

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：1999年9月9日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席者：議長 速水 優（日本銀行総裁）

藤原作弥（日本銀行副総裁）

山口 泰（日本銀行副総裁）

後藤康夫（審議委員）

武富 将（審議委員）

三木利夫（審議委員）

中原伸之（審議委員）

篠塚英子（審議委員）

植田和男（審議委員）

政府からの出席者：

大蔵省 谷垣禎一

政務次官（10:55～12:22）

原口恒和

大臣官房総務審議官（13:17～15:14）

経済企画庁 小峰隆夫

調査局長

（9:02～10:40、13:17～15:14）

（執行部からの報告者）

理事

黒田 巖

理事

松島正之（9:02～12:22）

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2分開会)

本日は最初に前々回会合の議事要旨を承認頂き、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方針に関する討議、もしあれば政府からの出席者による発言、その後に採決、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。

政府からの出席は、経済企画庁からは小峰調査局長、大蔵省からは谷垣政務次官が午前中、午後は原口総務審議官が出席される予定である。

予めお断りしておくが、会合における意見、発言は全て記録に残すことを前提としているので、委員、政府からの出席者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(7/16日開催分)の承認

速水議長

まず、前々回、7月16日会合の議事要旨をご承認頂きたい。お手許の議事要旨にご異議ございませんか。

[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9月14日午後2時に公表することとする。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

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

執行部からの報告に移る。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をお願いする。

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は、引き続き1兆円の積み上幅を維持する資金供給を行なっている。その結果、オーバーナイト・レートは一昨日まで0.03%の実質ゼロ金利水準で安定した推移を辿っている。ただ昨日は、本日9月9日がコンピューターの2000年問題の特異日の一つに当たることから、地銀等の一部の出し手が万一の混乱に備えて資金放出を見送り、準備預金をホールドする動きに出たため、レートが大幅に上昇し加重平均レートは0.06%と3月2日の0.07%以来の水準となっている。昨日の動きを振り返ると、市場がオープンした段階では資金の出し手の一部

が慎重なスタンスを示すとの情報が流れていたが、都銀等の 0.03%での
ビッドに対して投信筋等の資金がギブンされるなど、比較的落ち着いた滑
り出しとなった。このため、取り敢えず積み上幅をこれまで通り 1 兆円と
して必要に応じ追加オペを打つ方針を固め、9 時 20 分に即日スタートの短
国買現先 2,000 億円を実施し、積み上幅を 1 兆円とする資金を供給した。
しかし、その後は地銀の一部が資金放出を見送る中で、投信、生保等の資
金の出し手が放出姿勢を強気化してオファーを引いたため、一部都銀との
間で睨み合うこう着状態となった。そうした中で、要調達額の大きい欧州
系を中心とする一部外銀が取り焦り、0.07~0.08%までビッドアップを行
なったため、レートが大きく上昇する気配になってきた。これを受けて、
10 時 35 分に即日スタートの 3,000 億円の短国買現先を実施し、追加資金
供給を行なった。追加オペの実施は 4 月 1 日以来約 5 か月振りのことであ
る。これを受けて一部投信等は資金放出を行なったが、大勢は変わらず、
午後には一部都銀が 0.15%まで取り上がるなどやや混乱した状態が続い
た。ただ、交換尻や、3 時等の時点決済には格別の支障がなく、取り遅れ
た一部行もビッドアップにより必要資金は確保された形となった。この点
はゼロ金利下でのコール市場残高が半減している現状においても、需給環
境の急変に伴い、レートのボラティリティーが幾分高まる可能性はあるに
せよ、価格メカニズムによる資金の分配が有効に行なわれることが証明さ
れた形になった。

このように昨日のレートが予想以上に跳ね上がった背景としては、三点
が指摘できる。第一は地銀、信託等の資金の出し手が 9 月 9 日問題に対す
る漠たる不安から、結果としてかなりの額をホールドしたことである。こ
れらの先で前日比 1.2 兆円の準備預金の積み増しが行なわれている。これ
により積み上げ幅のほとんどが食われる結果となり、私共の予想以上に資
金が抱えられてしまった。第二には外銀、特に欧州系の一部が本店からの
予期せぬ多額の資金調達要請があったため、——これは恐らく前日の欧州
でのユーロ円調達が 9 月 9 日問題から不調だったためだと思われる——多
額に取り漁り、大幅なビッドアップを余儀なくされたことである。第三は、

都銀は今週に入ってから8日、9日を超えるターム物調達を積極化するなど、昨日の要調達額を通常の半分以下に抑えるというかなりの備えを行ってきた。しかしながら、外銀のビッドアップの動きを眺めた生保等が普通預金を都銀から引き出し、コール等の資金放出にシフトさせたため、——約1兆円強といわれている——資金計画が大きく狂い、午後に入って予定外の資金調達が必要となった先が出たことである。生損保はオーバーナイトレートが普通預金レートの0.05%に短資手数料の0.02%を加えた0.07%を越えると資金をコール市場にシフト・バックするビヘイビアをとることが改めて確認された。都銀が資金繰り安定化のために今後どのような対応に出るか注目される場所である。本日はコンピューターシステムのトラブル等の情報はないが、昨日の地合いが続いて資金の出し手が強気の資金放出姿勢を示すと思われるため、朝方の取引動向を睨みながら1兆5,000億円+ α の積み上幅を造成し、レートの上昇を極力抑える方針でいる。

昨日はY2K問題に関連してオーバーナイト市場がやや混乱したが、ターム物レートには格別の変化はなかった。マーケットが今回の出来事は昨日、今日の両日に限定された一時的な現象と判断している証拠である。前回会合以降の基調としては、全体に緩和感が一段と強まってきているように窺われる。例えば、ユーロ円の出合いレートをみると、1Mは最近9月期末越えになったため若干上昇しているが、その他は3M以上の期間が2ないし3bpの低下となっている。また、金先レートも各限月でかなり低下している。概ね6月10日のGDP発表前の水準まで戻っており、一頃みられたゼロ金利政策の解除観測はかなり後退している。ただ、本日は先程のGDPの発表を受けて金先がかなり売られており、金利が4bp上昇している。この1か月間のターム物レートの動向で特に注目されるのはTBの6Mであり、8月13日の0.055%から足許は0.025~0.03%のレベルまで低下している。これは都銀等がY2K問題を睨み年末越えの担保確保のため、買入れを積極化させていることが影響している。一昨日行なわれた6か月物TBの入札発行額は2兆円だったが、都銀勢の落札が6割以上を

占めている。これに伴い、平均落札レートは0.033%と、前回の8月5日入札の0.062%に比べ大きく低下している。

この約1か月間の短期金融市場動向におけるその他の注目される動きについて三点報告する。

第一の点は、短資が0.03%以下で出合う無担保コール取引の手数料を従来の2bpから原則1bpに引き下げたことである。8月16日に中・下位の二社が引き下げに踏み切った後、他社が時間差を置いて追従し、9月1日に全六社が1bpの引き下げで揃った。本措置はコール取引の減少に歯止めをかける狙いから実施されたものであるが、これまでのところ手数料の引き下げは取引高自体の回復にはほとんど寄与していない。レート面では1bpの手数料引き下げにより加重平均ベースで0.02%に下がる可能性が出てきた。

第二の点は、短資を中心とする非準備預金適用先への資金滞留がここに来てさらに拡大していることである。7月の積み期における非適用先の資金滞留額は、6,203億円、8月の積み期は昨日までで8,513億円と大きく増加してきている。これは全般的に金融の引き緩み感が一段と強まる中で、都銀が引き続き積みの進捗を抑制する姿勢を堅持している一方、これまで預金流出への不安から多額の超過準備を保有していた問題行も金融システム問題に対する不安感が大きく後退しているため、その保有を抑える行動に出ていることなどが背景となっている。いわば行き場のない金が業者として弱い立場の短資にさらに集中してきている。

第三の点は度々ご報告しているが、資金に対するニーズが一段と落ち込む中で、私共のオペによる資金供給もかなり工夫を要する状況が続いていることである。現時点では国債借り入れ、レポ・オペ、短国買現先については、レートは0.01%になるケースが多いが、期間設定等の工夫で何とか札を集めることができている。ただ、例えば手形買入の昨日実施分はT+3の先日付けとし、十分なデリバリーの余裕を与える形で実施したが、応札倍率は0.59倍と大幅な札割れとなっている。これから年末に向けて資金需給上は大幅な資金不足になってくるため、玉確保には買入手形、CPを

使っていかなざるを得ず、集玉向上の工夫を引き続き図っていかななくてはならない。

以上のように短期金融市場はゼロ金利政策の下で全体として極めて落ち着いた推移を辿っているが、今後9月期末を越えると年末越え資金調達が本格化する時期に入り、Y2K問題が具体的な問題としていよいよクローズアップされることとなる。昨日の市場の混乱がある意味では格好の予行演習となったが、資金の出し手と取り手双方がその経験をどう総括し、今後の対応方針に反映させてくるか調査局と協力して綿密にモニターして参りたい。

後藤委員

昨日の状況下では、最近増加している非適用先の当預残高はどういう機能を持ったのか。

山下金融市場局長

非準備預金先の当預残高は先週末が1兆4,000億円、前日が8,800億円であり、昨日段階では3,200億円まで大幅に減少している。

後藤委員

例えば、都銀の普通預金が生保などに引き揚げられると、その分短資などの滞留が減少する格好になるのか。

山下金融市場局長

然り。要するに、短資に集中しているのは有担先から取ったものの出せない資金であり、有担で取る先が出てくればそれはバッファーとして放出される形になる。

後藤委員

やはり、それなりのバッファー機能を果たしているのか。

山下金融市場局長

然り。準備預金の非適用先で3,200億円と申し上げたが、短資に溜まったのは1,400億円だけである。最近ではほとんどないような水準である。

三木委員

あれだけ余剰になっているが、ある意味では本当に良いバッファになる訳だ。

山下金融市場局長

然り。ただ、余剰資金が今回のように超過準備として大量に抱え込まれると困ることになる。資金の取り手がビッドアップしてくれば抱えられている資金が出てくるという状況であれば良いが、9月9日に何が起きるか分からないから資金が抱え込まれてしまい、金利が上がっても出てこない状況になると調節上は困る。

速水議長

次に、平野国際局長から為替市場と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

まず、円の対ドル相場は8月中旬から9月上旬にかけては大幅に上昇し、9月初には一時108円台を付けた。その後若干円安方向に値を戻しており、昨日のニューヨークの終値は111円台であったが、本日朝方発表の4~6月GDP速報が+0.2%と市場が予想していた若干のマイナスに比べ高めに出了ことを受けて、再び円高が進行し現在は109円台前半で動いている。円の対ユーロ相場も前回会合時には122円台であったが、月末にかけて大きく上昇し、一時は114円台を付け、現在は117円台で推移している。こ

のように円はドルにもユーロに対しても値を上げており、相場の基調は円高、あるいは円の独歩高である。円高を支える背景を大きく捉えれば、一つは日本経済に対する回復期待の強まり、今一つは米国経済の先行きに関する不透明感の高まりという二点に集約される。こうした構図は前回決定会合時と基本的に変わっていない。

市場が現在最も注目しているのは、日本経済の動向との関連では日経平均の動きであり、株価の堅調を確かめながら円が買い進まれる地合いにある。言い換えると、円高の進行が例えば株価の急落に繋がる場合には、自ずと円高にブレーキが掛かるという見方もできるかと思う。こうした地合いが続く限り、当面市場にはある種の自動安定化機能が機能している。

続いて、海外経済、国際金融についてご報告する。まず米国経済については、前回の決定会合ではインフレ懸念の高まりに伴いドル安、債券安、株安のトリプル安状態が続くなど、ファイナンシャルな面に変調を窺わせる動きが出ていると申し上げた。その後も神経質な地合いは続いているが、長期国債の金利は8月12日に6.26%まで上昇したものの、昨日は6.07%と上昇一服の形になっている。こうした長期金利の動きに呼応して株価も浮上しているが、達観すると高値圏で比較的堅調に展開しており、前回の決定会合時に比べれば、小康を得ている状況である。こうした米国長期国債の金利低下の背景としては三点が挙げられる。一つは7月のPPI、CPI、8月の雇用統計等、インフレ関連の指標が割合落ち着いていたことが好感されている。二点目は8月24日のFOMCで6月に続く利上げを実施し、FFレートの誘導水準が5%から5.25%に引き上げられているが、このことが金利の先高感を幾分和らげる方向で作用したことである。三点目は昨日ニューヨーク連銀がY2K問題に関連した金融市場安定化策を公表したことが好感されている。しかし、社債金利については予め中原委員からご指摘のあるところであるが、金利の先高感に加えてY2K問題での資金手当難を恐れた企業の起債ラッシュが続いており、国債とのスプレッドを拡大する中で金利水準が上昇しているほか、モーゲージ金利も上昇傾向にある。その意味で、市場の長期金利水準全体としては上昇傾向にあり、

企業からみると資本コストが上昇傾向にあると考えられる。この間、実体経済は引き続き力強い拡大を続けているが、多少の変化としては7月の実質消費支出が小幅の伸びに止まっており、過熱感の強かった個人消費に若干減速の兆しがみられる。また、モーゲージ金利が上昇傾向を辿る中でローンの申請件数が若干減少し、先行きの住宅投資鈍化を窺わせる徴候も出てきている。

ユーロエリアでは個人消費が底固く推移している下で、輸出も増加基調にある。景気拡大テンポは緩やかながらも高まる方向にあり、前回報告した傾向が続いている。ドイツが若干出遅れていたが、ドイツの生産の回復も明らかになりつつある。この間、イギリスでは住宅あるいは個人消費を中心に内需が底固く推移している一方で、輸出も持ち直しに転じている。こうした状況を背景に、BOEは昨日政策金利を5%から5.25%へ引き上げ、98年10月以来続いた緩和局面に終止符が打たれた。

次に東アジア経済については、NIEs、ASEANの景気回復傾向は一段と明確になっている。これらの諸国の第2四半期GDPの数字が出揃っているが、実質GDP成長率は極めて好調であり、韓国、台湾、シンガポール、フィリピンで一段と伸びを高める。マレーシア、インドネシア、香港でもプラス成長に達していることが確認されている。これを支えているのは、輸出の好調と消費の回復である。もっとも、東アジア諸国の株価、為替については米国の金利高に加え、リストラの難航、あるいは一部銀行に絡む不正疑惑といった個別要因が重なっており、やや不安定な展開である。一方、中国の景気は引き続きスローダウン傾向を強めている。いわばデフレ的様相を呈しており、当局は補正予算を編成して、景気刺激策を打っている。また、消費刺激のために預金利子への課税や、公務員給与の引き上げを実施するなどの施策を講じている。こうした中で、人民元の切り下げ観測が色々と取り沙汰されているが、結論的には当局者が繰り返し発言しているとおり、多分年内に切り下げという事態にはならないであろうと思われる。理由は三つある。一つは国際収支は基本的になお黒字基調を維持しており、国際収支の面から切り下げに追い込まれるという切迫し

た事態にはない。二番目は仮に切り下げを行なったとしても、例えば外貨建債務の実質の返済負担が増加するとか、輸入コストが上がってしまう、あるいは他のアジア通貨へ悪影響が及ぶといった切り下げによるマイナスの影響も考えられる訳であり、切り下げによる経済効果が今一つ不明確である。三番目に中国は本年建国 50 周年に当たっており、10 月 1 日には盛大な 50 周年記念行事が開かれるし、WTO の加盟問題もある。また、年末にはマカオの返還も控えているなど政治日程が目白押しである。従って、こうした時にはなかなか動かないだろうということであり、年内は切り下げはないという見方が一般的である。ただ、景気が非常に不調になっているため、景気対策のオプションとしての可能性は引き続き残っていると思う。

最後に最近の国際資金フローについて、市場関係者の見方から特徴的な点を二点報告したい。一つは、世界経済全体の回復期待の高まりを背景とした金利の先高感から、国際投資資金は債券よりもどちらかというと株式を愛好する傾向にある。二番目に、必ずしも統計的に裏付けられる訳ではないが、国際投資資金として認知された部分だけをみると、日本から世界に対する資金のアウトフローが細まっているという認識があり、国際投資資金が日本国内に滞留する傾向があると言われている。そこで指摘されている背景が三つほどある。一つは、日本の生保等の機関投資家が為替リスクに対する警戒感から、円投対外投資に慎重な姿勢にあること。二番目は、本邦金融機関の海外での融資行動が引き続き後退していること。三番目は、一頃隆盛を極めたヘッジ・ファンドの円キャリー・トレードが鎮静化していることである。こうした指摘を踏まえ、非居住者の対日証券投資残高を 98 年 12 月末と 99 年 7 月末で比べてみた。この証券投資の内訳は株と中長期国債、短期国債を合計したものであり、株については時価ベースである。98 年 12 月末には非居住者の対日証券投資残高が 63 兆円、99 年 7 月末は同 86 兆円であり、この半年ばかりの間に 23 兆円ほど非居住者の対日証券投資残高が増えている。ただし、この部分には株価の上昇分が入っており、それが約 10 兆円あるが、それを引いても少なくとも海外からみれば外貨

投入ベースで 10 兆円相当の資金が日本に入ってきていることが確認できる。

中原委員

人民元の引き下げがない第一の理由は何か。

平野国際局長

国際収支面から追い込まれる状況にはないことである。外準も若干ではあるが増えているし、そのレベルも 1500 億ドルと非常に高い。直接投資も入ってきている。

速水議長

輸出は伸びているのか。

平野国際局長

このところ悪かったが、7 月は若干良い数字が出た。通関ベースの輸出は、7 月は前年比 +7.5% と良かった。先週中国に行ってきたが、その際人民銀行の戴行長もこの点を指摘していた。

速水議長

輸入の増加は強いのか。

平野国際局長

インフラ投資を公共投資として活発に行なっており、それに絡む輸入が相当入ってきている。いずれにしても、前年比ベースで見ると輸入の伸びが非常に高いが、貿易収支そのものは黒字を維持しており、直接投資も入ってきている。

中原委員

直接投資は大分細ったのではないか。

平野国際局長

去年は年間で約400億ドル超の直接投資が入った。本年は前半で180億ドル～200億ドル弱であり、前年同期比では約10%位流入ペースが落ちているが、流入のレベルとしては高い。

中原委員

輸出のGDP比率はどの程度になっているのか。

平野国際局長

グロスの輸出で約30%だと思う。後程正確な数字を報告したい。

三木委員

韓国はどうか。

平野国際局長

韓国は引き続き大宇グループ問題など財閥のリストラの難航が伝えられているが、実体経済をみる限りは、非常に好調に動いている。第2四半期の成長率が前年比で+9.8%と第1四半期よりもさらに伸びを高めている。それを支える輸出も6月以降非常に好調な伸びを持続している。NIEs、ASEANの中で設備投資が明確に動き始めているのは韓国である。その面からみる限り、韓国は回復が一段と明確になっているのではないかと思う。

三木委員

内需が強いことが韓国の輸出圧力を弱める方向になっているのか。

平野国際局長

むしろ、輸出が回復を引っ張っている。

三木委員

内需が非常に強くなったため、出荷が多少内需の方にシフトしていることはないのか。

平野国際局長

そこまでの感じはない。やはり輸出が一つの起点になり、それが経済を引っ張っている姿は変わらない。

速水議長

韓国の7月の輸出額前年比は18%か。

平野国際局長

然り。しかも、対GDPの輸出比率は40%と高い。GDP輸出比率が40%という国の輸出が前年比で2割弱伸びている訳であり、これがやはり牽引車になっている。

三木委員

ウォン相場もやはり1,200ウォン程度か。

平野国際局長

1,200ウォンを割り込む水準で推移している。

三木委員

その辺で止められている訳であろう。

平野国際局長

輸出は伸びているため経常収支は良いが、一方で大宇の問題やリストラの難航等が相場の頭を多少抑える感じになっている。その綱引きの中で、8月についてはウォンも堅調だということである。1,200ウォンを少し上回ったレベルであり、1,190ウォン台で比較的安定している。韓国当局としては、輸出が重要であるため、ウォン高には潜在的な警戒感が非常にあり、ちょこちょこ介入する状況が続いている。ただ、このレベルであれば、一応満足なのではないかと思う。

三木委員

東南アジア中心の国際投資資金の動きの中で、邦銀海外拠点に対する円投が差し控えられているとの説明があったが、特に東南アジア、タイを中心とする邦銀海外拠点ではこれまで資金を一斉に引き上げる態度であったものの、ここへきて態度が非常に変わってきているようなことはあるか。貸出姿勢が前傾化してきたことがあるのか。

平野国際局長

一部にはそうした動きがあるかもしれない。ただ、私が8月上旬にタイとマレーシアで邦銀の拠点長と面談した際には、基本的には貸出姿勢が前傾化している感じは全くなく、必要資金は貸すが、全体としては引き続き慎重な融資姿勢であるとの印象を受けた。

中原委員

アメリカの先行きをどうみているのか。強気なのか、弱気なのか。またグリーンSPANが言及しているY2Kの件につき詳しく説明して欲しい。

平野国際局長

アメリカ経済の先行きについては、例えば数か月前にアメリカ株価の急落を起点にした経済のダウンサイド・リスクが非常に強く意識されていた

状況に比べると、引き続き株価の下落に伴うダウンサイド・リスクは残るが、そのリスクの程度は多少緩和され、場合によればソフトランディングも可能かという感じもする。ただ一方で、先般グリーンSPAN議長が演説したとおり、資産価格が金融経済、実体経済に及ぼす影響が非常に大きくなっている。今一つは資産価格の動きがなかなか読み難く、人々の期待は急速に反転する可能性もある。FRBですら経済の先行きについて非常に気迷い感を持っている感じである。私自身は数か月前よりもそうした意味でのダウンサイド・リスクは多少緩和されたと感じているが、株価も高い水準にあるため、急落懸念は残るし、その場合は経済が大きく崩れるリスクは意識しておく必要がある。株価ショック等がないという前提で考えると、本年の成長率見通しも高く出るであろうし、来年についても多少楽観的にみてもいいのかと感じている。

二番目にはY2Kの問題である。先程申し上げたのは昨日ニューヨーク連銀がY2K問題に関連して金融市場安定化策を発表したことを受け、債券相場に買いが入り価格が上がる、金利が低下するという展開になったことである。その金融市場安定化策の内容は大きく三つあり、一つはレポ取引における対象適格担保の拡大である。二つ目は、レポ期日はこれまで60日以内であったが、それを90日以内に改め長いレポが打てる状況にしたこと。三番目がレポに関するオプションの売却——年末年始にかけて流動性不足が懸念されるということであるなら、オプション料を払い、Fedが売却するオプションを買って保険をかけておくというファシリティー——を提供することである。昨日のグリーンSPANの演説では金利について特にメンションされなかったことがアメリカのマーケットに好感されており、昨日は金利の低下、あるいは株式市場にとって好材料と受け止められている。

速水議長

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

経済活動の現状評価について報告する。まず概況であるが、現状認識としては全体感を若干上方修正している。具体的には、最終需要で設備投資が減少を続けていることに変わりはない。住宅投資はこれまで持ち直しとみていたが、足許では頭打ち感が窺われる。個人消費については、所得が夏季賞与の減少等により減少している割には健闘しているが、全体として回復感には乏しい状況が変わっていない。公共投資は足許工事が増加している。変化があったのは輸出であり、これまで純輸出はやや弱含みという表現を使っていたが、輸出の増加を主因に純輸出が増加に転じていると判断できる。こうした状況を受け、生産は増加に転じつつあり、これまでの下げ止まっているという判断から一步判断を進めている。全体を総括すると、下げ止まりの状況が続く中で輸出、生産等一部に明るい動きがみられるという表現に集約できる。すなわち、引き続き悪化方向を示す指標もあるが、少なくとも悪化テンポを一段と加速することを窺わせるものはみられていない、輸出が増加に転じつつあること、あるいは公共工事関連財の出荷が活発になってきたことから、この7～9月の生産の増加が明確になってきていることを踏まえ、景気の全体感を若干上方修正したい。

次に物価面であるが、国内卸売物価については足許横這いという判断を変えていない。また消費者物価についてもほぼ前年並の水準で推移している。企業向けサービス価格は下落を続けているが、そのテンポは鈍化している。

先行きについては、まず住宅投資が秋以降は緩やかな減少に転じることが考えられる。公共投資については、遅れ気味であった工事の進捗が続くため、年内に大きく落ち込むことは避けられる可能性が高い。輸出についてはアジアを中心に海外景気の回復を映じ、増勢が続くと見込まれる。生産はこの7～9月に増加した後、10～12月も横這い圏内で推移する可能性が高まっている。なお、先行き景気がスムーズに自律回復軌道に乗る条件

を考えると、個人消費、設備投資といった民間需要が持ち直しに転じるかどうかポイントである。この点、まず個人消費については、今後の生産の増加を映じ、所定外給与と所得面に好影響を及ぼすことが期待できる。全体としては、企業のリストラが長く続く状況の下で雇用・所得環境はなお厳しい状況が続くとみておく必要がある。また、消費性向についても過去と対比して既に高いレベルまで上がってきており、当面は個人消費の牽引役としての役割が期待し難い。設備投資についても、足許は減少テンポが鈍化しつつあるが、増加に転じる目途はまだみられない。こうした状況からみて、民間需要が速やかに自律回復に向かう蓋然性は引き続き高くないと判断している。なお、為替相場が足許かなり円高になっている。6月短観における想定為替レートは116円であり、それを上回っている。また、今のところは海外景気がかなり回復しており、これに伴い輸出の引合いが強まっていることを背景に現在の水準では即座に輸出が鈍化するという見方はほとんど聞かれていない。ただ、円高傾向が今後も続く場合には、輸出、あるいは企業収益に及ぼす影響には注意しておく必要がある。

補正予算については、まだ規模・内容が確定していないため、それを前提に議論するのは適当ではないと考えている。ただ仮に、こうした財政面の施策が打たれたとしても、その間民需が自律的な回復過程に移行し得るかどうかについては、クリアすべきポイントが幾つかある。第一点は大幅な需給ギャップが存在するため、財政支出が増えたとしても、民間需要のクラウディングアウトを生じさせる可能性は一般的には低いと考えられる。しかし、財政赤字がさらに大幅に拡大することに伴い、将来の財政の姿に対する市場の信認が損なわれ、長期金利にかかるリスク・プレミアムが拡大し、民間の投資活動が阻害されないかということが一つのチェックポイントである。

第二点は足許の円高、原油高等のマイナス材料がある中で、企業収益がどの程度改善するのかというチェックポイントである。第三のチェックポイントは仮に企業収益の改善が実現した場合においても、好転したキャッシュ・フローがどの程度設備投資や広告宣伝費等の前向きな支出活動に向

かうのかといったところである。

次に物価の先行きであるが、企業向けサービス価格は小幅な下落を続けるとみられる。全体としてみれば、概ね横這いの範囲内で推移すると予想している。ただ中期的には、景気が自律回復に転じない場合には再び在庫調整を余儀なくされ、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は念頭においておく必要がある。

次に各論についてご説明する。冒頭申し上げた輸出の回復であるが、通関は、6月の前月比が+9.8%の後、7月は+0.5%となっている。これは第2四半期対比では前期比+4.9%に相当する。内訳としては、米国が増勢を続けていることに加え、第1、2四半期にマイナスとなったEUがこのところ前期比+6.6%とかなり大きな伸びになっている。ただ足許のEU向け輸出の中には船舶等の資本財が含まれており、この数字は割り引いてみる必要がある。東アジアについては各国ともかなり大きな伸びを示しており、主として半導体製造装置等の資本財輸出が増えつつある他に中間財として鉄、あるいは化学関係の製品も輸出が伸びている。為替円高は当然輸出の抑制要因であり、今後これが海外景気の回復という輸出の促進要因をどの程度減殺するのかは注意していく必要がある。この7~9月に限れば、円高が輸出を下押しするという見方は少ないようである。

次に個人消費関連であるが、趨勢的に上向いているのはパソコンを中心とした家電程度であり、他は一進一退の域を出ていない。ただ、ボーナスが落ち込んだ割には健闘している。例えば直近の8月の乗用車新車登録台数(含む軽)をみると、軽以外が伸びたこともあり、8月は前月比+9.3%である。6、7月に大きく落ち込んだため、7~9月で括ると-2.0%と一進一退である。全国百貨店売上高も7月は前月比-1.4%と、やはり法人向けの中元商戦が良くなかった。8月に入ってから都内百貨店の状況も残暑の影響で8月秋物の不振が続いたようであり、一進一退の域を出ていない。

住宅着工は6月に一旦130万戸台に乗せた後、7月は115万戸台と、かなり大きく落ち込んでいる。要因としては設計が遅れており、着工に結び

付いていないと言われている。今後、設計の遅れが解消されるに連れて一旦は持ち直すとみている。ただ、住宅金融公庫の申込状況から判断すると、持家着工は秋以降減少に転じる可能性が高いと判断される。

こうした状況を受けた生産の動きであるが、4~6月については前期比-1%と、下げ止まりの範囲内ではあるがやや弱い。一つは季節調整等の統計処理上の問題であるが、輸出向けの乗用車生産が一時的に落ち込んだこと、あるいは公共投資の生産面への波及が後ずれしていること、設備投資では1~3月のペントアップ・デマンドの反動減が集中したことが挙げられる。従って、7~9月の生産については、予測指数を基に計算すると前期比+4.4%とかなり大きな伸びが見込まれている。私共の企業ヒアリングを通じてみても、やはり自動車に対米、中近東向け輸出、あるいは排ガス規制関連の新型トラックへの生産切替、国内向けの新車投入等から大幅に生産を増やす計画であるし、一般機械や公共投資関連の鉄鋼、セメント、情報関連財等が増産になるようである。私共のヒアリングを集計すると、7~9月は前期比+3%弱の伸びになる見込みである。従って、生産指数ベースの予測指数程ではないにしても、7~9月はかなり高い伸びになると予想される。秋以降の生産については、企業ヒアリングの結果から現在のところ横這い圏内とみている。いずれにしても、最近の円高はまだ織り込みきれていないため、生産の趨勢については慎重にみておく必要がある。

次に物価では、8月の輸入物価は前月比-1.7%であった。また、国内卸売物価は前月比+0.1%であり、ほぼ横這いの動きが続いている。国内卸売物価の3か月前対比をみて頂きたい。前年比のみをみていると細かい動きは変わらないが、逆に前月比で見るとかなり変動が激しいため、変動を均すという意味で3か月前対比をみてみたい。3か月前対比の8月分を計算すると+0.1%であり、7月と同じ状況が続いている。この要因の一つは為替・海外市況連動型ということであり、主として石油関連の値上がりである。一方で、機械類は比較的コンスタントなマイナスがまだ続いている。こうした中で、鉄鋼・建材等のいわば国内の需給で動くもののマイナス幅が縮小しており、最終的にはほぼ横這いの状況になっていることが確認で

きる。

企業向けサービス価格については、冒頭低下テンポが鈍化したと申し上げたが、これを3か月前対比で確認すると、4月、5月と -0.5% の後、6月 -0.3% 、7月は -0.1% と低下テンポが鈍化している。一般サービス関連の価格のマイナス幅が縮小していることが主因である。次いで、今朝公表された4~6月のGDP速報について、吉田調査統計局経済調査課長から現在判明している範囲内で報告したい。

吉田調査統計局経済調査課長

今朝8時50分に経済企画庁から発表された4~6月期のQEについて説明させて頂く。まず、4~6月期の実質GDP成長率は $+0.2\%$ であり、小幅ながら二期連続のプラス成長になった。内需と外需に分けた寄与度をみると、この4~6月期については外需の寄与はゼロであり、 0.2% のプラス成長は内需によるものであった。内需のコンポーネントの伸び率をみると、民間最終消費支出は $+0.8\%$ と、前期程ではないにしても高い伸びになった。住宅投資が前期比で $+16.1\%$ と今期も非常に高い伸びになっている。これは1959年の4~6月期を上回る過去最大の伸びだそうである。企業の設備投資は法人季報からも予想されるとおり、前期比 -4.0% とマイナスになっている。次に、公的需要の動向であるが、公的固定資本形成は昨年の10~12月、本年の1~3月と二桁の高い伸びが続いた後、4~6月は -4.0% とマイナスに転じている。これらを寄与度でみると、1999年の4~6月期の民間需要の寄与が $+0.6\%$ であるが、そのうち消費によるものが $+0.5\%$ 、住宅が $+0.6\%$ である。それを企業設備投資の -0.6% が相殺するような形で、民需合計で $+0.6\%$ 押し上げ、逆に公的需要は -0.4% の寄与となっている。

最後に、「平成11年度実質GDP成長率について」という経済企画庁の試算をご覧頂くと、平成11年度の見通しを実現するために必要となる7~9月期以降の伸び率は、前期比で -0.5% の成長により達成可能ということである。7~9月期以降、仮に景気が全く上にも下にも伸びない場合、平

成 11 年度の成長率は、それでも +1.2% の成長率が達成できるという計算になっている。

武富委員

名目 GDP の前期比はどうだったのか。

吉田調査統計局経済調査課長

-0.1% である。

中原委員

民間住宅がかつての公的資本形成のように大きく飛び上がっているが、先行きはどうか。

村山調査統計局長

民間住宅投資は +16% とかなり大きな伸びであるが、私共も二桁の伸びになるとみていたため、そう違和感はない。ただ、金融公庫への申し込み状況からして、秋口以降はいくらかマイナスになっていくのではないかとみている。

中原委員

年度を通じてはどの程度になるとみているのか。

村山調査統計局長

年度でいけば、前半の伸びが大きいので、かなり大きな伸びにはなると思う。後半で若干マイナスになったとしても、年度で括ればかなり大きな伸びになる。

中原委員

サプライズのようなものはあったのか。

村山調査統計局長

プラスに出ても、マイナスに出てもほぼ横這いの範囲内ではないかとみていたため、予想の範囲内と言える。

三木委員

民間住宅投資は伸び率が鈍化していく傾向がこの数字から窺われる。

村山調査統計局長

7月の住宅着工は若干落ち過ぎだが、一旦盛り返したとしても趨勢的には年末にかけて再び下がっていくと思う。

後藤委員

在庫投資が増える格好になってきているのか。

村山調査統計局長

在庫の前期比は0.1%プラスである。

後藤委員

生産、出荷、在庫の関連指標は我々がみている限りではマイナスになっている。在庫率自身も本年入り後は一貫して下がり、適度な水準まできているような感じがするが、GDP上はやはり民間在庫品増加ということか。

村山調査統計局長

私共が主としてみているのは、鉱工業生産指数の中にあるメーカー段階の在庫であり、流通在庫を含んでいない。GDPの場合は流通在庫を含む点で異なる。何か振れているとすれば、多分そちらの部分ではないか。

後藤委員

1～3月も4～6月も民間消費の個別の動きに比べると、GDPでは伸びがやや大きめに出ているような感じがある。やはり自動車、あるいは帰属家賃等の関係か。

村山調査統計局長

あくまでも私共の試算であるが、我々の理解しているフォーミュラで4～6月を計算すると、最終消費は自動車等を全部勘案してほぼ横這いである。それに加えて、所帯数といった要因が加わる訳であるが、そこまで分析は進んでいない。

中原委員

設備投資は法人季報のマイナス幅がかなり大きかった訳であるが、GDPではそれに比べてマイナス幅がかなり減っている。法人季報の対象外の中小企業が4～6月も増えたのか。

村山調査統計局長

必ずしも法人季報だけで推計している訳ではないと思う。

中原委員

しかし、70、80%ぐらいのウェイトがあるのであろう。

吉田調査統計局経済調査課長

法人季報の他にも個人企業の分析をしているし、資本金の小さい企業や金融機関の分も含んでいる。大きな流れとしては似たような動きを辿ることが多いが、今回は法人季報のみと比べれば若干マイナス幅が小さい結果であったとは言えよう。

村山調査統計局長

法人季報ベースでは-7.7%であり、それに比べればマイナス幅は小さい。

速水議長

公的需要がマイナスで、民間需要が増えてきたという格好であり、良い傾向である。

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をお願いします。

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

最近の金融情勢について概要を説明する。まず概況である。市場ではオーバーナイト金利は昨日若干混乱があったが、この1か月を均してみれば引き続きゼロ近傍で推移しており、資金確保に対する懸念は払拭された状況が続いている。また3か月物以内の短めの部分はむしろより引き緩んでいる状況であり、3か月物までのターム物金利は低下傾向である。一方で、年末越えになる期間の長めのものについては、Y2Kの影響もあり、幾分高めであるが、これも一気に強くなるという地合いではない。長期国債の流通利回りは、補正予算を巡る需給懸念、景況感の改善等を材料に一時2%まで上昇したが、その後は反落し、最近では1.8%台となっている。この1か月を達観してみれば、1.8%台で横這いというか、行って来いの動きである。株も同様であり、大手3行の統合の報を受けて一時18,000円台を回復した後、円高の進行を材料に幾分反落しているが、1か月間を達観してみれば17,000円台後半での動きであった。この間、ジャパン・プレミアムの動きは年末越えの金利について若干観察されているが、それ以外の短めのものでは引き続きゼロの状態が続いている。また、ゼロ金利政策の実施後、市場参加者のリスクテイク姿勢が強まる中で国債と民間債の利回りのスプレッドが急激に縮小してきた訳であるが、さすがにこの1

か月はその縮小傾向も一服の感じになっている。

金融の量的側面についてみると、民間金融機関は基本的には慎重な融資スタンスを維持している。ただ、経営健全化計画に示された貸出計画への対応もあるため、特に下期に向けて営業店指導あるいは評点システムの修正等も含めて貸出増強の計画を作りつつあり、徐々に融資を回復させようという姿勢にあると思われる。こうした点は、8月中旬までの中小企業のアンケート等からも確認される場所である。ただ一方で、資金需要はむしろ低迷の度を強めている印象であり、特に企業がこれまで多めに積み上げていた手元資金を崩して借入れを返済する動きが益々強くなっているようである。この結果、民間の資金需要は全体としては引き続き減退しており、8月の民間銀行貸出はマイナス幅を拡大させている。この間、マネーサプライは追加的なデータがまだ入っていない。7月までのデータでは4%であるが、預金の計数はやや大きく落ちており、8月もマネーの伸びを低める公算が大きい。その意味では、前回の本会合でも何人かの委員から指摘があったとおり、景況の改善あるいは金融緩和と量的指標の伸び悩みの併存現象が強くなっている可能性があるかと思う。

以下特徴点を申し上げる。まず長期金利と株の動きであるが、長期金利の8月辺りの動きをみると、いわゆる需給要因と呼ばれるような材料、例えば堺屋長官の補正予算の規模に関する8月9日の発言、8月16日の郵貯流出の報道、あるいは8月24日の10年国債の入札不芳を材料にピークには2%まで上昇した。しかし、実は24日の10年国債の入札は確かに倍率だけをみると不芳であったが、翌日から機関投資家が大変な勢いで買い出したため金利が一気に下がりだし、結果的には8月31日の6年国債、9月2日の30年国債も入札好調であった。全体としてはこれまでご説明申し上げてきたとおり、これだけ金融市場環境が安定し、機関投資家の運用難が続く中では、国債の需給に関する懸念材料がたまに出て反応することはあっても、着実に消化してきている。債券相場については、この間の円高の景気面へのマイナス効果に対する懸念が頭を押さえていると思う。

それに対して、日経平均株価もこの1か月は相当ギクシャクした動きで

あった。ニュースとしては三行の共同持株会社の発表があったが、振り返ってみると 17,000 円台央で横這いの動きだった。この間、いわば長期金利が横這い、株価も横這いで円高という展開になっている。市場が円高をどう消化しているかであるが、この間のマーケットの動きの中で株にも特に大きな下押し圧力がかかっていないことからみると、村山局長から企業ヒアリングの説明があったように、マーケットでも同様の受け止め方をしていると考えられる。因みに、業種別株価の製造業をみると、電気、精密機械、輸送機械は多少弱含んでいるが、この間の円高の進行度合いの割には比較的堅調だと見て取れる。先行きの株価変動に対するマーケットの見方を窺うと、比較的ボラティリティーが高いが、市場参加者が株価が上がる方と下がる方のどちらにより保険をかけているかという程度を示すスプレッドをみると、非常に細かく変動するものの、ごく最近は上向きになっている。必ずしも株式市場が弱気になっている訳ではないことが読み取れる。全体として円高の消化の仕方としては、債券市場の方がどちらかといえば慎重、株式市場の方が収益にポイントが当たっており意外に強気という印象がある。

先程申し上げたクレジット・スプレッドの動きに関し、社債流通利回り－国債流通利回りであるクレジット・スプレッドをみると、97年10月の三洋、山一ショック以来急激に拡大し、昨年の後半からさらに一段拡大する形で、民間信用に対する極端なリスク回避姿勢が強まった訳であるが、これが本年2月以降は一気に縮小してきた。ただ7月以降は、さすがにこの縮小傾向にも歯止めがかかっており、この辺のレベルで落ち着きつつあるのかと思われる。いわばゼロ金利政策により後押ししたリスクテイク姿勢の回復が、行き過ぎるのではなく、落ち付き所を見出し始めたのかと思う。社債市場の環境は比較的好調であり、例えばこうした状況下でもトリプルB格の社債の発行がそこそこみられる。普通社債の全発行量のうち、トリプルB格の比率は98年度は0.3%とほぼゼロであったが、本年4～6月は7%、7月6.7%、8月も3.3%であり、引き続きこうした格の社債も出ている状況である。

最後に量的指標の動きであるが、5業態合計の貸出は、8月の表面の計数が-6.5%と7月の-6.1%から益々マイナス幅が拡大した。償却要因等調節後の計数も8月は-1.8%と、7月の-1.6%から連続してマイナス幅が拡大した。ただ一方で、中小企業からみた金融機関の貸出態度アンケートについて8月中旬に公表された中小公庫・中小企業景況調査をみると、引き続き金融機関の貸出態度が厳しいとする先の割合が減っており、緩いとする先の割合が増えているため、需要要因に基づくものと考えて良いと思われる。その需要要因は、足許の景気的情勢やヒアリング調査等を踏まえると、大企業あるいはその大企業の関連会社を中心にこれまで積み上げてきた余裕資金を返済し、バランスシートの圧縮を行なう動きが一段と強まってきた印象である。

最後にマネーであるが、6月の前年比4.3%、7月4.0%というマネーの数字に対応した3業態の預金の速報数字をみると、6月の4.3%に対して、預金の数字が3.5%、7月のマネー4.0%に対して、預金が3.2%であった。本日発表した3業態の8月の預金の前年比は2.5%となっており、8月のマネーも弱含みになる公算が大きい。このように、貸出、マネーともやや伸び悩みの傾向が多少強まってきた印象である。

速水議長

貸出の弱含み状況はどう解釈すべきなのか。

雨宮企画室企画第1課長

貸出の表面数字が落ちた場合には、まず需要要因が大きいのか、供給要因が大きいのかという推論が必要になるが、仮に供給要因の方が強く効いた形で貸出が減少したとすれば、貸し渋りということになる。それを推論する色々な材料があるが、企業からみた金融機関の貸出態度に関するアンケート調査をみると、むしろ緩くなっているという答えが強くなっている。また、スプレッド貸出のスプレッドも最近弱くなっている状況から考えると、やはり供給要因ではなく、需要要因で減っているとの結論が出る。需

要要因で減っている場合、需要の減少が経済活動の低迷度を増しているためなのか、あるいは別の要因なのかを考える必要がある。現在の实体经济活動は、輸出あるいは公共投資によりそれなりに支えられている訳であり、企業にとっては金は入ってくるが、設備投資をしないため金が余るというパターンになっている。そこにリストラ努力の積極化という企業の姿勢を合せて考えてみると、設備投資以外の需要項目で景気が下支えされつつ、かつ企業がリストラを積極化させている現象と整合的であろうと考えている。現在はこうしたパターンで景気が良くなっているからこそ、キャッシュ・フローが増え、企業がリストラに取り組みやすくなったと思う。その結果としての貸出の減少であるとするれば、実は景気や金融の良い面と整合的な動きかもしれない。いずれにせよ、こうした状況は長続きするものではないはずであり、本当に景気が自律的に回転し出した局面では、企業が減価償却や自己資金の領域を超えて設備投資を活性化させる段階に入っていくものと思う。従って、現在の状態はやはり過渡的な現象だろうと思うが、経済の現状を考え、あるいは構造改善という課題を抱えていることを考えると、過渡期がやや長くなる可能性があると考えられる。

武富委員

資本市場調達も減っているのか。

雨宮企画室企画第1課長

環境は引き続き良いが、これだけ資金需要がない中で例えばCPの発行残高も減ってきている。また、社債発行額は、8月の確報では5,334億円となっているが、7月、8月と減少してきている。この結果、発行と償還をネットアウトした残高の前年比も一時は6%近くまで達した訳であるが、3%近くまで下がってきている。ただ、年初予想していたよりは社債の落ち方は小さいという印象である。昨年1年間は毎月1兆円ペースの発行が続いていたため、本年になれば相当落ちるだろうと予想していたが、結果的に7月まで1兆円ペースの発行が続いており、これはゼロ金利政策等を

背景とする市場環境の好転が相当寄与した結果だろうと思う。

(午前 10 時 40 分中断、午前 10 時 46 分再開)

山下金融市場局長

今朝方の市場の経過を若干ご報告する。本日も引き続き外銀を中心に資金取り入れ意欲が強く、朝方から一部で 0.10% 前後のレートが付き始めたため、9 時 20 分の定例調節で 1 兆 8,000 億円の積み上幅を造成した。さらに、都銀自体は 0.03% でのビッド・レートを据え置いて頑張っていたがなかなかオファー・レートが下がらなかったため、10 時の段階で 2,000 億円追加オペを実施した結果、積み上幅はレバレッジも効き 2 兆 1,000 億円まで拡大した。それにより投信や生保のオファー・レートは若干低下したが、引き続き外銀が資金を取っており、なかなか 0.05% 以下には下がらない状況になっている。このままいけば加重平均レートが 0.06% 前後になる可能性が高い。ただ、トムネ・レートは 0.03% がついており、取り敢えず本日が終れば落ち着いてくると思う。

速水議長

予防的な動きと考えると良いか。

山下金融市場局長

地銀などの出し手が、「9 月 9 日問題」により何が起きるか分からないということで、資金を抱え込んでいるために市場が混乱している。多分午後からは資金を出してくると思うが、このようにマーケットが混乱してくると、中小金融機関辺りは自分の資金繰りが確定するまでは動かないのが普通である。ただ、「9 月 9 日問題」は今日だけの話であり、何もないことが確認されれば、午後に資金繰りが確定次第、資金を出してくると思われる。しかし、まだ資金が出てこない午前中は、取り需要の深い一部外銀や都銀等が慌てて資金を取っているため金利が上がっている。

中原委員

もう一度、経過を詳しく説明してもらいたい。

山下金融市場局長

朝方、都銀はビット・レートを0.03%に置いていたが、外銀辺りが0.10%のオファーに飛びついたため金利が上がってしまった。そうした状況を眺め、私共は朝方の定例調節で3,000億円のTBの買現先を行ない、1兆8,000億円の積み上を作った。それにもかかわらず金利が下がらなかったため、追加オペを行ない、積み上幅を2兆1,000億円にした。それに伴いオファーが若干下がり、0.05%まで下がってきた訳であるが、それ以上には下がらず、取り残った先が先程は0.10%や0.08%で取っている状況であった。引き続きナーバスな地合いが続いているが、買入手形で行なった2,000億円の追加オペは札割れしていることからみても、マクロ的に資金が不足している訳ではなくそれ程深刻な事態になっている訳ではない。欧米ではこうした混乱は全く起きていないようである。つまり9月9日についてはコボルというアプリケーションだけが問題であるが、金融機関ではそれを使っている先がないため、欧米の金融機関は9月9日を余り問題視していない。しかし、日本の金融機関は単に漠たる不安で昨日から資金の放出を抑えにかかっており、それに伴いまた不安感が増幅してマーケットが混乱する状況となっている。日本ではオーバーナイト調達の依存度が大きいことが重なって起きているのではないかと思う。多分日本の特殊な現象ではないか。いずれにせよ、今回の混乱は昨日と本日の一時的な現象である。

速水議長

心配して取っているのは外銀なのか。

山下金融市場局長

資金が出て来ないため、資金不足の大きい一部外銀が慌てて資金を取っ

ていることによる面が大きい。

後藤委員

外銀の常識が通用しなかったということか。

山下金融市場局長

ある意味ではそうかもしれない。米系はオフバランス中心であるためキャッシュに対する需要は余り大きくないが、欧州系、特にフランス系の銀行はかなりキャッシュの取引を行なっており、相当困っている。そうした先は「9月9日問題」に備えて格別手当てを行なっておく必要はないと考えていたことに加え、本国から欧州で取れなかった分まで取れとの指示もきたため、それがトリガーになって金利が上がった。つれて、生保・損保辺りが普通預金を引き出して、コール市場に回したため、一部都銀が慌てて資金を取りに行ったため金利がさらに上がってしまったという構造である。

三木委員

取り手の方で一番心配な都市銀行の大手は比較的正常な動きをしているのか。むしろ問題のある一部の都市銀行や外銀で取り上がっているということか。

山下金融市場局長

「9月9日問題」に備えローンポジションをとっていた都銀もあり、多くの都銀は、昨日の午前中の段階では、資金を取り漁る必要はなかった。ただ、午後に入り一部生保が普通預金を抜いてしまったため、抜かれた大手都銀では資金繰りの計画が大きく狂ってしまい、慌てて取りに行き、金利を大きく押し上げる結果となった。

後藤委員

元々欧米に比べて日本は資金の出し手と取り手がかなり明確に分かれている。

山下金融市場局長

資金偏在が明確である。

後藤委員

国際的にみると、現在は 20 兆円になっているコール市場の規模が経済全体の規模に比べてやはり大きいのか。それだけリスクが大きいのであろう。

山下金融市場局長

然り。従来から私達はオーバーナイトへの依存が大きすぎるため、その点を是正しなくてはならないという問題意識を持っている。元々 RTGS 化によりかなり是正される展望になっているが、今般のゼロ金利政策によりかなり改善された面もある。ただ、それでもなお 20 兆円の規模があり、DDでも相当取っている。Fedではレポ+FFという形で発表しているため、FFがどの程度の市場規模であるのか分からないが、余り大きくないのではないか。要するに、海外に比べて日本はオーバーナイト依存が高いことと、資金偏在が大きいという要因に加え、割と不安感に駆られやすいという三つの特性から昨日、今日の現象が起きているのではないかと思っている。

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、金融経済情勢についての委員方の討議に入りたい。討議の形式は最初に金融経済情勢に関して順番に意見を頂き、次いで自由に討議頂

きたい。その後金融政策運営に関して再度順番に意見を頂戴する。最後に政府から出席されている方々から、もし意見があれば承る。まず金融経済情勢について意見を頂くが、本日は藤原副総裁から願います。

(午前 10 時 55 分谷垣大蔵政務次官入室)

藤原副総裁

GDPが二期続いてプラスになったことは、足許のマーケットが落ち着いていることと共にコンフィデンスの回復に繋がるニュースだと思うが、大方はゼロを中心にしてプラス・マイナスの予想だった訳であり、格別のサプライズではない。また、4～6月の数字でもあり、現状判断および先行きについては余りこれに拘らずに検討していきたい。

前回会合以降の経済指標のうちで比較的良いものとしては、まず輸出の増加傾向が明らかになっていることが注目される。7～9月期の生産も増加の見込みであり、在庫調整の進捗や最終需要の動向からみて生産は増加し始めているとみて良いと思う。問題は民需の主役である設備投資と個人消費の動きであるが、設備投資については建築着工や法人季報などからみて依然回復の動きは窺われない。確かに収益は改善しているが、構造調整圧力を抱えて多くの企業がまず財務内容の改善に努力している状況の下では、収益や企業マインドの改善がなかなか実際の支出に結びつきにくい状況にあると思う。個人消費については、所得の減少の割には健闘している状況が続いているが、現時点では個人消費が景気の牽引役となることは期待し難い状況であり、慎重にみていくべきである。しかし、企業部門が構造調整圧力を抱えている下では消費と設備投資のどちらが民需の先導役となるか、——過去のパターンは設備投資であるが、——今回に限っては一概に言えないかもしれない。例えば、情報関連の消費等が先導役となり、そこから生産や投資などの前向きの循環が起きる可能性も強ち否定できないのではないかと。そうした観点からも引き続き指標の動きを慎重にみていきたい。

物価については、年内は横這い圏内で推移する可能性が高いと思う。その先については、来年度中も展望した経済全体の在り様がどうなっていくかも合せて考えていくべきである。これまでの原油価格上昇の影響は円高によりある程度相殺され、差引きでは大きな物価上昇圧力になるとは考え難い。また、円高や原油価格の上昇は、何れも企業収益にはマイナス方向に働き得る点にも注意を払っていく必要がある。従って、物価を巡る環境が徐々に改善していることは念頭に置きながら、しかし現時点ではまだデフレサイドのリスクを重視する構えを解くことはできないのではないか。

前回会合以降の動きの中では、円高が一段と進んだことをどう考えていくかがポイントの一つである。金融緩和が当初の効果浸透の段階を経て景況感の改善に結びついていくと、今度は円高方向の力が働く事態が当然予想される。従って、これが経済の実勢に照らして行き過ぎたものかどうかを見極めていくことが重要である。現在のところは海外経済の堅調さに支えられて輸出面への大きなマイナスの影響が強く懸念されている状況ではない。また、株価や長期金利が概ね横這いである現状をみても、マーケットは現在までの円高であれば景気や企業収益全体を大きく下押しするとは認識していないと思う。

7月のマネーサプライは若干伸び率が鈍化し、8月の銀行貸出もマイナス幅を拡大させた。前回も議論されたが、量的金融指標はさらに弱くなっており、これが表面上なのか実態を反映したものかは検討を要するところである。企業がバブル期に生じた過剰負債を減らそうとしている現状の下では、資金繰り不安が後退して手許資金が余ったり、キャッシュ・フローが改善してもまずは借入金の返済を優先するという動きに出やすい。従って、金融緩和が十分に浸透してバランスシート調整を進めやすくなったがために、実物投資が回復してくるまでの間は却って量的指標が伸び悩む現象が起きるとの指摘もあったが、そのようにも思う。このように、経済活動と金融の量的指標との関係は従来のように単純には解釈できなくなってきたが、マネーや貸出の弱さを表面上の数字で捉えると、世間では無用の誤解を生じかねない。また、日銀は論理を摩り替えた等といった批

判も受けかねないため、実態を分析してその原因を対外的に丁寧に説明していく必要がある。

山口副総裁

調査統計局の標準シナリオを素材としながら最近出てきている指標により今後1年間程度につき、どのようなことが言えるかを考えてみたい。調統局の標準シナリオを要約すると、第一に今年度上半期は外生需要の増加でプラス成長になるが、第二次補正予算などの措置が採られない場合には、下半期に再度マイナス成長に落ち、来年度の上半期はゼロ成長が続くということである。今後1年間程度についてみると、民需はほぼゼロ成長圏内の動きが続き、消費者物価でみたインフレ率は大きくは下落しないが、需給ギャップに伴うプレッシャーからわずかに弱含むという内容になっていた。

最近の指標から言えることの第一点は、外生需要がアジア経済の回復あるいはアメリカの高成長持続をバックグラウンドにして若干上振れつつあることであり、恐らく今年度下半期も輸出や政府支出を含めた外生需要はほとんど落ちない可能性が出てきている。調査統計局長からは鉱工業生産が7~9月にかなり増えた後、10~12月も横這い圏内の動きではないかという説明があったが、そうだとすれば、年度下半期を括っても生産は若干プラスになってくる可能性が強い。それは、やはり外生需要の増加に概ね対応すると考えるのが自然ではないか。さらにその先を展望した場合、規模はともかくとして第二次補正予算が組まれるであろうこと、各種機関の来年の世界経済の成長見通しではアメリカを除けば2000年には今年に比べて多少とも成長率が改善するという見方が強いことなどを前提にすると、外生需要全体としては2000年度上半期も緩やかに増える可能性が出てきている。

第二に、民需の方にはさしたる変化が出てきていないのも今一つの特徴である。設備投資は今年度内はなかなか下げ止まらないかもしれない感じがする。法人企業統計などの延長線上でそのような姿が考えられないでは

ないし、先行指標や金融機関貸出の弱さなどからみても、そうしたイメージを持たざるを得ない。消費については調統局も一進一退を繰り返し、来年度も横這い程度とみていたが、現時点ではそうした軌道から外れていない状態である。資産価格の回復により消費マインドがサポートされ、それを大きな柱にして消費が何とか持ちこたえつつあるのが現状だと思う。極く最近では生産が回復してきているため、所得面での限界的な改善というプラスの要素が出てきている。他方、消費性向がかなり上昇してしまっている以上、消費全体として一進一退から抜け出せるかどうか、今少し様子をみるほかない状況ではないか。以上の外生需要および民需の状態から考えると、総需要全体として今年度の下半期、来年度の上半期と幾分上振れしつつあるかもしれないという程度の状況ではないかと思う。

物価の状況は、ここ数か月で下げ止まり傾向がクリアになってきた。名目賃金の低下がかなり継続的に生じているにもかかわらず、賃金の動きを最も敏感に反映するはずのサービス価格などもほぼ横這い状態であり、この点は以前から本会合でも議論になっているが、なかなか明確には説明し難い。しかし、これは注目すべき動きである。その意味で、物価は恐らく調統局の予測よりも多少強めの動き方をしているのではないかと思う。消費が先行き弱くなり、つれて需給バランスがかなり明確に緩和する事態が生じない限り、インフレ率の状況が余り大きく変わらない可能性が出てきているのではないか。

最後は企業収益の動きについてである。以前から企業収益の回復が経済をモデレートな成長軌道に戻すための条件になるのではないかと思っていたが、名目賃金の継続的な下落、最終財価格の安定を前提に考えると、企業収益が回復する基盤がそれなりにできつつある状況ではないか。最近では色々な国際会議においてインフレ率は多少のプラスが良いのか、それともゼロインフレを目指すべきなのかという議論が非常に活発になっている。これまで多少のプラスのインフレ率——人により1~2%程度から3~4%とかなり開きがあるが、——の方が良いという議論では、名目賃金は硬直的でなかなか下がらないという考え方と名目金利はゼロ以下には下

げられないことの二点が論拠になっていた。そうした人達も日本の名目賃金が最近かなり伸縮的に下がっていることに注目し、それはいかなる意味を持つのかという議論をし始めている。名目賃金が伸縮的に下がる経済は、最終財価格が安定している状態の下では企業収益の悪化に当然歯止めをかける訳であり、それが起点になり、企業の投資環境が改善していくことが考えられる。一方では雇用者所得を減少させて消費を減少させる効果もある訳であり、どちらが勝るかは一概には言えないが、非常に注目すべき現象が生じているように思う。

これに直近の市場環境がどのような影響を持つかを考えた場合に主として長期金利、株価、為替等の市場環境には、これまでのところは総合的にみて日本経済の回復期待あるいはリストラ期待による動きとアメリカ経済に対する懸念の二つの要素が織り交ざった結果が出てきているように思う。後者のアメリカ要因が非常にドミナントになってしまうと、市場環境全体として日本経済のファンダメンタルズからはかけ離れた動きが出てきてしまい、日本経済の回復の展望に非常に大きなリスクを投げかけることになるが、現在のところはそう懸念すべき状況にまでは立ち至っていないのではないかと。ただ、市場の中には日本の政策に対する期待や誤解を含めて様々な思惑が非常に強く底流しており、一時的にオーバーシュートしてしまうリスクが常に潜在しているため、そういう状況を慎重にみていく必要がある。

結論として、私は調統局の標準シナリオ程度のものが実現できる確度がやや高くなってきたと思う。しかし、一方で設備投資の下げ止まりのタイミングをまだ読めないうえ、消費が最後まで持ちこたえてくれるのかもまだ非常に不確実な要素が入っているため、標準シナリオからさらに上振れる可能性が出てきたとするのはまだ時機尚早ではないかと思う。民需の展開が意外に弱く出てしまう場合には、物価下落のリスクもまだ高まると考えざるを得ず、その点にもまだ留意が必要な状況である。

後藤委員

山口副総裁が言われたとおり景気に関する重要な指標にはやはり明るさが増してきている。何よりも、今日発表されたGDPが二期連続でプラス成長になったことがマクロ的に示されている。具体的には、公共投資、住宅投資などの政策関連需要の効果やアジア向け等の輸出増加に支えられながら在庫調整がほぼ終わってきている状況の中で、7~9月の生産が各種指標をみてもかなり伸びている。また、調統局長の報告によると、ミクロヒアリングの結果では総体として10~12月も横這い圏内で推移していく見込みであった。法人企業統計などを見ても、全産業の売上高の減少幅が前年に比べてかなり大きく縮小し、経常利益前年比は前期の2.1%から4~6月は9.6%に増加している。——もっとも、これは執行部の説明では法人事業税の会計処理の変更が響いて若干過大に出ているようであるが——日経新聞が纏めた上場企業の中間期決算の経常利益を見ても、売上高も厳しさが緩んできていて、企業収益に明るさが出てきている。リストラ効果がある程度企業収益の数字に出てきているのではないか。法人企業統計と同時に発表された景気予測調査で景気の上昇予測と下降予測の差をみた結果によると、7~9月は下降超過の幅が縮小し、10~12月になると大企業は上昇超に転ずる。さらに、1~3月には中堅企業が上昇超になるという結果であり、企業の本年後半から来年初めにかけての景況感自体もかなり改善してきている。

長期金利については国債の需給悪化による上昇が非常に懸念されていたが、今までのところ投資家の運用資金の潤沢さや円高がかなり進んだことによる景気悪化懸念の影響から、急上昇への不安はやや薄らいでいるのではないか。政府部門以外は全て貯蓄超過であり、しかも流動性がこれだけ贅沢にある状態を考えれば、国債の発行が多少増えた程度で長期金利が急上昇することはむしろ異常ではないかと思う。差し当たりは、実際の国債需給よりも、財政の先行きへの信認なり、長期金利のリスクプレミアムが拡大するかどうかには注意を向けるべきではないか。また、円高にもかわらず、この1か月間、株価は上下動はあるが達観してみればかなり堅調

に推移している。最近ではヘッジファンドが余り大きな仕掛けをすることもなく、円高が実体経済に影響して企業業績が下方修正されることになれば、株価が下がる等々のシグナルがマーケットから発せられ、それが為替レートにも反映されるはずではないかと思う。また、現在のところはQEの発表を受けてレートが急上昇していくこともあり得るが、足許のところは、円高が景気や企業収益を大きく下押ししているという声はそれ程ないように思う。現に、法人企業統計や日経の調査で今中間期決算の経常利益を押し量ってみても、円高に伴い業績が悪化しているとの結果は出てきていない。

2000年問題も、これまでは比較的平穏に推移しており、年末越えのTIBOR 6か月ものなどはこのところ低下さえしてきたが、昨日や今日の予行演習を経て、10月入り後それがマーケットにどう現われてくるかを注目しながら本行としての対応を考えていく必要があるのではないか。

最後に明るさが増したとは言えるものの、設備投資が依然あらゆる調査を通じて今年度中は全体として落ち込みを続けざるを得ないと見込まれるため、設備投資が構造調整圧力を乗り越え、いつ頃から上向いてくるのかを注目したい。民需の動きについては、これまで所得・雇用環境の厳しさに比べると健闘しているということであったが、消費性向はかなりの高さまで戻ってきており、このままでは今後さらに上昇していくことは期待できない。従って、生産の増加が例えば所定外給与の増加を通じ、所得にどの程度プラスに響いてくるかといった観点から消費の成り行きを注目したい。要するに、設備投資と消費の先行きが自律的な回復へのバトンタッチがいつできるかを決めると思う。これに今後の円為替レートの動きにより国内の動きが影響を受ければ、各種のシグナルが出て、それがレートに影響くと思う。ただ、今一つの円高要因である米国経済の先行き不安といった、いわば外側の要因から円高が急に進む場合には、ダウンサイド・リスクが加わる。結局、設備投資と個人消費と今後の為替レートの動き、この三つにより標準シナリオがどう動くかが決まってくるのではないか。

金融情勢の報告にあったように、短めのターム物金利がさらに軟化し、

ゼロ金利政策変更への懸念がさらに後退をする状況にあると思う。デフレ懸念の払拭を具体的に考えれば、結局、ダウンサイド・リスクの大きさとアップサイド・リスクとの比較考量でデフレ懸念の払拭を判断することになる。以前から言っているように、ここまでゼロ金利を継続してくると、政策変更をするには、余程慎重な手順なり雰囲気作りをしない限り、非常に大きなショックが出る可能性がある。明るさが少しずつ出てくるまでに、そうした問題についても検討をしていく必要があるのではないか。これは、私が直ちに篠塚委員の提案に賛成という意味では決してないし、年内はなかなかそういう状況はこないと思っているが、実際に政策を変更することになると、なかなか大変なことになるため、その点を念頭に置いておきたい。

武富委員

どこに力点を置くかにより分析対象の評価が微妙に違ってくることを軸にして、為替相場と情勢判断について触れたい。まず円／ドル相場については、古典的な悩みであるが、ドル側からみるのか円側からみるのかが重要である。現在の円高は日本に資金が入ってきているためだが、これがアメリカの金融資本市場の大幅調整を懸念して国際資金がアメリカ離れを起こしている流れかどうかとなれば、そこに力点を置いて考える程の現象ではない。むしろ、日本の先行きの回復を期待した資金の対日流入に力点を置いて考えて良いと思う。従って、混乱的な資金の流れではなく、短期間に急激に円高になってしまい、そこから新たな実体経済その他の混乱が起きるといふところまではいかずに済む可能性があるかと思う。勿論、110円を切れば産業界にとってはかなり厳しい状況にはなる。産業界も急激に為替変動があると収益計画、事業計画の修正が間に合わないが、じわりとした円高で、仮に先程申し上げたようなコンテキストで済むとすれば、大幅な混乱は回避出来るものと期待しておきたい。今一つアメリカからドル／円相場をみた場合、円高になっても余りアメリカの物価や景気への影響は懸念されないが、日本には影響が出るという構図であるかと思う。つ

まり、ユーロ圏と円圏を除けば概ねドル・リンクの通貨であり、円／ドル相場が仮に円高になっても、アメリカは実効レートでは余り変動していないため、輸入インフレを懸念するでもないし、貿易取引に対する影響もそれほど大きくない。しかし、円の場合には円／ドル相場の変動がイコール円の実効レートの変動にスライドするため、色々な影響を懸念しなければならないという基本的な構図の相違がある。従って、アメリカが円／ドル相場を本当に心配するのは、少なくともユーロ、円両方に対してドル独歩安になり実効レートでもかなりドル安になるときであろう。その意味で、輸入インフレの懸念が出てきており、かつ国内では稼働率が非常に高いとか、労働市場が極めて逼迫し、内生的なインフレ圧力もあるといった状況も噛み合った場合に、初めてアメリカが円／ドル相場の円高化に対して自国の問題として真剣になり得る訳である。なかなか対応は難しい。今回の場合にはじわりと円高になるような流れとみえるのが今のところ救いである。

二点目の情勢判断についてはまずまずとみるのか、引き続き厳しいとみるのかはいつも難しいが、同じことをみても微妙に評価が違うのは、恐らく景気に力点を置いているか、経済に力点を置いているかという差もあると思う。景気という場合には短期の循環的な流れを主として念頭に置き、経済となるとやや中長期的な経済の体質も頭に入れながら評価することになる。景気からみれば、現在の流れは最悪期を脱して良い方向に動いている、その意味でまずまずという評価で良いと思う。一方、経済を強く意識すると、これはまだまだ厳しい。資産負債両面のストックには、非効率なものや過剰なものがあり、これを足許で出てきている収益やキャッシュ・フローで吸収し、処理していかななくてはならないという圧力が残っている。その意味で、前向きに経営資源をフローベースで配分していこうとしても、なかなか経営資源が確保できず、やはり厳しいというのが実感になる。しかもストックは過去の高価格時代を反映しているし、それを処理するキャッシュ・フローは足許の低価格を反映しているため、相対的に圧迫感が強いし時間も掛る筋合いである。従って、そうしたことを企業経

営者が実感しているとしたら、景気が良くなったといっても経営実感としては厳しいということになる。より積極的に言えば、産業構造の高度化ということで新産業が登場してきているかという点についても、現実には経済が体質的に刷新していくことがなかなかなく、この観点からも経済に力点を置くとまだ先行きの道が遠いという評価になる。

本会合は二週間に一度の開催頻度であり、常に経済からみるのではなく、主として景気の方に論議を絞ることで良いと思うが、景気に力点を置いてみていくと、恐らく経済からくる世の中のイメージと景気に基づいて我々が判断するイメージとがずれてくる。ちょうどそのずれが始まる局面に入ったという気がしており、政策の先行きとしては、ソフトランディングする局面で、そのずれが邪魔しないようにしていく必要があると感じている。

次に、景気からの観点で民間需要に焦点を当て、色々なアネクドタルな個別事例も交え、結局良いのか悪いのか、どちらに力点を置いて評価して、先行きを考えるのかという事例が多いことである。消費が一進一退でなかなか明瞭にならない。企業活動も、損益分岐点比率が最悪期は脱したがまだ明確な改善傾向が定着するまでにはいっておらず、非常に曖昧とした動きになっている。この辺も、例えば消費では、最近絵画や眼鏡が良く売れている。絵画は高額商品であるし、眼鏡はお年寄り向けである。いずれにしても、高所得者、あるいは中高年ということであり、恐らく減税の効果も一部はあるのかと思う。前回の会合で所得階層別の消費の分析を二人の委員がご提出されたが、極く一部には、先程例示したようなプラスの動きも出ていることをきちんと押さえておくべきである。他方で非常に節約的な動きも出ている。これは消費段階もそうだし企業段階でもそうである。企業サイドで是非ご紹介しておく価値があるのは、ストックの処理と絡むが、ある優良メーカーでは今年度の設備投資を半減以下にしている。同社の社長が自社の色々な工場設備を全部洗い出してイントラネットで社内に流し、社内転用できるもの、売却できるもの、廃棄すべきものと分類させたところ、社内転用できるものが相当出てくるとか、あるいは外国

に売れるものが出てきたようである。そうした供給サイド、ストックサイドの工夫の結果として、フローベースでみた設備投資は非常に悪い。しかし、そのことの先行きの含意は、こうした対応が終わった暁にはかなり良い展開が期待できるということである。そうしたバネが生まれつつある。従って、時間軸をどう取るかにより、良いのか悪いのかという判断が分かれるし、設備投資の不振を極めて悪いと考えるのか、こうした状況を反映したものだと考えるのかにより評価は色々違ってくる。また、流通等の分野でも、大変な構造変化や再編が起きており、エアポケットのようなものが生じている。地方の例えば駅前商店街の空洞化がしばしば指摘されるが、そうした場所に新たに供給体制を敷くと、意外に良く売れるということである。供給サイドの工夫をしている先は先行きも良いということ、どちらに力点を置いてここで評価をするのかは引き続き難しいという感じである。このように、評価が分かれ得る現象は色々残っているが、全体として景気の観点からはますますになったと思う。

三木委員

村山調査統計局長から実体経済の動きについて報告があったが、今回は納得できる分析である。まず、総論としては、足踏み状態ながらも良い方向へというのがキャッチフレーズかと思う。実体経済については、依然底這い状況で相変わらず明暗入り乱れて斑模様の二極分化という状況に変化はない。ただ、公共投資、アジア向けを中心とする輸出の増加にも支えられて、明の部分、暗の部分いずれにおいても少しずつ良くなってきている動きがみられるのが現場感覚である。まだ底打ちとまでは言えないが、景気判断の重心が底這いから底打ちの方に徐々に移ってきている感じがする。

足許の景気は公共投資に支えられている訳であるが、これは量的にも高水準であり、年内は息切れなく続くという従来の評価は変わらない。次に、住宅着工も7月のマンション着工が前年比+12.5%と、17か月振りにプラスになっている。マンション販売の好調に漸く着工が追いついてきた。三

番目は自動車だが、8月の普通トラック販売が排ガス規制強化前の駆け込み要因や公共投資の誘発効果もあり前年比+5.8%となった。普通トラックに加え小型も含めた全トラックの販売は前年比+11.5%と、実に29か月振りにプラスになっている。さらに、この秋には2年おきに開催されるモーターショーに歩調を合わせた新車投入が予定されているため、業界並びにそれを需要者とする製造メーカーではこれによる需要刺激を期待している。個人の買い替え需要のマグマは相当蓄積されているため、これはある程度期待が持てると思う。この結果、一部大手自動車メーカーでは、ここへきて中止していた季節工の採用に踏み切っている。それぞれ数千人規模の採用に踏み切っているようである。これまで年初計画に対しては期毎に上方修正されていくと申し上げたが、それが実現される蓋然性が非常に高くなってきたと考えている。場合によっては、昨年並みの生産台数に迫る可能性も視野に入れて良い勢いになってきた。具体的には、自動車生産は第1四半期は227万台、第2四半期は245万台の実績の後、第3四半期は250万台、第4四半期は260万台、年間合計982万台というのが現在の計画である。年初計画は今少し下だったが、第1四半期が積み上がってきたため982万台まできている。昨年が997万台であるが、昨年並にいく可能性もある。素材産業を代表する鉄鋼の動きをみると、6月の鉄鋼の内需の受注量は前年比+2.1%と実に2年振りにプラスになっており、漸く各需要業界の動きが反映して下げ止ったと言える。次は設備投資絡みであるが、六本木、汐留、丸の内、晴海という首都圏のビッグプロジェクトについては、いよいよ秋口から計画どおり着工される動きになっている。

アジア経済の堅調振りは予想以上であり、アジア向け輸出の着実な増加に繋がっている。こうした流れを受け、現在のわが国では輸出増に伴う生産増がより強まってきたと思う。一例として、7月の鉄鋼生産は単月で800万トン、年率では実に9,600万トンベースになっている。年初の計画では年率8,800万トン程度という非常に悲観的な見方であったが、急回復している。鉄鋼各社は現在生産体制のリストラを相当行なっているが、今の操業体制ではフル生産の状況である。ただし、これは全て公共投資と輸出に

支えられている点が問題である。結果として、各素材産業を含めて企業収益は公共投資を見込む形で上方修正する動きになりつつある。こうした流れの中で、先行きのダウンサイド・リスクは住宅投資、公共投資、輸出の動きになる。住宅投資も着工戸数の水準自体は前年に比べてなお高いが、やはり伸び率が減少し、明らかに頭打ち感が強まってきており、年明け以降のダウンサイド・リスクが懸念される。公共投資は来年の1~3月から明らかに段差が生じており、このままでは間違いなく景気の減速要因となる。アジア向けを中心にした輸出が景気回復に大きな力になっているが、これには回復過程の初期にある在庫の積み増しが入ってきている。つまり、アジア向け輸出の増加についても、景気回復過程の中で生じる相当なランニング在庫の積み増しを織り込んできている訳であり、年明け以降、この積み増し効果が剥落する点が要注意である。

景気が民需の自律的回復軌道に乗るには、個人消費と設備投資の増加に繋がるかどうかポイントである。民需の自律回復メカニズムがなお見出し得ない現状では、輸出と公共投資のプラス効果による下支えが何としても重要である。その中でさらなる円高傾向が続けば、輸出、企業生産、企業収益に及ぼす影響が明らかに景気の足を引っ張ると言わざるを得ない。相場水準としては1ドル110円程度がガードラインであり、何回も申し上げているが、さらなる急激な円高はやはり問題である。この点は大蔵当局としても十分にお考え頂きたい。二番目は公共投資だが、民需回復が未だ不透明な以上は補正予算は避けられない。

こうした中で民需の自律回復に向けてのポイントを三点申し上げる。一つは長期金利の上昇懸念である。補正予算による国債増発懸念、郵貯の大量償還問題等を背景とした資金運用部の国債売却懸念、欧米の長期金利上昇懸念等、わが国の長期金利上昇を巡る悪材料が控えている訳であり、長期金利が設備投資のブレーキといった形で民間経済を冷やすようなレベルにまで上昇してしまわないかが気掛かりである。二番目は構造調整のスピード感であるが、株価上昇による安堵感、あるいはゼロ金利政策の副作用もあり、このところ産業界の構造調整のスピードが鈍っている点である。

これは全く問題の先送りに他ならない訳であり、大きな問題として指摘せざるを得ない。過剰債務という観点でみると、企業はバランスシートの修復もあり、設備投資は償却の範囲内でかつコストを切り下げる姿勢である。これは国際競争力コストを念頭においたリストラの当然の帰結だが、コストの切り下げ、合理化に限定して投資する形になっているため、資金需要はなかなか出てこない。しかも、売上がこれだけ落ちているため、運転資金需要も減少しており、各産業ともキャッシュ・フローは潤沢に余っている状況である。その余ったキャッシュ・フローは有利子負債の返済に充て、なかなか前向きの設備投資に資金を使う気運にはなっていない。三番目は、所得環境、雇用環境が改善されない中ではあるが、まず内需の核になる個人消費に支えられた生産増が好循環のスタートになるかどうかである。

次は、貸出の減少の問題である。貸出のマクロ計数が8月も前年比マイナスが続いており、当面こうしたトレンドに変化がみられないのではないかと思う。まず、企業サイドの最近の行動パターンとしては、減価償却の範囲内の設備投資というスタンスが定着してきており、これが一段落するまで資金需要はなかなか出てこないだろう。一方、銀行サイドとしては正常先には躊躇なく貸すということだが、やはり不良債権の回収が優先され、差し引き貸出額の微減という縮小均衡が依然支配的と言わざるを得ない。従って、最近では量的金融指標を金融政策の成果と結び付けようとする世論がやや目立っているが、世間がマネーサプライも含めて量的金融指標と景気回復感とのアンバランスを理解し得るような説明を十分にしていく必要がある。

間接金融の問題点としては、公的資本の注入が完了し、かつゼロ金利政策の中で、最近の間接金融機能がどの程度正常化しているかということである。第一点は貸出の適正スプレッド確保がやや頭打ちになってきている点である。ゼロ金利政策に伴い社債やCP市場でやや行き過ぎた信用リスク・テイクが行なわれていることを背景に資本市場調達コストが大きく低下してしまったことに加え、収益計画と貸出計画の増加プレッシャーが強まっていることから、スプレッド引き上げ交渉が頭打ちになってきている。

さらに一部であるが、スプレッドを逆に切り下げて貸出を行なっている先さえみられる。二番目は貸し手である銀行のリスク感覚の歪みである。メインすら融資をストップしているような業況不振の流通、商社、建設等の先に対し、いわば東証上場というネーム・バリューだけで、適正な信用スプレッドを反映しない貸出を行なう例がまだみられる。しかし一方で、ベンチャーなどに対しては、担保がないとかネーム・バリューがないとの一事を以ってためらわれる状態が蔓延している。要するに、真の意味での信用仲介機能を発揮する状況にはまだなっていないと言わざるを得ない。

最後にY2K問題に対応する本行の流動性供与の考え方と公表のタイミングについては、特に一般企業の不安感鎮静化のためにも、10月の初めには是非発表すべきだと思う。

中原委員

まず7月の景気動向指数であるが、DIとCIは行ったり来たりしている。例えば、DIの先行指数は昨年5月から50%ラインを1か月毎に上下し、本年3~6月までは50%以上であったが、7月には35.7%となってしまい、非常に見通し難い。DIの一致指数も2、3月と2か月連続で50%以上になったが、4~6月はまた50%以下になり、7月にまた戻ってきたと、なかなか見通し難い。CIの一致指数も4か月のうちで3か月が下がっている。しかし、一つ注目すべき現象は、長期先行指数のうちの金融型を取ると5月に底が入り、6、7月と回復を示す信号が出ていることである。従って、本年の5月が景気の転換点になり、6月以降に落下点に入った可能性が示されている。一致指数を構成する11の個別指標のうち、営業利益と百貨店販売額に続き、所定外労働時間、商業販売額指数などでも底打ち反転した可能性があり、明るさがみられてきている。ただし、条件として反転してから6か月続かなければならない訳であり、6月以降、11月までみる必要がある。11月の結果が分かるのは1月であり、一つの底が確認できるのは恐らく来年の1月頃かと思う。ただ、こうした過程は1993年10月の谷の時のように非常に緩慢かつ低成長率の場合に起きてくる現象であ

るが、何かショックがあれば、非常に崩れ易い、非常にフラジャイルで、しかも公的な資本形成、公共投資等を前提とした回復であることを前提にしたうえで申し上げる。いずれにしても、金融重視型の長期先行指標については、5月で底入れの可能性がかなり出てきた。

個別の主要項目について、若干コメントする。設備投資であるが、第2四半期は-4%であり、法人企業統計の季報よりは若干モデレートな数字であった。プラスの要因はY2K関連の支出が出ていることであるが、これは来年になると反動で下がる可能性がある。小売と金融が昨年よりも多いこともあるが、その反面で注意すべきは、設備投資のストック調整が終わった後でも立地としてはアジア、ヨーロッパ、アメリカへ出ていくことである。産業の空洞化に歯止めが掛けられない訳であり、設備投資の回復にどれだけ期待が掛けられるか依然として疑問であるし、見通し得る将来においては低迷を続けると思う。最大のリスクは公共投資であり、これがどれだけ急激に減るかということである。数字がないのでよく分からないが、私は本年の下半期から危ないと思っており、急激に低下する恐れがある。特に来年の1~3月以降は、それが明確になってくる。さらに先をみると、99年度の公的資本形成は恐らく43兆円から44兆円だと思うが、2000年度は現在出ている数字では37兆円程度だと思うので、7、8兆円ダウンする可能性がある。これを補正予算でどのように埋めていくかが非常に重要である。生産は良くなっていると言われているが、実は突出して良くなっている業種が非常に少ないことが問題であり、2か月連続して5%超の伸びを示しているのは軽自動車、パソコン、石油化学、特にエチレン程度である。2ないし5%の増加を2か月以上示した例はほかに一つもなく、精々2~-2%程度である。例えば、エアコン、AV機器、紙パルプ、非鉄金属、住宅、電力がそうであるが、意外と生産の方もまばらになっていることが気になる。その中で、半導体の製造と液晶がパソコンの影響を受けて非常に伸びていることが強みである。このように、生産も斑模様なので、どこまで長続きするか気を付けてみなければならない。

消費について申し上げる。家計調査の貯蓄率は、90年から96年の平均

が約12%、ピークが98年8月の15.8%、本年7月が13.9%であり、貯蓄率で90年から96年の平均に比べ、まだ約2%のクッションがあるため、所得環境が非常に厳しい中でも消費が暫くは保つかと感じている。所定外が増加してきているが、これは色々な解釈があると思う。やはり人員構成の変化であり、安いところを切り捨てている結果このような変化が起きているのではないかとみており、そうであれば、リストラの進行を意味するものだと思われ、ある意味で歓迎される。今一つ重要なことは、信用保証協会の付保融資が16兆円以上出ている訳であるが、推計によると40%内外は賃金に支払われているということであり、潜在成長力の上昇には使われていない。従って、10月からは全体の約17%に相当する1年間据え置いていた返済が始まる訳であるが、そこで倒産が始まる、あるいは賃金カットといった所得への影響がどうなるかと十分に考える必要がある。

リストラの面では色々遅れているようであるが、法人企業統計で計算すると、ROAが98年の2%から99年の上半期は2.3%へ若干改善をみている。従って、微々たるものではあるが進んでいると思う。しかしながら、リストラの面で注意すべきは、実は98年度の決算を調べてみたが、損益分岐点が昨年度は4年振りに90%へ乗せている。結局、売上高が6.9%減ったが、固定費が3.2%しか減らず、固定費の4割を占める人件費・労務費が2.4%しか減らなかった。また、過去のつけもあり減価償却費が2.1%増えているため、損益分岐点が昨年度は異常に高かった。つまり、リストラの出発点が高い訳であり、十分に気を付けなければならない。労働の分配率も98年度は企業ベースで53.2%と、93年度の53.3%に迫る水準であり、これも要注意である。

私が以前から申し上げているのが石油であるが、WTIは、97年の4月8日にピークの26ドル62セントをつけ、その後は下げてきて、昨年の12月10日の9ドル72セントが底である。26ドルから10ドル下がった。そこから上がってきて、現在は22ドル台であり、23ドルを窺う展開である。2年下げているため、上げるための時間的な余裕はまだある。従って、23ドルから25ドルを年末に狙うことになるのではないかと思う。世界の

需要は98年度は1日当たり50万バーレル増えた訳であるが、今年の手想は110万バーレル、1.5%の手想である。アメリカの石油の需要の手想は+2%である。そうした中で、OPECの減産が来年3月まで続くと手われるし、ナイジェリアの治安が悪化して減産している。ロシアもトラブルがあり、石油の騰勢は当面収まらないと思う。そこで一番問題なのは、交易条件が非常に悪化していることである。円高で相殺されたのではないかという考えもあるが、実は交易条件は95年の8月が102.4%とピークであり、それから下がってきて、97年2月に88.4%とボトムを打ち、99年3月で99.4%である。問題なのはそれから下がってきて4~8月は93.9%であり、円高のプラス効果は出ていない。この交易条件が下がるということは二つの意味を持っている。一つは長期的には大体株式に4か月程先行している。交易条件のピークが3月で、株式のピークが7月であったということである。今一つは、交易条件は企業の限界利益に響いてくる。その意味で、今後は交易条件の悪化に気を付ける必要がある。

今一つ申し上げたいのは土地の問題である。現在の路線価格から1~2割下がるのではないかと手われているが、98年度決算ではバランスシートの中の含み損が約22兆円あるのではないかという推定である。全国の自治体は3000以上あるが、その半数程の自治体で土地を先行取得している。その中で5年以上塩漬けになっている土地が3兆円あり、それを足すと約25兆円の土地がいわば水面下に沈んでいる計算になるため、この解決にあたっては非常に大きな苦勞がいると思う。

海外経済で一番問題になるのはアメリカであり、特に株価である。アメリカの経済は意外に強いと思っており、潜在成長率が3%であるが、今後また強まって来るのではないかと手えている。その中で問題なのはアメリカのコスト構造を調べると、三分の二が労働コストで、三分の一が石油その他の原材料の価格である。三分の二を占める労働コストについては、時間当たりの賃金が上昇傾向にある。第2四半期の生産性の伸び率は1.3であるが、単位レーバークストの伸びが3.8と生産性の伸びを上回っているため、いずれそこで行き詰まっていくのではないか。しかし、当面は走る

ということである。

今一つ、非常に重要なことを申し上げますと、FRBのポリシーについて、金融市場、特に株式市場の反応パターンとして織り込み済みになってしまったケースが随分ある。例えば、5月6日から6月17日までの間の議長証言その他によりウォーニングを発したが、6月30日にFFレートを0.25%引き上げた時には、既に株式はラリー中であった。7月22日にハンフリー・ホーキンス法に基づく議会証言をした時には、30年物の国債の利回りが6.25%まで急騰し、株も調整したが、実際8月24日に公定歩合とFFレートを0.25%引き上げた時には既に株と債券がラリーしており、8月25日には新高値を付けてしまった。かようにFRBの引き上げの効き目が非常に悪く、恐らくグリーンSPANも悩んでいるのではないか。引き上げの度にこれが最後かもしれないという印象を与えているため、マーケットではこれを織り込んで引き上げる度にラリーするという非常に悪い格好になっている。89年5月の日銀と比べると、当時は5月に50bp上げ、12月に再度上げているが、FRBはそれに比べれば遥かに慎重である。恐らくFRBはここで利上げを実行し、効き過ぎて下がってきた場合には何をして良いのか分からないという惧れもあり、自らストックマーケットが調整に入るのを待っているのではないかと思う。いずれにしてもアメリカの株式市場のバブルは余り寿命がないと考えている。

速水議長

谷垣大蔵政務次官が午前中だけでお帰りになるので、ここで一言メッセージを頂くことにしたい。

谷垣大蔵政務次官

今朝、4~6月期の実質GDP成長率が前期比0.2%増と発表されたが、それを受けて政府としてどうしていくかについて、総理と大蔵大臣が協議された。私はその結果を伺っていないため、現段階では、腰折れをしないように態勢を固めていくという以上に申し上げることはない。午後は総務審議官に交替

させて頂くが、総務審議官から恐らく午前中の総理・大蔵大臣のご協議を踏まえ、今少し踏み込んだことが申し上げられるかと思っている。

(午後0時22分中断、午後1時17分再開)

篠塚委員

前回の会合以降発表された経済指標などから、景気の底固さが増しているというよりも、それが顕著になったとみている。

まず第一に、貿易収支である。特に、アジアとの関係が拡大均衡に向かっているのではないかと評価したい。アジアとの貿易は97年の通貨危機以降縮小傾向を辿ってきたが、99年に入った後は東アジアの景気回復が鮮明になりつつある中で、輸出数量、輸入数量ともに伸びを高めている。アジアからの輸出増加の背景としては、第一に東アジアの生産水準が損益分岐点を上回る水準まで回復しているのではないかとということ、第二に既往の通貨下落により競争力が上昇していることなどが挙げられる。こうしたアジアからの輸入増加は直接的にはわが国の成長率を引き下げるほか、輸入浸透率の上昇に伴い価格面でもデフレ効果が波及する可能性もある。しかしその一方で、アジア地域における生産、最終需要の回復は当然ながら一般機械や電気、半導体等、電子部品を中心とした日本のアジア向け輸出の拡大を通じ、国内生産の増加を誘発することが期待される。

第二に設備投資である。設備投資は基調としては減少を続けているが、その環境が改善しつつあるのではないかとみている。まず企業収益については、大蔵省の景気予測調査や、日本経済新聞社の全国上場企業の9月中間決算予想などを見ても、底入れ観が出つつあるように見受けられる。企業マインドも、景気予測調査によると規模の大小を問わず製造業も非製造業も共に改善傾向が鮮明になっている。この間、企業金融を巡る逼迫観も引き続き和らいでいる。他方、根強い設備過剰感やバランスシート調整の動きなども十分に勘案すべきであるが、こうした投資環境の改善が先行き設備投資の増加に繋がっていくのではないかとと思っている。特に、情報通

信や最近検討されている地球環境面での技術革新の対応などが、独立的な投資として出てきていることもあり、こうした方面に関しては肌理細かくみていく必要がある。

三番目は、個人消費である。個人消費も全体としては一進一退の動きが続いている。日本の景気が底打ちから自律的な回復に繋がっていくには、設備投資と消費の回復が何としても必要であるが、設備投資余力を生み出すために現在は企業リストラを進めている訳であり、この中で消費が堅調に推移し続けることが必要になってくる。日銀のこれまでの説明では、本年の夏季賞与は大幅に減少し、それが所得を圧迫するという懸念があったが、その落ち込みがそれ程大きくなかったのではないかと思われ、ある程度持ち堪えられるような状況で動いているのではないか。このように、全体として一進一退の推移が続いていることは、ボーナスの落ち込みを懸念した割には多少心強い材料であると考ええる。この背景としては、金融システムの安定化や株価が堅調に推移していることが、消費者コンフィデンスを改善させていることが挙げられる。その点は、今週公表された貯蓄広報中央委員会の「貯蓄と消費に関する世論調査」でも確認される。第一に家計の資産選択として、基本的には安全性を重視しつつ預貯金をしてはいるが、預貯金だけでなく株に一部シフトさせていることが確認される。株価堅調が消費者信用を下支えるルートとして、それを強める方向になるとみている。第二に同じ世論調査で、金融情勢に関する家計の評価として、今後さらに一層混乱するという見方が大きく減退している。こうした消費者のコンフィデンスの改善があるために、全体的な経済環境は良くない中で消費が持ち堪えているのではないかと思う。その間、雇用関係の指標は依然として悪い。完全失業率は7月に既往ピークを更新したし、職探しを断念して労働市場から出ていってしまう非労働力人口も大きく出ている。しかし、そうした中で所定外労働時間が持ち直しつつあり、限界的なものであるが、賃金面の下押し圧力を幾分和らげる効果として評価して良いのではないか。

生産・在庫の循環は節目を迎えつつあるのではないかとみている。すな

わち、8月、9月の予測指数を前提にしてX-12 ARIMAで季節調整した値では7~9月期は前期比+3.0%であったが、10~12月期も調統局の企業ヒアリングによれば横這い圏内の動きということだった。在庫調整もかなり進捗しているし、在庫率の水準も今次局面のピークだった去年の4月の水準と比べて11.6%程低下している。7~9月期以降は生産が増加しつつ在庫が意図して積み増される局面に入ることが展望されるのではないか。

この間、物価関係の指標をみると、国内の卸売物価は原油価格の大幅な上昇、在庫調整の進捗などを通じて横這い圏内で推移している。アジア商品の市況も限界的な需給関係とみるべきだが、石油化学基礎製品のほか半導体も世界的な需給逼迫から強含んでいる。執行部では以前から大幅な需給ギャップを背景に物価の下落圧力が強いと説明してきているが、私は執行部の説明に違和感があり、このところの物価関連の指標の落ち着きをみると、この状況が一過性の現象で終わるとは思わない。

実体経済の動きを総括すると、先程執行部が整理したような、民間需要が速やかに自律回復に向かうというはっきりとした動きにまで目標のハードルを高めれば、そうした動きは依然みられないと慎重なトーンにならざるを得ないかもしれない。しかし、私はこの高いハードルの下でも、景気は底固さを増しつつあるし、回復に向かっている動きがみられ始めていると思っている。また、補正予算の規模や内容はまだ見定め難いところであるが、仮に財政面の下支え効果がさらに延びるとすれば、その分民需が自律的回復に向かうまでの余裕がさらに増えることになる。こうしたことを勘案すると、今後とも景気の動向には一段と肌理細かい目配りが求められるが、しかし月を追う毎に生産の増加がみられるのではないかと考えている。

次に、金融情勢について二点申し上げたい。まず為替レートは110円前後と円高になっているが、現状の110円前後であれば経済活動を阻害するまでにはならないのではないかと思う。その背景として、第一に企業経営の環境は景気の底固さが徐々に拡がり、収益にも底入れの兆しが窺われ、

株価も堅調に推移するなど、このところ好転しつつあることが挙げられる。二番目に、東アジアの景気回復が一段と鮮明になっており、世界景気も全体的に回復している。さらに、過去の円高局面で内外の生産体制の見直しを行なうなど、構造的に円高抵抗力を強めてきていることも指摘できるのではないか。もっとも、為替相場の決定要因は複雑である。国際収支は経常収支の黒字が高い水準で推移しているうえに、資本面でも最近では外国人投資家による本邦株式やTB、FBなど短期債の投資が増大している。資本が流入超に転じているため、潜在的な円高圧力はこれからも高まり、今後円高の基調は緩やかに続くと思われる。そうした中で、当然、為替相場が急激に変化しないか、ファンダメンタルズから大きく乖離しないかといった点には、引き続き注意を払っていかなければならない。

長期金利は最近では1.8%台で落ち着いているが、今後景気回復期待が高まるに従い、さらに補正予算の規模などが具体化するに伴い上昇圧力が高まる可能性もあるとみられる。市場参加者の間では、金利水準が低い局面では金利が跳ね上がり易いという直感的な見方があるといわれている。この点に関する最近の金融市場局の分析などを参考にすると、こうしたマーケットの感覚が理論的にもある程度裏付けられているように思われる。この分析は単純化したモデルに基づくものであり、現実へのインプリケーションは幅を持って見る必要があるが、しかしその分析によると、現在のようなゼロ金利政策の下では、金利水準に関する不確実性の上昇が金利の期待値を上方に押し上げ、ゼロ金利でない場合に比し長期金利の急上昇に繋がる可能性もあることを示唆していた。従って、本行としてはゼロ金利政策が長期金利の変動に関してこうした側面を持つことを踏まえつつ、今後の問題であるが、ゼロ金利解除に向けて市場参加者の不確実性を極力抑えるよう引き続き一段と注意していく必要がある。そうした局面がさらに強まってきていると思う。

植田委員

景気情勢一般は、外生的需要項目について、輸出には若干の上方修正が

期待でき、財政は第二次補正予算である程度の規模が出てくるとすれば、これまでよりも景気刺激の続く長さが先の方へ延びるといふ明るい動きがみられる。ただし一方で、国内の民需、特に消費と設備投資をみると、消費は多少頑張っているかと思うが、設備投資はまだ回復してくる兆しがみられていない。しかしながら先を展望すると、足許の景気の好調さは暫く以前までは大まかには現状程度のままに終わってしまう可能性が高いとみられていた訳である。これが外生的需要、特に財政が今後も暫くは出てくることになる、例えば年内で終わるのではなく、今少し、あるいは来年後半頃まで外生的需要の好調に支えられて景気自体も底割れせずによく可能性がある程度出てきたと思う。その国内民需への波及効果を考える場合にも、人々が先を読んで消費や設備投資をある程度決めるとすれば、景気がじきに下折れしていくという予想の下では波及効果が理論的にも小さい訳であるが、それがかなり先まで延びるとなると、波及効果についても多少大きなものが期待できる可能性が出てきたと思う。従って、国内民需を中心とした自律的、持続的成長の余地の可能性は広がったと思うが、そうなるという明るい展望が開けたという訳では必ずしもない。

最後にそうした展望に対するリスク要因としては、一つは資産価格、為替と長期金利が景気回復を織り込み過ぎて動く、あるいは長期金利等がリスク・プレミアムで上昇してしまう可能性である。ただ、これは足許で非常に深刻なところまで顕在化している訳ではないと思う。また、海外要因、特に米国経済が株価との関連でどのように動いていくか、逆に米国経済が好調過ぎる方向にいった場合にも、例えば国際商品市況への影響等を通じてマイナスの効果が及んで来ないとも限らないことにも注意しておくべきである。

速水議長

それでは、金融経済情勢について追加的な意見や議論があれば、自由に発言下さい。

篠塚委員

前回の会合で、消費の見方に関して中原委員と私が同じ家計調査を用いながら、相反する結果について述べた。今後のこともあるので、専門家に色々調べてもらった。その結果、この統計はサンプルが非常に少ないこともあり、属性別にブレークダウンする場合には、月次や四半期では非常にバイアスが大きすぎるということであった。勿論、家計調査は分配問題など重要な面で使われているが、全て年データで行なっており、属性別の分析では使わないで欲しいということであった。その結論に関しては、調統局も総務庁も全く同じであった。ここでは景気の先行き判断ということで、どうしても月次で使いたくなるが、今後は私自身も自戒を込めて注意しようと思う。

中原委員

しかし、篠塚委員の分析は12か月の移動平均で対前年比であり、私の場合は3か月平均であった。結果は違ってくるが、だからどちらをどうみるかではないか。

篠塚委員

それも含めて月次、四半期等は非常に振れ、色々な結論が出てくることが分かったため、家計調査の使用には注意したいということである。

中原委員

アメリカの株で一番問題なのは、一つはよく言われるとおり、企業業績の過大評価である。ストックオプションとR&Dの取扱いがこれと関係しているが、このうちストックオプションについては、先般グリーンSPANも企業収益に対し1ないし2%影響していると言っていた。別の研究によると、20ないし25%レギュラーに収益に対する影響があり、一時的には50%を超えるという研究もある。R&Dについては、日本では主として経費支出として費用に計上しているが、アメリカでは資本勘定に計上して

いるため、与える影響が違っている。また、アメリカの株式について、上昇株数から下落株数を引いたものである騰落レシオの累計とNYダウの推移との関係を見ると、今次上昇局面においては両者の動き方の乖離が相当長い期間続いている。すなわち、過去のバブルとなった時期のダウと騰落レシオの累計とのダイバージェンスが最も長く続いたのが1928年から29年にかけて、二番目が73年から74年にかけてであり、今回は98年の4月から始まっており、既に過去三番目となっているため、これは相当な警戒信号だと思っている。日本とアメリカ、ヨーロッパの株価の動きを見ると、非常に興味があるのはニューヨークだけが8月25日のFOMCの後でピークアウトしている。それに対し、ヨーロッパ、イギリスはFTで7月6日、ドイツのDAXが7月12日、日本は7月19日である。日本の場合には8月24日のFOMCが終わった前後で、19日の高値を取るかと思っただが取れなかった。今日も1万7,850円程度にしかいかなかった。ピークが段々下がってきており、やはり毎年と同じパターンで、6月、7月頃をピークに年末にかけてだらだら下落すると思っている。余程の景気回復があれば別であるが、パターンが当てはまってくるのではないか。

次に申し上げたいのはY2K問題である。これは日本もアメリカもそうであるが、アメリカの場合はより深刻だと思う。ニューヨークFedは大体10月から11月にかけてアクションを採るのではないかと言われていたが、それよりも早く出てきた。問題になるのは、リクイディティーが段々なくなってしまうのではないかということである。10月、11月と進むにつれて、売り手がなくなり買い手ばかりとなる結果、より短期の証券にシフトし、ベンチマークのインストゥルメントにシフトすることになり、非常にリキッドな状態が出てくるのではないかと懸念されている。ここで一番問題になるのは、経常収支の赤字が大きいことであり、そのリサイクリングが多分問題になるのではないかと思う。Y2Kの問題がそれをさらに一段と深刻にさせ、家計にも影響が出てくるのではないか。従って、Y2K問題とアメリカ経常赤字のリサイクリング問題——これは逆に日本の黒字のリサイクリング問題にもなる訳であるが——が今後の重要な焦点

になってくる。

長期金利については、私は補正が出てくれば必ず上昇要因が出てくると思う。現在上昇していないのは、預金がそこそこ伸びているものの貸出が減っており、他に買う物が無いこと、将来の増税を投資家達が見込んでいるのかもしれないこと、三番目に将来も高貯蓄率が続くことを見込んでいるのかもしれないためである。他方、例えば本年度中に発行される世界の国債発行予定額の中で、日本の占めるシェアは92%もあり、過去5年間の平均も68%もある。そうした現実が市場に認識された時にどうなるかを考えると、非常にフィスカルリスクが危ないところにきている。国債に資金が吸収されると、日本の黒字の海外へのリサイクリングが非常に難しくなるため、海外諸国がクラウディングアウトされてくるのではないか。長期金利は恐らく年末にかけての最大の問題の一つである。

さらに問題なのが円相場であり、長いチャートを見ると95年の4月に79円75銭で底を打ち、3年かけて98年の6月16日に146円75銭、8月11日に147円64銭とダブルトップをつけた。その後下がって現在ダブル底をつけており、本年1月12日が108円65銭、9月2日が108円70銭である。仮に、108円を突破すれば、私の計算では86~92円の間にくることになる。従って、108円で止まるか否かが極めてクリティカルである。実は価格帯の出来高をみると、110~120円はかなりの出来高があるが、100~110円の間はほとんど出来ていない。出来ているのは108円と105円だけであり、あとはほとんど出来ていない真空状態である。今回の円高はメーカーのみでなく、特に生保等の大手の機関投資家に非常にシリアスに響くのではないかと思っている。某大手生保では、120円であれば1兆円以上の含みがあったが、108円では相当外債を買っているため、株の含み益も含めて益が 円程度しか残らなくなってしまう由であった。為替が100円になった時にダウが19,000円になっていれば有り難いが、そうでないと大変なことになり、108円の攻防が非常に重要である。民間のメーカーが現在黙っているのは、一つは上期の出来上りを120円程度でみているため、年度の平均では115円となり、上下期合わせれば今のとこ

ろは大丈夫かという見方である。ただし、輸出企業の予約率は10～12月で大体5割、来年の1～3月で2割と言われているため、110円に戻ってくるとそこで予約が入り、円安の頭を抑えることになると思う。今一つの理由はアジアに対する輸出がかなり良いことと、三番目は株価が高いことであるが、いずれにしても私は想像以上の打撃があると考えており、特に外債を抱えている機関投資家に相当のダメージがあると思う。また、円高が100円程度まで進むとアジア等からの逆輸入が増え、デフレ効果が出てくるのではないか。私は現在の経済情勢の下では108円を超えて円高になることは、日本経済にとって非常に実害があると思う。円建ての輸出を増やすことも考えられるが、これは日本の経済力や政治力、軍事力を考えた総合であり、当然限度があるし、直ちには出来ない。円高は何としても108円を割れない水準で抑えなければならないと考えている。

速水議長

景気の方は流れとしてはまずまずの一方、中長期の経済の実態はまだまだ厳しい。特に設備投資がなお減少していることが指摘されていたが、その評価をどうみるべきであろうか。実際の数字がそう明瞭に出ている訳でもないが、設備投資の内容というか産業構造が変わってきており、設備の対象が重厚長大なものから、より手近な身軽なものに変わり、そうした設備投資は起きてきているに違いないと思う。インフォメーション・テクノロジー、その他バイオ等の形で投資構造が変わってきた局面では、統計金額で比較してみても余り意味がない。実際に機械受注が増えている、生産も増えている情勢の中で設備投資が増えていない理由が良く分からず、先が読み難い。その辺を今少し説明して頂けないか。

村山調査統計局長

総裁からご質問があった設備投資については、足許は減勢の程度が若干弱くなっているとしても、まだ数字上は減っていると申し上げている。

速水議長

その2割減や十何%減という数字の評価が、経済実態をみた場合に本当にその金額に相当する程悪化を続けているという判断でいいのかどうかである。

村山調査統計局長

例えば生産が増えているではないか、機械受注については7~9月の業界見通しがプラスに出ているではないか、という指摘であると理解している。確かに、限界的にみれば生産の増加は何れ設備投資に繋がっていくべきものであるが、残念ながら需給ギャップ自体が大きいため、直ちにはそれに繋がらない状況である。ご指摘の点で内容的にみてどうなのかということであるが、確かに機械受注はかなり大物が中心であるため、例えば本年の1~3月にみられたように先行指標として10~12月には増えていないとしても1~3月の設備投資が増えることはあった。従って、機械受注に含まれていない細かなものが動いている可能性はある。そうした観点から、我々は資本財の出荷を注目している。こちらの方は足許少し上向いており、その中には輸出等があるため当然割り引いてみる必要はあるが、そうしたことも総合的に勘案して設備投資の減少テンポが足許多少鈍っていると評価している。ただ、大きな流れとしては、そうした小さなものを含めたとしても各種のアンケート調査による限り、今年度一杯設備投資の調整が続くという判断は変え難いと考えている。

恐らく総裁のご指摘は、機械受注にも資本財出荷にも表われないような例えばコンピューター関連のソフトウェアの投資等の全く新しい投資が足許増えているのではないかということではないかと思う。その点については残念ながら確たる統計がないが、一つのヒントとして、企業向けサービス価格指数のうちソフトウェア開発の委託費をみている。これは毎年4月に単価が上がるのが通常の様であるが、今年度の場合には需給関係が然程良くないため値上げが見送られている。従って、そうした投資が足許急激に盛り上がっていると認めることはできないと判断している。ただ、ご

指摘のように従来同様の形で設備投資が上がってくるかどうかというのは分からないため、そうしたことも含めて今後注意してウォッチしていきたい。

速水議長

需給ギャップが減った場合でも、本当にディストラクションの効果によるものかどうか分からない。新しい設備さえ作っていけば需給ギャップが改善するケースもあるだろうし、いかに需給ギャップを計算すべきか良く分からない。

村山調査統計局長

ご指摘のとおりである。例えば、自動車業界トータルとしてはピークに比べてまだ生産台数が少なく、その意味では大きな需給ギャップがある。しかし、自動車各社が全く設備投資をしていないかという点、かなりの規模の設備投資を行なっている。従来のラインでは生産できないような新型車、あるいは新しいエンジン等に対する投資が出ている訳である。その一方で古い設備については廃棄しているが、廃棄が終わらないと新しいのが出てこない訳ではなく、同時進行で進んでいるという理解である。必ずしも需給ギャップが全くゼロにならなければ設備投資が出てこないという訳ではない。

山口副総裁

中原委員からアメリカと日本、あるいは日本を取り巻く海外関係について指摘があった。どのような時間軸の中で考えているのかがよく分からないが、同感な部分とそうでない部分とがあった。その中で問題なのは、一つ一つのことについてあるいは個別のマーケットについて心配すべきことと懸念すべきことを考えてみれば、それは幾らでもあるが、それらが実際に起きる時は相互に作用し合う訳である。例えば、仮に長期金利が大幅に上昇すると、それは恐らく株価を下落させる力を持つかもしれないし、

あるいは為替を上昇させる力を持つかもしれない。そのプロセスの中で、経済の実態をさらに弱めるような状況を当然引き起こすと思うが、それはまた為替市場に反作用を及ぼしていくはずである。そうした弱体化した日本経済の通貨が為替市場で本当に大幅に上昇し続ける状況が起きるのか、ということも合わせて考える必要がある。先程言われたような懸念すべき流れが、全て同時に起きるとお考えなのか。

中原委員

例えば、一番独立的に起き易いと思っているのは、やはりアメリカ株式の下落である。これは恐らく、早ければ年内、遅くても来年の1年以内だと思っている。しかし、相互に関連するというのはそうであるが、どこを起点に起きてくるのかは、なかなか予見できない。私が申し上げたのは、どれが起きていざれも大変なことになるに違いないということであり、やはりウォッチしたり、予防的な手を打つことが必要なのではないかと思っている。円高にしても長期金利の上昇についても、私は年内に起きる可能性が高いと申し上げている。アメリカの株は分からない。しかし、八卦のようなものであるが、恐らく来年の今頃までの間と思う。

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

次に、当面の金融政策運営方針についての意見を承りたい。藤原副総裁から願います。

藤原副総裁

金融政策は現状維持で臨みたい。デフレ懸念の払拭が展望できる情勢に至っていないことを判断基準として挙げたい。物価が横這いを辿る推移が今後とも続くとみられる中でそうした判断を持つのは、そういうタイムスパンで先行きを見ると、依然景気回復の展望が明確でなく、民需の自律回復の目途が立たない以上、デフレサイドのリスクがまだかなり残っている

と判断せざるを得ないことが第一点である。第二は足許の物価動向には国際商品市況の上昇といった要因が寄与しているが、この要因は足許の物価には上昇圧力として働くが、経済活動に対してはむしろデフレ的に働くことも十分に考えておかなければならない。第三に、縷々議論があったが、円高の進行が物価に与える影響も今少し見守る必要がある。勿論、万人が景気回復と需給ギャップの縮小を確信するまでゼロ金利を解除しないということではない。需給ギャップの水準自体はなお大きいが、最低限これがさらに拡大するリスクは十分少なくなってきたことを展望し得ることが一種の条件として必要だと思う。環境は徐々に好転してきているが、現時点ではなお来年度に向けてこうした問題を慎重に見極めることが、必要ではないか。前回の会合において、ゼロ金利政策を続けることに伴うリスクや副作用について議論があった。勿論、副作用について考えていかなければならないが、むしろ現在の緩和策が将来のインフレのリスクを潜在的に高めていかないか、ゼロ金利が永久に続くといった意識が弥漫して資産価格などにバブル的な影響を及ぼしていかないか、などに注意を払っていくことの方が重要ではないか。そうしたリスクが、現状でデフレサイドのリスクに比べて大きくなっているとは思えない。そうした点も加味して次第に判断の難しい局面にかかっているかもしれないが、ここではやはり現状維持でいきたい。

山口副総裁

私も現状維持で臨みたい。その理由は前回の会合で発言したこととほとんど同じである。第一に、先程は調査統計局の標準的な経済見通しを材料に使い、そのダウンサイド・リスクが多少薄れてきたのではないかという判断を申し上げたが、調査統計局の標準的なシナリオ自体はここ1年間程度はゼロ成長近辺の動きが続いていくということであり、その下で物価はまだアップサイドのリスクが出てきている訳ではなく、どちらかといえば弱含むリスクを残しながらの安定基調だと判断していることである。そうした経済、物価についての判断が基本であるが、第二に金融資本市場全体

の動き方自体が現在の日本銀行の金融政策を、あるいは金融政策の継続期待をなお重要な柱としているように思われ、そこを現在変えるべき状況ではないからである。前回と今回とで多少追加的に考えなければならないのはY2Kに絡む動きであり、昨日今日の市場の動きを踏まえて、マーケット参加者の行動が今後年末に向けてどのようになっていくのかをよく見極める必要がある。我々としては、一方で過剰なモラルハザードを招くような措置をとるべきではないが、やはり無用の混乱が生じないように十分注意をしていくという配慮も重要である。従って、今後のマーケットの動き、あるいは市場参加者の動きを慎重にウォッチしつつ適切な対応を採っていく必要がある。調節方針全体としては、現状維持で宜しいと思う。

後藤委員

私も調節方針としては現状維持である。それに関連して申し上げることは、お二人が既に触れられたため、特に繰り返さない。

一つだけ、今後広い意味での金融政策運営を考える場合の留意点を申し上げておきたい。IMF等の各種国際機関などでも言っていることであるが、今まではアメリカ経済の独り勝ちであったものの、今後は欧州、日本、アジアを含めた複数拠点による世界経済の拡大となっていくと思われるため、先程中原委員、山口副総裁の間で議論があったような為替レートの先行き、あるいは長期金利の先行きについても考えておかなければならない。長期金利にしてもアメリカは6%、ヨーロッパは5%強程度であり、それに比べて日本の長期金利は1.8%と非常に低い。為替リスクの問題も含めてガードされている面があると思うが、多極的な成長のポールを持った世界経済の運営なり、拡大になっているだけに、金融政策の運営でも、日米関係を中心にある程度みてこられた従来の在りようから、アジアとの関係、ヨーロッパとの関係を含めて多角的な見方が必要になる。その中で為替レートや長期金利の先行きについても考えなければならない局面に時代が変わってきていると思う。

武富委員

現段階では、金融政策はまだ現状維持というほかに余り選択肢がないと思う。現段階ではまだという枕詞をつけた点に、若干のニュアンスがある。まだ先行き多少時間軸は取る必要があるが、景気に力点を置けば現状維持一点張りで頑なにいくかということ、多少弾力的に考える余地は生まれつつあるかもしれないという含みである。GDPの前期比プラス成長が二期連続している現実をどう受け止めるか。私は以前この会合で将来政策変更あり得る場合の条件として、GDPが前期比で二期連続プラスになったことが確認できれば、半歩前進という感じの発言をした。色々なことを考え合わせる必要があるため、それは単なる一つの条件に過ぎないという程度の評価ではあるが。特に、名目のGDPでは4~6月は前期比マイナスである。デフレ懸念が払拭できるまでという言い方をしている以上、政策変更の最低条件としては、敢えて名目で二期連続プラスになる必要があるということも以前にも言っている。その意味では、私の設けていた幾つかの条件のうちの一つもまだ半舷上陸程度であるから、予断を持って臨むことは全くないが、同じ現状維持でも若干ニュアンスが違うということは申し上げておきたい。

市場や産業界でも政策の解除条件について相当関心を高めているが、それは巧くソフトランディングしてくれということである。我々も相当高等芸術の世界に入っている訳であり、市場とどう巧く対話していくかという点で、まだ差し迫ってはいないが相当地均しを周到にやっていく必要はある。低金利を続けることの副作用が多数指摘されているが、解除する場合に何をしたらどのような副作用があるかということのも結構ある。中原委員が為替を痛くご心配であったが、先行き何らかの微調整をする場合の為替市場へのインパクトが最も大きいようには思っている。午前中に触れたような意味合いで経済の方に力点を置けば、低金利政策を相当長期間継続ということであるが、何もゼロに貼り付いている必要はなく、経済全体の転換を下支えできる低金利であれば良い訳である。景気の方からいけば、金利の方向としては下より上の方が整合的な局面の入り口に立っているとい

う認識である。

三木委員

ゼロ近傍金利政策については、これまでマイナスの副作用を認識しつつも、プラス効果がなお大きく勝ると判断して継続してきた訳であるが、正常な経済発展を考えた場合には、全く異常な金利水準であることは間違いない。環境が整えば、この異常な金融政策からは脱却すべきであることは言うまでもない。問題は、先を展望して条件が整うのかどうかの判断のタイミングに尽きる。实体经济の動きや、物価の動きに加え、この秋は補正予算という長期金利上昇材料、12月にはいわゆるY2K問題があり、来年3月は年度末という問題を控えている。従って、こうした異常な金利から抜け出る一つのタイミングは先ず、この9月かと、実は判断時期を考えていた。しかしながら、ここへきての实体经济の動きは先程説明したようなことであり、加えてここへきての円高が数少ない景気下支え役として機能している輸出へ及ぼすマイナスの影響を考えると、景気に底固さが出始めるタイミングは未だしと言わざるを得ない。従って、現状は現行のゼロ近傍金利政策をやむなく続けるという判断でいきたい。判断のタイミングが大切なことは勿論変わらないし、市場が余りに金融政策の微妙な動きにも過剰反応し過ぎるのは、景気の確たる回復に向けての金融環境を考えた場合に、非常に好ましくない。その点でも、現在は動かさないことが大切である。付け加えて、景気の回復を展望し、ゼロ近傍金利政策からの政策変更について、そのステップや調節方針の在り方を検討しておくことを提案しておきたい。

中原委員

先程、一つの長期指標をみると、5月に景気の底が入っているという印が出たと申し上げたが、しかしながら色々なファクター、特に外的なファクター等により非常に脆弱なものであると申し添えた訳である。いずれにしても、私の認識はこれまでと同じであり、そうした兆しはあるものの依

然として自律的な回復力に乏しく、下期、あるいは来年初め以降に景気が失速する可能性が非常に強いと思っている。そうした中で、先般企画第一課から金融市況の動きに関する五つのケースを提示してもらったが、金融緩和の浸透するケースでは株が上昇し、長期金利が下がり、円安になる。景気回復への期待が高まるケースでは、株価も長期金利も上昇、円高になるということであった。このように動くかどうか分からないが、いずれにしても私は以前から申し上げているとおり、一層の量的な緩和をして、金融緩和の効果を浸透させ、景気回復への足掛かりをしっかりと掴みたいというのが本意である。特に、前回と比べて違うことは、日米におけるY2K問題のほかに、円高の進行が非常に大きいし、また補正予算の問題も出てくるため、早目早目に量的な緩和をした方が良いというのが私の意見である。

篠塚委員

現在のゼロ金利政策については功罪あるということで、前回決定会合でも副作用について十分検討して頂いた。そうしたバランスをみた上で手を尽くしていかなければならないと判断されたことに関しては評価している。私の場合は副作用の方により懸念材料が多いために、これまでも現行の政策運営に反対してきた訳である。特に、最近では短期金融市場で超過準備を持たない傾向が強まっている中で本行が潤沢な資金供給を続けている結果、準備の非適用先での日銀当預が著しく積み上がってきている。金余り現象ここに極まったとさえも思っている。従って、繰り返しになるが、私自身は現行のゼロ金利を継続することに関しては異議を唱える。月を経るにしたがって、景気の底固さを示すデータがさらに追加されており、ゼロ金利を解除する条件がさらに整ったと考えている。前回にも議案として提出したように、基本的には無担保コールレートの誘導目標をゼロ金利政策以前の水準に戻すとともに、Y2K問題などが目前に控えているため、必要な場合には、誘導目標にかかわらず一層潤沢な資金供給を行なうのが適当であろうと考えている。

考え方は以上であり、前回までと同じであるが、今回は決定会合の中で議案を提出することについての私の考え方を整理させて頂きたい。色々申し上げたように、政策運営に関して現在の本行が採っているゼロ金利政策に対しては反対である。この考え方は現在、ボードの多くの皆さんには同意は頂けないが、少なくとも考え方は理解して頂いていると思っている。金融政策運営では様々な観点から議論をして国民から信頼が得られるようにすることが重要であり、こうした観点から少数意見ではあるが、この場で開陳させて頂く機会が与えられていることには意義があるし、感謝している。一方、現在の金融政策決定会合では各委員の意見の開陳があり、その大勢意見を取り纏めた議長案について賛否を問う形であり、個々人の意見が必ずしも各々の議案提出という形で示さなければ少数意見が明らかにならないものでもない。私自身は現政策に反対し、反対意見も明確に述べさせて頂いている訳であり、自分の意見が十分明らかになっているのではないかと思っている。ボードメンバーとして議事進行の効率的な運営を考え、今回は議案を提出することを止めにしたい。これはあくまで議事進行を効率的な運営にしたいためであり、政策運営に対して自分の考えを明確に述べられる機会があることで十分であると思うからである。ただ念のために、次回以降については状況の変化次第であり、次の回までのことである。

植田委員

先程の実体経済の判断に基づき現状維持でいきたい。今日も既に何人かの方から出ているし、今後もそうした議論が増えると思われるため、現行スタンスを解除する場合、あるいはそれを議論する場合に考えなくてはならない問題について、細部まで踏み込むことはできないが一つ申し上げたい。現行の政策はゼロ金利にするだけでなく、それを続けるというコミットメントを加えているポリシーである。その根拠としては、少なくとも二つあった。すなわち、一つはインフレーション・ターゲティングや量的緩和策のようなやや中長期的な金融緩和へのコミットメントと100%同じで

はないとしても、かなりオーバーラップするようなコミットメントを出したかったことである。いみじくも篠塚委員が言われたように、不確実性がある中で金利がゼロになってしまうと、後は上がることしかない。不確実性が高まれば、それだけで市場金利には上昇圧力がかかる訳である。従って、そうした不確実性の上昇を極力抑えるという意味でも、ゼロ金利を続けるというコミットメントが効力を発揮してきたと思う。ゼロ金利を続けるというコミットメントと、それを市場が信じることの両方ともが重要な要素である。従って、逆にある意味で無用の不確実性の上昇といったショックを市場に与えると、それだけでゼロ金利を解除しなくてもある種の引締め効果、あるいはゼロ金利政策の緩和効果の低下が生じ、場合によっては解除のタイミングを却って遅らせてしまうことも考えておかなければならない。他方、解除のタイミング、あるいはその直前にどのようなステップを踏むべきかについては、何らかの場で綿密な検討が必要かと思う。色々な検討項目があるが、その一つに山口副総裁が言われた中長期的に我々が目標としたインフレ率がきっちりゼロ近辺なのか、あるいは少し上のところにあるのかというような話も色々な要因との絡みで重要なポイントである。何れにしても、ある種生煮えの検討結果、あるいは検討途中のものが不用意に市場に出てしまい無用の不確実性が增大することがないように配慮が必要である。

速水議長

それでは私の見解を述べさせて頂く。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考えている。景気情勢に関する判断であるが、多くの委員の方々と同じで足許は下げ止まりの状態を続けており、ここにきて徐々にではあるにしても明るい動きが出始めている。具体的には公共工事関連財の出荷が活発であること、輸出が米国・アジア向けを中心に増加する方向であることなどを受けて7~9月の生産も増え始めている。また金融面では好環境が基本的に維持されている。物価も在庫調整の進捗や国際商品市況の上昇を受け概ね横這い圏内にある。これらに加え、個人消費

が厳しい雇用所得環境の下でも何とか持ちこたえているなど、経済の各所で少しずつではあるが持ち直しの動きがみられている。金融政策運営との関係で申し上げますと、このような動きが果たして今後の民需中心の自律的回復に結びつき、デフレ懸念の払拭に繋がっていく展望があるかどうかポイントだと思う。こうした観点では、現時点では前向きの循環の中核を担うべき設備投資と個人消費が依然として力不足とみざるを得ない。これまでも議論があったとおり、民間需要が本格的に立ち上がるためには、今後リストラや構造調整などの厳しい試練を乗り越えていく必要があるが、果たしてそれが可能なのかどうか、なお慎重に見極めていく必要がある。物価面では目先は下げ止まっているにしても、経済の自律的回復や需給ギャップの明確な縮小が展望できないのであれば、物価に対する潜在的な低下圧力は残っているとみざるを得ない。

ただし、プラスの動きにも十分目を凝らしていく必要がある。第一に経済が思いのほかしっかりしている背景には、前回会合で申し上げたように我々から見えにくい新しい産業分野で新たな活動が起きている可能性がある。経済の転換点には往々にしてこういう現象が出てくることはこれまでの各国の実績でも言えることだと思う。

第二に輸入物価や卸売物価が風速ベースではプラスになっていることである。勿論、これは原油価格の上昇を反映したものであるが、足許の物価動向が下げ止まっていること自体が人々のデフレ懸念を緩和する方向で働く可能性もあるように思う。

第三は円為替が強くなってきたが、今回はこうした場面で企業家からいつも聞かれるクレームが驚くほど少なく、こうした強い円相場の下でも株価は堅調さを維持している。市場でも強い円が輸出関連業界にもたらす当面のマイナスの効果を従来ほど強く懸念しているようには思われたい。何れにしても為替相場の変動については単独に評価することは適当ではなく、实体经济や金融資本市場全体の姿の中で評価することが必要である。グローバルな為替市場の中で円売りドル買いといった介入はそう簡単にできるものではない。輸出産業は企業の経営方針を円建てにするとか、先

物でヘッジするといった努力を一層していかなければ問題の解決にはならない。日本の経済力がこれだけ強く、円がこれだけ強い通貨として認められている以上、そう簡単に相場を動かせるものではない。多少のスムージング介入は行なっていかなければならないと思うが、特定の相場水準で守るとか特定の水準に持ち上げるとかいうことは、他の国に迷惑をかけることでもあるし、第三国には非常に大きな影響を与えることを認識しなければならない。

以上申し上げたことを踏まえると、各所で明るい動きが出始めているとはいえ、現時点ではまだデフレ懸念の払拭ができるような情勢には至っていないと思う。従って、当面の政策運営は現状維持が適当である。現在の日本経済はただ今申し上げたような明るい動きがさらに広がっていくかどうか、それによってデフレ懸念の払拭が展望できるような情勢に向かいつつあるのかどうか、大変判断が難しい局面になっている。それだけにマクロ・ミクロ両面から適切な情勢判断を積み上げて、しっかりとした経済の先行き見通しに基づいて金融政策を決定していくことが重要である。そうした判断は金融経済月報や議事要旨等を通じて国民に問い掛けると同時に、市場の理解を得ていくことが一層重要になっている。

年末に向けて政策運営を巡る課題を考えてみると、今年度の第二次補正予算編成との絡みで再び国債の引受けや買いオペ増額といった議論が浮上する可能性があるし、現に出始めている。この点については、これまでの私共の姿勢を堅持していきたいと思う。一つには、日本銀行による国債の引受けや買いオペなどは却って市場において内外の投資家から日本国債への信認を落とす結果となり、長期金利のリスクプレミアムの拡大をもたらす結果に終わってしまう。第二に、そもそも日本銀行は長期金利のコントロールはできない訳であり、むしろ国債市場の拡大と流動性の強化を推進していくことが当面の課題ではなかろうか。市場の国債吸収力を拡大していく余地は十分あると思っている。第三に必要なのは、効率的な財政運営に努めて将来の財政の姿を国民に示していくことである。これらのことを粘り強く説明していく覚悟が必要である。

また、国内のみならず海外からも相変わらず不胎化しない円売り介入についての議論がみられる。こうした指摘はわが国の短期金融市場で現在何が起きているのか、オーバーナイト金利ゼロ%が続いているうえ、短期金融市場には短資など準備預金非適用先に資金が滞留するほどまでに潤沢な資金がある状況について十分に理解されていないことが少なからず影響しているものと考ええる。日本銀行としては、今後、内外に対して現在の金融政策運営や金融市場調節について、一層分かりやすい説明に努めていくことが益々重要になってきているように思われる。

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ご意見、ご議論がありましたら、自由にご発言下さい。

特になければ、議案の取り纏めに入るが、その前に政府からご出席の方々からもし意見がありましたらどうぞ。

小峰経済企画庁調査局長

我々としては経済の動向については、民間需要の回復力は弱いものの、各種の政策効果の浸透などに伴いこのところやや改善していると判断している。従って今後については、公的需要から民間需要に円滑にバトンタッチが行なわれ、景気の腰折れを招くことのないようにすることが必要であり、そのためにも切れ目のない経済運営に努めて参りたいと考えている。日本銀行におかれては、自律的な経済回復が明らかになるまで、適切な金融調節の手法により潤沢な資金供給を行ない、引き続き日本経済の回復に貢献する金融政策を行なって頂きたい。

なお、先程GDP統計についてのご議論があったので、政府代表の立場ではなくGDP統計を作っている者の側からご説明させて頂きたい。第一に住宅投資が16.1%と大変大きな伸びになった点について議論があった。これは日銀執行部からも説明があったとおり、着工ベースで1~3月、4~6月とかなり高い伸びになっていることが新築ベースに集中的に現われている。さらに着工の中身としては最近公庫の持家の建設が非常に多い。特に、木造家屋が多く工期が非常に短いために着工から新築に至るラグが短

いということもあり、これが高い伸びになった理由である。二番目に在庫が0.1%のプラス寄与になっていることについては、製品、流通、仕掛品等原材料以外の在庫はいずれもプラスになっている。製品在庫については、在庫調整が進められているため減っているのではないかという議論があるかと思うが、1~3月と4~6月を比べると減り方が小さく、マイナス部分が小さくなったことがプラスに寄与している。三番目に消費については、他の統計に比べて高めにでているのではないかという議論があった。恐らく販売面等の動きからみた消費よりは強めに出ているのではないかという議論だと思うが、この統計を作った者はむしろ家計調査よりも低めに出ているのではないかという想定問答を準備していたようであり、高めに出ているという意識は余りなかった。家計調査は確かに4~6月が2.0%の増加であり、それよりは若干低めに出ている。家計調査では住宅の修繕費用が相当出ているが、GDP統計では帰属家賃の中に家賃として含まれており、そのままは反映されないためである。自動車は別途推計されており、家計調査よりはトータルでみた自動車の販売が小さかったため低めに出ている。最後に、設備投資が法人統計季報よりも減り方が小さいのではないかという議論があった。これは執行部から説明があったように、季報にない金融関係、個人企業、民間非営利団体等の設備投資が季報でみるよりは落ち方が小さかったためである。武富委員が名目成長率に触れていたが、4~6月は前年同期比で0.1%の増加となっており、これは97年7~9月以来の増加である。

原口大蔵省総務審議官

谷垣大蔵政務次官からも若干話があったと思うが、本日、実質GDP成長率が2四半期連続でプラスというQEの発表があり、それを踏まえて、午前中に総理と大蔵大臣が今後の経済財政運営について協議をされたところである。これは、従来から国会等でも4~6月期のQEをみてから色々な判断をするという議論を受けて行なったものである。その席では、プラスではあるが、民間需要の回復力はなお弱く、また雇用情勢が厳しい状況

にあることも踏まえれば、景気回復に万全を期すためにも、速やかに公共事業等予備費を使用すべきとの総理の判断が示されたと聞いている。また、総理は、自民党総裁選後、引き続き内閣の運営を行うこととなった暁には、今後の経済情勢を注視しつつ、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に向け、新内閣で具体的に検討していきたいとお考えであると聞いている。5,000億円の公共事業等予備費については現内閣ということになるため、恐らく明日の閣議で各省に作業開始の指示があり、月内を目標に決定になるかと思う。補正予算については、今述べた状況であるため、新しい内閣で本格的に作業が進められることになろうかと考えている。

いずれにしても、今後の経済動向について注視していく必要はあるが、政府としては、引き続き経済の回復基盤を固めるための施策の実施に全力を挙げて取り組んで参りたいと考えている。

ご審議に当たっては、以上の考え方について、ご理解を賜りたい。

速水議長

それでは議案の取り纏めに入って宜しいか。

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ご意見が大勢を占めていたように思う。そこで、私の方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方は中原委員ですか。事務局は中原委員の議案と私の議案を配って読み上げて下さい。

[事務局より議案配付]

雨宮企画室企画第1課長

まず中原委員案である。「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（9月16日～10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、2001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。】。

続いて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。」別添の公表文を読み上げる。「平成11年9月9日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、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。】。

速水議長

中原委員は議案の説明をして下さい。

中原委員

先程申したように、一つの長期先行指標を取ると景気回復の兆しがみえてきたが、実体経済は依然自律的な回復力に乏しく、これまでの景気刺激策の効果が薄れてくる下期あるいは来年初頭以降に景気が再び失速する可能性が強い。従って、景気回復を着実に進めるために、この段階で早め早めの量的緩和が必要であるというのが私の意見である。

第二点として、前回の会合に比べて一段と円高が進行しており、108円の上限に貼りついているが、一方マネタリーベースは8月は3か月前比年率で4.1%まで落ちてきている。現在が超円高かどうか、人により考えは違うかもしれないが、私は非常に重要な局面にきていると思う。この円高を緩和するために、一段の量的な緩和が必要だと考える。

三番目として、当面の問題で一番重要なのは10月に臨時国会が開催されて真水数兆円の補正予算が組まれるが、そうした中で買いオペの増額や、日銀引受といった追加要請が出て来ると思う。そうした中で日銀にとって自由度が高いスタンスを維持するにはどうしたら良いかと色々考え、やはり物価目標付きのマネタリーベースのターゲティングが最良ではなかろうかと提案している訳である。

さらに申し上げますと、CPIのゼロターゲティングは金融政策にディスプレイを与え、目指すところを抽象的な言葉ではなく分かり易い数字で人々に示すことにより、将来の期待を安定させる効果があると思う。また、政治的な介入を防ぐ盾にもなるのではないかと考えている。以上、物価目標付きのマネタリーターゲティングが最善のフレームワークだと思い提案している。

速水議長

質問、追加的な討議があればどうぞ。

宜しいですか。それでは、採決に移りたい。中原委員案、議長案の順で一つずつ採決することにするが、異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

[政府からの出席者退室]

[中原委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：中原委員

反対：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

後藤委員

武富委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

報告する。中原委員の提案につき採決の結果、賛成1、反対8であった。

速水議長

ただ今の議案は否決された。次に私の提出した議案について採決する。事務局は正式な議案を持ち回って委員から決裁を得て下さい。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

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

議長案採決の結果は賛成 7、反対 2 であった。反対は中原委員と篠塚委員であった。

速水議長

それでは両委員は反対理由を明確にされたければどうぞ。

篠塚委員

現在のゼロ金利政策は、功罪両面を認めたいうえで現状維持が採られていると思う。私も同じく功罪両面を検討したいうえで、副作用の方をより危惧してゼロ金利政策に反対した。短期金融市場では金余り状況が蔓延しており、超低金利下で貸し手のリスク感覚が麻痺している。また、低金利の下で構造改革の遅れが目立つなど、これが長引く程制度化され、解除が困難になると思う。特に、今回は足許の景気情勢が一段と好転していることを

大きくみて、反対した。

中原委員

第一の反対理由として、景気の先行きへの配慮が必ずしも十分ではない。特に、十分な量的緩和によりターム物が安いということは、株式市場の参加者に利回りで買ってみようかという気を相当起こさせている訳であり、裁定が働くと思う。現段階で株の上昇は大変重要な意味を持っており、そうした利回り買いということも念頭に置く必要がある。いずれにしても、景気の先行きへ十分配慮し、回復を確かなものにするためには現在のゼロ金利では足りない。

第二は、政治との関係を一体どう考えるのかということである。色々な声が出て来ると思われ、その時にはっきりとしたフレームワークを持っていることが、日銀の独立性を確保する最善の方式であると確信している。

三番目に日銀の独立性も議会が立法した新日銀法の下にある訳であり、目標もフリー、政策手段もフリーという事態に対しては政治的な反発あるいは意見が出て来るかもしれない。日銀としても自己責任においてしっかりと目標を作った上で、適時適切な手段を講ずる自由を確保することが必要である。最後はマネタリーベースが鈍化しており、益々減ってくるような情勢にあるため、その点で配慮が必要である。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今、政策委員会として当面の金融市場調節方針として賛成多数で現状維持が決定された。黒田理事と金融市場局長はここに定められた方針に則って調節に努めるよう、これをもって指示する。

なお、決定事項の公表は会合終了後約30分後に行なうので、それまでの間は厳に出席者限りということで宜しく願います。

V. 金融経済月報の検討

速水議長

最後に金融経済月報の検討に入る。金融経済月報のうち最初の4ページが本委員会の正式な決定事項になるので、本日のこれまでの議論を踏まえて検討をお願いする。まず吉田調査統計局経済調査課長と両宮企画室企画第1課長からポイントを説明してもらう。

吉田調査統計局経済調査課長

基本的見解の実体経済部分についてご説明する。最初の総論に関しては、今月は「足許の景気を見ると、下げ止まりの状況が続く中で、輸出、生産等一部に明るい動きが見られる。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、冒頭の部分を先月の「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。」から若干変えてある。基本的に下げ止まりという認識は同じだが、輸出、生産等に明るい動きが出てきたことを踏まえて、それを書き込むこととした。

続いて各論は、住宅投資について、先月までは「持ち直し傾向が続いている。」としてあったが、今月は「このところ頭打ちとなっている。」と表現を変えてある。プラス面としては、純輸出について従来は「足許やや弱含みで推移している。」という認識であったが、今月は「増加に転じている。」と変えてある。さらに鉱工業生産も輸出等の増加に伴い増加に転じているため、今月は「増加に転じつつある。」と先月までの「下げ止まっている。」という表現から一歩進めている。

先行きに関する結論部分の「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。」という表現は先月までと同じである。ただ、材料面で若干加えており、プラス面の政策効果の浸透およびアジア景気のプラス効果は同じだが、マイナス面として今月は「住宅投資は、先行指標の動きからみて、秋以降緩やかな減少に転じる可能性が高い。」と記述した。今一つ、このところの円高進行を踏まえて「円高は、当面企業収益の減少要因として作用するとみられる。」と付け加えている。

物価は現状認識で二点ほど変更し、先行きについても若干変更している。現状については、まず輸入物価が為替円高の進行に伴い8月は前月比マイナスに転じたため、それを踏まえて「円高の進行に伴い、幾分下落している。」という表現に改めている。企業向けサービス価格指数についてもこのところ下落テンポが鈍化しているため、その旨記述している。先行きは「物価に対する潜在的な低下圧力は、引き続き残存する」点は変わらないが、その理由としてこれまでは「景気の下げ止まりが続くもとでも、需給ギャップの明確な縮小は見込み難く、」と言ってきたが、今月から生産が増加に転じ、需給ギャップもそれに対応して若干縮小していくことも考えられるため、今少し意味を明確にすべく「民間需要の回復に支えられた需給ギャップの本格的な縮小は当面見込み難く、」と改めている。

雨宮企画室企画第1課長

金融パーツである。まず短期金融市場であるが、ターム物金利については「3か月といった期間の短めのもが一段と弱含んでいる」ことを明記した。ジャパン・プレミアムはやや長めの取引で残っているため、「期間の短い取引では、ほぼ解消された状態が続いている。」としている。その下の長期国債流通利回り、株価、円相場ともこの間の動きを記述しているものだが、本日のQEの発表後も基本的には長期金利1.8%台、株価1万7000円台後半での動き、円相場110円前後ということであり、取り敢えず変える必要はないと思っている。

コール市場残高など金融の量的側面の記述は基本的には変えていないが、企業の資金需要面の動きを改めている。前月までは「実体経済活動に伴う資金需要が低迷を続けているほか、手許資金積み上げの動きも収まっている。」と、昨年からの金融不安で手許を積み上げようとする動きが収まっているという表現であったが、この間の企業および金融機関に対するヒアリング調査等も踏まえ、ここは「手許資金を取り崩して借入金を返済する動き」と、具体的に書いている。以下は変わっていない。

速水議長

何かご意見はありますか。それでは宜しいようなので決裁したい。

[全委員が賛意を表明]

[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

基本的見解を採決の結果は賛成9、全員一致であった。

速水議長

それでは、ただ今ご決裁頂いた基本的見解に沿って、後段の背景説明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9月13日の、午前8時50分に行なうことにする。

VI. 閉会

速水議長

これをもって議事が全て終了した。次回の金融政策決定会合は 9 月 21 日火曜日を予定している。

(午後 3 時 14 分閉会)

以 上