方が述べられている。15年度予算編成については、歳出改革を加速すると同時に、経済活性化を目指した本格的かつ一体的な税制改革について具体化を進める。また、デフレ克服に向け、政府・日銀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としている。

世界経済の先行き不透明感が一層高まっており、金融市場の不安定な動きについても、十分注視する必要がある。こうした点も踏まえ、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

それでは、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検討によれば、当面の金融市場調節方針について、「現状維持」という意見が大勢を占めていたように思う。そこで、私の方から、その旨の議案を提出したいと思う。ほかに正式に議案を提出されたいという方はおられるか。

それでは、正式な議案の提出がないと思うので、事務局は私の議案を確

認のためもう一度読み上げるように。

[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。」。別添である。「(別添)平成14年8月9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、資金需要が急に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。

速水議長

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。これで宜しいか、その他質問や追加的議論があればどうぞお願いします。

中原委員

ちょっと宜しいか。

速水議長

どうぞ。

中原委員

先程、田谷委員も言われたが、このなお書きの援用については、これで完全に執行部にマンドートを与えられているのか、その発動の要件としては極めてフレキシブルに取り扱われるものと理解して良いのかどうか。それと、田谷委員の先程の意見は、事前あるいは事後かは分からないが、なお書きの援用についてはその事態の説明、あるいはそのなお書きを援用することについて、政策委員会の方に時期を失わずに報告かあるいは了承を求める、そういう趣旨だったかと思うが、この辺の扱いは如何か。それからもう一つは、中間期末を展望して、という趣旨を織り込まなくて良いのかどうか、私はどちらかと言えば良いのかなと思っているが、差し当たり、中間期末を展望して、こういうような状況が現出する可能性というのは、今の状況でみればそんなに高くないとは思ってはいるが、やはり一つの節目ということで、そこはどう考えるのか、その点だけちょっと認識を統一しておく必要があるのではないかなと思う。

田谷委員

私が先程申し上げたのは、必ずしもこういう事態に立ち入るということは事前には分からないことも多い訳で、どうしても事前に説明が欲しいとは申し上げなかった。要するに、こういう事態に立ち入った場合には、速やかに説明をして欲しいということである。その説明を受けた際、我々も議論させて欲しいという趣旨で申し上げた。ただ、それをこういうところに書くかとかいうことについては、私はどちらかと言うとネガティブである。

速水議長

9月末を展望してというと、どういう表現になるのか。

須田委員

それを書いてしまう方が、却って気になるのではないか。

中原委員

おっしゃるとおり。

須田委員

そのままが良い。

中原委員

ただ、気持ちとしてはどちらかと言うと、今まではなお書きは自動的にくっついているものだと思っていたが、今回は私はやはりなお書きの援用、あり得べしという認識があるものだから、そういう意味で特別にこのなお書きの運用については注意を払いたいと思っている訳である。私も須田委員が言われるとおりの無用の不安を巻き起こす可能性もある訳なので、この文言どおりかなとは思いますが、その点だけこの段階で確認したかっただけである。

藤原副総裁

田谷委員の言われた、なお書きに関する途中ないしは事後の速やかな報告等については、従前にも二回位そういう意見が出て——その時執行部もそのとおりの決を採った訳ではないが——そういう認識が一度ならずあったと思っているので、それを今回さらに確認してということはやっても良いと思う。

速水議長

確認をとるのか。

藤原副総裁

いや、確認というか、そうですねと、…。

山口副総裁

まあ、そうですね。

速水議長

大体皆さんも同じような意見か。

福間委員

執行部にしても、急激に当座預金需要が増大する局面で、仮に想像以上の規模があった場合には、その場はともかくとして非常にインスタントに連絡を取られるのだから、これでいいのではないかなと私は思う。

速水議長

ほかに意見はあるか。それではこれで今回は決を採りたいと思う。

[全委員が賛意を表明]

採決に入るので、政府の方は退室願いたい。

[政府からの出席者退室]

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、委員からの決裁を得た後にその結果を報告して欲しい。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

速水議長

それでは政府からの出席の方を呼んで下さい。

[政府からの出席者入室]

ただ今、政策委員会として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。白川理事と山本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

それでは次に、金融経済月報の検討に入りたいと思う。金融経済月報のうち、最初の四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、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櫛田企画第1課長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

ただ今配っているのは、実体経済部分について、物価ブロックで若干手書きの修正を加えているので、そのバージョンでこれから説明させて欲しい。本日、卸売物価が出て、それを踏まえて若干の修正を手書きで行なっているものである。

今月は一言で言うと、現状は判断据え置き、それから先行きはリスクの増大ということで、概ね本日の議論に沿ったものかと考えている。まず現状の総論だが、「わが国の経済情勢をみると、全体としてほぼ下げ止まっている」ということで、前月の判断を踏襲している。3月から7月まで5か月連続で小刻みに上方修正をしてきたが、今月については、国内需要面では特に大きな変化はない。それから輸出および生産は相変わらず強い訳だが、これも前月までみていたのに比べて、極端に違う訳ではないし、先行き不透明感もあるということで判断を修正しないのが適当と考える。前月のこの部分は、少し細かく説明しているが、その部分を今月はすっぱりと落として、シンプルな一文にしている。この冒頭の文は、本年の2月の段階では「わが国の景気は、引き続き悪化している」という、非常にシンプルな表現であった。その後、3月から小刻みに上方修正を繰り返してきた過程で、その理由を付け加えたりして、先月のような少し長めの文章になっていたが、今回は、判断据え置きなので、これを機にもう一度シンプルに戻すという趣旨であって、前月書いていた「国内需要は依然弱い」とか、あるいは、「企業の収益が改善している」といったことについて、認識が変わったということではない。

そういったことなので、各論についてもほとんど修正はない。強いて申し上げると、公共投資が前月は「減少傾向にある」としていたが、今月は「減少している」というふうに若干語尾の断定性を強めている。これは5月の公共事業の出来高がかなり落ち込んでいて、それを踏まえたものである。ここは極く僅かながら下方修正である。純輸出については、「引き続き大幅に増加している」という表現であって、前月の判断から時間が経過したことを述べただけである。それから生産についても、判断は修正して

いない。7、8月の予測指数は少し強めであったが、これは昨日早川調査統計局長から説明したように、やや割り引いてみるべき要素もある。それからミクロ情報で先行き慎重さが窺われるということで、今月は判断を変更していない。「はっきりと持ち直している」という前月と同じ表現である。企業収益についても、「回復に転じつつある」ということで前月の判断を変えていない。前月は短観が直前にあったので、企業の業況感ということでそこにも言及していたが、今月はそこは省略している。雇用・所得環境についても全く変更はなく、「限界的な部分での改善は続いている」、しかし、「全体としては引き続き厳しい」という判断である。

次に先行きのブロックだが、こちらも標準シナリオに相当する部分については全く変更を加えていない。最初のパラグラフが輸出および生産に関する標準シナリオだが、共に増加基調ということで、先行きの判断を標準形としては変えていない。それから次の国内需要についても全く変更はない。従って、「以上を総合すると」というパラグラフだが、そこも途中までは全く変更がなく、今月変更したのは、「また」以下のリスク要因について書いてある部分である。二点あって、「米国をはじめとする世界の株価とドル相場は依然として不安定な動き」と書いていて、前月はこのところは、「世界的な株安やドル安」という表現を使っていたが、その後は一本調子に下落するというよりは、下がったところからやや荒っぽい値動きということなので、このような「不安定な動き」という表現にしている。それから二点目は、「世界的な情報関連需要の先行きに関する企業の見方もやや慎重化している」ということで、これは前月なかった表現だが、今回新たに書いている。こういったことを前月の段階でも頭には置いていた訳だが、その後、企業の見方が慎重化しているということがよりはっきりしてきているとか、それからアジアの半導体メーカーでも現実的に設備投資などを繰り延べるといったような動きがあるので、そういった材料も踏まえて今回は文章に明示的に書いている。それからその後、「これらからみて」というところだが、従って、「輸出環境に関する不透明感は、さらに幾分強まってきているように窺われる」ということで、リスクが増大して

いるという認識をここで書いている。その後の「そうしたもとの」以下は前月と同文である。

それから最後に物価のブロックだが、最初に輸入物価であるが、3か月前比でみて6月は若干のマイナスであったものが、7月はかなり大きなマイナスが付いているので、前月の「弱含みに転じている」という表現から、今月は「下落に転じている」ということで、やや言葉を強めている。国内卸売物価であるが、ここが昨日もし、3か月前比で0.0%ないし-0.1%位であれば、ほぼ横這い圏内ということで宜しいかなと思ひ、当初そのように書いたが、実際には-0.2%ということであったので、さすがに若干の下方修正が必要かと思う。従って、読み上げると「春頃までの輸入物価上昇の影響が剥落してきたことなどから、弱含みの動きとなっている」というふうに今月は、「横這いの動き」から「弱含みの動き」と若干の下方修正をしてある。

それから先行きのところであるが、「物価を取り巻く環境」のところはほとんど変わってはいないが、「在庫調整の一巡」の後、「稼働率の上昇」というところは、鉄鋼の状況を主に頭に置いている。本日も議論の冒頭で鉄鋼の生産が大変なことになっているという指摘があったが、そういう状況を踏まえた認識を書いている。残りのアンダーラインの部分は足許の修正に伴うスライド修正であり、「輸入物価が下落に転じていることを踏まえると」というのは、冒頭の輸入物価の判断を受けたものである。それから国内卸売物価についても足許既に弱含みというふうに言っているのだから、「当面弱含みで推移する」と書いている。それから消費者物価についてであるが、内容は変えていないが、卸売物価も先行きマイナスの方向で書いているので、その接続詞の「一方」というのを取りたいと思っている。以上である。

櫛田企画室企画第1課長

続いて金融部分について説明する。まず、全体としての基本的判断という観点について特徴点を申し上げたいと思う。これまで新年度入り後は、

ある意味で、金融環境、企業環境は改善傾向を続けてきた訳だが、概ねそうした動き自体は維持されているとそのようにみているが、そういう意味で全体としての基調判断を変える材料は見当たらないのではないか。ただ、昨日も指標で説明したとおり、これまで企業金融面で改善傾向がみられていた動きにこのところ一服感が窺われる。一方、これまで銀行の貸出態度のように、どんどん慎重化、選別化の動きが続いていた面にもやや一服感が窺われるということで、ミックスな動きになっている。そういうことで、今月はそうした状況を踏まえた修文、微調整をしている。具体的には、まず中段の「資金仲介活動をみると」というこのパラグラフである。民間銀行の貸出姿勢だが、「優良企業に対しては、貸出を増加させようとする姿勢を続ける」と、ここは変わらない。「信用力の低い先に対しては慎重な貸出姿勢を維持している」として、前月までは、「貸出姿勢を慎重化させている」と、まあ方向感を示す言葉で表現していたが、様々な指標をみると、利鞘の引き上げの動きが続いているというのは続いている訳だが、他の条件、与信条件等についてはほぼ横這いの動きになっているので、ここは一服感を表わす表現として「維持している」という表現に改めている。

次に、社債、CPなどの発行環境である。これについても高格付け企業のところで、「緩和的な状況にある」と、こういうふうには今回は表現を改めている。これは前月までは「改善傾向にある」ということだったが、高格付け先について、さらにスプレッド等を含めて改善している姿がみられない、ここでむしろ一服感が生じているということで、「緩和的な状況にある」という表現に微修正している。その下のCP・社債の発行残高の数字は伸び率が鈍化しているもので、先月までは「CPの発行残高は、前年を上回って推移しているものの」だが、今月はほぼゼロ近傍なので、「伸び率が鈍化傾向にある」としてすっきりした表現に改めている。最後のパラグラフだが、「以上のように、最近のわが国の金融環境は」という、基調判断を表わすパラグラフで、「企業の資金繰りも、悪化傾向に歯止めが掛かっている」としたが、先月までの表現は、「悪化傾向に歯止めが掛かりつつある」という表現にしていた。この点は、中小公庫のサーベイに加え

て国民公庫のサーベイでも改善している。あるいは倒産も6月は減少しているという状況を受けて、悪化および悪化に歯止めが掛かる、ないしは若干の改善というデータに則した表現として「歯止めが掛かっている」という状態を表わす言葉に変えている。その下の「民間銀行も慎重な貸出姿勢を維持している」、これは先程申し上げた表現の修正である。

以上が判断に関することだが、上に戻って市況の変化である。この中で一つ資料を配った時と市況の状況が変わっているものとして、円の対米ドル相場、ここでは「最近では118円～119円台で推移している」とこのように表現しているが、昨日、今日の動きをみると、「120円前後」ということで、この場で口頭で修正したいと思う。読み上げると、「円の対米ドル相場は、米ドルの全般的な軟化傾向のもとで7月半ばに115円台まで上伸したあと、最近では120円前後で推移している」、このように表現を変えさせて欲しい。金融部分は以上である。

速水議長

何か訂正するところがあればどうぞ。

福間委員

基本的見解のところだが、先程から説明があるように、足許の景気を見ると、公共投資は減少し、設備投資についても個人消費についても米国を含む海外経済、世界的な同時株安とこの微妙なマイナス方向の綾が出ているのではないかということで、景気判断は横這いにしても、もう少し丁寧に書き込む局面ではないかなと思う。そういう意味では、月報の表現について一定の型にはまった書き方があるということを執行部は言うが、どうもやはりフィーリングとやや離れてしまい、世間と認識のずれというものが出るのも余り良くないのではないか。むしろ執行部の案は世間の認識とはニュアンスとしては逆のような感じがする。まあ私のようなニューカマーが読むとどうもそういう具合に思う。具体的には、先月に比べて、景気を取り巻く様々なプラス要因、マイナス要因があっさり抜けていて、

結論だけ「下げ止まった」という表現になっている。しかし、これでは、不安材料の表現が消えているだけに、ニュアンスとして、本当は先行きなどをみるとそうではないにもかかわらず、やや一歩前進したような印象を受ける。この結果、どうもしっくりすっと入ってこない。今の経済状況をそのまま表現するとそういうことになる。そこで余り基本的には変わらないが、例えば、「わが国の経済情勢をみると、国内需要が依然弱いものの、世界経済にも不透明感が出つつあるものの、輸出や生産面の明るさが維持されており、全体としては引き続きほぼ下げ止まっている」とこういう具合にしたらどうかと思う。同じことを書いているが、何にも表現しないと何か分からないが良くなったという感じを受けるのは素人の感覚だろうか、それだけである。

田谷委員

却って長くなってしまうなあとと思う。

速水議長

「国内経済が依然弱いものの、世界経済…」

福間委員

「国内需要が依然弱く、世界経済にも不透明感が出つつあるものの、輸出や生産面の明るさが維持されており、全体としては引き続きほぼ下げ止まっている」でどうかと思う。

早川調査統計局長

むしろ具体的な文章にする前に、そもそもこれの真ん中に何か残した方が良いかどうかを議論頂いて、残すのだとすればではどのようにするかということの方が手順として良いかなと思う。

福間委員

議論を早めるために述べただけである。

門間調査統計局企画役

その真ん中に残すという点については皆さん如何か。先程私が申しげたように、特に誤解を受けなければシンプルな方が良いということで、今回は現状据え置きなのですっきりさせた積もりではあるが、逆に誤解を受けるようなことはないかというような指摘のようなので、そこは色々意見があろうかと思うが如何か。

田谷委員

短くしたからといって上方修正とは受け取られる可能性は余り大きくないとは思ふ。ただ、福間委員が言われるように、これではちょっとこの間の色々な激動を全然表わしていないではないかということも、そうかなあと思う。例えば、ここは「わが国の経済情勢をみると、全体としてはほぼ下げ止まっている」として、その後、セカンド文章を入れて、例えば、今福間委員が言われたことをそのまま入れれば、非常にごちゃごちゃという文章ではなくなるのではないか。もしほかの方がそれでも良いよと言われるのであれば、そういう方法もあるかなと思う。

山口副総裁

例えば、どういうふうにか。

田谷委員

例えば、この一番目の文章はこの執行部案のとおりとし、普通はやらないのだからと思うが、その次に、第二の文章を置いて、今福間委員が言われたことを入れる。そうすると、そういうことも分かっているのだなという感じになるかなと思う。確かに中にどんどん入れると、毎回毎回そういうことになるのではないかなと思う。

門間調査統計局企画役

二文に分けるという案であると、これまでやってきたパターンの一例であるが、「わが国の経済情勢をみると」の後に、福間委員が言われた例えば、「国内需要が依然弱く、世界経済の不透明感が出つつあるものの、輸出や生産面の明るさが維持されている。」そこで一回切って、その後に「このように全体としてほぼ下げ止まっている。」というふうな文を入れる執行部のやり方というのは、これまでもあった。

田谷委員

どちらでも私は良い。

藤原副総裁

できるだけすっきりとするという執行部の気持ちは分かるが、先程の議論にあったように先行きについては大分暗い方を重視するとなったことも事実で、それではそれ自体をフォア・ザ・レコードとして文章にしてみると、まあ総論は見出しとしてはこれですっきりするという意味合いも込めると、そのとおりかなと私は思う。そして、見出し、リード、本文という構成から言うと、本文の部分にはその点は込められているので、あとはそういう議論が非常に強くあったということを総裁の記者会見で説明してもらおうというような方法もあるかと思う。

中原委員

私は簡素化ということにそんなにこだわる必要はあるのかなと思う。確かに新聞記者には好評かもしれないが、経済の非常に細かなニュアンスで、しかも大体皆さんこのヘッド・ライン前後のところしかみないということから言うと、私はやはり多少書いても別に差し支えない、問題視されることもないし、この方が丁寧で分かってもらえるという気がする。であるから、私は田谷委員の言われた修文が良いかなという感じが今はしている。ちょっとこの先行きのところは書き込んであるが、全体のトーンとしては

やや楽観的かなという印象を、特に一番後段に書かれているものだから、やはりこの最初のパラグラフの「基調的には緩やかな増加傾向を辿るとみられる」とこの辺りのところで、トーンとしては若干今の判断からいくとやや楽観的なトーンが出ているような感じを受けた。修文はどういうふうにするのがいいか。

門間調査統計局企画役

それではまず、冒頭のところは少し長めに書くという意見が今のところ多いようだが、それに対して反対の方はおいでか。藤原副総裁は。

藤原副総裁

反対ということではない。

門間調査統計局企画役

シンプルでも説明すれば分かって頂けるはずだということか。そこをまず決めてしまうか。

山口副総裁

余り複雑にならない範囲でもう少し書くということはいいののではないだろうか。

門間調査統計局企画役

それでは具体的に何か書くという方向でこれから検討するが、書く内容だが、まずパーツからいくと、「国内経済は依然弱い」これは宜しいかと思う。それから「世界経済の不透明感が出つつある」と言うか、「高まりつつある」というような感じの方がむしろ、今回の判断を総括するのであればいいかなというふうに思う。それからあと、「輸出や生産面の明るさは維持されている」それも宜しいかと思うが。

早川調査統計局長

「維持」はやめて、「増加を続けている」とするか。

門間調査統計局企画役

「増加を続けており」と。

早川調査統計局長

しかし、もう駄目かもしれないというニュアンスを出す。

門間調査統計局企画役

それでは、「輸出や生産面が引き続き増加しており」というふうなことを入れるのは良いかと思うが、もう一個、パーツとして前月あった「企業収益や業況感も改善」というのがあるが、先程の福間委員の案であるとそれは落ちていたが、全体として判断は変えていないということを使うのであれば、そこを落とすかどうかというのは微妙な部分になるのではないかという感じがするが如何か。

山口副総裁

新しい材料が何かあるか。

速水議長

入れた方が良いが少し長くなり過ぎるか。

福間委員

長くなり過ぎる。

門間調査統計局企画役

世界経済の不透明感をダブっても良いから載せるということであれば、例えば、「わが国の経済情勢をみると、国内需要は依然弱く、世界経済を巡

る不透明は増しているものの、輸出や生産は増加を続けている。このように全体としてほぼ下げ止まっている。」という感じは如何か。

田谷委員

その二番目のセンテンスには主語がないが。

門間調査統計局企画役

実は、主語がなくなってしまうという問題があるが、そこはちょっと私も先程問題だなと薄々感じていた。その意味では多少長くなっても無理をして一文にしてしまうと、「国内需要は依然弱く、世界経済を巡る不透明感が増しているものの、輸出や生産は増加を続けており、」あとはそのまま続けるか。もう一回申し上げる。「わが国の経済情勢をみると、国内需要が依然弱く、世界経済を巡る不透明感が増しているものの、輸出や生産は増加を続けており、全体としてほぼ下げ止まっている。」そういう感じになる。

中原委員

今の原案を最初に出しておいて、若干、従来のやり方と違うということだが、二文ではどうか。

門間調査統計局企画役

どういう方法か。

中原委員

最初に田谷委員が言われたように。

門間調査統計局企画役

田谷委員が言われたような形で二文にすることか。そうすると、田谷委員の案では「わが国の経済情勢をみると、全体としてほぼ下げ止

まっている。」でまず一文である。その後、「国内需要が依然弱く、世界経済を巡る不透明感は増しているものの、輸出や生産は増加を続けている。」という二文にする。

田谷委員

やはりおかしいか。ごちゃごちゃ言っても仕方がない。やはり、それを逆転すると主語がなくなってしまうから、もしそういうことを書き込みたいというのなら、先程の一文案でいいのではないか。

門間調査統計局企画役

若干長くなるが、一文にさせて頂く。あとでもう一度読み上げるが、ほかの部分で修正はあるか。

速水議長

ほかに何か意見はあるか。

山口副総裁

「卸売物価は弱含み」という表現だが、これは7月は電力料金を除いてマイナスということだったか。

門間調査統計局企画役

然り。

山口副総裁

8月も弱含みという見通しを持っている訳か。

門間調査統計局企画役

仮に前月比横這いでいっても、3か月前比では-0.4%位残ってしまう形になる。

山口副総裁

そういう意味か。

門間調査統計局企画役

単月で8月がどうなるかは、為替がまだちょっと8月は円安方向にきているので、まだ予断を許さないのだが、ただそれは直ちに国内物価に跳ねないと考えれば、むしろ足許機械類の下落幅が拡大しているというような感じが少しあって、その辺がどのように出てくるか分からないという感じがする。そこはちょっと今のところまだ分からない訳だが、3か月前比では明らかに普通に考えれば、マイナスが続いていくという格好になると思われる。

山口副総裁

それはそうだ。0.2%上がらない限り。

門間調査統計局企画役

然り。

山口副総裁

弱含みというのは、7月は下がったけれども、8月、9月とまた横這いに戻っていくというような感じか。

門間調査統計局企画役

そこは先行きの判断のところ、当面弱含みで推移する公算が大きいというふうに、一応その先の判断は分けて下の方に書いてある。ただ、正直言って、まだ取り敢えず単月の数字なので、弱含みに転じているというところ、これから弱含みが暫く続くという感じになるのだが、今回の場合は、輸入物価の方が下落に転じている、と言葉がダブることもあって、ここは「弱含みの動きとなっている」と比較的フラットな表現でいいのかなと。

思った次第である。

速水議長

宜しいか。それでは、最初のところだけもう1回。

門間調査統計局企画役

宜しいか。それでは、冒頭表現に修正があったので、読み上げる。「わが国の経済情勢をみると、国内需要が依然弱く、世界経済を巡る不透明感が増しているものの、輸出や生産は増加を続けており、全体としてほぼ下げ止まっている。」である。

速水議長

宜しいか。それでは、それでいこう。ほかに討議はないようだから、ここで決裁を採って欲しい。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

藤原副総裁

山口副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

橋本政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成、9。全員一致である。

速水議長

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したいと思う。なお、本件の対外公表については、12日月曜日の午後2時に行いたいと思う。

V. 議事要旨 (6/26、7/15、16日開催分)

それでは次、前々回6月26日の会合および前回7月15、16日会合の議事要旨を承認頂きたいと思う。議事要旨に異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

[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

速水議長

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8月14日の水曜日の午後2時に公表する。

VI. 閉会

速水議長

以上で、本日の議事を全て終了した。次回の金融政策決定会合は、9月17日火曜日、18日水曜日に予定している。なお、如才もないことながら、決定会合における議論の内容は自身の発言を含めて厳に出席者限りとし、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こととなっている。決定会合への信認を確保するという観点からも、皆様におかれては、引き続き厳正な機密管理に努めて頂きたいと思う。本日はありがとうございました。

(午後12時40分閉会)

以 上