

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1999年6月14日
開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室
出席者：議長 速水 優（日本銀行総裁）
藤原作弥（日本銀行副総裁）
山口 泰（日本銀行副総裁）
後藤康夫（審議委員）
武富 將（審議委員）
三木利夫（審議委員）
中原伸之（審議委員）
篠塚英子（審議委員）
植田和男（審議委員）

政府からの出席者：

大蔵省 谷垣禎一 政務次官（9:00～12:02）
経済企画庁 河出英治 調整局長（9:00～15:04）

（執行部からの報告者）

理事	黒田 巖
理事	松島正之
理事	永田俊一
金融市場局長	山下 泉
調査統計局長	村山昇作
国際局長	平野英治
企画室企画第1課長	雨宮正佳
調査統計局	吉田知生

（事務局）

政策委員会室長	小池光一
政策委員会室調査役	飛田正太郎
企画室企画第2課長	田中洋樹（9:00～9:36）
企画室調査役	栗原達司
企画室調査役	山岡浩巳
金融市場局調査役	岩崎 淳（9:00～9:12）

I. 開会

速水議長

ただ今より6月の第一回金融政策決定会合を開催する。

(午前9時開会)

最初に前々回決定会合の議事要旨の承認を行なう。続いて、レポ・オペなどのオペ対象先の選定基準の改正について決定して頂く。その後は通常どおり、執行部からの報告、金融経済情勢に関する委員の討議、当面の金融政策運営方針に関する討議、採決、そして最後に基本的見解の取りまとめ、という順に進めて参りたい。なお、政府からの出席者として、大蔵省からは谷垣政務次官、経済企画庁からは河出調整局長が出席されている。予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録することを前提としている。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お願いする。

II. 議事要旨(4/22日開催分)の承認

速水議長

最初に、前々回4月22日会合の議事要旨を承認頂きたい。お手許の議事要旨にご異議ございませんでしょうか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としてこれを承認することとする。なお、本議事要旨は6月17日の午後2時に公表する。事務局は決裁をお願いする。

[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：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

Ⅲ. 「金銭を担保とする国債の借入における借入先選定要領」の改正等に関する執行部説明と決定（資料－1）

速水議長

レポ・オペ対象先の選定基準等の改正に関し執行部から提案があるため、審議頂きたい。執行部から説明をお願いします。

山下金融市場局長

お手許の資料－1「金銭を担保とする国債の借入における借入先選定要領」の改正等に関する件である。昨年6月12日の本会合において、金銭を担保とする借入、いわゆるレポ・オペのオペ対象先の選定要領について決定して頂き、その後新しい透明な公募手続に基づいて新たなオペ先を選定し、オペを運営してきた。オペ先については、原則年一回の頻度で見直すよう決定して頂いているため、第二回目の公募手続を早急に開始したいと考えている。この第二回目の公募手続に当たり、オペ先選定要領の一部について技術的な改正が必要となったため、今回お諮りする次第である。改正点の第一は、オ

ペ先の選定基準として日本銀行金融ネットワークシステムを利用していることを新たな基準として盛り込むことである。これは、現在開発を進めているオペの入札事務に関するシステムであるアトラス (Automatic Trading Assisting System) の9月稼働開始に向けて、そのシステム利用の前提となる日銀ネット利用先であることを新たに選定基準に織り込むものである。

第二の改正点は、新たな基準をレポ・オペだけでなく、CPオペ、社債等担保手形オペに対しても同様に適用したいということである。オペ手段として現在使っているもののうち、短期国債買現先・売現先については既に日銀ネット化がバックオフィスも含めて手当済みである。また、国債売買については本年3月25日に選定基準等に関し決定を頂いた際、このシステム基準を盛り込んでいるため、残されたレポ・オペ、CPオペ、社債等担保手形買入について手当をさせて頂きたい。なお、手形買入、手形売出については、RTGSの実施と絡み短資経由のオペ方式自体を抜本的に見直す予定にしているため、その際に手当をさせて頂きたい。

第三の改正点は、昨年6月に決定頂いたレポ・オペの選定要領をその後に決定されたCPオペ等と同様の形式に揃えることである。

以上説明した改正点をまとめた付議文を読み上げさせて頂く。「(案件)。金融調節の一層の円滑化を図る観点等から、下記の諸措置を講ずること。記。

1. 「金銭を担保とする国債の借入における借入先選定要領」(平成10年6月12日付政第113号別紙2.)の題名を「金銭を担保とする国債の借入における借入対象先選定基本要領」に改め、別紙1.のとおり全面改正すること。
2. 「金銭を担保とする国債の借入要領」の題名を「金銭を担保とする国債の借入基本要領」に改め、別紙2.のとおり一部改正すること。
3. 「コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入における買入対象先選定基本要領」を別紙3.のとおり一部改正すること。
4. 「社債等を担保とする手形買入における買入対象先選定基本要領」を別紙4.のとおり一部改正すること。
5. 上記1.、3. および4. の改正にかかわらず、金銭を担保とする国債の借入、コマーシャル・ペーパーの売戻条件付買入および社債等を担保とする手形買入において現に選定されている対象先を、次回の選定の時まで対象先

として扱うこと。以上。」。本件について決定頂ければ、本日夕刻対外公表し、レポ・オペについては第二回目の公募手続を開始したいと考えている。応募の締め切りは7月5日、新しい選定先の公表は7月中旬を予定している。また、CPオペおよび社債等担保オペについては、それぞれ次回のオペ先選定時から新選定基準を適用することとしたい。

中原委員

第3の改正点の狙いは何か。

山下金融市場局長

要するに体裁を整えることであり、内容自体は変わっていない。従来の選定要領を選定基本要領に改め、形式を整えるものであり、全く技術的な改正である。

速水議長

市場としては一つであるが、その中で、色々なオペを行なっている訳であり、統一的な基本規程があった方が良い。その意味では、本改正は意義があると思う。

中原委員

対象先は変えないのか。

山下金融市場局長

レポ・オペについては今回新たに選定を行ない、他のオペについても、1年の更新時期が来れば新たに選定を行なう。

速水議長

ほかに意見がなければ、採決に入りたい。

[政府からの出席者退室]

[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：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

報告する。ただ今の採決の結果は、賛成9、全員一致であった。

速水議長

それでは、原案どおり決定した。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今政策委員会として、オペ対象先の選定基準の改正について、全員一致で決定した。本件については、会合終了後、適宜、執行部から対外公表さ

せて頂きたい。

IV. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

次に、金融経済情勢等に関する執行部からの報告に移りたい。最初に、前回会合以降の金融市場調節の実績について、山下金融市場局長から報告して下さい。

1. 最近の金融調節に関する報告（資料-2）

山下金融市場局長

前回政策決定会合以降の短期金融市場の動向であるが、オーバーナイト・レート、ターム物レートとも総じて横這い圏内で引き続き極めて落ち着いた推移を辿った。この間、長期金利が5月18日の1.275%から直近では1.7%台へ大幅に上昇したのとは対照的な姿になっている。もっとも、先週11日のGDP統計の発表を受けて長期金利・株価が跳ね上がる中で、短期市場でも金先レートが大幅に上昇しているほか、TIBOR3か月物が昨年12月30日以来、久方振りに1bpの上昇をみせるなど、やや変化の兆しが窺われる点が注目される。

まず、無担オーバーナイト・レートの動きは、本行の連日1兆円台の大幅積み上を造成する市場調節を背景として、一貫して0.03%と実質ゼロ金利水準での推移となった。この間、5月21日には積み上げ幅を1兆円に圧縮したが、マーケットでは1兆円台の範囲内と受止め格別の反応はなかった。また、6月2日には3月期決算法人の法人税納付を中心とした税揚げ要因から8兆8,000億円の年間最大級の資金不足となったが、格別の波乱もなく無事通過した。さらに、6月4日には即日分としてオファーした買入手形2,000億円に対して応札がゼロ、7日には短国買現先2,000億円のオファーに対し1,427億円の応札しかなく、そのうち170億円がゼロ金利での入札という結果となった。結局、約740億円の札割れになったが、いずれの日にもレート形成等には全く影響がなかった。このようにオーバーナイト市場では、所要

準備を大幅に上回る大量流動性供給を継続している下で、多少の需給の振れではレートは動かず、実質ゼロ金利がしっかり定着した状態にある。

こうした中でターム物レートは、前回会合以降下げ止まり、ほぼ横這いの推移となっている。例えば、ユーロ円出合いレート 3M、6Mは、5月19日以降6月10日までそれぞれ %、 %で横這っている。また、TBレートも 0.02%~0.03%の水準で弱含み横這いの展開になっている。ユーロ円 3M、TBの 3Mレートの動きを振り返ってみると、4月下旬から一段の低下となった後、5月下旬以降横這い推移となっている。この間に幸福銀行や東邦生命等の破綻等があった訳であるが、マーケットには格別の影響は与えなかったことになる。ただ、11日にはGDP統計の発表を受け、3M以上のレートが若干強含んでいる点が注目される。

このような最近の短期金融市場における特徴的な動きを三点ご報告する。第一は金先レートが大幅に上昇してきていることである。ユーロ円金先レートのイールドカーブの変化をみると、5月18日をボトムとして6月9日へ99年12月限を中心に強含んだ後、先週10、11日の2日間で大きく跳ね上がっている。このうち、5月18日から6月9日への動きは、4月下旬以降の一段の金利低下局面で織り込まれていた普通預金金利の引き下げが実現しなかったことに加え、6月1日の毎日新聞が伝えた「2000年問題、重要分野も対応不十分で間に合わぬ可能性」といった記事が材料とされ、2000年越えとなる12月限のレート上昇が目立っている訳である。一方、6月9日から6月11日への二日間の動きは、期近物の99年9月限を含む全ての限月でレートが上昇しており、しかも先にいくほど大幅な上昇となっている。これは、今回のGDP統計の発表を受けて、本行のゼロ金利政策が解除され、早晩オーバーナイト・レートは上昇に転じるとの思惑がにわかに台頭してきているためである。なお、最近の2000年越えのCD、CPの発行状況を見ると、CDは6月4日以降発行がないが、CPでは建設A社発行の8か月物レートが6月3日と11日で0.15%から0.25%へ10bp上昇していることが注目される。この間、先週後半には、本年12月スタートの1か月物無担コールやユーロ円レートが %から %で出合っている。このように2000年

越えを意識した取引が徐々に動き始めているが、これが金先レートの動きにみられるように、ターム物レートの押し上げ要因として作用するリスクが大きい点は、特に留意していく必要がある。

第二の特徴点は、5月中は概ね横這い圏内で推移してきたコール市場残高が、6月に入り再び減少に転じていることである。特に、無担コール市場残高の落ち込みが大きく、有担比率が一段と上昇している。こうした動きの背景には、6月2日の大幅資金不足日を越えて資金需要が季節的に落ち込む時期にあるという一時的要因もあるが、基本的には最大手の取り手である都銀の資金ポジションが預金流入の好調と貸出の低迷等から大幅に好転しているため、オーバーナイト市場での取入れニーズが減少してきていることが大きく作用している。因みに、無担保コール市場におけるオーバーナイト物残高は、直近では4兆円を割り込む水準にまで減少している。もともと、これに伴いコール市場の機能に格別支障が出ている事実はこれまでのところない。

第三の特徴は、都銀による準備預金の積みのコントロールが安定してきていることである。都銀の実際の積みの進捗率が日割対比でどの程度進んでいるかをみると、2、3月の積み期では本行の大量流動性供給に伴う大きな環境変化に即応できず、積み期中盤までに積みを大きく進捗させ、後半に急ブレーキをかけて超過準備の保有を回避する行動をとってきた。この結果、積み所要額が積みの後半にかけて大きく変動するため、当座預金残高が2、3月は大きく振れる展開となっていた。しかし、4月期および5月期は積みの進捗率がほぼ日割並のペースで進み、当座預金残高も4兆6,000億円前後でかなり落ち着いた推移を辿るようになってきている。このように大量流動性供給を前提とした準備預金の配分体制が、ある意味で固まってきているように窺われる。6月13日段階の準備預金の積立て状況をみると、超過準備の保有は前月に続いて外銀、長信行に集中しており、都銀は全く超過準備を持たない状況が続いている。

最後に、当面の金融調節運営面での留意点を二点申し上げる。その第一は、11日以降の金先レートの上昇やターム物レート強含みの動きが、今後落ち

着きを取り戻していくかどうかである。こうした動きが景気見通しの予期せぬ好転、それに伴う本行の金融政策スタンスの変更懸念に基づくものであるとすれば、調査統計局の景気判断を前提に考えると、現在の大幅積み上調節を継続することにより、いずれ落ち着く性格のものともみて良いと思われる。ただ、気掛かりなのは、こうしたレート上昇の動きに2000年問題の影が次第に感じられるようになってきている点である。邦銀各行では、7月以降、マーケットの状況をみながら年末越えの外貨調達を積極化していく姿勢にあるが、これがターム物レートの押し上げに作用する可能性もあると思われる。2000年問題に絡んだ資金の動きが、攪乱的なものとならないよう、市場の動向を従前以上に注視していきたい。

第二は、資金供給オペへの応札パフォーマンスの悪化問題である。最近のオペレートの推移をみると、6月4日の買手オペが応札ゼロに止まったほか、6月7日の短国現先でも札割れが生じている。また、足切りレートについても、CPオペを除いて概ね0.01%まで低下している。ただ、6月11日の短国買現先は応札倍率が5.7倍、足切りレートも0.03%に久方振りに上昇した。それぞれの対象マーケットの需給動向次第により状況はかなり変わっていくようであり、今後ともオペ対象、オペ期間等の選択を工夫しつつ、資金供給面で問題が生じないように努めて参りたい。

速水議長

12月越えの金先や、その他の金利が高いのは世界的な動きか。

山下金融市場局長

然り。金先をみるとドルでも同じように、いわゆるドーム現象と称されるが、12月期になると跳ね上がる形になっている。それ自体は余り差はないが、日本の場合は4、5月に「ゼロ金利」の下での運用難から、スプレッドが取れるところに資金が流入する形で年末越えレートが全般にかなり下がってきていたが、ここへきて逆に急に跳ねたため、注目される訳である。

中原委員

積み上は徐々に減らしていき、7,000億円ないし8,000億円程度になりそうか。

山下金融市場局長

先週は手形買入が空振りになり、短国も札割れが生じ、マーケットでも8,000億円程度でも十分0.03%を維持し得る感じが出てきたため、先行きを考えて、多少圧縮しようかと考えていた。しかし、GDP統計の発表によりマーケットの雰囲気が一変し、日銀は場合によるとゼロ金利政策を早期に転換してくるのではないかという感じが出てきたため、なかなか動かし難くなったと感じている。多分ここで積み上幅を圧縮すれば、日銀は景気情勢の好転を踏まえてゼロ金利政策を見直し始めたのではないかという感じが出る。そうなれば、一気にターム物レートを押し上げる方向に働くものと思われ、本日、今会合でそうした決定があれば別であるが、私共の判断としては動かし難い。

後藤委員

オペ手段の選択や、期間の設定をかなり慎重に行なっていけば、札割れもある程度は防げるのではないか。期間の長いものは応じてこない訳である。

山下金融市場局長

ご指摘のとおりである。

ただ、例えばFB、TBが発行される時は相当の荷もたれ感があり、TB、FBがかなり入ってくるなど、その時々状況によって異なる。国債がかなり売られ、例えば証券業者が抱えた在庫のファンディングが必要な場合は、むしろ短いところでレポ・オペを打てば大量に入ってくるなど、それぞれのマーケットのセグメント毎に色々な動きを見つつ、対応していく形である程度は対応できる。ただ、先週木曜日以降はターム物が強含む展開になってきたため、供給の方はかなり楽になってきた。いずれにしても現状程度の状況

であれば、供給については工夫することにより対応できると思っている。

中原委員

金先のグラフに表れているフックはそうした思惑がかなり強いということか。

山下金融市場局長

金先は相当思惑で動くマーケットであり、特にこれまではビジネスチャンスがほとんどなく、出来高が非常に細っていたところである。2000年問題との絡みと、場合によると金融政策のスタンスが変わるかもしれないということで、一種のゲームが始まったという面があると思う。従って、この跳ね上がり方は若干行き過ぎの感じがあるが、マーケットにこれまでの全くの膠着状態から多少変化の兆しが出てきたという意味では注目される動きである。

三木委員

札割れという金融調節上の現象は、本来であれば、そうしたことが起きないように時期とマーケット状況をしっかりと睨んで対応するのが、望ましく、それがプロの技術である。しかし、現在はむしろ实体经济にどれだけ波及していくかを確認するためにこれだけ大量に供給している訳であり、2,000億円前後の振れは当然あり得るし、需要に機動的に対応することを狙っている以上、大して気にする問題ではないという認識で良いのか。

山下金融市場局長

実は今回の手形買入等については、私共は札割れを覚悟で実施したものである。特に短いターム物のレートは、事実上ゼロ金利に近い状態にあり、しかも買入手形の場合は短資の手数料3bpが追加コストとしてかかるため、それ程入ってこないことは分かっていた。オペには確実に供給するという面もあるが、マーケットがどのようにリアクトしてくるか、ある意味で状況を打

診しながら行なう面もある。毎回札割れでは困るが、そうした意味でのオペも時には実施させて頂くということである。現在のような膠着状態の時には、多少様子をみるという意味があり、かなり意識して臨んだものである。

後藤委員

オペの手段の選択、期間の設定等を色々工夫したうえで札割れが出るなら、別に恥ずかしいことでもなく、積み上を十分に供給した状態で対応していく方が市場も安心すると思う。日本銀行の資金供給努力の不足が諸悪の根源というような意見が広がっているようでもあり、マーケットの資金需給の実態を認識させる意味でも、札割れを恐れずに調節を実施したら良い。

速水議長

T Bが割れてくる状況が今一つよく分からないが、どういうことか。

山下金融市場局長

今般札割れになった分はオーバーナイト物で行なった部分である。同日に行なった2 W物は確実に入っていた。要するに極く短いところについては0.03%で十分に資金が供給されているため、なかなかニーズがなかった訳である。

藤原副総裁

日本銀行が金融政策のスタンスを変えるかもしれないという見方の根拠は、GDPの発表のほか、日本銀行がマーケットで何となく反応をテストしているのではないかという推測など、幾つか挙げられると思うが、どのようなことが考えられるのか。

山下金融市場局長

専らGDPの数字が予期せぬ結果になった結果である。マーケットはゼロ金利が少なくとも1年は続く想定でTBの1年物で0.03%という数字がつ

いており、まさかとは思いつつも、その想定が狂えば大変な打撃を受けるため、多少慌てたという面もある。また、強いて言えば、WPIが2年振りに+0.01%とプラスをつけたし、デフレ懸念が払拭される状態とは何かという議論はある訳である。それとGDPの予期せぬ数字が重なり、金融関係者の前提となっていた日本銀行のゼロ金利政策自体があるいは早期に転換する可能性があるかもしれないということで、若干慌てたということである。

速水議長

次に、平野国際局長から為替市場の動向、海外金融経済の動向について報告をお願いします。

2. 為替市場動向・海外金融経済動向に関する報告（資料-3）

平野国際局長

最近の為替相場の特徴は次の三点である。第一は円の対ドル相場で8日の海外市場から円高センチメントが強まり、足許までその地合いが続いていること。第二はユーロの対ドル相場が、7日には最安値をつけたが、その後ソボ和平交渉の進展等からユーロがやや戻す展開にあること。第三にアジア通貨が全般に景気底入れ期待から強含んでいることである。従って、足許は全体にドルが他通貨に比べて弱含んでいるが、その中でも注目されるのは最近の円高の進行である。その最大の要因は日本の景気底入れに対する期待感である。

まず円高進行のきっかけとなったのは、8日の海外市場で日本の第1四半期のGDP速報値がかなり良い数字になるのではないかという市場観測が強まったことである。10日になると現実に前期比プラス1.9%という事前の市場予測を上回る高い数字が公表された。さらに、これを受け株式相場も急進したこと等から日本の景気回復に対する期待感が強まり、円相場は一時ザラ場で117円台をつけた。その後、本行による介入の報道を受け、ひとまず円高進行には歯止めがかかったが、米国の長期金利上昇を受けた米国の株安もあり、なお円高の地合いが続いている。昨日のニューヨークのクロージン

グは 117 円 96 銭である。本日の相場は現在 119 円台になっているが、朝方は 117 円台で始まっている。その後、大蔵省国際局長の行き過ぎた円高には断固たる措置を採るという発言が伝えられ、俄に介入警戒感が強まり、円相場は急落し、現在は 119 円台と非常に値動きの荒い展開になっている。この間ファンド筋の動きをみると、米系のヘッジファンド、あるいはミューチュアルファンド等のリアルマネー筋もかなり腰の入った円買姿勢を強めてきている。

続いて、国際金融海外経済動向に関する特徴的な動きを二点ご報告する。一つは米国においてインフレリスクがより強く意識されるようになり、それに伴い長期金利の上昇、株安、為替安というトリプル安的な展開になりつつあることである。第二は、中国以外の N I E s、A S E A N の景気回復傾向が明確化しつつあり、エマージング市場全体についても、一頃に比べて安定を取り戻しつつあるという楽観的なムードが広がっているのが特徴である。まず米国については、F R B が 5 月 18 日の F O M C において経済の良好なパフォーマンスを損ないかねないインフレ圧力の潜在的な高まりを懸念して、という頭書きが付いているが、今後引き締めスタンスに転じる可能性を強めるというバイアスを持った指針を採択し、即日公表した。その後公表された経済指標はこうした F R B の見方を裏付ける内容になっている。例えば、5 月の小売売上高は前月比 +1.0% と非常に内需の強さ、消費の強さを窺わせる内容になっている。米国金利は国債 30 年物利回り、2 年物利回りもじりじり上昇している。30 年物の利回りは先週末には 6.14% と 97 年 11 月以来の高水準になっている。F F 金利先物は相当上方にシフトしており、金利の先高観が強まっていることを窺わせる。米国の株価、ニューヨークダウをみると、株価は高値圏で揉み合っていたが、足許は 4 日間続落し、金曜日の終値は 10,490 ドルであった。この間、4 日間の下げ幅は 419 ドル、-3.8% であり、株の調整色が強まっている。目下、市場が注目しているのは 6 月 16 日に公表される 5 月の C P I である。4 月は前月比 +0.7%、コア C P I が前月比 +0.4% とかなり高振れしたが、5 月はどうなるかに最大の注目が集まっている。

続いてアジア経済であるが、NIEs、ASEAN諸国については金利低下の効果、輸出の持ち直し、さらには株価の回復に伴うセンチメントの改善もあり、景気は回復しつつある。生産活動は韓国で持ち直しているほか、タイ、フィリピンでも底入れが明確化している。そうした中で注目されるのは、アジア各国の株価の上昇である。年初来のアジア各国の株価の上昇は国により相当違うが、総じて年初来2割から韓国辺りは5割まで上昇しており、アジアの通貨危機の発生を97年7月とすると、株価が通貨危機発生前の概ね8割以上の水準まで回復している。こうした株価上昇の背景としては、第一に金融環境の好転であり、これには金利の低下や為替相場の安定が含まれる。第二に海外資本の流入であり、一頃逃げ出した海外資本が戻ってきている現象である。第三には企業収益の回復期待がある。勿論、アジアにおける企業セクター、金融セクターのリストラといった構造改革はなお緒に付いたばかりであり、景気の回復力自体は強くなく、株高の持続性については決して楽観は出来ない。しかし、経済が一頃に比べれば安定を取り戻したことを示す一つの象徴として、この株価上昇を指摘することが出来る。

アジアの中で多少気になる動きは中国である。中国人民銀行は6月10日に金融機関の預金貸出金利の引き下げを発表している。この結果、1年物定期預金金利は以前よりも約1.5%引下げられ、2.25%という水準になっており、これは1949年の中国建国以来の低水準である。この措置は消費を中心とする需要が低迷している下で、物価が継続的に下落していること、あるいは実質金利の上昇といった事態に対処するために採られたと解釈されている。中国については実態がなかなか良く分からず、GDP統計からは一応高成長が続いているようにも窺えるが、実際には個人消費が相当冷え込んでいるほか、直接投資や輸出の減少から国際収支も多少悪化傾向にあるため、今後の動向が注目される。最後に、ユーロエリア経済については引き続き拡大テンポの鈍化が続いているが、一段の景気悪化懸念は後退している。

速水議長

アメリカでは国債・社債共に金利が上がってきているが、一方、株の低下

は4日間で400ドル程度であり、金利上昇の割に下がっていないのはどう解釈すべきか。

平野国際局長

金利が上昇し株の割高感が強まっている割には、その調整幅がこの4日間で僅か4%弱に止まっているということの原因は、基本的にはアメリカの堅調な景気地合いが崩れていないということかと思う。そうした米国の強いファンダメンタルズの持続性に対しては疑問を呈する向きもあるが、強い経済が維持されていることが現在の株価を支えていることは事実であろう。金利は高くなっているが、それによって直ちにアメリカ経済の堅調さが崩れるという明らかな証拠がないため、ある程度バランスが取れているのではないか。ただ、今後金利の上昇がより明確になる場合や本日の為替市場で多少噂になっている大手ヘッジファンドの内容が相当悪いのではないかといったことが重なってくれば、今後の動向には予断を許さない面があると思う。

速水議長

大手ヘッジファンドの破綻が起きるとすれば、その要因は海外投資を誤ったためか、国内の投資を誤ったためか。

平野国際局長

これは噂の段階であり、明確な状況は全く分からない。ただ、想像するに国内に投資している限りではそれほど大きな問題が生じる訳がないため、基本的には海外、それも為替への投機に失敗したと噂されている。噂の対象となっているヘッジファンドは決算期が6月であり、6月決算でいかなる数字が出てくるかが一つの注目点とされている。

三木委員

ASEAN諸国とNIEs諸国で若干の差はあると思うが、経済が底を打って回復基調に入ってきたと判断し得る局面になってきているのか。

平野国際局長

明らかに底を打った感じがあるのは韓国、タイ、フィリピン、台湾等である。問題はこれからの回復力とその持続性である。その点は基本的な構造問題が大きく解決に向けて進展した訳ではないため、そこにはまだクエスチョンマークが付くが、一応底入れという感じが強く出たことが明るい材料である。

三木委員

何れも輸出が非常に寄与して経済成長を引き上げる構図になっているのか。

平野国際局長

国により多少は差があるが、共通するのは為替のアタックが止まり、為替相場が安定してきたために国内金利を下げる余地が出てきたことであろう。輸出の寄与も大きい。世界経済全体が上がってくればASEAN、NIEs 諸国内の輸出のほか、米国や日本向けの輸出も増える訳であり、輸出が一つのドライビング・フォースになっているのは間違いない。そうした状況の中で海外からの直投も一部は戻ってきていると思う。大きく捉えれば一頃の危機的状況の中での悲観心理から抜け出し、いわゆるリバウンドが起きているということだが、これから先を手放しで楽観できる状況ではない。

速水議長

次に、村山調査統計局長から国内経済情勢に関して報告をお願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

村山調査統計局長

前回会合からの変化を要約すると、三点に大別できる。第一点は1~3月に設備投資が増加したことが法人季報、GDP統計で明らかになったことで

ある。第二点は原油の値上がりの影響もあり、卸売物価の下落テンポが鈍化していることである。第三点は輸入の強含みが明らかになりつつあることである。これらを踏まえた現状評価は、これまでの想定よりも足許強い部分もあるが、総体としては大きく認識を変えていない。

具体的に最終需要の状況を見ると、輸出が横這いの下で輸入の増加から純輸出が足許やや弱含みとなっている。設備投資は更年後にやや持ち直したが、基調としてはなお減少を続けていると考えられる。個人消費は一進一退の動きである。一方、公共投資が増加を続けているほか、住宅投資も持ち直している。生産は下げ止まり概ね横這いで推移している。全体としては足許の景気は下げ止まっている状況である。

先行きについては、当面公共投資の工事進捗、住宅投資の持ち直しが続くほか、輸出も夏場には幾分上向くと考えられる。なお、設備投資についても、目先、更年後に顕現化した中小企業のペントアップ・ダイヤモンドが一巡すると見込まれるが、足許の先行指標の動きからみると、その先の減少テンポはこれまで予想していたよりも緩やかになる可能性が高いように窺われる。個人消費については、引き続き一進一退の状況が予想される。こうしたことで、景気は暫く小康状態を維持していく可能性が高いと判断される。ただ、企業の経営計画等を見る限り、リストラに伴う設備投資の抑制スタンスは変わっていない。従って、設備投資の年間の推移についてはなお慎重にみておくべきである。また、輸出がこの先幾分回復をしても、その持続性についてはまだ不確実性がある。株価は先週末に値を戻しているが、夏季賞与が昨年水準をかなり下回る見込みにあるため、個人消費に水を差す可能性も残っている。従って、民間需要が速やかに自律回復に向かう蓋然性はなお高くないと考えられる。

物価の先行きについては、国内卸売物価は原油価格の大幅な上昇を主体とする輸入価格の上昇に伴い目先1~2か月間は一旦横這い圏内で推移するとみられる。消費者物価は輸入物価の上昇が加わると、一旦は前年比がゼロになる可能性も否定できない。ただ、やや中期的には大幅な需給ギャップが縮小に転じる展望が開けない限り、物価全体の下落圧力は残存するとみておく

べきである。従って、景気が現在の下げ止まりから浮上し得ず、再び悪化に転じるような場合には、物価の下落テンポが徐々に速まる可能性も依然払拭されたとは言い切れない。そうしたリスクにも引き続き注意を払っていく必要がある。また、原油価格の上昇については、表面上物価指標を押上げるが、一方で産油国への実質的な所得移転である以上、国内企業あるいは家計への所得の圧迫を通じて需給ギャップの拡大方向に作用する側面がある点には留意する必要がある。

次に各論を申し上げる。実質輸出については、均してみれば横這い圏内で推移している。目先の輸出は対米の自動車輸出が抑制的なものとなっているため、伸長を見込み難い状況である。ただ、足許の海外景気をみると、欧州景気は減速しているが、米国は引き続き堅調であり、東アジアも回復過程に入っている。従って、99年中は全体としてみると緩やかな持ち直しが見込まれる。実際、企業ヒアリングをしても、自動車、化学などが夏場頃から輸出の回復を見込んでいる。ただ、米国ではインフレ懸念が生じているし、中国経済についてもまだリスクがあるため、輸出については引き続きこうした点をリスクとして認識しておく必要がある。

次に、実質輸入が第1四半期に+5%と急増している。この中には、米国からの航空機輸入という一時的な要因もあったため、その反動がかなり大きく出るとみていたが、4月の数字をみる限り大きな反動は出ておらず、4月の1~3月対比は1.2%と、輸入については予想よりやや強めの展開となっている。内容的には、東アジアからのコンピュータや電子部品等の情報関連財が増えているが、これは国内のパソコン販売等の増加を反映したものだと考えている。国内需要全体については、まだ横這いの範囲内であるが、そうした中でパソコン等の販売がかなり急進している。パソコン等は国際的な水平分業の観点から輸入誘発度がかなり大きく、全体の内需よりも輸入がやや強めになっているのではないかと思われ、今後もある程度輸入の強含みが続くと思込まれる。

次に、設備投資の動向である。GDP統計も1~3月にかなりのプラスになったが、法人季報でも第1四半期は2.9%の増加となっている。これは先

月も報告したように、昨年の秋に資金繰り不安から一時先延ばしされた設備投資のペントアップ・ダイヤモンドが顕現化したものと理解している。因みに、業種別の内訳としては、製造業、非製造業とも大企業では1~3月はまだ減少が続いているが、中小企業においては、特に非製造業を中心にかなり増えている。例えば、非製造業の中堅・中小企業は2割増であるが、10~12月においては減価償却費をも割り込みかねないレベルまで一旦落ちている。資金繰り不安が少し和らぐにつれて、さすがにそうしたレベルからペントアップ・ダイヤモンドとして顕現化したと考えられる。この点については、先月の金融経済月報でも触れたとおりである。以上のように、足許1~3月については、一旦はペントアップ・ダイヤモンドの顕現化から設備投資がプラスになったと思う。

問題は先行きであるが、先行指標をみると、まず機械受注は4~6月の業界見通しでは1~3月比-11%と、再び減少する見込みである。こうした状況はヒアリングにおいても確認されており、総じてメーカーは4~6月の受注について慎重な見方をしている。ただ、ペントアップ・ダイヤモンドが出尽くしたかどうかは一概に判断できない。1~3月にペントアップ・ダイヤモンドが出てきた訳であるが、例えば10~12月の機械受注には全くこうした兆候は出ていない。いわば機械受注に計上されないような非常に細かい品物が1~3月に出てきたということである。また、4月の機械受注実績も1~3月比-11%と、ほぼ業界の4~6月見通し並みの水準の数字になっている。一方、建築着工床面積は足許で非製造業が増加している。以上のように、設備投資はペントアップ・ダイヤモンドの顕現化から1~3月増加した後、一部の先行指標にも幾分明るさが出てきている。ただ、各種アンケートに示された設備投資計画が大幅な前年割れとなっており、資金需要面からも現在の指標をみる限り設備投資改善の余地は非常に弱い。従って、設備投資は基調としては依然減少を続けていると判断できる。これをチェックする意味からは、7月5日に公表予定の短観の設備投資計画がどのように改定されるかが注目される。

次に、個人消費である。消費水準指数は1~3月が-1.3%の後、4~6月

は+0.3%、小売業販売額も-0.3%の後、+2.1%となっており、1~3月はやや弱めの計数が多かった訳であるが、この4~5月は、1~3月比若干の改善を示す指標が増えている。ただし、この先夏季賞与の減少等を予想する声が強くと、将来所得への不安感が潜在的に強いことも踏まえると、消費は総じて一進一退の域を出ない蓋然性の方が高いと判断している。

生産については、予測指数を繋げると4~6月は+0.3%になる。マイクロヒアリングでも同様の結果が出ており、総じて横這い圏内となっている。ただ、4~6月の生産については、対米自動車輸出の減少に伴う自動車の減産が効いており、自動車を除けば多少強い数字になる。7~9月については、私共のマイクロヒアリングによると1%台半ばになり、多少伸びが高まる感じである。ただ、逆に7~9月の伸びは4~6月に落ち込んだ自動車の反動という側面も強いため、需要の割に企業は増産に極めて慎重な姿勢であるとも言える。従って、4~6月、7~9月とプラスが高まる形にはなるが、秋口以降そのままいくのかどうかは、引き続き慎重にみておく必要がある。

次に、物価について説明する。まず輸入物価については、国際商品市況が底入れしており、原油価格等の上昇を映じて2月から連続して上昇している。こうした輸入物価の上昇を映じて、交易条件は足許再び悪化に向かっている。国内商品市況は、日経商品指数でみると足許若干反発に転じており、少なくとも下げ止まっている状況である。内訳的には、これまで値下がりが続いていた鋼材が漸く下げ止まってきているのが特徴である。こうした商品市況の下で、卸売物価は石油製品の値上がりから5月に前月比+0.1%と約2年振りに若干の上昇を示した。WPIは当面低下ピッチが緩やかになることが予想される。企業向けサービス価格は足許軟化テンポが幾分拡大しており、今後も全般に軟化傾向が続く見通しである。また、全国の消費者物価の前年比は大体-0.1%で推移している。卸売物価における消費財の前年比マイナス幅が縮小しているため、CPIの商品については当面大きく軟化することは考え難い状況である。CPIのサービスについても、価格改定が集中する4月、5月に然程大きく下落しなかったため、やはり当面大きく下落するとは考え難い。従って、当面はCPIの下落テンポが増すとは考え難い状況であ

り、輸入物価の上昇から一旦は前年比横這いとなる可能性も否定できない。

以上物価について総括すると、これまでは需給ギャップが縮小しない下で、物価の下落テンポが増す恐れが強いと考えてきた。しかし、足許の動きから判断すると、原油価格の上昇を差し置いても、その懸念は足許においてはなないように思われる。その要因については、まだ確たることを言えない状況ではあるが、例えば需給ギャップの過大推計、物価の下方硬直性、物価統計上のバイアス、あるいは一時的な特殊要因等が各々なにがしか影響しているように思われる。何か一つにより説得力のある説明は難しい。こうした中で、企業行動については需要が下げ止まり、在庫調整もかなり進展しているものの、特に在庫が積み上がる可能性のある増産については極めて慎重である。また、賃金コストが下がっている訳であるが、これをもって価格を引き下げてシェアを伸ばすことを考える企業は少ないように見受けられる。むしろ価格を据え置いて、利益率の引き上げを企図する企業の方が多いようにみられる。こうした企業の取り組み姿勢が続く限りにおいては、物価の下落テンポが増す恐れは少ない。問題は、こうした企業行動がマクロ的に持続するかどうかという点にある。需給ギャップが大きいため、先行き再び最終需要が減少する場合には、物価の下落テンポが再度徐々に早まる可能性も依然払拭されないのではないかと考えている。従って、そうしたリスクにも引き続き注意を払っていく必要がある。

中原委員

1～3月の法人統計によると、設備投資については不動産や建設を中心に結構堅調であるが、ミクロヒアリングではどんな感じか。

村山調査統計局長

一般資本財の出荷が1～3月はプラスになっており、その意味では法人季報、あるいはGDPの動きと整合的である。ただ、その資本財出荷の内容をみると、例えばコピー機やOA機器等のような非常に細かい物が多い。中小企業において、10～12月に資金繰り不安から一時凍結されていた設備投資

が、1～3月に特別保証制度等の施策により、資金繰り不安が多少和らいだために出てきたのではないかと思う。実はそうした小さな企業は私共のヒアリング対象にはなかなか入らないため、個別具体的な事例までは確認できていないが、傍証からはそう判断できる。

後藤委員

各種調査からマインドやコンフィデンスの改善が窺われるし、統計的にも公共投資と住宅が明確に増えている。設備投資も色々な先行指標からは振るわないと予想していたが、法人季報ではかなりプラスの数字が出ており、説明のように中堅・中小企業において資金繰り面で抑えられていた需要が出てきたと思われる。その辺は1～3月のGDPと概ね整合的である。ただ、民間最終消費の方がGDPでは+1.2%となっており、今まで我々がみてきた各種の消費関係の数字からみて、どうもしっくり胸に落ちない。我々を驚かせた1.2%というプラスは、持家の帰属家賃の算入方法の問題なのか、あるいは世帯数が増えたことも押上げ要因になっているのか、あるいは自動車などの販売統計からとってくるような別途推計の足し込み方の問題なのか、良く分からない。本当に1.2%なのかという感じが拭えないが、調統局長はどうみているのか。

村山調査統計局長

実は私共も正確なところを論評できないでいる。これまで足許のGDPの動きについては、過去の経験あるいは概略公表されているGDP統計の推計方法を基に、私共も独自に計算しているが、そうしたものが正確かどうかは明らかでない。GDP統計は特別の統計調査がある訳ではなく、いわば二次統計であり、色々な統計からの推計を交えて計算されている。問題はその推計方法の概略は公表されているが、詳細までは公表されていないことであり、この点はアメリカとは異なると認識している。従って、我々の認識とどこがどう違っていたのかは検証できないのが実態である。さらに申し上げますと、例えば、96年1～3月もGDPが前期比+3%とかなり大きなプラスの伸び

になり、当時もかなり話題になった訳であるが、その時の消費の伸びも+2.4%であった。これはその後の確報段階で+1.5%まで下方修正されている。要するに、GDP統計の性格上、かなり推計部分が多く、しかも速報から確報にかけて改訂もあるのが事実である。我々としては、確報が出てきた段階で評価していきたいと考えている。速報値のみでは即断はできない。

中原委員

本日は河出経済企画庁調整局長が出席されているので、是非教えて頂きたい。アメリカはGDPの推計方法が細部に至るまで公表されているため、誰が計算や検証をしても良く分かるが、日本はどのようにして概要しか公表して頂けないのか。出向した人の話も色々聞いてみると、GDPの各エレメントについて何人かの担当者が職人芸のような方法で計算し、それを課長が集める訳であるが、課長にも内容が良く分からず、集計するだけという話も聞くような状況である。是非これを機会に推計方法を透明にし、情報公開して頂ければ大変良いのではないかと思う。私の希望を申し上げる。

河出経済企画庁調整局長

まず、消費の違いであるが、皆さんは多分家計調査を念頭に置いて議論されていると思うが、後藤委員が言われたように、一番大きな違いは家計調査でカバーされていない部分、あるいは家計調査を使っていない部分から出てきている。例えば、自動車関係費や医療費である。これはかなり大きなウエイトがあり、家計調査はここがマイナスであったが、自動車の方は前年比で約4%増えている。これだけでもかなり違ってくる。また、帰属家賃が家計調査では入らないが、GDPではその部分がかかなりある。世帯数の増加も家計調査は考慮していないが、世帯人員の増加等により技術的には十分説明出来る。

中原委員の発言については、十分庁内に伝えていきたい。

中原委員

実はそうしたものを全部調べてみたが、やはり良く分からないところがある。自動車は確かに増えているが、一番台数が増えたのは軽自動車である。従って、金額的にはそれ程増えていないし、世帯数が増えても四人いるところが二人になるといったことであり、確かに消費の増加には繋がるが、はっきりしない。帰属家賃も色々計算したが良く分からない。ご説明はご説明としてお伺いするが、アメリカは全部公表されており、誰でも計算できる。日本は良く分からない。是非そこを政府の代表としてお願いしたい。

速水議長

政府からの出席者に対する質問は政府の意見を述べる時にお願ひする。ここでは村山調査統計局長への質疑にしたい。

藤原副総裁

過去の景気回復パターンでは、非製造業中小企業の設備投資が牽引力になるといわれてきた。今回の動向はペントアップ・ダイヤモンドという更新投資で説明されている訳であるが、それはヒアリングや調査の結果としてエビデンスがあるのか。

村山調査統計局長

先程申し上げたように、ヒアリングで直接確認するのは対象企業が非常に小さいためなかなか難しい。従って、受注側の統計や感触を傍証として多分そういうことではないのかと考えている。因みに、去年の中小企業の設備投資は、収益面から絞り込まれる以上に資金繰り面の制約から落ちている可能性がある。本年度は金融の状況が良くなれば、そうしたものが多少出てくる可能性があるということである。因みに、短観ベースでは去年の設備投資は約5%しか減っていない。ただし、今回のGDP統計では名目で十数%減っている。その差は、短観がカバーしきれっていない零細中小企業の設備投資が短観対象先以上に落ち込んだということである。そうした先が仮に資金繰り

不安で落ち込んだものであれば、今年度は多少とも戻ってくる可能性がある。その可能性についても引き続きウォッチしていきたい。

速水議長

ペントアップ・ダイヤモンドが出てきたということか。

村山調査統計局長

要するに、本来実行しようとしていた投資が金融面の制約から一旦押さえつけられ、潜在的に溜まっていた。制約要因が多少和らぐと、それが一挙に出てきた。そうした意味のペントアップ・ダイヤモンドである。

山口副総裁

先程の説明にあったような生産動向、価格の動きから類推すると、企業収益は上半期に回復する可能性が出てきているということか。

村山調査統計局長

生産が多少なりともプラスの方向にあり、一方では賃金コストがかなり下がっている。勿論、最終価格もまだ下がっている部分はあるが、総体としては労働分配率が引き下げられる形で企業収益は回復する可能性が高いとみている。

山口副総裁

短観その他の収益の予想は、年度の下半期にかなり急速に回復する期待を織り込んでいるパターンではなさそうということか。

村山調査統計局長

基本的にはそうだと思うが、企業としては上期はかなり停滞した状態であり、下期に急速に良くなるとみていたものの、上期で実際の見通しより良くなっているということではないか。我々の元々の見通しと比べると、上期に

ついて多少は上振れているが、見通しから大きく上振れている訳ではない。元々上期はそれほど悪くないとみていた。特に株価も1~3月GDPの+1.9%を受けてかなり反応した。ただし、GDP発表前から株価については動意があり、例えば海外、外銀筋の情報として1~3月のGDPは若干プラスではないのかという予想が流れただけで、株が買われていた。マーケットとしては1~3月はマイナス成長と予想していた人が多かったのではないかと思う。それがプラスになっただけで株価が反応した訳であり、企業全般としても、足許は予想より良くなっているということではないか。

速水議長

次に、雨宮企画室企画第1課長から国内金融情勢について報告してもらう。

4. 国内金融情勢に関する報告（資料-5）

雨宮企画室企画第1課長

この1か月間の金融情勢の概要を説明する。市況はGDP統計をきっかけに先週末からやや動きをみせている。それも含めた全体評価としては、三つ程着目点がある。一つは、これまでのゼロ金利政策の効果が各種市場に引き続き浸透しており、特に市場参加者のリスク・テイク姿勢の変化が徐々に明らかになっていることである。二点目は、長期金利が5月の下旬以降上昇に転じている訳であり、これをどう評価するかである。三点目はこうした金利動向以外に、貸出、マネーサプライ等の量的指標については一進一退、あるいは回復力がなかなか強まらない状況にあることである。

まず、一点目であるが、オーバーナイト金利がゼロ%近傍での推移を続け、金融機関の流動性確保に対する安心感は一段と浸透している。ターム物金利も1か月間均してみれば、一段と低下した。ジャパン・プレミアムも引き続きほぼ解消された状態にある。また、クレジット・リスク・テイキングの姿勢という意味では、国債と民間債の流通利回りの格差、いわゆるクレジット・スプレッドの縮小傾向が明確になってきており、全体として市場参加者のリスクテイクの姿勢が徐々に前向きになっているように窺われる。なお、

コール市場残高は2月の金融緩和措置前に比べ、約6割の規模に縮小してきている。

二点目の長期国債の流通利回りは、5月の中旬に1.23%というレベルをつけた後、専ら補正予算論議、それに伴う国債の需給悪化懸念の台頭を材料に上昇しており、GDP統計が公表される前までは約1.6%程度、公表直後の先週末は1.70%で終わっている。この間、株価は総じて1万6,000円台で推移した後、GDP統計を受けて1万7,000円台まで上昇している。

三番目の金融の量的側面の動きについては、民間銀行は基本的に慎重な融資態度を維持しているが、資金調達、あるいは自己資本面からの制約は緩和されており、それなりに融資を徐々に回復させる姿勢に変わりつつある。ただ、この間むしろ資金需要面では設備投資等の実体経済活動に伴う資金需要が低迷を続けているうえ、手許資金積み上げの動きが一段と弱まってきており、全体として民間の資金需要は一段と低調になっている印象である。因みに、民間銀行貸出は4月まで前年比マイナス幅を縮小したが、5月は再びマイナス幅を拡大するなど、一進一退の動きになっている。社債も昨年の12月まで毎月約1兆円ペースの発行が続いた訳であるが、足許は7,000億円、8,000億円ペースになっている。ただ、市場参加者のリスクテイク姿勢の強まりを背景に、社債に対する人気は高まっており、社債の発行ピッチは私共が当初みていたよりは高いところで走っている印象である。CPについても、銀行CPを除くベースで12月は15兆円までいった訳であるが、5月末は12.9兆円に減速している。この間、マネーサプライの前年比伸び率は緩やかな上昇となっているが、この先上昇率を大きく高める状況とはいえない。以上が概況である。

ポイントについて説明する。まずゼロ金利政策の浸透という意味でTBレートイーロードカーブをみると、5月から大きく下がり、GDP統計が出る直前の6月9日には、3か月、6か月、1年物とほぼフラットになっている。これが、GDP統計を受けて跳ねており、現在TBレートイーロードカーブは6月9日と5月17日の中間辺りになっている。因みに、3か月物が0.03%、6か月物が0.03%、1年物が0.05%であり、真ん中まで戻っている状況であ

る。1 か月物インプライド・フォワード・レートは、2月のゼロ金利政策誘導後も9月末越え、12月末越えは必ずしも低下しなかったが、この二本とも5月に入ってから急低下をみており、ある程度デュレーション・リスクを取ろうとする投資家の動きがみて取れる。これもGDP統計を受けて、若干跳ねている。因みに、12月末越えのインプライド・フォワード・レートは6月9日が0.58%であるが、先週末には0.60%まで若干跳ねている。次に、信用リスクという意味で、社債の流通利回りと国債流通利回りの格差、いわゆるクレジット・スプレッドの動きをみてみたい。社債のA a a格からB a a格までの流通利回りと国債利回りを比較すると、5月に入ってからこのスプレッドが急速に縮みつつある。こうした社債人気の高まり、あるいはクレジット・リスクテイク姿勢の高まりを背景に、5月の社債市場ではB a a格企業の起債が相当増加し、具体的には575億円と、全体の起債額の8%に上っている。因みに、B a a格企業の起債は、一昨年は47億円、昨年は29億円に過ぎなかった。実はこの単月で570億円のうち500億円は単一企業の発行であり、企業の裾野が急速に広がっている訳ではないが、こうした格好で社債市場が変化している。

二番目は、長期金利の動きである。国債10年物の流通利回り（新発債）の動きをみると、5月17日に1.23%をつけた後、専ら補正予算論議を材料にして上昇に転じており、先週末には1.70%となっている。この間の40bpの上昇についての評価であるが、GDP統計公表前までの動きは基本的には2月から5月までの一本調子の低下に対する調整局面と考えている。第一に、この間の売りが必ずしもパニック的ではなかったこと、第二に、こうした長期金利の上昇にも拘わらず、株価が堅調であったこと、第三に、仮に補正予算論議に伴い財政のコンフィデンスに対するリスクが意識されれば、為替が円安方向になるはずであるが、そうならないため、一本調子の金利低下に対する調整だったと考えて良いと思う。先週末のGDP統計公表以降の動きがどうなるのかが今後の着目点になる。ごく単純には、景況感の強まりに伴う金利上昇であれば、良い金利上昇ということになるが、これまで投資家が買いポジションを溜めているだけに、オーバーシュートの動きがどの程度出

るのかも併せて十分観察していく必要がある。

最後に量的指標の動きである。貸出の動きについて、5業態合計の特殊要因調整後の前年比は昨年末からマイナス幅を徐々に縮小してきた訳であるが、5月は-1.0%と、4月の-0.8%に比べて、極く僅かではあるがマイナス幅を拡大している。ヒアリング等によると、実体経済活動に伴う資金需要がないうえ、大企業による財務リストラの動きが最近の資金繰りの安定から強まっており——要するに預金を崩して、貸出を返済するという動きがむしろ強まっている——、資金需要の実勢は弱いという感触である。M2+CDの前年比は本年2月から3.4%、3.7%、3.9%と徐々に伸びを高めている。しかし、瞬間風速である3か月前対比の年率は、むしろ伸びを低めており、前年比も今後この調子で伸びを高めていくとはみておかない方が良いと思われる。このように量的指標の回復力は乏しいが、これは供給制約というよりも、需要の弱さの方が強く出ていると思われる。金融機関の貸出態度に対する企業の見方としては緩和が一層進んでいる。中小企業からみた金融機関の貸出態度のDIをみると、例えば国民公庫、中小公庫の調査では金融機関の貸出態度が難しくなった、あるいは厳しいという割合が去年の後半以降かなり縮小し始めていることが窺われる。今後、こうした金融面での変化、あるいは市場におけるリスクテイクの姿勢の変化が実体経済へどう噛み合っていくかがポイントだと思われる。

植田委員

第1四半期の中小企業中心の設備投資の伸びが金融面からどう裏付けられたかを考えてみると、思い浮かぶのは特別保証制度であるが、それにしても全体の貸出が非常に伸び悩んでいる中でどう考えるべきか。

雨宮企画室企画第1課長

5業態の調整後の計数で、大企業向け、中小企業向けという内訳はリアルタイムには出ないため推測でしかないが、一つの状況証拠として考えられるのは、大企業はむしろ返済に向かっていることである。全体としての貸出は

横這いであるため、シェアとしては中小企業の割合が高まり、大企業の割合が低下している可能性は十分にあると思う。中小企業の非製造業の設備投資が金融的にどう裏付けられたかであるが、手許はそう厚いとは思われないので、ある程度貸出で対応されたものであろう。貸出のうち相当程度は特別保証制度の利用によっても、残りの部分については、経営健全化計画で中小企業向けに相当貸出す必要があるという前提の下で、銀行がある程度貸出に応じた可能性はあろうかと思う。

植田委員

マクロというよりも、ミクロ的に非常に制約があったという感じか。

雨宮企画室企画第1課長

国民公庫の全国小企業動向調査の対象は保証協会保証対象の先が多いと思われ、従って金融機関の貸出態度は緩んできたとの答えが増えたのは比較的早い時期である。一方、中小公庫の中小企業景況調査の場合には保証協会保証対象先よりも若干大きい企業になるため、タイムラグがあり、本年に入ってから緩んできている。保証協会保証対象以外の中小企業に対しても、ある程度緩んできたと言えると思う。ただ、さらに大きい企業は短観の対象先であるが、これについてはまだ緩んできたことが明確には出ていない。この点、7月の短観でどのように出るかが着目点である。

速水議長

5月の償却要因等調整後の貸出は前年比で-1.0%に下がっているが、この辺が預金を引き出して貸出を返している表われか。

雨宮企画室企画第1課長

両方あると思う。4月の-0.8%から5月の-1.0%への変化は0.2%ポイントであり、非常に大きく落ち込んだ訳ではない。元々金融機関には来年の3月末までに貸出を前年比プラスにするという目標があり、それを直線的に

伸ばして手前まで持ってくれば、6月か9月頃には前年比で浮上していなければならない。そうした計画を内々持っていた訳であるが、恐らく未達で終わると思われる。その背景には、設備投資等実体経済に伴う資金需要の弱さに加え、資金繰り不安の鎮静化に伴いここで手許を取り崩す動きがあり、その両方が資金需要の低迷として効いている。

速水議長

前月比でみた数字はないのか。

雨宮企画室企画第1課長

償却要因等調整後の時系列は過去4年分しかなく、対外公表を始めたのが昨年の10月からであり、十分信頼できる季節調整に足るデータ量はまだない。それを承知のうえで、全くの試みとして季節調整をかけて前期比を計算してみると、足許の実勢は若干弱いという結果が得られる。本会合に出せるような信頼性に足る季節調整かどうか、今少しチェックさせて頂きたい。

山口副総裁

貸出は全体では前年比マイナスであり、なかなか水面上に浮上してこないが、中小企業向けはプラスになってきているということか。

雨宮企画室企画第1課長

このベースで中小企業、大企業別の正確な統計はないが、例えば国民公庫、中小企業金融機関の貸出の伸びで推計すると、国民金融公庫で+4.2%、中小企業金融公庫で+3.3%とプラスになっている。この間、民間金融機関の方でも保証付貸出を相当使っているため、中小企業のみでは前年比浮上している可能性はあると思われる。

この間、金融機関貸出において大企業と中小企業のシェアの相当大きな変動が起きている状況を推測させる一つの材料は、足許金融機関の貸出スプレッドが相当上昇しており、かつ4月の貸出約定平均金利も少し上昇したこ

とである。約定平均金利は毎年4月には上昇する季節性があるが、その分を除いても若干多めに上昇した印象がある。これを整合的に説明するとすれば、大企業のシェアが落ちて、相対的に貸出金利水準の高い中小企業のシェアが増えているということかと考えている。

後藤委員

総資金調達のうち、借入れ以外の市場で直接調達する割合が若干は増えているのではないか。

雨宮企画室企画第1課長

過去5か月程度では、貸出のマイナス幅が縮まり、市場調達のプラス幅が縮まる形でバランスが取れており、全体としては余り変わっていないか、むしろ直接調達のシェアが若干落ちていると思う。すなわち、貸出がほぼ横這いで推移している一方、CPでの調達が15兆円から13兆円まで減少しているし、社債の発行も減少している。直接調達もほぼ横這いではあるが、昨年に直接金融市場で前倒し発行した部分が本年は鎮まっており、その分だけシェアは若干小さくなっていると思う。

三木委員

中小企業金融公庫や商工中金の貸出は確かに増えていると思うが、都市銀行ではどうか。

雨宮企画室企画第1課長

都市銀行の中小企業向け貸出のデータは1四半期後になるため、まだ実際の数字では申し上げられない。ただ、銀行は経営健全化計画の下で収益を上げるべくスプレッドを上げて、しかもある程度貸出量を確保しようとしている訳である。収益を上げつつ量を確保できる対象となれば、必然的に中小企業になるし、一方で大企業の方は需資がほとんどない、あるいは直接調達に振り替わっている状況であり、ある程度シェアの移動が起きているとは思う。

もっとも、都市銀行が貸出対象とする中小企業は、いわゆる中小製造業というよりも例えば大企業系のクレジット会社等になるようであり、本来的なイメージとしての中小製造業を開拓しているかということ、信用リスク管理との関係からなかなか踏み出しづらい状況にあると思う。

三木委員

村山調査統計局長の1～3月GDPの設備投資の説明における中小企業のペントアップ・ディマンドについては、非製造業が多いのか。

村山調査統計局長

1～3月は非製造業の方が多かった。

三木委員

そういうことであろう。

雨宮企画室企画第1課長

設備投資をする以上は、必ず金繰りがついている。1～3月にペントアップが大きく出てきたのは、資金がついたからという面と、とにかく去年の10～12月までは、資金繰り不安から手許を厚くする方が先決だとしてペントアップしていたものが、1～3月になって資金繰り不安が急速に後退したと同時にコピー機械でも何でも買って置くという動きにつながったものだと思う。従って、全体としては金融の緩和に伴い設備投資が出たという因果関係はあるにせよ、その場合の金融が緩和したという意味は、貸出が大きくなったというよりも、むしろ資金繰り懸念が非常に緩和されたことの効果の方が大きいと思う。

篠塚委員

先程、中小企業への貸出シェアが大企業向けからシフトしたのではないかという説明があったが、確かに貸出スプレッドは上がってきている。その結

果が貸出金利の上昇に影響してきていると理解して良いのか。

雨宮企画室企画第1課長

貸出金利は直近のところで若干ピックアップしているが、ただ、約定平均金利については3月から4月にかけて多少季節性があるため、このピックアップ自体は深刻に受け止める必要はない。むしろスプレッド貸出の方のスプレッドが、3、4月と急速に上昇している点をどう解釈するかである。2、3、4月は、金融機関の貸出に対する自己資本や資金繰りの制約が外れ、経営健全化計画の下でむしろ何とか貸出を伸ばさなければならないという時期であったが、その中でのスプレッドの上昇はやや解釈に悩むところである。一つの解釈として、中小企業と大企業のシェアのシフトが仮説として考えられるということである。

三木委員

3月以降、建築着工床面積では非住宅が落ちているが、そのうち商業サービスだけは増えている。スーパーなどの店舗を中心とする商業サービスは前年比6、7%伸びている。それらは中堅企業だろうと思うが、これだけ投資が増えているのは、商工中金等の動きと若干符合するのかと思う。今回はそちらの方から先にといい感じである。

雨宮企画室企画第1課長

先に始まるに当り、金融がつく訳である。銀行が中小企業の経営者にアプローチする形で始まる。その意味では、仮にこれがペントアップ・デマンドであり、単に12月に抑えた案件が1~3月にただただで終わってしまうとすれば今後が続かないが、従来の日本の景気循環パターンからみると、非製造業中小企業の投資が回復し出し、それに金が付き出したことは良い徴候である。

三木委員

そのとおり。商業、サービスなど店舗類が中心である以上、個人消費を当てにした中小企業の動きが先に出てきているのではないかと思う。従来のパターンのように、それが巧く繋がっていけばという感じが悪いではない。

村山調査統計局長

まだ繋がっていく自信はない。

三木委員

まだ自信はないであろう。

村山調査統計局長

1～3月の法人季報をみると、中小企業はまだキャッシュ・フローの範囲内で投資を行なっている状況である。勿論、限界的にはキャッシュ・フローを超える企業もあるが、特に中小企業ではキャッシュ・フローと設備投資額の差がまだある状況である。

中原委員

1～3月以前はどうか。

村山調査統計局長

それ以前も同様である。法人季報でみる限り、元々中小の特に非製造業はキャッシュ・フローの範囲内で対応していく感じであった。特に、昨年10～12月は減価償却費をも下回る感じになっており、多少行き過ぎであった訳である。それがかなり戻ってきたということである。

武富委員

手許流動性を温存していたのを、多少なだらかにした感じではないのか。

村山調査統計局長

10～12月の設備投資が資金繰り制約からかなり落ち込んだため、10～12月、1～3月と均してみれば良いのではないかと感じている。

植田委員

手許流動性をみても、対応するものは減っていない。従って、キャッシュ・フローの範囲内だと思う。

三木委員

しかも、中小企業あるいは中堅のレベルの場合である。大企業は手許流動性を依然として保有している。まだ年間を通じて取り崩すという動きであり4月から5月の短期間に落とすような行動はしない。設備投資はキャッシュ・フローの範囲内でも下の方で考えており、要するに大企業は償却の範囲内でしかやらないという考え方を変えないと思う。その意味では、資金需要はまだ出てこない。ある大企業の例をみると、今年度の設備投資は1,300億円の償却に対し350億円であり、他は全てバランスシートの修復に向ける、すなわち返済するということである。製造業の大企業については、貸出の面で設備資金もなかなか出難いという感じがする。ただ、生産の面では、1～3月が底だと認識して慎重に生産計画を組み、手許流動性を持ちながら資金ショートを起こさないように切り抜けてきたものが、どうも4～6月の方がなお悪いという局面になった訳である。本行が2月12日の措置を採ったのも、そこを睨んでのことである。明らかに4～6月が完全に底になるし、最低の収益状況となり、鉄鋼などはほとんど全社が赤字という局面であったが、それがここへ来て変わってきた。赤字を予想していた先がようやくトントン程度にはなる、若干の黒字になるかもしれない。4～6月は生産面で若干浮上でき、それが収益に跳ね返ることが目に見えてきた。やはり1～3月が底だったという感じになりつつあるのではないか。

山口副総裁

ただ、大企業の場合、金融的にはキャッシュ・フローの改善部分はむしろ返済に向かっているため、返済圧力がさらに強まっている。

三木委員

それはそうである。

中原委員

キャッシュ・フローの範囲内といっても、結局手許にきちんと金がきたから使える訳であり、要するに資金繰りの不安がなくなったということであろう。

村山調査統計局長

企業によっては、昨年の秋口まで借入れ返済圧力がみられた訳であり、先行きに強い不安感を持っていたようである。少なくともそうした不安感が緩んできたのは確かである。

速水議長

執行部からの報告は以上をもって終わりにする。

(午前 11 時 6 分中断、午前 11 時 12 分再開)

V. 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

執行部の報告を踏まえ、政策委員会としての検討を行ないたい。最初に金融経済情勢に関して順番に意見を頂き、次いで自由討議をして頂く。その後で、金融政策運営に関して再度順番に意見を述べてもらい討議して頂く。最後に政府からの出席者にもし意見があれば、先程の中原委員の発言に対する

コメントも含めて伺いたい。谷垣大蔵政務次官は午後は出席されないため、午前の最後をお願いする。

まず、金融経済情勢について意見を述べて頂く。ポイントを絞って効率的に議論を頂くために、1人10分程度でお願いしたい。本日は三木委員から如何でしょうか。

三木委員

実体経済について執行部からの説明が色々あったが、概ね違和感はない。まず、実体経済は明暗入り交じった斑模様の底這いという、前月からの動きが引き続いており、それには変化がないと思うが、その中でいずれも明の面で若干ミクロの変化が出ている。既に前月から産業界の一部にはやはり潮の変わり目ではないか、という声が出ていた訳であるが、1～3月のGDP統計が発表された後、その声が少し強くなってきている。製造業と流通業ともに、やはり潮の変わり目ではないかという声が出かかっている。当然、企業経営者の姿勢は、財政と金融と民間の自助努力による景気の回復について、若干強気化しつつあるのではないか。

ミクロの動きでの変化は三点あるが、一つは自動車の生産計画の上方修正である。国内販売は4月が0.6%増、5月は0.1%増と、2か月連続前年比プラスになった。これはあくまでも軽自動車を支えており、小型車は依然としてマイナスの傾向に変わりはないが、その中で輸入車を除いた普通トラックの国内販売が4月+0.3%、5月は+3.4%増と完全に底打ちになり、前年を上回るようになってきた。普通トラックは従前から景気の6か月先行指標として捉えている訳であるが、公共投資の支えによるものと思われ、これがさらには物流に繋がる形で設備投資に繋がっていくことが期待される。自動車メーカーは1～3月まで慎重な生産計画で走ってきており、4～6月の生産計画も非常に慎重な計画を組んでいたが、ここへきて、4月以降は計画の上方修正パターンに入ってきたのが今回の特徴点である。1～3月までは計画に対して全て下振れであったが、4月以降は計画に対して若干ではあるが、上振れになりつつある。

二番目の変化は、産業機械の生産指数が4月の前年比は依然として-10.5%であるが、内容に変化が出てきていることである。一つは土木建設機械であり、4月から+1.7%とプラスに転じ、公共投資の動きを反映している。冷凍機関係は+7.3%と、これも議論に出たスーパー等商業用の店舗に使われる冷凍機ということになるが、増えてきている。同時に、白物家電が強いことに伴う家電用の冷凍機のプラスもある。今一つは事務機が11.5%増となっているが、先程も説明のあったパソコンやプリンター等が増加している。情報化に伴う合理化投資が漸く出かかったというか、これまで止めていた投資が漸く出るようになった。産業機械の受注金額も設備投資の先行指標になるが、3月は内需が+6.1%と、前年比増加になってきた。

三番目は、建築着工床面積の前年比も4月は+2%と、久しぶりにトータルでもプラスになっている。内容的には居住用が3.5%増であり、やはり住宅に支えられていることに変わりはないが、非居住用も前年比-0.4%とマイナス幅がゼロに近づいている。この非居住用は設備投資絡みであり、製造業の設備投資に繋がるものは依然マイナスのままであるが、商業サービスが+6.6%増となっている。この辺は個人消費目当ての動きが出てきているとみられるのではないか。

こうした中で、実体経済の当面の課題は価格の建て直しである。物価が徐々に下落するのではないかという見通しが続いてきた訳であるが、この価格の建て直しが製造業、流通の最大の課題になっている。要するに、需要量は低水準のまま推移している中で構造調整、リストラを迫られている。このため、企業は結局コストダウンに必死に取り組む訳であり、本行のゼロ金利政策に伴う低金利が収益上の非常に大きな支えになっている。従って、価格の下落が最大の問題として残る。鉄鋼や石油化学等の川上の素材産業から価格建て直しの環境が漸く揃ってきた。一つには在庫調整が大体第1四半期で終わるだろうという局面まで進展し、これまでの減産効果が漸く出てきた。さらに、アジアから始まった景気の底打ちを反映した国際価格の回復があり、これが非常に大きなプラス要素になる形で建て直しの環境が揃ってきた。物価の下落には良い価格下落と悪い下落があるが、良い価格下落とは新技術や

新商品の投入に伴い価格が低下する、あるいは国際競争力コストへの鞘寄せというか、生産性を向上させる形で価格が下がるものである。しかし、これまではあくまでも需給バランスの崩れからくる悪い価格下落であった訳である。これが即ちデフレ・スパイラルの懸念であったが、漸く環境が整いつつある中で企業の自助努力による値戻しの動きに入ってきた。これが、今後期待される需要回復に繋げようという動きになってきており、デフレ圧力を減衰させることになると思う。以上を総括すると、実体経済については、1～3月のGDPの動きも勘案しつつ、村山調査統計局長が説明した民間需要が速やかに自律回復に向かう蓋然性は未だ高くないという判断も踏まえ、4～6月中における財政出動と金融政策の実体経済への波及の動きを十分にみताうえで、7～9月に判断すれば良いと思う。

次に企業金融については、銀行の融資スタンスの問題と資本市場の動きについて述べる。まず、銀行の融資スタンスについては、量的には既に緩和されており、かなり正常化されていると考えている。ただ、資金需要がなかなか出てこない局面の中で、金利の面では信用リスクに見合ったスプレッド設定の動きが非常に強く、その意味では厳格化している面もあるとみざるを得ない。問題は、本来あるべき信用仲介機能を十分に満足するところまで回復していない点である。要するに、銀行は信用リスク・テイクに慎重になり、臆病にすらなっている。まだ不良債権処理や自己資本毀損の懸念が残っており、再建計画を達成しなければならない以上、やむを得ない面はあるが、第一線の現場が事業の将来性に着目して案件を出しても、ほとんどの案件が本部により撥ねられてしまい、なかなか貸出等に結び付かない状況が問題である。やはりこの点が円滑になってこそ、初めて本来の仲介機能が満足される完全な正常化になると思われる。

資本市場における懸念は、ゼロ金利政策の副作用として信用リスクの稀薄化現象である。CP市場でも格付の格差による発行レートの差が非常に小さくなってしまい、A2、A3クラスも容易に発行できる状況になっており、市場はやはり資金運用難から少しでも金利の高い方に流れる動きになっている。社債市場をみても、資金運用難の機関投資家、事業法人、個人等をター

ゲットに、トリプルB格まで発行される動きになってきている。こうした状況に関する問題は二つある。一つは国際競争力のない企業も温存してしまうという問題の先送りであり、これが構造調整に棹を差すのではないかという点である。今一つは資本市場の調達コストの低下は企業からみれば非常に評価できる訳であるが、反面で銀行の融資コストの適性スプレッド化の動きを阻害することになるのではないかという点である。

金融資本市場の問題では、1～3月のGDPが予想外に高い成長率になったことを受けて長期金利の上昇、株高、円高の方向にセンチメントが傾きつつあることだと思う。日銀がゼロ金利政策を転換する時期が早まったのではないかという見方もあるようであるが、今後のリスク・シナリオとしては、長期金利の一段の上昇が最大の問題になると思う。今後は景気回復期待から長期金利が上昇トレンドに乗る可能性が見込まれるが、その後、やはり景気がなかなか回復しないという観測から大型補正予算が必要という局面になれば、債券需給悪化を懸念した長期金利上昇に弾みがつくリスクが考えられる。この点が今後の金融資本市場の動きとして懸念される。

中原委員

最初にお断りしておくが、金融政策決定会合で給料を頂いていると認識しているため、発言制限があるようだが、なるべく意を尽くして発言したいと思う。

速水議長

効率的に討議を行ないたいので、極力簡潔にお願いします。

中原委員

まず、景気動向指数を見ると、一致指数のCIで前月比プラス、マイナス、プラス、マイナスである。4月はこの循環のピークから測ると、82.4であり、底を這い、しかも非常に上下動の激しい動きをしている。一方、長期先行指数には明るい指標が出てきており、生産重視型では2、3、4月と変

化率がプラス、また金融重視型では2月はマイナスであったが、3、4月はプラスである。従って、先行期間の7、8か月を勘案すると、本年の第4四半期辺りに景気の転換が訪れる可能性が出てきた。景気の基準日付の観点から個別の指標をみると、11の一致系列指数のうちの半数以上が転換を果たしたものの、まだ下降中のものもあるため、谷がこの3、4月になる可能性はかなり低いと思う。GDPの場合には四半期別の実質の成長を前年同期比で取り、その三項移動平均を取って、最高点、最低点を計算した場合に、大体過去の第7循環、第8循環、第9循環、第10循環、第11循環では2四半期ないし3四半期先行している。これからみると、底入れが近いかもしれない。しかし、私の計算では、GDPの数字は恐らく上振れしているところが約70%あり、底入れはどうかと考えている。要するに、景気の底入れというには、まだ確証がない。長期先行指標でみる限り、本年の第4四半期辺りに転換期が来るかという感じである。

1~3月のGDP統計では、中小企業の伸びが非常に高く、中小企業全体では1~3月で27.9%、そのうち製造業が17.4%、非製造業が29.4%である。ここでいう中小企業とは非常に厳密であり、資本金1,000万円以上1億円未満が非常に増えている。その中身をみると、対前年で建設・不動産、運輸、通信が増えてきている。ただ一方で、信用保証協会の特別保証制度をみると、10年10月1日から11年の6月4日を取ると、件数が約83万件、金額が15兆4,000億円、一件当りの金額は1,854万円、1営業日当りの金額は930億円となっており、10~12月には55万件、11兆円、一件当たり2,684万円、1営業日当たり1,184億円という実に巨額な金が出た訳である。本年に入ってから、1、2、3月と増大したが、件数当りの金額は昨年のピークから大きく落ちてきている。4月、5月は少し増えたが、6月に入って段々細ってきており、私は1~3月に中小が増えたのは保証協会融資のお陰であると思っている。それがいよいよ出尽くしてきた感じがある。返済期間別にみると、10年10月から本年の4月までの実行分のうち据置期間のないものが件数ベースで75%、金額ベースで71%と、ほとんど据え置かずに返したいという形である。次に多いのが10か月ないし12か月の据え置きであり、

これは件数ベースで 15.9%、金額ベースで 19.6%である。これがどうなるかが問題であるが、倒産件数で見ると、10年10月から本年の4月までの特別保証制度利用後の倒産件数は約300件から340件、1,800億円である。特別信用保証制度が非常に効いた訳である。例えばこの15兆円というのは、大原一三衆議院議員等の日銀に4兆円の買切オペを2年続けさせたいという主張と比較すると、その3年分を6か月足らずでやってしまったような強烈な額である。一応それなりの効果は出たが、しかし出尽くしつつあるというのが私の感じである。

GDP等の統計でさらに申し上げると、失業率と平均消費性向の問題である。何回か前の会合において、失業率と消費性向に関連があると申し上げたが、今少し厳密なデータを紹介する。欠員率と雇用失業率がイコールになる均衡失業率というものがあるが、完全失業率から均衡失業率を引いたものを需要不足失業率とすれば、最近の調査では需要不足失業率が1%上がると、消費性向が2.4%下がる関係になっている。1998年の需要不足失業率の上昇は0.46%ポイントという調査が出ており、消費性向が1%下がったと窺える訳である。従って、私の予想としては、GDPは4~6月には反動から多分マイナスになるのではないかと、そして7~9月、10~12月とゼロ近傍で横這い、そこまでは補正なしでも保つのではないかと。ただし、勿論低金利と十分な量的な緩和を前提としての話である。

今回のGDPの突飛高の一番大きな影響はアメリカに出ている。実はこの突飛高のために円高になり、最近のアメリカの報道によると、ヘッジファンドなどが円高で損失を被ったとのことである。円キャリー・トレードをやっており、円を借りてアメリカの債券を買っていたため、大きな損失を被った訳である。例えば、6月に決算がくるタイガーファンドは130億ドルの運用があるが、この6月3日までで年初から7.36%減価している。また、ジョージ・ソロスのクオンタムファンドに至っては、6月4日までに14.8%ダウンしているとのことであり、どれも円キャリー・トレードの失敗が大きな原因の一つのようである。アメリカの場合、さらに問題なのはリスク・プレミアムが段々増えてきたことである。

今一つ注目すべきことは、本年はアメリカの長期金利がかなり上がっていることであり、恐らく年末までに6.5%を越えることはほぼ確実だと考えている。その計算根拠は、アメリカのISバランスをみると、昨年は2,840億ドルの不足、それに対し財政の黒字が800億ドルであり、残りの2,000億ドルが海外から流入した形である。仮に、本年も同じようなペースで考えると、ISの不足が5,210億ドル、財政の黒字が1,200億ドルであるから昨年の倍の4,000億ドルが流入しなければならない計算となる。同じ計算をすると、2000年には7,210億ドルの不足で、フェデラル・サープラスが1,500億ドル、キャピタル・インフローが5,200億ドルとなる。従って、長期金利が上がってくる心配が非常にあり、これが日本に必ず影響する。

いずれにしても結論的に申し上げますと、景気の底入れはまだみえていない、みえてくるのは恐らく10~12月頃ではないかということである。そして私も産業界にいたが、産業界はどうもオプティミスティックになりがちであり、昨年7月には底が入ったのではないかという意見が本席で出たことがある。それからほぼ1年経っているが、私はまだ底はなかなかみえてこないと考えている。GDPの見通しは4~6月が多分ネガティブになり、7~9月、10~12月とゼロ近傍の横這いと考えている。さらに、日本の1~3月のGDPの急上昇が、一つの攪乱要因になる惧れが出てきた。

篠塚委員

経済活動の現状評価は、基本的には執行部の説明とほとんど一致している。その中で申し上げたいことは、1~3月期の実質GDPの成長率が6四半期振りにプラスになり、しかも前期比で+1.9%と大方の予想を大きく上回る伸びとなったことである。特に個人消費が0.7%の高い寄与度を示したことに触れたい。家計調査や各種販売統計等から判断した情勢に比べると、実勢との違和感があると思う。即ち家計を取り巻く雇用、所得環境は依然として厳しい状況にあるとみられる。雇用情勢については、このところパートを含めた新規求人数などが前年水準並みにまで戻っているといった明るい材料もあるが、全体としては今後とも企業のリストラが続くとみられ、失業率な

どは引き続き高い水準で推移すると思われる。こうした中で、政府が今般緊急雇用対策を盛り込んだ第1次補正予算案を前倒しで成立させる方針を固めたことは時宜を得た措置である。ただ、2年間の限定で国、地方自治体による雇用創出30万人という案については、余りにも緊急避難的な対策ではないかと危惧している。国際的に日本の人件費は依然高い状況にあるため、人件費が雇用者数と賃金の積数であることを考えると、緊急雇用対策などにより雇用者数を確保しようとするれば、賃金の低下は避けられないのではないかとと思われる。従って、全体としては雇用者所得の減少地合いが今後も続く蓋然性が高い。こうした所得、雇用環境をみると、個人消費はなお低迷を続けざるを得ない状況にある。現に、事業所規模5人以上の所定内給与が平成11年2月から3か月連続でマイナスというのは初めてのことだが、事業規模30人以上に限定すると、まだ賃金はプラスであり、企業の収益を上げる意味ではまだ賃金が下がる余地があると思われる。

一方、消費者マインドについては、このところ幾分落ち着きを取り戻しつつあるように思われ、各種の消費者マインド関連指標は幾分改善を示している。その中で、日銀情報サービス局の取りまとめた「生活意識に関するアンケート」から消費者マインドの落ち着き度を確認してみたい。最新の調査は本年の3月下旬時点のものであるが、この結果を前回の昨年11月調査と比較してみると、「景況感が悪くなっていると思う」とか「暮らし向きが苦しくなってきた」という回答のウエイトがかなり低下している。個人消費に関する支出を減らしている理由についても、「将来の仕事や収入に対する不安」が前回の67%から64%に減り、また、「年金や社会保険の給付が少なくなる」といった不安は前回の54%から52%になるなど、将来に対する不安を理由とする回答が明らかに減少している。しかしそれに代わり、「不景気やリストラ等による収入の頭打ちや減少」を答えている人は前回の43%から45%に増加している。回答結果を回答者数の性別、年齢別、職業別などの属性別で調べてみても、ほぼ同じような結果であった。従って、消費者マインドが全体として落ち着きを取り戻しつつあるとみて良いと思う。これまで個人消費低迷の理由の一つとして、消費者が将来の所得について強い不

透明感を持っていることが指摘されてきた。しかし、今春以降の消費者マインドをみると、将来への不安はひとまず和らいでいる。ただ、「最も支出を減らしている理由」の中で、回答者の6割が将来への不安を指摘しており、足許の景気動向やリストラなどに関心が移ってきたように思う。この背景にあるのは、銀行の不良債権問題に象徴される金融システム不安の後退による効果であると思う。これは最近の相次ぐ地方銀行等の破綻に際しても、預金者が比較的冷静に対応していることにも表われている。

こうした実体経済の下で金融情勢をみると、現在のゼロ金利政策については、株価上昇に伴う効果、長期金利の低下、円安による輸出企業の収益下支え、金融機関の流動性確保に対する安心感等の浸透がプラス効果として挙げられる。しかし、ゼロ金利が長期化するに伴い明らかになりつつある副作用も直視すべきである。この点は三木委員とダブる部分があるが、ゼロ金利政策の副作用を二点申し上げたい。まず第一は金融緩和による所得移転の問題である。即ち、90年代の金融政策の下で、その効果が直接的に及ぶ利子の受け取りと支払の変化により、所得分配上の歪みが生じている。ある民間のシンクタンクの計算によると、91年以降の金利低下局面における利子のネット受払いは、97年までの過去7年間で企業はネットで+61兆円、金融機関はネットで-2兆円、この間家計はネットで-27兆円に達している。ゼロ金利局面に入った直近では、金利低下幅が小さいため、各経済主体における影響は限定的になっているとみられるが、長引く低金利政策により累積ベースでは家計部門から企業部門に対して相当規模のマネーフローが生じてきた訳である。確かに、超低金利政策が企業活動を下支えし、ひいては雇用者所得の増加に繋がるという波及ルートもあるが、現在、企業の資金需要が極度に冷え込んでいること、雇用・所得環境が構造問題の対応もあり、依然厳しい状況にあること等を考え合わせると、家計にとって低金利のプラス効果が利子所得の減少をどれだけカバーしているのか大いに疑問がある。家計は、最早諦めて沈黙しているという声も聞かれるが、私達はこの不満に対してもより肌理細かく目配りする必要がある。

第二は、金利が本来のプライス・メカニズムを発揮し得ない状況にある問

題である。2月12日以降の金利の動きをみると、ターム物金利が3か月物だけでなく、6か月物、1年物に至るまでオーバーナイト金利と同じ水準の0.03%まで低下している。これは、市場参加者にゼロ金利政策が暫く続くという見方が浸透しているためであると思われるが、こうした金融緩和の浸透は行き過ぎているのではないかと懸念を抱かざるを得ない。具体的には、市場に余剰資金が溢れている中で、第一に資金運用部の買現先が札割れとなり一時的に本行指定預金に流入していること、第二に本行オペも6月入り後札割れが発生していること、第三にF B金利低下により海外中銀との取引が縮小していることなどが挙げられる。特に札割れについては、現行のゼロ金利を継続していくうえで最も懸念される。即ち、今後これが何度も発生すれば、オペ対象を期間の長めの物にシフトして行かざるを得ず、その行く先は長期国債の買切オペ増額に繋がることは必定である。加えて、本行の金融調節の余地も狭められる。また、これらの現象はいずれも本行のバランスシートに影響を及ぼす。確かに、2月12日時点では年度末を控え、金融システムを巡る不透明感、不安感も根強い中で、思い切ったゼロ金利政策が不安感の鎮静化に大きな効果を発揮した訳であるが、これを長期に亘って継続することに伴う副作用について、4か月経った現時点で慎重に見極める必要がある。本来金利に織り込まれる期間に対するリスクもゼロ金利の下で明示的には認識し得なくなっている。こうした現象を、市場に資金調達に対する安心感が浸透している証左とみる見方も可能であるが、私はむしろ金利が本来持つべき機能が麻痺しているのではないかと思う。懸念すべき第四の現象は、ゼロ金利の下で余剰資金が運用先を求めて国債に向かっていることである。銀行の貸出が依然上向かない中で、公的資金注入を受けた金融機関もかなりの額を国債購入に割り当てていると言われている。しかし、いずれ金利上昇局面を迎えることを考えると、ゼロ金利が長期化するにつれ価格変動リスクが高まり、市場参加者も政策変更に対し過度に過敏になるため、政策変更が困難になるのではないかと懸念される。最後に、ゼロ金利政策が金融市場の問題に留まらず、結果として企業の構造調整を遅らせることも懸念される。

改めて整理すると、第一に、金融経済情勢は2月12日時点と比較して、

速やかにとは言えないまでも民間需要が自律回復に向かう蓋然性が高まっているとみられること、第二に、こうした金融経済情勢の下で、金融市場における金利機能を麻痺させるような異常な金融緩和を持続することの得失を比較考慮すると、副作用に対する懸念が時間の経過と共に高まって来ており、特に長期化するほど懸念が累積することを強調しておきたいことである。

植田委員

経済の動きを支配している大きな要因としては、マイナスのものとプラスのものがそれぞれ二、三点ずつあると思う。マイナスのものとしては、97年秋口からの負の循環がまだ一部継続しているとみられること、金融部門および非金融部門でのリストラの動きが挙げられる。後者は長期的にはプラスの面も大きい訳であるが、取り敢えずはマイナスの要素である。一方プラスの面としては、財政政策からのサポートおよび昨年秋以降の我々のゼロ金利政策も含めた様々な金融面からの政策の効果、さらに東アジアを中心とする海外需要に若干ピックアップの動きがみられること等である。このマイナスとプラスの綱引きの状況を先週発表になったQE、あるいは最近の物価動向からみると、プラスの動きの方が勝っていることになる。しかし、既に様々議論されたように、そうした結論を直ちに引き出すことには非常にリスクが伴うと思う。例えば、QEの数字については確報段階で消費のデータ等を中心に下方修正のリスクも残っている。また、設備投資についても、第1四半期の動きが一時的なものというリスクもかなりある。さらには、デフレ傾向が強まってはいないインフレ率、物価の動きについても、我々が明確な説明を持ち合わせていない以上、どのように判断すべきか未だ留保を要する。従って、若干明るい材料が出つつあることは確かであるが、本年後半以降には依然として景気腰折れのリスクは残っているという我々の判断を根本的に変える必要はない局面である。

最後に三木委員から、こうした中で金利上昇の動きあるいは将来その動きが出た場合、それが懸念材料になるという指摘があった。長期金利については政策のセッションで述べるとして、短期金利について気が付いたことを申

し上げたい。2000年問題に伴い短期金利に上昇圧力がかかっている面があるとの報告があったが、これに加えて、現在のような景気判断をベースにすると、マーケットとしては年後半から景気が上がれば金利が上がるかもしれない、——足許で短期金利は直ちに上がっていくと考えている人は少ないと思うが、——という懸念を持っている人はかなりいると思う。それと2000年問題とのタイミングが一致してきているため、年末をまたぐような部分での金利上昇圧力はかなり強くなる可能性があると思う。ある意味では健全な動きではあるが、我々としては注意深く見守るべきである。

藤原副総裁

経済の現況については、足許は下げ止まっているが、民間需要の回復への動きはまだ明瞭にはみられていないという執行部の判断が至当だと思う。1～3月期のGDPは確かに高い数字であるが、ダズリングであると同時にパズリングな印象を持つ。その論拠が少なくとも私には明瞭にはならなかったし、一時的な要因によるものかもしれない。いずれにしても、今後の日本経済の姿をこの数字の延長線上に求める訳にはいかず、先行きのリスクが大きく減殺されたとは言えない。

ただ、何人かの委員方が指摘されたように、明るい材料は時間の経過とともに、明るさを増しているようにはみえる。その一つは公共投資であり、引き続き高水準を持続するとみられるし、二つ目の住宅投資は3、4月の住宅着工が持ち直し、夏場にかけてもまだある程度の回復は期待できる。三つ目に金融面では、緩和効果の浸透の下で金融機関の融資姿勢や投資家のリスクテイク姿勢も徐々に前向きになってきている。四つ目に、個人消費は1～3月のGDP統計は多少ダウトフルな面があるが、販売統計にはパソコンなど好調なものが確かに見受けられる。五つ目に、設備投資では非製造業の中小企業の持ち直しが、過去に全体の設備投資回復の先導役になってきた経験則があるだけに、成り行きが注目される。また、先行指標には下げ止まりないし持ち直しを示唆するものも幾つか散見される。六つ目に、外需環境をみると、韓国等東アジア諸国で底入れないし回復に転ずる動きがより明確になっ

てきている。七つ目として、物価面では原油や一次産品価格の上昇の動きが先行きの物価の下落テンポを緩やかにする方向に作用するかもしれない。

以上のような明暗の明の足許の動きが確かにみられるが、しかし民間需要の自律的回復に繋がる動きと捉えることはできないと思う。需要の大宗を占める消費は一進一退の状況であるし、設備投資は足許の資金需要の低迷からみて実勢は強くない。従って、これまでの財政と金融面からの下支えを外しても、民需が自律回復へと向かう状況ではない。つまり、先行きのダウンサイド・リスクは残存していると判断せざるを得ない。従来のパターンでは公共投資や輸出、住宅投資の伸び等が生産所得の増加に繋がり、消費や設備投資にも結び付く前向きの循環が働く形でエンジンがかかり、民間経済の自律回復が実現されていく——という道筋だった。しかし、今回は、金融機関や企業の抱える不良債権問題などがこうした前向きの循環を起し難くする要因として強固にわだかまっている。従って、経済の自律回復のためには不良資産の処理を始めとする構造的な問題の解決を着実に進めていく以外にはない。それが最近みられ始めた実体経済と金融の好ましい相互作用を強化していくことに繋がると思われる。

速水議長

それでは、ここで谷垣大蔵政務次官のコメントを頂きたい。

谷垣大蔵政務次官

今日は宮澤大蔵大臣に代わり出席させて頂いている。

わが国経済の現状をみると、10年度補正予算等の効果が本格化していることや、信用保証制度の拡充、金融システム安定化策の進展など、各種政策の下支え効果が現われてきており、6月10日に発表された11年1～3月期の実質GDP成長率は前期比1.9%増となっている。

また、雇用不安を払拭してわが国経済の再生に結び付けるとともに、経済の供給面の体質強化を進めるため、6月11日、産業構造転換・雇用対策本部において緊急雇用対策及び産業競争力強化対策が決定された。特に

雇用問題の対応については、失業率がこれまでの最高水準で推移するなど、最重要の緊急課題であることに鑑み、70万人を上回る規模を対象とした雇用・就業機会の増大策を実施するほか、就職支援施策の対象を10万人拡充し、再就職促進の取組をより確実なものとするなど、社会全体として雇用のセーフティネットの構築を図ることとしている。

政策委員会各委員におかれては、ご審議にあたり、政府の経済財政運営の考え方等についてご理解を賜るよう、お願い申し上げます。

(午後0時2分中断、午後0時52分再開)

山口副総裁

1～3月のGDPについて色々なコメントが既に出ているが、実力よりもかなり高い数字が出たことは明らかだと思われ、4～6月は数字が低下しても、余り驚くに値しない。ただ同時に、生産指数でみると4～6月が微増程度、7～9月は自動車の振れもあり今少し高い数字が出る見込みになりつつあるようであり、これらを全部均して考えれば、今年度前半については景気の下げ止まりないしは極くマイルドな回復という姿が描かれつつあるように思う。

問題は、こうしたプロセスの中に自律回復の材料をどれだけ見出せるかであるが、現在生じている景気の下げ止まりないし若干の改善の動きは、住宅需要の大きな増加を抜きにしては考えられないため、やはり自律回復のエビデンスがこの時点で生じているとは言い難い。その意味で、財政需要がピークアウトした後を考えると、経済活動が再度落ち込んでいくリスクを否定できないのが現状である。

ただ、現在の流れの中でも幾つか注目すべきことも起きている。一つは消費の動きであり、雇用者所得が目に見えて減少し始めている割には、消費の落ち方がそれ程大きくないように見える。実態はデータの制約もありよく分からないし、仮に実態がそうだとすると、理由は余り明瞭でない。しかし、篠塚委員が触れた金融システム不安の鎮静化や、株価の回復が続いている状況のなせる部分が大きいのではないかという気がする。仮に、こうしたこと

が事実であれば、消費性向がなにごしか上昇していることになる訳である。第二点は、中小企業の設備投資について、1~3月はペントアップ・ダイヤモンドがあったようだが、中小企業における流動性逼迫状況が変化してきたことが材料になり、投資が極めて細かい案件の寄せ集めであるにせよ、それなりに反応した事実は注目すべきだと思う。三つ目は株価の回復の影響であり、株価の回復はいつまで続くかと、不安視していたが、結局これで半年続いてきたことになる。これが、ビジネス・コンフィデンスの改善に寄与している部分はかなり大きいのではないか。現時点では恐らく企業としては、含み損の減少、あるいは含み損の解消を歓迎している以上の行動には出ていないのではないかと思われるが、こうした動きが持続した場合に、企業の行動にどのような影響が及ぶのかを注目したい。

最後に、物価の下落傾向が企業間のサービス価格を除いて特に加速していないことは、植田委員が言われたように確かにバックグラウンドがよく分からないが、需給ギャップが非常に大きい割には物価の下落圧力が時間と共に強まっていかない事実もそれなりに注目すべきである。年度後半、あるいはそれ以降のことを考えると、補正問題という政策的な動きは抜きにして、再度経済の状況が悪化するリスクが残っているが、悪化の度合については、こうした幾つかの動きがここ数か月間予想される経済の小康状態、ないし若干の改善状態の中でどのように展開していくのかにより、かなり変わっていくのではないかと思う。今後はその点を仔細に検討していくことが重要である。

先程申し上げたことは、結局はほとんどフィナンシャルなファクターであり、従って経済の予測には非常に取り込み難い要素である。ただ、これもさらに絞れば2点になるかと思う。第一は、公的資金により資本基盤が強化された金融機関が今後いかなる与信姿勢に出ていくかである。特に、中小企業向けの与信の動きにどのような変化が出てくるかが注目される。振り返ってみても、97年秋以降の極度のクレジット・クランチの中で中堅・中小企業の設備投資が極めて大きな減少を記録しており、そうしたクレジット・クランチ的な状況が着実に改善していけば、やはりある程度投資の回復を促すことが起きても不自然ではない。しかしここは、金融機関が新たな信用リスク

テイクにどのような態度を取っていくか次第ではないかと思う。フィナンシャル・ファクターの第二点は、株価の動きである。これは企業収益の改善を先取りしている部分が大いといみられている訳である。しかし、収益の改善傾向が本当に起きるのかどうかは、決してまだ着実な動きにはなっておらず、この株価の動き次第により経済の中のコンフィデンス・ファクターが大きく左右されざるを得ない。

以上要するに、やはり下期を展望する場合には、まだ相当フラジャイルな脆弱な要素が巧く回転していくことに期待を掛けざるを得ない部分が大いし、特に株価の動きについてはアメリカで生じる動きの反作用が避け難い。しかし、こうした点に注目しつつ、今後数か月間の動きを十分展望したうえでないと、下期以降のリスクの度合は、なかなか正確に測り難いのではないかと思う。

後藤委員

消費者のマインドも企業の経済先行きに対するコンフィデンスについても、各種調査ともに大体足並みを揃えてこのところ改善がみられるという指標が出ていたし、また、アジア経済の回復等の外部条件の改善もみられてきた時点で、予想外に強い1~3月のGDPが発表された。従って、それ自体が例えば株価の上昇を通じて、企業や銀行の経営、あるいは家計にもなにがしか資産効果によるプラスの影響を与える効果が期待できるのではないかと思う。ただ、この1~3月のGDPが高めに出たとしても、ここで安心して気を緩める訳にはいかない。住宅投資の増加は続く見込みであるが、消費の足取りはまだしっかりしていないし、5月以降減税の効果が出るとしても、雇用・所得環境との綱引きに本当に勝てる力が備わってきているかどうかは見極めが必要である。また、設備投資についても、昨年の資金繰り制約から解放されたpent-up・デマンドが顕在化したことに続き、本格的な回復に向かい得るかどうかは見極めを必要とする。何人かが指摘されたように、4~6月は反動減の恐れなしとしないこともある。

ただ、我々のマイクロヒアリング情報を総合すると、4~6月の生産は自動

車が大幅な減産になるため、全体を押し下げると同時に、その他の多くの業種では下げ止まりあるいは持ち直しということであり、全体としては前期比横這い圏内の生産計画になっている。生産が増加に転じるのは7~9月とみていたが、三木委員が説明されたように、4月から自動車の生産計画に上方修正の動きもあることを考えると、年度前半に大きく下振れをする心配はなくなってきたのかと思う。もとより様々な不安定要因があり、年度後半の停滞ないし、下振れのリスクがまだ残存をしている。現時点では4~6月のGDPの動きを再度確かめつつ、先行きの判断をしていく必要があると思う。その意味で、執行部の現在および将来の景況判断については違和感なく受け止めている。

武富委員

1~3月の法人季報からは、政策的な支援だけではなく、企業部門の自律的な努力による底入れ的な動きに、かすかにではあるが、火が点ったと言えそうである。すなわち、物事には両面があり、当初は景気に対してマイナスの圧力であっても、時間の経過と共にプラスの面ももたらす効果が若干出てきたということである。一昨年の後半から昨年一杯、価格下落、設備調整、雇用調整が景気に大幅なマイナスをもたらしてきたが、そのことが同時に漸くプラスの要因として経済、なかんずく企業部門に染み込み始め、現在はそこから一滴、二滴、源流の源流ともいべき前向きな水がこぼれ出している感じがある。

法人季報を製造業、非製造業、大中小と六つのマトリックスに分けて、季調を含めて極く簡単な分析をしてみると、大企業の製造業には僅かな自律的底入れの徴候らしきものがみえる。一つは、雇用調整の結果として人件費が下がってきていることである。人員数も93年をピークにして下がっており、足許は賃金の方も主としてボーナス中心だと思われるが、人件費がトータルとして下がってきている。また、90年代には、なべて設備調整をしてきているため、減価償却費も多少の振れはあるものの概ね横這い、ないし多少下がり気味であり、雇用調整、設備調整の効果が出ている。従って、この間、

固定費は横這いしないし、多少下がり気味であり、加えて企業向けサービス価格も一貫して下がっており、その限りでコスト削減要因になっている。そうみていくと、これまで景気に対してマイナスだったものがプラスに働き得るところまできている。そうした中で、1~3月の大企業、製造業の売上をみると、売上の減少が止まり、損益分岐点比率が当期は若干改善している。昨年の7~9月、10~12月、本年の1~3月にかけて損益分岐点比率はそれまでの上昇一辺倒から漸くジグザグの過程に入り、大きな流れとしては多少改善感が出てきている。大企業、製造業を起点にして製造業の中堅・中小、あるいは非製造業へいかなるプラスの流れとして今後現われてくるか期待しているところである。その中で、非製造業の中小セクターについては一時的にせよ設備投資が若干出たようであるが、残念ながら人件費はまだ上昇しており、人員数も増えている。人件費の方は、前年同期の増減の要因を分解すると、価格の方は抑えているが、恐らくパートの活用により人数が相当増えている。大企業セクターにおけるリストラの受け皿という面もあるだろうし、パートで人数を揃えている面もあると思うが、まだ中小・非製造業セクターではこれまでのマイナス要因がプラスに変わる微妙な臨界点には至っていない。従って、景気底入れと回復の従来先導役である非製造業・中小企業について、その限りでは今後どこまで強く期待できるか疑問がある。

ポイントは、やはり所得分配の流れである。村山調査統計局長が説明していたように、私も大企業・製造業では労働分配率がそろそろ上げ止まる、巧くいけば多少下がってくると思う。これは、企業にとっては、先行き自律的底入れに向かう力を貯えていく要素であるが、個人消費からみれば、それは必ずしも良いことではない。それを政府からの所得移転、つまり減税により一部相殺していき、企業部門と個人部門の間の所得分配の流れが微妙なバランスのところで保たれれば、ほのかな火が点り続けられるだろうと思う。93年の暮れに底入れした時には、労働分配率が上昇し、そのため個人部門の購買力がそれなりに残り、ペントアップ・ダイヤモンドと結び付き、量としての消費回復が景気底入れ・回復の先導役になった訳である。今回はそうした鮮明な形ではなく、企業と個人の間非常に微妙な所得分配上のバランスで推

移すと思う。従って、仮に景気が回復しても、その回復感が明瞭ではないという意味で、前回の底入れ・回復とは多少違うパターンを展望しておくべきではないか。つまり、源流の源流で水が滴り落ちているが、二つの細い水の線に分かれてしまいかねないところを減税等の効果でドッキングさせれば、1本になり先行き景気の前向きな流れになる。そうした状況が場合によってはありうると想定される局面までは現状はきているという印象である。

速水議長

それでは、金融経済情勢について追加的なご意見やご議論がありましたら、自由にご発言下さい。

中原委員

私は4~6月にGDPの反動が来て、それ以降は徐々にゼロ近傍横這いになると申し上げたが、その理由のうち一つは恐らく設備投資の反動がくるだろうということである。特に、中小企業については1~3月の上昇は一過性である。信用保証協会の融資の漸減については先程指摘したが、中小企業金融公庫が発表している中小企業の売上DIをみると、4月は-14.2、5月も-16.7と悪化している。商工組合中央金庫が発表している中小企業売上高の全産業でも4月は-6.2と前期比低下している。また、GDP統計の設備投資の中には個人企業が入っていないが、これは多分設備の10%ないし15%を占めているため、確報の段階でこれが含まれてくれば、マイナスになるだろうと予想している。純輸出も減るだろうと予想している。これはアジアへの輸出は増えるとしても、それ以上に輸入が増える可能性が非常に強いからである。対アジアでは、日本が直接投資をして輸入が増え、さらにヨーロッパ向けの輸出が減ってくると思われるため、純輸出が多分減るということである。

生産についても楽観できないのは、出荷と在庫のバランスが4月には3月比で-3.9%と悪化していることである。これをこのまま第2四半期

に当てはめると、第1四半期が+3.6%だが、第2四半期は鉱工業生産全体で-2.4%となり、必ずしも楽観できない。今一つの問題は流通在庫であり、10~12月は在庫循環図の45度線を切ったが、1~3月は元に戻ってしまっている。消費については、リストラが進むと失業率が上がり消費性向が下がると思うが、それ以上に家計調査の選択的な消費をみる必要がある。所得を五分位取り、上二分位と下二分位を合計すると、上二分位はだいたい横這っているが、下二分位は96年のピークから一気に落ちており、99年の第1四半期にはマイナスになってしまっている。選択的消費が所得の下分位で非常に難航しているということである。以上のような理由から、私は4~6月はリアクションがくる可能性が強く、7~9月、10~12月も恐らく政策効果が続く限りは持つと思うが楽観できない。いずれにしても、景気の回復は企業業績の回復から始まる。

三木委員

武富委員が言われる企業と家計の微妙なバランスを、今少し説明して頂きたい。

武富委員

93年10~12月に底入れした時には、全体の国民所得は伸び悩んだが、雇用調整は現状に比べて穏便なものに止まったこともあり、労働分配率が結果として上昇した。すなわち、個人からみれば所得の減少が企業部門に比べて相対的に少ない状況であったが、そこに減税を行なったため、可処分所得は大きな目減り感を持たずに済み、価格破壊による値段の低下効果にペントアップしていた耐久消費財需要がミートする形で三つがドッキングし、消費が数量として一定量を確保した。それを受けて、企業は生産を増加できる状況が出来て回復に繋がっていった。従って、所得面からみると前回は個人部門が割を食わなかったことが良い方向へ作用したが、今回は雇用調整がかなり本格的であるため、労働分配率が下がり、企業にはその分所得が温存され、それがある水準までくれば生産在庫活動についても、多少前向きになり得る

ような流れが始まると思われる。しかし、企業が所得を取り過ぎると個人の方の所得割り負け感が出てしまい、それを減税で相殺できない場合は消費もほどほどしか伸びず、企業部門としても売上に対し慎重な姿勢を崩せないという綱引きになると思う。その綱引き状況が以前よりは多少良い水準で生じるといふ微妙なバランスを保ちつつ、企業・個人両部門がお互い徐々に回復していく形になると考えている。今回はそういうパターンではないかと思う。

従って、売上に対する企業の需要予測と、それに対してどう生産していくかという辺りの匙加減が非常に重要だと考えている。政策的需要が売上に跳ね返ってくるものは一定量あるとして、それがなくなった後、企業間需要と個人消費をどうみるか、その需要予測を実態以上に高めに策定し過ぎないということが非常に大切である。このように景気の流れが過去我々が経験しているものに比べて分かり難いため、いつまで経っても、民間需要の自律回復はなかなか期待し難いと評価せざるを得ないような状況が暫く続くと思う。今回は政策運営においても企業経営においても、その辺の事情が先行きを読み難くしている。下期以降の民需の自律回復は定かでないという言い方しかできないのは無責任であるとの世間の声もあるが、私は実態としてそうだと思う。バランスが非常に微妙であり、どちらに転ぶかよく分からない。

三木委員

確かに微妙なバランスであり、そのまま徐々に戻っていくような感じである。

武富委員

相手の様子を見ながら徐々にせり上がっていく感じだと思う。

三木委員

企業の立場としても、過剰雇用の問題等を多少先延ばしにするとすると思う。

武富委員

経済状況が良くなってくれば、そうなる。

三木委員

過剰雇用が先送りになってしまう意味で、問題処理が多少延ばされると思う。逆に言うと、雇用か賃金かという選択において、家計の声とのバランスであるが、雇用を選択する方向になるのではないか。従って、当然のことながら賃金は落ちるが、雇用はそれ程落ちない形で先延ばしされるのではないか。

武富委員

しかし、統計上は、自然減かもしれないが、就業者数が減っている。

三木委員

逆に家計の方をみると、土日の外食産業のレストランは満員である。ゴルフ場もこれまた超満員になってきている。安いことが消費を刺激している。遊園地も同様である。新日鉄が北九州で開園している遊園地は、4月から5月の来客数が前年比15%増である。ただし、単価は下がっている。

中原委員

来客数は韓国人が多いのではないか。

三木委員

韓国はこれから出てくる。現在は台湾である。安いことが消費を刺激してきている。

武富委員

デフレには需要を誘発する価格の低下効果がある。前回の底入れ回復の時もそうであるし、今回もやはりそうだと思う。割高だった分野の価格が下が

ること自体の需要誘発効果、あるいはコスト削減効果があり、デフレが全て悪い訳ではない。悪い物の中に良い種を蒔く要素が入っていることは過不足なくみる必要がある。

山口副総裁

武富委員に質問させて頂く。企業所得と雇用所得が微妙なバランスを保ちながら回復していくのは一番望ましい姿かもしれないが、一般的にはなかなか巧くいかない。アメリカの90年代初めの回復は、最初はジョブレス・リカバリーと言われていたが、要するに労働分配率を大幅に引き下げ、企業所得の方に一旦振り子を振らすというところを潜り抜けて初めて景気回復が始まった。日本で現在リストラの掛け声の下に企業が行なおうとしていることは、意図はともかく結果としてはそういう状況になるはずであり、それに伴い予想される企業収益の改善を先取りして株価が上がっている。このプロセスが持続可能かどうか問題であり、労働所得にしわを寄せるマクロ的なマイナスの跳ね返りが余り大きく出せば、サステイナブルではなくなりシナリオは実現しないことになる。

武富委員

従って、微妙なバランスであると申し上げた。

山口副総裁

ただ、それは労働分配率を微妙な水準に保ちつつ、抜け道を探していくというプロセスではなく、労働分配率の大幅な低下は避け難いが、何かそれとバランスを取るファクターが必要である。その一つは多分株価の回復である。

武富委員

アメリカもそのとおりであり、企業の方に所得を寄せたことを背景に株が上がってきた。それが富裕層にとってみれば資産効果をもたらし、消費を促すとともに、それが企業の売上に良い形で跳ね返り、その中から雇用の増加

が生じ、労働者の所得も増えるという良い循環に入った訳である。外人投資家が現在の日本株を買うのも、そうした連想があるからかもしれない。しかし、今回は企業が本当の意味で構造調整をするためには、アメリカが行なったような労働分配率の大幅引き下げを一度行なわない限り浮揚力がつかないと思われるため、その間は政府部門からの所得移転——所得税の減税——と雇用対策的なことで凌ぐ必要がある。この雇用対策も単に従来の職場を確保するために行なうのではなく、志ある者を支援する形が必要であり、その組み合わせにより現局面を乗り切るとのことだと思ふ。公共事業のように需要をつけて、当該セクターの企業の売上が増える方が分かり易いが、本当の意味で経済が展開していくためには、所得税減税と、雇用を企業の中に温存するのではなく外へ出して何かを見付けるといった形の対策が必要である。その組み合わせにより最終需要が余り落ちないようにし、その間、企業としてもコスト削減の効果と売上の若干の増加により収益がかなりのスピードで良くなる局面へ持ち込まないとならない。

中原委員

武富委員の議論はもっともだが、本年に限っては、減税といっても所得の高い層から下は増税になってしまう訳であり、その辺の兼合いを考えなければならぬのではないかと。消費が意外に落ちなかった理由は、C P Iが低下してきたことである。例えば、これまで小売業の統計と商業販売額の指数は合わなかったが、家計調査に出てくる購入単価を使いC P Iを調整すると両方が合致するため、例えば可処分所得が横這い・微減でも、消費が減らないことがあるのかとも思う。良い値下がり悪い値下げを分けるのかどうかは知らないが、物価の良い下落であれば確かに良いのだろう。ただ、本年については減税は余り効かないと思う。

武富委員

効くかどうか定かではないし、効かないかもしれないが、少なくともマクロ的に個人の所得減少の一部を緩和する程度のものは有効かつ必要だと思

う。

速水議長

感覚的ではあるが、やはり3月決算の前に株価が上がったことは企業にとっても消費者にとっても明るさを生むのに大きく影響したと思う。特に、企業経営者は予想以上の株価上昇を非常に評価してくれている。消費についても、また感覚的だが、例えば三木委員が言われた5月の連休における外食産業やゴルフ場の盛況は、私もそのとおりだと思う。5月の連休で海外旅行に出掛けた人も非常に多かった由である。やはり冬場に比べると、空気がかなり変わっている感じがする。

また、篠塚委員が指摘されたように、ゼロ金利に慣れてしまい皆困っているが、そのことを一時程は口には出さなくなってきたことも確かである。年金生活者等が強く言うのは、ゼロ金利が困るというよりも、ここで物価を上げてくれるなということである。ここで物価が上がれば、ゼロ金利に対する批判が強くなると思う。

篠塚委員

武富委員から労働分配率の問題が指摘されていたが、大きく下がるかどうかは別として、かなり下がると思う。執行部の説明の中でも、新規求人などが前年水準まで戻しているという数字も出ている。例えば、マイナスであった新規求人が4月に対前年伸び率で3%まで持ち上がっているが、この統計にはパートが入っている。3%の内訳はパートと常用とを分けると、パートが13.7%であり、パートを除けば-0.9%となる。毎勤の常用労働者や毎勤の賃金などもパートと常用を分けてみると、人数も賃金も伸びているのはパートである。要するに、新規求人が出ているとしても、企業にとっては人件費の圧縮を意識したものになっている。従来にはみられなかった傾向であり、労働分配率としてはかなり下がる方向にあるのではないか。

三木委員

総裁と篠塚委員が言われたように、これだけ賃金が下がり、雇用に不安が残る中でなぜ企業が凌げているのかである。今後はコストを大きく下げざるを得ず、当然雇用を切ることになる。一方で所得は今回の春闘もほとんど伸び率ゼロである。業績反映の賞与も製造業がかつてない程大幅に下げることになり、その実態が7月には出てくる。このような状況にも拘わらず、大企業の傘下にある中堅企業を含めた労働組合は非常に平静である。春闘においては組合も誠に平静のままで決まっているし、受け止め方も平静である。その背景は、やはり物価が安定していることだと思う。所得が下がったとしても、物価が安定しているからやっていけるということである。日銀は物価の番人として、この点を念頭に置くべきだということを最近非常に痛感している。

中原委員

それもあるかもしれないが、日本人は1,200兆円の金融資産を保有しているために安心して面もあるのではないか。しかし、私は安心できないと思う。アメリカでは家計の資産価値は年々増えているが、日本はオイルショック時に大幅に増えて以降は一貫して下がってきており、ローンを抱えている人は本当に大変である。自分の買った家、土地は下がり、ローンの返済に追われている。消費は人間の心理にも関係するため波があるが、いずれ冷えてくることを十分に警戒する必要がある。

武富委員

物価にしても金利の問題にしても供給者と需要者とでは受止め方が違うし、資産者・債権者と負債者とでは影響が全く違うため、ここのバランスをどうとっていくかであろう。先程来の議論のように、どちらかに一時負担を寄せて、そこから回復へのばねを生み出す政策を選ぶのか、色々な配慮から微妙なバランス政策を採るのか。今回の調整では、微妙なバランスがなかなか保たれないかもしれない局面へ来ているという気がしている。仮にそうだ

として、アメリカ型の回復のためには企業は一層極端に労働分配率を下げるような大調整を行なう必要があるが、地域社会との関係等からどこまで出来るのだろうか。善し悪しは別として、中途半端になるだろうと思う。従って、結果として非常に微妙なバランスになってしまうはずである。その意味では、政策運営も企業経営もその分だけ難しくなる。

中原委員

企業経営者の立場から考えれば仕方がない。

武富委員

生き残るためには仕方がない部分もあるかもしれないが、効率良く回復への手順を踏むにはいかなる手順が良いのかを検討するのは重要である。

三木委員

武富委員が指摘されるように非常に中途半端な形があり得る。残念ながら、あれ程声を大にして過剰設備と言ったにもかかわらず、まだ何一つ手が付いていない状況である。

武富委員

方向性は統計に出ている。

三木委員

下振れリスクを持ちながら中途半端な状況が長引くと思う。

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

次に、当面の金融政策方針についてご意見を承りたい。三木委員から願います。

三木委員

金融調節方針については、現状維持ということで考えたい。デフレ懸念払拭を展望し得るような情勢になるまでは、現在の思い切った緩和スタンスを維持するというスタンスを動かさないことが重要である。現在のゼロ近傍の金利政策は企業金融面での若干ネガティブな影響や、副作用的な懸念が残ってはいるが、短期金融市場における過度の信用リスク、流動性リスクに対する警戒感の払拭に大きく役立ったし、株式・債券市場の落ち着きにも寄与している。トータルとしては政策効果が大きかったと評価すべきである。民需の自律的回復へのプロセスに至る確たる兆しがみえない、その蓋然性が高くないという村山調査統計局長の説明を念頭に置きつつ、一方では明の部分が徐々に出てきているという議論を踏まえ、経済の基盤回復を図っていくことが非常に重要であり、当面は現在の金融政策を維持していくことに尽きると思う。

中原委員

考えなければならないのは、日本を取り巻く国際情勢がかなり変わってきていることである。欧州については、ユーロが非常に売られてきていることである。日本の企業や生保はヘッジをしていないため、1月以来ユーロを売っている。アジア中銀もドル売りユーロ買いを行なっていたが、1ユーロ1.05ドル程度の時点から止めている。何れにしても、現在は1ユーロ1.0ドルを試しに行く局面であり、ユーロが非常に不安定になっている。一番問題なのはアメリカであり、先程ヘッジファンドの状況に触れたが、第1四半期のインフレギャップが4%と推定される中で、この数週間どうも金融市場の動きが不安定である。特に債券マーケットにおいて、ノン・トレジャリービルにはリクイデティがかなり足りなくなっている面がある。Tボンドに対するスプレッド、ないしリスク・プレミアムが非常に増えてきている。社債やモーゲージバック・オブリゲーション、指標物でないトレジャリーが段々と増えてきており、何となく2年前の再燃が起きるのではないかという雰囲気が出ている。そうした中で日本のGDPの発表があり、大幅なプラスに

なった。

従って、日本が考えなければならないことは二つある。一つは、やはり円高の方向をくい止めておかなければならないことである。現段階で円高になることは、日本経済の自律的回復を目指すうえで非常に具合が悪い。特に、大手企業は115円程度で組んでいるため、115円で予約を取ろうとすれば、大雑把に5円幅上をみて120円程度を考えなければならない訳であり、その意味で非常に厳しい局面にきている。今一つは、日本の長期金利が上がるのが最悪である。本年1月に日本の長期金利が上昇したためにアメリカの長期金利の上昇を誘発したが、今回はアメリカではボンドが売られ、国債の金利が6.14%に上昇したことに伴い、ダウも下がった形でトリプル安になってきた。従って、日本発のショック要因、日本発の株安が恐れられている訳である。1~3月のGDPは良かったが、これも何期か見てみないと分からないため、依然として金融のより一層の緩和が必要だと思っている。

篠塚委員

私は前回ゼロ金利直前の2月12日以前のディレクティブに戻すという案を提案したが、今回も再度提案したい。その理由は、第一に金利がプライスマカニズムを発揮出来るような正常な環境に復する必要があると考えること、第二に今後の金融政策の余地を確保することが適当であると考えているからである。

市場参加者の間には本行のゼロ金利政策が暫くの間継続されるという過度に安心をした見方がかなり浸透しているため、政策変更は市場参加者に大きなショックを与えると懸念する向きもある。しかし、実体経済が下げ止まっているという認識が広まりつつある現時点こそ、政策変更のチャンスではないかと思う。確かに、市場参加者に対してある程度のショックを与える可能性もあるが、これを過度に恐れてゼロ金利政策を引き延ばすことは、結果として潜在的なショックをより大きくし、今後の政策変更を一段と困難にするのではないか。2月12日以前の政策運営に戻すとしても、依然として超低金利であることには変わらない。その枠組みの中で、一段と肌理細かい

政策を運営していくことが必要なのではないか。

植田委員

結論的には現状維持である。理由としては、まだ、デフレ懸念が払拭された状況にはなっていないからである。若干明るい動きがなくもない訳であるが、金融緩和を放置してインフレになるリスクと、一方で緩和スタンスを弱めて景気回復の芽を摘んでしまうリスクとを比較すれば、後者の方が現時点では圧倒的に大きい。一言付け加えると、長期金利の上昇、あるいは介入で打ち消されてはいるが円高方向への動きがでてきており、その影響が懸念される状況にある。これはゼロ金利維持に対する疑念がある程度出ていることにも理由があるように思われ、ここで当面は現行スタンスを継続するという意思を明らかにすることが必要である。今日の会合は、早目に議論を終えることがかなりの抑止効果、あるいは市場の悪い動きを摘む方向で好影響をもたらすと思う。現状維持に賛成である。

藤原副総裁

私も現状維持で臨みたい。最近の物価関連の動向を踏まえ、デフレ懸念の払拭が展望できる情勢かどうかを、具体的にいかなる基準で判断するかが、今後の政策運営のポイントになってくる。しかし、現在の日本経済は様々な構造要因を抱えており、そうした要因が循環的要因や海外要因など様々な要素と複雑に絡み合い、いわゆるデフレ懸念に結びついている状況である。従って、デフレ懸念の払拭が展望できる状況を何か特定の指標から判断するのはなかなか難しい訳であり、物価も含めた経済諸指標の中である指標がこうなったからこうだと、定理のような形で示せるようなものではない。抽象的になるが、やはり先行きの経済見通し、金融環境、その他物価を巡る様々なファクター、諸リスクを勘案して総合的に判断していく以外に仕方がないのではないか。定量的な判断の余地はなく、やはり定性的にみていくしかない。従って、現下の状況では引続き潤沢な資金供給に努めていくのが唯一の方法ではないか。同じようなことを毎回決めているようではあるが、この同

じことが「継続は力なり」の効果を発揮するのではないかと思う。

山口副総裁

現状維持で臨みたい。経済については、先程申し上げたような判断をしているが、経済活動総体として下げ止まったとしても、自律回復の展望がまだ得られていない状況であるし、物価は下落幅が大きくなっている訳ではないが下落基調にあることも事実である。長期金利、為替等のマーケット環境も不安定な状態であるし、株価についてもリストラ効果への期待と低金利持続という前提で現在のような状態が生じていると思う。現在みられる経済あるいはマーケットの小康状態ないし若干の改善は、目下のところはかなりフラジャイルな状態の下で生じている。従って、ここはデフレ懸念が払拭されるまでの間は現在の政策を継続するというコミットメントを改めて確認し、市場に明確なメッセージを送ることが重要である。

後藤委員

私も現状の大幅な金融緩和を継続することが結論である。確かに、1～3月のQEは良かったが、これ一つで先行きを判断する訳にはいかないし、民需の自律的な回復がまだみえてこない状態である。かつて早すぎる政策変更により回復の芽を摘んだという苦い経験もあり、我々はその轍を踏まないよう注意していく必要がある。今般のQE発表の状況を見ると、マーケットはかなりナーバスになっている。特に最近は、国債等の保有者にはやや高所恐怖症的なところもあり、その心理の底には現行の金融政策は相当ドラステックな強いものであるため、そう長期には続けられないだろうという読みがあるのではないか。それ故にこそ、我々は現状の強い金融緩和を継続することを強く印象づけていく必要がある。執行部からも説明があったように、QE発表後は色々変わった動きが出ていたが、それ以前の動きをみると、ゼロ金利政策の効果浸透が続いており、効果がまだ出尽くしていない状態であった。ターム物金利が一段と低下し、TBレートも1年物まで金利がフラットになってしまい、国債と民間債との流通利回りのスプレッドも縮小す

るような状況であり、金融政策の効果が循環しながら浸透を続けていた。この強い力をデフレ懸念が払拭されるまでは維持していくべきであり、金融政策は今回のQEに伴うあり得べき色々な影響が金融面にマイナスを及ぼすのを抑えていくことが必要ではないか。

現在の局面では、吸収オペは容易であるが供給オペは札割れを生じるような事例が出ている。今後は季節的に供給オペが必要になる場面が増えてくると思うが、オペ手段の選択や、期間設定に色々工夫を凝らして札割れを極力回避し、所期の目標である日々の金融調節を十全に達成して頂きたい。同時に、そうした工夫を凝らしてもなおかつ札割れが出る恐れがあるとしても、それを恐れずに金融調節の方針は方針として打ち出していくべきではないかと思う。その方が資金需給の実態を国民一般に知って頂く上でも良いのではないかと思われるので合せて申し上げておく。

武富委員

折角点った灯火らしきものを消さないために、現在の超金融緩和政策により風除けをしていくべきである。二、三付言すれば、一つは長期金利が今後万が一強く上がるような場合に、当然世間から出てくるであろう議論に対して予め言っておきたい。中原委員がアメリカのISバランスを指摘された際、日本のISバランスでは貯蓄が如何に超過であるかと言われた。財政赤字は貯蓄性資金で賄うべきものであるが、これは投資家の仕事である。中央銀行は決して投資家ではなく、たまたま国債等のインストゥルメントを扱っているが、これは流動性を調節する手段として使っている訳である。万が一にも世の中にそうした基本的な点で錯覚がないように十二分にご理解を賜っておく必要がある。貯蓄超過をどうするのかについて、世の中も真面目に議論して頂きたい。

また、世の中には、かねてから私が申し上げている物価が下がるということの意味を、もっと深く多面的に考えて欲しい。これは以前からの私の持論である。総裁が指摘されたゼロ金利の上にインフレを起こされたらかなわないという生活者の意識は、まさに生活破綻になるという誠にもっともな感覚

であり、ゼロ金利の上にインフレにするという組み合わせは、消費を刺激する上で必ずしも望ましくない。これも、ある時期にどちらに負担やメリットを寄せるかという議論と似たところがあるが、低金利の上に物価上昇が先行してしまうと、恐らく消費は大幅に落ちると思われるため、物価に対する考え方を明確に整理しておく必要がある。

速水議長

それでは私の見解を申し述べさせていただきます。

結論から申し上げますと、当面の金融政策運営については、現状維持を支持したい。足許の景気は、執行部の報告や皆様のご指摘にあったように、下げ止まっているとみている。前回の会合で、企業の在庫調整が進捗し、公共投資や住宅投資の増加が生産の増加に結びつく状況になっていると申し上げたが、今月は悪化一辺倒だった設備投資や雇用・所得環境の動きにも変化の兆しがみられる。また、輸出環境はまだ安心は出来ないが、米国経済の堅調持続やアジア経済の持ち直しから好転してきている。

金融面ではゼロ金利政策の効果が各市場に一段と浸透している。株価も底固く推移している。長期金利は先週末のGDP統計を受けて上昇しているが、水準は本年の初めの頃に比べてまだ相当低いところにある。これまでのところは、5月まで大きく低下した後の巻き戻しの面が強いのではないかと思う。このように金融情勢は全体として改善された状態にある。金融機関の融資姿勢あるいは投資家のリスクテイクの姿勢も徐々に前向きになってきつつあり、企業金融を巡る環境は着実に整いつつある。金融と実体経済の間の好循環が動き出そうとしていると言えるのではないか。

1~3月の成長率が高い伸びになったことについては、今後の動きも含めてある程度均してみていくべきだと思うが、これまで述べたようなプラス材料を反映した面もあるものと考えられる。しかし、なお慎重にみていくべきポイントも少なくない。まず、企業収益や雇用所得環境は悪化が止まりつつあるものの、引き続き厳しい情勢にある。失業率は過去のピークの水準にあるし、今後企業のリストラが本格化するのに伴い情勢は一段と悪化する可能

性がある。夏のボーナス支給がどうなるかも目先の一つの懸念材料である。また、米国経済や株価の持続性には不安があり、やはり大きなリスク・ファクターとして捉えておく必要があるのではないか。これらを踏まえると、本年度後半以降、財政面からの下支え効果が減衰してきた際に、民間需要の拡大にうまくスイッチするかどうか、そのために最近みえ始めた明るい動きが大きくなねりになるかどうか、その辺を今少し注意深く見守るべき段階にある。物価はCPI前年比がほぼゼロ近傍で推移しているし、WPIも前月比でプラスに転じるなど、急速に下落するような状態ではない。原油価格の上昇など国際商品市況の持ち直しについては、こうした物価指数の動きを支えている面があるが、反面で企業や家計の所得を圧迫し、その支出活動に対する制約要因としても働いている。これに景気の先行き展望を合わせて考えると、いずれ何かを契機にして需給ギャップがさらに拡大し、この面から物価の下落テンポが再び速まるリスクは引き続き念頭においておく必要がある。従って、デフレ懸念の払拭が展望できるようになるまで、現在の緩和スタンスを維持するという考え方に照らすと、当面の金融政策運営は現状維持ということになると思う。

毎回申し上げていることだが、デフレ懸念が払拭できないのであれば、物価安定という日本銀行の理念に照らして、金融をさらに緩和すべきという議論もある。しかし、ここで強調しておきたいことは、ゼロ金利政策の効果は既に出尽くしたのではなく、なお、各方面に浸透し続けていることである。現在は、金融と実体経済との好循環を促すべく、これまでの政策を粘り強く続けることが重要な金融政策であると考えている。そうした中であって、政府が先週取りまとめた雇用対策や産業競争力強化策は、わが国経済の構造調整を促進し、その過程で生ずる痛みを和らげるための方策ではないかと思う。出来るものから早期に具体化され、実行されることを期待して止まない。

このような追加景気対策に関する議論の中では、日本銀行に対して長期金利の上昇を防ぐための国債買いオペの増額などの要望が引き続き聞かれている。私としてはそうした展開も予想しながらゼロ金利政策についての考え方、すなわち金融政策面で出来ることは全て行なっていること、それをデフ

レ懸念の払拭が展望できる情勢になるまでは続ける積りであること、しかし財政の規律を失わせて将来に禍根を残すような政策を採る積りは全くないこと、構造改革の進展が大切であること、この四点について対外的に粘り強く説明していくことが重要だと思っている。

また、金融面では今後の中期的な課題のうちでも、最も優先度の高い問題として、今後増えていく各種国債を中核商品にした国際金融やグローバルマーケットの拡大、そのために国債の市場性・流動性を高めていくことを急ぐ必要がある。武富委員も指摘されたとおり、貯蓄超過を吸収していく市場の育成と、流動性を高めるための各種政策を積極的に打っていく必要がある。12月のマネーフローの数字を見ると、1,253兆円の個人金融資産のうち国債は僅かに5兆円に過ぎない。やはり、これまでの銀行に預けておけば絶対大丈夫という認識がこうした事態をもたらしているのではないかと思う。定期預金金利は1年物で平均0.14%になっている。国債がリスク・フリーの金融資産であることを国民にも海外にも大いにPRしていくべきある。各種国債の品揃えと同時に、有価証券取引税など色々なバリアの除去も含めて国債の市場拡大、流動性を高めていくために必要な対策を打っていくことが重要ではないか。私の意見は以上である。

これまでの討議を踏まえ金融政策運営について、追加的なご意見、ご議論があれば発言して下さい。

それでは、政府から出席の河出経済企画庁調整局長にもし発言があるようであれば、ここでお願いしたい。

河出経済企画庁調整局長

わが国の経済の動向については、各種の政策効果に下支えされて下げ止まり、概ね横這いで推移しているというのが政府の判断である。GDP統計で1~3月期は前期比+1.9%となり、この結果、10年度の実質経済成長率は政府経済見通しを策定した時の実績見込みでは-2.2%であったが、これが-2.0%となった。ただ、11年度経済については、まさにこれからが非常に重要な時期であり、4~6月期の動向など今後の経済情勢を一層注視してい

く必要があると認識している。

雇用情勢は非常に厳しさを増しているし、またわが国経済を自律的な成長軌道に乗せていくためには、経済の供給面における体質強化を進めていくことが極めて重要な課題になっている。このため、11日に雇用対策および産業競争力強化対策を取り纏めたところである。日本銀行におかれても、自律的な経済回復が明らかになるまで適切な金融調節の手法により潤沢な資金供給を行ない、引き続き日本経済の回復に貢献する金融政策を行なって頂きたいと考えている。

速水議長

議案を取り纏める前に、さらにご議論があればどうぞ。

それでは、議案の取り纏めに移りたい。先程の委員のご意見を承ると、当面の金融調節方針については現状維持とされる方が大勢であったと思う。そこで私からは現状維持とする議案を提出したいと考えているが、異なるご意見がお二方から出ている。事務局は、中原委員と篠塚委員に議案の確認をしたうえ、私の議案と共に配付して下さい。

[事務局より議案を配付]

雨宮企画室企画第1課長

まず、篠塚委員案を読み上げる。「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すること。対外公表文は別途決定する。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」

次いで中原委員案である。「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すること。対外公表文は別途決定する。記。中期的目標としてCPI（除く生鮮）の前

年比が1%程度となること（注1）を企図して、超過準備額を今積み期間（6月16日～7月15日）について前積み期間対比で平残ベース5,000億円程度増額し、その後も継続的に超過準備額を増加させることにより、本年第4四半期（10～12月）のマネタリーベースの前年比（注2）が10%程度に上昇するよう量的緩和（マネタリーベースの拡大）を図る。なお、無担保コールレート（オーバーナイト物）が大幅に上昇する等金融市場が不安定化した場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、一層の量的拡大を図る。（注1）2000年10～12月平均の対前年同期比：0.5～2.0%。（注2）四半期平均対前年同期比。以上。」。

最後に議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。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。より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。その際、短期金融市場に混乱の生じないように、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初（注）0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。（注）「当初」とは2月12日金融政策決定会合時点。以上。」。別添の公表文を読み上げる。「別添。平成11年6月14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、当面の金融政策運営について現状維持とすることを決定した（全員一致or賛成多数）。すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下の通りである。より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。その際、短期金融市場に混乱の生じないように、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初（注）0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。（注）「当初」とは2月12日金融政策決定会合時点。以上。」である。

速水議長

篠塚委員、中原委員から議案の説明をお願いする。

篠塚委員

私は1~3月期の強めのQEが出たが故にゼロ金利解除という判断を新たにしたということではない。前回会合で既にゼロ金利の長期化に伴う弊害について問題を提起し、変更すべきであるという案を出した訳であるが、今回、私にはゼロ金利が長期化する弊害がより明確に認識されたため、再度この議案を提出する。

提案理由は、第一にゼロ金利が長期化すれば金利のプライス・メカニズムが発揮し得なくなり、金融緩和感の浸透にも行き過ぎが出始めるなど、副作用が出始めていることである。そうした懸念の現実化が本行オペの札割れ現象であると思う。後藤委員から札割れ等が起きたとしても恐れず色々工夫しながらやるべきであるとの発言があったが、私はこうしたことを何度も繰り返していくと、オペの対象を徐々に長めの物に移していかざるを得ないし、結局は国債の買切りオペにならざるを得ないのではないかと危惧している。その他にも、ゼロ金利の下で資金運用部の買現先が札割れを起こしたことや、海外中銀等のFB取引が縮小したことなど幾つかの懸念材料が窺われる。

二番目は、以前から繰り返して言っていることであるが、長期にわたる低金利が所得分配上の歪みをもたらしていることである。

三番目は、ゼロ金利を引き延ばすと、政策変更に伴う潜在的なショックをより大きくするのではないかと思われることである。市場でもゼロ金利政策は解除かといった見方も出始めている訳であり、景気が下げ止まっているこの時期こそ変更のチャンスではないかと思われる。ゼロ金利を長期化することにより、産業構造改革がますます先送りされるというマイナスの面もある。

四番目は、今後の金融運営政策が引き締めにも緩和にも動ける余地を確保しておきたいということである。

中原委員

提案理由の第一は、下期に経済の見通しが立たないことである。経済成長はゼロ近傍と申し上げたが、政府の政策の支えがない限り、失速の恐れすら

ある。確かに、株価は一頃に比べてかなり高い水準になっているし、GDPは1~3月に+1.9%の伸びを示したが、これらは何れも公共投資や住宅投資あるいは信用保証協会の特別保証枠の拡大等のいわゆる政策効果を背景としたものである。そうした中で、政策効果が剥落するとみられる下期以降に経済が自律的に回復するという目処は立っていないし、企業のリストラが本格化して失業率もいずれ5%になると思われる。また、構造改革はこれから本番であり、下期の経済の落ち込みが顕現化する前に量的緩和に踏み切るべきである。何れにしても過剰雇用・過剰債務、特に過剰な国債残高という状況は依然変わっていないため、一層の量的緩和により構造改善の苦痛を和らげると共にリスクマネーが流れやすいようにしたい。

第二の理由は、マネタリーベースが減る傾向が出てきたことである。1月の3.6%をボトムに5月は6.8%、6月についてはこれまでの平均が6.1%と、6月に入ってから鈍化の傾向がある。超過準備については、積み期間でみると3月16日~4月15日の3,500億円がピークになっており、4月16日~5月15日は3,177億円、5月16日~6月9日までは2,812億円と明らかに減少傾向となっている。日銀の金融緩和のスタンスは少なくとも量的には後退したと言える。その結果、色々な弊害が出てくると思うし、やはりゼロ金利政策の壁が出てきたと考えられる。GDPショックにより色々影響を受けた分があるが、普通預金金利が変わらない限り一応の効果は出尽くした。金先は上がる、5年物より長めは上がってくるといったことであるし、特に札割れが起きると量的緩和に対して大変な障害になる。ここで思い切って量的な緩和に踏み切るべきである。

三番目の理由は、今回の金融緩和で最も効いたのは為替と資産価格であると考えているが、為替については日米のマネタリーベースの増加の相対的な大きさが大変に響いている。恐らく現在ではアメリカの方がかなり高いため、それも一つの理由になって円高の傾向がある。従って、量的緩和に伴って出てきた好ましい傾向を出来るだけ長続きさせるためには、一層の量的緩和が必要である。

レートが0.03%に張付き、自由度が失われてきており、自由度を高める

ためにも考える必要がある。本当に日本の政府がこの景気回復に自信を持っているのであれば、勿論円高に介入する必要は全くない訳である。長期金利もさらに上がるであろうし、やはり量的緩和の必要性が一層強くなると思う。

次に、提案の内容をまとめて説明する。ゼロ・ターゲティングにした理由は、日銀法の中にある物価の安定ということの意味を明らかにさせることである。第二に中期的にはルールを設け、少なくとも内部的には目標を持つべきであると考えた。そうでないと、外部から目標を与えられる危険性が非常に大きいのではないかと考えている。第三番目として、量的ターゲティングを行えばこれは中期的な歯止めになるため、量的緩和はそこまでであると明らかになる。10%の伸びとしたのは何回もご説明申し上げているが、1~3月、4~6月辺りのテイラー・ルールによるマネタリー・ベースの増加率を計算すると、長期の均衡実質金利が2%、インフレ率の目標は1%、足許のデフレギャップ9.5%をベースにすれば、大体10%近い数字が出てくる。毎月5,000億円というのは大体の数字であり、銀行券の伸びが増大した場合には減らし、逆の場合には増加させる。その都度、弾力的に変える性格のものである。なお、今朝50億ドルの為替介入をしたと市況ボードが報じていた。まだ執行部から報告を受けていないが、50億ドル介入して不胎化しなければ1か月分の5,000億円が増えたことになるため、今回は見送って頂いても結構である。第三に、この10%というのも色々な推計の仕方がある訳であり、ある程度の幅で考えて頂ければ結構である。その点、依然として適用先と非適用先の超過準備は、1対1.5であり、非適用先の超過準備をいかに考えるべきか、含めるべきかどうかについては、今少し考えてから提案したい。

最後に、ダイレクティブに今度ははっきりと「なお書き」をつけ、何らかの事情でマーケットが不安定になり、金利が大幅に急上昇する等の事態が発生した場合には、量的な拡大を図り対応していくことを記した。従って、この10%は決して硬直的な目標ではなく、エマージェンシーに対しては十分に対応できる。

速水議長

質問、あるいは意見があればどうぞ。

植田委員

若干のコメントをしたい。まず、篠塚委員からオペの未達の問題が何回か指摘されたが、起きている現象は短期金利をほぼゼロに維持するために必要なオペの量が低下してきたということであり、金利を政策の取り敢えずのターゲットにしている現行スタンスからみると、むしろ政策が巧くいっている結果であると解釈すべきではないかと思う。ただ、言われることの延長線上で正しいのは、量を無理にでも増やそうとすれば、短期金融市場でのオペにより、それを達成するのが以前よりも比較的難しくなるということだと思う。

次に、量的緩和について、これは中原委員へのコメントという面もあるし、世間でそうしたことを言っている人に対するコメントという面もあるが、若干の誤解があるように思う。量を増やすとしても、かなりの部分は金利を通じて経済に影響を及ぼすということが普通の理解である。その意味で、量的緩和が長期的に金融緩和のスタンスをコミットする政策であるとすれば、既に金利をほぼゼロにしたこと、および今後も金利をそう簡単には上げないというコミットメントを出していることで、我々の政策は既にほぼ同じような効果を発揮している。これ以上に、量的緩和に何らかのプラス効果があるとするれば、金利を通じるメカニズムではなく、量を出すことが直接経済にプラスの影響を及ぼすということである。これを全否定するつもりはないが、どこにどのような効果があるのかを明確に証拠を付けて提供するのは、そう簡単ではない。そうした中でよくある議論は、量を増やすことがインフレ期待を生み出し、従って、名目金利の低下余地が限られていてもインフレ分を引いた実質金利は下がっていくというケースかと思う。ここに誤解がある。そうしたルートを通じて量的緩和が効くのであれば、インフレ期待が生まれる訳であり、インフレ期待が生まれる結果として特に長期の名目金利は上昇するとみるべきではないか。世間で量的緩和論を期待している人達はこの点を

無視して、あるいは気がつかずに長期金利が下がる効果を期待しているように思われる。これは正しくない。むしろ、そうした議論をする人達が期待している効果をより明確に言うならば、持続的な量的緩和ではなく、一回限りの量の増加、あるいはその裏にある長期国債の買いオペの増額が場合によっては長期金利を下げる、あるいは上昇をチェックする効果を持つことへの期待ではないかと思う。その意味で、通常の学者等が主張する量的緩和論とは別の話であり、世間で両者が混同されて議論されている点は問題である。

再度繰り返すが、量が経済に直接影響を及ぼす効果をアприオリに否定するものではない。ただ、その一つのルートである銀行部門にエクセス・リザーブを積んでおくことが、何かプラスの効果を産み出していくという点については否定的であり、それはここまでの経緯で明らかであると思う。他のルートもまだあるが、明らかではないことと、現状さらに大幅な金融緩和が可能だとしても、それを必要としている状況かどうかという点には疑問が残る。従って、こちらへ進めと言われれば、私は現状では必要ないと答える。

速水議長

ほかに意見等があるか。

それでは、議論が出尽くしたようであり、採決に移りたい。篠塚委員案、中原委員案、議長案の順で採決していきたい。異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、異議がないようなので、採決する。

「政府からの出席者退室」

[篠塚委員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：篠塚委員

反対：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

中原委員

植田委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

報告する。篠塚委員案の採決の結果は、賛成 1、反対 8 であった。

[中原委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：中原委員

反対：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

報告する。中原委員案、採決の結果は、賛成1、反対8であった。

[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：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

植田委員

反対：中原委員

篠塚委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

報告する。議長案の採決の結果は、賛成7、反対2であった。反対は中原委員と篠塚委員であった。

速水議長

反対理由を表明して下さい。

篠塚委員

先程自分の議案の提案理由を申し上げたことで言い尽くしている。

中原委員

反対理由は、一つは実体経済が先行きまだ不安定である。下方へのモメンタムがついてから追い込まれたような格好での政策発動は得策ではないことである。下期以降の見通しは非常に不透明であり、特に金融政策の効果発現までのラグがあるため、現状維持では不十分である。今一つは、ゼロ金利政策は限界にきたと理解しており、一段の景気悪化、あるいは不測の事態等に備えるために量的な緩和を図り、フレキシブルに対応すべきである。

[政府からの出席者入室]

速水議長

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、賛成多数で現状維持が決定された。黒田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。なお、決定事項の公表は会合終了後 30 分後に行なうので、それまでの間は厳に出席者限りということでお願ひする。

VI. 金融経済月報の検討

速水議長

それでは、金融経済月報の検討に入りたい。金融経済月報のうち、最初の 3 ページが本委員会での正式な決定事項になる。本日のこれまでの議論を踏まえて、検討をお願いする。

まず、調査統計局吉田課長と企画室雨宮課長からポイントを説明してもらう。

吉田調査統計局経済調査課長

実体経済部分のポイントを説明する。総論については、「足許の景気は、下げ止まっているが、回復へのはっきりとした動きはみられていない。」と、

先月の表現を踏襲している。続いて各論では設備投資、純輸出関連、物価の部分を手直ししている。まず設備投資では、先月までは「減少基調が続いている。」と表現していたが、今月は1~3月のGDP等で足許の設備投資の持ち直しが確認されたことを受けて、「更年後やや持ち直したが、基調としては引き続き減少傾向を辿っている。」と表現している。続いて純輸出は、従来は「横這い圏内の推移」としていたが、足許パソコン販売等の増加を受けて、アジアからの輸入が増えていることを踏まえ、「輸入の増加を主因に、足許はやや減少している。」と表現している。企業金融については、金融パートの方で同じような企業金融の記述が重複してあるため、今回から金融部分に纏めて記述していきたいと考えている。

続いて先行きであるが、結論としては、「民間需要の速やかな自律的回復は依然として期待しにくい状況にある。」と、前月と同じにしてある。ただ、純輸出については先程「足許やや減少している。」と言ったが、一部委員からも指摘があったように、アジアをはじめとする海外景気の持ち直しが輸出を通じていずれ生産面にプラス効果をもたらすであろうというマイクロ情報等もあるため、今月はそのような表現を追加している。

最後に物価は、足許の動きと先行きについて若干書き方を変えている。まず、足許については、従来は卸売物価等が下落ないし軟調のものが多かったため、そうした書き振りにしていたが、今月は5月の卸売物価が前月比プラス0.1%となったことを受けて、「石油製品等一部市況関連商品が上昇に転じていることから、足許下落テンポは鈍化している」という書き振りにしている。先行きについても、景気が小康状態を続ける限りにおいて、物価がそう下がることはないと考えられるため、足許の動きと中期的な動きを若干書き分けている。すなわち、「軟調に推移している物価が、輸入物価の上昇の影響などから、一時的に横這い圏内で推移する可能性もある。しかし、景気の下げ止まりが続くもとでも、需給ギャップの明確な縮小は当面見込み難く、賃金の軟化が続いていることなども考慮すると、物価に対する潜在的な低下圧力は、引き続き残存するものと考えられる。」としている。

雨宮企画室企画第1課長

金融部分の基本的見解である。最初のパラグラフがゼロ金利の浸透状況である。表現はほとんど前月と同じであるが、前月は「一段と低下している。」と、ゼロ金利の浸透が現在形で続いているように記述していたが、先週末のGDP統計公表後、ターム物にも多少動きがあり、しかし、この1、2日間のターム物レートをここで書き込むのも尚早なため、「一段と低下した。」という過去形にして取り敢えず処理させて頂きたい。今月の特徴として、クレジットリスクについて国債と民間債の流通利回りのスプレッドに言及する形で入れている。この点を入れたことと呼応して、最後のパラグラフは、前月までは民間銀行の融資態度がどう変化するかという専ら金融機関の融資態度に限定した書き方であったが、今回は「投資家のリスクテイク姿勢や民間銀行の融資態度」と、マーケット全体の金融仲介活動がどうなるかという、より広い書き方にした。市況の書き方については、長期国債の流通利回りは1.6%前後と当初書いたが、ここも先週末1.7%まで上昇したことを受けて、ごく簡単な計数上の修正を行なっている。その下の株価についても、足許では1万7000円台に上昇したと客観的事実を書いている。金融の量的側面に関する記述部分は前月と順番を逆転させている。前月は企業の資金需要は一段と低調であるというパラグラフがあり、後段で一方、民間銀行は前向きに変わりつつあるという順番であったが、足許の貸出等あるいは量的指標の伸び悩みを踏まえて、民間銀行は少し前向きに変わりつつある、ただし資金需要が一段と低調な状態になっている、という形でむしろ量的な回復力の弱さを滲み出すような順番にした。最後の部分は、「企業金融を巡る逼迫感は和らいできている」の前に「一頃に比べ」と入れた。これは実体経済の部分との重複があったため、ここで一つに纏めるべく、もともと実体経済の部分で書いてあった文章を引用したものである。

三木委員

上から2行目に「更年期」とあるが、こうした言葉を日銀は使うのか。

速水議長

「年初来」ではないか。

山口副総裁

我々は長い間この言葉を使っている。

篠塚委員

普通は使わない。日銀用語であろう。

三木委員

年度が変わった時はどうするのか。

吉田調査統計局経済調査課長

強いて申し上げれば、「更年度後」である。

雨宮企画室企画第1課長

年度後は「新年度入り後」と表現する。

速水議長

年初来では不適當なのか。

吉田調査統計局経済調査課長

年明け以降か。

中原委員

しかし、簡単に変えてしまうのもいかがか。日銀の權威がなくなる。

山口副総裁

これは1～3月に限った記述であり、「以降」が表わす継続したものでは

ない。従って、年初が良いのではないか。

篠塚委員

私は年初が良い。

中原委員

私はどちらでも良い。

三木委員

年明け後が良い。

速水議長

年明け後にするか。

吉田調査統計局経済調査課長

それでは、修正箇所について再度読み上げさせて頂く。「更年後やや持ち直したが」という部分を「年明け後やや持ち直したが」に修正させて頂く。

中原委員

タム物だけ足許の数字を書いていないのはどういうことか。他はいずれも足許について書いてある。

雨宮企画室企画第1課長

これも従来からの繋がりだが、レートが書いてある部分とない部分がある。タム物全体についてはゼロ金利浸透の状況を記述している。次のパラグラフでは株価と長期金利の水準を記述しており、一応表記の仕方を変えている。

中原委員

先程の説明では、足許だから入っていないということだったが、株価と長

期金利は足許だから入れた、ということか。

雨宮企画室企画第1課長

ファーストパラグラフでは足許の変化を書くのではなく、この1か月間のゼロ金利の浸透状況を定性的に書いている。足許のターム物の状況を入れるのは時機尚早であるため、過去形にさせて頂きたいということである。

速水議長

それでは、採決に入る。事務局は基本的見解を持ち回って下さい。

[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：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

報告する。基本的見解を採決の結果は賛成9、全員一致であった。

速水議長

ただ今決裁頂いた基本的見解に沿って、後段の背景説明部分は必要があれば執行部で修文させて頂きたい。本件の対外公表は6月16日水曜日の午前8時50分に行なう。

Ⅶ. 閉会

速水議長

以上で本日の議事はすべて終了した。次回の金融政策決定会合は6月28日月曜日に予定している。

(午後3時4分閉会)

以 上