

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1999年8月13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 原口恒和 大臣官房総務審議官（9:00～15:51）

経済企画庁 河出英治 調整局長（9:00～15:51）

（執行部からの報告者）

理事

理事

理事

金融市場局長

調査統計局長

国際局長

企画室企画第1課長

調査統計局

黒田 巖

松島正之

永田俊一

山下 泉

村山昇作

平野英治

雨宮正佳

吉田知生

（事務局）

政策委員会室長

政策委員会室調査役

企画室調査役

企画室調査役

小池光一

飛田正太郎

栗原達司

山岡浩巳

I. 開会

速水議長

8月の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、続いて金融経済情勢に関する執行部からの報告を受けてから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、もしあれば政府からの出席者の発言、そして採決、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、本日は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、宜しく願います。

II. 議事要旨(6/28日開催分)の承認

速水議長

最初に、前々回6月28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。なお、本議事要旨は8月18日水曜日の午後2時に公表する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

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

まず、山下金融市場局長から前回会合以降の金融市場調節の実績について報告して下さい。

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金融調節については、引き続き1兆円の積み上げ幅を維持する資金供給を行ってきた。その結果、オーバーナイト・レートは0.03%の実質ゼロ金利水準で極めて安定した推移を辿った。大手都銀等の資金ポジションが貸出の伸び悩み等から好転傾向を継続していることなどを背景に、オーバーナイト資金の要調達額が減少しているため、コール市場の需給は一段と引き緩んでおり、0.02%での出合いも一段と増えてきている。この間、調節面では短期国債の市場規模がF Bの公募入札により飛躍的に拡大しており、流動性の高いマーケットに育ってきたため、

供給、吸収の両面で短期国債オペを軸に据えた運営を行なってきた。特に資金吸収面では売出手形を使わず、専ら短期国債の売現先を使用してきた結果、売出手形は8月4日の税揚げ日に全額期落ちとなり、96年3月以来久方振りに残高がゼロとなった。この間、短期国債の売現先の残高は8兆1,000億円に達しており、本日のオファーで10兆円を超えることになる。

この1か月間の短期金利動向を振り返り、三つの特徴点を指摘したい。第一は、短めのターム物を中心にレートが再び弱含み傾向にあることである。ユーロ円出合いレートの推移をみると、例えば1W、1Mは8月に入り0.03%まで低下している。また、CDでは1Mで0.025%、2Wで0.015%など、0.03%ないしそれを下回る水準でかなりの額が発行されている。イールドカーブの変化をみると、前回政策決定会合直前の7月15日と昨日の形状はほとんど変わっていないが、1M以下のところでは僅かではあるが、先程申し上げた動きを反映してイールドカーブが下方にシフトしている。また、昨年同時点のイールドカーブと比較すると、昨年は9月の中間期末が意識されて2Mのところがおぶになっているのに対し、本年は2Mの上がり方は極めて小さく、むしろ年末越えとなる6M以上の跳ね上がりが目立っている。これは本年の場合、9月中旬期末の流動性リスクについてほとんど意識されていない一方で、年末越えについては、Y2K問題の存在に加えて、6月10日のGDPショック以降、ゼロ金利政策の解除懸念が台頭してきていることを映じたものと思われる。

このように短期金利は短いターム物を中心に総じて弱含んでいるが、例外はT/Nレートであり、昨日は0.05%まで上昇している。オーバーナイト物とT/Nの出来高とも都銀等のオーバーナイト資金調達ニーズの後退を背景に大きく減少してきている。T/Nを含むオーバーナイト資金調達は引き続き徐々に減少する傾向にあるが、特にT/Nの調達額が落ち込んできている。因みにT/Nの出来高をT/Nとオーバーナイトの出来高で除したT/Nの比率が特にここに来て低下傾向にあり、7月の中旬頃までは25%程度あったものが、昨日は10%まで低下してきている。このようにT/Nのウェイトが落ちてきているのは、都銀等では低利の超短期C

D調達等が可能となっているため、これにシフトしているからである。つまり都銀等が0.02%~0.03%で調達していたT/Nの分がCD調達等へのシフト等で落ちたため、信用度の低い高利調達先のウェイトが高まってしまい、その結果としてT/Nの加重平均レートが上昇している訳である。いわば、資金需給が引き緩み、市場規模が縮小した結果として、レートが上昇するという皮肉な姿になっている。

第二の注目点は金先レートが再び緩やかに上昇していることである。これは7月29日に公表された6月の鉱工業生産指数が市場予想を上回る好転を示したことと、その後も景気改善を示す指標が相次いでいることに反応したものである。3月限は7月23日の0.25%をボトムに昨日は0.38%まで上昇している。もっとも、9月限はキャッシュマーケット同様に弱含み基調を続けており、これから推すと金先レートでは0.25%程度の利上げがあり得るとすれば来年度初以降という見方を織り込みつつあるのではないかと思う。

第三はY2K関連の動きであるが、全体としては落ち着いた状況が続いている。まず、ジャパン・プレミアム(6M)は、6月に年末越えになってから大幅に上昇しており、富士銀行で23bp、東京三菱銀行で15bpまで上昇していたが、昨日はそれぞれ19bp、8bpへ低下している。金先レートでみたY2Kプレミアムを円とドルの推移で見ると、円は7月中旬以降ほぼ横這いで推移しており、変化がない。年末越えCD・CP発行状況を見ても、概ね0.1%台後半での調達が散発的にみられており、これもレート水準としては落ち着いた推移となっている。このように年末越えの資金調達は現在のところ落ち着いた推移となっているが、ここに来てにわかにクローズアップされているのが国債の玉繰り問題である。大手機関投資家がリスク回避の観点から年末越えは貸債レポを停止するとの噂が流されており、国債の玉繰りに対する不安、担保不足、あるいは先物等のショートポジションの決済玉が不足するという不安が高まっている。こうした状況下、昨日は192回債、193回債等がスクイズされた形になり、貸債レートが大きく跳ね上がるといったややパニック的な現象が生じている。これ

がY 2 K問題と直接関係するのかどうかは分からないが、国債市場では玉繰りについて不安感が高まっており、十分注意してみていく必要がある。

最後に短期資金需給の一段の引き緩みに関連した動きを二点報告する。一つは私共のオペの落札レートの低下である。資金供給オペでは応札倍率が低下し、落札決定レートも0.01%まで低下しており、かなりの工夫をしないと札割れのリスクが大きくなっていると度々報告しているが、資金吸収オペの方は運用難を背景に人気が高くなっている。例えば、短期国債売現先の応札倍率は5倍から9倍と高まっており、連れて落札最高レートの方も0.03%まで低下してきている。本来であれば資金の取り手である都銀等でさえ我々の売る短期国債で運用したいという動きが非常に強まっており、同オペにおける都銀落札シェアが高まるなど、金余りの状況が一段と進んでいる。

今一つは準備預金の積みの進捗テンポがかなり遅くなってきていることである。都銀の積み進捗率をみると、7月15日以降の今7月期は日割進捗率に比べてかなり遅れた形で積みが進んでいる。これは資金ポジションの好転に伴い放置しておく準備預金の積みが進み過ぎてしまい、積みの最終局面では超過準備の保有を余儀なくされるリスクがある一方、必要な資金はいつでも0.02~0.03%で取れるため、都銀各行が意図的に積みの進捗を遅くしている訳である。この結果、今積み期は非準備預金先に対応する預金残高がかなり膨らんできているのが特徴である。これも資金のだぶつきを象徴する動きである。

以上のように短期金融市場ではオーバーナイトを含め短いタームの資金需給が一段と引き緩む情勢にある。一方、年末越えについてはY 2 K問題やゼロ金利政策解除の思惑からややナーバスな展開になってきている。

三木委員

国債の玉不足について、再度説明して欲しい。

山下金融市場局長

証券会社のディーラーは、例えば国債の入札の前に先物の売りや現物の売りにより、リスク・ヘッジを行なっている。ところが、現状先物では、12月限の最安値引き渡し銘柄が、流動性の低い20年債になっているため、12月限を飛ばして、来年の3月限に取引がシフトしている。このように、先物取引がY2K要因のある年末越えを挟んだ限月物に移っているため、巧く機能し難い状況となっている中で、現物でのヘッジ、つまり現物をショートにするディーリングが盛んに行なわれている。そうした取引が盛んに行なわれている状況下、「2000年問題で国債決済がうまくいくのか分からない」との不安感が、ここにきて急速に高まってきている。こうした中で昨日、年金福祉事業団や郵便貯金が年末越えのレポを出さない、国債の貸出を行なわないことを決めたという噂が流れた。一方では、先物3月限の最安値引き渡し銘柄である192回債、193回債を買い占める動き——噂では日系証券であるが——があるとのルーマーもあった。仮に、年末越えのレポ市場が機能しないと、3月限の決済に向けての現物(192、193回債)調達ができなくなるため、狼狽的なレポ調達の動きが出たため、SCレートが大きく下落するなど、パニック的な状況となったということである。

中原委員

その動きは広がりそうか。

山下金融市場局長

昨日からのパニッキーな状況は、明らかに一部外証や大手証券が大きなショートポジションにあるとみられているところへ、たまたま年金福祉事業団等の機関投資家が年末越えのレポ取引をしないとの噂が流れたために生じた。現在192、193回債のSCレポ需給は急激に締め、レポ・レートは-2%以下になっている。そうした状況が直接Y2K問題と関係するかどうか、本当のところはよく分からない。いずれにしてもY2K問題

に対する不安感があるため、ちょっとした噂などで混乱が起こりやすい状況にあることは事実である。例えば、国債の引受け・入札時なども金利リスクを回避するために、業者は売りヘッジを行なってから引き受ける訳であり、そうしたヘッジができなくなると、なかなかポジションが取り難くなる。入札時も沢山取れない、あるいは顧客との売買などでも売りに対して買い向かっていくことができないことになれば、国債金利のボラティリティーが高まるなどマイナスの影響が出る可能性がある。そうした意味から、レポ市場の動向には十分注目していく必要がある。

中原委員

つまりショートを振ってしまったが、買戻す時に玉がないということか。

山下金融市場局長

買戻す時に玉がないし、仮にどうしても買戻したいとなると大変な品借料を払う必要がある状況となっている。昨日大騒ぎになったのは、通常のオペレーションの積もりでやっていたのに、年末越えレポ放出が抑制されるとの噂からレポ・レートがマイナスに大きく振れてしまい、買戻すのに大変なコストがかかってしまったということである。

植田委員

その話には色々な要因が絡んでいる。市場機能の低下という一般的な面と、担保としての国債価値の高まりに伴い、ある意味では長期債に対して暫く買い需要が出てくるということがある。

山下金融市場局長

ご指摘のとおりである。

植田委員

色々総合するとどちらに転ぶか分からないということか。

山下金融市場局長

昨日のマーケットでは先物がかなり売られ、現物が買われた形になっている。その背景には現物を買って決済を要する需要があったためだと理解されるが、そうした状況になると、現物をショートしてポジションをはったり、マーケットメイクをしていた人達が一気にポジションを縮小するため、今度は売りが出てくると買い向かう人がいなくなるという面もある。

植田委員

そちらは市場機能の低下か。

山下金融市場局長

市場機能の低下の方である。基本的には 2000 年問題には担保不足の問題がある。

植田委員

短期が上昇し担保を取ろうとするため、長期に多少需要が出て、イールドカーブに対して下がり気味の方で影響を与えることにはならないのか。

山下金融市場局長

年末越え資金調達の日途がつくまではその可能性があるかもしれない。

武富委員

改めてそもそも論になるが、積み上 1 兆円を一貫して続けていることの評価である。それ自体は潤沢な流動性を供給する、ゼロ金利の下で必要な需要には十分応えていく姿勢を示す一つのシンボルとしてマーケットに受け入れられているのであれば、その限りで良いと思う。しかし、結果としては、都銀が所要準備の積みの進捗姿勢を変えないでいる、あるいは短期国債の売現先で余剰資金を吸収する形になっており、かつ準備預金適

用先の超過準備が多少減り気味の一方、逆に非適用先に大幅な余剰資金が滞留する形になっている。それで良いという評価もできるが、他方、マーケットが金融政策の姿勢をどう受け止めるかにもよるが、感覚的にはゼロ金利で必要十分な流動性を供給するためには必ずしも積み上が1兆円でなくても良いという考え方もできなくもない。積み上1兆円で何か大きな弊害が出ていなければ現状を維持しておいた方がマーケットに余計な混乱がなくて良いとは思いますが、究極の根因は都銀等に対する借入需要がないことである。そうした中で、いくら流動性を供給しても信用創造に繋がる超過準備が積み上がる事態になっていないことは、積み上幅自体がキーポイントでなくなっているようにも思う。マーケットとのインタラクション上で、その辺をどう感じているか。

山下金融市場局長

積み上1兆円がやや固定的なラインになってしまっているが、私共としては、日々のマーケットの様子をみながら「ゼロ金利を実現するために必要かつ十分な資金供給を行う」という政策委員会のご指示に沿った調節を行なうというのが基本的な考え方であり、その結果が「積み上1兆円」ということになっている。実際には、6月に市場がかなり緩み、手形オペなどがゼロ応札になったことなどを踏まえて、マーケットが「積み上1兆円」では多過ぎるなという感じになれば、徐々に積み上幅を減らしていきたいと考えていた。恐らく年末に向かって、Y2K要因からターム物金利が上がる事が予想されるため、対応の余地を残す意味からもできれば積み上幅をある程度減らしておきたいと考えていた。しかしながら、その後為替相場が円高方向に振れたり、6月10日のGDP統計発表以降は日銀がいよいよゼロ金利を解除するのではないかとの思惑が出たりしたため、動きにくい状況になってしまった。そうした中で、「日本銀行としては政策スタンスを若干引き締め気味に変えたというメッセージになりかねない動きはしない方が良い」というのが本会合でのご議論であったと理解している。

今一つは、現在のマーケットでは円相場が色々な意味でキー・ファク

ターになっていることである。円相場を動かすプレーヤーは外人が多いが、このところヘッジファンドを含めて我々の調節に極めて関心を強めている。積み上がどうなったとか、あるいは私共のバランスシートがどう動いたか等をみながら、日本銀行の金融政策のスタンスはかなり引き締め気味になっているなどの、誤った評価を喧伝しながら取引をするところがあるため、積み上幅の圧縮は為替を円高方向にする一種の言いがかりに使われるリスクがある。一方で、積み上を8,000とか7,000億円にしたとしても、例えばそれにより都銀が超過準備を積むことにはならない訳であり、格別のメリットがあるとは思えない。そうした有り得べきコストとメリットを比較考慮すると、無用なリスクは避けた方が良いという判断で1兆円をミニマムとする調節を維持してきた次第である。

1兆円を維持していることについて、ジレンマを感じているのは、ここにきて取り需要が一段と落ちてきていることである。これは、超金融緩和の継続の下で外銀なども都銀と同様TB・FBを買って超過準備の保有を回避する姿勢に転じているためである。これに伴い、同じ積み上1兆円となる資金を供給しても、準備預金の積みに回らず、短資預金に行ってしまうため、所要準備額が減らないことからさらに大量に供給をしなければならぬことになる。つまり、残り所要額に対して1兆円を積上げるため、積みが進まない、資金需給が引き緩んでいる時にさらに資金を供給することが必要となるジレンマを感じている。と言っても、円相場を巡る状況をみると、やはり日本銀行の政策スタンスが引き締め気味になった、ならないといったことが言われぬ方が良いという判断で引き続き動かずにいる。

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してもらう。

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

7月央から8月上旬にかけての為替相場は、円、ユーロ共に対ドルで大幅に上昇する展開であった。円は一時113円台、ユーロは一時1.08ドル台をつけた。一言で申し上げるとドル全面安の展開であった。その過程で意識された材料は主として米国サイドの要因であり、グリーンSPANFRB議長がハンフリー・ホーキンス法に基づく議会証言においてインフレ懸念を強調したため、金融引き締め観測が高まったこと、その後公表された経済指標が予想に反して強めであったため、これが一段と意識される結果になり米国株式、および米国債券市況の下落に繋がった訳である。さらに足許にかけての動きは、円、ユーロとも小反落しており、いわばドル安進行が一服の格好になっている。

円の対ドル相場の上昇を食い止めているのは、介入警戒感、中国・台湾間の緊張感の高まり、北朝鮮ミサイル問題、さらに再び台頭した人民元切り下げ懸念という東アジア三点セットである。しかしながら、底流にある市場のセンチメントとしては、なおドルベアリッシュである。特に、円に対してドルが弱いというセンチメントが続いている。その背景を大きく捉えれば、日本、欧州、さらに東アジア経済の改善傾向が明確化するに伴い、これまでの米国経済の好調と日欧エマージングの不調という大きな世界景気の構図が変わりつつあるのではないかという思惑が働いているように思われる。加えて、最近では日本の構造改革も漸く動き始めつつあるのではないかという期待感もあるように思う。因みに、本日の円相場は再び114円台に入っているが、これは本日公表された第1四半期のGDPの二次速報がマーケットの下方修正予想に反して、上方修正になったことが材料になり、円相場が円高方向の展開になっている。

国際金融、海外経済の特徴点を三点申し上げる。一つは米国であるが、実体経済は引き続き力強い拡大を続けている。一方で、インフレ懸念の高まりからドル安、債券安、株安というトリプル安の状態が続くなど、ファイナンシャルの面で米国経済の変調を窺わせる動きが出てきている。イン

フレ圧力の増大を窺わせる指標としては、99年第2四半期の雇用コスト指数が前期比+1.2%と非常に高い伸びになったことが挙げられる。これは91年第2四半期も+1.2%であったが、それ以来の高い伸びになる。なお、99年第1四半期は前期比+0.4%であった。また、7月の雇用統計における時間当り賃金をみると、前月比+0.5%、前年比+3.8%と引き続き伸びを高めている。米国債券については、T-Bondの30年物は昨日6.26%と97年10月28日の6.28%以来の水準へ上昇している。これは、昨日行なわれた30年債の入札が不調であったことを嫌気した金利の上昇である。ニューヨーク・ダウはピークに比べて足許まで約4%の下落になっている。

二番目は欧州であり、個人消費の堅調、輸出の持ち直しから景気拡大テンポは緩やかながらも高まる方向にあるとみられる。

三点目は東アジアであり、NIEs、ASEANの景気回復度合が一段と明確になっている。一方で中国経済の景気減速という構図は変わっていない。この間、東アジア諸国の株価は6月下旬から7月上旬にかけて年初来ピークをつけた訳であるが、7月央から総じて軟化方向に転じており、ピークに比べると概ね1割から2割の下落になっている。ここへきての東アジア株価の軟調は、米国経済の先行きに対する懸念や金融部門と企業部門のリストラが難航することに対する懸念、さらに中・台情勢の緊張等が影響していると思われるが、基本的には春から7月にかけての急ピッチの上昇に対する反動の範囲内と理解される。この間、韓国では有力財閥の大手グループが業績不振から債務繰り延べを要請し、外国債権銀行との交渉が紛糾するといった状況が、連日FT紙等を賑わせている。これも韓国株価の足許の軟調に響いている訳であるが、韓国の金融市況をみると、通貨は他の東アジア諸国に比べて相対的に堅調に推移しているし、株の下落幅も相対的に小さく、大手のリストラ難航はあるが、マーケット自体は比較的冷静に受止めているように思う。

最後に国際資金フローについて、一点申し上げる。米国資産市場の変調の兆しと為替の円高センチメントという二つの現象を繋ぐ国際資金フローについてどのように考えるべきか、なかなか捉え難い問題ではあるが、

資金が米国株、米国債券等から円資産、一部ユーロ資産へシフトしつつあるのではないかと推測される。円資産については、従来株式市場への資金流入が非常に注目されていた訳であるが、マーケット・トークや若干の統計を総合して考えると、株だけではなく、中長期債、さらに短期国債——中長期債の中には社債、あるいは一部ABS等もあるかもしれない——といった幅広い資産市場に資金が流入しているのではないかと推測される。因みに、昨日国際収支統計が公表され、経常収支に注目が集まっているが、私共の判断では、問題はその経常収支ではなく、むしろ資本勘定の動きが極めて特徴的であったと思う。通常、資本勘定は経常黒字の裏側としてネット流出し、ほとんど赤字になる訳であるが、6月については1兆6,000億円の黒字になった。4～6月トータルでも資本収支が黒字という事態になっている。内容的には、投資収支の中のその他投資のところで、外銀の一部が短期国債へ投資するための円資金を海外本部から相当大量に調達し、日本国内に送金した事実が一応確認されている。このように短期国債へ相当資金が入ってきているというデータもあるし、対内外証券投資動向の約定ベースをみると、株式投資が6月は1兆1,000億円の流入超、7月は1兆2,000億円の流入超と非常に大きく膨らんでいる。8月に入ってからペースは鈍化しているが、引き続き流入してきている。加えて、対内中長期債投資、対内短期国債への投資が引き続き活発な事実もある。従って、円資産といっても株のみならず、広い意味での円資産に資金がじわじわと流入しつつあると考えられる。そうした動きは引き続き注意深くウォッチしていきたい。

武富委員

対日証券投資について、株以外にも相当入っているというのは、投資家側からするとどのような考え方なのか。株であればキャピタルゲインと先行きの為替ゲインも狙えるであろうが、株以外の場合にはキャピタルゲインということでもなさそうである。特に、固定金利物については、これだけの低金利であり、どういうことなのか。本邦内拠点の営業支援的なこと

なのか。

平野国際局長

大きく捉えると、為替円高を一応期待している部分があると思う。株については、3月以降相当大量に流入し、若干上げ一服の感じになっているが、その過程で利食われた資金は取り敢えず他の円資産に待機させておき、必ずしもドルに交換して引き上げる動きにはなっていない。さらに株が上昇局面に入った時点で再び買う計画なのか、あるいは為替の益を期待しているのか判然としないが、そうした待機性の資金であろうという感じがする。確かに固定金利物の中長期債については当然金利リスクがある訳であり、その辺をどう捉えるかという問題はある。ただ、これまで入ってきた資金については、為替の面で益が出ており、取り敢えずは余裕があるし、直ちに金利が上がるという状況でもないため、取り敢えず置いておこうというタイプの資金もあろうかと思う。一部のヘッジファンド辺りはABSや金融機関が放出する不良資産等に対しても取得アペタイトを高めているとの話がある。確かなところは分からないが、そうした動きが全て折り重なっているのだろうと思う。

篠塚委員

企画室が提出している主体別公社債売買状況をみると、6月に外人がネットで2兆円近くのマイナスになっている。今の説明と突き合わせると、外人が中期債やFBなどに、色々買い替えていき、このように大きな資金移動が生じているのか。

雨宮企画室企画第1課長

そのデータには短期は入っていない。

平野国際局長

短期債だけでみると、6月は大量の非居住者の買いがあったと思う。単

月の数字では、中長期債のみをみると相当振れているし、株式だけでも相当な振れがある。しかし、円資産全体としてしてみると、外人、非居住者の保有がじわじわ増えてきていると推測される。

植田委員

対内中長期債投資のデータをみると、1月、2月には完全に取得超の後、3月から6月の金利低下局面では売り、7月には再び買っている。要するに儲けているのではないか。

平野国際局長

対内中長期債についてはそうだと思う。

植田委員

売った資金の一部が、先程の説明のように短期の資金に滞留しているのではないか。

平野国際局長

中長期債については、7月は再び取得超になっている。8月も7月と大体同じペースの取得超が続いている。

山下金融市場局長

先物と一緒にアービトラージを行なうことが多いため、現物だけ売られていても先物で買い向かっていることもあり、債券の現物のみをみても分からない。この場合には先物で買っていると思われ、両方みないと良く分からない。

速水議長

最近の出来高が落ちているのは、やはり外人買の減少か。

山下金融市場局長

然り。現物の買いが極めて細っている。先物でヘッジして売っている現在は、外人買は様子見となっている。

速水議長

円キャリー・トレードのような形で出ていく動きはないのか。

平野国際局長

勿論グロスで見ると円キャリーの動きもあるかもしれないが、どちらかといえば円キャリー——円を調達して外国債に運用していた金——がむしろ巻き戻しで戻ってきているという情報が多い。いずれにしても、それ程大きな円キャリー絡みの動きがあるとは聞いていない。例えば、6月の資本収支は大幅な黒字になったが、仮説の一つとしては、従来の円キャリーがこうした形で戻ってきていることも考えられないではない。

速水議長

経常黒字が多少減ってはいるものの、まだ900億ドル近い黒字である。これに資本が入ってくれば、円が強くなるのは当然である。やはり日本経済への信認が高まっているということである。

平野国際局長

大きく捉えれば、そうした期待感があると思う。

武富委員

アメリカ側からみた対外投資のファイナンスはどうか。外国中央銀行の外準運用の一環としてアメリカのTBを買うとか、あるいは銀行勘定の出入りにより最終的な収支尻が合っているのか。

平野国際局長

アメリカで具体的にどういうルートでファイナンスされているのかは分からないが、大きな構図としては勿論アメリカにとっての対外赤字を資本流入でファイナンスする状態が続いている。ハンフリー・ホーキンス法に基づくグリーンSPANの議会証言の中で、そうした構図が維持できるのかどうかに関する発言がある。すなわち、米国の対外債務が拡大し、海外経済が好転するにつれて、現在の投資、貯蓄差額をファイナンスするだけの資本流入を維持するのが難しくなる可能性があるということである。いかなるチャンネルで何が起きているのかは、調査してみるが、グリーンSPANも要するに現在のアメリカの国際収支構図の危うさについて指摘している。これは注目すべきことである。

武富委員

私の経験では、アメリカの貯蓄・投資ギャップを埋めるとか、対外赤字を埋めるのが純粋な意味での資本である場合は良いが、最後はビロー・ザ・ラインでの辻褃合わせにならざるを得ないこともある。そうした場合には、銀行勘定と外国の外準の対米運用という二つのルートしか最後はない訳であり、その局面に入ってきた時には要注意だという感じを昔の経験では持っている。現在その点がどうかという質問である。

平野国際局長

私なりに言葉を変えて言うと、アメリカ経済の場合はリアルが好調な訳である。ファイナンシャルな面に変調の兆しがある。ファイナンシャルなマーケットはフォワード・ルッキングであり、将来の環境変化を先取りしながら動いている。そうしたファイナンシャルな環境変化にリアルの調整が遅れる場合には、どこかにヒッチが起きてくる。その辺を注意しなければならないというのが、先程のグリーンSPANの発言であろうし、武富委員の問題提起であろう。私共もそうした問題意識で状況をみようとしている。

速水議長

こうした情勢の中で円売り、ドル買いの介入を行なうのは適当ではないし、効果もない。

平野国際局長

その点については現在検討しているところである。

後藤委員

為替レートの動きが現在のような状態であると、日米間の長期金利差が相当に拡大してきていても、やはり資本の動きなどには余り影響を持たないのか。

平野国際局長

金利の動きについては、アメリカ経済が比較的好調を維持している時には、金利差拡大がアメリカへの資本流入に繋がりドル高という連想を呼ぶ訳であるが、現状はむしろ逆である。アメリカではインフレ懸念の高まりからこの先どうなるか分からないと嫌気されて債券が売られ、金利が上昇している。従って、今度はアメリカ経済のファンダメンタルズを問われる格好になり、金利高から株価がいずれ打たれるだろう、経済も減速するだろうといった点に注目が集まる構図になっている。

速水議長

次に、村山調査統計局長から国内の経済情勢について報告して下さい。

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、今朝公表された1~3月のGDP統計の二次速報について報告する。第一次推計で1.9%であったものが上方修正され、2.0%である。主因は民間設備投資が当初2.5%と推計されていたのに対し3.1%になったた

めである。この設備投資の上方修正については、金融機関の設備投資の推計値が上方修正されたためとのことであり、8月9日の法人企業動向調査の公表に伴うものであると聞いている。

それでは、経済活動の現状評価についてご説明する。結論を先に申し上げますと、幾つかの新しい情報が判明しているが、現状および経済の先行きとも従来の判断を大きく変えるには至っていない。今回の注目点の一つはボーナスの減少後の消費動向、第二点は公共事業の進捗状況、第三点は機械受注の動向、第四点はこれらを受けた7~9月の生産動向である。さらに、足許原油価格が上昇しているため、原油価格上昇の影響といったことに整理できる。

まず現状認識であるが、設備投資は減少を続けている。純輸出は足許やや弱含んでいる。公共投資は大量発注を受けて工事量は増加している。住宅投資も持ち直している。個人消費については一進一退で推移しており、回復感に乏しい展開である。生産は振れを伴いつつも基調としては下げ止まっており、全体の評価としては足許の景気は下げ止まっているとの見解を変えていない。第一の注目点である個人消費の動向については、パソコンあるいはデパートの販売動向等が消費マインドの底堅さを現わしているようにみえる。ただし、これには天候要因もあるし、一方では7月の乗用車の販売が大幅に減少している状況もある。さらに最近の株価動向等を踏まえると、消費マインドの強さに関して手放しに楽観出来る状況にはないというのが私共の結論である。次に物価面では、企業向けサービス価格は下落を続けている。国内卸売物価については足許横這いとなっている。消費者物価もほぼ前年並の水準である。

先行きについては、当面は公共投資の工事進捗や住宅投資の持ち直しが続く。また、輸出はアジアを中心に強含んでいく可能性がある。生産は7月には増加に転じると見込まれる。こうしたことから景気は暫くの間は小康状態が続く可能性が高いと考えている。しかし、公共投資の景気下支え効果はいずれ減衰する。来年1~3月頃には減衰するとみている。住宅投資も実際に7月の展示場の来客数が減っており、秋口には着工が頭打ちに

なる可能性が高い。そうした下で、結局は個人消費、設備投資が持ち直してくるかどうかがポイントになる。まず、個人消費は雇用、所得環境からみて一進一退での推移がせいぜいと考えられる。設備投資についても基調として増加に転じる可能性は現在のところは低い。従って、民間需要が速やかに自律回復に向かう蓋然性は目下のところは低いと判断している。なお、最近の円高が企業収益に及ぼす影響であるが、現在の為替相場の水準は6月短観における企業側の想定レートから大きく乖離してはいないため、現段階では経済全体としてさほど深刻に考える必要はない。原油価格の上昇については、企業収益と家計収益の圧迫に繋がるという点には引き続き留意を要すると考えている。物価については、足許は弱含み横這い圏内で推移すると考えられるが、やや中期的にみると、先行き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点に引き続き注意を払う必要がある。

次に、注目点を中心に各論をご説明する。まず公共投資は、2、3月と請負金額がかなり増えた割には足許の公共関連財出荷が伸びていない。従来の補正予算のパターンからすると、こうした効果は早目に出るが、今回は15か月予算として編成された関係上、普通であれば補正予算に含まれないような詳細設計等に時間を要する大型の構造物がかなり含まれていたと考えられる。従って、直ちには出荷に結び付いていない。土木工事に関しては生コンの出荷等が伸び、建設業の就業者も増加しており、ある程度進捗しているとみられる。ただ、マイクロヒアリングによると、橋梁などの設計に手間がかかる工事についてはかなり遅れている。こうした点を踏まえると、公共工事関連財の出荷はむしろ今後秋口にかけて増加していくことが考えられ、10～12月も大きな落ち込みを避けられる見込みである。ただし、来年1～3月には減少に向かう。発注の息切れから10～12月には落ち込むとみていたが、工事の進捗の遅れにより、図らずも落ち込みが回避される見込みとなった訳である。この結果、年前半と後半の段差が小さくなり、結果的には公共工事の効果がその分平準化された形になる。

次に、輸出は足許横這いであるが、今後は米国・中近東向け乗用車、あ

るいは東アジア向けの情報関連財、中間財等から強含んでいくと考えられる。なお、直近のドル安の影響を判断するには時期尚早であるが、対ユーロでは年初来、円高方向に進んでおり、こうしたことが一部欧州向けの自動車のスポット輸出を抑制する方向に働いているように窺われる。

設備投資の先行きについては、先行指標の動きからみて、夏場にかけて一旦は減少テンポが緩む可能性が高いと考えている。ただ、企業の投資計画は引き続き慎重であり、基調判断としては増加に転じる可能性は低いと考えられる。こうした中で、足許やや注目される統計は設備投資の先行指標である機械受注である。6月の実績は前月比+6.3%と増加したが、4~6月としては減少している。6月の実績と同時に公表された7~9月における業界の見通しが久方振りに+4%と増えている。これは主として非製造業を中心とした電子通信機器等の受注の増加によるものである。今後これが実際にどの程度持続し、年度下期の設備投資の落ち込みを緩和するのか否かを注視していく必要がある。留意点としては、一つはこうした電子通信機器は非常に振れが大きいという特徴を持っていることである。今一つは本年3月もそうであったが、非製造業からの受注の中には携帯電話も含んでおり、今回もどの程度携帯電話を含んでいるのかを留意点としてみていく必要がある。いずれにしても、7~9月の機械受注が4%と上向いたのは一つの注目点である。

次に消費である。まず所得面を確認すると、雇用者所得の特別給与、即ちボーナスの寄与が6月単月でみると前年比-9.3%とかなり大きな落ち込みとなっている。因みに、日経連ベースのボーナスは前年比-4.8%である。6月単月でみると、これよりも落ち込み幅が大きかった訳であるが、これが日経連加盟企業以下の小企業のボーナスの落ち込みを意味するものか、あるいはボーナスの支払い月のずれ込みを意味するものか、注意してみていく必要がある。即ち、7、8月はここまで落ちていない可能性もある訳である。ただ、いずれにしても相当な低水準であることは間違いない。こうしたことを受けた消費の動向について、ボーナスの影響がどのように出ているかを家計調査によって確認すると、6月の消費水準指数は前月比

-2.5%と6月単月では減少している。ただ、4~6月を通じると+1.7%と、内容的には家のリフォーム等を中心にプラスになっている。自動車もマイナスにはなっていない。比較的良いものから申し上げると、家電販売は6月+1.1%、4~6月を通じても+2.7%の伸びを確保している。7月入り後、あるいは8月の状況をヒアリングにより確認すると、パソコンがかなり大きな伸びをしているし、猛暑に伴いエアコンの売上げが伸びており、家電販売はかなり堅調を維持している。今一つ比較的良いのが都内の百貨店であり、6月の+2.4%には三越の閉店セールの影響もあるが、これを除いても7月の前年比は横這いを確保したデパートが多いようである。前年比横這いになると、7月の季調後はプラスになる。気温の影響もあるとは思いますが、都内百貨店の売上高はますますである。

一方、状況が非常に悪いものもある。その代表が乗用車の新車登録台数であり、7月は軽を含むベースでも-5.5%とかなりの落ち込みである。除く軽ベースでは-7.2%とさらに大きな落ち込みになっており、84年6月以来の低水準である。やはり値嵩の耐久消費財については、消費者は極めて慎重である。また、旅行の取扱額は6月は-2.2%であり、国内、国外ともマイナスである。業界ヒアリングによると、7月以降も余り良くない状況が続いているようであり、大型の消費には慎重であると言える。平均消費性向は4~6月平均で72%と、1~3月の69.4%からさらに上昇している。結局、消費がボーナスの減少にもかかわらず一進一退となり得たのは、やはり消費マインドの改善によるところが大きい。いわゆる消費マインドに関する色々な指標をみると、98年の後半から総じて回復傾向であった。ただ、足許は足踏み状態になっており、一本調子のコンフィデンスの回復はみられていない。

以上を受けた生産であるが、足許7~9月については在庫調整圧力が弱まる中であって、輸出関連、公共関連を中心に増加に転じる可能性が高まっている。具体的には自動車が対米、中近東向けの輸出、あるいは排ガス規制に伴う新型トラックへの生産切り替えにより生産を大幅に増やす。その他公共投資関連、情報関連財、一部住宅投資関連等も増産になる。こ

の結果、鋳工業生産は通常の季節調整では前期比 4.7%増、曜日構成等を考慮しても 3.3%増と、かなりの回復になる模様である。なお、私共の企業ヒアリングによると、7~9月は2%台半ばということであり、仕上がりはこうした生産の予測指数に比べて若干低くなると思うが、それでもかなり大きな伸びが期待できる。ただし、同じヒアリングで 10~12月を聞いてみると、まだ腰だめの感触ではあるが、大体横這い圏内ということであり、7~9月の伸びがその先も持続するかどうかについては、やはり慎重にみておく必要がある。

最後に物価である。まず輸入物価を巡る環境であるが、原油価格が上昇しており、北海ブレントは昨日現在で 20 ドル 50 セントまで上昇してきている。本年春先のボトムと対比すると 9 ドル前後、この 2 か月のみで 4 ドルの上昇である。こうした原油価格の上昇の影響をみるために、産業連関表を用いて 100%価格転嫁された場合にどの程度上がるかを計算すると、卸売物価ベースでは 0.5%程度という結果であり、現在これだけの上昇圧力がかかっているということである。輸入物価は 4~6月 3.4%上昇の後、7月も 0.6%上昇している。また、卸売物価は 5、6、7月と前月比ではほぼ横這いである。7月は表面の数字では前月比+0.2%となっているが、電力の一時的な値上げを調整すると横這いとなる。C S P I は前年比でみて 1.2%前後のマイナスが続いている。C P I については、6月の全国、7月の東京とも除く生鮮では前年比横這いという推移を辿っている。物価全体を概観すると、国内卸売物価、消費者物価共にほぼ横這い圏内と言える。一方、企業向けサービス価格は軟化を続けており、全体としては弱含み横這いの圏内であると判断している。当面は輸入物価、あるいは国内商品市況の動向から判断すると、物価は現在と同様の推移が続くと見込まれる。秋以降については、輸入物価はこれまで相当急ピッチで上がっており、そうしたピッチが持続することは考え難く、仮に国内景気が自律回復に転じず、再び在庫調整に転じる場合には、再度軟化するリスクが残存していると思う。

後藤委員

設備投資については、これまで短観から企画庁の法人企業動向調査に至るまで過剰感が非常に強く、本年中に増加に転じることはなかなか見込み難いというのが、一種のコンセンサスになっていた。しかし、機械受注では増加がみられた訳であるが、そうした動きが、これまでの設備投資の見通しに関する各種調査にどうして現われてこなかったのか。

村山調査統計局長

一つは、情報関連財の受注が多いことであり、設備投資以外の携帯電話等が含まれている可能性があることである。この点は、今後時間をかけて確認していきたい。今一つは、元々かなり振れが大きい傾向が掴み難い。敢えて委員の質問に答える仮説があるとすれば、例えば大企業の設備投資状況は1~3月についてもかなり減っており、レベル的にはかなり低いところにある。短観等によると、99年度は約1割の減少になる予定であるが、98年度末にいわばマイナスの下駄を履いているため、大企業については四半期毎にそう大きく落ち込んでいかないとしても、-10%程度の伸びになってしまう。その裏返しとして、多少の増加でも大きく影響が出てきていると思う。また、今回は非製造業からの情報関連ということであり、中小企業は余り含んでいないと思うが、中小企業には短観には含まれていない企業もあるため、そうした先に例えば本年1~3月のような動きがあるのかないのかも一つ検討ポイントだと考えている。

後藤委員

非常に振れが激しいため、色々分析してみないと分からないということか。

村山調査統計局長

私共は元々設備投資は年度を通じてマイナスだと思っているが、四半期毎にマイナス幅が拡大するとはみておらず、下期にマイナス幅が多少緩和

することは十分に考えられる。

三木委員

マイナスの下駄は何パーセント程度か。

村山調査統計局長

大企業だけでは7、8%程度になっている。従って、それ程落ちなくとも10%弱の落ち込みになってしまう訳である。

中原委員

金融機関の設備投資はどういう状況か。

村山調査統計局長

本会合開始後にそのニュースを知った状況であり、まだ内容的には全く分かっていない。因みに、短観でも金融機関の設備投資を6月段階で聞いているが、3月段階に比べて多少下方修正されていた。全体としては、短観の対象に入っていないその他の金融機関の状況が反映されたのかもしれない。

速水議長

次に、雨宮企画室企画第1課長から最近の金融面の動きについて報告して下さい。

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

まず、概要を説明する。今月のポイントとして、第一に短期金融市場の動向、第二に長期金利、株、為替の関係をどう考えるか、第三に量的指標、特に貸出の弱さと経済活動全体との関係をどう考えるか、の三点を中心に報告をさせて頂きたい。

まず第一のポイントであるが、短期金融市場ではオーバーナイト金利は引き続きゼロで推移している。今月の特徴は、6月中旬以降一旦やや上昇したターム物金利が再び落ち着いてきていることである。年末越えのターム物金利は幾分高目となっているが、短期市場はターム物も含めて全般に落ち着いた状況が続いている。

第二に、長期国債の流通利回りは一時1.6%程度まで低下したが、その後幾分強含み、最近では1.8%台で推移している。因みに、昨日の終わりが1.825%、本日はGDP統計に若干反応したのか1.84%である。株価は若干の調整局面に入り、最近では1万7,000円台前半の動きとなっている。ゼロ金利政策の実施後、円安、長期金利安、株高という組み合わせが実現し、こうした組み合わせが景気をサポートするうえで貢献してきたと評価してきたが、足許こうした組み合わせが若干変化している訳であり、これをどうみるかが二つ目のポイントである。この間、ジャパン・プレミアムは引き続きゼロの状態が続いている。

三番目は金融の量的側面である。資金需要面をみると、設備投資など実体経済活動に伴う資金需要が低迷しているほか、企業の手許資金積み上げの動きも収まっており、全体として民間の資金需要が引き続き減退しているため、貸出も弱含みである。一方、社債、CP等については引き続き市場環境は非常に好調であり、月により若干の振れはあるが、やや格付が低目の社債も含めて発行環境は改善している。ただし、全体としては資金需要の低迷を背景に量は減速傾向が続いている。これに対して、マネーサプライは前年比4%強の動きを続けている。このようにクレジットとマネーの格差が続いている状態が目立つところである。

短期金融市場のポイントは金融市場局長から報告があったので、二番目のポイントから申し上げる。この2か月ばかりの長期金利と株価の動きを振り返ってみたい。まず、長期金利は10日現在1.89%であるが、昨日の終わり値は1.825%である。8月に入り例えば7月29日の6月鉱工業生産、8月10日の6月機械受注等の強めの指標に反応した面と、8月2日の預金保険機構の4年債発行、あるいは9日の堺屋経済企画庁長官の発言等、補

正予算絡みの材料に反応した面もある。ただ、達観してこの2か月半をみてみると、1.6~1.8%台のレンジの中で景気と予算関連の情報に反応しながら変動してきた。幾分強含みになりつつも、一気に上昇するという地合いではなかった。その意味では、長期金利市場、債券市場はGDPや短観等の後も比較的冷静にこうした景気指標を消化してきたとも評価できる。これに対し、株価は7月下旬までいわば一本調子で上げてきた。先月の決定会合では長期金利がほぼ一定のなかで株価が一気に上がるという状況が果たしてサステイナブルかと申し上げたが、結果的には株の調整が若干行なわれたことになる。一本調子の上げの一つの背景は、為替が一時的に123円辺りに持ち上げられたことを囁し、先行的に買い進められた面があるかと思う。これが為替の円高化をきっかけに7月中旬から調整局面に入り、いわば長期金利に現われている程度の比較的モデストな景気回復期待のラインに鞘寄せされてきたとみることができる。いずれにせよ、これまでゼロ金利政策により株高、長期金利安、円安という組み合わせがあった訳であるが、これが景気の改善に効果があったからこそ、全般的に長期金利高、円高という方向の動きが現われることはある意味では自然である。当面、我々としてはこうした動きが实体经济に悪影響を与えるかどうかという観点からチェックしていけば良いと思う。現段階では長期金利の水準、株価の水準、為替レート水準が経済に大きな下押し圧力を加える要因になっているとみる必要はないと考えられる。

次に、金融の量的指標の動きであるが、主要五業態の貸出実績は償却要因調整後の前年比で7月は-1.6%と、結局3か月連続でマイナス幅を拡大させている。貸出は実勢ベースでもこの3か月、不振の度合いをさらに加えている。ただし、短観、中小公庫、国民公庫等の中小企業からみた金融機関の貸出態度に関するDI調査をみると、概して金融機関からの借入れが難しくなったという調査結果は昨年秋口を境に徐々に縮まる方向にあり、ここにきて金融機関の貸出態度がさらに厳しさを増しているとは考え難く、貸出低迷の主因はやはり資金需要にあると思う。金融市場局のヒアリング等を総合すると、最近の資金需要低迷の一つの特徴は景気悪化あ

るいは景気の低迷に伴う資金需要の低迷に加え、むしろ企業によっては経済活動の好転に伴い幾分キャッシュ・フローが良くなったため借金を返済するとか、金融システム不安に対応して手許を厚くしていたものを金融システム不安の解消により返済するといった動きである。いわば金融経済情勢が幾分好転しているがために、クレジットがむしろ縮小している部分も見受けられる。

次に、マネーサプライの動きについてである。5月のM2+CDの前年比は4.1%、6月は4.3%であり、4か月連続で伸び率を上昇させてきた。供給要因としては財政要因が寄与している状況に変わりない。ただ、7月はまだ数字が出ていないが、マネーサプライの背景にある銀行預金の数字は速報ベースで幾分弱くなっているため、マネーサプライについても7月以降もこれまでの調子で伸びを高めていくことはなからうとみている。因みに、先月の金融経済月報で公表した私共の7~9月のマネーサプライの見通しは4%前後であったが、中心値は3.9%である。7~9月までは4%アライの伸びが続くが、その後も伸びが高まることはないの見込んでおくべきである。事情はハイパワードマネーあるいは銀行券等も同様である。マネタリーベースは5月頃に見込んでいたのと比べると割と健闘しており、6月5.6%、7月6.7%と、5~6%の伸びが続いている。5月段階では6月、7月のボーナス支払いが低い伸びのため、銀行券需要も相当大きく落ちるとみていたが、7月まではこの程度の伸びが続いている。ただし、8月はやはり銀行券が若干弱くなっているようであり、金利低下による機会費用の効果が一巡するにつれて伸びが次第に下がっていく可能性は大きいと思われる。

量的指標の動きを総合すると、これまでの半年間は貸出、マネー、マネタリーベースが伸びを高める、あるいはマイナスを縮める局面であったが、この先そうした傾向が続く可能性は低いのではなからうか。むしろ、全体として企業のリストラが進む中で業績が好転する、あるいは金融システムの落ち着きなどの経済金融の好材料により却って伸び難くなる面もある。従って、今後年末にかけて仮に量的指標が伸び悩むことになれば、それと

経済との関係で対外説明には注意を要する時期がくるかもしれないと感じている。

速水議長

設備投資や機械受注に上方修正が入ったが、株は上がっていない。

雨宮企画室企画第1課長

然り。その代わり長期金利も大きく上がっている訳でもない。本日のGDP統計については、これにより見方を大きく変えるというものではないし、株は一時円高に反応して17,000円に戻った後、機械受注や生産の指標にそれなりに反応してしっかりしている。やや長い期間で見れば、長期金利、株、為替とも本年2月頃と比べて日本経済に対するある程度の回復期待、モデストな回復期待を織り込んだ辺りにいると考えられる。株は一瞬やや行き過ぎたということだろうとみている。

中原委員

良い方への変化としては三つ挙げていた訳であるが、何が一番か。

雨宮企画室企画第1課長

まず一つ目の短期金利については落ち着いており、良い悪いというよりも引き続き全体としてはゼロ金利政策の景気・金融システムに対するサポート効果が続いているということである。二つ目の長期金利、株、円高の関係についても、良い悪いというよりも、長い目で見て日本経済のコンフィデンス回復というか、日本経済の回復期待が幾分強まっていることと整合的な動きとみておけば良い。逆に言えば、長期金利が若干上がったから景気に対してネガティブであるとか、この程度の為替により非常にネガティブであると考えする必要はなからうということである。一番難しいのは三番目の量的指標であり、若干申し上げたとおり、あるいはクレジットやマネーが弱くなることがコンフィデンスの回復や経済活動の回復を背景

に起きていることもあり得るかもしれない。そうであれば、マネーやクレジットから短期的に景気を読むことが難しくなるかもしれない訳であり、指標から単純な評価が出来ないことを相当頭の中に入れておかなければならなくなるかもしれないと申し上げた積りである。

(午前10時35分中断、10時41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

それでは、これまでの報告等を踏まえて、政策委員会としての検討を行なって参りたい。討議の形式は、まず金融経済情勢に関して順番に意見を頂き、次いで自由に討議を行なう。その後で金融政策運営に関して再度順番に意見を頂戴して、討議して頂きたい。最後に、政府から出席されている方々から意見があれば承る。それでは、まず金融経済情勢について意見を頂くが、本日は植田委員から願います。

植田委員

まず実体経済について暫く前までの判断に比べた追加的な情報、あるいは変更という観点からみてみたい。明るい材料としては、公共投資の発注、あるいはその波及効果の発現が後ずれしている点の一つである。さらに、情報通信関連分野の需要がやや上方修正になっているのかと思われる点である。これは、GDPの需要項目としては、消費、設備投資、さらに輸出にまたがって出てきている。一方、暗い材料としては、大きいのは雇用者所得の伸びが予想以上に落ち込んでいることである。勿論雇用も伸び悩んでいる訳であるが、賃金がボーナスも含めて所定内給与がかなり落ち込んでいる。これまでのマイナスの循環に加え、ある意味ではリストラがある程度真剣に行なわれているため、雇用のカットに制限がある経済の中で賃金にしわが寄っているとも解釈できる。それでも、消費はそこそこ伸び

ている訳であるが、個別には自動車販売など影響を受けているようにみられる項目もある。また別のマイナスの材料として、原油価格の上昇基調が続いており、あるいは予想よりは若干大幅になってきていることが挙げられよう。さらに、足許では若干円高の動きがみられる。これらを総合すると、第3四半期は結果として見通しの上方修正、さらに第4四半期とその後については、政策関連需要がずれ込むというプラスと、雇用者所得減に伴うマイナス効果に情報通信関連分野需要の持続性がどの程度のものとなるか、などを合わせて決まってくると思う。円高はこの程度の動きで止まるのであれば、それ程大きなマイナスではないと思う。結論的には、従来は経済がさらにマイナスの方向に突っ込んでいくとすれば、第4四半期頃からかともみていたが、多少後ずれしたということである。

物価が全体として横這いという見通しはこれまでと大差ないが、個別に分解してみると、消費財等がやや弱含みに転じる一方で素原材料、中間財等が石油価格上昇等に影響されて若干上振れしてきており、嫌なパターンである。すなわち、需要の増加に伴う物価の持続的な上昇であれば、適切なタイミングで素直に金融引締めを行なう訳であるが、サプライショックで物価が上昇する場合には、色々考えなくてはならない難しい問題がある。例えば、多くのインフレーション・ターゲティング採用国でも、サプライショックについては免責条項をつけている。ただ、これも物価が全体としては一時的に横這い状況であることが確認できた段階であり、持続的な上昇について本格的に心配する必要がでてくるのはまだ先のことではないかと思う。

次に、金融資本市場についてであるが、実体経済を以上のように要約すると、景気回復の可能性はある程度はあると思うが、まだ不透明な状況である。しかしこうした中で、資産市場は景気回復期待をベースにして、それに付随し、あるいは現実が上振れたり下振れたりする現象を時に織り込みつつ動いてきた。基本的には、金融緩和に伴い長期金利等は低下、株価は上昇、為替は円安という状況が理論的に起きるし、現実にもそうであった。足許はそれが若干逆方向へ巻き戻す動きが起きている。しかし、理論

的に考えても金融緩和は緩和した直後に円安・金利低下、株価上昇を引き起こし、その後は景気回復への期待がでる、あるいはそれが現実化していくと共に金利は緩やかに上昇に転じ、為替は円高になっていく。株価については、金利上昇と収益の上昇期待が現実のものとなるか否かの綱引きであり、色々なケースがあり得ると思う。従って、ここまでの資産価格の動向は金融緩和あるいはそれに伴う景気回復期待等でかなりの程度説明できるパターンで動いてきている。

ただ、こうしたパターンから微妙にずれている部分がみられなくもない訳である。一つは、財政からの追加措置等に伴う国債需給悪化懸念の金利への影響であるが、これはまだ本格的な影響を及ぼしている段階ではない。今一つは、景気回復期待がある程度強くなっている中で、為替レートが介入等によりやや円安方向で安定していた訳だが、これが前提とされて株式等が買われていた面があったのではないかという点である。この部分が介入効果の減少とともに剥落しつつあるのではないかと思う。さらに、介入効果が減退してきた背景としては、一つは米国景気自体の過熱感、今一つは日本その他の地域の景気回復が米国経済にもたらすマイナスの影響が若干懸念され始めている面があるかと思う。すなわち、米国経済の好循環の核になってきた株高、ドル高、あるいはそれに伴う海外からの米国への資本流入が、米国のインフレ懸念や米国以外の地域の景気回復等で縮小し、それに伴い株高、ドル高が若干逆転してきたことがさらに米国实体经济をも悪化させるというプロセスを心配する空気が生じつつあるように思う。米国資本市場の一部でリスク・プレミアムがかなり上昇しており、一部のマーケットでは昨年夏頃の水準に達しているのは、こうした懸念に伴う世界金融市場全体での不透明感、不安感を反映しているとみられなくもない。こうした動きは一部必然的なものであるが、資産市場の動きが余りにも先行し過ぎ、例えばさらに一段大幅な円高が発生する、ドル安が発生するという場合が若干懸念される。そうした場合の対策については、政策に関するコメントのラウンドで申し上げたい。

最後に技術的な論点であるが、この先のマネー・クレジットの動きに関

するコメントである。現状では貸出が極めて弱い中でマネーが伸びており、ギャップのかなりの部分は銀行部門による国債購入に回っていると思う。それをやや詳しくみてみると、政府部門の財政支出により所得がある程度支えられており、財政支出に伴って支払われる資金が法人部門に回って法人貯蓄となっている。法人の投資水準が低いため、やや異常ではあるが、この部門が資金余剰部門となって法人預金が積み上がっていき、そうして流入した資金で銀行は国債を買っているという循環かと思う。今後景気が回復していき、若干でも財政赤字が減り、設備投資等が増えるとどうなるか。その場合、投資がファイナンスされれば銀行の国債購入が貸出に変わるだけで預金の伸びは似たようなものであるし、貸出も若干伸びる形になるかと思う。一方、設備投資増が内部留保の取崩しでファイナンスされる可能性がかなりあるが、その場合には銀行部門は法人預金の縮小と国債購入の減少でバランスする。この結果、預金すなわちマネーも貸出も余り伸びないが、それでも景気は回復していく状況が起きるのかもしれない。加えて、金融不安の鎮静化につれて銀行預金あるいはキャッシュに対する需要が伸び悩むかもしれないことは以前から色々指摘されているとおりである。こうした現象が発生するとしても、長期に継続する訳ではないと思うが、景気回復の初期に発生し得る可能性として念頭に置いておく必要がある。

藤原副総裁

私も、明と暗、足許と先行き——という切り口で見解を述べる。前回以降の指標の中では、公共工事が高い水準で推移していること、住宅着工も良い数字になったこと、消費関連ではパソコンやエアコンの販売等に良い物もみられること、生産も8月の予測指数はかなり高目になったこと、などの点を明として挙げることができる。先行きについては、公共投資や住宅投資が引き続き需要を下支えすることから、景気は当面小康状態を続けるのではないかと思う。特に、公共事業の下支え効果があるいは平準化して年内は続くとすれば、民需に繋がっていくまでの時間的余裕が延長され

たという意味で好材料である。しかし、やはり設備投資と個人消費にはどうも良い展望が開けない。設備投資については、大企業は投資計画をかなり固めてしまっているのではないかとも思われるし、リストラの動きが投資を抑制する方向に働いている。また、構造調整圧力が特に中小企業に強く働いているため、設備投資全体としては回復の展望はなかなか持ち難いのではないか。一方、個人消費についても、雇用者所得が減少している中では増加を見込むことは難しい。要するに、本年度下期以降に景気が回復に転じていくかどうかは、これまで同様極めて不透明であると言わざるを得ない。

物価については、デフレ懸念払拭の展望というコンテクストの意味も込めてみると、原油価格という問題はあるにせよ、下げ止まり傾向が一段と明確になってきたことは注目される。民間需要の回復が展望できない中では、先行きのリスクはデフレサイドにあるが、それでも足許の物価の下げ止まりは、民間のデフレ的な期待形成を遅らせることを通じて、物価の先行きに何らかの影響を及ぼしていくのではないか。その点に注目していきたい。

前回の会合以降の動きで注目すべきは、円高の進行と銀行貸出の低迷である。円高の背景としては、日本経済に対する悲観的な見方が後退してきた一方、アメリカのインフレ懸念の強まりを受けたドル安の動きが最近の円高、ドル安に拍車を掛けたとみることができる。むしろドル安の動きに預かって力があり、従って昨年秋以降の円高とは違った形ではないかと思う。昨年場合は、日本経済への見方が悲観的になっている中で進んだ円高であるが、今回の円高にはそうした背景は薄い。また、円高の程度も企業の経営計画を大きく狂わせるものではないし、一部輸出企業等には怨嗟の声も聞かれるが、企業の経営改革を大きく狂わせる程ではないと思う。取り敢えずは、最近の円高が経済に大きな影響をもたらすリスクは少ないと思われる。もっとも、今後とも為替動向は、注意深くみていく必要がある。

次に銀行貸出の低迷についてであるが、金融機関にとって最近では資金調

達面や自己資本規制の面からの制約は緩和されている。また、各種アンケート調査などからみても、金融機関の貸出姿勢自体が厳しい方向に向いているとは考え難い。従って、貸出の低迷は企業の景況感が改善をみる中で、資金需要が依然として弱いためと判断せざるを得ない。今後の景気回復のパターンとしては、勿論個人消費の上向きや輸出増大というルートも考えられるが、民間需要が総体として回復していく姿としては、通常は中小企業の投資が次第に出てくることではないかと思う。足許の貸出の低迷は、少なくともこうしたルートからの景気回復のメカニズムが極めて弱いことを示している。

先の1~3月GDPの発表を受けて、現在は9月に発表される4~6月GDPに関心が集まっているようであるが、こうした指標に関心が集まり過ぎていることにも問題があるのではないか。GDPは他の指標から作成する指標であるし、今後は補正予算に関する論議もあるため、9月の段階で4~6月の計数を云々するのは、先を見て判断するという私達の基本的なスタンスからすると、いかにも遅すぎる。GDP統計は過去の景気動向を確認する材料ではあっても、先行きをみていく指標としてはフォワード・ルッキングな判断の決め手にはなり難いのではないか。

山口副総裁

植田委員、藤原副総裁と似たような論点になってしまうが、三点程コメントしたい。第一点は実体経済の動きに関するもので、今回出てきた情報の中では、公共投資が年内は余り落ちないかもしれないという点が重要な情報である。本当にそうなのかどうかは、今少し予算のマクロデータで検証していく必要はあろうが、これまで下期の景気再減速懸念の最たる理由が公共投資の息切れにあった訳であり、仮にそれが多少なりとも先にずれていくのであれば、景気の小康状態も多少息が長くなっていく可能性が出てきたと言える。しかし大局的にみれば、所得環境の悪化からみて当然といえば当然のことだが消費に力強さはみられない訳であり、また、消費性向の改善がいくらでも続くというものでもないであろう。設備投資も若干

底に近づきつつあるような感じが出ているが、まだ基本的には減勢が続いているのではないか。アジアの回復、あるいは海外市場全般の拡大持続の中で、輸出にはなにがしかの回復を見込めるが、経常収支の黒字がこの先さらに大きく増えていくとは考え難い。従って、全体としては小康状態が今暫く続くのではないかと思われるし、敢えて言えば、下期のダウンサイド・リスクが幾分減少しつつあると評価できるのではないか。今後、第二次補正論議が本格化していくと思うが、現時点では明らかになっていない状況であり、補正が決まった場合の株式市場、債券市場の反応も見極めないと、確かな評価は行ない難いと思う。

第二に為替市場、株式市場、債券市場を合わせたオーバーオールな状況の評価については、雨宮企画室企画第1課長から説明があったようなことではないかと、思っている。2月に政策変更を行なった直前の状況は、いわば悪い金利の上昇が生じ、経済の改善傾向が余り明瞭になっていない中で為替の上昇が生じていた訳であり、これは明らかに経済に対してネガティブな影響を持つ性格のものだった。しかし、最近の市場全体の動きは、日本経済のなにがしかの改善を反映した動きにもなっているし、ここまでの動きはそう悪い影響を及ぼすものではないと思う。一つ心配なのは、グローバルなマーケットの中でアメリカ経済についてのパーセプションの変化が起きており、それが様々な形でマーケットの展開に影響を与えている部分ではないかと思う。アメリカにとって対外不均衡の問題が、どのような形で解決に向かっていくのかはよく分からない。取り敢えずはドル資産についてのリターンがアメリカに資金を十分引き付けるだけのレベルになっていくためには、アメリカの金利上昇がどの程度起きなければならないのか、あるいは為替の調整がどの程度必要なのかという問題ではないかと思うが、なかなか答えを見出し難い。経済のファンダメンタルズに着目すると、アメリカ経済は依然として日本やヨーロッパに比べて相対的に強い状況が続いているように思われ、円が大きく買われていく要因は基本的には見出し難い。ただ、市場のパーセプションがかなり変わりつつあるのは事実であり、市場参加者の多くがある種のパーセプションを共有しな

がら動いていく場合には、意外にモメンタムがついてしまうこともあり得ない訳ではない。そこはそれ程予見し易い訳ではなく、我々はその時々々の動きを経済全体の中できちんと評価していくことしかできない。

最後に、量的な金融指標の動きについては、私もこれまで出てきた話と全く同様に理解をしている。金利政策の面で最大限の手を打っている中で、今後量的な指標が伸び悩む傾向をみせてくるとなれば説明がなかなか難しい場面があり得るように思う。ただ、起きている現象自体は、市場の中でいつでも資金を調達できるという安心感が非常に広がっていること、またキャッシュ・フローの改善が取り敢えずバランスシートの改善努力の方に向かっていることがバックにある訳であり、必ずしも不自然なことが起きている訳ではない。植田委員からは、企業投資が回復していく場合に、それが何によってファイナンスされるかにより量的指標への跳ね返り方が変わってくるという分析があった。これから暫くの間起きることは、恐らく投資が回復する以前にキャッシュ・フローの改善が生じ、仮にバランスシートの改善を通じる格付の回復などが非常に強く意識されるような動きになっていけば貸出も伸びず、マネーサプライも伸び難い状況が出てくるかもしれない。しかし、それも金融緩和の一つの表現形態であると受止めるべきではないかと思っている。

後藤委員

前回の会合では、今後の問題は企業のリストラによる収益の回復が設備投資なり生産に繋がっていくまでの間、所得・雇用環境が非常に厳しい中で健闘している消費を持ち堪えさせられるかどうかだと申し上げた。逆にいえば、消費が持ち堪えている間に企業収益の改善が生産なり投資の増加に繋がっていきけるかどうかの問題だと申し上げた訳である。そうした点からは、短観や最近の法人企業動向調査等の各種調査に企業センチメントの改善が現われているように思うが、消費者コンフィデンスの回復傾向が足許のところ足踏み状態になっていることが気になる。反面、公共事業が工事進捗の遅れた怪我の功名から 10~12 月の公共事業関連財の出荷の落ち

込みが避けられそうだという見方がある。従って、財政のサポートから民間需要の回復へのバトンタッチの時間的余裕が与えられることになったと受け止めている。

これまで消費については明暗入り交じっている状況であったが、設備投資や生産にもそうした面が出てきていると思う。設備投資については7~9月で4%という機械受注のかなり大幅なプラスが見込まれる。勿論、これは過去の数字をみても振れが大きいし、中には携帯電話等が含まれていることもあり、内容を分析しながらウォッチしていく必要があるが、設備投資が真っ暗な中で一つの明るい情報ではないかと思う。7~9月の生産については、通産省の鉱工業生産予測指数をみても、また本行のマイクロヒアリングによる計画をみても、前期比かなりの増加になると見込んで良い。その中で政策的な大型公共事業の進捗に伴う関連資材の出荷増といった政策関連の生産増加の他に、生産誘発効果の大きい輸出の増加に関連をするものにも期待できるかもしれない。特に、4~6月は輸出を抑制をしていた自動車の増産があるし、パソコンその他情報通信関連分野、猛暑に助けられたエアコンなど民需の増加を反映したとみられる増加が7~9月の生産計画にみられるため、民間の自律的な回復力に期待してこうした動きがさらに強まることを注目していく必要がある。ただ、在庫循環図等を見ると、在庫積み増し局面に入っても良さそうな水準まで来ているが、まだ在庫率が103%と高いため、なお横這っており、企業の在庫積み増しに対する姿勢は引き続き非常に慎重である。

先行きに対する懸念については皆さん色々触れられたが、現在は小康状態、一服の状態にある。円高については、6月短観の製造業・大企業の想定している99年度下期のレートは116円辺りだったため、現状程度であれば収益に大きなマイナスになるとはみていない。しかし、さらに円高が進むとすれば、円安による企業業績の上方修正を期待しての株価上昇もみられた訳であり、また機関投資家の外貨建資産の目減りという問題もあるため、この先非常に懸念をされる場所である。物価については原油価格上昇の影響や一部商品の市況持ち直しにより横這い状態が続くだろうと

ということであるが、需要段階別の卸売物価をみると、最終財や消費財は弱含んでいる。従って、賃金の軟化傾向や需給ギャップといった潜在的な下落圧力はなお残るとみるべきである。

武富委員

実体経済の内側と外側という観点で申し上げたい。前回会合以降の景気展開から改めて確認できたことは、実体経済そのものの内側から崩れていくリスクはほぼなくなったことである。仮に、何か潜在的なリスクがあるとすれば、実体経済の外側における不安定要因や不透明要因が出てきて、それが実体経済に悪影響を及ぼすという類のリスクだろうと思う。実体経済の内側から崩れるという意味で心配していたのは、企業調整が非常に厳しく行なわれている訳であるが、企業調整は二面性があるし効果が出るのもタイムラグがあるため、その間隙を縫って調整の悪影響の方が経済の中で自己循環するのではないかということであった。時間軸を長く取れば、企業調整により膿を出し、先行きへの前向きな力を生むという意味でポジティブであるが、調整の初期段階では調整自体が関連分野のさらなる調整を呼ぶという形で調整のチェーンリアクションを生む。それがこの局面で出てこなければ良いがという心配であった。例えば、雇用調整、賃金調整が厳しいため、この時期に消費に悪影響が出ないかが一つのポイントだった訳である。

結果としては、消費は何とか持ち堪えている。特に、夏季賞与の大幅マイナスの影響が心配されていた時期だけに、いわゆる内側からの崩れがなくて済んでいると評価できる。消費はマインドの向上が消費性向の上昇に繋がった部分が確かにあったと思う。金融システム対策や雇用対策を中心にした補正予算が組まれたとか、あるいは株価上昇が心理面へ良い効果を与えたのは事実であろう。ただ、マインドは移ろいやすいものであり、ここで消費が持ち堪えている最大の実態的な背景は実質可処分所得が目減りをしていないことにある。この点は前回会合でも指摘させて頂いた。確かに名目所得は振るわないが、可処分所得ベースでは減税の効果があるし、

社会保障関係についても負担と給付の関係を家計部門全体で捉えてみると、ネットで家計部門の受け取り超になる。その意味で、可処分所得は名目所得の不振に比べて、何とか一定レベルを維持している。加えて、物価も二面性があり、価格が落ち着いていることは購買力的には目減りしていない訳であり、実質可処分所得の岩盤があることが消費が一進一退しながら何とか持ち堪えている背景にあると思う。

企業調整の今一つの柱である設備調整はまだ続いており、新たな投資が出てくるという前向きな動きにはまだ多少時間がかかりそうである。これは本会合でも皆さん一様に想定していることであり、下へ引っ張る力が徐々に減っていくという想定路線を走っている訳であろうし、公共投資が何かと後ずれしていることも想定範囲内だと思われるため、特に中から崩れるという意味合いの動きではないと思う。設備調整は要するにバランスシート調整ということになるが、バランスシート調整のマイナス面として経済活動が直ちに上向かないということもある。バランスシート調整をした果実が負債の返済や設備投資を内部資金だけで行なう動きになっているが、それは先行きへの力を貯めることであり、バランスシート調整が続いていること自体が実体経済の内側から何か崩れる方向の動きを誘発する訳でもない。

そうした観点を離れて、足許、大崩れしていないのはデジタル、モバイルという言葉の軸にした分野の活動が比較的堅調なことも経済を支えていると思う。機械受注では通信機器が良いし、消費の分野では家電販売が堅調であることにも反映されている。あるいは通信費の伸びが家計支出の中では極めて高いし、その辺りが輸出も含めて横断的に出ている。一方で構造調整圧力が非常に強い訳だが、何とか下方への圧力を凌ぎながら、良い方向への流れが定着出来る段階に入っていると感じている。

一方、外側について念頭にあるのは、一つは為替相場、株価、債券相場の動きが2月に金融緩和を実施してから6か月経った現在、色々な条件が変わってくる中で、実体経済にとって悪い流れにならないとも限らない状況になってきていることである。現時点では落ち着いているが、潜在的に

は何が起きるか分からないことを注視しておくべきである。この点では日本の財政赤字の累積と、他方ではアメリカの経常収支赤字の累積の二つを軸に、色々な市場の思惑が働き、攪乱的な動きが出ないとも限らない。その他にも、執行部から報告があった東アジアの三点セットの帰趨であるとか、ロシアがどうなるか分からないということもある。さらに、一頃は石油価格の低下により中近東辺りが波乱要因になるかと心配していたが、減産合意に伴い石油価格が上がっているため、その点での波乱要因は心配なくなったものの、逆に石油価格のこれ以上の上昇はまた攪乱要因になろうかと思う。しかし、基本的には日本の財政赤字とアメリカの経常収支赤字が要注視事項である。

こうした市場の動きと、現在は小康状態にある金融システムの状況が万が一ではあるが、実体経済を外側から若干揺さぶることがなくはないかとも思う。金融システムについては、二次ロスの問題が明確にならない限り究極の意味でのシステムの安定化が得られないというパーセプションが市場に広がらないかどうかである。また、ペイオフについて早い段階で安心感が与えられるようなスキームができないと、そのうち不安が出てくる。あるいは、2000年問題で多少混乱するようなことがあれば、これも実体経済への外側からの悪影響要因になろう。しかし大勢観としては、外側からの混乱要因は潜在的なものとして目を見張っておくということであり、幸いそれが現実のものになる蓋然性は低いと思っている。景気はこの段階ではまず持ち堪えており、将来は多少その良さが拡大していけるかもしれない。

三木委員

実体経済については下げ止まっており、底這いの中で足踏み状態にあるのが現況だと思う。内容的には明暗入り交じった斑模様であり、二極分化の状況には変わりがない。こうした斑な状態であればこそ、景気判断についてはマクロ統計だけではなく、ミクロの現場の動きを合わせてみたうえで判断することが特に必要だと申し上げておきたい。最近では家計調査や

機械受注の数字だけをみると、実体経済の現状とはややずれがある感じである。統計固有の癖もあるが、統計自体がやはり経済構造の変化に追いついていない点に原因がある。従って、今後はより注意深くミクロ情報に目を配る必要があることを特に申し上げておきたい。

次に、足許の状況について四点申し上げる。まず、足許の景気は公共投資が大きく下支えしていることに変わりはない。公共工事請負金額をみても、4~6月は確かに前年比-8.1%となったが、15か月予算という実態を勘案すると、1~6月ベースでの前年同期比は大幅プラスの15.8%増である。着工ベースもほぼ同様の15.2%増であり、計画どおり進捗していると言える。また、資金の動きについては、保証協会によると、地方分についても6月には大方の先が議会を通り、7月から順調に出始めているため、7、8月の公共工事請負金額は前年比プラスになる見通しになっている。先行きについても想定どおりであり、年内は公共投資は息切れなく続くという従来評価は変わらない。残る問題は、来年1~3月で息切れするという点である。

二番目に、自動車は第1四半期の国内販売が実に9四半期振りに前年比0.4%増とプラスになった。車種構成の変化を消費構造の変化あるいは多様化とみると、自動車は明らかに反転の兆しが出ているとみる向きもある。しかし、7月の売れ行きを単月で見ると、やはりまだ一進一退と言わざるを得ない。その中で、本年は二年に一度の秋口のモーターショーを目指して各社の新車販売意欲が非常に積極的であり、先行き相当期待が持てるのではないか。この辺を反映し、生産面では年初計画の980万台が徐々に漸増していくのではないかと思っている。こうした中で、トラックの不振のみが依然として続いている点が問題点である。4月、5月の統計で普通トラックが漸く受注増に繋がった訳であるが、6月は再びマイナスと息切れしている。つまり、公共投資の増加を受けてダンプカーがまず盛り上がってきた訳であるが、その後を追うべき物流トラックが続いていないのが実態であり、やはり設備投資の低調を物語っている。

三番目は、設備投資関連である建設機械の5月の国内出荷が前年比

1.3%増と2年2か月振りにプラスになったことである。この中で、建設用クレーンのみが前年比大幅なマイナスを続けており、建築関連設備投資、ビルや工場建築の不振を映じている。ただ、首都圏ではビッグプロジェクト案件が予定どおり秋口以降出件されてくるため、その波及効果がある程度期待できる。

四番目は輸出であり、アジア向け輸出の好調に支えられ、各企業の生産計画、収益計画がやや好転する兆しが濃厚になってきたことである。ただ、こうした計画の上方修正は専らアジアを中心とする予想以上の外需増加によるものであり、内需によるものではない点が大きな問題である。因みに、鉄の粗鋼生産をみると、99年度の輸出量は前年比+15%前後になるため、これが寄与して99年度の粗鋼生産も当初計画8,800万トン/年に対して現在9,400万トンと、約7%上方修正される状況である。昨年度は9,100万トン/年である。しかし、景況感という観点からはまだ足踏みである。

この間の物価動向については、素材市況を中心に価格回復期待が高まってきた。在庫調整が完了したこともあり、秋口にかけてさらに値戻しする環境が整いつつあるため、卸売物価の下げ止まりが相当期待出来る。つまり、需給バランスの崩れからくる悪い物価下落は漸く止まるだろうと思う。ただ、消費者物価については、なお下げ余地がある。国際競争力コストの面からみても、消費者物価の中にまだコストの高いものがかかり残っていることもあるが、卸売物価と消費者物価の間の橋渡しを行なう流通段階の生産性の低さに由来するコスト高が相対的に消費者物価を高止まりさせているためである。

次に、企業金融については、銀行の貸出が減少傾向を続けているが、銀行の貸出減少は貸し渋りではなく、資金需要の落ち込みによるものだと思う。資金需要の落ち込みには、価格下落と売上の落ち込みに伴う運転資金の圧縮、需要がないことからくる設備資金ニーズの減少、金融不安後退に伴う手許流動性の取り崩し等の要因が指摘できるが、これに加えて過剰債務の圧縮という構造要因もある。しかも、これが長期に亘って作用し続け

る公算が大きい。特に後者については、今後の景気回復に伴い企業に対する貸し渋り懸念が薄らぐ中で、一段の借入れ圧縮を図っていく可能性が高い。この結果、マネーサプライの伸び悩みを伴いつつ、貸出の減少傾向がより鮮明になっていく可能性が高い。従って、景気動向と量的金融指標との相関にかなりのずれが伴うと思われ、その意味で量的金融指標から実体経済の動きを読み取ることが一層困難になっていく。こうしたシチュエーションの中では、量的金融指標に目標を設けるような金融政策は非常に考え難い。なお、銀行の貸出態度は正常な方向に向かってきているが、信用仲介機能を完全には回復したとまではなお言い難い。やはり、公的資本投入を受けて銀行の経営判断の中で体力温存の発想と、積極的な信用リスクテイクという相矛盾する考え方の間で綱引きを起こしているのだと思う。しかし、こうしたトレードオフの関係は銀行の経営健全化のプロセスの中では避けては通れない道だと考えている。

以上がやや中長期的な問題であるが、足許の金融マーケットの関連で気になることが四点ある。第一点は、ゼロ金利政策の副作用であり、過度な信用リスクテイクが、社債、CPのみならず、貸出市場にもみられ始めている。一部行ではあるが、再生委員会に提出した貸出枠消化のため、この7月以降は割安な融資スプレッドを提示して融資ボリュームの拡大を図る動きが目立ち始めている。こうした動きは、本来市場から退出すべき設備、企業等を徒らに延命させ、構造調整にマイナスの副作用をもたらす点が非常に懸念される。

二番目はターム物の金利上昇である。年越えのターム物金利に2000年問題を背景として上昇圧力がかかり始めているが、今後9月から10月にかけてこうした動きがさらに強まるのではないかと思う。その場合、ゼロ金利政策の効果を阻害しかねず、十分に注意しておく必要がある。大手銀行と企業の間では2000年問題による金融市場の混乱を極力緩和するために、企業に対して本年に限ってはできるだけ12月20日以前、あるいは1月10日以降に決済期日をずらす方向に動いているようである。因みに、アメリカでは2000年問題をわが国以上に真剣に考え、しかも個人レベル

でも考えており、家庭用の自家発電機が大量に売れているそうである。それを反映して6月頃から機械受注統計の中でも小型発電機が大幅に前年比プラスとなっており、それが全てアメリカ向けに出ていく訳である。鉄の場合は、このモーターに使う電磁鋼板のアメリカ向け輸出が前年比倍増という形で急増している。これは一時的なものであるが、それ程 2000 年問題に対しては危機感を持って捉えている。金融分野の対応も自助努力ということではあるが、日銀としても流動性対応についての検討状況の開示が求められると思う。

第三は長期金利の上昇懸念についてである。景気回復期待を反映した良い金利上昇であればいいが、大型補正予算による需給悪化懸念からくる悪い金利上昇であれば、再びデフレ懸念の台頭を引き起こしかねない。特に資金運用部という国債の引受手が逆に売り手として衣替えしていくという構造問題も予想されるだけに、補正予算に伴う国債増発を債券市場が消化していけるのかという懸念が残る。

四番目は目先最大の懸念材料として円高の問題である。企業経営にとっては 110 円がガードラインであり、これを超える円高に対しては介入という明確な意思表示をすることが重要である。とりわけ景気回復が輸出に支えられている現状では、過度の円高は景気の足を引っ張ることになる。その意味では、企業の立場からすればやはり為替相場を安定させて欲しいということであり、為替に一喜一憂する必要はないが、110 円というガードラインに関してはきちっと対応してもらわなければ困るということであると思う。企業は国際競争力コストを得るための構造調整に今後 2 年なり 3 年なりの期間をかけて再度取組もうと考えている。その結果として、経済のファンダメンタルズを反映する形で為替相場が円高になっていくのは当然であるが、その過程が始まりつつある段階では景気の足を引っ張る、企業経営の足を引っ張る、企業業績の足を引っ張ることになる。そうした動きを非常に危惧する。

中原委員

6月の景気動向指数を分析する限り、反転の兆しはみられない。量感を示す分析をすると、横這い状態が続いている。ただ変化方向をみると、変化率は谷に近いことを示している。その意味で変化方向と量感是一致的でないが、詳しく分析すると上方への転換の兆しは見出すことが困難である。まず先行指数の11項目の内の7項目に転換の様子がみられる。しかし、一致指数11項目の中で転換の可能性のあるのは2項目であり、明らかに転換してはいない。一致指数の半分以上が転換する時がいわゆる底入れになるが、まだそうした兆しはみえない。特に個別指標の中で生産関連、住宅投資を除く投資関連、雇用関連の指標については全く反転の様相がない。結論としては、反転の兆しを見出すことが依然として困難であるということである。

私は前回会合でGDPの見通しとして1~3月がプラス、4~6月がマイナス、7~9月、10~12月が多分プラスマイナスゼロ近傍だろうと申し上げたが、その見通しを変える必要はないと思っている。足許の景況感には色々な問題が出てきている。これには四つ理由があり、一つは政策効果、公共事業、特別保証、公的資金の投入等々の持続性について問題が出てくることである。また、1~3月のGDP統計が良かった訳であるが、先程申し上げたように恐らく4~6月に反動が出てくるのではないか。アジアの景気回復傾向も円高に伴い帳消しされるのではないか。株高もピークを迎えて調整しているため、足許の景況感は必ずしも良くないと思う。

その中で、特に申し上げたい一つが消費である。家計調査には非常に面白い結果が出ている。勤労者世帯の消費支出を企業規模別で見ると、驚くべきことに1~29人規模の企業の世帯が5月からプラスに転じている。これは3か月移動平均で前年同期比の寄与度でみている。底を打って上昇に転じたのは98年の終わり頃である。大企業勤労者と小企業勤労者の関係はそれまでは小企業は悪く、大企業は良かったが、これが逆になっている。非常に興味があるのは、1~29人の層が3月、4月、5月と消費支出がプラスになっている点である。1~299人規模の先ではほぼゼロ近傍でこの5

か月程度推移しているが、300人以上の層では98年の末から一貫して落ちてきている。内容的には、一つは交通・通信費が落ちている。これは主として自動車の購入費であろうが、バブル期の買い替えが終わったと思われる。第二に減っているのは教育であり、大企業の勤労者が教育費を抑えていることが窺われる。第三に抑えているのがその他の支出であり、小遣い、仕送り、使途不明金等である。このように企業規模別で非常に明快な対照が出てきているのは困ったことである。アメリカのジョブレス・リカバリーは消費が支えた訳であるが、当時の消費は教育、住宅関連、レジャー支出の順で増えている。かつ、それは所得の上位層が支えたが、日本の場合にはむしろ所得の少ない層の方が支えているという格好である。これを所得の一分位から五分位までしてみると、一分位は5月、6月とプラスに転じている。10か月程前に底が入り、その後上がってきている。五分位については7か月前にピークを打ち、その後下がってきており、この4か月はマイナスになっている。極めて対照的な動きを示していることが非常に問題である。

今一つ指摘しておかなくてはならないのは、同じく家計調査に実質消費支出要因分解がある。要因として可処分所得、平均消費性向、消費者物価指数の三つを使っているが、実は1~29人の企業規模に勤めている人は可処分所得が非常に減っている。4月、5月と平均消費性向が非常に上がっているが、消費性向が非常に上がっているのはこの層である。1~299人までの層をとっても、同じく可処分所得は大幅に減っているが、消費性向は5月にプラスに転じている。問題は300人以上の特に300~999人までの層であり、実質可処分所得は上がっているが、消費性向は大幅に下がっている。そして1000人以上の規模に勤めている人達については3月、4月、5月と消費性向がマイナス、実質所得もマイナス、という格好になっており、可処分所得もマイナスであり、非常に際立った対照になっている。一分位については4、5、6月と消費性向がプラスに転じている。その3か月の間は可処分所得の寄与率は大幅なマイナスになっている。一番対照的なのは五分位であり、4、5、6月と平均消費性向は大幅なマイナスである。こう

した結果をみると、消費の持続性には若干問題があると思っている。本当に消費が繋げるのかについては、私は疑念を持っている。

次に申し上げたいのは機械受注である。これも良かったといわれているが、中分類の4~6月で大幅に良くなっているのは半導体製造装置だけである。他には産業用ロボットや合成樹脂加工機械、繊維機械、発電機とも良くなっているが、圧倒的な好転理由は半導体製造装置である。大手メーカーの話でも、確かに半導体の中でシステム・オン・チップが非常に手に入り難くなったということである。機械受注に対して今一つ注意しなければならないのは、1~3月、4~6月は代理店経由の機械受注がプラスであった。これは主として中小企業関係であるが、7~9月になると大幅なマイナスになっている。また、気になるのは、中小企業の在庫調整が未だ遅れていることである。勿論、依然としてリストラの受皿産業がみえない中で、失業率がさらに上昇することは避けられない。特に、90年代前半に約100万人増えた建設労働者が今後どうなるかが大問題であり、それ次第では失業率が6%を超えることも十分にあり得る。

次に、原油である。これはWTIで21ドルを示現しており、私の見通しは幸いにも当たった訳だが、本年下半期はアメリカ経済が崩れなければ、冬場にかけてWTIで10%か20%程度上がるのではないか。具体的には23ドルから25ドル程度まで上がっていき、かなりCPIを直接押し上げると思っている。

日本にとって一番大きな問題は円と株と長期金利の見通しだが、私はゼロ金利とそれに伴う量的な緩和の効果は一巡したと思っている。円について輸出メーカーの予約をしてみると、7~9月分は1週間か10日前に全部取り終わっている。10~12月についてはまだ様子を見ているが、目先については全部取り終わっている。大手の生保では、4~6月の海外債券投資がプラスマイナスほとんどゼロである。7~9月も同様であり、ほとんど外に出ていかないと聞いている。色々な意味で、円安に持っていくような要因がなくなってきた。私は目先のサポートは110円だと思っているが、110円を割ってくると相当な問題になってくる。株は7月の前半は外人が

買い、後半は個人、投信が買った。8月はこれまでのところ個人のハイテク買いであるが、二つ問題点がある。一つは遅れて出てきた個人の信用取引の5%は焦げ付いてしまったことであり、相場の最終局面には必ずそうなるため気掛かりである。より重要なニュースは、ノック・イン・オプションが非常に良く売れているということである。これは大体1年先の話であるが、ダウの12,500円から14,000円レンジのノック・イン・オプションが非常に売れており、市場は相当安いところを展望しているという懸念がある。従って、17,000円を割ってくれば恐らく上値が17,000円で抑えられる。16,500円も十分に予想される。長期金利は年末にかけては再び2.3%程度になり、いずれ2.5%を窺うような水準になると思う。

アジアはこれまで株価の上昇により受けていた恩恵が一応出尽くし、現在は一斉に下がってきている。本年のピークに比べて株が10%ないし20%下がっており、金利の低下に終止符が打たれ、不良債権の処理もこれからはなかなか大変である。政治の安定性を欠くところが多く、そうした意味で問題点が出てくるのではないかと。輸出については、7~9月は巧くいけば恐らく横這いでいくが、アジアの動向には注意しなければならない。最後に、アメリカの一番の問題点は供給のボトルネックが出てきたことである。7月の時間当たりの賃金は全産業は+3.8%だが、製造業だけでは+4.2%と、過去のピークである。雇用の増加も31万人であるが、問題なのは5月、6月が上方修正されたことであり、5月はマイナスだったのがプラスになった。NAPMの7月をみると、物価指数と入荷遅延指数が大幅に上がっており、これもボトムネックの現われである。今一つ心配なのはクレジット・プレミアムである。何回か前に問題提起した時は需給要因ではないかという話であったが、単なる需給関係ではなさそうである。アメリカの国債とAAAあるいはBBBとの金利差がロシア危機の時よりも悪くなっている。また、流動性も落ちている。従って、アメリカの株価が商品市況が上昇し、長期金利も上昇している中でどこまで保つか非常に心配だと思う。

篠塚委員

経済活動の現状評価については、執行部の見方と大きく変わらない。その上で、個人消費と雇用動向の関係を中心に若干の現状評価をしたい。まず最初に雇用動向だが、完全失業率は6月で4.9%と既往最高水準を更新している。さらに労働力調査について詳細に中身をみると、第一に、失業期間が長期化していること、第二に、非労働力人口の増加など労働需給が表面的な失業率の数字以上に厳しい状況にあることが特徴的である。即ち、失業期間をみると、1年以上の長期に亘る失業者の割合が昨年度後半以降急に上昇している。特に男性の場合は、直近で失業者全体の2割強になっている。また、非労働力人口が女性および中高年男子を中心に増加している。これは、完全失業者が失業期間の長期化を眺め、求職活動を断念し、離職した後に求職活動を行わずに家庭に入ってしまう、あるいはフリーになってしまうためである。

このように雇用環境が悪い中であって、個人消費が何とか持ち堪えているのは何故か、という点については、皆さんと同様、私も非常に大きな関心を抱いている。そこで、若干統計を眺めてみた。ただ、中原委員が述べられたのと全く同じ家計調査を使ったのだが、結論については反対方向である。私の計算結果に基づいて報告したい。このように雇用所得環境が厳しい中であって、個人消費が予想以上に持ち堪え、一進一退の展開が続いている。第2四半期のQEについてもなかなか見通し難いが、家計調査の消費水準指数の動きや第三次産業活動指数の中の個人消費に係る項目を拾い出して独自に推計した結果、個人消費は1~3月期に続き前期比で若干のプラスになる可能性が高いように思う。個人消費関連業者などにヒアリングすると、手応えが出てきたという業者もいる一方で、相変わらず低調であるとする企業もあり、評価を一つには絞れないのが現状である。販売指標をみても、業態や商品により色々と明暗がある訳である。私はこの背景について、後藤委員も指摘されていたように所得階層別に今少し詳しくみるために、家計調査の月次計数を12か月の移動平均を使って四半期データに作り直し、分析してみた。その結果が中原委員とは異なる。

中原委員

私は3か月移動平均で前年同期比の寄与度をみている。

篠塚委員

家計調査の分析は、どういう時間軸でどういう季節調整をするかにより相当違ってくることがあるが、私は月次計数を12か月移動平均し、所得階層別に消費構造の変化についてみた。その結果、五分位という980万円以上の年収の階層をみると、そうした高所得者層については選択的支出を中心に消費支出を改善させている。即ち、高所得者層では所得税制改正の影響もあり、可処分所得の減少が比較的マイルドになっているのに加え、消費性向も金融システムの安定化の動き等にも伴い前年の異常な落ち込みから持ち直していると考えられる。支出の内容をみると、外食や教養娯楽、交通通信など、選択的な消費の支出は堅調に推移していた。これに対し、年収600万円から800万円という、つまり所得階層の中間に当たる階層では、消費支出がかなり抑制されている。この点は日本リサーチ総合研究所の消費者心理調査でも中間所得層の生活不安度指数が高水準で横這いに止まっており、そこから裏付けられる。その背景としては、こうした中間所得層では、年齢的にもリストラの圧力が一番高まっていることが考えられる。第二に、総務庁の貯蓄動向調査により貯蓄残高から負債残高を除いた実質のネットの貯蓄残高を所得階層別にみると、中間所得層の第三分位では、昨年度のネットの貯蓄残高が年ベースで約2割強も減少している。他の階層ではそれ程大きく減少していないため、業者に実情をヒアリングを試みた。大手のあるチェーンストアでは、今までは主として中間層が対象であったが、その中間層がほとんど大きな買い物をしなくなったため、そこを中心に従来の収益部分が大きく落ちている模様である。また、コンビニエンスストアの売上が非常に伸びているが、コンビニエンスストア統計調査月報やヒアリングによると、各店の来店客数は、例えば4月には5%の増加、6月でも7.8%の増加と増えてはいるものの、一人当たりの購入客単価は月を追って低下している。この業界関係者は、買物客の

節約指向が強まっているのではないかとみている。

これまで日本は1億総中流といわれ、中間層が中核になり消費を堅調に支えていた訳だが、このところ消費の二極分化が進み、高所得者層と低・中間層との間でプラスとマイナスの綱引きが始まっている。そのため、マクロでは個人消費を全体として捉えることが非常に難しくなっているのではないか。従って、個人消費は全体としてみると執行部の説明のように一進一退の動きを続けているが、内容的には低・中間層に雇用所得環境の悪化の影響がそのまま現われているとも思われる。所得階層の中で特に住宅ローンの返済などを抱えている中間層については非常に厳しい状況が続いていると思われ、93年、94年に行なわれた景気対策のゆとりローンなどの返済負担を抱えている家計に関しては何らかの対策を検討する必要があるのではないか。

実体経済のその他の問題に関し二点ほど申し上げたい。まず公共投資については、これまで発注の息切れから秋口以降は落ち込むと懸念されていたが、従来のパターンに比べて工事の進捗が遅れているために、公共工事関連財の出荷は秋口以降も大きな落ち込みが回避できる模様であるとの報告であった。そうなると、このところの景気下げ止まりの要因として公共投資が挙げられていたが、それを過大評価していたことになる。言い換えれば、民需もそこそこ強かったと考えることもでき、結構心強い材料なのではないかと思われる。

今一つは物価動向であるが、既に指摘があったように原油価格上昇の影響が徐々に浸透し始めていることが気掛かりである。7月までの国内卸売物価が夏季の電力料金調整後で3か月連続で対前月比プラスになっていたが、主因は原油等の海外商品市況の上昇であった。景気が漸く下げ止まっている状況にあって、ガソリン、灯油等の石油関連水準の上昇が続くことになると先行きスタグフレーション的な様相を呈するリスクもなきにしもあらずと思われる。従って、物価動向には一段と注意したい。ただし、基調としては、この先日本経済の回復、円高方向が見込まれるため、輸入物価の上昇を相殺するとみることも出来る。

最後に金融情勢について二点申し上げたい。第一は、前回会合以降の大きな変化をしてきた株価の動向である。株価は7月19日に18,532円まで上昇した後、下旬以降は下落し、最近では17,000円台前半で推移している。最近の株価上昇を主導してきたのは外国人投資家であるが、ここに来て買い意欲を弱めている。さりとて全部売り浴びせている訳ではなく、ホールディングしているとのことであった。従って、やや長い目でみれば、昨年10月以降急ピッチで上昇してきた後だけに、この程度の調整局面を迎えること自体は特段懸念する必要はないと思う。

第二に、7月の民間銀行貸出が前年比マイナス幅をさらに拡大したことの懸念である。この春の大手行に対する資本増強に際しては、経営健全化計画において中小企業向けの融資拡大を求めていたが、一般に銀行が経営を健全化するプロセスでは審査の適正化や厳格化が避けられないため、少なくとも短期的には融資の慎重化に繋がるのは当然だろうと思われる。従って、公的資本増強と融資拡大を同じ土俵で処理しようとしたこの計画そのものが不適切であったと改めて感じている。

(午後0時23分中断、午後1時16分再開)

速水議長

それでは、金融経済情勢の見方について、追加的に質問なり議論をすべきことがあれば、どうぞ。

中原委員

消費統計について、篠塚委員との違いは私は実質で計算している一方、篠塚委員は名目で行なっていることと、私の分析は3か月移動平均であることである。また、寄与度でみると、一分位はプラスで出ているが、五分位はマイナスで出ている点が違う。三分位については非常に長い間低迷している点で共通しているが、直近のデータではプラスの方へ顔を出している。三分位というのは結局大企業の間管理職の層であり、これは相当厳

しいという実感はある。

植田委員

この統計は要するにサンプル数が少なく、ノイズが非常にある。従って、移動平均の方法次第で特に短期的な動きは全く印象が変わってくるため、余り深読みするのは危険である。

中原委員

6,000 所帯が勤労者であり、2,000 所帯が一般所帯であるが、一般所帯の方がずっと良い。これは多分個人企業も含まれるため、信用保証協会と関係があると思う。

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

他にも議論はあると思うが、ここで当面の金融政策運営方針について、各委員の考えを聞かせて頂きたい。植田委員から願います。

植田委員

先程の実体経済判断は要するに足許の小康状態がやや長期化しそうであるということであり、その間に財政等により支えられている動きが民需に転嫁することをサポートするために金融緩和政策を採っているということである。従って、金融緩和政策が良い影響を及ぼし得るような期間が若干長目になったと解釈できる訳であり、ある意味で政策の有効性に時間的猶予を与えたと思う。現状のスタンスを続けるということである。勿論、第4四半期以降に不透明性がかなり残ることが前提であり、そうした前提で政策については現状維持というのが私の判断である。

最近の為替動向が不安定であることに、あるいは一層の不安定化を防ぐために、介入政策があり得る、あるいはその介入を不胎化するなどという主張がみられるが、金融政策との関係でこれに対する意見を申し上げて

おきたい。不胎化が何かという哲学論争に余り入り込まずに、文字どおり不胎化しないとすると何が起きるかといえば、例えば現在1兆円前後である朝方の積み上が月に数回の介入日には1兆数千億円になり、残りの日は1兆円であるという金融調節になるのだと思う。これだけではほとんど意味がない。次に、今少し積極的に、例えばベースマネーをきちんと伸ばしていくという目標を掲げ、その一貫として介入された資金も使っていくということであると、それはある程度明確な金融政策スタンスの変更と解釈できる。それでは、その介入および金融政策の変更と為替レートの関係に関してどのような分析結果がこれまで得られているかを要約してみたい。これに関しては、プラザ合意以前までのデータを使った分析結果をみると、次のような結論がほぼ常識だった。即ち、不胎化された介入は余り為替レートに影響を与えない、介入が効く場合は不胎化されないというよりは、近い将来の金融政策が変更されるという事実があったり、そうした期待を伴う時である。ところが、プラザ合意以降、かなり介入が行なわれたため、現実の介入のデータを用いた分析結果が報告されている。それによると、結局不胎化された介入でもある程度有効であるという結論が統計的に出ている。その度合については色々な開きがあるが、全く影響がないということは必ずしも言えない。特に、協調介入は極めて有効であるとの結論が出ている。より具体的には、1985年から91年に米ドルの大きな転換点が九回あったが、そのうち八回は因果関係は別として協調介入と対応している。さらに、時には金融政策が介入とは逆方向に動いたにもかかわらず、協調介入には効果があったようにみえることも報告されている。従って、介入は金融政策の助けなしには余り効かないという考え方から、ここ10年ないし15年のデータは逆の方向に動いている。

その上で理論的な論点をもう一つ付け加えると、足許では我々が短期金利をほぼゼロにしており、あるいは結果的にゼロになっていることからくる特殊性がある。即ち、理論的には金融政策を介入に伴って変更すれば金利が下がるため、効果の大きさは別として金融緩和であれば円安をもたらす、介入の直接の効果につけ加わる。従って、不胎化しない介入の方が理

論的には影響が強い。しかし、現在この部分は現実的にはほぼ余地がない訳であり、介入とともに量を増やして不胎化しない、あるいは金融政策を変更するというアナウンスをしても追加的な為替レートへの効果は余り期待できないとみるのが理論的に妥当である。何か手段を考えるとすれば、非常に極端な量的緩和を進めるため国債を大量に買い、財政赤字のマネタリゼーションを本格的に行なっていくという印象を明らかにする、あるいはそうした期待をマーケットに生じさせることである。しかし、これは恐らく皆さんがとても採れない政策オプションではないか。以上から判断して、介入を不胎化するなという議論に現状では余り根拠がないし、どうしても極端なドル安が起きる場面でこれを止めたいのであれば、協調介入で対応するのが自然な策ではないかと思う。

藤原副総裁

私も金融政策運営は現状維持を支持する。民間需要の自律的回復がまだ明確ではなく、デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢には至っていないのが理由である。このところゼロ金利政策を始めて半年を経たことから、マスコミが様々な特集を打っている。特にゼロ金利政策の副作用について取り上げられているが、そこでの大方のポイントは市場参加者のモラルハザード、経済の構造調整を遅らせている、預金者に犠牲を強いている等の点である。勿論こうした点には我々も留意していく必要があり、三木委員が副作用の問題について触れられたように注意を喚起し、警鐘を乱打していくことは必要である。しかし、マスコミの取り上げ方はメリットとデメリットについてバランスを取った評価をするのではなく、デメリットのみをシングルアウトして特集を組んでいるような記事が目立つ。メリットとデメリットのバランスの取れたオープンな評価を欠き、副作用を単独に取り出して議論することは余り適当ではない。例えば、ゼロ金利政策に伴い経済主体のリスクテイク活動が前向きになっていることを効果とみるのか、それともリスク感覚の低下という副作用としてみるのかは、経済状況との関連で総合的に考えるべき問題である。構造調整への影響として、確

かに衰退産業のリーズナブルな淘汰を遅らせているとか、それを阻害しているとの指摘はあるが、同時に低金利政策は成長産業にプラスに作用しているはずである。初めに衰退産業の淘汰ありき、ではない。次世代を担う成長セクターが立上がっていくことも必要であり、低金利には成長セクターを後押しすることにより構造調整を促す面があることにも留意すべきである。他にも長期金利上昇や円高等の最近の市場動向を捉え、ゼロ金利政策が神通力を失ったという報道もあるが、これは経済と市場動向の相互関連を見落とした議論である。確かにゼロ金利政策で当初は長期金利の低下や円安がもたらされたが、それらの効果を通じて日本経済に対するコンフィデンスが回復しつつあるからこそ、長期金利も円も高めになってきている。その意味で、基本的には政策効果がもたらした結果としての市場動向の変化と認識すべきである。これまでのところは、これらが経済活動に下押し圧力を与えるとみる必要はない。いずれにしても作用があれば反作用があり、効果があれば逆効果もある訳であり、両方勘案してみた場合、現在の政策は景気を支えている作用の方により効いていると認識している。

山口副総裁

現状維持で臨みたいと思う。第一に民需の弱さに基本的な変化が生じていないという判断である。現在、経済は非常に微妙なバランスの上を何とか走っている状態だと思うが、今暫くこうした状態が続くと思われるし、その先にいかなる状態が待っているのかは非常に見通し難い。従って、いずれにせよ政策を動かせるだけの材料はマクロ経済には見当らない。

第二は、消費者物価が下押し圧力を内包しながらも安定基調が続いていると言うべきであり、暫くはこうした状態が持続するのではないかと思う。既に指摘のあった原油価格の上昇というサプライショックの部分は確かに注目を要する。ホームメイドの物価の部分が弱いとしても、外部から来るショックにより物価指数全体として上昇し始めることになると、これは放っておけない状況になることがあり得る。しかし、現在予見される限り

ではそこまで見通す材料はないのではないかと思うし、人々の心理の部分、インフレ期待の部分も含めて同様ではないか。

第三に、為替市場の状態を含めたフィナンシャルマーケット全体として、現在のところは日本経済の動きと整合的な範囲の中で変動していると思う。

第四に、マネーサプライや貸出など量が伸び悩む可能性をどう考えるかである。これまで何度も景気の循環を経験している中で、景気回復の初期にはキャッシュ・フローの改善に投資の回復が遅れる局面があり、そうした時には日本の金融には非常に微妙な緩和感の強まりのような動きが出ていた。そうした状況を過去何度も経験しているが、今回はそのところが多少根が深いという感じがする。つまり、キャッシュ・フローが改善しても投資が引続いて出て来るかどうか何とも分からない状況が長引く可能性もあるし、企業の過剰債務を時間をかけて修正していくことが、ある種の構造問題として影響を及ぼすこともあろうかと思う。従って、今回は量がなかなか出難いという状況がやや極端な形で表面化する可能性もあるかと思われ、ここは実態を良く分析した上で、何故そうなのかを十分に説明していく必要がある。以上諸々のことを踏まえ、現状維持と考えている。

後藤委員

この1年間の各種の政策総動員によって景気悪化が阻止され、下げ止まっている状態にあるが、今春の対策が以前のものに比べて効いた背景には金融システム安定化措置が整えられたことと、ゼロ金利政策による流動性不安の解消策が含まれていたことが大きく影響していると思う。民間需要の回復力がみえてきているかどうかはなかなか難しい問題であるが、輸出も含めれば、民間需要の回復力の兆しも垣間見えて来ているのではないか。さらに秋以降、本当に財政面からのサポートから民需へのスイッチが展望できるようになるかどうかを見極めていく必要があり、金融調節方針としては現状維持でいきたい。

武富委員

金利アンカーの下で潤沢な流動性を供給するという現状の政策スタンスを支持したい。实体经济の外側から不安定要因が生じるかもしれないとして幾つか言及した際は、敢えて政策に対する市場の思惑の揺れについて触れなかった。現状維持を続ける場合に何度か出てくるであろう市場心理の揺れ、すなわち量が出ていないのではないかということは流動性の潤沢な供給を何の指標でみるかにもよるが、また色々蒸し返される。特に、急激な円高などが進んだ場合は、量が増えていないことが円高を招いたといった一知半解の間違った批判などがマーケットに波及し、色々な市場の揺れが起きうるべしとして十分に構えておかななくてはならない。

為替、債券、株式市場まではゼロ金利政策の効果が浸透したが、その先の实体经济の方にそれが巧く繋がっていない。これは従来以上に長くなるのだという理解を我々金融当局も市場も明確な共通認識として持つ必要がある。銀行貸出が純減を続けているのは、設備資金需要、運転資金需要をもたらす投資活動がないことが半分であるが、残りの半分は企業が積極的に既往のバランスシート調整を進めているためである。従って、通常の緩慢な景気回復の時になかなか資金需要が出てこない状況——これは、景気立上がりの初期は内部資金でファイナンスしていく状況になるためであるが、——そうした状況以上に長引かざるを得ないと思う。そうした大きな構造調整とバランスシート調整により、フィナンシャル・インターミディエーションのチャンスがない経済であることを十分に承知しつつも中央銀行が潤沢な資金供給を続けている意味合いを、よく市場に知らしめるべきである。市場は、非常にメカニカルに、操作目標、中間目標、最終目標ということで、操作目標が金利であれリザーブであれ、中間的なマネーサプライを取るにせよ、何らかの量的な指標が最終の物価や成長という目標にきれいに連なるはずだという感覚になりがちである。つい最近まで次の一手の量的緩和と言っていたのにもかかわらず、藤原副総裁から指摘があったように、今度はゼロ金利の副作用を取り上げるといった具合に急変してしまう。従って、その都度対応していても始まらない。なぜ実

体経済に金融の効果が伝わり難い局面なのか、なぜ景気が立上がってくると瞬間的にはマーケットが中間目標に据えているマネーサプライがむしろ伸びなくなり得るのか等を、色々な機会を捉えて説明していくことが必要である。

三木委員

実体経済は下げ止った中で、なお明暗入り交じった足踏み状態にある。株価も比較的高値の方に戻ってきている。企業の資金繰りも好転している。国債の大量発行にもかかわらず長期金利も2%以下で収まっている。こうしたことで、現在の本行のゼロ金利政策は、世間に対して明確なメッセージを伝えることができていると評価し得る。先程ゼロ金利政策の副作用ということを申し上げたが、もともとゼロ近傍金利が経済の安定成長を考えた時には全く異常な金利体系であるのは明らかである。そうした前提の中で、なおそこから生じる副作用も念頭に置きながら我々はこの政策を採った訳であり、そうした副作用については、いずれ安定成長に持っていける形になった局面では後に尾を引かないよう良く注意しておくという意味である。過剰雇用、過剰設備、過剰債務といった構造調整問題が長引く局面だとすれば、民需による自律回復の確たる兆しはなかなかみえてこないため、当面は経済がデフレ懸念を払拭したといえる状態にまで回復するシチュエーションではない。

現在、本行として特に世間に対して明確に情報開示を行なっておく必要があると思うことが二つある。一つは、デフレ懸念払拭と言う場合の物価についても、卸売物価もあれば消費者物価もあり、その相関関係もある。内容的にも技術革新や生産性向上に伴う良い価格下落もあれば、需給環境の悪化に伴う悪い価格下落もある訳であり、決して一つの指標では把握しきれない。また、実際に経済を担っている経済主体にとって重要なのは、やはり現在の物価動向よりも先行きの物価動向如何ではないかと思う。従って、こうした点の考え方を対外的に良く説明していくことが現在一番求められている。

今一つは、山口副総裁からもお話があったように、現在のように貸出が伸び悩む、マネーサプライも伸び悩んでいくシチュエーションの中でも、経済の回復が着実に成し得るということをよくアナウンスすべきタイミングではないかと思う。その上で、当面の金融政策としてはこれまでの政策を動かさないことが重要である。金融調節方針として、また武富委員からも出ていた積み上1兆円で調整している方法論についても、一切動かさないことが現在の局面では非常に大事である。現状維持である。

中原委員

三点ほど申し上げる。政策変更を提案するが、それについては後程申し上げます。一つは積み上幅の見込みについて、日経金融にも報道されていたが、9時20分時点の積み上幅の見込みと実績を対比させると、ゼロ金利をスタートさせた3月以降、乖離が非常に大きくなっている。1月、2月はほとんど乖離していないが、3~7月の営業日ベースで平均を取ると8,000億円~1兆1,000億円程度、幅としては5月の7,460億円から7月の1兆1,120億円と非常にずれが大きい。これを色々調べてみると問題点が幾つかある。私が気が付いた問題点を執行部で十分に検討し、抜本的な変更ができるものであれば是非実行して頂きたい。それが日銀の金融政策のアカウンタビリティを強めるのではないかと思っている。

第一に、積み上額の見込みは日本銀行が実現しようという意図を必ずしも持っているものではない。特に、ゼロ金利政策の下では全く実現性のある見込みがないものである。積み上幅の見込みには色々定義式があるようであるが、一定の算式によって計算されているため、直近の例を取っても7月23日は-1,829億円、27日は-4,007億円、28日は-3,475億円、30日-4,942億円、8月3日は-1,832億円、4日が-1,903億円と全部積み下になっている。6日に至っては-3,237億円であり、積み上見込み額から実績が1兆円近く外れることになる。日本銀行のアカウンタビリティという点でも問題になるかもしれない。

第二に、計算式を色々調べてみたが、資金需要の予想、あるいは財政等

の変動についても短資のリーケージが含まれているため、元々非適用先へのリークを考えなくて良かった場合には合理的だった計算式が現在は外れるようになった訳であり、国民に分かり易く説明できるように再度定義を直す必要がある。

三番目に積み上額自体が慣行的に決められているが、ボードでオーソライズされたものではない。前回申し上げたように、一つの擬似的な政策目標になってしまうとまずいし、かつ見込みと実績が大きく外れているため、ここは是非変える必要がある。従って、積み上幅の見込みの定義を変えるか、資金需給についてもこれを世界で公表しているのは日本のみであり、これを公表し続ける場合でも短資分のリーク等について良く考える必要がある。何れにしても積み上の見込みについては、抜本的な改善を行なって頂き、なるべく早く決定会合に上げて頂きたい。

次に、不胎化介入について植田委員から色々話があった。私は海外で色々論調が広まっていることを知っているが、為替については金融政策以外にも左右される部分が非常に大きいことは疑いないし、中央銀行は基本的には金融政策が所管であり必ずしも為替政策に手段を割り当てる訳ではない。しかし、仮にマーケットに日々の対応において不胎化しない介入が明らかに有効であるという期待がある場合には、多少積み上幅を引き上げるなどマーケットとの対話を行なってみたらどうかと考える。特に、円高が余り進むと産業界に非常に大きな影響がある。私としてはマーケットの反応をみるという意味において、私が提案しているマネタリーベース前年比10%程度と整合性がとれるのであれば構わないと思っている。協調介入をすれば良いというのは、確かにそうだが、アメリカ政府の合意が前提になる。マスコミの伝えるところによると、アメリカ政府は日本は今少しできることがあるのではないかとやっているようであるし、一層の金融緩和をしたらどうだとも言っているようであり、アメリカ政府に協調介入を合意させるのは、現段階では果たしてできるのかどうか良く分からない。為替相場にはやはりマネタリーベースの日米の相対的な比率がある程度影響しているのではないかと思うし、マネタリーアプローチを主張する訳

ではないが、マネタリーベースを広げる一つの考え方になる。

金融政策の関係で申し上げたいのは、再生委員会は貸出増と収益改善を両立させるようにと指導している訳であるが、これは篠塚委員が言われたように非常に無理がある。やはり収益の改善が重要であり、具体的には貸出についてのスプレッドを信用格付けにより変えることをまず確立するのが重要だと思う。その点については再生委員会の方でもお考え頂いた方が良いのではないか。

篠塚委員

金融経済情勢については、デフレ懸念が完全に払拭されていないものの、執行部から説明があったように現状は下げ止まり、先行きは下振れるリスクの度合いが小さくなるという見方については同感である。藤原副総裁からゼロ金利の副作用についてマスコミ等は片寄った報道をしていると指摘があったが、ゼロ金利の評価と副作用の両方ともを書いている報道もかなりあったのではないかと思う。私自身は5月の段階でバランスをみながら、副作用の方をより懸念して利上げを提案した。その時は、円安かつ長期金利も比較的安定しており、しかも株高であった。その期を捉えることがチャンスではないか、長引けば長引くほどゼロ金利の解除が難しくなると思った訳であり、その時点で考えていたゼロ金利の副作用については先程副総裁が挙げていたようなことである。ただ、若干付言すると、一般的に日銀の言い振りとして金融政策は所得分配の問題には関与しない、あるいはできないと言っているが、バブルの崩壊以降、中間所得層でフローの所得面あるいはストックの貯蓄面で何らかの構造変化が起きているのではないか。その場合、超低金利政策が長期化するほど、家計にとっては年金や保険などの契約型の貯蓄を巡る不透明感が金融政策と密接に関係している影響も大きいのではないかと思う。言い換えると、長期化した超低金利政策は日本の家計にとって、あるいは低所得層と高所得層との二極分化を促進しているかもしれないと危惧している。こうしたことも総合的に判断して金融政策運営をゼロ金利を実施した2月12日以前に戻すことを

提案したい。以前から言っているが、2月12日以前の政策に戻すとしても依然としてオーバーナイト0.25%というのは超低金利政策である。その枠組みの中で一段と肌理細かくみていくことが必要なのではないか。

植田委員から不胎化の話が出ていたが、非不胎化介入というのは形を変えれば一段の量的緩和を意味すると思う。量的緩和という意味では、現在の日本のマーシャルのkは歴史的にもかなり高い水準にあるし、既に日本銀行は資金需要に対しては十分すぎるほど潤沢に資金を供給している。その上に介入に伴い歯止めなく資金供給を拡大していくことは、将来のインフレリスクを高める危険性がある。さらに重要なことであるが、本行の金融政策が為替政策により過度に影響を受けることに繋がるのではないかと危惧する。従って、円売り介入に伴う非不胎化には強く反対したい。

速水議長

自由討議の前に、私の見解を述べたい。当面の金融政策運営は現状維持でと考えている。景気情勢については、前回会合までと同じように足許の景気は下げ止まっているが、民間需要の自律的回復の明確な動きはみられていない。ただ、この1か月の間にプラス・マイナス両面で改めて検証していく必要があるポイントが幾つか出てきているように思う。

まず第一に、企業の設備投資活動をどのように評価するかであるが、確かに、短観や各種の設備投資アンケート調査結果をみても本年度はマイナス計画となっており、基本的には楽観できない。また、銀行貸出の前年比マイナス幅が再び拡大して企業の資本市場調達もスローダウンしていることを踏まえると、前向きの企業活動は全体としてまだ本格化していない。ただ、生産活動が上向きになっている中で、機械受注等の先行指標が持ち直していることなどは明るい動きではないかと思う。我々から見えにくい新しい産業分野で、どのような企業活動が起き始めているのかも大事なポイントである。企業の設備投資についてはプラス・マイナス両方の材料があるが、今後の回復の鍵となるだけにミクロ、マクロの双方から丹念に情報収集と分析を続けていく必要がある。

先日、中小企業の投資、金融について第一線の方の話を聞く機会があったが、渋谷近辺を中心にかなり多くの中小企業、学生を含めた若い人達がサービス産業や新しいインフォメーションテクノロジー産業を興しているということであった。まさに新しい動きだと思う。彼等の競争相手はイスラエルやインドのバンガール等を拠点としたグループであり、アメリカを相手に商売をしていくのがそうした企業の動きだと言っていた。漸く動き出したかと思う。アメリカのジョブレス・リカバリーのケースでもそうした動きが起きていたのだと思う。米国の回復過程を調べると、確かにGDPは91年にボトムをつき、92年、93年と増加を始めたが、その間は貸出は減り、失業率も93年が7%台のピークになったということである。渋谷などのケースは一例であろうが、日本の歩みも今後が楽しみだと感じた次第である。こうした動きもしばらく注目していく必要がある。

第二には米国経済の減速である。現在の輸出動向を支えているのは米国向けの輸出であるし、最近回復しているアジア諸国も米国経済に対する依存度が高く、米国の減速がアジア経済に対する悪影響を通じて日本に波及してくるルートも考えておかなければならない。

第三に米国経済とも関係しているが最近の為替円高や株価下落をどのように評価するかである。また、長期金利が1.8%台まで上昇していることを合せると、前回会合までは好環境とみていた金融市況に幾分の変化が生じていると言える。勿論、これまでのところは円高の背景とされる米国株価の調整は深くないし、円相場自体も短観結果から窺われるとおり、輸出企業の収益を強く圧迫するほどのレベルにはない。さらに、長期金利も急ピッチで上昇する地合いではない。従って、現時点では市場動向が経済活動に何らかの下押し圧力を加えるリスクは小さいとみている。ただ、市場の動きは一旦モメンタムがつき始めると、予期せざる展開が起こることも少なくないため、今後の展開は注意深くみていく必要がある。

次に、物価も徐々に変わりつつあり、これは非常に注目を要する。原油価格や素材商品市況の回復を反映して横這いの動きとなっているが、この点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

続けるとの考え方に照らしても大変着目すべき動きではないか。原油価格の上昇が物価に与える効果については、大別して二通りの側面から考える必要がある。まず、原油価格の上昇は現実の物価下落に歯止めをかけることを通じ、人々のデフレ懸念を和らげる効果がある。しかし、他方で海外への所得移転に伴い経済活動にデフレ的なインパクトを与えていくことも事実である。この両者をどう評価していくのか、今後の卸売物価がどのように動いていくのか、非常に注意深くみていく必要がある。また、在庫調整の進捗と生産の回復、あるいは最近の円高の進行などが物価にどのような影響を与えていくのか、引き続き慎重に見守っていく必要がある。以上、物価面で変化の兆しがない訳ではないが、やはり現時点ではデフレ懸念の払拭が展望できるような情勢に至っているとまでは判断できないと思う。

従って、こうした判断基準に照らすと、当面の政策運営は現状維持が適当である。副作用について色々ご指摘があったが、私も副作用がそろそろ出てくる時期だと思っている。一つは所得分配が家計から企業へ移っていく状態がいつまで続けられるかであろう。財団や年金の運用難などが当事者にとっては非常に大きなマイナスであり、家計でも先のことが不安になるに違いない。二つ目は、構造調整を遅らせ、リストラを遅らせてしまう可能性があることである。潰れるべきもの、潰れそうなものがサバイブしていくことになってはマイナスではなからうかと思う。第三にモラルハザードという点でも、金融機関、一般企業とも資金が余剰に供給されることに甘える可能性は十分にある。四つ目に余りに長くゼロ金利という無理な状況が続く中で市場機能が縮小してしまわないかと思われる。資本主義の最先端であるコール市場で、たとえオーバーナイトとはいえ、多額の資金を無担保、無利子で貸していることは極めて不自然であり、市場が次第に機能しなくなってしまう可能性は否定出来ない。確かにこうした副作用も気にはなる訳だが、現在においてはデフレ懸念の払拭の方が先決であり、今少しという気持ちで延ばしていかざるを得ないと思っている。

なお、介入の不胎化と為替介入について意見を申し上げたい。不胎化し

ない円売り介入については様々な議論がある。確かに為替介入は短期金融市場の資金需給に影響を与えるが、日本銀行はそうした影響も含めた市場全体の地合いを見極めて金融市場調節方針に則ったオペレーションを行ない、市場に潤沢な資金を供給している。つまり、ゼロ金利政策を維持している建前で為替介入を不胎化している訳で、不胎化しない円売り介入が念頭に置いているレベルを上回るような資金供給を日々の金融市場調節方針により実施している、ということに尽きるのではないか。それほど気にすることはない。先程、植田委員が紹介されたことは私もブレトン・ウッズ体制の下、あるいは変動相場制移行後も色々なケースを見てきているし、確かに協調介入と同時に金融調節を色々な形で行なってきたことも経験している。例えば73年のオイル・ショックの場合、あるいは78年にドルが弱くなり日本が協調介入を行なった時も、第2次オイルショック時に円が弱くなって助けてもらった時、イギリスのポンド危機の場合など、協調介入を多国間で行なうケースは多かった。そうした場合は強い通貨が弱い通貨を買い、同時に弱い方の通貨国に対しては金融の引締めなり見直しを要請して行なってきた訳である。そうした形で金融と為替が結びついていたといえばそのとおりであるが、現在は円を売ってドルを買い支えることがどこまで必要かが問題であると思う。日本にとっては有利であっても、アメリカが同意しないことは十分考えられる。サマーズは強いドルは国益に反しないとってはいるが、あれだけ大きな経常赤字、貿易赤字を抱えながら、ドルがこれ以上強くなることを良しとするはずはないと思っている。従って、アメリカと日本とが協調介入の形で円売り、ドル買いを行ない得るような情勢には余程のことがないとならないと考えている。この間、介入によって巨額の金が動いたが、実効は上がっていない。

73年から80年にかけてのIMFにおける議論では、介入には三つのタイプがあるとされた。一つはスミージング・オペレーションであり、日々の相場が余り動いては貿易に差し障るため、そうした状況を均すオペレーション介入は構わない。二つ目は、中長期的に一定の方向に相場が向かっていくような場合には、リーニング・アゲインスト・ウインドと称する介

入も構わないことになっていた。しかし、特定のレベルを設け、相手の立場も考えずに相手通貨を押し上げたり、押し下げたりすることは許容されない。これはコード・オブ・コンダクトとしてIMFの理事会で合意された経緯がある。これは必ずしも守られていないかもしれないが、先般のBISの総裁会議などでも、10か国が集まればやはり同じような考え方であった。ドルを押し上げて、輸出を伸ばせば良いといったことは現在の貿易事情では非常に難しいのではないか。しかも、円／ドルはフロート制であり、強い通貨が用いられることは当然のことである。日本がこれだけの黒字を持ち、円の国際化もかなり進んでいる現状では、介入により一定のレートを維持するようなことは今後も続けられるものではない。

むしろ、輸出の円決済を増やしていく努力をすべきではないか。日本の輸出決済における円建比率は一時40%を超えた時期もあるが、98年で36%とほとんど変わっていない。輸入は円決済の比率が21.8%である。主要先進国の輸出決済における本国通貨建て比率の水準をみると、日本は88年34%、95年36%、97年35%、98年36%であるが、米国は勿論96%、英国は57%、ドイツが81.5%である。勿論、本国通貨での貿易であっても、価格が後で変わってくる訳であるが、今日相場が変われば明日の儲けはこれだけ減るというように、ドルのインボイス、BA、LCを使って取引をしているのと、本国通貨で決済をしているのとでは大きく違う。円決済を増やそうとせずに、相場が変動すれば介入してくれというのでは、いつまで経っても状況が変わらない。米国向け輸出における日本円決済は僅かに15.7%である。ドイツは対米マルク決済が62%であり、対欧州でも80%はマルク決済を行なっている。日本は円決済を増加させる努力をしていかない限り、いつまで経っても為替の変動で泣いたり笑ったりすることになってしまう。このことは誰も主張しないため、私がここで言わせて頂く。

私見であるが、110円になれば介入しろと言われても、やはりその時々々の情勢によるものであり、無理に介入して110円を守るということでは笑われ者になる。

それでは、これまでの討議を踏まえて、金融政策運営について追加的な意見、議論があれば自由に発言して頂きたい。

植田委員

中原委員から私の申し上げたことに関連して、幾つか非常に重要な論点が出されたため、取り敢えず私の考えをお返ししておきたい。一つは積み上の解釈についてである。私の考えでは朝方の積み上という指標は、取り敢えずの操作目標である短期金利をコントロールするために打つオペの意味を明らかにする目的で公表している指標であり、何らかの量的な目標を達成するためではなく、あるいは量的なオペを示しているものでもない。ただ、朝方の積み上予想と実績値が可能であれば乖離しない方が良いというのは、そのとおりだと思う。その上で、私の理解では現状乖離している理由には少なくとも二つある。2月以降議論されてきたような短資へのリーケージの問題と、そもそも朝方の時点では様々なコンポーネントの動きが分からないため、夕方までの間に予期せぬ出来事が発生することである。短資へのリーケージの部分については、我々も相当議論したし、マーケットでもよく理解されていると思う。さらには、短資にあるか普通の銀行の日銀当預にあるかにかかわらず、ある程度の緩和効果を市場あるいは経済に対してもたらすものである。後者のそもそもの見込みが外れる部分が最近拡大しており、それが調節等に問題を発生させているのであれば、それは報告頂きたいが、そうした問題は現在のところ聞いていない。

介入を不胎化しないことの是非については、総裁も言及されたところである。不胎化すべきかどうかについての、中原委員の意見に対する私の考えは以下のとおりである。例えば、日米のマネタリーベースの動きと円／ドルレートが最近密接に関係しているという点を調べてみると、驚くほど関係が高いことが分かる。我々は、マネタリーベースで為替レートの動きが説明できるという理論はもう通用しないと習ったが、良く調べてみると、ここ10年弱程は円／ドルレートについてある程度の相関がある。ただ、長い期間を取ると相関は極めて弱い。また、同じ期間について例えばマル

ク／ドルといった為替レートを取ってみると、相関はやはり弱い。相関があるように見える直近10年を取っても、相関が強いのは95年にかけての円高の動きと、それ以降の緩やかな円安の動きを当てているだけで、その周りの1、2年単位の動き等についてはほとんど外れている。例えば、昨年の夏にかけて大幅な円安が進行したが、日米のマネタリーベースと円／ドルレートの関係のチャートはほとんど当てていない。さらに、このチャートからは、基準点の取り方次第ではあるが、マネタリーベースから言えば、1ドル110円程度が良い水準ではないかという読み方ができなくはない。仮にこれを120円にしようとするれば、アメリカのマネタリーベースは10%前後で伸びているため、その比率で為替レートが動くとして、日本のマネタリーベースが20%伸び、それが1年間持続して漸く1ドル110円の均衡水準が120円になるという話であり、かなり極端なベースマネーの伸びが必要になる。

速水議長

介入金額はどう考えるのか。

植田委員

介入とは直接関係ない。マネタリーベースの大きさについてである。そうした点を含めて、介入を不胎化した方が介入の効果が大きいという論点は現状のゼロ金利の下では余り根拠がないと申し上げた。それに対して、それでもマーケットには若干効果があるのではないか、エクスペクテーションがあるのならばそれをベースに行動することも意味があるのではないかと中原委員は言われたと思う。そう主張する人も時々いるが、金融政策としては危険である。つまり、マーケットの余り根拠のない、あるいは根拠の薄い予想等をベースに行動してしまうと、金融政策をランダムウォークのように行ってしまうリスクが非常に高い。むしろ、あらゆる機会を捉えてマーケット等に対して我々の本当に信じるところを明確に説明していくことが最善の対応ではないか。私自身もマーケットや欧米の

学者達と何度も議論してきたが、不胎化しない介入の方が現状において効果が強いと説明できた人は一人もいなかった。ただ残念ながら、次に同じ人に会うと再度同じ議論を蒸し返してくるというパターンが繰り返されてはいる。

山口副総裁

金融市場局長に積みの現状について説明してもらいたい。

山下金融市場局長

植田委員からご指摘があった、我々の需給の見通しが狂って調節等に問題を来しているのかというお尋ねについては、そのようなことはない。積み上1兆円というのは基本的には過剰準備であるため、準備預金の積みにコントリビュートしている場合には一致するが、そうでない場合には短資預金か超過準備のどちらかでリークしてしまう。それが見通しと実績の差として現われるだけである。その差として現われた部分は、翌日の準備預金に対しては我々が吸収しない限り供給になり、それを財政等要因のところに入れている。翌日も残り所要額に対し1兆円以上の資金を供給しているため、その財政等要因が引き続き超過準備、あるいは短資に残ってしまう形で乖離が生じているに過ぎない。

植田委員

私も見通しが以前より外れるようになったと主張した訳ではなく、もしそうしたことで支障があるなら教えて欲しいということである。

山下金融市場局長

そうした支障は全くない。私共の需給予測の精度は非常に高く、乖離するのは銀行券が多少振れる程度であり、財政についても時々予期せぬものがあり得るが、精度は非常に高い。2月の「ゼロ金利政策」移行後、需給予測を担当していたベテランのスタッフが嘆いていた。それは、長くほぼ

完全に当ててきていた需給予測が、ゼロ金利移行に伴う超過準備と短資預金の発生に伴って見かけ上は大きく狂ってしまい、予測の精度が低下したと言われるのが非常に心外であるということであった。予測は当たっているにもかかわらず、それらのリークのために誤差が出ている訳である。中原委員から幾つかのご指摘があったが、多少誤解もある。特に、日経金融の一昨日の記事は全くひどい内容であり、他の新聞記者もあれは何だと批判していた。

中原委員

私はあの記事をベースに言ったのではない。あれを一つのきっかけとして言ったものである。

山下金融市場局長

朝方の積み上幅と実績とが違うのは問題ではないかという点は…。

中原委員

アカウントビリティーやクレディビリティーに問題があると困るであろう、と言っている訳である。

山下金融市場局長

それについては説明するまでもない。食い違うのは短資預金と超過準備による差が出てきている訳であり、1兆円という準備預金を余剰に供給している限りは、基本的には差が出る可能性が強い。ただ、アカウントビリティーの点については、そうした乖離が出てきたことに対応して昨年10月に月次ベースで内訳を出すようにしたし、4月30日からは日次ベースで当座預金と非準備適用先の当座預金残高を公表することにし、何が食い違っているのかを世の中に明らかにするようになってきた。日々、残り積み所要額に対し1兆円とか1兆数千億円を余計に供給している中で、このように朝方の積み上幅と実績との間に差が出る状況については、この6か月

の経験でマーケットもマスコミも良く知っているし、その金額も数字を発表してアカウントビリティーの確保を図ってきた。

二番目の資金需給の予想が狂う点については、繰り返しになるが、現在は銀行券要因と財政等の要因で資金の過不足を算出し、その結果としての資金過不足に対し、オペレーションでいくら資金を供給するかという形で表現しており、財政等のところに前日リークした数字を入れている。確かに中原委員のご指摘のとおり、朝の予測数字と実績との差が分析できるため分かるだろうということではなく、きちんとアカウントブルにすべしというご趣旨であれば、例えば実績との差について短資預金、非準備適用先にいくら、この部分が食い違ったという注を入れる工夫は十分できる。その意味でのアカウントビリティーの向上は、確かにご指摘のとおりであり、検討させて頂きたい。

また、資金需給の見通しを発表する必要はないのではないか、というご趣旨の発言があった。確かに、アメリカや欧州ではこれらの計数を部分的にしか発表していない、あるいは全く発表していないのが現状である。これは必ずしも隠すという趣旨でなく、連邦制の下で財政の数字が正確に把握できない等、我々のように精度の高い需給の見通しができないということによるものである。やと調節について議論する機会を通じて知るところでは、やはり彼等も資金需要計数の公表を検討はしているが、精度の点でなかなか公表する訳にはいかないという事情にあるようだ。確かに計数を発表していることによるデメリットはあるかもしれないが、情報公開法の時代に従来公表していたものを止めるのはなかなか難しい。一方、公表に伴うメリットもある。例えば、オーバーナイト・レートの変動率の各国の実績を比較すると、明らかに日本のボラティリティーは低い。このボラティリティーの低さは、資金需給の見通しが明確に示され、それに対してマーケット参加者が共通の認識の下で行動し、しかも日本銀行が一種のシグナル的な積み上という対話手段を使って調節していることで、マーケットの参加者が共通の土俵の上で行動ができるからである。哲学的には色々な議論ができると思うが、今更、資金需要の公表をやめて、マー

ケット参加者に自分で色々考えてやれというのは、なかなか難しいのではないか。

積み上方式の見直しについては、2月に新しいゼロ金利に移った当初に私共が考えたのは、大量の資金供給により積みみが急速に進捗し、例えば月初に全部積みが終わってしまい、その後は決済需要のための資金を供給するために積み上何兆円という形で調節する必要がでてくる可能性があり、そうなるなら積み上の方式はもたないのではないかと、ということであった。結果的にはマーケットの方が短資預金等への流出という形で自律的に調節をしてしまい、積み上がゼロ金利以前と同様のテンポで緩やかに進捗している。結局、7割の準備預金を保有する都銀が従来と変わらず超過準備保有回避の姿勢を取り続けているため、このように朝方アナウンスする積み上見通しと為決時点の実績とに乖離が生じる訳である。こうした状況を踏まえ、公表方式の見直しについて我々としても色々検討している訳だが、具体的にどういう手段があり得るかとなるとかなり難しい。クルーシャルな問題は、我々の調節に大きな注目が集まっているナーバスな環境の中で、従来マーケットが慣れ親しんだ方式を大きく変えることが良いのかどうかということである。敢えて変えた場合のインパクトも考えると、なかなか難しい。引き続き勉強させて頂くが、当面は現行方式でマーケットとの対話を図っていくのが良いのではないかと判断している。

積み上の金額がターゲット的になっているため、それはMPMでの決定を経るべきだという指摘については、非常に意外感を持って伺った。積み上は確かに1兆円という大量供給をしているため、日々の短期金利の振れとは関係ないような形になっている。しかし、2月以前の状況を思い出して頂くと分かるように、マーケットに色々な形でショックが起こるに従い日々の準備需要は変わってくる訳であり、その朝の資金の出し手と取り手の動きを見ながら幾ら供給するかを決め、そのシグナルを積み上という形で示しているものであり、我々は決して量的なターゲットを定めて調節を行なっているのではない。その日の資金需給やレート動向を踏まえ、政策決定会合から頂いているダイレクティブに沿った金利形成ができるよう

に資金の供給を変化させていく手段として使っているだけである。我々が勝手にターゲットを決めて行なっているのでは全くないし、先程もご説明したように、現状の1兆円についても、可能であれば弾力的に動かしたいと考えている。ただ、現状で増やせばますます色々な問題が出てくるし、減らすのはなかなか難しいため、様子を見ながらやっている結果が1兆円という訳である。決して1兆円を自己目的として行なっている訳ではないし、今回のレポ市場における混乱のように、今後何らかのショックに伴いレートが動いた時には当然1兆円ではなく、より多くの資金を供給することもある。また逆の時には減らさなければならないこともある。確かに準備需要を大きく越える大量の資金を供給していることにより、量と金利との関係が薄くなっているため、そうした誤解を得やすいことは事実だと思うが、基本的なところは以上のようなことであるのでご理解頂きたい。

三木委員

ディレクティブの問題は2月12日の決定を行なった時やその以前にも若干議論があったが、本来ビジネスであれば、戦略方針のみならずそれに伴う戦術についても、大きな方針はボードが同時に決めて然るべきである。民間企業のビジネスはそうでなければ成り立たない。そこから後は執行部に任せるということである。その意味で、積み上1兆円をディレクティブの実施に伴う戦術方針とするには問題がある。確かに、決定時には徐々に下げて状況をみながらということであったが、積み上を大きく作って過剰にしていくとか、タイミングによってはターム物に重点を絞った戦術方針を採るべきであるといったことはディレクティブに入っていて然るべきである。中原委員の指摘もそういうことだと思う。

今の積み上1兆円の問題は、これだけマーケットが多少のことにも一喜一憂して反応する状況であり、しかもこの異常なゼロ金利はいずれ変更されるであろうと想定している時でもあり、目下のところは一切動かさない方が良い。先程申し上げたのはそういう意味である。積み上は何らかの方針変更を行なう時に動かすべき性質のものではないか。8,000億円とか、

6,000 億円、5,000 億円とかでも十分いけると思うが。

資金需給の見込みと実績が狂う問題は、そうはいっても日銀は財政を始めその他色々な実際の需給バランスを明確に把握している。積み上の1兆円に対し、積み下になったり、2,000 億円で終わったりということは、結局短資に溜まるものと積み終了先の超過準備分が結果的には読めなかったということになるのではないか。狂うと言うと語弊があるが、結果があのようにになっている以上、思惑の違いというか、混乱させているのは間違いない。混乱を生じないように注記等により内訳を明確にするのが一番良い。現在公表されているものにはそうした内訳がない。その他要因が財政要因と一本になってしまっている。積み上額も1兆円積んだはずなのに、1,800 億円も積み下になった日もあった。これだけを見ると、誰でも非常に違和感を持つのではないか。

山下金融市場局長

多少誤解があると思う。我々は準備預金の積み所要額に対し、いくらに相当する額を供給するという方式で行なっており、いずれにしても資金は供給している訳である。これが短資の預金や超過準備に積まれてしまい、結果として準備預金の積みにはコントリビュートしなかったかもしれないが、金融緩和に大きく効いている訳である。その意味ではリアルマネーが出ている。

三木委員

何か非難をしている訳ではない。世間から見た場合に、何となく狂ったということでの的外れな新聞記事などが出る。その辺のところを懸念しているのである。

山下金融市場局長

中原委員からのご指摘のように注記といった形の対応を検討したい。

三木委員

準備預金に対する積みとそうでないものを分別する工夫をした方が良い。

山下金融市場局長

いずれにしても、現在は準備預金に対して1兆円の積み上という方式で資金供給の大きさを示している。多分それが理屈が一番通る方式だと思っているが、準備預金に対して資金を供給すると同時に、現在のように積み所要額以上に大量の資金を供給するという形を取る限りは、超過準備を必ず持つことになる訳である。一方、短資預金も駄目だという訳にもいかず、必ずリーケージが出る。その分については注書き等を工夫して説明していくほかない。我々は積み上1兆円に相当する大量の資金を現実に供給していることは、確かである。

三木委員

それだけ潤沢に出して、それだけ余らせているということだ。

中原委員

どうやれと言った訳ではなく、誤解されないようにやれと言っている。何かの工夫により今少し良い方向に行くのであれば、やはり検討した方が良い。確認だが、予想時点で資金需給の予想と財政の両方に短資へのリークが入っているのではないか。

山下金融市場局長

両方に入っているということはない。

中原委員

積み上を1兆円にすると計算する時に入っているのではないか。

山下金融市場局長

例えば銀行券でいくら余剰・還収があり、財政等の払いなどがいくらあり、さらに短資等に溜まっているものは本来準備預金に戻ってくる訳であるため、それを合計し、仮にそれが8,000億円になれば、オペを2,000億円足して1兆円という形で供給する。それはまさにリアルマネーとして出ていく訳であり、その意味では銀行券の還収と変わらない。ただ、それを財政等要因として纏めて公表しているため、いかなる理由で食い違いが出るかが分かりにくくなっていることは事実だ。こうした方式をとっているのは、短資預金や超過準備預金については、まだ積みが終わっていない都銀などがその分を調達して、準備預金の積みを進めるという前提で考えている訳である。しかし、都銀が積みの進捗を抑制的に運営しているため、短資預金や超過準備に再度溜まる形となり、準備預金の積みにはコントリビュートしていないというのが現状である。

山口副総裁

金融市場局長の説明でクリアになったと思うが、中原委員や三木委員の意見の中に、そのように意図されたかどうかは別であるが、ディレクティブの作り方に関係しかねない問題が一つ入っていた。ディレクティブでどこまで決めるか、この決定会合でどこまで決めるかという問題であると思う。金利を目標に政策を行なうという方針の下では、決定会合で決めるべきは目標とする金利だけで良いのではないか。それをどのようにして実現するかは、市場環境が常に変わる訳でもあり、やはり現場に任せて頂きたい。現に、例えば短資の手許にあれだけリザーブが溜まってしまいう事態は行なってみなければ分からなかった訳であり、そうした状況に相当フレキシブルに対応していかなければ、与えられた金利目標さえ実現できない事態があり得る。諸外国の中央銀行でも非常に大きな目標を明確に決めて、それをどのように実現するかは大体執行部に委ねている。これは従来もそうであったが、今後もそのようにして頂くのが良い。

三木委員

この問題は、2月12日の以前も何回も議論したが、山口副総裁からもそのような話があり、結果としてディレクティブに若干、量の表現を入れてもらったうえで、戦術手段については触れずに執行部一任と一応納得している。しかし、現在のように市場が敏感に反応するような状況の中で、しかもゼロ金利という異常な状況であり、こうした局面では戦術手段についても非常に気を付けてやらなければならない。従って、例えば積み上1兆円については一切動かすべきではない局面であるといったアドバイスは必要だと思う。そういう意味である。

植田委員

基本的には量と金利の両方をディレクティブとして与えることはできない訳であり、どちらかである。

三木委員

その辺はビジネスと違うところだろう。

山下金融市場局長

決して勝手に行なう積りはない。ディレクティブを頂いて、毎週一度は調節状況を市況等の形で報告させて頂いてもいる。

中原委員

しかし、かつて勉強会での説明では、金利がゼロになりフラットになっていると、量をどこで止めるか、あるいはどこまでにするかは一概に特定できないということであった。それはどうなのか。

山下金融市場局長

2月12日の決定で一番心配したのは、私が何でもしていいのかということである。例えば私が中原委員の意見にシンパシーを感じるとして、金融

市場局長として2兆円、3兆円と資金供給を拡大していく権限を与えられているかという、そうは思っていないし、必要かつ十分という範囲内でマーケットと対話しつつ適切に行なってきた訳である。ただ、市場との対話といっても、市場は単に短資業者や銀行の資金担当者を中心としたマネー・マーケットだけではなく、色々なマーケットがある訳であり、三木委員からも指摘があったように、その運営は慎重に行なっていかなければならないということは確かである。そこは毎週マーケットの状況を報告しながら私共の考え方を説明し、委員方の判断や指示を仰ぎながら、調節運営を行なっている積りである。

中原委員

現在のところは1兆円で皆さん黙認しているから良い訳だが。

三木委員

むしろ、一定の安定水準を見つけた訳であり、現時点では動かさないということではないか。

後藤委員

極力マーケットに理解を頂こうということで、非適用先の当座預金残高を公表しており、両方比べてみれば大体の実体が見て分かるようにしようということだった。

山下金融市場局長

然り。ただ、中原委員の指摘のとおり、財政等要因のところについては当然分かると思いきや注を付けていなかったし、そこで極めて大きな差が出ているのは事実である。勿論、マーケット関係者は現在の公表数字を見れば分かる訳であるが、確かに一般の人には分かり難いかもしれないため、そこに注を付ける方向で検討させて頂きたい。

中原委員

大銀行では1兆円積み上とアナウンスすれば取れるに決まっているため、二人の担当者程度でやることになってしまう。

後藤委員

これまでの過程では、誘導金利について確固たる姿勢でいけば、積み上の重石も段々軽くしていけるのではないかという理解があったが、1兆円まできたところで、そこからが下げ難くなってきている。私の理解では、その後マーケットがナーバスな状態になり、特に金利がゼロになると、債券を所有している人は高所恐怖症のようになってしまうため、ゼロ金利の下でこれだけ1兆円の積み上を続けると、動かすこと自体に大きな意味付けを与えることになってしまう。スタート時点では8,000億円、7,000億円であってもゼロ金利を実現できる状態になるはずだと考えていても、実質ゼロ金利を実現した後では、その意味で性格的に違うのではないかという気がする。

速水議長

金融市場局としては1兆円をキープしたいのか。

山下金融市場局長

キープしたいとかいうのではない。これだけ大量に供給することにより、準備預金の管理も苦勞だが、短資に溜まってしまっているし、オペもなかなか入り難くなっている状況である。しかも、9月以降はY2Kが目前に迫ってくるためターム物も上がってくると思われ、そうした局面に備えてバッファを積むという意味からも可能であれば積み上幅を圧縮していきたいと考えている。ただ、市場参加者はゼロ金利の不安を常に持っているため、手形オペを空振りするなど資金が余っているのは仕方ないという実績を色々つくりながら徐々に下げていきたいと思っていた訳である。しかし、6月10日以降は雰囲気が変わってしまい、ゼロ金利模索という感じ

になってきた中で、そのような感じに受け取られるのは困るため、動けなかった。ここへきて非常に緩んでいる感じがあるため、試みたいと思うと、今度は円高になり、ヘッジファンド等が日本銀行は締めているのではないかという憶測を流したりする。それでも構わないということであれば、勿論やれるとは思いますが、積み上を2,000億円圧縮してみてもそう状況が大きく変わる訳ではない一方、そうしたコストがあることを分かっているながら果たしてやるべきか否かと考えており、動けなくなっているのが実情である。

速水議長

三木委員が言われた物価の基準が明確でないというのは、どういうことか。

後藤委員

三木委員が言われたのは、単一の指標ではデフレ懸念払拭ということが測れないということだと思う。

三木委員

変動要因にも良いもの、悪いものがあり、一つの指標に基づきデフレ懸念払拭か否かということは判断できない局面ではないかという意味である。その辺のところを今少し世間に分からしめる必要があるのではないか。現在のポイントはその問題と、今後貸出が一段と落ちたとしても景気回復、金融安定化は可能だという指摘だと思う。マネーサプライも恐らく伸びが落ちると思われ、その二点について世間によく知らしめる必要がある。

後藤委員

貸出も伸びないし、CPも社債も全て収縮しているため、実情をよく呑み込んで頂けるような説明に努力しなければならない。

速水議長

貸出が伸びないのは悪い先へは貸さないことの方が強く影響しているのではないか。銀行としては需要がないからと言われるであろうが。

三木委員

それはあると思う。ただ、一部行ではあるが悪い先にも貸そうという動きが出掛かっている点がないではない。そこは注意して見ておかなければならない。

速水議長

私は、植田委員が前回話されたアメリカのケースと同じかと思っ
ている。

山口副総裁

総裁が先程言われたように、通信やエレクトロニクス等の最先端分野で新しい産業、新しい企業が今少し力強く出てくれば、そこに向けてのクレジットの流れが出てくるはずである。銀行の既存の取引先である特に大企業は暫くは債務返済を優先するのが基本であろうと思われ、これはマネーあるいは貸出の減少要因として暫く働き続けるのではないか。経済の拡大の勢いが強ければ、それをこなしたうえで、新しい貸出やマネーの動きが出てきて全体として増える状況になるはずであるが、そこへいくまでには若干時間があるろう。その時間を渡るまでにどのように説明をしていけるかということだと思う。

三木委員

ある鉄鋼メーカーの例では、この2年来設備投資については償却の範囲内ということが大原則であり、設備投資が伸びる訳がない。ここにきての動きとして、その鉄鋼メーカーの例では、年間約1,300億円の償却額を持っているにもかかわらず、350億円しか投資には使わず、約1,000億円は全

て有利子負債の返済に当てるとの方針に切り替えていこうとしている。その意味でバランスシートの修復が優先される動きが先に出てきていることは否めない。

速水議長

企業の構造改革が進み、銀行の再編が今少し進めば貸出が増えてくると思う。

三木委員

それはそうかもしれない。

為替の問題であるが、企業は急激な乱高下は困るとして、為替の安定を要請している。かつて79円で円高が止まった時期があるが、当時も自助努力が重要であるとの認識から企業も商社も当然のことながら円建て取引を増やす動きに出た。しかし、残念ながらその後景気が回復するに従い全部消えてしまい、元に戻った経緯がある。現在、タイなどでは現地の企業を含めてアジアに円建てのマーケットを作るべきではないかという動きが漸く出かかっている。そうなれば、その受け手となるこちらサイドは非常に乗りやすい局面ではないかと思う。従って、総裁が言われるように企業は円建て決済を増やし、特に東アジアにおける円のマーケットを強化する努力を当然やるべきである。ただ、そうした中で為替レートは相手国との間のファンダメンタルズの反映であるため、これは強い方が良いのであろうが、そのファンダメンタルズの反映たる国際競争力コストをどうするかというのが企業の戦いであり、リストラである。そうしたリストラを必死に行ない、ファンダメンタルズに見合う為替レートに見合うコストを確保した段階で再び同様のリストラに取り込まざるを得ない局面になってきた訳である。こうした局面では、レートを安定させて欲しいということであり、レベル感の問題ではない。レートの絶対レベルはあくまでファンダメンタルズの反映であることは分かるが、現況は余りにも乱高下の幅が拡大してしまい、レベル感としても企業収益にとって非常にマイナスに

なる状況である。残念ながら、国際競争力コストとして各企業が取組んできたレベルは110円であると言わざるを得ない。そこはこの景気回復局面では後がないという意味で申し上げている。

速水議長

レベルを決めて相手国通貨をその水準まで持ち上げていくとか、押し下げるとか、アグレッシブな介入というのは相手国にも迷惑だし、第三国にも迷惑であり、これは適当でない。相手国が本当に困って助けてくれと要請してくるのであれば協力しても良いし、そのかわり相手国に対しては国内のファンダメンタルを立て直すべきであると言わなくてはならない。そうした形の協調介入はこれまでも何回もあったと思う。

三木委員

絶対レベルが何円でなければいかんと申し上げているのではない。現在のシチュエーションでは、110円はこれまで我々が狙ってきたコストカーブの到達点であると言っている。今後さらにリストラに取り組もうとしている段階においてこれが先に突破されることは、短期的には景気回復の足を引っ張ることになる。その意味で申し上げている。

速水議長

従って、時間はかかるが、円建ての決済を進めるべきである。動きが遅れ過ぎている。国内で誰もそれを言わない。

三木委員

それはその方向で進めるべきである。

中原委員

三木委員の話を補足すれば、メーカーがいかに早く対応しても為替のレンジが変わってから対応するのには最低1年かかる。例えば、電子メーカー

であればデザインを変えたり価格のコストを変える等の工夫をする訳だが、これもセットアップするのに1年かかる。そうした意味で落ち着いてもらった方が有り難い。1年間新しいレベルで損を出さなければならない訳であり、大変な話である。

先程の植田委員の議論ではマネタリーベースと為替の関係についてどういうアプローチを使っているのか分からないが、私の長年の経験からすれば、為替は色々なファクターで決まってくるものである。よく分からない要素が沢山あるが、現在のところはどうもマネタリーベースとは比例関係があるという印象である。

山口副総裁

介入自体は日本銀行が勝手に行なえる訳ではない。従って、仮にそうしたことが起きた場合という話であるが、1兆円の上に非不胎化部分を上乘せして当日だけリザーブの量を増やせば、日銀自身がそのことに理論的な意味もあると理解した上でやっているとは当然受け取られる。これは一時的に市場のパーセプションに乗っかる訳であり、その瞬間において効果が全くないかどうかは分からないが、しかし所詮我々自身が本当にそう信じているのでなければ長続きしない。そうしたことは余りやるべきではないと思う。

速水議長

先般円安にしたことについて、アジアの中央銀行は大変気にしていた。日本が円安にしてまた輸出競争力を強くすれば、アジアにとっては日本への輸出が難しくなるし、第三国への輸出でシェアを取られてしまうという不安である。国内事情を良く説明すれば分かってもらえるのかもしれないが、為替の世界ではなかなか理解されない。

それでは採決に入る前に、政府からご出席の方にもしご意見があれば聞かせて頂きたい。

原口大蔵省総務審議官

本日は宮澤大蔵大臣の代わりとして参っているので宜しくお願いする。

わが国の経済の現状認識、今後の財政運営について簡単に申し上げたい。わが国の経済の現状は、本日色々ご指摘があったように、民間需要の回復力が弱いという面で厳しい状況にあるが、一方で、各種の政策効果の浸透などにより、色々な指標からこのところやや改善していると窺われる部分もあると考えている。このような状況の下で、政府においては、6月に「緊急雇用対策及び産業競争力強化対策」を柱建として決め、これを背景に、先般7月21日、平成11年度補正予算が成立している。また、8月6日には「産業活力再生特別措置法」、及びそれに対応した「租税特別措置法の一部を改正する法律」も成立したところである。

また、当面の財政運営にあたっては、今後のわが国経済の動向等を十分踏まえ、必要があれば、公共事業等予備費の活用、15か月予算という考え方に立った平成11年度第二次補正予算の編成も含め、機動的かつ弾力的な対応を行いたいと考えている。先般の概算要求基準の設定の際にもこうした考え方を明らかにしたところである。

政策委員各位におかれては、ご審議にあたり、以上申し上げた政府の経済財政運営の考え方等につき、ご理解を賜りますようお願い申し上げます。

なお、本日の議論の中で円の国際化の話が出たので、付言させて頂く。この問題については、大蔵省、政府としても問題意識をもって、法律改正等を行ない、税制の問題や短期国債の市場整備など、極力円の使い勝手が良くなるように制度面の整備を行なってきた。一方で、民間の方に使って頂くことが重要だということは確かであり、黒田財務官なども色々な会合でそうしたお願いをしているし、今後ともそうした努力をしていきたいと考えている。

河出経済企画庁調整局長

私共の経済動向に関する見方は、大蔵省代表が言われたとおりである。経済政策については、緊急経済対策と、雇用対策を実施しているところだが、さらに産業活力再生特別措置法が通ったため、これに伴う政策を今後

強力に推進していきたいと考えている。

従来から申し上げているが、日本銀行においては自律的な経済回復が明らかになるまで現在の潤沢な資金供給を是非お願いしたい。

速水議長

それでは議案の取り纏めに移りたい。先程の委員方の検討によると、当面の金融調節方針について現状維持とする意見が大勢であったため、私からは現状維持とする議案を提出する。事務局は中原委員の議案と篠塚委員の議案と私の議案の三つを準備して下さい。

[事務局より議案配付]

雨宮企画室企画第1課長

篠塚委員案、中原委員案、議長案の順で読み上げる。まず篠塚委員案である。「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。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。」。

次に、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）の前年同月比が0.5～2.0%となることを企図して、今積み期間（8月16日～9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) 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額させる必要がある。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。」。別添を読み上げる。「別添。平成11年8月13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

篠塚委員から付け加えるべき説明があればお願いします。

篠塚委員

先程申し上げたことでほとんど尽きている。

速水議長

中原委員から何かあれば。

中原委員

提案の理由を申し上げる。ゼロ金利による当初のフェイバブルな為替、株式および長期金利への影響が一巡し、逆に120円から115円程度の円高あるいは1,500円幅、現在1,000円程度の株安が進行している。長期金利も約0.1%ポイント上がってきている。従って、そうした円高、株安、長期金利高の影響に対して追加的な金融緩和を行ない、できるだけ雇用への悪影響を低減させる必要がある。

二番目に自律的な回復力が未だ十分ではなく、下期失速の可能性が強いというシナリオには変化はない。極力早く手を打つべきとの考えから、一段の金融緩和を考えている。

三番目には、日銀の金融政策は分かり易い方が良い。例えばデフレ懸念を払拭するまでとか、積み上予想1兆円もそうかもしれないが、分かり易い金融政策を考えるという意味では、物価目標付きのマネタリーベース・ターゲットングであれば非常にはっきりと分かる。

四番目として、積み上の見込みを1兆円で続けると1年以上経てば前年比の伸びがなくなる訳であり、当然マネタリーベースの伸び率に悪い影響が出てくる。そうした点も考え、一段の量的緩和を行なった方が良いのではないかと思っている。いずれにしても、金利はこれ以上低下することが難しい状況になっており、政策の自由度を高めるという意味でマネタリーベースを活用することも考えて宜しいのではないか。物価の目標をイメージすることについては、インフレ時に行なうものであり、デフレの時には不適切という意見もあるが、逆にそこまでやるという日銀の態度を示すことが期待インフレ率の上昇を通じて実質金利の低下を見込めるのではないかと思っている。

以上が提案理由だが、実際のオペレーションは、例えば積み上で1兆5,000億円を作りそれを暫くやってみる、その結果をみた上で次に移るこ

とを考えても良いのではないか。

速水議長

議長案は前回と同文だが、仮に最近の景気や物価あるいは株の動きを踏まえて何か付け加えた方が良くというご意見があれば、発言して下さい。このままで宜しいか。

それでは採決に入る。篠塚委員案から順番に採決する。

「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

ご報告する。篠塚委員からの提出議案については採決の結果、賛成 1、反対 8 であった。続いて中原委員の議案を回付する。

[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。続いて議長案を回付する。

[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。議長案の採決結果は賛成 7、反対 2 であった。反対は篠塚委員、中原委員である。

速水議長

それでは賛成多数で議長案が可決された。篠塚委員、中原委員は、改めて反対理由を明確にされておきたい場合はご発言下さい。

篠塚委員

金融経済情勢の現状は下げ止まりから先行き下振れるリスクの度合が小さくなりつつあると思うが、他方でゼロ金利政策の副作用が懸念される。その副作用としては、第一に所得分配面における家計部門へのマイナスの影響、第二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する理由になりかねないこと、三番目として市場参加者等の間にモラルハザードが発生するリスクがあること、四番目としてこうした副作用はゼロ金利政策が長期化し制度化する中で、次第に大きくなっていくと考えられることを指摘したい。こうした考え方から議長案には反対した。しかし、私の提案は 2 月 12 日以前の政策運営に戻すということであり、いずれにしても依然として超低金利政策であることには変わりない。

中原委員

一番申し上げたいことは、株高が剥落してきている、円高も進行してきているなど、ゼロ金利のフェイバブルな効果が概ね出尽くしたということである。こうした中で依然として自律的な回復のシナリオが描けていな

い訳であり、現状程度の金融緩和では不十分である。さらに強調したい点は、潤沢にとかデフレ懸念が払拭されるまでなど抽象的な表現が多すぎるため、今少し透明性が高く、国民に良く分かるような議論をすべきである。そのためには、CPI目標付きのマネタリーベースの10%増加という案が良い。いずれにしても、将来もゼロ金利が続く限りは、マネタリーベースを増やすために積み上額を増やしていかなければならない環境になると思われ、そうであればなるべく早く手を打っておいた方が良いのではないか。最後に、秋口以降ないし来年に入るかもしれないが、公共事業が息切れしてしまった時には手詰まり感が出る訳であり、その時の突破口にもなると思っている。

[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政策運営について現状維持が賛成多数で決定された。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、これをもって指示します。

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でお願いします。

V. 金融経済月報の検討

速水議長

次に、金融経済月報 8 月号の検討と採決に入る。最初の 4 ページが本委員会での正式な決定事項になるため、本日のこれまでの議論を踏まえて検討をお願いします。まず、吉田調査統計局経済調査課長、雨宮企画室企画第 1 課長からポイントを説明して下さい。

吉田調査統計局経済調査課長

実体面からご説明申し上げます。まず総論は「足許の景気は下げ止まって

おり、企業の業況感も一頃に比べ幾分改善をみている。しかし、民間需要の自律回復のはっきりとした動きは、依然みられていない。」としている。前月との変化点は企業の業況感についての表現であり、前月は「企業の業況感も幾分改善している。」と表現していたが、今回は「一頃に比べ幾分改善をみている。」と多少改めている。その趣旨は、先月から今月にかけてはマインド面、企業の業況感を測り得る大きなアンケート調査がなく、この間で企業が業況感がさらに改善したというエビデンスが特になくということである。一方で、為替、長期金利、株価の面で色々な変化が起きており、そうした状況の中で、企業の業況感がどのように変化しているのかはよく分からないが、特段悪化している感じもないため、今回はこのような表現にした。

続いて各論であるが、変化した部分を中心に申し上げる。まず純輸出については、前月まで「足許はやや減少している。」としていたが、今回は生産指数の7月以降の予測に表われているように、輸出が出始めていることもあるので、やや表現を弱め、「足許はやや弱含みで推移している。」としている。公共投資については、出遅れていた分が出始めてきていることを踏まえ、足許の表現は「増加している。」としている。企業の業況感については、冒頭の総論と平仄を合わせる形で、「一頃に比べ改善をみている。」としている。消費者心理については、「一頃に比べ改善をみている。」という点は前月と同じであるが、その後の表現で「個人消費全体の回復をもたらすまでには至っていない。」としている。これは報告にもあったように、各指標によって明暗入り交じった形が出ているため、全体としてはまだ回復していないという表現にさせて頂いた訳である。

続いて、先行きに対する表現であるが、「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。」という結論は前月と同じである。変えたのは「日本銀行による金融緩和措置などによる金融環境全般の改善や政府による一連の経済対策が、引き続き下支え効果を発揮していくことが期待される。」という部分である。ここを変えた趣旨は、前月までは日本銀行による金融緩和措置と金融システム不安の緩和による金融機

関の改善を金融面として二つ並べて書いてあったが、今回は一つに纏めて、「金融環境全般の改善」とした。また、「政府による一連の」と、「一連の」という言葉を加えた趣旨は、産業再生法等と雇用対策法等色々手が打たれていることを踏まえたものである。

最後に物価では、輸入物価についての表現を変えている。「引き続き上昇している。」という点は変わらないが、先月までは「国際商品市況の底入れ」としていた表現を、さらに上昇しているため、「国際商品市況の回復」という表現にしている。確認のために申し上げると、「国内卸売物価は足許では横這い、消費者物価も同様に横這い。一方、企業向けサービス価格は下落が続いている。」という現状認識である。先行きについては「当面、概ね横這いで推移していくものと考えられる。しかし、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。」ということであり、前月の表現を踏襲している。

雨宮企画室企画第1課長

金融部分の記述である。まず短期金融市場の記述は基本的には同じであるが、「オーバーナイト資金の確保に対する懸念は払拭された状況が続いている。」の部分は、前月までは「金融機関の多くには流動性確保に対する安心感が浸透している。」というゼロ金利政策の浸透過程での表現であった。半年経過し、ほぼオーバーナイト資金のリクイディティに関する懸念はない状態が続いているため、もうそろそろ状況の記述に移行して良かろうと考えたものである。ターム物についても、「6月中旬以降いったんやや上昇したが、その後再び低下し、最近では落ち着いて推移している。」という最近の状況を記述している。長期国債流通利回り、株価ともに、最近の市況推移を記述している。コール市場残高に関する記述は特に変えていない。「金融の量的側面をみると、」という部分では、まず、金融機関の融資姿勢について、「徐々に融資を回復させようとする姿勢にある。」と、前月まで「徐々に融資を回復させる姿勢に変わりつつある。」としていたものから記述を変えている。これは状況は変わっていないが、

姿勢が変わっているとの表現でも宜しいかということで、「ようとする」と記している。資金需要の記述は基本的に変わっていない。マネーサプライについては、前月までは「財政資金の支払いなどを受けて、緩やかに上昇している。」と、伸び率が次第に高まってきていることを反映して書いていたが、7月以降は、このまま伸び率が高まる状況ではないかもしれないことを踏まえ、今月は客観的に「前年比4%強の伸びを続けている。」とした。

速水議長

何か意見があればどうぞ。

それでは採決して宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

事務局は基本的見解を持ち回って決裁を得た後、その結果を報告して下さい。

[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

小池政策委員会室長

報告する。ただ今の基本的見解採決の結果は、全員賛成であった。

速水議長

それでは、全員一致で可決された。この基本的見解に沿って、後段の背景説明部分については、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、8月17日来週火曜日の午前8時50分に行なう。

VI. 閉会

速水議長

以上で、本日の議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は、9月9日木曜日に予定している。

(午後3時51分閉会)

以上