

# 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1999年7月16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）（注）

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）

（注）速水議長は国会出席のため、9:42～10:54の間、会議を欠席した。この間、藤原副総裁が、日本銀行法第16条第5項の規定に基づき、議長の職務を代理した。

政府からの出席者：

大蔵省 原口恒和 大臣官房総務審議官  
(9:00～16:22)

経済企画庁 小峰隆夫 物価局長 (9:00～16:22)

（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
企画室調査役	栗原達司
企画室調査役	山岡浩巳

## I. 開会

速水議長

ただ今から金融政策決定会合を開催する。

(午前9時開会)

本日は通常どおり最初に前々回会合の議事要旨の承認を行ない、続いて執行部からの報告、金融経済情勢に関する委員の討議、当面の金融政策運営に関する討議を行なう。その後、もしあれば、政府からの出席者の発言、政策運営に関する採決、最後に金融経済月報の基本的見解の取り纏めという順で進めて参りたい。

なお、政府からの出席者として、大蔵省から原口総務審議官、経済企画庁からは小峰物価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する。

## II. 議事要旨 (6/14日開催分) の承認

速水議長

最初に、前々回6月14日会合の議事要旨を承認頂きたい。お手許の議事要旨に異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としてこれを承認することとする。なお、本議事要旨は7月22日午後2時に公表される。決裁して下さい。

[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

### Ⅲ. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

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-1）

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きであるが、まずオーバーナイト・レートは連日1兆円の積み上幅を維持する本行の調節を受けて、引き続き0.03%の実質ゼロ金利水準での推移となった。この間、6月期の準備預金積み最終日となる昨15日は、マーケットの一部に過去2か月の積み最終日と同様、積み上幅を1兆2,000億円に拡大してくるのではないかとの見方もあったが、資金の取り需要がここにきて一段と弱まってきていることを勘案して、積み上幅を1兆円に据え置く調節を行なった。これに

対し、マーケットはいずれにせよ1兆円以上の積み上幅が確保されたとの見方から格別の反応はなく、通常日と同様に0.03%での出合いが進む落ち着いた展開となった。

次にターム物レートの動きである。ユーロ円出合いレートは6月29日に3Mが9月末越え、6Mが年末越えとなったため、3Mが0.06%から0.09%へ、6Mが0.11%から0.20%へそれぞれ水準を切り上げた後、強含み傾向にあったが、7月5日以降は短観発表を受けた金利先高懸念の後退に伴い、全体としてやや低下の方向にある。例えば、3Mは6日の0.10%から昨日は0.08%へ、また1Yも2日の0.35%から昨日は0.31%へ小幅の低下となっている。ただ、Y2K問題の絡む6Mのみは依然強含み圏内の動きになっている点が注目される。

一方、金先レートは6月10日のGDP統計発表を受けて、金利先高懸念の台頭から大幅上昇に転じ、6月30日には2000年3月限で0.65%まで上昇した。しかし、その後本行首脳、審議委員によるゼロ金利政策堅持を再確認する発言が相次いだことや、市場予想比やや弱めの短観発表を受けて落ち着きを回復し、3月限は概ね0.30%台後半での動きとなっている。こうした市場参加者の金利観の安定化を背景に、一頃ほとんど止まっていたターム物調達、先週後半以降、2か月以下の短めの物を中心に拡大傾向にあるほか、昨日辺りからは9月期末越えも出合いがつつある。マーケットでは、9月上旬に予定されている第2四半期のGDP統計発表までは、現在の金利観を変えるような大きな材料はないとの見方が強まりつつあり、2か月以下辺りのところは早目に固めてしまいたいという雰囲気になってきている。

コール市場残高は6月後半から7月初めにかけては若干持ち直し傾向にあったが、こうしたターム物調達の回復を背景に再び減少に転じており、有担比率も無担コール残高が減少に転じたことに伴い再び50%前後まで上昇してきている。

最近の短期金融市場動向における注目点を三点ご報告したい。第一は、Y2K問題に関連する年末越えレートを巡る動きである。ジャパン・プレ

ミアムの6Mは6月末に年末越えとなって以降、大きく跳ね上がっている。昨日は東京三菱で12bp、富士で21bpのプレミアムがついており、3M以下が引き続きゼロ近傍で推移しているのとは対照的である。これは円貨ではまだ本格化していない年末越え調達を、外貨では邦銀が外銀より早目に調達に動いているためであり、年末越えの外貨調達への不安が反映されているものと思う。金先レートでみたY2Kプレミアムは——ここでは9月限と3月限レートの平均を12月限の理論値とし、これと12月限の実績値との乖離をY2Kプレミアムと定義している——4月6日の本行のコンティンジェンシー・プランの公表後はターム物レートの低下もあって低下を続けていた。しかし、6月1日の「2000年問題重要分野も対応不十分で間に合わない可能性」という毎日新聞報道と6月10日のGDP統計の公表に伴う金利先高懸念の台頭を背景として拡大に転じ、6月30日には21.5bpと5月中旬のボトム3.5bpに比べ18bpの上昇となっている。その後はやや低下してきており、現在は10~15bpの推移となっている。13日に公表した本行の第2回コンティンジェンシー・プランについては、マーケットが期待していた流動性対策の具体策が提示されなかったことから一部金先ディーラー筋が失望感から先物売りに出たため、プレミアムがやや拡大している。ただ、必要に応じて適切な対応を採るとのステートメントが盛り込まれていたこともあり、資金の出し手、取り手ともに引き続き慌てる気配は全くみられない。

ドルの金先との比較をみても、現状ドルの6か月物のレートは5%台、円が0.10%台であり、わが国のY2Kプレミアム(0.135%)の方が米国(0.252%)より小さいと言えるのかどうかは分からないが、いずれにせよ絶対値ではわが国の方が小さくなっている。なお、ここに来て米国のプレミアムの拡大が目立つ。これはドル短期金利の先高感の影響に加え、Fedが5月に公表したY2K対応のスペシャル・リクイディティ・ファシリティの適用レートがFFターゲットレート+150bpとされたため、これが年末越えターム物キャッシュレートのメルクマールと受け止められ、金先の12月限に売り圧力がかかっているとの見方もある。

注目点の第二は、最近の資金供給オペのパフォーマンスが金利先高懸念の後退、ターム物レートの軟化から再びやや悪化の方向にあることである。例えば、国債借入れレポ・オペの応札倍率は4月2日の2.82倍をピークに減少に転じており、14日のオペでは1.64倍まで低下、平均落札レートも同じ期間に0.029%から0.020%へ低下している。短国、CP買現先とも小幅な動きではあるが同様の動きとなっている。手形買入については、13日に久し振りにT+1の先日付で実施したところ、一応2倍近い応札があったが、従来のように当日スタートであったとすれば依然札割れの可能性が強い状況である。当面、資金供給オペについては札が極力集まりやすい先日付スタートを基本とし、当日スタートの調節は必要があれば短国の売り現先による吸収で対応するなどの工夫によりマネージしていきたい。

第三は超過準備の動きである。昨日終了した準備預金の積立状況を見ると、非適用先の当座預金残高が1日平均3,923億円、超過準備が3,550億円といずれも前月に比べてほぼ横這いである。積み上幅は1兆円を続ける調節の下で積み期間中の平均としては非適用先預金が約4,000億円、超過準備が3,000億円強程度という関係が定着しつつあるように窺われる。超過準備の業態別保有状況では、外銀が保有高を大幅に拡大しているほか、地銀Ⅱも一部の問題行が保有しているため大幅に増加している。一方、長信行はレベル自体は引き続き高いが、資金繰りの安定化等を映じて保有額を大幅に縮小している。都銀は超過準備を保有しないスタンスを引き続き堅持している。以上のように、短期金融市場はゼロ金利政策定着の下で総じて落ち着いた状況にあり、マーケットの当面の関心は9月末期越えを飛び越し、Y2K問題に絡んだ年末越えに集中しつつあるように思う。引き続きターム物レートの動きを中心に市場動向を注意深くモニターしていきたい。

#### 速水議長

外貨調達の問題は日本のみには固有ではないと思うが、ジャパン・プレミアムが跳び上がるのはどういうことか。

山下金融市場局長

ジャパン・プレミアムは、3か月等の短い期間ではまだゼロであり、一般的には落ち着き基調に変化はない。唯一6か月物は年末越えになって以降若干のプレミアムがついてきている。邦銀は年末の資金繰りに関しては円貨についても大変気にしているが、外貨がより不安ということで早目に調達に動いているのが影響しているのであろう。去年に比べると邦銀の外貨資産は大幅に圧縮されており、全体の要調達額も減少しているため、外貨資金繰りには余裕がでてきているが、年末についてはY2K問題を展望して多少早目に手当しておきたいという感じがある。特に、銀行等一部行が少し早目に調達に出ている感じである。外銀はまだ様子を見ており、従って邦銀の方に多少早目にプレミアムが付いてしまったのではないかと推察している。

藤原副総裁

Y2Kプレミアムについては、世界的にこうした定義が認知されているのか。

山下金融市場局長

然り。Y2Kプレミアムを金先レートでみる場合、12月限が9月限と3月限との平均に比較して跳び上がっている度合いを使うことが一般的となっている。金先のイールドカーブを描くと12月のところが跳び上がる。こうしたいわゆる「ドーム現象」は各国で見られる。その程度は多少違っており、最初の頃は円の跳び上がり方が大きかったが、最近では平均並み、あるいは他の国よりも多少良い状況になっている。

中原委員

本行オペの応札は低調になってきたのか。

### 山下金融市場局長

例えば、短国は6月7日のオペで0.71倍、手形買入が6月4日には完全に空振りになり、6月17日も札割れの状況である。5月、6月とイールドが非常にフラット化し、その中で資金供給が難しくなっていた。その後金利先高感が生じ、ターム物の特に3か月あるいは6か月物が多少強含んできた時には、次第に応札倍率が上がってきたため、若干楽になった局面も一時的にはあったが、現在は、再び金利先高観が後退し、イールドカーブがフラット化してきているため、応札倍率が下がっており、再び札割れが起きる可能性のある状況となってきた。

### 三木委員

オペを先日付で行なうと当日物との間にこうした形で差が出るのか。

### 山下金融市場局長

最近では当日物金利が0.03%で安定しているため、各行とも私共のオペ以前の9時頃には皆取引を大体固めてしまう。従って、0.01%や0.02%で資金調達ができるとしても、当日にわざわざ本行のオペに応じる事務処理コストをかけてまで資金をとる必要はない。もう十分だということになる。最近では都銀などでは明日スタートの翌日物についても0.03%で取れるため、次第に前倒しで調節を固めていくようになっている。従って、先日付でオペを打てば、0.01%や0.02%でとれるのであればマーケット・レート(0.03%や0.04%)よりはオペの方が有利だということになる。いずれにせよ明日や明後日の資金であればまだ全て固まっていないため、オペに入ってくる可能性が高まるという意味である。

### 三木委員

やはり流動性の心配がなくなったことと、金利が安定していることの二つから、こうした結果が出てくるということか。

#### 山下金融市場局長

ご指摘の通りである。1か月以下のところは0.03%、ないし0.04%で完全にフラットになっているため、当日物は余り焦らなくても良い訳である。

#### 武富委員

コール市場残高の有担比率が上昇している中で、大阪市場が厳しいと聞くが、それはコール市場全体の機能に対してダメージな影響をもたらす状況ではないのか。

#### 山下金融市場局長

基本的には大阪のレピュテーションの問題であり、コール市場の機能自体にマイナスの影響をもたらすものではない。大阪市場の取引規模が縮小しているのは、大阪に本店を置いている都銀等が地元配慮して取引してきた資金調達・放出の額を減らしてきたことによるものである。現在は通信手段の発展等に伴い東京に全て繋いで取引すれば良い訳であり、大阪市場がなくなったといっても格別問題が起こる訳ではない。短資も大阪に人と建物を手当してコストをかけながら営業しており、東京に集約できればコスト削減が図れるメリットもある。

#### 武富委員

短資会社の経営問題という側面からみて大阪に拠点を置くのは如何なものか。

#### 山下金融市場局長

元々取引が大幅に減少しており、お荷物になっているのは明らかである。それを従来はそれなりに厚いスプレッドでカバーしてきたが、それが適わなくなってきており、各社とも真剣にリストラを考えている。大阪の拠点は将来的には大幅に縮小される状況になってくるとみられ、現にそうした

リストラの動きが出始めている。

後藤委員

資金の出し手はやはりコールから普通預金に大幅に移しているのか。

山下金融市場局長

コール市場残高が2月12日時点の35兆円から現在の20兆円を割る状況になってきているのは、生保が普通預金にシフトする、あるいは投信等もコールで0.03%程度で運用するよりは、都銀の0.05%の普通預金に預けるというシフトの動きがベースにある。加えて、ターム物で運用する、短資の手数料を回避できるDDコールで行なう形へのシフトもある。ただ、そうした流れもかなり一巡してきており、現状の20兆円程度が岩盤になりつつあるように感じている。ゼロ金利がいつまでも続く訳ではなく、また、通常状態に戻ればコール市場での多額の調達が必要となり、短資や出し手との関係をキープしておかないとラインがなくなってしまうといった事情もあり、ある程度コール取引残高は残さざるを得ないという判断もあるようだ。ただ、一方でコストの問題があるため、今後の動向は十分注意してみていかなくてはならないと考えている。

速水議長

次に、平野国際局長から為替市場・海外金融経済の動向について報告してもらおう。

## 2. 為替市場動向・海外金融経済動向に関する報告（資料-2）

平野国際局長

為替市場の動向からご報告したい。前回決定会合以降の円相場は高値が120円台、安値が122円台と、極めて狭いレンジ内での取引に終始した。基本的な構図は変わっておらず、市場では引き続き円買いセンチメントが強い。プレーヤーとしては本邦輸出企業によるドル売り、あるいは海外投

資家の本邦株式購入絡みの円買い等の動きが引き続きみられ、これが円の押し上げ圧力となっている一方、円の上値は引き続き介入警戒感により抑えられている。

対内外証券投資の推移で対内株式投資をみると、約定ベースでは7月8日までの累計で5,402億円に上っており、6月も月間では1兆1,000億円と相当の資金が入ってきた訳であるが、7月も株式市場への外資の流入がハイペースで続いている。これに絡む円買いの動きが続いているということである。直近では、こうしたリアルマネーの円買いに加え、ソロス系等のヘッジファンド筋が当局の介入姿勢を試す格好で円買いを強めている感じもある。そうしたことから円はじり高方向にある。しかし、昨日はニューヨーク市場で東京市場において日本銀行が円売りドル買い介入を行なったとの報道が流れ、傍々中国が台湾海峡で軍事演習を行なったとの噂も流れたため有事のドル買いも誘い、多少円売りドル買いが強まった。ただ昨日の介入報道については事実ではない。本日は120円台後半の動きである。

一方、この間の為替相場の今一つの特徴は、ユーロの対ドル相場の軟調である。一時は1.01ユーロ/ドル台を付け、本年1月のユーロ導入以来の安値を更新する展開になっている。大別すれば、ユーロ安の原因は二つあると思う。一つは米国の景気指標や株価が堅調に推移する中であって、欧州では予想に比べて弱めの経済指標が公表されたことである。例えば、ドイツの5月の鉱工業生産指数は前月比-0.2であるが、市場の事前の予想は+0.5であった。このため、市場ではアメリカと欧州のファンダメンタルズ格差が拡大したと受け止められた。

二番目の要因として、ユーロ当局者のユーロ安容認発言やユーロ参加国の財政節度維持姿勢への疑念のようなことが繰り返し聞かれ、ユーロの信認が多少揺らいでいるという要素があるかと思う。7月8日の木曜日にドイツのアイヒェル蔵相が「ユーロ安は問題ない、むしろドイツの輸出には好都合だ」と発言したとか、同日、イタリアのファッチオ中央銀行総裁が「イタリアの年金制度を早急に改革しなければ財政均衡は困難である」と

発言したことがユーロ安に繋がっていると言われている。昨日はECBの政策理事会が開かれたが、政策金利は据え置きになった。ただ、理事会後の記者会見においてドイセンベルグ総裁がECBは引き締め方向へのバイアスに転じたのかという質問に対し、「引き締めバイアスではないが考慮の中に徐々にバイアスが忍び寄っている」と発言したため、金利が上がる、ユーロが支えられると受け取られ、ユーロが買われる場面もあった。その後のテレビで、ドイセンベルグ総裁が市場は過剰反応していると発言したために、再びユーロ売りに繋がる場面もあったようである。

次に、国際金融市場、海外経済について三点報告する。まず第一点は、この間注目されていた6月29日、30日開催のFRBのFOMCの結果であるが、結局予防的引き締めを企図した0.25%の利上げが実施された。これを受けて、市場では長期金利はむしろ下落し、株価は上伸しており、金融資本市場環境としてはFOMC後も取り敢えず堅調さを保っている。米国金利をみると、足許は金利がむしろ若干低下する展開になっている。また、株価については、FOMC後はむしろ上値を追っている状況が確認される。アメリカ経済においては労働市場が引き続きタイト化する傾向を強めており、勿論先行きのインフレリスクは底流してはいる訳であるが、昨日公表された6月のCPIは前月比+0.0%と横這いであった。5月も+0.0%と横這いであった。6月のCPIの事前予想が若干プラスに出るだろうということであったが、5月、6月と2か月連続で極めて落ち着いた数字になったことが好感されており、8月の次回FOMCにおけるFRBの追加引き締め観測はやや後退している。一方、株価はインフレ指標の落ち着き、金利の落ち着き、あるいは相次いで公表されている4~6月の企業収益が全般的に好調であることが改めて確認されており、高値圏で推移している。しかし、逆の見方をすると、インフレは落ち着き、企業収益は良く、アメリカ経済の拡大基調は崩れていない等の株価の押し上げ材料が揃っているにもかかわらず、高値圏ではあるが一段と上値を追っていく感じが出てこないことは、基本的には株価についての割高感が引き続きあるともみられる訳である。この間、実体経済の面では引き続き個人消費を中

心とする内需の拡大に加えて、輸出の改善も加わり、力強い拡大傾向に変化がみられていない。

第二点目はアジアである。NIEs、ASEANの景気の回復と、中国の景気スローダウン傾向という構図に変わりはないが、ここへきてそうしたコントラストがさらに浮き彫りになりつつあるのが一つの特徴である。NIEs、ASEAN諸国では財政金融面での景気浮揚の効果が出てきていること、あるいは米国、日本等への情報関連財の輸出が好調に推移しているため景気は回復を続けている。例えば、韓国では99年の成長率見通しが次第に上方に改訂される状況になっている。因みに、韓国銀行では従前99年の経済成長率を5.0%以上と予想していたが、ここへきて6.8%に上方修正してきている。また、タイ、フィリピン等にも底入れの動きがみられる。他方、中国は景気のスローダウン傾向が益々顕著になっているものと推定される。国有企業改革に伴い、これまで企業が個人に対して供給していた住宅や医療サービスが削減されていること、レイオフが増加していることから、生活不安が高まっているようであり、消費の不振が目立っている。一方で中国经济は専ら公共投資により支えられていた訳であるが、その公共投資の施行ペースが多少落ちてきており、下期さらに息切れの懸念も台頭してきているため、景気スローダウン懸念が一段と高まっているように思われる。しかし、中国の当局者は経済成長率に対してむしろ強気の発言をしており、今年は8%以上の成長も可能であると上振れの可能性を指摘しているとのことであるが、マーケットでは逆に民衆の不安を慰撫する宣伝という見方も強いようである。この間、台湾の李登輝総統が「現在の中台関係は国と国との関係」と発言したことを契機として、中台関係の緊張が高まっており、これも両国経済にとって悪影響だろうと思う。事実そうした悪材料を嫌気する格好で中国の株、上海B株、あるいは台湾株、香港株は足許軟調な展開になっている。

三点目はラ米である。特にアルゼンチンでは10月の大統領選挙を控えて多少政情不透明感が強まっているため、ドル建て債の対トレジャリーのスプレッドが拡大する、株価も下落するなど不安定な動きがみられている。

きっかけとなったのは、7月12日に10月の大統領選挙において次期有力大統領候補とされているブエノスアイレス州のデュハルデ知事が同国の対外債務について1年間のモラトリアムを提案したという報道が伝えられたことである。後程これは否定されているが、不安定な要素が底流している。勿論、世界経済は一頃に比べれば安定化傾向にあるし、ブラジルについても経済は結構良い具合になっている。また、ヘッジファンドの動きも目立たず、コンテージョン・リスクそのものは従来よりは多少低減しているが、アルゼンチンの情勢如何によっては、これがラ米不安に繋がり、さらには米国へ波及してくるリスクも一応念頭には置いておく必要がある。

速水議長

対内株式投資の7月は5,400億円、年初来では5、6兆円になると思うが、これはネットベースか。

平野国際局長

然り。

速水議長

従って、5、6兆円すなわち年初来500億ドル程度が流入しているということか。

平野国際局長

然り。

速水議長

それに対し、いわゆる円キャリー・トレードの形で円を安く借りて外へ流出していく資金はどの程度か。

平野国際局長

円キャリー・トレードの正確な実態は分からない。ただ、昨年みられたような大幅な円キャリー・トレードは鎮静化していると言われており、いずれにしても対内株式投資で入ってくる資金に比べれば市場にインパクトを与えるほどの動きとはなっていないと思う。

速水議長

資本市場関係の出入は、かなり流入超過ということか。

平野国際局長

然り。資本収支自体は流出超であるが、為替に影響を与えるようなアンカバーで入ってくる資金の出入については、対内株式投資の大幅流入超に象徴されるように入ってくる資金の勢いの方がむしろ強い感じである。

速水議長

本日は参議院の予算委員会に呼ばれており、ただ今から出席してくる。今後の事務局説明は藤原副総裁に議長代理を務めてもらい、私が戻ってから討議に入りたい。

(午前9時42分速水議長退室)

藤原議長代理

引き続きご質問があればどうぞ。

武富委員

アジアからの対日輸出品目としては情報関連機器の部品ということであったが、対日輸入需要の点ではアジアが経済調整する以前と回復してくる局面で何か変動があるのか。例えば、調整前の90年代半ばまでの日本からのアジア輸出、アジアにおける対日輸入需要は直接投資の工場立ち上

げ時の資本財やアメリカ素材産業の能力不足・高稼働率を補う対日素材振替輸入であった。今回のアジアの回復局面で、彼等の対日輸入需要の基本構造をどう理解しておけば良いのか。日本の景気回復にとって、アジアとの絡みで輸出入両方を含めた拡大的な均衡が期待できる素地としてどういうものが考えられるかを理解するための質問である。

平野国際局長

危機以前にみられたように直接投資を一つの契機として、日本から情報関連財部品が輸出され、製品が入ってくるという好循環がどれほど回復しているのかとなると、そこまでの好循環の回復には至っていないと思うが、基本的な構造はその方向で動きつつあるのではないか。アジアから日本への輸出については、広い意味での情報関連機器、エレクトロニクスが伸びているが、日本からアジアへもエレクトロニクス関連の部品が結構伸びてきており、その意味では好循環の兆しが窺われると思う。

三木委員

中国の内需については確かに在庫調整もあるし、国有企業の改革もあり、需要が大きく落ち込んでいるため、調整局面なのであろう。従って、公共投資で支えることになるのであろうが、逆に現在の元のレートからみて、東南アジア市場に輸出という形で乗り出していく気配は余りないのか。

平野国際局長

人民元について切り下げの話は現段階では出てきていない。中国の統計自体が良く分からないが、輸出のみをみると、価格よりも所得要素、つまり外部の所得環境の好転に伴って、輸出が若干良くなっている感じはある。

三木委員

量的に出ている感じはあるのか。

中原委員

増加しているのはどこへ出ているのか。

平野国際局長

中国からの輸出は大別すればアジア域内と日本とアメリカに出ているが、ブレークダウンした数字は持っていない。5月の輸出についてみると、米国、日本、韓国向けの輸出が増加している模様である。先行きの輸出については、むしろ域内、アジア向けの輸出の増加を期待しており、全体としては輸出がここにきて持ち直すとの見方が出てきている。

中原委員

輸出元としては国有企業と外資、合併の三つがあるが、何かブレークダウンしたものはあるか。

平野国際局長

調査して、後程ご報告させて頂く。

篠塚委員

アメリカの株価は良い材料が揃っている割にはさらなる上昇がなく、割高感が出ているという説明であった。日本の経験とは違い、アメリカの場合にはこれ程のレベルにいったことがないため、高値警戒感で伸び悩んでいると思うが、その他にも何か要因があるのか。

平野国際局長

従来の伝統的な指標、例えば株価収益率やイールドスプレッドで見ると、株価は相当オーバーバリュースされているということになる。逆に、それにもかかわらず株価が堅調なのは、先行きの収益の改善を織り込み先取りする格好で上がっているというのが一つの解釈である。現実には収益の前年比などは極めて良い数字であるが、それは既に織り込まれており、さらに株

価を大きく押上げていく要因にはなり得ていない。従って、その分だけ高値警戒感が強いのか、これから上値を追っていくにはさらに何か新しい材料が出てこないと難しいという見方もできる。例えば、決算が非常に好調な先の株がむしろ売られるとか、余り良くない先が意外と買われるとか、収益に対して株価が素直に反応していない。高値圏でのやや神経質な展開になっていると推測される。昨日もボーイングは非常に好決算であったが、株価は逆に下がっている。推測ではあるが、現在は金利が落ちついていることからみて、インフレ懸念も後退しているように見える。世界経済も数か月前に比べると相当安定度を取り戻しており、色々な意味で好環境が揃っている。それでも高値もみ合いという状況が続けているということは、何か悪材料が出れば調整に向かう可能性が高いということになると思う。

藤原議長代理

次に、村山調査統計局長から最近の国内経済情勢について報告してもらう。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-3）

村山調査統計局長

まず現状認識であるが、設備投資は減少基調を続けている。純輸出は輸入の増加から足許やや減少している。個人消費は一進一退の動きであり、公共投資は増加を続けている。住宅投資も持ち直している。生産は在庫調整の進捗等を背景に、振れはあるが基調としては下げ止まっている。企業の景況感はこのところ持ち直している。全体としては、足許の景気は下げ止まっているという判断であり、前回と同様である。昨年の中四半期を起点とする短観の業況判断DIのその後の展開は、過去の景気局面と比べて遜色ない回復を示している。一方、実体経済面の動きを景気動向指数でみると、むしろ足許は若干軟化している。生産指数もジグザグしており、明確な回復には転じていない。完全失業率は従来とはレベルが違っており、なおかなりのテンポで悪化している。従って、今回の業況判断DIの動き

は従来とは異なり、こうした実体経済を表わす指標とは多少違った動きになっている。一方、日経平均株価は過去の景気局面に比べて遜色のない、場合によっては若干上回るテンポで上昇している。業況判断D Iの動きについては実体経済の動きよりも、株価等とかなり平行に動いているのではないかと思う。その要因としては最終需要、生産、在庫の動きに加え、金融システムに対する安堵感、あるいは政府の景気対策継続に対する期待感を反映した部分があるのではないかとみている。

先行きについては、当面1~3月の成長率はプラスになったが、その乗数効果が期待できる。あるいは公共投資の工事進捗、住宅投資の持ち直しもみられるため、景気は小康状態を保つ可能性が高いとみている。ただ、本年度下期に景気が自律回復軌道に乗るかどうかにについては、マイナス要因とプラス要因がある。マイナス要因については、一つは公共投資の息切れ、二つ目は企業のリストラに伴う縮小均衡的な調整圧力である。一方、プラス要因については、リストラによる企業収益の好転、金融システム不安の後退、あるいは金融緩和策の浸透による家計・企業の支出意欲の好転、金融機関の融資姿勢の積極化がある。第三点として、アジアを中心に世界経済の回復が明確化することである。要は、このどちらが大きいかがポイントである。この点、雇用者所得が減少傾向を辿る下でも消費者マインドの改善により個人消費が持ち堪え、その間に設備投資が回復に転じるかが一つの目安となると考えている。そうした観点から現状をみると、個人消費については消費者心理の好転もあり、所得環境が厳しい下でも一進一退で推移している。ただ、設備投資については現時点でもなお極めて抑制的である。また、最近の指標からはペントアップ・デマンドが広範化する様子も窺えない。従って、民間需要が速やかに自律回復に向かう蓋然性は依然として高くないと考えられる。

物価の先行きについては、企業向けサービス価格が軟化を続けるとみられる。卸売物価は概ね横這いで推移すると予想される。消費者物価に関しては、企業の価格設定行動が値下げ回避を強める方向に構造変化を起こしている可能性があり、暫くは下がり難い状況が続くと考えている。全体と

しては、企業向けサービス価格を中心に弱含み、横這いの範囲内で推移すると予想される。ただ、やや中期的な観点からは、仮に景気が自律回復に転じるまでに再び在庫調整を余儀なくされる場合には、物価が需給ギャップの拡大につれて再び軟化するリスクがあることに引き続き注意を払う必要がある。留意点の一つは、原油価格の上昇は足許の物価に対してプラス要因であるが、一方で産油国への実質的な所得移転になることである。また、企業サイドの消費財価格の下げ渋りについても、これが結局消費者の買い控えを誘発して売上の減少を招くならば、結局は企業側が値下げに追い込まれる可能性が高い訳であり、こうした企業戦略の成否は消費者の支出意欲の帰趨次第である点に留意する必要がある。

以下各論について、特徴点を説明したい。武富委員が質問されたアジアとの関係で輸出をみてみたい。まず、実質輸出の合計は第1四半期+1.8%の後、第2四半期は-2.2%とジグザグした動きであるが、概ね横ばい圏内とみている。地域別には、4、5月の平均で中国が-7.4%と1~3月にかなり増えた後、反動減と思われる減少を示している。ただ、NIEs、ASEANについては第1四半期に増えた後、第2四半期も増えている。財別には、例えば情報関連は第1四半期に増えた後、第2四半期も一応増えている。やはりパソコン等の部品等を中心に日本からの輸出が増え、また向こうからの輸入が増える形でいわば水平分業の仕組みが回復しつつあるのではないかと思う。ただ、資本財部品は、第1四半期に増えた後、第2四半期は再びマイナスである。以前みられたように直接投資で日本が現地に工場を建設することにより、これが日本からの資本財部品の輸出を好転させ、その結果日本からの情報関連の部品の輸出が増え、完成品の輸入が増えるといった本格的な好循環にはまだ至っていないのではないか。因みに、6月短観で海外での設備投資計画をみると、99年度は前年比-8.5%であり、やはり資本財部品が工場建設に伴って本格的に出ていくまでには至っていない。輸入については、財別にみて情報関連の輸入が第1四半期、第2四半期とかなり増えている。輸出の裏側で部品等が出ているのではないか。

次に、設備投資の環境について説明したい。まず経常利益の推移を短観でみると、99年度上期の経常利益の見込みは製造業、非製造業、大企業、中小企業を問わず、前回調査対比では下方修正されている。一方、99年度下期については、リストラによるコスト削減により、経常利益は大幅に改善し、99年度通期でも増益になる計画となっている。ただ、3月調査時点以降、年度通期の収益計画を見直さないまま、上期の減益分を下期に上乗せしている企業も多いとみられるため、こうした下期の収益の急回復については多分に期待色が強い点には留意する必要がある。企業の設備投資については、年明け後、中小企業を中心としてペントアップ・ダイヤモンドが顕在化した訳である。そうしたペントアップ・ダイヤモンドが資金繰りの好転等を契機にして、どの程度拡がるかが注目されていたが、最近の各指標をみる限り、そうした動きは広範化していない。むしろ反動減となっているところもある。因みに、先行指標についても同様の状況が指摘でき、機械受注は1~3月に非製造業を中心に一旦は持ち直した形になっているが、4~6月には再び大きく減少している。建築着工床面積についても概ね同じ傾向がある。設備投資計画については、どのアンケート調査でも、99年度はかなり大きな落ち込みとなっている。こうした経営計画から判断すると、設備投資は今後も基調としては減少が続く見込みである。ただ、製造業・大企業については、98年度の時点で設備投資の水準をかなり切り下げており、いわばマイナスの下駄を履いているため、現在の水準を維持したとしても、99年度平均で見ればかなり大きく落ち込むことになる。従って、四半期毎に投資水準を大きく切り下げないとしても、大企業、製造業の場合には二桁のマイナスになり得る状況であり、少なくとも製造業、大企業では四半期毎にどんどんマイナス幅を拡大することはないと思う。

次に、個人消費の前提となる所得環境をみると、夏の賞与については、日経新聞あるいは日経連調べでも5%内外のかなり大きな落ち込みになるようである。ただ、これは大企業であり、中小企業は昨年の夏に既に前年比のマイナスが相当大きくなっている。逆に大企業は昨年の夏はまだプラスである。従って、全体として大企業ほど落ち込むかどうかは、多少割り

引いておく必要がある。いずれにしても、夏季賞与が出ると、雇用者所得の前年比の伸びがマイナスになるのは確かである。これを前提に、最近の個人消費について説明したい。まず消費水準指数の全世帯は、4~6月季調後前期比+2.1%とかなり大きなプラスになっている。内容的には、乗用車の増加やリフォーム関係の増加である。乗用車は4~6月の登録台数でみる限りそう大きく伸びている訳ではなく、これは若干割り引いておく必要がある。6月の都内百貨店の売上高は季調後前月比で+2.4%とかなり良い数字になっているが、これには一部デパートの閉店セールの影響が2.5%効いている。これを差し引くと実質ほとんど横這いである。7月に入ってからの都内百貨店の滑り出しは、前年比プラスをつける店が結構あるようであり、仮に前年比横這いでいけば、季調後では前月比-1.4%になる。6月に2.4%伸びた後としてはまずまずの伸びであり、仮にこのペースが続けばボーナス減少の影響はそう大きく出ていないといえる。一方、乗用車は7月上旬の登録車台数は前年比と再び大きく落ち込んでいる。乗用車の登録は下旬のウェイトが大きいため、まだこれだけ大きい落ち込みになるかは分からないが、いずれにせよ地合いは余り良くない。全体を総括すると、良いものも悪いものもあるが、所得の割に消費はそこそこ健闘していると言える。この背景には、やはり消費者のコンフィデンスが一頃に比べて回復してきていることがあるのではないかと思う。各種のコンフィデンス指標をみると、足許、必ずしも一本調子の回復でないことは明らかであるが、一頃に比べれば改善傾向を辿っており、消費の下支えに寄与していると思う。

次に、以上を踏まえて生産の動きを報告する。まず、5月の生産の確報は速報段階の前月比-0.7%が下方修正されて-1.0%である。また出荷は+1.0%から+0.6%に下方修正されている。この結果、生産の4~6月の前期比は-1.2%から-1.4%に下方修正になる。速報から確報に移る段階で医薬品、衣料品、家具等が下方修正された影響が大きい。従って、4~6月は6月の予想を前提とすると-1.4%になるが、多分6月は若干上振れするのではないかと期待しており、4~6月の仕上がりは-1%程度ではな

いかとみている。4～6月の生産がこのように少しマイナス幅を拡大した要因の一つは、業界のヒアリングで確認されているが、公共事業の波及効果が我々が見込んでいたよりも遅れていることである。また、住宅投資の波及効果も少し遅れ気味である。品目別では携帯電話がかなり大幅な増産を計画していたが、これが多少下方に修正されたことも響いている。今後9月にかけては、公共事業の波及効果が本格的に出てくる、あるいは輸出についても対米向け自動車の増産が期待されることから、私共では再び増加するとみている。従って、大きな流れとしては生産は下げ止まっているとの判断は変える必要がないと考えている。

次に物価関連について、最近の動きで特徴的なのは国内卸売物価が5月に前月比+0.1%となった後、6月も0.0%と横這いになったことである。今一つは、生鮮食品を除く全国CPIの前年比が0.0%と、これも前年比で横這いになっていることである。このベースとなる輸入価格の推移をみると、最近の特徴点は何と云っても原油価格の上昇である。直近限月をみると、99年6月末時点では17ドル15セントであったのが、16日現在では19ドル5セントまで再び上昇している。ただ、先物のカーブは必ずしも先高観が急速に高まっている訳ではなく、先行きにかけて多少だれる形になっている。この結果、交易条件は、春先以降悪化が続いている。

次に、私共が試算したマクロの国内需給ギャップは、推計方法により程度の差はあるが、既往ボトムの水準となっており、これが大きく縮小する展望には乏しい状況である。ただ、稼働率がかなり低い状況の下で在庫調整が進展しており、在庫率が低下している。この結果、減産を前提としたうえでの短期の需給を考えると、足許は幾分改善しており、こうしたことが国内商品市況の下げ止まりに現われているのではないかと考えている。短期的にはこうした需給環境が製品価格の下落を抑止する方向に作用している。国内卸売物価は5月は前月比+0.1%、6月は0.0%と申し上げたが、短期の振れを均すために3か月前対比でとってみると、4月は3か月前対比で-0.6%、5月-0.4%、6月-0.2%と短期の振れを均しても少しずつマイナス幅が低下していることは事実である。これを要因分解してみ

ると、5月、6月に上に出ているのは為替・海外市況連動型商品であり、原油等の値上がりが響いてきている。一方、機械類は比較的コンスタントなマイナスを続けている。ただ、長期の時系列で見れば、ここもとマイナス幅は例えば95、96年に比べて小さくなっているのも事実である。その他素材、あるいは鉄鋼、建材関連等のマイナス幅が足許縮小し、全体としてのマイナス幅縮小に繋がっている。先行きについては、卸売物価、輸入物価の上昇、あるいは在庫調整の進捗等から、総じて横這い圏内で推移するとみている。

企業向けサービス価格は情報サービス価格の値上げ見送り、あるいは一般サービスのマイナス幅拡大から軟化テンポが幾分拡大しており、先行きも軟化傾向を持続すると判断される。消費者物価は5月の前年比が0.0%と前年比横這いになったが、その要因としては商品の下げ幅が足許縮小傾向にあるし、民間サービスの方は上昇幅が縮小しており、全体ではほぼ横這いになっている訳である。先行きについては、卸売物価の消費財の下落テンポが小さいこと、あるいは個人サービス価格の改定集中期である4月、5月を過ぎたこと、今後ガソリン価格が幾分強含む等の要因があるため、当面横這い圏内で推移する可能性が高いとみている。

#### 武富委員

設備投資について聞きたい。90年代前半の不況時には、ついに研究開発投資まで減らすという調整をした訳であるが、今回の場合、ともかく中長期的な生き残りを図るためには、研究開発投資を行なうか否かが決め手になるという認識が産業界にはあると思う。景気との絡みで設備投資がいつ出てくるかという場合の着目点は、収益や金利よりも、むしろ研究開発投資がどの程度行なわれ、それがどのタイミングで結実するかということであろう。その意味で、既存産業の古いセクターでは能力増強投資を期待しても出てくるはずもなく、やはり先端的なセクターで研究開発投資を行なっている先が先行き設備投資の担い手になっていくはずである。そうした観点から、研究開発投資についてヒアリングその他で捕捉していること

があるか。

村山調査統計局長

私共は研究開発投資について確たる計数的な裏付けを持っていない。ただ、企業に色々ヒアリング等をしており、そうしたことを通じて得られる多少の感じを申し上げる。まず、設備投資全体としてはキャッシュ・フローの範囲内であり、抑制気味である。その中において委員ご指摘のように、増産投資か開発投資かどちらかという、開発投資を行ないたいということだろうと思う。しかも、それは企業によりかなり差があり、財務面に余裕のある先はこうした投資を継続するし、そうでない先はやはりこうした投資まで切り込んでいきたいという状況だと思う。そうした中で、一つの特徴は、特にエレクトロニクス関係でそうした動きが窺われるが、得意分野に集中したいということである。そうした先では、研究開発投資も含めてかなりの投資を行なうが、それ以外の分野はいわば撤退していく方向で全体としての設備投資を抑えつつ、戦略分野に投資する動きもある。そうした動きが現段階では恐らく減らす動きに負けてしまっており、全体としてはなかなか水面に出てこないのではないか。今後それがいかなる形で水面上に出てくるかを注視していきたい。

中原委員

個人消費については、結局名目賃金が下がっているし、失業者の数も増加している訳であり、結局は平均的な消費性向を上げるよりないのか。

村山調査統計局長

然り。所得面からは消費が伸びる要因はここ暫くみられない。

中原委員

失業率の見通しはどうか。

#### 村山調査統計局長

失業率は足許は横這い状態ではあるが、現在の趨勢からすると、まだ上昇する傾向にあると予想している。

#### 中原委員

潜在失業率は8%とか10%とかという計算が出ているが。

#### 村山調査統計局長

それについても、企業にヒアリングをしている。短観にも現われているように、雇用の過剰感が非常に強いことは事実である。ただ、これを急激に整理するかというと、どの企業も自然減を待ちながら徐々に行なっていくたいということである。従って、非自発的失業が急速に増えることはなかろうが、今後も失業率はじわじわと上昇していくのではないか。特に、ここもと自発的失業においても高齢者が増えているが、その中には事実上リストラによって退職を強要された人も含まれており、自発的失業自体の中身も一時と比べると多少変わってきている。

#### 後藤委員

所得環境の厳しさの割には、消費が健闘している。百貨店売上高の計数には新宿三越の閉店セールが効いているというが、品目別には紳士用の衣料品が増えている。紳士物は景気が悪くなると一番先に削られる訳であるが、それが増えていることは注目すべきである。健闘しているのは例えば家計調査の五分位階級でみて、上の層が大幅に伸びているなどの特徴があるかと思い若干調べてみたが、中間層辺りが余り冴えず、上と一番下の第一分位の消費が増えているほかは明瞭でない。要するに、家計にも大なり小なり貯えがあり、経済の先行きについて非常に厳しい雰囲気や見方がある間は貯蓄を使わずに締めているが、先が明るくなれば財布を緩めて消費性向を上げるというように、現在は貯えがバッファーになって、消費が健闘しているのかとも思うが、どうみているか。

### 村山調査統計局長

消費性向については、例えば 97 年に山一証券、北海道拓殖銀行等の破綻が相次いだ時には、相当急激に下がった。大企業は倒産しないという戦後造られてきた神話が崩れてしまったため、消費者が次は我身ではないかと相当消費を絞ったのではないかと思う。ただ、その後かなり年月が経ち、例えば金融システム不安が解消に向かっていることもあり、安心感が出てきたのかと思う。その間、マイナス要因としては確かに失業率は上がってきているが、仮に失業率が 5% としても 95% はまだ雇用されている訳であり、次は我身と思う場合と、我身は大丈夫という場合ではマインドの動きはかなり違うはずである。ただ、一本調子の回復には至っていないし、水準としては非常に低いところでの多少の改善である。所得の落ち込みを多少埋め合わせる程度であり、消費が本格的に良くなっていく局面までにはかなり遠いと感じている。

### 篠塚委員

物価についてであるが、執行部の報告では、「当面、原油価格の大幅な上昇や在庫調整の進捗を映じた国内商品市況の下げ止まりを背景に、概ね横這い」としたうえで、「しかし、中期的には物価が需給ギャップの拡大につれて再び軟化するリスクに引き続き注意を払う必要がある」となっている。中期的としてどの程度のタームでみるのかにもよるが、執行部は特に需給ギャップを注視して物価の先行きをみているということか。

### 村山調査統計局長

需給ギャップの意味は二つあり、ベーシックにある需給ギャップとは設備あるいは労働者の量である。その意味での中期的な需給ギャップには相当大きいものがある。現に稼働率は低いし、失業率は高い。従って、中期的にまだまだ心配であるというのは、その点を指している。そうした状況において、なぜ物価が下げ止まっているのかであるが、企業サイドからみ

れば相当大きな減産により在庫調整を進め、短期的な需給ギャップは小さくなっている。従って、下げ止まっていると表現した。ただし、それが持続するためには、マクロ的な環境が良くなって来ない限りいずれ減産に耐え切れなとか、あるいは減産が不十分であれば在庫が再び積み上がる。そうなれば、元々潜在的には大きな需給ギャップがあるため、それが現われてくる可能性があると認識している。従って、ご指摘のようにベーシックにはそうした需給ギャップを念頭に置きながら判断している。

#### 篠塚委員

しかしながら、従来の日銀の生産関数を使い需給ギャップを計測して物価との相関をみても、最近のところは当てはまらない。また、この文章では、現時点での下げ止まりは一過性のものであり、潜在需給ギャップが大きいため、いずれは下がってくるというように読めるが、それでよいか。

#### 村山調査統計局長

先行きについて決め付けている訳ではない。勿論、マクロ経済の道筋によりそこは変わってくる。私共が言いたかったのは、足許は下げ止まっているが、全く大丈夫であろうとは言えず、需給ギャップの大きさからくるリスクを念頭に置いておく必要がある。ただし、必ず下がるとも申し上げている訳ではなく、このまま徐々ながら回復軌道に乗っていけば、物価の方も横這い圏内で推移する可能性が全くない訳ではないとみている。

#### 藤原議長代理

次に、雨宮企画室企画第1課長より最近の金融面の動きについて報告してもらおう。

#### 4. 国内金融情勢に関する報告（資料-4）

##### 雨宮企画室企画第1課長

短期金融市場では、オーバーナイト金利は引き続きゼロ%近傍での安定

的な推移を続けている。この間、ターム物金利は若干の変動を示した訳であり、イールド・カーブが幾分持ち上がる格好で上昇している。背景としては、一部に出たゼロ金利政策の修正に関する思惑や 2000 年問題の影響といった点が指摘されている。同様に、長期金利も一時ゼロ金利政策の解除時期を巡る思惑から終り値ベースで 1.8% 台、ザラ場では 1.99% まで上昇した訳であるが、その後は反落しており、結局この 1 か月を均してみると、長期金利は 1.6% 台で安定的に推移したことになる。この間、株価は 6 月 1 日が 1 万 6,408 円であったが、最近では 1 万 8,000 円強の展開であり、1 か月半で約 2,000 円強上昇した。この間、ジャパン・プレミアムは 3 か月までは引き続き解消された状態にある。信用リスクに対する市場参加者の姿勢について、国債と民間債の間のクレジット・スプレッドをみると、これも徐々に縮小傾向を辿っている。こうした点からみると、金融市況の動きは景気回復に対してフェイバラブルな状況が続いていると考えられる。

次に、金融の量的指標の側面である。まず、民間金融機関は基本的には慎重な融資姿勢を維持しているが、大手行等では融資先の信用力等を見極めつつ、徐々に融資を回復させる姿勢に変わりつつある。こうした金融機関の融資姿勢の幾分の緩和については、先般の短観も含めて種々の DI でも確認される場所である。ただ一方で、需要面では設備投資などの実体資金需要が低迷を続けている。また、金融市場や企業の資金繰りの落ち着きを背景に、本年初までみられた手許資金積み上げの動きも収まってきており、民間の資金需要は春先以降、むしろ一段と低くなっている印象である。このため、民間銀行の貸出は本年の 4 月にかけては前年比のマイナス幅が縮小する傾向にあったが、5 月、6 月には再び前年比マイナス幅を拡大する展開になっている。社債、CP 等の直接調達についても、投資家のリスクテイク姿勢の変化等に伴い市場環境は非常に大きく好転している。企業にとっては非常に発行し易い地合いが続いている訳であるが、資金需要が低迷しているため、残高の伸び等はやはり減速傾向を辿っている。このように、信用仲介、あるいはクレジットの動きは伸び悩み、あるいは減

速傾向にあるが、マネーという側面ではクレジットとはやや対照的に緩やかな上昇が続いている。6月のM2+CDも引き続き伸びを高めており、クレジットとマネーがやや違う動きになっているのが最近の特徴である。以上全体としては、各種アンケート調査等でも確認されているとおり、企業金融を巡る逼迫感は和らいできている。

以下では、市場の金利観、景況観の変化に関するポイントと、マネーとクレジットの問題について説明する。まず、市場の金利観の変化ということで、ボラティリティ・スプレッドをみると、5月の半ばまでは金利上昇のリスクに対する意識が急速に低くなってきた訳である。しかし、これがこの1か月上旬の方に戻ってきており、全体としてGDPショック等をきっかけに、それまでほとんど意識しなかった将来の景気回復の可能性、あるいはゼロ金利政策解除の可能性を幾分意識してきたという変化が窺われる。そうした下で、金利水準と株価から景況感をどうみるかであるが、この1か月間、長期金利と株価はややバズリングというか、異なる動きをとっており、長期金利が均してみれば結局1.6%台で比較的安定していた一方で、株価は大きく上昇してきた訳である。一つの考え方としては、株式市場は専らリストラによる収益改善効果の方向に取り敢えずは着目している、あるいは好感している。それに対し、債券市場ではリストラが景気回復の足を引っ張る方向に着目しているという市場の見方の違いがあるのかもしれない。景気回復の見方が強まってきた局面で、株だけは反応して欲しい、長期金利や為替は反応しないで欲しいという都合の良い具合にはいかない訳であり、この辺の関係については今少し様子を見る必要があると思われる。

次に、クレジットとマネーの関係である。主要5業態の貸出実績の償却要因等調整後を見ると、年初は若干マイナス幅が縮まってきたが、結局5月が-1.0%、6月は-1.2%と、幾分マイナス幅を拡大する展開になっている。その下で、99/6月は3月時点での計画では償却要因等調整後の計数が+0.2%と、前年を上回る計画であったが、実績としては-1.4%と大幅に下方修正されており、なかなか貸出が出難い状況にある。ただ、短観

も含めて各調査とも、中小企業からみた金融機関の貸出態度はレベルとしてはまだ厳しいとしても、その厳しさは緩和する方向が出ており、金融機関はむしろ中小企業を中心に貸出先を開拓しようとしているのに対して、資金需要が全くないという要因の方が強く影響していると解釈している。こうしたクレジットの状況に対して、マネーの動きは6月のM2+CDも4.3%と、3月以降4か月連続で伸びを高めている。マネーサプライの供給要因を寄与度分解してみると、財政要因が大きくなっている。マネーの増加を支えているのは、民間のクレジットではなく、むしろ財政要因が背景にあるのが特徴である。この供給を需要でどう受止めているかであるが、M1の中の預金通貨の伸びが最近3か月急激に伸びており、足許は14.2%まで伸びている。やはり一つは低金利の効果として、流動性に対する需要が非常に高まっていることが考えられる。従って、財政からのマネーの供給要因を低金利に伴う需要要因が受止めているという展開であろうと思われる。

最後にマネタリーベースであるが、前年比の伸びは5月の6.8%に対して、6月は銀行券の伸びの低下を主因に5.6%と若干伸びを縮めている。ただ、銀行券の伸びはボーナス支払いと共に相当落ちると見込んでいたが、7月の昨日までの集計では意外に落ちておらず、5月が6.3%、6月が6.0%であった。ボーナスの支給は6月の後半と7月の初頭であるため、7月初の動きを注目していたが、昨日現在までのところ7月が6.1%と予想外に健闘している。先程マネー需要について低金利の流動性効果を申し上げたが、消費が意外と堅調であるといった実態、取引需要的な側面がこうしたマネーの動きに何か影響を与えているのかどうかは、引き続き今後の様子をみながら判断する必要があると考えている。

#### 武富委員

CDはここ2か月大幅に伸びが低下し、預金通貨が伸びているが、以前から説明のある法人流動性預金の動きと、この預金通貨には機関投資家の普通預金運用も入っているのかを教えて欲しい。

雨宮企画室企画第1課長

機関投資家とは、投信等か。

武富委員

生保等である。

雨宮企画室企画第1課長

それは入っていない。

武富委員

それでは、CDの減少要因は何か。

雨宮企画室企画第1課長

金融機関に資金調達の安心感が広がっているため、敢えてCDで大量調達するニーズが低下している。一方で預金通貨が増えているのは、預金通貨を集める努力をしているのではなくて、むしろ集まってきてしまっているということだと思う。

武富委員

CDは本来は短い資金調達手段だが、2000年問題の懸念を考えると、長目のCD調達をしなくてもよいのか。

雨宮企画室企画第1課長

2000年問題との関係では6か月超の調達になる訳であるが、6か月物については、最近金融機関も様子をみながら調達し始めた段階であり、多分今後の動きということではないか。

中原委員

大企業が手許流動性を積み増さなくなったということであるが、一方で

取り崩す動きもない。つまりは、企業間信用がかなり膨らんできているのか。

#### 雨宮企画室企画第1課長

大企業、中小企業別の貸出と手許の数字を持っている訳ではないが、金融機関からヒアリングした借入れや貸出地合いの情報では、大企業はむしろ取り崩しの動きがあり、貸出が弱い一つの大きな理由となっているようである。

#### 山口副総裁

総貸出が-1%程度落ちている訳であるが、大企業の返済は相当旺盛な感じがある。従って、差し引きすると中小企業向け貸出は増えていると考えられるのか。

#### 雨宮企画室企画第1課長

全体の構図としては、そうなっている可能性が高い。現に、約定平均金利が4月、5月と余り下がらないパターンになっており、これは市場金利の状況とは多少違うため解釈が難しいところである。恐らく大企業と中小企業のウェイトが若干変わり、大企業が落ちて中小企業のウェイトが上がっているものと解釈している。中小企業のウェイトが上がっていると考えられる今一つの証拠は、都銀等マネーセンターバンクも中小企業向けの特別保証制度については3割程のウェイトで使っており、全部を借り換えに使っていないとすれば、ある程度新規に使っているはずである。従って、全体として中小企業のウェイトは上がっている可能性が高い。

#### 三木委員

しかし、都市銀行によって差があるのではないか。現在の新しい動きとして、大企業は今後の連結経営化を睨み、連結グループ全体のファイナンスを一括して扱おうとしている。子会社のファイナンスは全て本体が行な

い、資金効率を狙う動きになってきている。当然、貸出としてみれば、全体は変わらなくても大企業貸出に入ってしまう、中小企業向けは減ることになると思う。従って、中小企業貸出が全然伸びないという問題についてみると、その点を勘案しておく必要がある。

中原委員

私の質問もそうした趣旨からである。

雨宮企画室企画第1課長

ただ、銀行が直面している資金需要で、大企業からそうした子会社の資金繰りを面倒みるような資金需要のオファーがあるかという点、ほとんどない。先行きの展望としてはそうした方向があるとしても、足許ではほとんどみられない。

三木委員

3月までは手許流動性積み増しの動きが確かにあったが、4月以降はこれが逆に効いている。

雨宮企画室企画第1課長

傘下の中小企業の面倒をも含めて、現在は資金需要が余りないのではないかと思う。

中原委員

貸出を増やせと言われているため、各行とも中小企業の優良先に使って欲しいと競争しているようだ。従って、スプレッドが下がってきている。一方で、公的資金を早く返せるよう収益構造を改善しなければならない訳であり、その辺がやや難しいようである。

### 雨宮企画室企画第1課長

そのとおりであり、まず、スプレッドの引き下げ競争は極く一部に始まっているようでもあるが、貸出を作るための引き下げ競争が本格的に始まった状況までは至っていないと思う。金融機関としてはむしろ下期以降、収益と貸出量とを両立するために、いかなる戦略を採るべきかを悩んでいる段階だと思う。ただ、中小企業についてはスプレッドに目をつぶる訳にはいかないため、半目のさらに半分をつぶってある程度出さなければならぬかという認識が徐々に強まっている感じである。それが本当に出てくるとしても、まだ今後のことだと思う。

### 三木委員

現在はそこまでのリスクテイクには踏み切れていないということであろう。

### 雨宮企画室企画第1課長

然り。現在は下期の業務計画策定で悩んでいる最中ではないか。ただ、数か月前に比べると、そろそろスプレッドに半目の半分程度はつぶっても多少貸出量を増やさざるを得ないという感じがより強くなっていると思う。いずれにせよ、こうした営業方針を打出し、支店を動かすには、支店の配点や評点の示達方式を巧く作ってから行なわないと、今度は収益が達成できないという問題を生じる。現時点はそうした支店全体としての融資のコントロール方法を色々計画している最中であろう。

### 後藤委員

いずれにせよ、色々な銀行の方の話を聞くと、共通して経営健全化計画の貸出目標の達成はなかなか難しいと言われている。従って、非常に競争が激しくなってくれば、利鞘は多少削ってでもという動きが出てくる可能性はある。

雨宮企画室企画第1課長

そこで巧くいかないと、収益目標が達成できない訳である。複数の相矛盾する目標を与えられており、そのうち社会的には中小企業向け貸出量のみ政治的な光が当たるといって非常に困った状況になっている。

後藤委員

与党の金問調の議論等でもどうしてもそこに視点が当たってしまう。

雨宮企画室企画第1課長

やはり分かり易いし、公的資本投入はそれが目的であったと認識している先生もおられる訳である。

藤原議長代理

執行部からの説明はこれで終了する。一旦中断し、国会の情勢等を見て再開する。

(午前10時54分中断、午後0時30分再開)

#### IV. 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

執行部の報告等を踏まえ、政策委員会としての検討を行なっていきたい。討議の形式は、まず最初に金融経済情勢に関して順番にご意見を頂き、自由に討議をして頂く。その後で金融政策運営に関して再度順番にご意見を頂戴して討議を行ない、最後に政府から出席されている方々からご意見があれば承るといって進めて参りたい。

まず、金融経済情勢についてご意見を頂くが、本日は篠塚委員からお願いする。

## 篠塚委員

執行部からの経済活動の現状評価についての報告では、民間需要の自律的回復のはっきりした動きが依然みられないというトーンであったが、私は民間需要が自律的に回復する兆しがあるとポジティブに評価したいと考えている。

まず第一番目に個人消費関係の指標をみると、総じて一進一退ではあるが、このところ幾分改善を示す指標が多いように思う。企業のリストラ進展から1人当たりの名目賃金が減少している中で、個人消費が堅調な動きをみせている背景として二点を考えている。第一点は消費者マインドが改善していること、第二点は配偶者のパート収入および減税効果によって家計の可処分所得が下支えされていることである。消費者マインドについては、6月の日経消費予測指数などは3月調査に続いて改善をしている。90年代に入り消費者マインドと株価の関係が高まっており、株価の変動が消費者マインドに影響を与えている面もあるが、株価に反映されている金融システム問題や景気の見通し等がより強く反映された結果ではないか。現在、株価は年初来の高値を更新して18,000円前後で堅調に推移しているが、その背景にある景気底入れ期待を消費者が共有するようになるにつれ、消費者マインドが落ち着いていくものと期待している。なお、現在の株式購入者の構成比をみると、個人の購入が全体の売買高の26%と、外国人の28%と肩を並べるようになっている。

消費堅調の第二の要因として、勤労者世帯の可処分所得が底固く推移していることが見逃せない。これには所得税や住民税等の減税による押し上げ効果が大きいと思う。99年1~3月では地域振興券等で全体として約1兆円の減税効果があったが、4~6月になると所得税、住民税等を含め1.3兆円、7~9月は1.1兆円が予定されている。次に余り注目されていないが、家計において世帯主の収入減少を配偶者等の収入でカバーしている面があると思う。家計調査で勤労者世帯の経常収入をみると、約2割を世帯主以外の収入が占めている。1人当りで見ると、常用雇用者指数などは全体でマイナスが続いているが、正社員とパートに分けてみると、正社員が減

少する一方でパートが非製造業を中心に増えている。また、常用雇用に含まれる常用的パートとは定義上2か月連続して毎月18日以上雇われている者であるが、日数がこれに満たない人達は統計から外れているため、全体として配偶者等のパート労働が家計収入を支えている面は無視し得ないのではないか。

次に設備投資については、現在資本ストックの量が生産規模対比で計算上過剰であるため、先行きについて根強い悲観論が見受けられる。しかし、既に設備投資の名目GDPに対する比率が既往ボトムの近傍まで低下していること等を考えると、このところの環境好転に注目したい。すなわち、6月短観や通産省の中小企業景況調査などにみられるとおり、第一に企業金融の逼迫感が緩和していること、第二に企業マインドの改善など前向きな変化があり、こうした状況を背景にして循環的な回復の動きが出てくると思う。あるいは明確に回復の動きが出なくとも、設備投資の減少テンポが鈍っていくのではないか。

二番目に、卸売物価、消費者物価が共にこのところ落ち着いた動きを示している。特に、卸売物価は原油価格その他国際商品市況の底打ちもさることながら、国内では鉄鋼、非鉄、セメントなど素材品目を中心にして在庫調整の進捗による国内需給バランスの改善から回復してきているように思う。ポイントはこうした動きの見方だが、執行部の報告では既往最大の需給ギャップを理由に、先行き中期的には物価が再び軟化するリスクがあることも示唆していた。そのことは単純化して言い換えれば、最近新聞等でも報道されている鋼材等、素材品目の値戻しが本当に一過性で終わってしまうのかどうか、ということであると思う。現在の市況関係の状況が長続きしないものかについては少々疑問である。現在需給ギャップがあることも認めるし、それが非常に大きいことも理解しているが、そのうえで二点疑問がある。まず第一点は、需給ギャップと物価との関係において、これまで関数型で推計されている需給ギャップは、日銀の場合は10%程と言われているが、現実に物価が下げ渋っている状況との関係をこの関数で明確に説明できるのかということである。第二点は、そもそも需給ギャッ

プの推計をする際の非製造業のストックデータなども適切であるのかどうかという疑問である。特に、非製造業については、最近の新しい動きをフォローしきれぬのかどうか、大変難しい問題ではないか。要するに、現在の物価動向については、先行きは分からないが、色々な見方があることを問題提起したい。

三番目は非製造業の動きである。このところ日本経済の改革が海外からポジティブに評価されているが、この点に関しては株価だけでなく、資本提携や企業買収などを通じて外国資本の流入が起きていることも指摘しておきたい。すなわち外国資本が流入し、対内直接投資が急増している事実注目したい。直接投資の届出統計をみると、昨年度の対内直接投資金額は非製造業を中心に倍増しており、これには目下、注目を集めた金融や保険などの大型案件も含まれているが、その他にもサービス、商事、貿易などの業種を中心に約2.6倍と非常に大きな伸びを示している。今年度入り後もこの傾向が続いている。非製造業という括りは、非常に様々なものを含んでおり捉えどころがないが、GDP全体の約7割の大きさを占めており、これらの動向の影響は大きいと思われる。これまで規制業種が多く、価格競争が抑制されてきたために効率性が低いなど、構造問題が指摘されている。しかし、最近外資がこうした分野における日本市場の潜在的なビジネスチャンスを見出して進出してきていることは、非常に明るい材料としてポジティブに受け止めたい。これにより新しいマネジメントの手法が導入され、日本に経営革新が起きる、あるいは本邦企業にそれが伝播することに伴いさらに新しい活力が生まれるのではないかとみている。なお、非製造業に関連して雇用関係の指標をみると、常用雇用者全体ではマイナスであるが、非製造業の中で例えばサービス業などは雇用者数がプラスに転じている。新規求人もパートを多く含むサービス業や卸売業では増加傾向となっており、非製造業の経済活動は持ち直しているのではないかと思う。個人消費の最近の堅調な動きの背景として家計におけるパート収入を指摘したが、それらと符合する動きではないか。

最近の金融情勢については、執行部説明と概ね同様の認識である。こう

した中で一つ気懸かりなのは、無担コール市場残高の減少である。2月の金融緩和措置以降、無担コール残高は減少傾向を辿り、6月末には1月末対比で5割強も減少した約12兆円であった。その理由としては、潤沢に資金が供給される中で、コール市場における資金調達ニーズが大きく低下していることが挙げられる。執行部説明では、資金調達の最後の拠り所であるコール市場の残高が急減する現状にあっても、特に市場機能に支障が生じるようなことは起きていないということであった。しかし、これから年末にかけて2000年問題への対応などが視野に入ってくると、こうした傾向がそのまま続くかどうかは疑問であろう。このまま放置しておけば、市場機能が損なわれていくのではないかとこのことを指摘しておきたい。

#### 植田委員

余り新しい論点はないが、私なりに実体経済についての論点を整理したい。景気の現状は幾つかの要素が絡み合って決定されているが、97年後半からのいわば負の循環がまだ消えていないと思う。足許は部分的に打ち消す動きがあるが、利潤や賃金が弱く、マイナスの動きをしており、それがトレンド的には依然として設備投資、消費にマイナスの影響を与え続けている。次にリストラに伴うプラスとマイナスの影響がある。三番目に、現在は財政面からの刺激により景気が支えられている部分があるが、今後については不安が残っている。四番目に、金融緩和と資本注入により金融資本市場が良い反応をしている。それに伴いマインドの回復、コンフィデンスの回復のようなものがみられるが、それが今後の実体経済にどう波及していくかについては不確実性がある。さらに、世界経済の動向が大きな影響を与えることになる。

データの的に確認すると、公共投資、住宅投資は多少はっきりしない面もあるが基調的には取り敢えず強い。消費は雇用者所得の動向と比べると、頑張っている面があるが、一進一退の状況である。設備投資は先行指標、サーベイ等のいずれから判断しても、本年第1四半期の動きは一時的なものであり、基調は弱いと判断せざるを得ない。生産も横這いであるが、直

前の予想と比べれば少し弱含みの水準を辿っている感じである。従って、全体的に足許は極端に悪い訳ではないが、やや弱い方向のモメンタムが鮮明に出てきている気がする。株価上昇のみが一か月前と比べて明るい材料であるが、これは実体面の動きではない。今後は民需に持続的に強い動きに繋がっていく可能性が確認できないということで、景気低迷が続いたり、あるいはどこかで一段と悪化するリスクが依然として残っているとみざるを得ない。そのリスクが顕現化した場合には、株式市況が調整に入る可能性が高いと思われ、それが实体经济に悪影響を与える可能性も配慮しておかなければならない。私は景気が良くなる可能性がないと考えている訳ではない。ポイントとしては株価上昇に反映されているようなコンフィデンスの回復、あるいはその背景にあるリストラの好影響、これらが消費あるいは設備投資を刺激していく動きが起きてくるかどうかだと思う。

物価の動きについて篠塚委員も議論されたが、分からない点が色々ある。株価の動きと实体经济の関係、それを議論する中でリストラがどういう意味を持っているか、あるいは銀行による資金仲介がどういう役割を果たしていくかという観点である。株価上昇をデータで確認すると、今年の10月をボトムとみてそこから4割強、2月初からは3割強上昇している。これが維持されても景気を刺激しないとすれば、どのような金融緩和政策を採っても有効ではないような気がする。株価上昇が経済を刺激するルートとしては消費への資産効果があるし、あるいは株価上昇が将来の投資収益の上昇期待を反映しているとすれば、設備投資を刺激する。また、特に日本に特徴的なルートとしては、貸し手、借り手のバランスシートを改善し、やはり投資にプラスの影響を与える面が期待される。

やや定量的にこれを把握してみると、家計の保有する株式は3月末で60兆円強であり、多少タイミングが前後するが、株価は3月初めから3割前後上昇しているため、キャピタル・ゲインは20兆円程度になる。これをラフな計算ではあるが、5年間で家計が使うとすれば、1年当り4兆円の消費拡大効果がある計算になる。半分でも2兆円であり、雇用者所得の減少分を上回る程度のプラス効果ではないかと思う。勿論、株のキャピタ

ル・ゲインが入る人と雇用者所得が減少する人とは別であり、消費性向が違うため、現実にはそれ程大きくないかもしれないが、無視できない大きさである。金融機関の実質体力も株価上昇に伴い公的資本注入分を上回る程度に上昇していると思う。ただ、貸出は残念ながら余り伸びていない。借り手である非金融法人にとっても、キャピタル・ゲインはかなりのものであり、業況感の改善はサーベイ等にみられるものの、やはり設備投資計画には強い数字が出てきていない。

別の切り口であるリストラとの関連でこれらを見てみたい。リストラには雇用や設備の過剰部分を調整する面と、限られた資源を有効に活用する面がある。有効活用の部分は株価および設備投資にプラスの影響を与えると思うが、特に過剰雇用の調整について、若干乱暴な議論をしてみると、次のような見方もできる。「過剰雇用の調整が、役に立っていない人の解雇であれば、賃金は減少する一方、利潤は上昇するが、両者の和は過剰雇用を調整する前と同じであり、利潤の上昇分は株価の上昇を通じて結局は家計に帰属すると考えられる。」従って、分配効果等は無視すれば、家計の所得は全体としてはそれ程変わらず、消費へのマイナスの影響も大したことはないという議論も可能になる。一方で設備投資にはプラスの影響があり得ると考えると、余りリストラのデフレ効果について悲観的になる必要はないとまでは言えないにしても、デフレ効果を強調し過ぎるのは危険かもしれない。

最後に、銀行貸出、金融仲介の面で若干コメントしたい。資本注入、あるいは株価上昇に伴い金融機関の体力は回復してきていると思われる。しかし一方で、不良債権処理が継続していることや、——自発的な動きかある種の規制強化の結果かは別にして——借り手の信用判定を厳格化する動きがあることから、金融緩和が浸透して体力が回復している下でも融資が必ずしも伸びていない。ただ、足許では再生委員会等からの圧力もあり、多少量を増やそうという姿勢は出始めていると思う。それに関連して、従来の金融緩和局面では中小企業、非製造業が利子率の低下に感応的に投資を行なう形で貸出が動いていった訳であるが、現状では必ずしもそうでは

ない。その理由としては色々な構造要因がある。第一にその業態自体が構造不況業種的なところが多く、そうした悪い業態には、銀行は貸さない姿勢を強めつつある。また、そうしたセクターは総資産の中で土地を大量に保有していることである。土地本位制的な慣行の中でそうせざるを得なかった面があるが、地価が構造的に伸び悩む中でかえって重荷になっている。現在はそうした土地本位制的な慣行の下で存在していたプレミアムが剥落し、ある種の収益還元価値に地価が収束していくという構造的な動きが起きており、株価の動き程には地価に良い動きが出ていないのではないかと思う。その意味でも、土地市場に流動性を与える不動産の証券化等の動きが早急に進むことが期待される。最後に付け加えると、アメリカでも91年後半から景気回復の局面に入った訳であるが、銀行融資はほとんど伸びなかった。94年頃から漸く伸び始めており、マネーサプライのM2は、この期間平均で1%程度しか伸びていない。一方、名目GDPは92~94年にかけて5.5%伸びている。そうした状況が日本でも起きないとも限らない。アメリカでは例えばABS関係の伸びが著しく目立った。事情や意味の違いは色々あるが、日本でも銀行貸出に注目することが必要であると同時に、他の金融仲介チャンネルがいかなる動きを示すかも注視していく必要がある。

#### 藤原副総裁

前回決定会合から今日までの景気動向を巡る論議は、まず1~3月のGDP速報の評価から始まり、短観を注視するということになったと思う。短観については、回答したほとんどの企業経営者はGDPの速報を見てから回答している訳ではあるが、それに引きずられることなく、またマスコミやマーケットの醸し出すやや楽観的なムードにも引きずられずに自分の経営体験に即し、または自社の状況を見て回答している。その態度が足許の経済情勢は改善しつつあるというポジティブな側面と、しかし先行きは慎重にみなければならぬというネガティブな側面の双方を冷静に認識する結果となって現われたものと思う。具体的にみると、業況判断や足

許の需給判断、製品、在庫判断などのいわゆるマインドに即する面では景気下げ止まりの状況を言い当てている。しかし反面、各企業の雇用、設備の過剰感には変化がみられず、設備投資等の計数面からみた計画は依然慎重である。こうしたことを考え合わせてみると、今後の民間経済の自律的回復がはっきりとは展望できないことを示している。現に、最近の機械受注などの先行指標が必ずしも良くないこと、銀行貸出が伸びていないこと、さらには直接市場調達のボリュームもなかなか伸びないことなどの事実とも合わせてみると、そうした判断は整合的である。要するに、執行部が説明した経済情勢判断が至当と考える。

今後問題となるのは、短観における企業収益の下期回復予想や、最近の株価の上昇傾向からみて、現時点の企業経営者やマーケットの景況感が期待先行型であり、期待が先走っているようにみられることである。期待のみが上滑りしていくことは勿論危険が伴うが、反面、このエクスペクテーションはコンフィデンスの現われでもある。コンフィデンスの改善がいずれ個人消費や設備投資などの経済主体の支出活動の回復にとって最も重要な条件であることは間違いない訳であり、そうしたことが企業や家計のコンフィデンスの回復にどう繋がっていくかを注目していくべきである。

金融市場においては、景気についての悲観的な見通しは後退しつつあるようである。マーケットは色々な事態の推移に非常にナーバスに反応はしているが、しかし事実を確認する能力も備えており、かつレッスンも重ねてきていると思う。例えば、長期金利についてみても、この1か月間を振り返ると、結局は平静な姿に戻ってきている。また、株価は堅調を続けており、景気回復に向けてコンフィデンスの回復と並び重要な条件である金融市場の好環境も維持されてきている。この二つの条件であるコンフィデンスの回復と金融市場の好環境が今後の景気動向をみていくうえで、どのように維持されていくか、企業や家計の支出活動にどう影響していくかが大きなポイントになる。まず個人消費については、そのコンフィデンスの回復・改善と雇用・所得面からの下押し圧力とが闘ぎ合っている状況にあるが、その状況が当面続いていくのではないかと思われる。しかし、賃

金が下がり、夏季ボーナスの低下が明らかにマイナスになっている状況で個人消費の動向を検証してみると、一進一退という姿になっており、厳しい環境の下でなかなか健闘しているとも言える。企業のリストラ圧力が今後とも強まる中で、個人消費が大きく盛り上がることは期待しにくい、当面これ以上悪化しないとすれば、やはり景気の下支えの大きな材料になる。設備投資については、コンフィデンスの回復と金融市場環境の改善という二つの好材料が、中小企業の設備投資にながしかの影響を与えていくことも期待されるため、これも注目してみたい。

物価についての注目点の一つは、大きな需給ギャップが現に存在しているにもかかわらず、物価の下落テンポが加速していないことである。今一つは、資金需要が鎮静化している中で、マネーがかなりの伸びを続けていることが物価動向とどう関連していくかである。需給ギャップやマネーと物価の因果関係は必ずしも明らかではないが、現在のようにマネーが高い伸びを示し、大きな需給ギャップが存在する、そして物価は横這いで推移しているという三者の関係が安定的なのかどうか。何かのショックが起きれば、この三者のほかの何かが大きく変わっていくのかどうか、それも見定めていくべき点である。私共はデフレ懸念の払拭がはっきりと展望できるまでと言っており、デフレサイドに重点を置いて状況を判断しているが、仮に景気回復がさらに高まっていく場合には、これだけの潤沢なマネーサプライの下で、経済主体のインフレ期待や資産価格がどのような動きを示していくかという点にも留意していく必要がある。

#### 山口副総裁

私の現在の見方と注目したいと考えている点は以下のとおりである。第一に、現在のところ実体経済面の指標には、やはり国内民需の明確な立ち直りを示す指標は得られていないと思われ、村山調査統計局長の説明に違和感がない。篠塚委員から労働市場の状態を中心に最近の変化についてかなり肌理細かい話があったが、私は現在のところ雇用、あるいは個人所得のファンダメンタルズは良くないと考えている。その意味で、消費、設備

投資の立ち直りに先駆けて企業収益の立ち直りが実現する必要がある。

第二点として、金融資本市場の改善の動きが現在でも持続し、そこから実体経済面を刺激する力も働き続けていると思う。その意味で、私共が2月に採った措置の効果、資本注入の効果なども含めた政策面からの効果がタイムラグを置いて今後もまだ出てくる可能性を秘めている。そうした金融サイドから実体面に対する働き掛けの具体的な対応としては、既に委員方が言及されたところと余り大差ない考えを持っている。一つは株価の回復がビジネスあるいは消費者のコンフィデンスに与える影響であるし、金融機関における融資姿勢のなにかしかなの変化である。特に金融機関の融資姿勢については、まだ実際の数字に反映されるには至っていないが、今後それが今少し進展すれば、中小企業の設備投資を誘い出す可能性を秘めていると思う。それに対して大企業の設備投資は、先般の短観によれば今年度計画は大体-8%であった。ここまでくると、大企業については今年度は概ね勝負がついたと思うが、中小企業はまだ流動的な要素を秘めており、金融資本市場の状態にかなり影響されるのではないか。ただ、スプレッド貸出のスプレッド幅の動きが傾向的に拡大しており、キャピタルインジェクションが行なわれた後の銀行の融資態度を前向きにさせる効果と中期的に資産の整理とリターンを上げていく動きとが共存しながら出てきている状態である。従って、暫くは量を増やすという動きとスプレッドを確保したいという相矛盾する動きを両睨みで行なっていかなざるを得ないのではないか。このため、明確な動きが貸出の数字から出てくることは期待し難いが、ここ2年間の貸出市場の動きに比べると非常に大きな変化が出ているのは事実である。為替相場についても、昨年円安のボトム時に比べると約20%の円高になっている訳であり、このレベルであれば日本の輸出入全体にとって概ね満足できるゾーンの中には入っているのではないかと評価している。

第三点は物価だが、4~6月の賃金あるいはサービス価格の更改期をほぼ終えて、下げが大幅にならないことが明らかになってきたと思う。先行き財政面からの刺激がピークアウトするにつれ、総需要が再度弱くなってき

た局面では需給面から物価を下押す圧力が多少強まる可能性は十分予想される。しかし、昨年などを振り返ってみると、需給ギャップがあれ程急激に拡大しても生鮮食品を除く消費者物価はほぼ横這いで推移している。去年の場合は、まだ需給面から物価に跳ねるだけのタイムラグが十分に経っていなかったという事情はあるかと思うが、それにしてもCPIがほぼ横這いで推移し、これが今日に至るまで続いているという経験を踏まえると、年度下期以降、物価の低下圧力が増大しても現実にそれが大幅な物価下落に繋がる可能性は避けられるかもしれない。その点で、クレジットとマネーが対照的な動きをしているという話があったが、非常に乱暴に言えば、物価が現実に上がり始める場合にはクレジットの増加が伴う場合が多いし、そうした動きが恐らく一つの条件になるのではないかという気がする。逆に、物価が大きく下がるのを抑えるという意味では、流動性が潤沢にあるというマネーの動きの方が重要な意味を持つとも思えてならない。以前本会合で申し上げたとおり、流動性が潤沢にあることは在庫ファイナンスを容易にするとか、資産の投げ売りを抑えるような力になる訳であり、マネーサプライの伸びがGDPの動きを遥かに超えていることは物価にとっても重要な点ではないか。しかし、そうしたことを全部申し上げたうえで、やはり先般来議論しているように、物価がなぜ現在のように下がりそうで下らないのかについては、必ずしも理由がはっきりしない。今後もその点はよく分析を続けていく必要がある。

第四点目として、以上申し上げたことの全ての要になっているのが、現在のところ専ら株価の回復であり、これが今後どうなるのかが当面最も注目すべき点である。ここ数か月間の株価の回復の中でも、例えば銀行株が3割程度回復してきていることは、銀行株価がソルベントかインソルベントかを厳しく問われざるを得ないような状況から、公的資金による自己資本の強化に伴い立ち直ってきた動きを反映している訳であり、簡単に元に戻るとは思えない。しかし、株価全体としてはフォワードルッキングに動いており、その意味では今後の収益の回復次第だと考えられる。現在予想されている、あるいは企業が見込んでいる収益と金利水準からなるイール

ドスプレッドのようなものをみると、そう高くはないという解釈もできなくはない。もとより、イールドスプレッドが唯一の尺度でもないし、企業が見込んでいる収益自体がまだ非常に不透明な状態であるため、ここは余り楽観はできない。最近の市場には色々な理由で外人投資が流れ込んできているが、その中で例えばヨーロッパの構造改革は結局遅々として進まないが、日本はいよいよ本格的に進みそうだというパーセプションがかなり強く出てきているとも聞く。それはそうかもしれないし、そうではないかもしれない。これは長い時間の中でしか判明しないことであり、余りそうしたトーンが強くなってくると若干心配になってくる。従って、株価の動きの中にある脆弱性は脆弱性として見定めながら、株価回復の前提になる企業の収益力の強化に向けて、企業努力が緩むことがないかどうかを注目してみたい。

#### 後藤委員

6月短観の結果は要すれば景況感の改善に比べて設備・雇用の過剰感が依然強く、民需が弱いということだった。従って景気の底這いから底打ち、底離れということはまだ言えない状況であると判断している。鉱工業生産の4、5月、あるいは三次産業活動指数の4月は前期比マイナスである。植田委員から従来景気回復過程では中小企業が金利に感応的であったという話があったように、従来景気循環の回復過程では中小企業の設備投資が先導役を果たすことが多かったように思う。短観のみならず商工会議所の業況DIや中小公庫の売上高DI、商工中金の業況DIなどの中小企業関係はいずれも最近マイナスであり、冴えない状況である。現在の不況から脱出する場合、設備投資の増加を中小企業に期待するか大企業に期待するかについて、山口副総裁からは中小企業への融資の円滑化を通じてそちらに期待をかけるとの発言があったが、中小企業関係の動向をみると余り期待できないように思う。一つは各種の調査やアンケート結果が不冴えなことと、大企業は特に98年度に設備投資を抑え込んでおり、抑え込み方という点では中小企業よりも大企業の方が強いことである。仮に設備

投資の抑制過程から脱却することがあるとすれば、むしろ大企業の方が早いのではないかと私は考えている。

暗い点ばかりを指摘したが、4月から6月にかけての売上販売高の指標には、若干改善の色が見えている。短観の99年度の全産業、全規模の経常利益は4.5%の上方修正になっており、売上高は0.2%の上方修正になった。規模・業種によって異なるが、短観の全体から押し並べて感じられることは、売り上げの増加には余り大きく期待できない中で、リストラによる業績の回復を図っていくということだと思う。短観の数字は下期の回復期待を込めたものであるとも思うが、例えば法人季報の1~3月の数字でも、人件費などのコスト削減により売上高経常利益率の向上を図っていくとする姿はかなり明瞭に形成されていると見受けられる。設備投資の増加が業績の回復によって誘発されることを考えると、リストラの効果に期待が寄せられているのではないか。こうしたリストラが消費の抑制を招来することなく進み、企業の雇用調整や、賃金抑制の下で消費が持ち堪えられるかどうかは今後の問題ではないか。言い方を換えれば、消費が持ち堪えている間に設備投資の抑制や雇用リストラで先行している大企業や中小企業が収益を好転させられるかどうかは今後の問題ではないか。

幸い、消費については、日経の消費予測指数や消費者態度指数、あるいは消費水準指数等にマインド改善の動きが出ている。その背景には金融不安の解消や減税、株価上昇等の様々な要因が存在していると思う。今年の夏のボーナスは日経連の調べで-5.35%、日経新聞の調べで-5.85%であるが、ヒアリングによればデパートなどでは厳しさを覚悟していたボーナス商戦はどうか前年並みを維持できそうである。また、ボーナスの減少幅は、昨冬に本年夏のボーナスを決めた冬夏決定型の方が大きく、本年の夏単独決定型、あるいは夏冬を同時決定する夏冬決定型の方が小さかったと言われており、ボーナスの抑制にも多少底がみえてきた気がする。問題はこの消費が持ち堪えられるかどうかであるが、以前の本会合で全体としては所得環境が厳しい中で、所得階級別に消費の二極分化が起きているのではないかという議論が出た。私は家計調査で過去数年について五分位階

級別に実質消費支出の動きを月次と四半期別にトレースしてみたが、フロー所得の五分位階級では明確な傾向が出てこない。強いて言えば一番所得の低い層と高い層が足許消費が伸びており、中間層が伸びていないという結果になっている。五分位階層の中で一番所得の低い層の支出が伸びていることは、過去の貯蓄を使わずに消費を抑えていくだけではなく、先行きの景況感によっては貯蓄から消費に回していく動きがあり得ると思う。例えば、金融資産を多額に保有している人については、金利の先行きにより貯蓄から消費に回していく動きがあり得るのではないか。あるいは植田委員から家計が保有する株式のキャピタルゲインの指摘があったが、そうしたものがフローとして所得環境とは別に現在の消費水準にかなり影響を与えるのではないか。この辺は計数的に確定的なことが言える状態ではまだないが、リストラ効果が発現され、そこから設備投資が誘導されてくるまで、消費を支える様々な資産価格や景気の先行きについての消費者のマインドやコンフィデンスを上手に持ち堪えさせていくことが重要なことではないかと考える。

#### 武富委員

政策関連需要が減退し始める前に、国内民間需要の自律的な回復が定着するかどうかは世の中の関心事であるが、私はその二つを繋ぐものとして輸出の果たす役割が一つの着目点だと思っている。輸出を巡る海外の環境は、先行き半年程度を展望すれば割りと良好なのではないか。北米については日本の対米輸出品目の中のある種のものには先方の姿勢が大変厳しいが、グローバルに需要の強い情報通信関連に連なる半導体等の分野では特段摩擦的なことはなく、北米についてもある程度の期待はできる。加えて、アジアは大きな調整から立ち上がってきており、日本からの輸出環境としては良好である。アジア向け直接投資により既に操業している工場があり、そうした先との工程間分業が定着しているため、アジア全体の景気回復の中で対日輸入需要もそれなりに出てくる。アジアと双方向で貿易取引が拡大する。その程度は90年代半ばまでのような強いものになるかどうかは

別にして、日本の輸出環境は一頃に比べて改善していけると思う。この国際間分業の分野で摩擦なく拡大均衡的な貿易取引が増えれば、日本の輸出も輸入も増えるため、純輸出として成長率の嵩上げになるかどうかは必ずしも明らかではないが、少なくとも輸出企業にとっては採算改善方向でプラスになる。延いては国内民間需要の自律的回復に繋がる動きが出てくるとみている。

そこで輸出企業の輸出採算についてみる。マクロ的に国内部門と輸出部門のコスト構造を分解できないため、輸出向け製品と内需向け製品の費用構成は同じという前提を置く必要があるが、二通りの方法で輸出採算レートを試算してみている。色々な前提条件付きではあるが、現状の120円台前半のドル/円相場は、そうした試算に基づくと経常利益ベースでぎりぎり採算が取れるか、あるいは経常利益ベースではまだ採算が取れない水準であろう。企画庁が輸出企業にアンケート調査する輸出採算レートと私の試算レートには若干乖離があり、企画庁の調査の方が多少円高でも輸出採算が取れることになっている。これは恐らく予約をした後で、かつ社内為替なども勘案した後であろうし、個別企業が何をもって輸出採算と考えるか、場合によっては限界利益が出れば良いという考えでアンケートに答えているかもしれないため差があっても当然である。いずれにしても、現状程度の為替水準の推移で輸出が伸びれば、製造業にとって収益底上げ要因になるため、景気に対して限界的にはかなりプラスの要素として効いてくるのではないか。

大企業、製造業について法人季報ベースで分析すると、減価償却費、人件費がマイルドではあるが改善傾向を続けているため、売上が多少でも伸びれば損益分岐点比率も急速に改善する。フローベースの収益の伸び率は低い水準からではあるが、かなり高いものになり得るため、輸出増に伴い売上が増加してくれば、収益に対するプラス効果が限界的には十分発揮できるとみられ、その意味で国内民間需要と政策関連需要の狭間を繋ぐ輸出の動向に着目している。

景気は、下げ止まっているが自律的回復の展望はまだ確認できないとい

う金融経済月報に示された評価との関連で、荷動きに近いところの統計や実感を調査してみた。トラック交通量、あるいは倉庫の入出庫等の観点で物の流れを捉えると、まだ持ち直してきている状況にはない。むしろ若干水面下という感じであり、生産・出荷・在庫の統計からみたほぼ横這い、ジグザグという動きと概ね一致している。従って、民需の自律的回復がまだ十分には見え難い。しかし同時に、情報通信関連は、本年に入ってから昨年とは様変わりに良い動きもみられるし、この分野は日本電子機械工業会の予測などでも2010年には125兆円規模の市場になる見込みであり、短期・中長期的に民需回復の先端的な担い手になっていくだろうと思う。以前にも申し上げたが、ネットワーク化関連やデジタル家電関連は本年に入りアジア、アメリカ、日本、あるいは北欧、ヨーロッパとかなりグローバルに好調である。そうしたものの一部が日本にも好影響を及ぼしており、こうした先端的で伸びる分野、特に、インターネット関連、ワイヤレス関連等において技術的に進歩があれば、具体的な設備投資に繋がってくると思われ、目先ではないにしても、先行きに希望は持てる動きである。要するに、良い材料、必ずしもぴりっとしない材料がない交ぜであるが、そうした時期だけに、輸出で巧く繋いでいき、製造業、大企業に生まれつつある前向きなリストラ効果の火種を巧く育てていくことが重要である。これらは個人消費がその間持ち堪えてくれるという前提であるが、何とか持ち堪えてくれるのではないかと期待している。

篠塚委員と後藤委員が言われたことと同じであるが、私は世帯当りの実質可処分所得が必ずしも割負けせずに済んでいると思っている。物価が落ち着いている中で減税があり、パート等のプラス $\alpha$ の家計収入もあるため、世帯単位で消費行動を考えれば、それほど割負け感がない。また、この不況の過程で身構えて積んである潜在的な購買力があり、良い商品が出てくればそれをある程度は取崩して対応するような余地が家計にもある。そうしたプラスの面にも過不足なく目を配りながら現状と先行きの景気を良くウォッチしていきたい。

### 三木委員

実体経済については、依然として明と暗が入り交じった斑模様の底這いの状況である。民需主導による景気回復へのシナリオがなかなか描き切れない局面である。明暗という事象を別の切り口からみると、二極分化していることが特徴である。こうした見方を特に強調したいのは、景気が明暗入り交じった二極分化の様相を強めている局面では、マクロの景気指標のみからは景気判断を見誤る恐れがあるからである。景気全体の方向感を判断するためには、実体経済の現場の動きを注意深くみる視点が要求される。具体的にみると、エリア別、業種間、企業間、あるいは商品間といった切り口で二極分化が生じている。エリアという切り口では、例えば大阪を中心とする近畿圏は暗の部分が多く、取り残されている。業種間では、篠塚委員や武富委員も言われた情報通信関連、外食産業、娯楽産業、レジャーランド、スーパー等は好調であり、建設投資に前向きになっている。同じ業種の中でも好調企業と不調企業に二極分化している。一例はプレハブ業界であり、全体としては非常に好調だが、個別にみると4月以降は大手4社の中で大手1社が一人勝ちの一方、他の3社は前年並みかマイナスに陥っている。商品間ということで自動車であれば、軽は好調ながら小型乗用車は不振であるし、同じ小型乗用車の中でもトヨタのヴィッツのみが売れている状況にある。

景況感の変化については、前回会合までは明の部分が徐々に増えてきたと申し上げてきたが、ここにきて一時停止している。1~3月のGDPは前期比プラスになったが、これを受けて現在は踊り場の状況にあり、9、10月に巧く繋がるかどうかは現時点の最大の問題かと感じている。7~9月にかけての生産は若干増える見通しにあるが、武富委員からも指摘があったように、公共投資と住宅投資に加えて東アジアの景気回復に伴う輸出の増加と在庫調整の進捗が生産を支えており、決して内需により支えられている訳ではない。民需の自律回復メカニズムの確たる兆しが見えないが、最大のポイントは個人消費と設備投資の動向だと思う。

個人消費については消費選別の時代に入っており、消費が構造変化を起

こしている可能性がある。自動車の例でいえば、売れ行きが軽は良く小型車は悪いという構造自体を消費行動の構造変化という側面から捉えていかなければならない。従って、消費者ニーズの構造変化を捉えて、的確に需要ニーズを掘り起こす新商品、新製品、新技術の開発に繋げることが不可欠であり、企業の自助努力において需要開拓を行なっていかなければならない。第二点は、雇用所得に対する不安感である。雇用と賃金が綱引きの状態にある中で、この4月の春闘、夏のボーナスでは雇用を選択し、今は賃金が下がるという局面になっている。賃金の低下を甘んじて受け入れられているのは、物価が安定しているからである。ただ、構造調整に伴う雇用調整は相当長引く見込みであり、少なくとも3年は要するだろう。結局設備の廃棄なり集約が遅れるため、人を削減するのも遅れ、失業率が急激に悪化することはないと思われる。逆に言えば、ソフトランディングでは、良い面もあるが、先送りという局面にきてしまっていることでもある。その意味で、雇用と賃金の綱引き状態は持続し、個人消費はどうしても抑制的にならざるを得ない。ここでは減税効果の意味がやはり非常に大きいと思う。三番目は、金融システムの安定化に伴い、消費者マインドが大きく改善した訳であるが、年金改革法案が今後国会で審議されるような状況の中で、社会保障、あるいは年金等について将来の生活に対する漠然とした不安感がまだ根強く残っており、どうしても個人消費には抑制色が強まることになる。こうした三点を踏まえると、個人消費リードによる景気回復のシナリオは描き難いと言わざるを得ない。設備投資については、過剰設備を廃棄する構造調整問題を抱えている訳であり、しかもこれは長引く情勢にあるし、企業財務のストック調整が行なわれつつある。さらに経済全体の需要がなかなか盛り上がらないということであれば、設備投資の意欲は出てこないと言わざるを得ない。

以上を総括してみると、プラスと考えられるのは次のようなことだろうと思う。個人消費は明暗、斑で一進一退であろうが、減税効果の出方が期待される。生産は東アジア経済の回復に支えられた輸出の増加と在庫調整の完了から、7~9月に向けて上向くと思われる。企業収益は生産の上向き

を含めて回復の方向にある。株価は回復の方向にある。これらを受けて、企業の業況判断も改善の方向にある。国内卸売物価は下げ止まっており、価格の値上げ環境が漸く整い、値戻しの方向にきている。消費者物価は横這いであり、デフレ・スパイラルは回避できた。一方、マイナス面は来年1月以降の公共投資玉切れによる段差の問題である。また、構造調整が長引く中で、設備投資はなかなか出てこない。雇用・所得問題も長引くため、個人消費は防衛型をなかなか脱し切れないことである。こうしたプラス、マイナスを含めて先行きをみると、年内は公共投資と住宅投資、さらに東アジア経済の回復による輸出で下支えはできるし、また個人消費は下げ止まったとはいえる。さらに民需主導の回復にスイッチすることが景気回復パターンであろうが、そうした状況になるかどうか、現在はまだ確たる兆しがみえない。

企業金融の面では貸出は正常化に向かいつつあるが、資金需要が低迷しているため、貸出ボリュームは伸び悩んでいる。従って、スプレッドの引き上げ交渉は難航している。特に、大企業とその連結対象先ではそういう状況にある。貸出約定平均金利が横這いの形になっているのも、大企業と中小企業向けの構成比の影響が大きいと感じている。また、現在の銀行が本当の意味での信用仲介機能を回復し得ているかどうかについては、若干疑問視せざるを得ず、特に中小企業向けでは貸し渋り現象がなお残っている。公的資本投入後も、銀行の融資現場ではなお自己資本比率規制と融資の増加は二律背反という呪縛から逃れ切れていない感じがしている。各行とも再生委員会に提出した貸出枠とその中小企業向け貸出の達成に苦慮しているのが実態であろう。資金需要の低迷に加え、不良債権処理が完全に終了しておらず、将来の自己資本毀損懸念がまだ拭えないため、貸出機能が完全な正常化に至っていないのだと思う。さらに、企業はグループとしての負債圧縮に動いており、手許流動性の取り崩しも4、5月に行なわれて一服しているが、今後一段と進むとみられる。連結決算の導入を機に、大企業である親会社が中小企業である子会社の資金管理を一括して行ない資金効率を高めようという動きになってきており、中小企業への貸出が

大企業への貸出に替わっていくと思われる。中小企業向けにはなお貸し渋りが残っているとみられるのは、リスクテイクの面から信用リスクのグレーなゾーンにまではなかなか踏み込めない金融機関の姿勢を現わしている。

金融資本市場については、マーケットにおける最大の問題はやはり長期金利の先行きの動向である。マーケットでは、公共投資による景気下支え効果が減衰するとの見方が強まっており、補正予算による景気挺入れ議論を背景に国債の需給悪化懸念から長期金利の上昇は避けられないだろうという見方が依然として多い。第二に、2000年問題を背景として、タム物金利に上昇圧力があることである。従って、今後はオペの期間を長くする調節等も考える必要があるのではないか。三点目は、最近のマーケットにおけるクレジット・スプレッドの動きである。一つはCPと事業債の発行金利とTB、JGBとの格差がさらに縮小しつつあり、事業法人の信用リスクに対する警戒感の希薄化現象が一段と進行している点である。また、金利のスワップ市場では、ここ数か月拡大基調が続いてきたスワップ金利とJGBの格差が一段と開いている。これは理屈のうえでは銀行の信用リスクの高まりを示唆する現象であるが、事業法人の信用リスク低下現象とは逆の動きであり、この辺も注意深く見ておく必要があるのではないか。

#### 中原委員

景気動向指数の5月分が出ているが、結果は非常に芳しくないものであった。景気の上方への転換点は少し遠のいたと判断する。まずDIからみると、先行指数は3月から5月までは63.6%、55.6%、64.3%と3か月連続して50%を超えていた。一致指数は2月が63.6%、3月が72.5%と50%の上を出てきたが、直近の4月は20.0%、5月が37.5%と50%を割ってきた。過去の景気後退期における先行指数の先行期間は1か月、一致指数の平均退期は1か月の遅行である。CIでみると、先行指数、一致指数ともに上方への明確な転換は観測されていない。因みに、景気後退期における先行CIの先行期間は5か月、一致指数の先行は1か月であるが、C

Iの先行と一致の両方の変化率をいわゆるスムーズ・シックスマンズ・レイシオで計算すると、3月と4月には谷を確認する信号が出ていたが、5月にはそれが完全に消えてしまった。従って、現状においては景気の上方向への転換点は全く出ておらず、少し先へ遠のいた感じがする。GDPが仮に4~6月に多少でもプラスになれば、GDPは二期プラスになるが、四半期GDPの対前年同期比率を三項移動平均すると、昨年 of 年末頃に底が入ったような計算になっているものの、これも今少しみてみないと分からないと思う。従って、5月の景気動向指数から観測されることは、景気の反転上方転換が遠のいたという判断である。

次に、短観で大変大きな問題を見つけた。その一つは雇用判断であり、雇用の余剰感が3月の調査時点と6月の調査時点でほとんど変わっていないことである。さらに3月の見通しと6月の見通しを比較してもほとんど変わっておらず、雇用の過剰感はほとんど減っていない。見通し同士で比較して2、3ポイントの差しかない。実数でも、例えば1999年3月末は前年同期比で大企業は僅か1.5%しか減っていない。中堅企業が1.4%、一番減っている中小企業でも2.9%の減少である。従って、雇用のリストラチャリングはほとんど進んでいないことが短観から窺われる。これは大変に問題である。今一つ短観で問題なのは、売上高と収益計画である。私は長い間経営者として特に経理財務を担当してきたため、数字をみるとかなり分かるが、例えば大企業の製造業は上期の売上を上方修正した一方で、経常利益は下方修正になることが問題である。さらにシリアスなのは、売上高経常利益は本当に景気の良い時で大体5%が相場であるが、下期の製造業大企業の計画をみると4.44%である。これはバブル期を除いた過去が一番良い時の数字に非常に近い、例えば79年度が4.84%、84年度が4.76%であり、今回の短観にある見通しはほとんど実現不可能と判断せざるを得ない。中堅企業の製造業は4.34%となっており、これはバブル時代の89年を除くと過去のピークである。このようなことはほとんどあり得ないと経営者出身として判断する。従って、下期の収益予想はほとんど画餅に帰すと思っている。やはり短観との関連で申し上げると、中小企業が

悪いことが非常に痛感される。最近出ている幾つかの数字については、中小金融公庫の調査は5月、6月とDIが連続2か月下がっている。日本商工会議所の調査も5月、6月と連続2か月下がっている。地銀の地方経済天気図も景況感が余り良くなく、良いのは公共投資だけである。DIは4月が74.6%、5月が77.8%、6月は50.8%と落ち、7月は56.3%である。7月というのは実は6月であり、6月の請負金額が持ち直したためである。設備投資は抑制傾向が続いているし、個人消費は衣料品、食料品を中心に不振である。輸出は機械を中心に低調である。明るさは公共事業だけに止まっている。景気は足踏み状態にあると判断しているが、それが非常に典型的に現われている例である。

唯一の望みは前向きの事業として例えばシルバー関連や地方で介護関連ビジネスが出てきたとか、情報通信関連が伸びてきていることであり、それ以外は余り大きな材料はないと判断している。消費については、一人当たりの名目賃金が全産業で昨年の10~12月が-2.3%、本年1~3月が-1.5%という水準であるし、就業者数も前年同期比で1%減っているため、雇用と所得という面では希望が持てない。企業の努力により平均消費性向を如何に上げられるかしかないと思う。公共投資については執行面はさて置き、GDPの面ではほぼ良いところは出尽くした。事実、本年の1~3月は前期比+10.3%であるが、その前の10年10~12月も+10.6%である。2期連続で10%超えたことは史上初めてだそうであり、なかなか大変なことになると思う。一番懸念しているのは輸出であり、実は皆さん方と全く意見が違ふ。4月、5月の通関を均してみるとアジア向けは確かに2.8%増えているが、EU向けは-4.5%、アメリカ向けは-1%で、全体で-1%である。アジアは秋から落ちてくると睨んでいる。一番大きな理由は構造調整が終わっていないことであり、回復は本物ではない。株式市場も好調であるが、小さなマーケットに外人がどっと入ると急騰するのは当然である。ヨーロッパは良い国を強いて探すと、ポルトガルとアイルランド程度であり、イタリアも悪いし、フランスも悪くなってきた。ドイツはフランスよりは良いが必ずしも良くなく、イギリスは循環的に落ちてきた。従っ

て、ヨーロッパも楽観を許さず、輸出にも不安がある。

今後のサプライズの一つは原油価格である。これまで何回も原油価格が本年の世界経済の最大のサプライズになるだろうと申してきたが、実際アメリカのWTIが20ドルを超えてきた。IEAの調査によれば、第3四半期の在庫が1日当り160万バレル減り、第4四半期もさらに減るということである。これはOPECの減産もあるが、在庫を置かないで右から左に買うというメジャーの戦略も効いており、原油の上昇局面で原油価格の上昇に拍車をかける恐れがある。3月に減産を合意をし、210万バレル/日の追加減産をしたが、6月のOPECの減産達成率は91%であり、悔むことはできない。下期にかけてさらに騰勢を強める可能性が十分にある。

第二のサプライズは中国である。中国の問題で一番大きいのはやはりデフレであり、非常に深刻なデフレが進行中である。例えば、CPIも98年頃からマイナスに落ち込み、現在は-2%近くまで落ちている。勿論、PPIもRPIもマイナスである。この一番大きな原因は供給過剰であり、国有企業や外資、合弁会社が入り乱れて供給過剰に陥っているためである。現在のところ解決する見通しが無い。そうした中で、中国政府は一生懸命財政支出をしているため、これもなかなか大変である。同時にストック調整を行えば、大量の失業者が出る訳であり、朱鎔基首相はこれまでの改革を本当にできるのか、放棄するのかという、非常にシリアスな局面に追い込まれている。従って、中国は10月1日の建国記念日以降、急速に悪化する可能性がある。人民元の切り下げも当然話題に上っていく可能性がある。さらに、李登輝が中国と台湾との関係は国と国との関係だと発言したことである。これがどうなるかも予断を許さない。北京筋の話では、中国と台湾間の交流を止める、台湾を訪問する予定だった中国の汪道涵の訪問が中止となっている。9月に入る前に何らかの軍事演習を行なう可能性も残っており、10月1日にかけて中・台関係は非常に緊張すると思っている。今一つ中国経済で見逃せないのは、3年振りの洪水が襲ってきていることであり、特に揚子江が大変な洪水になっている。これが中国の経済に

非常に大きな打撃を与えている。

第三のサプライズはラ米、特にアルゼンチンである。10月に大統領選挙があり、それまでは各候補者が例えば外国の債務を返済しないと色々なことを言っている訳である。そうした中でラ米、特にアルゼンチンが動揺すれば、同じカレンシーボードを採っている香港に伝播する危険性もあるため、下期の国際政治・経済情勢は非常に波乱含みである。

#### 速水議長

金融経済情勢について、追加的なご意見、あるいはご議論があれば自由にご発言下さい。

植田委員は米国景気は91年に回復したのにもかかわらず、92、93年は貸出が伸びていないと述べられたが、他の仲介機能がどのように機能していたのか。確かに91年から景気は良くなったと思うが、当時はまだGDPの伸びもそう大きくないし、クリントン政権の初期において財政赤字や経常収支の赤字縮小など構造改革が徐々に実り始め、また、レイオフや企業からスピアウトした労働力が西部に移り電子産業、情報産業等が始まっていった初期の頃ではないかという気がする。財政も経常収支も引き続き赤字であり、日米財界人会議などではアメリカから色々注文を付けられた時期だったと思うが、そうした中で貸出の方はどうなっていたのか。

#### 植田委員

米国の景気は91年後半から回復に向かい、92、93年にはそこそこ回復した。この時期を取り上げた理由は、現在の日本と同様に銀行セクターの問題が不況の一つの要因、あるいはそれを深刻化させた一つの要因であったため、似たような構造を抱えている日本にとって不況からの立ち直りに何か示唆が得られるかもしれないという問題意識があったからである。当時は、銀行部門に対して色々な対策が打たれ、景気も92年から回復に向かったが、銀行貸出が伸び始めたのは94年に入ってからである。銀行部門の貸出が景気回復をリードしたというよりは、他の理由で景気回復が進

んだ後で銀行貸出も漸く回復したイメージである。その間、最初に住宅投資、遅れて消費・設備投資が増加した訳である。当時の資金調達を何がファイナンスしたかは十分調査できなかったが、92、93年辺りでは貸出はほとんど伸びておらず、大きく伸びているのはアセット・バック・セキュリティーズの発行者の資金調達である。これには背後で銀行が絡んでいたと思うが、銀行本体ではなかった。従って、日本に直接対応関係があるということ述べた訳ではない。

速水議長

ABSは以前から活用されていたのか。

植田委員

ABSは以前からあったが、この時期に急速に伸びている。従って、日本でもこうした部分が伸びるか、銀行貸出が伝統的なパターンでファイナンスしていくかのどちらかだと思う。

速水議長

当時は増税を行ったり、公務員を削減したりした時期であり、財政収支を良くしようという動きはあったと思う。

植田委員

リストラや雇用が伸びない中での景気回復という局面であり、本当に銀行貸出が伸びていなかったのかもしれない。

武富委員

リスクファクターとして中国を相当強く意識しなくてはならないという点について、中原委員と似たような感じを持っている。政治向きのことは知らないし、本会合で発言するのも適當ではないが、国営企業改革を厳しく行なわなければならないこととの関連で社会不安の火種が相当ある

ように聞いている。例えば、定年退職の年齢が男女とも大幅に引き下げられ、男女平等のはずの中国で女性の方が男性より平均的に10年程度早く退職しなくてはならないし、しかもその退職年齢が45才に切り下げられたそうである。建国記念日までは人民元も切り下げない由であるが、そうした背景の下で万が一人民元が切り下げられた場合、円に対してはいかなる影響があるのかを考えておく必要がある。かつてアジアで何かことが起きれば円安になったし、中原委員が言われるように原油価格が一段と上昇するとすれば、その限りでは円安要因であろう。従って、悪い形でデフレ懸念が払拭できるというシナリオもある訳であり、そうしたリスク懸念との絡みでさらに多元方程式を解くようなことを検討していかなければならないという感想である。

#### 中原委員

第四のリスクはアメリカの株式である。これはいつどうなってもおかしくない。過去の例は87年のアメリカのブラックマンデー、89年の日本市場であり、当時は長期金利と株が同時に上がってしまったケースである。現在のアメリカの長期金利は6%を出たり入ったりしているが、崩れるとすればやはり長期金利が上がる時ではないかと思う。私は以前年末までには多分6.5%まで上がるであろうと申し上げたが、長期金利と株価の動きには気を付けておかなければならない。今一つアメリカの株価が頭を抑えられていると思うのは、国民総生産の分配である。法人の税引き前利益が国民総生産の中で占める比率は、ピークが97年の第3四半期の13.8%であるが、現在は下がってきており、本年第1四半期では12.8%となっている。ピーク時に13.8%まで上がったのは、例えば92年の第3四半期に67.6%あった人件費を64.8%まで抑えたとか、純利子支払費比率を90年第1四半期の4.8%から昨年の第4四半期には2.0%にまで下げたためである。その後、国民総生産における税引後利益のシェアは97年第3四半期をピークに下がってきている訳であるが、人件費の圧力や長期金利の圧力が加わってくるために、頭を抑えられているのではないかと思う。また、

F R Bが持っているE P Sと10年債の利回りのモデルを若干使って計算すると、S & P 500ベースで本年の7月9日段階での過大評価が69.2%、87年のブラックマンデーの直前が59.6%である。昨年5、6月の直前が31.5%であり、相当オーバーヒートしているといえる。これが第四の国際的なサプライズである。

日本の株式市場については、私は昨年10月に底を入れてから上げてきて、4~6月のどこかで頭を打つだろうと申し上げたが、1か月延びた。恐らくピークは1万8,500円内外であり、この2週間がターニングポイントとしては危ない時期ではないかと思う。

(午後2時27分中断、午後2時32分再開)

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

次に、当面の金融政策運営方針について意見を賜りたい。篠塚委員から願う。

篠塚委員

デフレ懸念は完全に払拭されていないものの、2月の緩和措置時点と比べると、最近は先行きに対するダウンサイド・リスクがかなり小さくなりつつあるとみている。まず第一点は、金融再生法や早期健全化法の成立とその実行、さらにゼロ金利政策の効果もあり、このところ株価が堅調な動きを示しているほか、企業金融についても一頃の逼迫感が緩和していることなどから、金融面で前向きの変化がみられ始めていることである。そうした動きが持続できれば、企業や家計のコンフィデンスの改善に繋がり、実体経済面への前向きな動きが出てくるのではないかと、前回の会合時よりも強く期待できるようになったと思う。

二番目は、物価指標の中で卸売物価、消費者物価ともこのところ落ち着いた動きを示していることを評価し、かつ鉄鋼、非鉄、セメントなどの素

材商品を中心に在庫調整の進捗が進んでいる状況を見て、先行きに対するデフレ懸念の払拭の展望が徐々に拓けてくるのではないかと考えている。

三番目は、こうした最近の金融経済情勢の変化を踏まえると、これまでの会合で申し上げてきたゼロ金利政策の副作用を甘んじて受けること、ゼロ金利政策を継続することが果して妥当かどうか疑問である。副作用として挙げていた点は、第一に超低金利政策に伴う家計部門へのマイナスの影響、二番目に構造改革の痛み止めである超低金利が却って構造調整を先送りしている、あるいは先送りする所以になりかねないこと、三番目に市場参加者等にモラル・ハザードが発生するリスクがあること、四番目に金融緩和観の行き過ぎにより金利のプライス・メカニズムが弱まることなどである。ゼロ金利政策が長期化すればするほど、こうした副作用が大きくなるのではないかと考えている。以上の理由から、金融政策運営をゼロ金利を実施した直前の2月12日以前に戻すことが適当である。

因みに、1年物インプライド・フォワード・レートなどをみると、このところ市場参加者が本行のゼロ金利政策の修正予想をある程度織り込み始めていることが窺われる。こうした中で、ゼロ金利政策を引き延ばすことは、結果として変更時の潜在的なショックをより大きくし、政策変更を一段と難しくするのではないかとと思われる。ただ、2月12日以前の政策運営に戻すとしても、オーバーナイト・レートを0.25%前後に調節する訳であり、依然として超低金利であることには変わりがない。私の政策判断としては2月12日以前に戻したい。

#### 植田委員

実体経済の判断としては、足許は下げ止まりの傾向がみえているが、先行きは非常に不透明である。デフレ懸念は明らかに残ると考えており、ゼロ金利政策継続という現状維持を支持したい。

これと関連して、債券市場の動きについてコメントしたい。長期金利は6月以降、平均してみれば大した動きではないが、若干ボラタイルな動きを示した訳である。この間の動きに関する限りは、金融市場局の調査・報

告、クイックの調査等をみても、景気動向に関する見方が振れたことに伴い将来の金融政策変更予想等が発生し、それらを支配的な要因として金利が動いたようにみられる。少なくともこの要因が支配的である限り、要するに持続的な景気上昇期待が生まれ、仮にそれが正しいものであり、金利が上昇するというのであれば、それは放置すべきであるし、止めることも難しいと思う。一方、実はデフレ懸念が残っているのにもかかわらず、一時的な根拠のない心理、あるいは一部の指標に反応して景気上昇への期待が生まれ、長期金利が一時的に上昇する場合には、我々の景気に関する見方を短期金融市場に対する関りを通じて強く出していくことにより、長期金利の上昇を一時的なものに止めることが出来ると思うし、そうしたことが過去1か月強の動きの中である程度分かったのではないか。言い方を変えたと、長期金利はマーケットで決まるものであり、時々変な方向に振れることはあるが、正しい方向を段々と模索し、収束していくものである。その収束のプロセスは速い方が望ましいが、我々が徒に直接介入すれば、却って失敗してしまう可能性が高いのではないか。むしろホームグラウンドであるマネーマーケットで我々の見方を示すことの方が、長期金利が正しい水準に収束していくプロセスを健全な意味で速める効果があるのではないかと思う。ただ、今日の長期金利上昇はクイック等のニュースによれば、やはり国債増発懸念のようである。これについても、基本的には同様のことを申し上げたい訳である。

#### 藤原副総裁

これまでの金融緩和策は景気回復の環境を整備するという点で効果を挙げてきている。依然として民間経済の自律的な動きが明らかにならない以上、政策は現状維持でいきたい。

篠塚委員からゼロ金利政策についての副作用の指摘があったが、この問題は非常に難しいと思う。確かに、家計のマイナスなど所得配分上の問題や構造調整を遅らせるといった問題はあるとは思う。しかし、日本銀行はこうした問題も承知したうえで、メリット、デメリットを勘案した総合的

な判断として低金利で経済活動を支えるという選択をしていることを国会等を含めた内外に表明している訳であり、そのメリット、デメリットを勘案した結果の効果が挙がってきている。また、ディレクティブには市場の機能に配意しつつとして市場への影響を慎重に測って行なうことを謳っている。従って、市場の流動性リスク意識が低下しているとか、信用リスク・プレミアムが縮小しているという点も指摘されているが、達観すればゼロ金利政策は、そうしたことを一種の狙いにして、金融仲介活動を活発化させようとしている訳であり、全てを単純に副作用と言い切ってしまうこともできないのではないか。結局、金融緩和の副作用とは、緩和策が行き過ぎた場合に将来の物価や経済の安定を損なうリスクに帰着するのではないかと思う。過去における過剰流動性の創出や列島改造、さらにはバブルの発生等は、教訓として残っている。従って、金融緩和の副作用を極力少なくするという事は、今後政策決定を行なうべき時には、遅滞なく果敢に行なうということに行き着くのではないか。

その意味で、これまで日本銀行が採っている金融緩和策の条件は「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」になるまで現在の政策を続けるということである。あくまでも「デフレ懸念の払拭が展望できる情勢」が見極められるまでという、「展望できる情勢」にゴールがあり、巧く表現されていると思う。もっとも、こうしたことを語気を強めて言わなければならないように、不明瞭ではないかという意見も世間からは聞かれてくる。しかし、「展望できる情勢」を何かの指標をもって、数字や計数等でシングル・アウトして明示することはできない訳であり、全体をみながらということになる。今後とも解釈を巡って色々な意見は出てくるであろうが、一旦決めた表現は当面変えることなく、政策の意図については金融経済月報や議事要旨を通じて、または色々な機会に世の中に説明していくということだと思う。現状維持である。

#### 山口副総裁

私も現状維持で考えている。年度下半期以降に経済が再度弱くなるリス

クがまだまだ残っており、当面はそのリスクに焦点を当てて、これまで行なってきた政策を揺るぎない政策として改めてこの時点で表明した方が良いと考える。

各委員方から色々なリスクについての言及があった。アメリカの株価や中国リスクについて二、三の委員方から指摘があったので、一言だけ述べておきたい。私はそうした面に大きなリスクというか、潜在的なリスクがあり得ることについては全く同感であるが、当面の金融政策を議論する場合には、そのリスクの性格の違いに注目することも同時に必要ではないかと思う。例えば、アメリカの株価が高すぎると言われてから相当の時間が経っている訳であるが、それがいつ転換点を迎えるのか、その後どのような状況があり得るのかは全く分からない。そうした状況が現実のものになってしまった局面で対応するしかない性格のものではないかと思う。

中国のリスクは、それに比べて多少性格が違っている。中国経済のスローダウンやデフレ的な傾向は少し以前から現実に進行中であり、当然日本とアジア諸国における貿易のデータの中に既に反映されつつあると思う。一方、中国当局が通貨政策をどのように考え、決定していくかは同じ中国リスクの中でも多少性格が違っている。仮に人民元の切り下げがあれば、当然色々な形で波及的な影響が予想されるが、それが起きるのかどうか、起きればどうなるのかはアメリカの株価を考える場合と問題が似通った性格を持っている。従って、実際にその一端が既に発生しつつあるようなリスクと、いずれは起きると考えられるが、そのタイミング、度合い等について予測の範囲を越えているようなリスクとはやはり区別して考えた方が適當ではないかと思う。

#### 後藤委員

金融調節方針については、現在の思い切った緩和方針を維持するということである。関連して、二点だけ申し上げたい。一つは執行部から説明があったように、ユーロ円金先6か月物が景況感の変化と2000年問題との両方が絡みながら上昇していることである。あくまでも今後の状況推移を

みながらではあるが、9月頃になると年末越え資金への対応、あるいは長目のターム物金利への対応を考える必要が出てくるかもしれない。そして、それが植田委員が言われた長期金利の問題とも絡んでくるかもしれない。

また、長期金利を1年物インプライド・フォワード・レートに分解すると、1~3月のGDP発表前に比べて、中長期の部分は概ね横這いであるが、1年先から3年先の比較的短期のゾーンが大きく上昇しており、いわばゼロ金利政策の修正をこれまでよりも高い確率で織り込むような金利形成になってきている。これについても執行部から説明があったが、現在のところはゼロ金利長期化予想の部分的巻き戻しであり、許容範囲内とみておいて良いだろうと思う。

#### 武富委員

現状維持で宜しいと思っている。

#### 三木委員

私も現状維持である。前回も申し上げたが、金融政策で重要なことは判断のタイミングであると思う。過去何回かの転換期において、結果としては本行はタイミングを誤ったと言われている訳である。経済界並びに国民から「今度こそ日銀はタイミングを間違うな」という強い声が出ていることを常に念頭に置き、我々は政策判断に臨むべきである。

実体経済は、底這い状態を脱しきれない状態が続いている。しかしながら、このところマインド面では経済の回復期待が先行し始めている。このように実体経済の回復に先行している部分がある場合には、市場の過剰反応というリスクを避ける注意がやはり必要だと思う。金融政策としては漸く出かかっているコンフィデンスを引き続き暖め続けると同時に、経済が自律的回復メカニズムへ移行するプロセスのための環境作りを行なうことが非常に重要である。それが現段階で金融政策面から出来る最大限のサポートになる。従って、現在はこれまでの政策を動かさないことが大事である。

山口副総裁の言われた、「現実はその一端が既に発生しつつあるリスク」を議論すべきだという意見については、私も賛成である。ただ、実体経済に及ぼす影響を考える場合には、日本の置かれている立場は中国を含めた東アジアという完全なワン・マーケットの中にある訳であり、それらの金融問題も含めた実体経済の動きは無視できないと思う。これは「予測の範囲を越えているリスク」ではない方のリスクだろうと思う。中原委員、武富委員が言われていたが、中国の問題は相当念頭に置いたうえで、その実態をみるべきである。

#### 中原委員

私は物価目標付きのマネタリーベース・ターゲティングを提案する。日本にとって、景気回復がはっきりしない時にプリマチュアリーに円高になる、あるいは長期金利高になることが一番危険であり、特に長期金利については国債需給の影響が非常に大きいことである。需給の面については、もともと実務家出身として重視する訳である。3月末の政府債務は437兆円とGDPの88.5%であり、地方を含めると120%前後になる。過去の例ではイタリアが1994年に政府債務だけで111.6%であったが、それに近づいてきているし、名目GDPに対する一般政府財政支出の比率も99年度は-7.8%の予想と伺っており、長期金利の動きは決して楽観できない。本年2月に10年物の先物が2.44%をつけたが、恐らく秋にかけて再騰し2.5%にいくとみている。多分そうなると思うので、長期金利に対する手当を十分に考える必要があり、マネタリーベースを十分に拡張し、それを防ぐことが必要である。

一番重要なことは、自律的な回復がなかなか思うようにいかない訳であり、これをもう少しプッシュするために現在の硬直化した金利誘導からレジームを変換する必要がある。プリマチュアリーに円高と長期金利高が起きることを避け、同時に自律回復力の弱い中であって、財政政策との相乗効果を働かすという意味でマネタリーベースのターゲティングを提唱する。

速水議長

それでは、議論に入る前に私の見解を申し述べさせて頂く。結論から申し上げますと、私も当面の金融政策運営については現状維持で臨みたいと思っている。

景気については、足許は下げ止まっているが民間需要に自律的回復のはっきりした動きがみられないという大方の皆さんのご判断に違和感はない。公共投資や住宅投資等の政策関連需要の下支え効果が続いているし、夏にかけて生産が再び増加することが見込まれている。また、株価の堅調持続など金融環境の改善は家計や企業マインドの好転を通じて経済活動の下支えに貢献し始めていると思う。個人消費が厳しい雇用所得環境にもかかわらず一進一退を続けていることは、こうした効果の一つではないか。

海外環境については、

と

に出席してきた印象では、

の先行きには確かに懸念があるが、当局は余り心配していない。むしろ、実体経済の活動が非常に堅調になってきていることに自信を持っている。生産性が着実に伸びているようである。例えば電子関連、ハイテク関係、光ファイバー等が盛んに使われることにより生産性が向上し、賃金を上げず失業者も増えない状況になってきている。これが暫く続くことは間違いないと予想されており、実体経済は極めて堅調さを保っているという印象を受けた。

の方は確かに持ち直して輸出主導の再生が行なわれており、株価はどの国でも高くなっている。それらの国々は日本の景気が下げ止ったことを非常に歓迎しているが、一方で円安誘導については非常な懸念を示している。これは彼らの競争力に影響することでもあるし、特に は の問題もあるため、強い懸念を表明していた。 は区々ではあるが、景気は軟調であり、 は が軟化していることへの懸念をお持ちになっている。しかし、世界全体としては比較的明るいという感じを持って帰ってきた。そうした環境の中で、日本が良くなっていくことが期待されている次第である。

今後私共が留意すべき点としては、企業部門ではマインド自体は改善しているが、実際の支出活動にはまだ結び付いていないことである。設備投資は1~3月に増加しただけに、その後の展開を注目していたが、6月短観では今年度の設備投資計画が極めて慎重であることが確認されている。さらに、最近の設備投資関連の先行指標は再び落ち込んでいる。また、個人消費は何とか持ち堪えているものの、経済全体の回復をリードするような力にはなっていない。やはり、企業のリストラやそれに伴う雇用所得の悪化が経済に対して依然かなり強い下押し圧力を及ぼしていると判断される。

ただ、何人かの方々がご指摘になっているように、リストラ圧力を抱える中での景気回復があり得るとすれば、どういうメカニズムが想定されるのか、その点が最近の情勢から次第に明らかになってきているように思う。私なりに要約すると、その出発点は企業リストラによる収益の回復であろう。すなわち、企業収益が回復し、それを見越した株価上昇から家計のコンフィデンスが改善し、所得環境が悪化する中でも個人消費が何とか持ち堪えていく。その間に、増益を梃子にして企業の支出活動が前向きになっていくような姿ではないかと思う。勿論、現状を踏まえると、こうしたシナリオが実現するのかどうかはまだ不確実と言わざるを得ない。家計の関連ではこのシナリオが実現しそうな材料は得られ始めているが、何と云っても設備投資に動意が窺われないことが気になる。短観が示すような下期の収益回復が実現するののかも、何とも言えない。その意味で、政策関連需要が剥落していく今年度後半以降、民間需要にうまくバトンタッチしていけるかどうか、まだ明確な展望を抱くには至っていない。

物価は国際商品市況の持ち直しや国内の在庫調整などを背景に横這いの動きとなっているが、現在の景気展開の見通しを前提にすると、当面、需給ギャップの拡大や賃金の下落等の面から物価低下圧力は残るものと思われる。ただ、足許、大きな需給ギャップの下でも物価が下げ止まっていることは事実である。これを先行きのデフレ懸念との関係でどう解釈すべきなのか、引き続き検討を重ねていく必要がある。例えば、原油価格や

原材料市況の上昇は物価低落に歯止めをかけ、人々のデフレ懸念を和らげる方向に働く一方で、企業収益の圧迫や所得の海外移転により経済に対して下押し圧力として働く面があると思う。またマネーの堅調な伸びもこれまでの経験則からはデフレを食い止めることになるはずだが、果してそうした従来の関係を単純に当てはめて良いのかどうか、慎重に検討する必要がある。

これらを踏まえると、変化の兆しはあるものの、なおデフレ懸念の払拭が展望出来るような情勢に至っているとは判断できない。従って、これまでの考え方に照らすならば、当面の政策運営は現状維持が適当であると思う。

以上が私の意見だが、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りましたら、自由にご発言、ご討議頂きたい。

#### 山口副総裁

三木委員から私の発言についてご指摘頂いたが、私が申し上げたのは、中国経済の現実の動向から既に生じている諸々の影響と、仮に人民元切り下げという選択をした場合に市場がどういう状態になるかという、この二つのリスクは区別して考えた方が良いのではないかという趣旨であり、お考えに余り差はないと思う。

植田委員に質問だが、仮に長期金利が景気の実態から離れて動き出してしまった場合には、それは違うということをマーケットに極力早く行動により知らしめた方がよい、という趣旨の発言だったと理解してよいか。

#### 植田委員

今少し具体的には、ここ1か月程度の流れをみると、景気に関して不安定ながらも若干回復の傾向を高めに見積もる見方が出てきている中で総裁発言等がマスコミで間違っただけで引用されるような状況が起き、短期金融市場における我々のオペレーションの在り方に疑問が出た。こうした中で長期金利が上昇した。その場合の対応として、長期金利上昇を直接食い

止めるように長期債市場に介入するよりも、我々の本来の政策の場である短期金融市場でゼロ金利、およびそれを維持する政策を強く明確に表明していく姿勢が重要ではないかという趣旨で申し上げた。

#### 速水議長

私が国会で発言した後に市場が若干動いたが、植田委員の発言で鎮まった。あの発言はこうした異常な事態はいつまでも続けられるものではないし、今後どう考えているのかという、やや中期、長期の質問に対する答弁であった。同じことは以前の講演でも言っているが、たまたま異常事態という発言だけをマスコミに流されてしまった訳である。先般の国際会議でも日本のゼロ金利政策なるものは中央銀行の250年の歴史の中でどの国も行なったことがないため、他の中央銀行の総裁方も今後何が起きるのか非常に関心を持っていた。今後いつ、いかに正常化していくかは、大きな課題ではあるが、近い将来に正常化を図るということを行った積りは決してない。

#### 植田委員

再度申し上げますと、長期金利が短期的な景気の見方の振れに対して敏感に反応することが良いと申し上げたのではない。それに対して長期債市場に介入して食い止めようとするのは逆効果になる可能性がかなりあるということと、むしろ中長期的な観点から金融政策を短期金融市場で行ない、そこで中長期的な観点に沿った我々の見方を安定的に出していくことが重要であろうという趣旨で申し上げた。そのうえでマスコミ、あるいはマーケットの誤解により我々の金融政策の在り方が間違っ理解されそのような場合には、明確に説明することが重要ではないかと思う。

#### 山口副総裁

全く同感である。

中原委員

山口副総裁と三木委員の議論であるが、確かにリスクの性格は色々違うが、結局はプリエンティブに考えるか、エクスポスト・ファクトに考えるかという問題だと思う。F e dなどをみていると、株についてはマーケットが一番正しいとして予防措置は取らない。勿論先般は金利を 25bp 引き上げたが、グリーンSPANの証言などでは、壊れた後で自分達は十分に対処できる、日本が失敗したのは銀行の不良債権の処理を迅速に行なわなかったからだ、自分達は自信があると言っている。それも一つのアプローチだろうと思う。仮に、そのアプローチが正しければアメリカは巧くいくだろうが、私はそのアプローチについては非常に疑問を持っている。仮にマーケットが正しいのであれば、長期金利が上昇しても放っておけば良いということにもなるかもしれないし、その辺がマーケットとの関連が悩ましい。

山口副総裁

後者の方は日本の問題か。

中原委員

然り。

山口副総裁

前者はアメリカか。

中原委員

アメリカにも日本のバブル時にも当てはまる。バブルを放っておいたため、本当に崩れてしまった。バブルが崩壊した後、日銀は締める必要がなく、不良債権処理を促進しておけばよかったという議論にも通じる。グリーンSPANが言っているのはそういうニュアンスだと思う。従って、マーケットのシグナルをどのように受け取るのか、それを事前的に行なう

のか事後的に行なうのか、というのは非常に大きな論点になる。ヨーロッパはプリエンティブという言葉はかなり使っているが、アメリカでは余り使わない。

山口副総裁

株価が下落するリスクに対して、下落した後の事態を想定してプリエンティブに金利を下げるという政策はあり得ない。それはむしろ株価のバブルをさらに膨らませる効果を持つ訳であり、反動を大きくするだけである。

中原委員

下がった後か、下がる前か。

山口副総裁

上がり続けている時である。

中原委員

従って、アメリカでは現在は放っておいて良いと言っている。

速水議長

FOMCのバイアスという考え方には興味がある。やはり市場にもある程度は感じを伝えていく必要があると思うが、非常に用心深くタイミングをみて行なっていかなければならない。今回35か国が集まった際の感想であるが、マカオなどの小さな国でも金融システムの不安に直面している。全ての国が同じような体験をしているか経験してきている。その対応に長くかかる国と短期間で対応してしまう国どがあり、日本はどちらかと言うと長くかかったと判断されるが、これは国の事情次第にもよる。日本の場合、例えば日長銀などは20兆円近い資産を持っており、しかもデリバティブなどもある訳であるから、取扱いを誤れば日本だけではなく世界全体に

システム不安を起こすことは間違いない。韓国などは割合早かったのであろうが、やはり市場の大きさなどが違うからであろう。アメリカも巧く対応したと言われるが、S & Lが破綻したのは81年頃からであり、それを救うRTCが出来たのが84、85年、それから10年近くを要した訳である。どこが早くてどこが遅いというよりは、どう破綻を少なくして巧く対処できるかは、国々の事情により異なるものだと感じた。もとより日本がさらに時間をかけても良いとは思わないが、余り恥ずかしがることはない。

#### 中原委員

しかし、北欧でも公的資金を銀行に注入した後で貸出が減り、失業率が上がり、それから2年程度経て株が上がり、その株価上昇が主導して回復している訳であるから、日本にとって参考になると思う。

#### 速水議長

他に議論あるいは質問はあるか。

それでは、議案の取りまとめに入るが、その前に政府から出席の原口大蔵省総務審議官、小峰経済企画庁物価局長からもし意見があれば述べて頂きたい。

#### 原口大蔵省総務審議官

大蔵大臣に代わって出席させて頂いている。

わが国の経済の現状については、民間需要の回復力が弱く、厳しい状況にはあるが、一方で、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等の各種の政策効果が浸透し、このところやや改善している。本年1~3月期の実質国内総生産の速報値も前期比+1.9%となったところである。今後は11年度予算の効果も本格的に現れてくることが期待される。

また、政府において6月11日に「緊急雇用対策及び産業競争力強化対策」が決定されたところであるが、このうち雇用対策については、5,000

億円を超える 11 年度補正予算を編成し、7 月 8 日に国会に提出した。先程総裁もご出席されたように、参議院でご審議を頂いているところである。また、産業競争力強化対策についての法案の提出も予定されており、これに関わる税制についても必要な措置を講ずることとしている。

以上、政府の経済財政運営の考え方等につき申し上げたが、政策委員各位におかれても、ご審議に当たり、この点につきご理解を賜りますようお願い申し上げます。

#### 小峰経済企画庁物価局長

景気の現状判断については、私共も民間需要の回復力が著しく弱く厳しい状況にあるものの、各種の政策効果が浸透し、このところやや改善していると判断している。各種の政策効果が浸透してということは、当然これまでの財政金融政策の景気刺激策が目に見える効果を現わしてきているというポジティブな判断ではあるが、他方この政策効果によって辛うじて改善しているという意味でもあり、経済が自律的な成長軌道に乗ったとの判断にはまだ至っていないということでもある。従って、政府としても緊急経済対策を始めとする諸施策を引き続き強力に推進していくことが求められていると判断している。そこで 6 月 11 日に緊急雇用対策、産業競争力の強化対策を決定し、雇用対策については補正予算を国会に提出した。

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って頂き、引き続き日本経済の回復に貢献するような金融政策を維持して頂きたい。

#### 速水議長

金融市場調節方針に関する議案の提出と採決に入る。先程の委員による検討によると、当面の金融市場調節方針について、現状維持とされる意見が大勢を占めていたように思う。従って、私から当面の金融市場調節方針は現状維持ということで議案を提出したい。他に正式に議案を提出されたいという方がお二方おられるので、議案を提出のうえ提案理由を説明頂き

たい。

[事務局より議案配付]

事務局は各議案を読み上げてください。読み上げの後、篠塚委員、中原委員に議案の説明をして頂きたい。

兩宮企画室企画第1課長

篠塚委員案、中原委員案、議長案の順で読み上げさせて頂く。

篠塚委員案は、「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。」である。

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2001年10～12月期平均のCPI（除く生鮮）の前年同期比が0.5～2.0%となることを企図して、今積み期間（7月16日～8月15日）の超過準備額を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、2000年1～3月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で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（注）。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。」。注は、「マネタリーベースについて、2000年1～3月期平残で前年同期比10%の伸びを実現するためには、現状程度の銀行券の伸び（前年同月比+6%程度）が続くことを前提とすると、来年3月までに買いオペ等の拡大により現状比3兆円程度準備預金の残高を

増加させる必要がある。以上。」である。

最後に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。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。」。

別添を読み上げる。「別添。平成11年7月16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。」。

#### 篠塚委員

提案理由をご説明する。まず、デフレ懸念が完全に払拭されているとは思わないが、2月の緩和措置以前に比べると、ダウンサイド・リスクがかなり小さくなりつつあると判断し、ゼロ金利政策を解除すべき時期ではないかと思う。その理由として、第一に、一連の金融システム安定化法の成立・施行、ゼロ金利政策の効果もあり、企業金融の逼迫感が薄れ、企業や家計のコンフィデンスが改善している。さらに株価の堅調がそれを反映していることを大きく評価していることである。二番目は、卸売物価、消費者物価等が落ち着いていることである。三番目は、こうした最近の金融経済

情勢の変化を踏まえると、ゼロ金利政策がもたらす副作用を継続することは疑問である。四番目として、1年物のインプライド・フォワード・レートの上昇が市場参加者のゼロ金利の修正予想をある程度織り込み始めているのではないかと思われることである。最後に、2月12日以前の政策金利に戻した場合にも、オーバーナイト・レートの0.25%前後という水準はどここの国も行っていない超低金利であることに変わりがないことである。

速水議長

ご質問なり、ご意見がありましたらどうぞ。

植田委員

質問したい。普通の感覚では、現時点で金利を引き上げるのは非常に恐い。金利の引き上げ等に伴い、金融資本市場にみられている株価の上昇やオーバーナイト・レート以外の金利の低下等の良い動きが逆転してしまうリスクが懸念される。そうしたリスクはないと考えているのか、あるいはそうしたリスクがあるとしても、経済への悪影響は小さいと思っているのか。

篠塚委員

必ず何らかのショックがあるとは思う。しかし、市場でもゼロ金利をいつまでも続けることは出来ないと認識している訳であり、いつかは解除しなければならないと考えている。先程、金融経済情勢についての意見の中でデフレギャップが非常に大きいという推計に疑問があると述べたものの、誰もが現在の日本の置かれている状況は厳しく、不況が長引くだろうと予想していると思う。従って、ずるずるとゼロ金利を継続せざるを得ない。そうであるならば、多少でも先行きに明るい情報が出た現段階で調整し、金融調節政策が可能になるような金利水準に持っていった方が良く考える。現在の市場の状況を見ると、多少調整を吸収する余地があるよう

に思う。このままゼロ金利を継続すれば、日銀が何もかも全て面倒をみるというモラル・ハザードを生じるようにも思われる。別な意味でタイミングが非常に重要である。リスクがあるとは思いますが、現在は徐々に動きが変わりつつある状況であり、むしろこの機会を逃せば、1年あるいは1年半、2年とほとんど動きが取れなくなる。従って、この時期が良いと判断した訳である。

#### 植田委員

引き上げのマイナスは余り大きくないというご意見か。

#### 篠塚委員

結局はそうである。

#### 中原委員

提案理由をご説明する。第一に、現在の諸情勢をみると、日銀の独立性とアカウンタビリティという観点から金融政策の目標と手段を明示的に示す必要がある。それが中長期的に日銀の独立性を守る最善の手段であると考え、ここで改めて物価目標付きのマネタリーベースのターゲティングを提案する。

次に、経済の先行きの見通しについては皆さんも懸念をお持ちのようであるが、私が多分一番深刻に考えているのではないか。こうした事態では、ゼロ金利は早期には解除できないのではないかと思う。同時に篠塚委員などが指摘されているような色々な副作用も出てきているかもしれないため、ここで思い切って金利のターゲティングを止め、レジームをマネタリーベースのターゲティングに変更して長期的な自由度を高める必要がある。その点について二つ補足する。一つはゼロ金利が長い間続いており、自縄自縛ではないかという批判が出ている。正しいかどうかは別として、積み上1兆円を日銀の金融政策の擬似ターゲットとする向きが増えているのではないか。そうした懸念に加えて、今一つはこれが長引くほどマイナ

スのインパクトも相当増えてくるのではないかと思われる。ここで思い切って金利のターゲットイングを止め、量的なターゲットイングに変えることが長期的に政策の自由度を高めると考えている。

三番目の理由は、経済に自律的な回復力が小さく、下期失速の可能性もあるため、極力早期にマネタリーベースのターゲットイングに踏み切ることにより、自律的回復力を支え、促進すると同時に、為替、株価あるいは長期金利等に好影響を与えることを続けるべきである。

四番目として、レジームを変えていくと、やや長い目で巧くいった場合には長期的に期待インフレ率にもフェイバブルに影響し、実体面への好影響も期待できるのではないかと考えている。

速水議長

質問ないしご意見があればどうぞ。

植田委員

前回ほぼ同じ案を議論した際に、私は質問させて頂いた。それに対し、こうした政策をアナウンスすることに伴い期待インフレ率が高まり、実質金利は下がるかもしれないが、長期の名目金利は上がるだろうとお答えになったと思う。一方で、今回は債券市場の需給を気にしていると発言されたが、長期金利が上がることは需給は悪化することだと思いがいかがか。

中原委員

やや長い目でみればと申し上げたが、仮にそうした効果が出てくればそういうことになると思う。

植田委員

短期的にはそうした効果がないということか。

中原委員

ないと思う。

武富委員

私も以前に質問させて頂いたが、この量的緩和については率直なところよく分からない。レジームを変えると自由度が高まると言われたが、どういう自由度が本当に高まるのだろうか。しかも、準備預金の残高を現状比3兆円程度増額させるというが、実際の市場参入者の目からみて現実的なのかという気がする。むしろ、ゼロ金利の下では量が自由であり、かつ経済の動きに一番自然に適合する量がゼロ金利の下で出せる。これは極めて自由なレジームである。

また、植田委員も指摘されたが、先程国債需給に若干触れたので、おやおやという感じを持っている。量的緩和が国債需給の悪化懸念からくるプリマチュアな長期金利上昇を抑制するという立論が、私にはどうしても飲み込めない。短期的には、現在の財政赤字から国債増発の可能性があるという点までは全くそのとおりだと思う。しかし、そこからは議論が分かれ、発行体としての国が財政赤字等を将来収束するための施策を適切に行なっているかどうか、といったマトリックスの中で需給悪化懸念が出てくるのだと思う。国債を供給する発行体の方は、ある一定の短期間では所与の増発額があるが、将来については政策を打つことにより状況を十分変えられる。一方、国債を買う側の需要としては、ある人達には流動性の支払い準備として比較的短い国債を持つ保有動機があるし、別の投資家は投資目的で長い物を持つという構造になっている。流動性の量的供給と、投資目的の人が長期の国債を買うことがややイコールで結ばれた議論になってはいないかという気もする。国債を増発しなければならない、財政を赤字にまでして増発しなければならないということは、それだけ民間部門の投資需要がないということと背中合わせである。需給悪化懸念に伴い長期金利が上がるとしても、本来、それだけ民間の投資需要が抑制されている訳であり、個人部門や法人部門の貯蓄超過と財政部門の貯蓄不足とが形の

上では見合っていることになる。従って、需給がその限りでは悪化していない訳であり、ポイントは仲介する機関投資家を通じて法人部門と個人部門の貯蓄超過が極力スムーズにまわるような仕掛けを考えていくことが重要ということである。長期金利はそうした形である程度適正化できるのであり、流動性を量的に緩和すれば抑えられるというのは必ずしも直結していないと思われる。

長期金利の上昇を本来的な意味で心配すべき局面とは、景気が回復して民間部門の投資需要が旺盛になった時に、民間の立ち上がりをクラウドアウトするような状況になっているかどうかである。ここにはタイムラグがあり、国の税収が上がり財政赤字の縮小が始まる前に、先行して民間の投資がでてくると、ある時期は民間がクラウドアウトされる状況になる訳であり、そうした長期金利の上昇は好ましくない。そうした国債増発、それに対する投資、その背景にある超過貯蓄が巧く流れるように、発行体たる国が先行きの赤字縮小イメージを投資家にどう納得的に提示していくかがより基本的枠組みとしてあるべきである。金融の量的緩和によりその面でも間接的に手当するということは行なう必要がないのではないかと考えている。その辺りはどうお考えなのか。現在のゼロ金利でも経済や金融市場が必要とする流動性は十分供給されているのではないか。金融政策は本当にデットロックに乗り上げているのだろうか。なぜ、短資会社にあれ程の流動性が溜まっているのだろうか。仮にデットロックに乗り上げていると言われるのであれば、どういうことかを具体的に説明して頂きたい。

#### 後藤委員

私も武富委員と同意見である。ディレクティブの書き方として、マネタリーベースを10%程度拡大するとあるが、その10%は銀行券が対前年で6%程度伸びていくことを前提にするとある。しかし、銀行券そのものの需要の伸びは我々にとっては受け身で受止めるしかない。我々が銀行券を意図的に増減させることは出来ないのではないか。従って、この注が付いているような形での10%のマネタリーベースの拡大というよりは、その前

段で超過準備を平残ベースで何%増やすと書いている訳であり、敢えて銀行券も含めたマネタリーベースという表現とせずに、準備預金残高を3兆円程度増やすというだけの方が分かり易い。また、金融調節を担当する者の立場とすれば、それはそれとして非常に受止め易いのではないか。

今一つは、来年3月までに準備預金の残高を買オペ等の拡大で3兆円程度増大させることは、資金の供給オペがなかなか難しい状態になってきており、色々と工夫しながら行なっている現状を前提にして考えると、国債買切オペを大幅に増額していく以外に方法があるのかという疑問がある。国債買切オペを増額することについては、別途大きな問題として議論しなければならないと思っている。

#### 中原委員

自由度が高まるかどうかというご質問については、金利をターゲットにしていたのでは現状動かさない一方、量はどのようにでも変えられる訳であり、その意味で自由度が大いに高まる。武富委員の三番目のご質問と関連するが、ゼロ金利の下では量が自由であるのは全くそのとおりであり、ゼロ金利の下においては金利と量は裏表ではないことが明らかである。現在のところでは積み上1兆円にマーケットの関心が向いてしまっている訳であり、これを変えるのは非常に難しいのではないかと懸念して申し上げた訳である。さらに、この1兆円が長く続く場合には、やはり変えるとしても相当なインパクトを考えなくてはならないのではないか。

3兆円の買いオペができるかについては、何度も申し上げているが、執行部では20兆円程度は出来るという話であり、私は出来ると理解している。国債の長期金利については先程植田委員にお答えしたとおりで、抑制するとは申ししていない。やや長い目でみて好影響があるのではないかと申した訳である。ただ、需給悪化懸念もいずれ超過貯蓄などで賄われるというのはその通りであるが、それはエクスポストでみてそうなる訳であり、どういうプライスが立つかは時々状況による。

#### 武富委員

勿論である。それ故にこそ、長期金利が跳ね上がらないように、発散的に赤字が発生しないことを具体的に施策として示して投資家を安心させる。これこそ事前にやらなければならないことである。

#### 中原委員

それは非常に有効な論拠だと思うが。

#### 武富委員

押し込まれてそうになってしまい、事後的に何かをやるのは本来最悪である。従って、政策としてはそうした摩擦が生じないように過剰貯蓄を資金不足の方に回していくという一番大局的なことを十分に考える必要がある。流動性の問題は国債市場のある一部分に当てはまる論点であり、むしろ本源的な貯蓄と本源的な資金需要という点に対して明確な考えを持っていることが必要だと思う。

#### 中原委員

それはそのとおりであるが、私の意見と別に矛盾する訳ではない。それは武富委員の立論として以前から伺っているし、そのとおりだと思う。現在デッドロックに乗り上げているかどうかについては、先程申し上げたとおり、極く簡単に言えば長い間積み上1兆円が擬似ターゲットになっていることを心配している訳である。従って、これを例えば7,000億円とか1兆2,000億円にすれば、また一つの展望が開けるのではないかと思う。

また、銀行券の伸びについてのダイレクティブの書き方の問題であるが、量の場合には金利のようにピンポイントでは出来ないし、月々でも変わるため、大きな枠で調整すれば良いと思う。ダイレクティブの書き方については良く分からないため、今少し考えてみる。

#### 武富委員

自由度という意味は、副作用を極力伴わないということも含んだうえで  
の自由度である。3兆円の超過準備をこの期間に達成しようとすることは、  
何らかの量を操作目標にされる訳であろう。

#### 中原委員

マネタリーベースをターゲットにしている。

#### 武富委員

その場合、実際の経済の動きを反映した日々の資金過不足は大きく伸縮  
する訳であり、その中で毎日常量を定点着陸させつつ調節していくことは、  
大きな自由度があるとも思えない。金利の場合はゼロ近辺ということで縛  
られる意味で自由度が少ないと言っているのだと思う。しかし、逆に量の  
場合も、しかも移動軸で毎月5,000億円の超過準備を全積期間で増やして  
いくことを、日々の調節の中で行ないつつ各積期間に平均として巧く持つ  
ていくというのは、私が金融市場局長であれば相当困惑してしまうと思う。

#### 中原委員

それにお答えすれば、ディレクティブの書き方になる。次の会合までに  
という意識で書いたためこうした表現になるが、月々でも大きな変動があ  
ることを考えるならば、後藤委員が言われたような書きの方が良いかも  
しれない。

#### 山口副総裁

いかなるターゲットを選ぼうが、オペレーティングターゲットを選ぼう  
が、それを変える場合は金融市場に非常に大きな影響を与える訳であり、  
金利ターゲットであってもマネタリーベースターゲットであっても自由  
度が基本的に違うことはないのではないか。

武富委員

これは実務を担当していないとよく分からない。

速水議長

現状維持の議長案だが、これも2月に決めてから5か月、現実にゼロ金利になってから4か月になる。しかし、これまでの経緯をみている限りは、短期で出した資金が中期長期に流れ、株に流れ、企業金融が緩和されており、成果が挙がってきていることは間違いのないところである。まだ効果が出尽くしたとも思われず、このまま継続しても、さらに浸透していこう。反面、デメリットとしてコール市場の残高減少等はあるが、それが大きなマイナス要素を持っているとは思わない。従って、やはり当面は現状維持を続けていくことが最適であると思う。将来どうしていくかについては、情勢の推移をウォッチしながら考えていく必要はある。実行していることが資本主義経済の先端である金融市場の中のオーバーナイトとはいえ、巨額の資金を無担保かつ金利ゼロで貸すということは確かにかなり異常な事態である。しかし、それを継続してきても目下のところは大きなデメリットが生じていない訳であり、このまま暫く維持していくことが適当な方向ではないかと思う。デフレの懸念がなくなるまでゼロ金利を続けると表明してきたが、現局面ではまだデフレ懸念がなくなったとは言い切れない。従って、現状維持が良いかと私は思う。

それでは、採決に入って宜しいか。

[政府からの出席者退室]

採決の順は篠塚委員案、中原委員案、議長案とし、事務局は決裁を得たのち、その結果を報告して下さい。

[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

中原委員

三木委員

植田委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

ご報告する。篠塚委員のご提案は採決の結果、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

中原委員案の採決結果は、賛成 1、反対 8 であった。

速水議長

篠塚委員案、中原委員案は否決された。議長案をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

#### 議決結果

賛成：速水議長

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

ご報告する。議長案採決の結果は、賛成 7、反対 2 の賛成多数であった。  
反対は中原委員と篠塚委員である。

速水議長

それでは、賛成多数で可決された。なお、中原委員、篠塚委員は改めて

反対理由を明確にしておかれるということであれば、どうぞ。

篠塚委員

既に十分申し上げた。

中原委員

先程の提案理由が即反対理由である。付け加えるとすれば三点である。一つは日々の積み上り1兆円が5月21日以降続いており、いわば固定的な金融調節を余儀なくされている。日々の積み上り額の弾力的な変更が難しくなっており、市場へのシグナル効果も期待できないため、これを抜本的に改める必要があることである。第二は、ゼロ金利政策が長引けば長引くほど、解除時の市場へのマイナスインパクトが大きくなるのではないかと危惧している。世界情勢如何にもよるが、例えばアメリカの株価の強い下落懸念がある時などは、なかなか解除できないのではないか。三番目には、秋口以降に景気の実体がさらに悪くなった場合にどういう手を使っていくかを考えると、量を増やすことが最も適当であると思う。

[政府からの出席者入室]

速水議長

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の30分後に行なうので、それまでの間は厳に出席者限りでお願いする。

## V. 金融経済月報の検討

速水議長

次に、金融経済月報の検討、採決に移る。金融経済月報のうち、最初の

4 ページが本委員会での正式な決定事項になるので、本日のこれまでの議論を踏まえて、ご検討をお願いします。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おう。

#### 吉田調査統計局経済調査課長

金融経済月報実体経済部分についてご説明する。まず、総論部分であるが、先月は「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。」としていたが、今月については、「足許の景気は下げ止まっており、企業の業況感も幾分改善している。しかし、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられていない。」としてある。この背景は委員の多くの皆様からもご指摘頂いたように、前回の基本的見解の時点と比べると、短観等のアンケート調査や株価の動き等からマインドの改善が確認された一方、実体面の各種指標には下げ止まり状況からの変化を示す目新しい材料が余りなかったことである。こうしたマインド面と実体経済の指標面にギャップがあるように窺われるという点を素直に総論の部分に書かせて頂いた。

従って、各論では、最終需要の各コンポーネントおよび生産の書き振りは基本的に変化がない。一部に例えば設備投資について、先月は「年明け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。」と書いていたのを、「年明け後やや持ち直した」との表現を削除したなどの細かい変更はあるが、他は変えていない。マインド面で企業の業況感および消費者心理については、先月までは「下げ止まっているように窺われる。」と書いてあったが、今月はアンケート調査等の結果を踏まえ、企業の業況感は「改善をみている。」、消費者心理についても、「一頃に比べ改善をみている。」という表現にしている。

先行きについて、結論部分の「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。」という点は先月と同じである。細かなところでは企業部門の書き方を若干変えており、先月までは企業行動について「収益の長期低迷が続き、リストラの動きが本格化しつつある。」とし

ていたが、短観等の収益でみる限りは下期は改善の予想でもあり、今回は「慎重な売上計画のもと、リストラの強化により収益改善を企図する動きが引き続き目立っている。」と若干修正している。

足許の物価の動きについては、「企業向けサービス価格は下落が続いている。」という点は従来と同じである。国内卸売物価指数については、指標等の前月比横這いが続いていることもあり、前月までは「下落テンポは鈍化している。」と書いたが、今月からは「足許では横這いとなっている。」としている。消費者物価指数も前年比でみると横這いとなったため、先月までは「弱含みで推移」としていたが、今月は「横這いの動き」とした。先行きについても、先月は「一時的に横這い圏内で推移する可能性もある。」とされていたが、輸入物価面で原油価格等が一段と上昇していることや、国内要因の面でも在庫調整が一段と進捗したり、企業の価格設定のビヘイビアにも若干変化の可能性のあることを踏まえ、「物価は当面、概ね横這いで推移していくものと考えられる。」としている。ただそれに続く「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。」という点は従来と同じである。

#### 雨宮企画室企画第1課長

金融部門をご説明する。まず短期金融市場の金利動向については、基本的にはオーバーナイト物の表現は同じである。この間、Y2K問題、GDP統計等で若干ターム物金利に変化が窺われた点のみを書き加えている。二番目は長期国債の流通量、長期金利であるが、この間の市場動向を淡々と記述してある。この長期金利の中で、「最近では概ね1.6%台での推移となっている。」とあるが、本日は1.745%になっているため、ここは1.7%前後に修正させて頂きたい。「最近では概ね1.7%前後での推移となっている。」とする。次の株価については、「1万8千円前後」ということでお配りしているが、1万8,000円台が何日位続くかと思っていたものの、本日引け間際に相当売られても、なお1万8,248円となっているため、1

万8,000円台とさせて頂ければと思う。「最近では1万8千円台での展開となっている。」と修正したい。

コール市場残高の記述は前回と変わらない。金融の量的側面のうち民間銀行の融資姿勢であるが、「大手行などでは、融資先の信用力などを見きわめつつ、」と書いてある。ここは前月までの4か月ほどは、「信用リスクの小さい融資案件を手はじめに、」という表現を続けていた。これは、昨年12月までのCP市場等も含めて信用リスクの小さい優良企業さえ需給がヒッチした状況が次第に緩和してきたことを踏まえて採用されてきた表現である。しかし、最近はそのような優良企業というよりも中小企業も含めて、信用力を判定しながらいかに融資を回復させるかということにステージが変わってきていると考えられるため、ここは特に強調するというよりもより広い表現にする意味で「融資先の信用力などを見きわめつつ、」と変えさせて頂いている。次は資金需要面である。結論部分の「民間の資金需要は一段と低調になっており、」という表現までは前月と同じであるが、続けて「民間銀行貸出も弱含みで推移している。」という表現を付け加えている。マネーサプライについては「財政資金の支払いなどを受けて、」という理由を加えた以外は前月と同じである。以下は前月と同じである。

#### 藤原副総裁

「リストラの強化により収益改善を企図する動きが引き続き目立っている」とあるが、「企図する」という述語は極力柔らかい表現を使った方が良い。「収益改善を図る」ないし「計画する」とすべきではないか。

#### 吉田調査統計局経済調査課長

それでは、ご異論がないようであれば「企業部門では、慎重な売上計画のもと、リストラの強化により収益改善を図る動きが引き続き目立っている。」とさせて頂きたい。

速水議長

皆さん「図る」で良いようなので「図る」にする。

それでは採決する。事務局は最終的な基本的見解を持ち回って委員会の決裁を得て下さい。

[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

ご報告します。基本的見解の採決の結果は、賛成9、全員一致であった。

速水議長

それではご決裁頂いた基本的見解に沿い、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7月21日水曜日の午前8時50分に行なう。

VI. 閉会

速水議長

以上を以って本日の議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は 8 月 13 日の金曜日に予定している。

(午後 4 時 22 分閉会)

以 上