

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2000年4月10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）

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）

田谷禎三（審議委員）

政府からの出席者：

大蔵省 林 芳正 政務次官（9:45～15:33）

原口恒和 大臣官房総務審議官（9:00～9:45）

経済企画庁 河出英治 調整局長（9:00～15:33）

（執行部からの報告者）

理事

黒田 巖

理事

松島正之

理事

永田俊一

金融市場局長

山下 泉

調査統計局長

村山昇作

国際局参事役

小山高史

企画室審議役

稲葉延雄

企画室企画第1課長

雨宮正佳

調査統計局企画役

吉田知生

（事務局）

政策委員会室長

小池光一

政策委員会室審議役

村山俊晴

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

内田眞一

I. 開会

速水議長

ただ今から金融政策決定会合を開催する。

(午前9時開会)

まず前々回会合の議事要旨の承認を頂き、続いて金融経済情勢に関して執行部から報告を受ける。その後、金融経済情勢に関する委員方の討議、当面の金融政策運営に関する討議、もしあれば政府からご出席の方々からご発言を頂く。そして採決、最後に金融経済月報の基本的見解の取り纏めという順序で進めて参りたい。

政府からのご出席は、大蔵省から原口総務審議官、後刻に林政務次官も出席されると伺っている。経済企画庁からは河出調整局長がご出席である。予めお断りしておくが、会合の中で出されたご意見、ご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、そのことを前提にご発言されるようお願いする。

II. 議事要旨(3/8日開催分)の承認

速水議長

最初に、前々回3月8日の会合の議事要旨を承認したい。お手許の議事要旨にご異議はございませんか。

[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。4月13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

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

田谷委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

Ⅲ. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

金融経済情勢等に関する執行部からの報告に移る。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

前回会合以降の金融調節運営については、3月31日の年度末を大量資金供給により大きな混乱もなく乗り越え、その後は残された巨額の余剰資金の吸収に徹する1週間になった。こうした調節オペレーションの結果、オーバーナイト加重平均レートは期末日31日に一時0.04%に上昇したのを除き、0.02%のゼロ金利水準で総じて安定した推移を辿った。この間のオペレーションは三つの局面に分けてみる事ができる。第一は3月28

日から 30 日午前中までの局面である。期末日の接近に加えて決算日に関する Y2K 問題からインターバンク市場の流動性低下、金利上昇圧力の強まりが懸念されたため、当座預金残高を 28 日には 3 兆 1,000 億円、29 日には 2 兆 9,000 億円、30 日には 6 兆 9,000 億円と大幅に拡大した。その結果、オーバーナイト取引は 0.02% 前後での大変落ち着いた推移を辿ったほか、一時的には 0.5% を超える水準にあった年度末越えの末初レートも 0.05% を下回る水準での出合いがみられるなど、取り手金融機関の年末越え調達がほぼ完全に終了したこと等を受けて、マーケットに資金余剰感が急速に拡がる展開となった。

このため 30 日午後には追加オペを実施し、1 兆円の吸収を行なった。追加オペの実施は 3 月 1 日以来である。このように 3 月 30 日、31 日は既往の資金吸収オペの期落ちにより当座預金残高を一段と増加させる一方で、マーケットの落ち着き度合いを確認しながら余剰資金の吸収を開始する第二の局面に移行した。その結果、3 月 31 日の追加オペ実施後の当座預金残高は 17 兆 7,000 億円になった。同日のオーバーナイト加重平均レートは、大量資金供給等に伴い取引が極端に減少する中で信用力の低い一部先の調達が加重平均を押し上げる格好になったため、結局 0.04% に上昇した。因みに、前年度末の 3 月末は 0.05% であった。第三の局面は 4 月 3 日以降 7 日までの 1 週間であった。年度末を無事乗り越え資金余剰感が強まる中で、朝方から 0.01% の出合いがみられる極めて落ち着いた推移を辿ったため、連日大量の資金吸収オペを実施した。こうした吸収オペレーションの結果、当座預金残高は 7 日には 4 兆 8,000 億円と概ね通常のレベルに戻っている。

以上のような今回の年度末越えの短期金融市場動向等を振り返ると、幾つかの特徴点が指摘できる。年度末時点の当座預金残高は結果的に 18 兆 3,000 億円と巨額に上ることになったが、その額は昨年末の Y2K 時の 23 兆 1,000 億円と 2 月 29 日の 14 兆 8,000 億円の概ね中間に位置する。今回の特徴は、積みのパターンが変わってきたことである。すなわち、昨年 12 月および 2 月積み期には、それぞれ年末および 2 月末時点での大量資金保

有を想定し、いわゆるブタ積み回避を狙い期の前半には極端に積み進捗を抑制する仕振りを示した。これに対し、この3月期は当初から日割り進捗率を若干上回るテンポで積みが進められている。これは期末とあって都銀各行が機関投資家等の預金流出の可能性を勘案し、ほぼ自然体で積みを進める姿勢に出たためと思われる。またY2Kと2月29日の経験を経て、事前に積みを極端に抑え込まなくとも3月末の一時的な資金の積み上りであればブタ積みを回避する資金繰りが可能という一種の自信も背景にあったと推察される。その意味では、大量資金供給への慣れを象徴する動きとも言える。

第二の特徴点は、2月末越え時に比べて、3月末越えの末初レートが早期に、かつかなり大きく上昇したことである。2月末越えの場合には資金を取り遅れた外銀の取り上がりから28日がピークとなったのに対し、今回は外銀も2月の経験から早めに資金調達を進めたため、レートは23日にピークを打ち、本行が当座預金供給を大幅に拡大した28日以降は大きく低下している点が特徴である。これはY2K並びに2月末越えの苦い経験を踏まえ、資金の取り手、特に外銀が早めに資金調達を進めたこと、また3月31日は当初Y2K危険日とされていたが、地銀、系統等の資金の出し手がこれを余り意識せずに、年度末の資金繰りが固まった3月27日以降は積極的に資金を出してきたことなどを映じたものである。第三の特徴は、今回の資金供給オペレーションでは短期国債買現先の依存が一段と強まったことである。Y2Kや2月29日および今回とも、グロスの短期資金供給オペ残高は結果としていずれも40兆円台と概ね同水準となっているが、オペ手段別の供給額としては今回は短国買現先が29兆円とウェイトを一段と高めている。これはFBを中心とする短国発行残高の拡大を映じ、同オペの集玉力が一段と高まったことによる。なお、一方でCP買現先の残高が大きく落ち込んでいるのが目立つが、これは企業の資金需要の低迷に加え、銀行が健全化計画達成に向けてCP発行から貸出への切り替えを図ったことなどから、CP発行額自体が少なかったためとみられる。

最後に、4月入り後のターム物レートは全体的には保合い圏内での動き

となった。まずユーロ円出合いレートは、3M以下の短めのタームでは年度末プレミアムの剥落からやや低下している。これに対し、6M以上ではゼロ金利解除懸念から若干強含む格好となっている。この間、短国レートはこの2週間では1Yは0.2%前後で概ね横這い、6Mと3Mは入札動向等の影響がありかなり振れているが、達観すれば3月央に比べ若干水準を下げています。4月3日に行なわれた注目の2か月物FB、いわゆるキャッシュ・マネージメント・ビルの入札も応札倍率2.6倍、平均落札レート0.065%と好調のうちに終了した。FBの大量発行の発表を受けた需給不安感もひとまず落ち着きを取り戻してきている。こうした中で、マーケットでは3月短観が市場予想の範囲内の緩やかな改善に止まったことや円高の進行、さらには4月4日の総裁の発言に関する報道——個人消費の動向を見極めたうえでゼロ金利の解除の時期を判断する——などから、ゼロ金利解除は本年秋以降との見方が引き続きコンセンサスとなっているように窺われる。短期金融市場では、年度末を無事通過して当面格別大きな材料が見当たらないため、今後発表される景気指標とそれに対する本行の反応をみながら、ゼロ金利の解除時期を探る展開となるものと思われる。一部には大量発行となるFB、TBの消化状況や郵貯の定額貯金の流出動向等がマーケットの攪乱要因となり得るとの見方もある。そうした市場の動向をも睨みながら、引き続き豊富な資金の供給により市場地合いの安定確保に努めて参りたい。

中原委員

CPが減った理由は何か。

山下金融市場局長

基本的には発行が減ったことである。発行が減ったのは資金需要が基本的にないことと、銀行自体が健全化計画で3月末に貸出残高をある程度積み上げなければならないため、CPよりは貸出で対応したことも大きな要因として作用したように思われる。また、足許の資金が余剰で運用難に苦

しむ先が多いため、本行に担保として持ち込まれるCPの額が減少していることも響いている。

速水議長

日本銀行の適格CPの残高はどの程度か。

山下金融市場局長

市場残高（除く銀行発行分）自体は概ね15兆円から17兆円のレンジでの推移である。そのうち、日本銀行に持ち込まれているCPオペ残高は、3月30日段階で3兆9,170億円である。

速水議長

次に、小山国際局参事役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）

小山国際局参事役

まず、為替相場は前回の決定会合当時は107円程度であったが、そこから円の対ドル相場は上昇し3月末には102円台まで急騰している。しかし、4月初には本邦当局による介入報道等から値を戻し、目下は105円を挟んでもみ合う展開を示している。本日も今週末のG7を控え、神経質な動き難い展開を示している。この間、円高要因としては二つある。一つは、本邦の景気回復期待である。特に3月末には、4月3日の短観の結果公表を控えて薄商いの中で円を買い上げる動きがあり、これが円高を加速した。先週も堺屋経済企画庁長官等による景気底入れを判定してもよい時期であるという発言があり、本邦景気回復を示唆する情報に市場は反応し易い状況にある。また、本日も総選挙が早まるといった報道からゼロ金利解除の制約が早めに抜けるというような憶測が出ている。今一つの要因としては、米国の株式市場の不安定な相場展開と、それに比した本邦株式市場の

堅調な足取りが背景にある。

逆に、円の上昇を抑えている要因も二つあり、第一は介入警戒感が引き続き強い点である。4月初に介入がなされたという報道があったが、その後も市場では105円を割ると介入があり得るとか、104円50銭が防衛ラインといった見方がある。先週末も宮澤大蔵大臣がこの週末に乱高下すれば東京で適切に対応すると述べており、介入警戒感が強い。第二はいわゆる機関投資家、生保、信託、投信等による新年度入り後の外国証券投資がこの先本格化するという期待である。ただし、内外証券投資の約定動向をみる限りにおいては、目下のところ一気に出てくるという情報は得られていない。介入報道に伴いどの程度市場の相場観が変わったかをチェックしたい。結論としては、円高基調を予想する見方が引き続き強い。1か月物オプションのリスク・リバーサルをみると、介入報道があった4月3日後もドル・ブルではなくドル・ベアを向いており、横這いなし一段とドル・ベア化している。今後も円相場上昇の見方が根強いことが窺われる。

一方、ユーロの相場は軟調な展開を継続している。ユーロエリア内企業による域外の大型企業買収の報道等があったし、欧州中央銀行による利上げ期待の後退等が背景となっている。また、ユーロエリアの当局者からもこれといったユーロ安懸念の発言が聞かれないことも影響している。市場では先週末のEU蔵相会議、非公式蔵相会議の討議結果が注目されていた。しかし、声明は出ていない。参加した各蔵相からは次のようなコメントが出ている。例えば、イタリアの蔵相はより強いユーロエリア経済の拡大は強いユーロに反映されると確信しているという、従来からの言葉が繰り返されている。市場は今週末のG7でユーロについてどのような言及がなされるか注目している。ただし、ドイセンベルク総裁、あるいはポルトガルの大蔵大臣がG7ではユーロに関する声明を求めないという発言をしていると伝えられている。

次に国際金融情勢、金融市場の動向に移る。海外株価については、米国のIT関連株価が高値警戒感の強い中で荒い値動きを示しており、これに呼応して欧州、東アジア、中南米共にハイテク銘柄を中心に軟調な展開を

辿っているのがここ2週間ばかりの特徴である。ただし、米国でもオールド・エコノミー——いわゆる伝統的企業——のウェイトが相対的に高いニューヨーク・ダウやS & Pは概ね横這い圏内の動きになっている。また、アジア、欧州の株も過剰反応は示していないのが現状である。

一方、国債等の長期金利は米国、欧州共に低下している。米国での下落はクレジット・スプレッドに関するものであるが、米国の財務次官がエージェンシー債に関する見直し提案を支持する発言をしたため2年物より長めの国債金利が一段と低下し、逆イールド化が一段と進展した。この間、民間の長期金利は金利スワップ、社債も長期を中心に下落し、イールドカーブは一段とフラット化している。欧州における低下は、ドイツの金属労組IGメタルの賃上げ交渉の一部妥結を受けて金融引き締め観測が後退したことが背景にある。

海外経済一般については、米国では基本的に個人消費と情報化関連設備投資を主体に力強い拡大を持続している。本来金利感応的な住宅や自動車等も、住宅が高水準、あるいは自動車は伸びが続いている状況である。一方、物価はエネルギー価格が上昇しているが、全体としては労働生産性の上昇を背景にフローベースでは安定基調を保っている。賃金の伸びは、雇用統計によると3月は前年比+3.8%であった。時間当たり賃金は3月の全産業前年比が+3.8%となり、2月の+3.5%が+3.7%に修正されている。非常に僅かながら伸びが高まっている。なお、非農業部門雇用者数は3月は41万6,000人の増加である。2月が修正されて7,000人の増加である。失業率は3月4.1%であった。この雇用関連統計の発表に対し、マーケットはほぼ予想どおりとして、ほとんど動いていない。なお、FFの先物については6月限月が大体6.3%前後、7月限月が6.45%程度であり、市場は目先の利上げを予想した形になっている。

ユーロエリアでは輸出増加に加えて個人消費が堅調度合いを増しており、これを受けて生産、雇用とも改善基調にある。特に、ドイツの鉱工業生産は2月が前年比+3.4%となった。1月が0.5%から-0.9%に下方修正されている特殊要因はあるが、強さが確認されたということである。一

方、物価はECBの中期目標である2%に達しており、コアベースでも上昇率が徐々に高まる傾向である。

最後に、東アジアは情報関連財の輸出の好調と、これまでの景気浮揚策の効果浸透があり、個人消費に並んで設備投資にも持ち直しの動きが広がっている。物価の方は景気回復と原油高から上昇率が多少高まってきているが、基本的に労働需給が緩い状況であり、スパイラル的な物価上昇に繋がる可能性は当面高くない。

速水議長

ドイツの鉱工業生産は良くなってきたということか。

小山国際局参事役

基調としてそのように考えている。ただ、2月は建設部門に特別な動きがあったようであり、その特殊要因が嵩上げしているが、基本的に上昇傾向にある。

中原委員

ドイセンベルク総裁の発言は、G7では別にステートメントは求めないということか。

小山国際局参事役

そのように伝えられているが、確認はできない。

植田委員

アメリカのエージェンシー債の件は、政府保証があるかないかとか、保証の程度についてこれまで思われていたよりもリスクが高いという方向でのニュースが出た結果、リスク・プレミアムが上がり国債の金利低下に繋がったということか。

小山国際局参事役

然り。エージェンシー債への需要から国債へシフトした形の需給要因とも言えるし、あるいは flight to quality とも言える。リスク・プレミアムの違いから評価が変わった。

植田委員

政府の正式な言い方はどういうことなのか。

小山国際局参事役

エージェンシー債に付いている政府保証枠を廃止するという提案が出ているが、ゲンスラー財務次官がそれに対する支持を表明した。この法案は議員立法であるために通る可能性について疑問視する人が多いが、財務省サイドから支持が出たということでマーケットが反応したようだ。

中原委員

エージェンシー債から国債へ移っている訳か。

小山国際局参事役

国債の流通量が減ってくるため、エージェンシー債をそれに変わるベンチマークとして使っていこうという動きが出ていたが、これに対していわば冷水を浴びせた格好になっている。エージェンシー債自体は国債とは違い、本来政府の保証が付くべきではないということを財務次官が述べた訳である。

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をお願いする。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-3）

村山調査統計局長

今月は経済活動の現状評価について基調判断を前進させている。まず、現状認識から申し上げる。純輸出については増加傾向を辿っている。公共投資も先月までは緩やかに減少と判断していたが、補正予算の執行から増加に転じていると判断している。個人消費は回復感に乏しい状態である。住宅投資も減少していることで変わりない。設備投資については、下げ止まりから緩やかな増加に転じていると判断を進めている。前月は、概ね下げ止まったものとみられるという判断であった。次に、生産は増加しており、企業収益ならびに業況感の改善も明確化している。企業部門においては、前向きの所得形成メカニズムが着実に作動している。雇用面では雇用者数、賃金の両面でこれまでの減少傾向に歯止めが掛かりつつある。ただ、家計を巡る所得環境は引き続き厳しい状況にある。以上の総括判断として、「わが国の景気は、持ち直しの動きが明確化している」と、前回の「持ち直しに転じている」から少し進めている。企業の業況感、収益の改善が続く中で設備投資に回復の動きが見られ始めているということである。民間需要は設備投資を起点とした自律回復過程に入りつつあるが、個人消費の増加を伴う本格的な立ち上がりまでには今暫く時間を要する可能性が高いと判断している。

今回景気判断を上方修正した理由は二点ある。第一点目は民需の自律回復の大前提となる企業収益の回復が2000年度も継続する見通しであることが、各種アンケート調査から確認されたことである。第二点は、民需の自律回復の第一ステップとなる設備投資について、電子デバイス関連業種あるいはその関連業種で能力増強投資が相次いでいることと、収益あるいは金融環境の改善を背景として中小企業の投資スタンスも前傾化してきていることが明らかになった点である。物価については、ほとんど変化がなく、国内卸売物価はほぼ横這い、消費者物価については基調としては幾分弱含み、企業向けサービス価格は小幅の下落を続けている状況である。

先行きについては、まず設備投資は当面緩やかな状況が続くと考えられ

る。ただ、企業の売上げ見通しは引き続き慎重であり、設備投資の持続性と広がりについては今後発表される指標を注意深く点検していく必要がある。個人消費については消費者マインドが好転してきていることからみて、雇用者所得の増加が明確になれば増加に転じることが展望できる。この点、ベアは低い伸びに止まったが、夏季賞与動向が今後の鍵を握ると考える。物価の先行きについては、国内卸売物価は夏場までほぼ横這いであるが、どちらかといえば強含みで推移する可能性があると考えている。消費者物価は現在のところ弱含み傾向が徐々に薄れ、横這い圏内の推移になるとみている。企業向けサービス価格は従来同様に小幅の下落が続くと予想される。なお需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力については、以上のように民間需要の一部に回復の動きが出てきているため一頃に比べれば後退しているが、引き続き留意していく必要がある。

今月のポイントは三点ある。一つは設備投資について、二つ目は雇用・賃金の下げ止まり傾向について、三点目はC P Iの最近の軟化傾向をどう評価するかである。まず設備投資については、現状下げ止まりから緩やかな増加に転じている。短観等からみて2000年度の設備投資計画は、第一に大企業では電気機械やその他関連業種を中心に製造業の増加がほぼ確実とみられる。一方、非製造業では再開発案件の集中等の嵩上げ要因も一部に寄与している面があり、必ずしも投資姿勢が積極化したとは言いきれないところがある。従って、一時的になる可能性がある。第二に中小企業では年度当初の出足としては強めの計画となっており、収益も増益計画になっているため、今後上方修正される可能性が高いと考えている。設備投資とほぼ同時に動くと思われる一般資本財出荷は、1~2月でみると前期比7.6%の増加となっている。先行指標をみると、機械受注は10~12月に続いて1月も二桁の高い伸びになっている。勿論一時的な特殊要因を割引いてみる必要があるが、機械投資は趨勢としても増加基調にあると考えられる。建築着工床面積も、1~2月は大型の再開発案件が着工されたため大幅な増加となった。設備投資計画については、短観等で増加の動きが出ている。ただ内訳をみると、電気機械の寄与度が圧倒的である。過去の

設備投資回復局面で主導的な役割を担うことが多かった自動車や鉄鋼が寄与していない。素材業種も寄与度は小さいが、伸び率としては紙パルプ、非鉄、化学等が前年を上回る計画を示している。

第二のポイントは雇用・賃金である。完全失業率の2月は再び上昇し4.85%となっている。常用労働者数については前月比ほぼ横這いの状態が続いている。一方、新規求人も1、2月と前期比で増えており、2月は前年比でも二桁の増加である。従って、失業率は再び上昇しているが、雇用者数の減少に歯止めが掛かりつつあるという判断は変える必要がないと考える。次に賃金面では、所定内給与は1月、2月と前年比で伸び率が上昇している。勿論1月のサンプル要因や2月の閏年要因等があるが、雇用者所得の減少には歯止めが掛かっている。ただ、雇用者所得が全体として増加に転じるかどうかは夏のボーナスが鍵になると考えている。再び上昇した失業率についてどう考えるかであるが、新規求人数は、足許ではサービス等を中心に前年比でかなりの伸びを示している。一方、失業率は若干上昇した。ベバリッジ曲線、すなわち欠員率と失業率の関係をみると、通常は失業率が上がれば欠員率は下がるという右下がりの関係がある。しかし、求人はあるとしても職種等の条件が合わないため失業率が高止まりした場合には、右上の方向にシフトする。現に、70年代、80年代、90年代とミスマッチ等によるシフトがみられた。最近の動きについては、求人が増加していることからみて、失業率の上昇はミスマッチの可能性が再び高まっていることを示唆している。仮に、そうであれば労働需給が改善しても失業率は高止まる可能性がある。次に、常用労働者の雇用形態別内訳をみると、これまで一般労働者をパート労働者で代替する動きが続いていると申し上げていたが、パート労働者は増え続けている一方、一般労働者の減少は若干小さくなってきている。従って、パート労働者に切り替わる動きは一応まだ続いている。ベアの状況については、日経連ベースでみると平成12年は2%であった。平成11年は2.17%であり、ほぼ前年並みである。

個人消費については、年明け後に幾分持ち直したが、なお回復感に乏し

い状態が続いている。まず、3月の新車登録台数の除く軽ベースは前月比-7.8%、前年比-4.0%である。これについては一部メーカーの人気車の生産が追い付かずに4月に持ち越された結果、かなり大きなマイナスになったものである。従って、販売地合いがここにきて一段と悪化したとみる向きは少ないようであり、4月は再び増加するとの見方が多い。デパートでは3月については春物衣料品の売れ行きが鈍化し、全体として1~2月のような動きがなくなっている。4月入り後もほぼ同じような状況が続いている。また、全国チェーンストアも衣料品の不振から3月入り後はむしろ販売が減少しているというヒアリング結果である。旅行の取扱額は、ゴールデンウイーク中の旅行がこれからの焦点であるが、ヒアリングによると昨年を上回る見込みである。国内、海外とも昨年を上回り、特に海外ではヨーロッパ向けがユーロ安もあって人気があると聞いている。

次に、以上を踏まえた鉱工業生産の状況である。1~3月は予測指数を用いると前期比+2.2%、曜日構成等を調整すると+0.6%となる見込みである。情報関連財、あるいは半導体製造装置等の一般機械が増加している。さらに自動車も輸出は減少しているが、新車投入効果から増産体制が確立するため増加した。ミクロのヒアリングでは概ね2%内外の伸びとなる見込みであり、マクロベースでもその程度が見込まれている。次に、4~6月の生産については自動車は減産に転じるが、情報関連財、あるいは一般機械での増産が続く、テンポは緩やかであるが増加傾向を維持する見込みである。ミクロヒアリングでも4~6月は若干ながらもプラスになるという結果になっている。

次に物価である。原油価格は一旦は30ドル台になったが、OPEC総会の増産決定を受けて最近では25ドル前後で推移している。当面大きく上昇する可能性は小さいとみられる。なお、交易条件は輸出物価でこれまでの為替円高を転嫁する動きが引き続きみられているが、輸入面では原油価格の上昇が大きいと引き続き悪化している。そうした輸入物価の推移が他の物価に及ぼす影響であるが、輸入物価の転嫁スピードが国内卸売物価に対しては速いだけに、当面国内卸売物価は昨年後半来の原油価格の上

昇と本年入り後の為替円安が押し上げ方向に作用する。因みに、3月のWPIは前月比横這いの0.0%であった。前年比は+0.1%であり、本年だけみると横這いであるが今年の動きからは+0.1%である。前年比が+0.1%になったのは前回98年2月の+0.3%以来である。ただ、これは97年4月に消費税が引き上げられた影響が残っていた時期であり、仮にこの消費税の時期を捨象すれば前年比がプラスをつけたのは91年10月の+0.1%以来である。3月の数字をみても原油価格関連が上昇要因に効き、一方で従来同様に電気機器等が下落方向に作用することが続いており、全体としては横這いである。

消費者物価に関しては原油価格上昇の影響が小さいため、当面は円高の影響が価格押し下げ方向に緩やかに働くと考えている。ただ、為替相場の安定が続けば、こうした押し下げ効果は徐々に薄れていくと考えられる。CPIの最近の軟化について焦点を当ててご説明する。消費者物価の前年比を「除く生鮮食品」で見ると、2月は-0.1~0.2%で推移している。従って、表面上は落ち着いた形に見えるが、最近の商品の前年比のマイナス幅が拡大しつつある。一方、民間サービスは、それを打ち消す形で上昇方向に働いている。内容的にはほとんどが家賃の寄与であり、家賃はこれまでも非常に振れが多いだけに、現在のところこれが趨勢的なものとは即断できない。従って、商品のマイナスだけが残る形になり、この商品のマイナス幅拡大をどう解釈するかが一つのポイントになる。商品の内訳を寄与度で分析してみると、2月でプラス方向に働いているのは石油製品、ガソリン等である。一方マイナスに働いているのは、その他、耐久消費財である。こうした商品の動きを輸入品および輸入競合商品とその他のいわば国内品とに分けて推移をみると、輸入および輸入競合商品のマイナス幅がまだ大きい。2月は多少元に戻っている。一方、国内品は一段とマイナス幅を拡大した。経済全体の動きからみて、こうした国内商品の下落が需給要因によるものとは直ちには考え難い。銘柄変更等に伴う一時的な統計の振れである可能性を含めて、今後の推移をみていく必要がある。

銘柄変更に伴う一時的な振れについて申し上げますと、消費者物価は来年

95年基準から2000年基準へと基準時改訂が行なわれる。それを前にして、大幅に新規品目を採用しており、その予備調査が既に昨年11月から始まっている。現在の消費者物価指数には採用されていないパソコン、あるいは園芸用の土、パソコン用の用紙などが新たに採用される。これを1年間に亘って予備調査を行ない、データを蓄積したところで2000年基準のCPIに反映する訳である。現在、末端ではこの予備調査と現行の調査が並行して行なわれている。従って、調査員は従来の店に加えて、パソコン、園芸用の土といった従来になかったものまで調査する必要がある。パソコン等は大手量販店や大型店にしかないし、園芸用の土はホームセンター等にしかない。そうした新しい店でこうした商品を調査する訳であるが、その際に従来の商品もその店にあれば、その新しい店で両方を調査してもよいという扱いになっているようである。一般的には大型店の方が従来からの商品も安いと、その分CPIは下落する。11月以降特に値下がり激しいものを挙げれば、テレビ、エアコン、電気アイロン、電球などであり、いずれも大型の家電専門店等で売られているものである。あるいは浄水器、ガス湯沸器、血圧計、ヘルスマーター、自転車などホームセンター等に多い銘柄である。

また、指数の銘柄変更は例年1月に行なわれるが、この1月は例年に比べて多い48銘柄が変更になっている。99年1月は17銘柄であった。こうした事情も影響しているかと思う。ただし、これらの要因のマグニチュードは不明であり、最近のCPIは読み難くなっている。

(午前9時45分原口大蔵省総務審議官退室、林大蔵政務次官入室)

速水議長

3月の卸売物価の前年比が+0.1%というのは、98年2月以降初めてなのか。

村山調査統計局長

計数上は98年2月以降初めてである。ただしその時は消費税引き上げの影響があったので、それを除けば91年10月の+0.1%以来である。

速水議長

WPIも銘柄変更を行なっているのか。

村山調査統計局長

私共では毎月行なっている。極力その時々で最もマーケットで取引されている銘柄を選ぶことにしている。いずれにしても、前年比は+0.1%になっているが、プラス寄与には原油の部分が大きい。

速水議長

原油だけでみれば、前年比どの程度になっているのか。

村山調査統計局長

石油・石炭製品でみると、前月比+2.6%、石油・石炭製品の前年比は+22.5%である。従って、これが大きく寄与している。

速水議長

他はマイナスが大きいということか。

村山調査統計局長

然り。マイナスが大きなものは、寄与度でみると例えば電気機器の前年比は-2.9%である。これはウェイトがかなり大きく、全体として大きく寄与している。3月も大体同じ傾向であり、技術革新要因等もあって特に電気機械を中心にコンスタントに値が下がっている。上に持ち上げているのが為替・海外市況連動型、すなわち石油・石炭製品等である。素材も幾分上がっている。

中原委員

91年の10月に上がった要素は何か。

村山調査統計局長

バブルの頃の後遺症だと思う。89年頃から前年比はプラスになっており、その最後が91年10月である。

中原委員

湾岸戦争の影響は何かないのか。もう出尽くしているのか。

村山調査統計局長

これまで卸売物価の前年比は概ねマイナスであるが、大きく上がったのは72、73年の第一次オイルショックの頃である。さらに、79、80年の第二次オイルショックの頃、そして89年から91年にかけてである。

篠塚委員

消費者物価が銘柄変更に伴い下落しているということであるが、通常は銘柄変更により物価指数に大きな変動が起きることはあり得ない。銘柄変更に伴う予備調査により、調査する店舗が変わったためではないかという説明であったが、それは総務庁に確かめたうえで確証があって言われているのか。

村山調査統計局長

どの程度の影響があったかは私共も分からない。ただ、個別品目について昨年の11月以降、相当急激に落ちているものがあることが一つの状況証拠である。私共の総務庁ないし都道府県等へのヒアリングによっても、確かに11月以降そうした形で基準改訂に向けた新品目の調査を始めている。一つだけ明らかなことは、調査員の方から旧店舗と新店舗で同じ物を

売っている場合には新店舗で一括して調査していいのかという質問に対し、それでもよいと答えていることである。ただ、その影響がどの程度であるのか、あるいはどの程度そうしたことが一般的に行なわれているのかという情報は開示されていない。

篠塚委員

各地方自治体に全部調査が任される訳であるが、どの程度そうしたことを確認したのか。

村山調査統計局長

組織的に各都道府県に聞いていることはない。たまたま親密先から得た情報であり、今後そうしたことも含めて情報収集に努めたい。

三木委員

その件は全体感が分かり難い。例えば、消費者物価にパソコン関連が含まれていないため、新しい品目を入れた方がいいのではないかということであるが、本行からみて他に何か抜けているものがないのかどうか。また、どこで価格を調査するかというエリアや店舗の変更による影響もある訳であり、全体の品目のうちどの程度を変更するといったことは分かるのか。

村山調査統計局長

まず、基準時が改訂されることに伴う新しい品目の追加と、それが現在の指数に与える影響とは明確に区別しなければならない。従って、現行のCPIにはパソコンや今申し上げたような品目は含まれておらず、変更に伴う効果は現在の下落には入っていない。それは翌年新しい基準値に改訂されてから初めて出てくる効果である。

三木委員

パソコンや園芸用の土などの他にはどのような物があるのか。

村山調査統計局長

私共が聞いている主なものは園芸用の土、パソコン、パソコン用のPPC用紙などである。勿論、その他にもかなりの物が追加になると思うが、元々2000年基準でどのような物を採用するかは公式には発表されていない。また、そうした品目を調査する過程で、店舗が変わっている影響がどの程度あるのかである。消費者物価については、全国を調査区域に分け、その中で調査員が自ら店舗を選択して調査をすることになっている。品目によって、近場で行なうものと遠くまで行くものとに分かれている。

三木委員

調査員が自ら選択するのか。

村山調査統計局長

然り。それは調査員の判断に任されている。間接的な情報では、商店街を核とする比較的狭い区域の中から選ばれ、郊外の大型小売店や安売り店が調査対象から漏れることが多いと言われていた。今回、新しい追加品目にこれまでの商店街ではなかなか買い難いパソコンなどが含まれているため、結果として大型店まで足を伸ばしている可能性がある。今少し都道府県の実際の現場の状況を調べてみたい。

速水議長

細かいことだが、3月の石油・石炭関係が+22.5%とのことであったが、為替・海外市況連動型は2月は+12.0%になっている。同じ数字ではない訳か。

村山調査統計局長

これは分類が違っており、石油・石炭だけではなく、他に為替と連動する素材も入れている。従って、石油・石炭だけ取り出した場合に比べてマ

イルドになっている。

速水議長

そのシェアが5.0%と低いが、その程度のものか。

村山調査統計局長

現在はその程度に落ちてきている。

速水議長

引き下げ要因として機械類が一貫して効いてきているが、これはコンピューターやIT関連か。

村山調査統計局長

大部分が半導体等の電気機械およびその部品、パソコン等である。

速水議長

機械が押し下げ要因であるが、自動車などは入っているのか。

村山調査統計局長

入っている。機械類の全てである。

速水議長

コンピューターや携帯電話などはこれ以上に下がっているような気がするが、この程度か。

村山調査統計局長

寄与度としてはこの程度であるが、個別品目をみれば値下がりにはさらに激しいものがある。

速水議長

石油が特殊な要因で動いているが、そう不健全な動きではないな。

村山調査統計局長

上がっているのが石油・原油関係、下がっている主体が機械類である。従って、問題は機械類の下落のうち技術革新要因、あるいは生産性向上要因をどの程度みるかということである。

速水議長

最後に、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

まず金融市場動向であるが、短期金融市場は引き続きオーバーナイト金利が0%近傍で安定的に推移している。ターム物金利も3月末にかけて幾分強含んだが、その後軟化している。長期金利を長期国債流通利回りで見ると、1.8%を挟んだ水準で小動きの状況が続いている。これに対し株価は堅調に推移しており、2万円台をキープしている。ジャパン・プレミアムは引き続き0で変わっていない。金融の量的側面は、この5か月程度は実勢は変わっていないと思っているが、3月末にかけては金融機関が経営健全化計画を睨み貸出の積み上げを図ったようである。このため、マネーサプライの前年比も伸び率の鈍化傾向が続いている。

特徴点を三点ほど申し上げる。まず長期金利と株価の動向であるが、長期金利は、ほとんど横這いの中での小動きである。この1か月だけを見ると、売り材料として比較的明るい指標が出たこと、金利上昇を示唆するような要人発言が幾つかあったことが売り材料になった局面もあった。ただその後、例えば入札が好調であるなど需給の良さを物語る材料が買い材料となり、結局全体としては横這い圏内で動いている。次に日経平均株価は

4月3日の3月短観の発表日に2万726円という直近ピークをつけた後、アメリカ株価の波乱を売り材料にして若干下げている。特にハイテク株の見直しを中心に下げている訳であるが、基本的には2万円台をキープして比較的堅調さを維持している。長期金利と株価の背景にある見方を理解するために、まず先行きの金利観をみると、金先カーブはこの2週間ほどはほとんど変わっていない。4月5日だけは現時点と1限月先が若干上がっているが、概ねフラットである。この1限月先というのは6月であり現時点は0.13%、6月の1限月先が0.17%とほとんど横這いであるが、9月になると若干屈折している。9月が0.31%、12月が0.48%であり、カーブの形状からみるとマーケットは9月から12月頃にかけてのゼロ金利解除の可能性を多少織り込んでいると思う。因みに、民間の調査機関26社に対して、先行き6か月の間にゼロ金利の解除があるかないかというアンケート調査が毎月行なわれている。2月調査では6か月以内にありと答えた先が3%であったが、3月は11%、4月調査では23%と徐々に増えている状況である。

株式の業種別の特徴をみると、最近の動向はいわゆるハイテク銘柄の見直しとバリュー株と呼ばれるその他の低位株等への注目が特徴である。製造業では電機、精密機械などが総じてみれば横這いに転じているのに対し、輸送機械が2月の中旬頃から上昇に転じている。非製造業も状況は同様であり、通信が横這いからむしろ下向きなのに対し、銀行、不動産、建設などが引き続きレベルは低いものの若干上向きになっている。背景としては第一にハイテク株の行き過ぎに対する見直し気運と、このところ投信設定が続いており、比較的幅広い銘柄に買いを入れているという需給要因も指摘できる。

民間銀行貸出については、5業態合計の償却要因等調整後の2月-2.5%が最新の数字であるが、主要3業態の貸出では2月実績が-2.8%に対して、3月の実績見込みは-2.5%である。恐らく経営健全化計画を睨んだ貸出積み上げからマイナスは縮まる可能性があると思われる。焦点となっていた中小企業向けの貸出については、これは増加額でみるか残高でみる

かにより違うが、資本注人行全行が目標を達成したとのことであり相当積み上げに注力したものと思われる。ただし、内容的には、製造業の子会社向けに短期のローンを組んだものが多く、資金需給の実勢を変えるような動きになるかどうかについては、この先の様子を見ないと分からない。余りそうした力にはならないとみている。そうした中でも企業金融は緩んでおり、中小企業からみた金融機関の貸出態度に関する直近調査では、短観と中小公庫の景況調査、いずれも徐々にではあるが企業からみた金融機関の貸出態度も緩む方向で動いている。短観の規模別でみた金融機関の貸出態度判断DIは、大企業は既に昨年9月から緩い超に転じており、その緩い超幅を拡大させている。中堅企業は、3月調査で初めて緩い超に転じている。中小企業は引き続き厳しい超が続いているが、その幅が次第に縮んできており、全規模合計ではこの3月短観で初めてトントンに戻っている。

ただし、こうした中で資金需要そのものは低調が続いているため、マネーサプライについても低迷した状況が続くとみている。M2+C Dの99年第4四半期の実績が前年比で3%、本年の第1四半期実績見込みが2.2%であるが、第2四半期については2.1%とほぼ第1四半期と横這いの伸びを予想している。内訳的には、引き続き民間向けの信用供与はマイナスに寄与すると予想され、信用供与の伸びの低下を-0.3%程度みている。この4月からは郵貯の大量流出があり、どの程度銀行に歩留まるかが計数上は攪乱要因になっている。郵政省では郵貯の流出額は大体4割とみている訳であるが、その流出額の約半分がマネーサプライ対象商品に歩留まると仮定、その寄与を+0.3%とみている。結局、信用供与の-0.3%と郵貯からの流入+0.3%が打ち消し合い、ほぼ横這いの2.1%という見通しである。当分この郵貯要因等でマネーサプライの数字は増える可能性があるが、資金需要面の強さはなかなか出てこない展開が続くのではないかと。

3月のマネタリーベースは2月の7.3%に対して9.3%と幾分伸びを高めている。これもやや特殊な要因が寄与しており、日本長期信用銀行が資金を積み上げたため準備預金が積み上がっていることと、郵便貯金が4月

以降の大量流出に備えて銀行券を早めに手当てしたという二つ目の要因で若干伸びを高めている。

山口副総裁

マーケットの中から金利観の変化を読み取ろうとする場合、若干なりとも政策変更を見込んでいるとみられるのは金先程度かと思う。例えば、ユーロ円のターム物の金利などはほとんど変化していない。金先が唯一の資料であろうか。

雨宮企画室企画第1課長

ターム物についても、例えば3か月物はむしろ期末で上がり下がったという動きであり、6か月物はこのところ高まったままである。先程申し上げたとおり、他の材料、例えばエコノミスト、調査機関に対するアンケート調査等でみると、当面夏場前に金利が上がることを予測している向きはゼロである。従って、9月以降のどのタイミングでどういう確率でくるかのみが見通しの見方になるため、足許から出発した3か月物や6か月物は変化が出難くなっており、先物を見ている。それでは先物が足許大きく変化しているかと言え、例えば9月限の先物の時系列の推移をみると、3月23日頃に相当上昇したが、その後はむしろ低下している。強いて言えば、現在の0.31~0.32%は2月23日頃が一番低かったレートに比べて若干高くなっているという程度であり、ここにきて突然ゼロ金利解除を強く織り込み出したということではない。極々微妙な変化しかないのが実情である。

植田委員

国債のインプライド・フォワードの短期は多少上がっている。長期の方は逆になっている。

雨宮企画室企画第1課長

国債のイールドカーブを1年物インプライド・フォワード・レートで見ると、足許多少上がっているものがあるが、これも1年先、2年先、3年先が中心であり、今後1年の間に金利がどう変化するかをこれで読み取るのは極めて難しい。

山口副総裁

ユーロ円ターム物のインプライド・フォワード・レート1か月物があれば、意外に反映しているかもしれない。

雨宮企画室企画第1課長

然り。さらにアメリカのようにFFの先物があれば良い。自然のタームプレミアムがどの程度かを別途研究しなければならないが、FFの先物があれば期待形成、特に金融政策運営に対する期待形成がより読みやすくなると思う。それがないため、我々としては専ら金先とエコノミスト達に対するマーケット調査を併用しながら読み取ろうとしている。

田谷委員

そのマーケット調査はどこが調査したのか。

雨宮企画室企画第1課長

1月から共同通信が発表するようになった調査である。金利羅針盤という名前で月初に出る。

林大蔵政務次官

金利羅針盤では2月は何パーセントか。

雨宮企画室企画第1課長

2月は3%であり、1社ということである。

速水議長

長期金利が3月下旬になり下がってきたのは、市場で巧く吸収していることが浸透してきたからか。

雨宮企画室企画第1課長

長期金利は1.8%を挟む極めて小動きであり、大きく動いているというイメージはない。ただ、やや細かくみると、3月中は、例えばGDPについても設備投資のプラスが注目されたとか、あるいは宮澤蔵相のこれ程の低金利は続かないといった発言などを材料にした面があるが、ある程度金利が上がっていくと必ず買いが出てくる。需要が強いことを材料にして再び買いが入り、下がっていくパターンを繰り返している。

速水議長

それは健全だ。非常に好ましい方向だ。

雨宮企画室企画第1課長

少なくとも、例えば国債のレピュテーションが大きく崩れて売りが嵩むといったことが生じていないという意味では安心材料ではある。ただ、例えば1.9%を抜けようとする直ちに買いが入るような長期金利の展開が、日本の先行きの中期的な成長率やインフレ期待と比べて整合的かどうかは大変難しい問題である。これは長期債に一種のバブルが発生していると考え人もいるし、日本は中期的に1、2%の成長でインフレがゼロであるとするれば、それ程不自然な水準ではないと考えることもできる。評価は難しい。

中原委員

東京三菱の岸頭取が日経のインタビューで資金需要が凄く出てきたと語ったと報道されていたが、あれはどのようなのか。

山下金融市場局長

事務方に聞いたところでは、岸頭取の発言は東京三菱が取引先 社のうち重点に指定している 社の分がマイナスであった前年に比べて下期中に 円増加したということである。元々注力している先であるし、資金需要が出てきたというよりは東京三菱が一生懸命やった結果として多少増えたということである。全般に雰囲気が変わったという感じではない。

速水議長

金利と株価でみる限りは、4月3日の短観発表は余り影響を与えなかったのか。

雨宮企画室企画第1課長

少なくとも長期金利、株価に対しては余り影響を与えなかった。むしろ先程申し上げたようなエコノミストの判断の方に影響を与えたのではないかと思う。それにより金利面で何か大きな変化が起きた訳では必ずしもない。ただ、エコノミストの感じとマーケットの金利予想を並べてみると、エコノミストの予想は若干遅いという感じがする。その意味では今申し上げたことは逆ではある。

(午前10時34分中断、午前10時47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

これまでの報告を踏まえて、政策委員会としての検討に入りたい。最初に金融経済情勢に関して順番にご意見を頂き、続いて自由討議をして頂く。その後、金融政策運営に関して再度順番に意見を頂戴してから討議して頂きたい。最後に、政府からご出席頂い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、本日は藤原副総裁からお願いする。

藤原副総裁

総括的に景気、物価に対する見方を申し上げてみたい。私たちの判断の基準であるデフレ懸念の払拭が展望できるまでという概念の内容については、これまでの会合でディスカッションを重ねる過程でかなり明確にされてきたと思う。つまり、需要の弱さに起因する物価下落圧力がなくなるかどうかは鍵であり、そのための条件は民需の自律的回復の展望が得られるかどうかに絞られてきた。そこで、民需の柱である設備投資と個人消費の二つが注目されるが、それぞれの回復の動きがどこまで確認できたかを整理してみたい。まず設備投資回復の前提となる企業部門の動向であるが、3月の短観をみると、企業収益の回復が今年度も続いていく見通しであることが確認された。昨年度は減収増益であったのが、今年度は増収増益の見通しとなっている点も注目すべきである。また、企業金融の面でも貸出判断DIが中堅企業までプラスとなり、全規模でもゼロまで戻ってきている。こうしたことからみて、企業部門は着実に回復過程に入っているとみてよい。3月から4月にかけての設備投資アンケート調査や各種の先行指標の動きなどを合わせてみると、設備投資は緩やかな増加に転じているとみられる。確かに設備投資の業種的な広がりには問題になり得るかもしれないが、構造改革を伴う回復過程で二極分化の動きがやむを得ない以上は、ある程度のばらつきが残ることは避けられない。逆に目を凝らしてみると、かつて設備投資の増加局面で牽引役となるが多かった鉄鋼や自動車は減少しているが、電機以外でも紙パ、非鉄などプラスになっている業種が少なくない。この程度のばらつきであれば、設備投資は全体として回復過程に入っていると判断してよいのではないかと思う。

次に、家計部門の方の判断は難しい。まず2月の失業率は僅かながら既往ピークを更新した。しかし、失業率は景気に運行し易いし、労働市場の流動化といった構造変化が失業率の趨勢的な上昇に寄与している可能性もある。求人数が大きく伸びている中での失業率の上昇は、こうした構造

変化と整合的である。新卒採用時期の失業率はさらに上昇する可能性があるが、そのこと自体は然程懸念する必要はない。この間、所得面をみると、1人当たり名目賃金などは緩やかな増加傾向を辿っている。このように失業率以外のデータも合わせてみれば、全体として雇用・所得環境は下げ止まっているとみるべきである。個人消費については個別の売上げ統計などから判断することが難しくなっていると色々指摘されている。従って、支出活動のミクロ情報にこだわるよりも、雇用・所得環境とコンフィデンスという大きな二つの側面からマクロ的に判断せざるを得ない。そうした観点からみると、雇用・所得環境は下げ止まり、コンフィデンスも色々な指数でみて97年の消費税率引き上げ以前まで戻ってきている。要するに、個人消費は盛り上がりには欠けるが、所得の増加に応じて自然に増加する局面になりつつあるのではないかと思う。以上を踏まえると、日本経済は自律回復が始まったと言い切るには時期尚早であるが、自律回復に向けての展望はかなり開けてきたとみることができる。一つ一つの事象で明瞭に確認はできないが、手をかざしてみれば視野がはっきりしつつある。

物価は当面は概ね横這いに推移するとみられる。足許で消費者物価が弱含みであることはやや気になるが、消費者物価の調査方法が徐々に改善されてきている面もあると思う。ただ今申し述べたような経済情勢からみて、需要の弱さに起因する物価低下圧力はかなり後退したとみてよいのではないか。

田谷委員

景気情勢はさらに良い方向に進んできているようである。設備投資は底を打ち立ち上がり始めたようであるし、広がる兆しも見受けられる。個人消費は依然として一進一退ながら再び落ち込む可能性が小さくなってきたように思える。消費者センチメントが安定化してきており、雇用・所得の低下にも歯止めが掛かってきている。

まず、短観の結果は設備投資についてかなり強めの見方を支持する。第一に、今年度の設備投資計画は3月調査としてはかなり強めのものであっ

た。第二に業況判断指数の多くは依然水面下ながら、その改善に広がりが見られる。第三に売上げ、収益の改善にも広がりが見られる。第四に、金融環境も改善方向にあることが確認された。バブル崩壊以降設備投資と経常収益との相関が高くなってきているようであり、増収・増益の広がりには設備投資の広がり結び付くと期待される。

個人消費は1~2月の家計調査ベースによる全世帯の消費水準指数が10~12月比+0.5%、前年同期比-1%であった。乗用車の新車登録台数、家電販売は好調を続けているが、コンビニ売上高、全国チェーンストア売上高、全国百貨店売上高の1~2月の10~12月比変化率は大体±1%であった。消費者センチメントは堅調な株価や所定外給与の増加などと連動して改善傾向にあり、個人消費の先行きは雇用・所得次第という情勢に変化はない。毎勤統計による常用雇用者数は1~2月は10~12月比+0.1%、前年同期比-0.2%であり、1人当たり名目賃金は1~2月は前年同期比+1.45%であった。その結果、1~2月の雇用者所得は前年同期比+1.3%となった。常用雇用者数の減少に歯止めが掛かり、賃金が緩やかな生産の増加と共に増えれば、雇用者所得が緩やかに増えると期待できる。また、雇用調整が峠を越えて退職金支払い負担が低下すれば、労働分配率の低下にも貢献する。6月から8月にかけて特別給与が増えれば、昨年のようなことは繰り返されないであろう。昨年は賃金が6、7、8、12月に大幅に落ち込んだため、消費の低迷を招いた。特別給与と企業収益の関係はバブル崩壊以降強まっているようである。今年度の経常利益は大幅な伸びが予想されており、特別給与も増えることが期待される。しかし、年金退職給付債務の積み立て不足を前倒しで特別損失処理する動きが広がっているため、税引き増益率は相当小さくなりそうである。このことが夏のボーナスにどう響くか不透明なところがある。失業率、有効求人倍率など雇用情勢には短期的に改善が期待できないかもしれない。2月の有効求人倍率も0.52倍で1月と同水準であった。しかし、2月は求人が増えたにもかかわらず、求職も増えたため倍率が変化しなかった。これは人々が景気改善の気配を感じ始めたためかもしれない。求職が増えるのは景気回復初期にみ

られる現象であり、こうした傾向が定着するかどうか注視したい。

国内卸売物価、消費者物価は本年に入って以来ほぼ横這いとなっており、この状態は概ね続きそうである。企業向けサービス価格指数も国内需給要因による部分はかなり緩やかな低下にとどまるようになってきている。株価はIT関連株の調整と選別が続くと共に、それ以外のセクターの優良企業に物色対象が広がる動きが続き堅調な地合いを保っている。一方、地価は、全体としてまだ下げ止まっていないが、商業地については条件の善し悪しで二極化がみられ一部優良物件は上昇しているとの報道もある。地価の変化率は過去5半期、つまり過去2年半の株価変化率の平均との相関が観察されるとの研究もあったが、今後とも地価の動向は注視したい。なお、地価の動きとも関連したゴルフ会員権相場は水準としては80年代前半のところまで下がり、昨年初辺りから底這いを続けているが、まだ上昇の気配はみられないようである。この辺りも今後注意が必要である。

植田委員

景気が回復していくとすれば、どういうプロセスを辿っていくかについては我々の平均的な見方があった訳であるが、足許のデータ等をみると、その見方にほぼ沿った形で着実に徐々に景気が良くなっていると思う。景気回復のプロセスに関する見方は、企業収益の改善から設備投資へ、それがマクロ経済全体に波及する中で消費が回復し、そうした好循環が持続していくということであった。既に二人の委員が述べられたように、このうち企業収益、設備投資まではある程度みえてきている。設備投資は3月短観としては強かったと言える。ただ今後、年度内でどのようなパターンと強さで上方修正されていくかを今少しみてみたい。また消費にどのように繋がっていくか、夏場にかけての様々な動きをみてみたい。こうした動きを含めて経済全体に本格的な回復がみられるかどうかについて、リスクファクターとして少なくとも二、三指摘できる。一つは財政からの刺激がどうなっているかという点である。二番目に海外経済、特にアメリカの金融資本市場動向、あるいはその世界経済、日本経済への影響が挙げられる。

三番目に先程申し上げた回復のプロセスは設備投資を一つの起点としているが、その経済に及ぼす乗数効果——消費等の回復にどの程度繋がっていくかという点——が過去と比べるとやや不確かな面がある。この最後の点について敷衍してみたい。

すなわち、日本経済に構造的なデフレ圧力がかなり残存していることは見逃せない。これが何らかの理由で設備投資等が増大したときの波及効果、あるいは乗数効果を広める可能性をかなり弱めてきた訳であるし、今後もそうした事態が暫く続く可能性がある。こうした構造的な問題には様々なものがあるが、一つは色々な主体のバランスシートの問題である。これは本来であればバブルが崩壊した時点で一気にマイナスの影響が出て、そこからは徐々に上昇するパターンを辿るはずであるが、日本の会計制度や銀行を中心とした資金仲介パターン等のために、このマイナスの影響がゆっくり出てきてなかなか終わらない。今一つは日本の資本に対する収益率の低さである。半年程前に私が議論したことの繰り返しになるが、1990年代半ばにかけて、日本国内で時系列的にも国際比較でも異常なまでの資本に対するリターンの低迷現象がみられた。また、これと全く同じではないが、労働分配率の上昇が目立っている。現状はある意味でこの修正局面であるとみられる。この点が企業部門のリストラの最大の要因の一つであると解釈できる。

こうした修正局面がどういう影響を持つかは、修正局面の在り方によって大きく違う。すなわち単なるリストラの形で資本収益率の回復が図られれば、これは総需要に対してかなりマイナスの圧力を及ぼす。他方、収益率の回復が技術進歩を伴えば、リストラ圧力は大きく軽減されるし、プラスの効果もかなり期待される。現状は前者の単なるリストラに近いパターンがオールド・ジャパンと言われるセクターでみられている。それに対し、後者の明るい部分を含んだ収益率回復のパターンがIT関連のセクターでみられる。後者にある程度の広がりが出てきたために景気回復が現実味を帯びてきた、あるいはある程度力強いものになってきたと思う。ただし、両者が混在しているために、現在の日本経済には様々な跛行性がみられる。

例えば株価の二極化、あるいは株価と地価の乖離等である。いずれにせよ、資本の収益率についての動向を見守っていききたい。

さらに物価をみる際にも、これは大きな影響があると思う。すなわち収益率の低さ、あるいは労働分配率が急に上がってしまった裏では、中期的に労働生産性以上に実質賃金がある時期上昇した訳である。この修正のプロセスに入っている以上、ある意味では物価に対して若干の上昇圧力、賃金に対しては下降圧力として実質賃金を下げていく圧力が働く。従って、単なるリストラでは賃金が下がりつつも物価は余り下がらないという傾向が出てくる可能性がある。去年の消費者物価等が予想ほど下がらなかった原因の一つとして、この点を挙げることもできるかもしれない。一方、技術進歩を大きく伴う形で資本収益率の回復あるいは分配率の正常化が働くプロセスでは、生産性が上昇していくため物価にはこうした要因があっても下落圧力が掛かっている点も今後の経済をみる際に見逃せない。

纏めると現状は民需中心の自律回復の入り口に立っている状態であり、完全に回復が展望できるところまでは今少し時間が必要であると判断している。

なお、ある程度回復の芽が出てきた中で、長期金利の安定はやや不可解な現象であるが、この点の解釈としては三、四通りあると思う。第一に、長期金利は長期的には経済の成長率とある程度平仄を持ったところにあると考える。日本経済の潜在成長率を1.5%ないし2%とみて、仮にマーケットが日本銀行はインフレを起こさない政策に成功すると信頼していたとすれば、1.5%ないし2%に0のインフレ率を足して名目成長率もその程度になる。名目成長率と長期金利が大きく乖離するとは考え難いため、2%弱という長期金利もそれ程異常なものではないという解釈もあり得る。二番目に、ゼロ金利政策の強い影響をここにみることができるという解釈もあり得る。その見方に立つ場合、マーケットが足許の景気動向をやや弱めにみているとか、あるいはゼロ金利解除のハードルを成長率のようなもので表現したとすると、それをある程度高いところに設定しているということかと思う。三番目に、需給要因を強調する見方があり得る。すなわち

貸出に対する資金需要が非常に弱いために、金融機関の国債に対する購入意欲が非常に強いという点である。しかし、これも将来にかけて予想される国債の供給圧力との関係で、どの程度合理的な説明かどうか疑問が残る。四番目に、バブルが債券市場に発生しているという見方があり得る。いずれにせよ、予想されるゼロ金利解除がマーケットにどのような影響を与えるかとの関連で、今少し分析を深めていきたい。

篠塚委員

私は執行部の現状評価について、ほとんど違和感を持っていない。すなわち景気の流れについては、生産・所得・支出を巡る前向きの循環メカニズムが着実に動き始めている。そのうえで物価面でも需給バランスからの下落リスクが大きく後退していると判断している。

まず、企業部門では前向きな所得形成のメカニズムが着実に動き出している。すなわち設備投資は法人季報、一般資本財出荷動向、機械受注など各種の先行指標に表われているように、既に増加局面に入っている。また先行きも短観等のアンケート調査から判断すると、設備投資は本年度を通じて景気の回復を牽引していく姿が展望できる。さらに、企業が広告・宣伝を積極化している。通産省の特定サービス産業動態統計の速報によると2月の広告業の売上高は二桁の増収であり、しかも5か月連続して前年を上回っている。企業が広告を打てば消費者に響くといった自信を持ち始めたことを示していると思う。また、これは企業向けサービス価格指数にも表われており、その価格指数でみた広告は昨年10月にプラスに転じて以来、本年2月まで上昇基調を継続している。

景気情勢判断の大きな分かれ目は、設備投資から個人消費の動向に移っている。すなわち企業部門における前向きな所得形成の動きが、雇用・所得環境の改善に繋がるのかどうか、そしてそれが家計支出をスムーズに引き出していくのかどうかといった判断で認識が異なってくる。まず第一は、企業の人件費抑制スタンスをどのように評価するかである。今日の構造問題を一言で言えば、日本の企業の資本収益率の低下がもたらした結果であ

るということに尽きる。その背景の一つは、90年代において労働需給や労働生産性に比べ実質賃金が高めに維持されたことにあり、これは植田委員と同じ認識である。従って、昨年度以降の企業の人件費抑制スタンスについては、単純に個人消費にはマイナスとは考えずに、中長期的に経済成長や雇用を確保する環境整備のための前向きな動きとして評価しなければならない。この点は、労働分配率の見直しをどのように評価するかということに繋がる。労働分配率の緩やかな低下は、硬直的な労働市場から弾力的な労働市場へと日本の労働市場が変貌していくことの表われと前向きに評価したい。

雇用者所得の低下という痛みを通過しながら、現在漸く雇用・所得環境にも明るい動きが徐々に出てきたと思う。所定内や所定外給与も、生産や第三次産業の活動が上向くのに伴い昨年の秋以降は増加している。しかし、特別給与は昨年大幅に落ち込んだ。とはいえ今夏の賞与については、控え目にみてもマイナス幅の縮小が期待できるのではないか。そのように考えるのは、夏季の賞与を巡る環境の改善によるものである。まず企業収益は生産、売上げの回復、リストラ効果などから既に改善基調にある。短観をみると、製造業、非製造業、大企業、中小企業の区別なく2000年度には大幅増益となり、また売上高経常利益率が上昇する計画となっている。昨年の中小企業金融公庫の中小企業景況調査をみると、中小企業における赤字企業の割合はゼロ金利政策を導入する直前の98年末から99年初にはバブル崩壊後のピークに並ぶ4割程度まで急上昇した。しかし、その後急ピッチに低下を続け直近では約3割に戻った。昨年は収益が赤字である等の理由から中小企業を中心に夏季賞与を支給する事業所の数が減っていたと思われるが、今年の夏季賞与ではこのようなマイナス面が緩和されてくる。労働需給面でも有効求人倍率は有効求人、有効求職が共に増加する中で改善している。また、短観の雇用判断DI等でみても、雇用過剰感も縮小している。こうした労働需給の改善も企業収益の改善と共に今年の夏季の賞与を小幅ながら改善させる要因と考えられる。

第二に、個人消費に影響を与えるのは、フローの所得ばかりではない。

例えば12年度、13年度には高金利時代に預けられた郵貯の満期が集中する。規模は分からないが、満期資金の一部が消費を上向かせる要因として働くことも考えておくべきである。12年度に満期が到来する定額貯金の利子額のみで年間26兆円に上り、これは年間の雇用者所得の約1割に相当する。第三に、消費者コンフィデンスも緩やかに改善している。消費者コンフィデンスの改善についても、景気の持ち直しに加え資産面からの影響も見逃せない。貯蓄動向調査をみると、貯蓄に占める株式、投信など有価証券の保有比率は所得階層にかかわらず高まっている。こうした中で、株価の堅調な推移は消費者の将来所得に対する期待を上向かせ、これがさらに消費者のコンフィデンスの持ち直しに繋がっていく面もある。

一方では、雇用面の不安材料として失業率がある。2月の失業率は4.9%と既往ピークを更新した。3月以降も新卒採用抑制等が響き、さらに上昇する可能性は高いとみられる。しかし、新卒者の就職難についてはマクロ的な需要不足が響いているが、全体の失業でみると雇用のミスマッチ拡大が失業率を押し上げる方向により効いていると思う。労働省の分析によると、2月の完全失業率4.9%のうち構造的あるいは摩擦的失業部分を計算すると、3.6%という試算がある。これは失業率の7割を需給ミスマッチが説明し、残りの3割が需要不足によることになる。

最後に物価情勢については、景気持ち直しの動きが明確化していることと、労働需給のミスマッチ拡大を背景に従来に比べると失業率が示唆するほどには賃金コストから物価への上昇圧力が高まらないこと、などから需給ギャップが物価に与える影響は中立的になっており、デフレ・スパイラルのリスクは大幅に後退しているのではないかと考える。4.9%の失業率はミスマッチによるものであり、物価が下がり難くなっている説明と整合的である。こうした中で、物価動向における供給面からの影響として卸売物価に着目すると、原油等の海外市況が物価を押し上げる方向に動く一方で、規制緩和や流通業界を始めとする経営革新の動きが物価を押し下げるといった逆の動きがみられる。その結果、全体として当面は前年比ゼロ圏内の動きになると考えられる。なお、消費者物価がこのところ幾分弱含んで

いることについては、円高の効果や流通合理化等の動きがタイムラグを伴いつつ次第に浸透してきたものと理解している。次に消費者物価の商品の動き、卸売物価の最終財・消費財の前年比の乖離幅をみると、昨年の半ば以降は次第に縮小している。この背景として、円高の影響が次第に消費者物価段階まで浸透したことが考えられる。他方で消費者物価の先行指標である卸売物価の最終財、消費財の輸入品が上昇に転じていることからみて、為替面の消費者物価への押し下げ圧力は次第に薄れてくるという執行部の見方を支持する。なお、消費者物価の前年比について全国と東京都の区部を比べると、このところ東京都区部の下げ幅が相対的に大きくなっている。これは流通革新等に伴う価格破壊的な現象が進んでいることを示唆するものであろう。こうした革新的な動きは東京都区部のように人口集中度が高い大都市圏が起点となり、次第に地方都市に波及していくのではないかと考えている。以上、デフレ懸念の払拭が展望できるような状況に至ったと判断する。

中原委員

景気の現状は循環的な上向きの力と構造的長期的な下押し圧力が闘ぎ合っている中で、景気の循環的な側面が上昇しつつある局面であるが、先行きについては予断を許さないと思っている。まず2月の景気動向指数の一つの特徴は、景気回復の量感を測るC Iの一致指数が前回の山を100とすると93.7%であり、非常に回復が著しくなってきたことである。特に1、2月と上がってきた。そうした中で、今回目につくのは先行の一致指数がC I、D I共に前月比でマイナスになったことである。特に先行のC Iは7か月振りに前月比マイナスになった。今一つの特徴は、常用雇用の指数が山から下がってきて下落が一向に止まっていないことである。消費の先行指数となる乗用車の含む軽の新車新規登録台数が2、3月に反落しており、消費は足許一進一退という感じである。実質の機械受注は11月に大幅に改善し、12月から1月にかけて詰まってきた感じである。以上を総合すると、景気の循環的な回復はまだ続くと思うが、年度後半に

なり、幾つかの阻害要因が出てくる恐れがある。

一つは、最終需要財の在庫率と原材料の在庫率の指数が年度後半以降、意図せざる在庫の積み上がりになるかもしれない。建築着工床面積も住宅着工床面積も大店法の出店期限や住宅ローン減税の物件引き渡し期限等もあり、飛んだり跳ねたりしているが、これも年度の後半以降は恐らく軟化してくる。循環的回復のモメンタムが暫くは強いと思うが、どこまで続くか疑問である。短観の景況感で大企業の製造が6月の見通しで-5となったもののまだ水面下にあり、これがいつ水面上に上がってくるか大変興味深く6月の短観が待たれる。設備投資で注目したいのは、99年度の実績が-11.4%と下方修正になっていることである。大企業の製造業についても6月の短観で上方修正になるのかが注目点である。経常利益については、大企業の非製造業以外は二桁の伸びを予想しており、全産業では15.7%という予想であるが、売上げが上期2.6%の増加、下期2.4%の増加と伸び率が大幅下がるため、売上高利益率が逆に下期増えている。これが果たしてどうなるか一つの注目点である。雇用は3月短観で過剰とする先が全規模、全産業で見ると12月短観の先行き予想と同じであり、なかなか過剰感が減っていない。雇用者数は12月末は実数で-1.5%であり、9月末の-2.2%に比べて後退している。従って、人件費を中心としたリストラがこれまでの利益の源泉であったが、それがどのようになるか次の短観が注目される。2月の全世帯の家計調査は前年同月比+4.2%と7か月振りにプラスとなったが、これを勤労者世帯と勤労者以外の世帯に分けると、勤労者世帯は+3.8%である。この中には単価の大きい乗用車の購入が入っており、これはサンプルの問題である。従ってこれを除くと、前月比で横這いから若干のマイナスではないか。勤労者以外の世帯は+5.4%である。これはGDPの統計上、個人消費に計上されないような住居費の中の設備修繕費あるいは設備維持費が増えているためであり、今後の消費動向が注目される。

次に、生産については、通産省の行なった非公式のX-12-ARIMAの計算では2月は-0.9%、3月の予想が+0.1%、4月の予想が+0.7%で

あり、1～3月は+0.7%と緩やかな増加である。4月以降も緩やかな増加とみられているが、こうした中で在庫と出荷のバランスが前期比ベースでみて低下してきていることが注目点である。前期比でマイナスになると、1ないし3四半期後に在庫調整が始まる訳であるが、10～12月あるいは1～2月にかけて前期比ベースの出荷・在庫バランスが明らかに鈍化しており、これが逆転して在庫調整が始まる可能性があるというサインになる。今一つ在庫の面で気になるのは、大企業の在庫率の指数が例えば98年のピークから20ポイント弱減少するなど着実に低下しているのに対し、中小企業の在庫率指数が依然として98年のピークから5ポイント程度しか低下していないことである。これが将来の設備投資に影響を与えるのではないかと思っている。また、中小企業の設備投資動向は非常に不透明である。法人企業統計の10～12月期で大変増えて前年同期比+25.7%となったが、これは98年10～12月期の水準が極端に低かったことと、内容的に旅館、個人サービスその他の洗濯屋や駐車場、卸・小売りといった大店法関係による非製造業が増加しており、持続性が問題になる。それから商工中金の2月の数字をみると、製造業の2000年度の当初計画は-35%である。中小企業としてはコスト削減に限度があるし、売上高も2000年度の売上げ予想は製造業は+2.3%、非製造業+1.2%と特に販価の低落により伸び悩んでいる。従って、中小企業は依然として借入金の返済を優先しており、設備投資の回復はなかなか期待できない。現に商工中金の調査は、設備投資については「実施する」、「実施しない」、「未定」という三つの枠を作っているが、設備投資は実施しないというのが32.3%、実施するというのが31.3%である。実施しない理由は景気の先行き不安、現状の設備で十分だというものである。実施する理由は新規事業への進出、新製品の生産、情報関連等である。いずれにしても、中小企業については足許では下げ止まっているようであるが、本格的な回復は望み難い。

今一つ設備投資の面では、ROAが上がっていないということであり、ROAを上げるためには今後一層労働コストをカットするか、あるいは主要総資産をカットするしかない。カットの幅は極めて大幅であり、労賃だ

けで行なおうとすれば8%程カットする必要がある。資産のカットで対応しようとするれば、40%カットすることになるためなかなか時間がかかる。IT投資は生産性を高めるが、同時に投資の金額が増えるので全体としてどこかが減らないと辻褄が合わないことになる。従って、設備投資の動向がROAの観点からみてどこまで続くのかが注目点である。例えば、2000年度にIT投資が20%増えるとしても非ITが5%減れば、全体では1.6%程度のプラスにしかない。

企業の中の二分化については、産業別の売上高有利子負債残高比率や国内銀行の貸出残高をとってみると、平均より良いものは精密、電機、輸送、食品の四業種である。生産活動はこの四業種が97年のピークを抜いており、それ以外の悪い方は概ね横這いになっている。この四業種の他に96~99年の3年について有利子負債残高、産業別の貸出シェアが改善しているのは情報サービスと通信である。この二種類を加えて六業種にすると生産は90年に比べて40%増しており、大変な成長産業になっている。ただ六業種は生産ウェイトが18.5%しかないため、その他の71.5%にどうしても引っ張られて構造改革の問題が出てくる。99年の暦年で取るとITの比率は14%、電気機械、運輸・通信をとると25%を超えることになる。

バランスシートが良いか悪いかにより従業員世帯の限界消費性向が相当違ってきているため、全世帯平均で限界消費性向は49%である。卸・小売りでは消費のシェアは20.9%を占めるが、限界消費性向は70.6%と非常に高い。良い方の例えば通信では45%しかない。悪い方の産業の売上げが減ると減ってくる。注目されるのは、最近所得分位の上分位と下分位共に消費が抑制されてきていることであり、可処分所得により大きく左右されてきている。家計の所得が低下してきているのはやはりパートの雇用比率が上がってきているためであり、パートのコストは常用雇用者の大体1/4といわれているが、そのパートの比率が5年前より3ポイント増え20%近くになってきている。しかし1人当たりの雇用者所得は94年の4~6月以降低下傾向が定着し、パート賃金自体も低下してきている。所

定内の単価下落が加速度的に悪化しているが、一般の雇用者は賃金の下方硬直性に守られている。毎勤の中で平均賃金が上がってきているのは、低賃金の雇用者が失業してきているのではないかと思われる。単身者の場合には消費のシェアが15%程であるが、去年の10~12月には伸び率が鈍化している。

最後に石油の話をしたい。OPECが3月27日に145万バーレルの増産を決定した。結論としては今後6か月は価格は20ドルから30ドル/バーレルのレンジ、多分25ドル前後で推移すると思うが、年末にかけて価格が急騰する可能性もある。一つには増産の程度が、2月の現状に比べてOPEC全体では313千バーレルしか増えない。メキシコを加えた全体の増産幅は120万バーレルであり、2月の現状から比べると増加額は128万バーレルである。今回のOPECで非公式であるが価格維持について新しい生産調整のメカニズムが作られている。これはOPECの平均価格が28ドルを超え、これが20日間連続した場合50万バーレル/日をプロラタ・ベースで増産する、同じく22ドルを割込んで20日間続いた場合には50万バーレル/日をプロラタ・ベースで減産するというものである。さらに目的が達成されない場合には20日後にさらに50万バーレル/日を増産することになっているが、これが成立するためには余剰生産能力がなければならない。また、これまでのコモディティー・アグリーメントをみると、バッファー・ストックを持っており、バッファー・ストックの管理人が置かれているが、OPECの場合にはそういうようなバッファー・ストック、あるいはバッファー管理人がいない。20日間という期間にしても、最後の方で28ドルを超えたときにタンカーを市場に叩き売れば簡単に市場操作ができる。さらに増産の場合は特に買手を探して船を手配するのに1か月かかるし、ペルシャ湾岸から運ぶのに2か月かかるため、3か月どうしても遅れワカブルではない。次に、イラクが再び攪乱要因になることを指摘しておきたい。イラクは100万バーレル/日増産するとしてアメリカを喜ばせたが、同時に国連が次の決議をしない時は240万バーレル/日減産すると脅かしている。つまり、イラクへの外国投資を認め、全

での制裁をなくしてくれということであり、そうでない場合には 240 万バレル／日を減らすと脅かしている。仮にイラクが増産すれば他の O P E C は減産しなくてはならないため、他の O P E C がスイング・プロデューサーになってしまう。消費国は夏場に在庫を積み上げなくてはならない。秋になりイラクが 240 万バレル／日減らすとなれば簡単に 28 ドルを突破し、イラクの作戦にまた振り回されるかもしれない。

結論的には、循環的な回復がいよいよピークにさしかかっているが、構造的な下押し圧力要因との闘い合いで予断を許さないということである。

三木委員

民需が自律的回復の動きになってきたことと、デフレ懸念払拭といえる状況になってきたかを判断する局面になりつつあると思っている。

まず実体経済についての全体観は、公共投資、東アジア向けの輸出、I T 関連投資に支えられながらの生産増加が企業収益の回復を促して設備投資の芽が出始め、企業部門を中心にした緩やかな景気回復パターンの軌道に乗りつつある。不透明であった民需の自律回復メカニズムが徐々に透明になってきたと評価できる。ただ三つの過剰と消費の構造変化を抱えているため、斑模様、二極分化の景気回復パターンにならざるを得ない。しかし、景気の下落リスクはなくなったといえる。

先行きの懸念要因は、これまで景気を支えてきた二つの外生需要に翳りがみえ始めると予想されることである。第一はこの 9 月以降、公共投資が確実に落ち始めていくことである。第二は秋以降東アジア向け輸出が一時踊り場にかかり、頭打ちになる蓋然性が高いことである。根拠としては、韓国が伸びすぎた需要を抑制するために金融引き締めを行なってくる可能性が出てきており、これがアジア全体の経済成長のテンポを抑制する引き金になるのではないかとある。アジア現地では景気回復を見込んだランニング在庫の積み増しがかなりの規模にまで膨れてきており、早晩在庫調整に入る可能性が非常に強い。従って、今後ランニング在庫積み増し分の輸出が剥落するほかに、

調整として撥ね返ってくる懸念がある。先行きのポイントは、9月以降この外生需要の落ち込みを穴埋めするに足る民需の回復が期待できるか否かに絞られてくる。公需から民需へのスイッチが円滑に進むのか、公需から民需への回復軌道の持続性と広がりが一番のポイントになる。

こうした中で、政策判断のタイミングという観点からみると、9月以降民需へのバトンタッチを確認してからでは遅い訳であり、9月以前の段階でフォワードルッキングな視点を持って民需へのバトンタッチの持続性と広がりを見極め、政策判断をしなければならない局面になりつつある。

GDPの各需要項目毎に最近の動きを点検したい。設備投資については、この3月短観でも底を打って二極分化とはいえマクロ的には緩やかな増加に転じたことが確認された。特に、大企業・製造業は明らかに底を打ったといえる。最も回復の遅い中小企業でも、短観の数字が若干腰だめ的な数字だということを勘案すれば一応は下げ止まったと言える。今後は伸びがプラスに転じる状況が出てくるかどうかのポイントであり、特にITビジネス関連は今少し見極める必要がある。今後の注目点は、現在ITそのものの生産設備関連産業などに偏在している設備投資が今後どこまで産業全体に広がるかである。ネット経済の対応、IT活用による生産性向上を狙った設備投資の動きがトリガーになり設備投資に持続性と力強さが徐々に加わってくるかであるが、経済が二極分化している中でこうした動きがどの程度のスピードで広まっていくかが注目点である。

個人消費については、ベア抑制、賞与抑制の中で所得環境改善は未だ期待できないと思う。特に今度の春闘もかつてない厳しい結果になった訳だが、連合の数字からはとても夏の賞与も期待できるような局面ではない。企業のリストラは今後も続く訳であるし、企業のリストラはほとんどが人件費のリストラに絡んでくるため、雇用、賃金不安はまだ残っていると言わざるを得ない。二番目の問題は消費の支出構造の変化が起きていることである。要するに、物からサービスに移っていることである。また、安い物あるいはユーザーニーズを捉えた機能商品は大量に売れるが、いずれも

ライフサイクルが短い。大手チェーンストアなどの売上げが折角1月、2月と増えたのにもかかわらず、3月は足踏みしている点はそうした特徴を表わしていると思う。三番目には、しかしながら所得が伸びない中でも消費支出は徐々に改善していることである。やはり景気の持ち直し感が徐々に浸透していることと、株価上昇による資産効果が出始めていること、特に情報通信関連財に対する消費ニーズが非常に強いことを背景に消費態度が徐々に前向きになってきている。四番目に、先行きの個人消費回復は生産増からくる企業収益の回復が設備投資の回復に繋がり、雇用者所得の回復、さらに個人消費の回復へと繋がる経路を通じざるを得ないため、時間をかけながらの緩やかな回復シナリオになる可能性が高い。

次に、最近の生産需給の動きを業種別にフォローしてみたい。主要業種で前年比プラスが定着してきたのが特徴である。回復の傾向が前期比のトレンドで読み取れるが、レベル感は一昨年比の数字で判断すべき局面になってきた。まず、自動車の国内販売は前年比で1月は+3.1%、2月は+3.3%、3月は-0.2%であるが、ほぼ横這いが定着してきているし、特に自動車工業会の2000年度予測では国内販売は前年比+2.4%とされている。ただし輸出が落ちて国内は微増とみているため、生産は前年並みであり、素材産業にはなかなか個人消費の効果が表われてこない。住宅着工も前年比でみると1月は+16.8%、2月は+2.4%と、前期比では先行きは落ちると予想されているものの前年比のプラスは定着している。非住宅の着工面積も1月+23.9%、2月+2.7%とプラスが定着しており、同時に公需から民需に中身が変わりつつあることが非常に大きなポイントである。産業機械の生産指数も10~12月が前年比+0.8%であったが、1月は+7.6%、2月は+12.3%と完全にプラス傾向が定着してきた。産業機械の受注も昨年11月から前年比プラス基調になっており、1月は+7.0%である。2000年度の産業機械工業会の見通しによれば、設備投資の回復を織り込んで+3.5%となっている。電気機械生産指数の前年比は昨年の1~3月以降プラス基調になっている。この伸びを支えていた主役はIT関連のみであったが、昨年の12月以降は重電がプラスに転じ始めた。なお海外移転が進

んでいる家電は生産指数が依然としてマイナスを継続しているが、NEBA統計に出ているような販売統計は前年比プラスである。電気機械の受注は昨年から前年比プラス基調であり、レベル感が定着してきている。

生産を総括すると、鉄鋼・造船あるいは自動車等の組み立て加工産業も含む素材産業を中心とするTビジネス関連が公需と輸出に支えられてフル生産、IT関連のEビジネスが民需に支えられて好調というのが現在のイメージであろうと思う。その生産を受けた企業収益は、平成11年度の決算をみると売上げの面では数量でカバーして価格は下がっている。物は動き出していると言える。特に公需、IT関連と輸出にカバーされている。経常利益はコスト削減とゼロ金利による金融収支で支えられて増益になった。当期利益は会計制度変更に伴う特別損失、不良債権処理などから大方の大企業を中心にゼロ若しくは大幅赤字を出す形で、漸く将来に備えての一括整理を行なう動きになってきている。その意味で、明らかに有利子負債の返済を優先して財務体質改善を進める方向になった。従って、まだ構造調整を加速する必要がある状態で平成12年度に入っていくこととなり、企業の損益分岐点が非常に上がっていることが大きなポイントである。特にTビジネス関連はその意味でも脆弱な収益改善状況と言わざるを得ない。総括すると、生産から来る企業収益の回復がみられ、設備投資が下げ止まりから増加に繋がりがつつある。その結果として家計に対する所得配分が行なわれ、それが個人消費に繋がっていくという経済の前向きの循環メカニズムが先送りされた構造調整を伴いつつも動き出していると評価している。

物価については、卸売物価は需給悪化に端を発する悪い物価下落リスクは止まり、値上げ環境が整ってきたといえる。先行きはリストラ強化による原材料仕入先への値下げ要請が全般的に伝播することによる下落リスクと原油価格上昇の転嫁分のミックスになると思う。当然、新技術・新商品開発による価格下落もそこに入っている。消費者物価についても需給悪化からくる下落リスクは止まったと思われ、先行きは合理化、生産性向上、技術向上による価格下落のみになってきているのではないか。特に、流通

業は円高も加わり海外からの安値輸入品の流入を背景に価格破壊が進んでいる。製造業のみならず、非製造業もメガ・コンペティションの波にさらされている。こうした状況は内外価格均衡化のプロセスとして評価し、余り懸念する必要はない。

最後に、マーケットは今後ゼロ金利解除を織り込んでいく局面であるため、特に長期金利上昇と円高の動きに注意しておく必要がある。長期金利については、貸出需要が伸びない中で資金運用難から資金は債券に向かっており、当面はボックス圏で方向感なく推移するとの見方がマーケットで支配的である。今後はさらに景気回復を示すデータが追加的に出てくると予想される。また、市場が国の膨大な債務残高に着目する可能性が依然としてあり、いずれゼロ金利というアンカーがなくなることを考えると、市場のセンチメントの変化には特に注意が必要である。

武富委員

景気の流れが良くなったということ以外は余り申し上げることはない。勿論、構造問題を抱えているため、斑模様ないし段違い平行棒の様相を呈する景気展開であるが、平均的には回復の入り口には立っているのではないかと思う。背景としては、企業の損益分岐点比率が良くなったことが一つある。過去2年半近く企業部門は減収傾向に悩まされて来た訳であるが、その中でも損益分岐点比率の改善を1年少々前から進めてきた。従って、減収基調に歯止めが掛かれば増益に比較的容易に転じられる収益基盤の整備ができていた訳であり、それが顕現化して増益によるキャッシュ・フローの改善を背景に設備投資も底入れから反転に辿り着いた。景気が良くなっていることは、執行部が用意した材料以外にも色々個人的にフォローしているが、かなり改善傾向がはっきりしている。例えばトラック輸送については、特別積み合わせ便の27社ベースの数字は98年段階で瞬間では二桁のマイナスになったが、これが改善を続けてきている。去年の後半からは漸くプラスの伸びに転じ、最近では一桁台後半の伸びまできている。宅配便についても、構造変化により鉄道貨物などから需要がシフトしてい

ることはあるが、統計開始以来マイナスになったことがないのが 98 年には瞬間風速的には伸びがゼロ近くまで落ちた。これが、特別積み合わせ便と同じく 99 年後半からは顕著に回復しており、足許まで二桁前後で伸びてきている。三木委員が言われるように、価格はともかく物は動いている。それを背景に生産は伸び、稼働率も程々改善する、これとキャッシュ・フローの改善とが相俟って設備投資もよくなるという流れである。企業部門は当面その流れに乗っていくとみられ、結局ポイントは個人消費になる。

個人消費は行きつ戻りつであるが、ある民間リサーチ機関調査によると、直近 2 月時点の消費者態度指数は、96 年後半頃のレベルまで戻している。96 年は景気が 90 年代半に若干中膨れで戻した時期であるが、その辺のところまではきている。従って、目先については、行きつ戻りつであるが大きく落ちることはなさそうである。これをさらに嵩上げしていくにはやや構造的な問題がある。一つは中長期の年金や社会保障などの広く言えば社会不安、先行き不安に対する別途の政策体系がない限り、消費の抜本的な水準の切り上げは当然難しく、それには時間がかかると思う。今一つは、商品のライフサイクルが短いという指摘があったが、まさにそうであり、供給サイドが継続的に新商品を市場へ出していくような形にできなければ、消費は余り伸びない構造になっている。要するに、中長期の展望や供給サイドの努力を抜きにして、消費がいいとか悪いとかいう議論をしてもほとんど意味がない時代にきている。目先の消費は態度指数がほどほどのところにあるし、所得・雇用環境についてパート増と所定外収入の増加しか当面は期待できないという固めな前提をおいてもそのルートを通じてそこそこ消費へのプラス効果があり、少なくとも目先については一定程度いけるのではないかと思う。

最後に物価については、世の中一般に時々矛盾する議論がみられる。企業のコスト水準の切り下げの必要性が声高に主張される一方で、同じ人がインフレ目標の設定論を矛盾なく主張している現状である。物価目標を物価の実勢より多少高めに設定して、そこに物価に対する上昇期待を形成しようとするれば、それは恐らくコスト水準の切り下げとは矛盾する。仮に、

本当にそうした期待形成ができるとすれば、賢い供給者は必ず割安感が強まる輸入品を入れてくる。三木委員が指摘された国際間における要素価格の格差があるため、それを巧く活用した供給者は個社としては市場シェアを大きく延ばせる訳であり、必ずそうした動きが出てくる。マクロ的に言えば、輸入競争が働き輸入品の方が勝つとなると需給ギャップがさらに拡大し、国内の供給能力がさらに遊休化する。そうなれば、物価を上げようとしていたことと反対の現実が出てくる。需給ギャップが実質的に拡大して物価の下げ圧力がそこから出てくる。物価に関する議論が混乱している。

仮に輸入が急増すれば、それに伴い経常黒字も減少して本来は円安になるはずである。為替市場もその点にまではまだ思いが至らないようであり、現実には円高という方向で流れている。日本の抱えている構造問題、あるいはそれに対する対処策として色々な意見が出ているが、矛盾したものが同時に出ている点を整理すれば、為替市場も本来は円高方向に流れないのではないかと個人的には期待したい。現実はそうならないため、政策運営が非常に難しいところである。

速水議長

最後に山口副総裁お願いします。

山口副総裁

論点も材料も出尽くしているが、かねてから判断の基準に掲げているデフレ懸念の払拭が展望できるような情勢に向かい着実に近づきつつあると思っている。そこへ接近していくためのプロセスとして、大方の委員が考えているロジックに全く同感である。企業収益の回復を起点として設備投資にそれが反映され、いずれは個人所得・消費に波及していくプロセスであり、最初の収益から投資へというところが順調に進捗しつつある状況だと思う。一旦こうした前向きな好循環の動きが始まると、かなり大きなショックが出てこない限りは途切れることなく続く可能性が高い。その場合の大きなショックは主として海外発のショック、具体的にはアメリカ経

済の変調ではないかと思う。それに年度後半から来年度にかけての財政政策の方針が今後議論されていく課題になると理解すると、それも加えるべきなのかもしれない。その辺りから大きな下方圧力が出てこない限りは、前に向けてさらに進むのではないか。

ただし、そう申し上げたうえで、私は自律回復の度合いはそれ程はつきりしていないのではないかと考えている。例えば設備投資の回復の動きは、先般の3月短観が投資についてはかなり強い内容を含んでいたが、それでも現段階の計画としては大企業ではまだゼロ近辺であるし、中小企業ではまだマイナスになっている。勿論、これが増額修正されていく可能性が高いという判断の下に、設備投資について従来よりも判断を前進させて宜しいと思うが、まだ現状ではこの計画そのものを以って下期以降の経済の自律回復を保証する数字が出てきたというには多少早いのではないか。消費周りについても、企業の業績全般の持ち直しに伴い、これが賞与その他を通じて個人の所得の回復を促すことが期待されるし、そうしたイメージを私自身も持っている。しかし、それを表わす具体的な材料としては、まだ限られたものしか出てきていない。果たして企業の業績の回復が夏季賞与の回復をもたらすのかどうかについては、三木委員のように非常に慎重な見方もあったし、逆に篠塚委員のように強気に考える意見もあった。企業の業績の回復が続く限りは、個人所得へはねていく経路を想定して良いと思うが、ここは今少し具体的な材料をみてみたい。

以上が民需についての現時点での判断であるが、現在の物価情勢からみてこの辺を今少し見極めるだけの時間的なゆとりがあるのではないかと考えている。物価の展望については、卸売物価、消費者物価とも理由は若干違うが先行き下がっていく可能性があるのではないか。卸売物価は原油価格次第でもあるが、最近のように原油市況が25ドル前後で落ち着きに向かえば、いずれ卸売物価に対して出尽くしという状況になる。そうなれば、機械類の傾向的な値下がりが出てきて国内卸売物価全体でも弱含む可能性がある。勿論、これは生産性の上昇を価格に還元している値下がりであり、敢えてデフレ的という観点から問題にする動きではないが、

一応そうした動きが予想される。消費者物価については、調査統計局長の説明にあったような理由から下がり続ける可能性がある。実際そうなるかどうかは、総務庁統計の作り方の微細を承知していない我々としては余り正確に判断しようがないが、一応その可能性があることは念頭に置いておいた方がよい。卸売物価、消費者物価が仮にそうした動きをする場合には、本会合で問題にしてきた需要の弱さによるデフレ的な展開とは多少性格が違う訳である。これはデフレ的な値下がりではないと言うためには、それ相応の材料も必要となる。それ相応の材料とは、やはり過去に何度か議論があったようにそれが収益の悪化に繋がらない価格の変化であること、あるいは民需の回復傾向がかなり明瞭になり、こうした価格の変調は特に問題にするには当たらないという材料が今少し欲しい。

速水議長

皆様の見解を聞かせて頂き、非常に参考になったし、論点が幾つかあったと思う。ここで追加的なご意見なり、ご議論があれば、ご自由にご発言頂きたい。

武富委員

三木委員から東アジアとの貿易取引に潜在的なリスクがあるというご指摘があった。私も以前からアジアに死角はないのかということで、香港事務所にも色々ボールを投げたりしていたが、ご指摘のようなことはどの程度の確率かは別にして可能性としてはあるかと思っている。特に在庫について指摘されていたが、素材品を中心に念頭に置いておられるのか、あるいは加工製品にまで波及する懸念があるのか。仮にお話のようなことが現実になり、アメリカ経済も引き締め効果から多少スローダウンするとなれば、日本の景気を支えている輸出にかなり影響が出る懸念がある。

三木委員

韓国のGDPが二桁の激しい伸びになっているため、軟着陸を図る方向

に舵を切るのではないだろうか懸念している。現在の東アジアの経済回復は韓国がリードしていることは間違いなく、それに台湾の半導体を中心とする動きが続き、タイ、マレーシアの組立加工産業が追いついてきているパターンである。従って、韓国が一時的とはいえ引き締め方向の政策を採った場合、これが東アジア全般に亘る調整のトリガーになる懸念が非常に強い。韓国は自動車生産が一昨年に約250万台まで伸びた後、昨年は290万台近くまでいく著しい伸びを示したため、在庫が溜まってしまっていると言われている。同様なことはタイなどの素材にも当てはまり、ランニング在庫の積み上げ過ぎから間違いなく在庫調整が行なわれると思う。

タイなどの経済の動きをみていると、漸く輸出から内需への転換という形で内需主導の回復パターンに入ってきているが、気になるのは、不良債権の処理がほとんど先送りされてしまっていることである。結局そのために資金がついてこない状態であり、タイが日本に要求してきているのは投資の積極化である。それにより設備投資をしていかなければ、経済の回復に結びついていかない局面になってきているのではないか。この辺のところを考えると、本邦企業はこれまで東アジア向け輸出に支えられてきた訳であるが、下期以降は一時スローダウンを覚悟しなければならないかと懸念している。仮に、補正が組まれなければ間違いなく公共投資が下期に落ちる訳であり、民需の底上げを極力早く確実なものにしていくことが今まで以上に必要である。

速水議長

植田委員が長期金利安定について、四つ挙げられていた。最初は日本の潜在成長率が1.5%程度として、インフレなしとすれば、1.8%程度の長期金利は不自然ではないと言われたが、二つ目に何と言われたのか。

植田委員

二つ目は、ゼロ金利政策の影響で足許の金利が短期金利はゼロであるが、

さらにマーケットがデフレ懸念払拭までゼロを続けるときちんと信じており、かつデフレ懸念払拭という条件を我々よりも甘めに想定していれば、短期金利ゼロが続く状態が長引き、その分長期金利が安定化する効果はあるだろうということである。ただ、それだけで説明できるかどうかは分からない。

速水議長

短期金利が低ければ、このままでいけるということか。

植田委員

然り。

速水議長

四つ目に言われたバブルの発生とは、何を意味しているのか。

植田委員

皆が買うから自分も買うという行動の拡がりの中で、主に金融機関がどこかで下がるとは思っているものの、自分は先に売り抜けられると信じている典型的なバブルが発生しているかもしれない。

武富委員

現在のマーケットの一部は、長期金利について、中長期の自然成長率に見合った水準を強く意識しているように思う。近い先か遠い先かはともかく、いずれゼロ金利政策が解除された時に、長期金利がかつてのようにそれ程上がらないのではないかと市場が見ているフシがある。しかし、どの辺りの水準なのかについて尺度が欲しいため、リスク・プレミアム部分を除けば中長期の名目成長率とその長期金利の天井感ということになり、自分が体力的に持ち堪えられるのであれば多少リスクを取ろうかという投資家の構えであると思う。中長期の名目成長率を考える際には、潜在成

長率が問題となり、資本ストックの伸び率がどうかということにもなる。この供給能力の中身についての悉皆調査は25年以上昔に行なったものしかなく、その後は一定の推計はあるものの完全な意味では捕捉できていない。従って、マーケットが知りたい中長期の長期金利の水準をイメージする場合、出発点となる潜在成長力の計算において統計的な限界がある。そのことは物価の論議の混乱にも繋がっている。需給ギャップの拡大と言う場合に、意味のある供給能力と意味のある需要とのギャップが議論の対象であれば良いが、既に安楽死しかかっている供給能力と構造的にシフトしてしまった需要との絶対値を比べてギャップがあるとかないとかいう議論になってしまっている。今後の金融政策を運営していくうえで、長期金利について市場がどういうイメージを持つか、市場が物価の中期的な均衡水準についていかなるイメージを持つかという問題とも絡み、この資本ストックの明瞭な捕捉が欠かせない。以前にこの席上でミレニアムプロジェクトとしてその悉皆調査を行なってはどうかと提案したが、これは統計上の問題で基本的な議論が行き詰まるのは大変問題であると感じているからである。これからゼロ金利の解除を考えるにつけ我々もこうした意味の物差が欲しいが、マーケット同様見つけかねているところに若干の焦燥感を持っている。

植田委員

長期国債流通利回りの実質金利をみると、90年代前半に比べて1%内外下がっている。CPIの3年分の平均で実質金利にすると、90年代前半と比べて1%弱の下がり方である。これは実質金利であるため実質潜在成長率と比べれば良い訳であり、その程度の下がり方は何となく実感に合う。逆に考えると、現在はそれ程極端な金利ではないかもしれないというのが先程申し上げた第一番目の説明でもある。ただ、日本銀行がインフレ・ターゲットイングを行なう世界を仮想的に考え、目標インフレ率を仮に1%か2%のプラスに設定し、それをマーケットが信じたとすれば、名目金利はその分跳ね上がる可能性が十分ある。また、IT関連投資による生産性上

昇が潜在成長率のさらなる上昇を引き起こしていくことに繋がる、あるいはそうした予想が生じれば、また実質金利が多少上がっていく可能性がある。一方、良い物価下落は少々は放置してもよいという方向感の結果として物価指数の上昇率がマイナス近辺をいくのであれば、余り名目金利は上がらない可能性もある。需給要因は全く別にしてであるが。

武富委員

よく分かる。

田谷委員

長期金利を論じるには、最近の国際金融情勢もみってみる必要がある。アメリカの逆イールド化が注目されているし、長期国債のバイ・バックが表に出ているが、実際にはイギリスの逆イールドの方が超長期のところでは1%以上と大変大きい。逆イールドの程度がアメリカの比ではないし、ヨーロッパ大陸諸国のイールドカーブもこのところフラット化してきている。その意味するところは、植田委員が一番目に挙げた将来の名目成長率との整合性というか、それがかなり下がってきている可能性がある。要するに、物価上昇懸念が相当下がってきている可能性である。そうした中で、例えば10年物以上の金利をみる視点が必要ではないか。確かに、欧米では金融が引き締め局面にある。財政赤字傾向にあるということもあるが、日本の長期金利の動きをみると、植田委員が挙げられたマーケットの考える長期的な名目成長率が若干変わってきた可能性があるということが一番大事だと思う。1月のG7直後のマーケットの動きをみると、仮に現在ゼロ金利を解除すれば少なくとも短期的に長期金利が不安定化する蓋然性が高く、二番目のゼロ金利の要因もあると思う。しかし、今少し長い目でみると一番目の要因がかなり効き、日本の場合は資金需給がかなり緩いこともあるため、長期金利はそれ程心配する必要がなく、我々としては短期、中期の金利上昇をより注目した方がよいのではないかという気がする。

なお、経常利益はかなり改善してきている一方で、三木委員が指摘に

なった様々なリストラの処理や年金債務の前倒し処理が大企業を中心に
出ているため、税引き後利益は場合によるとマイナスである。それがやは
りボーナスを予想するうえでも相当大事な要因だと考えるのか。

三木委員

特別損失の計上はあくまでもバランスシート問題の解消のために有利
子負債を落とし、資産を身軽にしていく動きである。従って、当然のこと
ながら企業は償却の範囲内で設備投資を行なう。余剰のキャッシュは全て
返済に充てるという動きはまだまだ加速すると思う。

今一つの問題は、それに加えて企業会計制度が大きく変わっていくため、
各企業とも否応なしに特損という形で処理せざるを得ない。これを力のあ
る企業は大体5年で処理する方向で考えている。大手企業は一斉にこうい
う形で考えているため、当期損益段階ではほとんどがゼロか大幅赤字を計
上しているのが今回の決算の特徴である。経常利益はリストラ効果とゼロ
金利効果に伴い、増益に転じてきたが、民需の自律回復による売上げ増、
経常利益増というパターンになっていないためにまだ中身が脆弱である。
ましてや、公共投資はこの先間違いなく落ちる。さらに、東アジア向け輸
出に懸念が出る。従って、益々企業は収益の脆弱性を意識してリストラを
続けざるを得ない。そのための財務リストラは現に実施している訳であり、
残っているのは設備と人のリストラである。設備のリストラは幸い現状が
輸出と公共投資でフル生産であるため多少先送りの形になっているが、人
のリストラだけは待ったなしである。

人のリストラとなれば、人件費のリストラで雇用と賃金との相乗効果が
狙われる。Tビジネスの考え方は日本的かもしれないが、雇用は維持する
という前提で賃金のリストラ中心のワークシェアリングの方向にいかざ
るを得ない。それが今春闘がかつてない最も厳しい春闘だったことに表わ
れている。その傾向は平成12年度もまだ続くと思う。しかも、特別給与
はほとんどが夏・冬型で決めるため、今度の春闘で大体は既に決めてし
まっている訳である。しかも業績の反映は今後は賞与で行なうことになっ

ていくため、業績が上がってくれば当然のことながら増えるが、まだ今夏の賞与にはほとんど反映されないと思う。それだけITビジネス企業の立場でみた場合、業績回復にはまだまだ脆弱なものが残っているということではないだろうか。

山口副総裁

三木委員が言われた東アジアとの関係でのリスク・ファクターはあるだろうと思うが、アジア金融危機から急速に立ち直ってきたここ2年間程のプロセスは主としてエレクトロニクス、情報化関連が非常に急速に拡大してきた訳である。その類いの生産基地を持っていた国が他に先駆けて早期に立ち直ってきたのがその実態ではないか。例えばタイなどは半導体、情報関連について十分な生産基地を持っていなかったため、韓国、台湾に明らかに遅れている訳である。現に日本の貿易統計をみてもアジアとの関係で一番急速に拡大しているのはそうした部分であり、いかなる産業をみるかにより多少イメージが違うのではないかと思う。

三木委員

現在のIT関連はマレーシアから始まりシンガポールへ移り、その過程で半導体そのものは台湾、韓国という形である。タイは、余り出ていないが、それでは今後タイにそうした半導体を使ったITのソフトを含めた基地が出ていくかといえば、私はないと思う。むしろ、シンガポールは半導体を作るのはやめようと言っている。従って、国により相当違うが、東アジア経済の中で中国を除くと日本の経済に非常に影響があるのはNIEsの韓国、台湾、次いでタイである。そのタイは家電・電気関係も含めて加工・組立を中心にしている。それが漸く輸出からカムバックして国内需要も出る形になっているが、内需の方は97年の為替ショックの時のレベルに漸く戻ったかどうかという程度であり、その意味ではまだ弱い。そこに資金の問題が大きく出てきそうな懸念があり、踊り場になるのではないかという感じを持っている。

山口副総裁

世界経済のポテンシャルな問題領域がどこにあるかという議論を色々な場で行なってきたが、東アジア、エマージング諸国においてはご指摘のタイの金融システム問題を典型とする構造調整が遅れており、ここ2年間は良かったとしても、現在の経済の回復が持続性を持つのかどうか多少疑問視する向きがある。それでも、やはり今のところリスク・ファクターとして圧倒的に大きいのはアメリカで何が起きるかということであるというのが、一般的な認識になっている。

中原委員

日本の経営には大変な余剰がある。従って今回もそうだが、アウトソーシングや購入コストを削減するなど多少対応すれば直ちに良くなる。しかし、その先にやはり壁がきてしまう。今回は時価会計や連結化などの会計上の問題もあるが、日本の企業は今後本当のリストラの壁にぶつかると思う。どうして日本企業がこれ程の短い間に良くなってきたのか外国でも驚いている訳だが、それは非常に余剰が多かったからである。しかし、それでは夏のボーナスはどうなるかとなれば、今年はいわゆるバランスシートが良く借入れも少ない先は増えると思うし、それ以外の先は非常に難しく本格的なリストラの壁にぶつかると思う。私はむしろ冬のボーナスをみた方が良いのではないか、今夏のボーナスに焦点が当たり過ぎているのではないかという気がする。

篠塚委員にお伺いしたい。摩擦的失業が3.6%でミスマッチと言われたが、現在の失業で一番問題なのは年齢差ではないか。高年齢により職につけないでいる。むしろ年齢に一種の差別があり、それを撤廃しないとなかなか難しいのではないか。

篠塚委員

年齢も恐らくミスマッチの中に入っている。計算する時にUV関数を

使って均衡失業率を出している。需要と供給が量的には合ってもマッチしないということである。

中原委員

年齢別の失業は今後問題になるのではないか。

速水議長

三木委員の言われたTビジネスにどこまで入るのか知らないが、日本の伝統的な大企業で雇用でなく賃金のリストラで対応できるのは本当の大手のみではないか。他は雇用の方にも相当手を付けているのではないかと思うが、どうか。

三木委員

Tビジネスは伝統的な製造業である鉄鋼や造船、機械メーカーが主体になってくるが、今や自動車、電機もIT関連の部門だけは別にしてTビジネスである。今一つは護送船団方式で守られてきた銀行も全くのTビジネスである。そうした先は雇用を守るという大きな考え方を持って臨んできたし、それは決して悪いことではない。その代わり、雇用の守り方が本体だけではなく、連結化に伴いそこを含めて雇用を守る形になった。従って、ある段階でさらに人を出さなければならない時に、連結会社に吸収力がないう形になる。さらに、ミスマッチがある。雇用を守るといっても、Tビジネスでさえ非常に難しくなると思う。

(午後0時54分中断、午後1時46分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

これまでの討議を踏まえ、当面の金融政策運営方針についてご意見を伺いたい。藤原副総裁から願います。

藤原副総裁

先程申し上げたように、日本経済の自律回復に向けての展望はかなり開けてきたように思う。その意味でデフレ懸念の払拭が展望できるような情勢に次第に近づきつつあるという認識を持つに至っている。しかし、ゼロ金利を解除するためには今少し幾つかのステップを踏む必要がある。第一に民需の自律回復力については、今後公表される1~3月の景気指標全体や賃金雇用情勢の動きをみてから判断を固めても遅くはなかろうということである。確かに、ゼロ金利政策の副作用にも目配りする必要がある。例えば、構造改革を遅延させるとかモラル・ハザードを助長するといった副作用であるが、これらは今暫くゼロ金利解除を待ったからといって突然激化する性質のものではないし、その意味で情勢を見極める余裕がないということではない。

第二に、日本銀行と市場との認識の共有を今少し進める必要がある。これまで何回も議論されてきたように、ゼロ金利政策を解除する際の無用なショックを抑えるためには、完全ではないにせよ極力サプライズを起こさない状況にすることが大事である。金融市場から得られる情報によれば、秋口頃にはゼロ金利解除があり得るとの見方が次第に織り込まれ始めてきているようであるし、それが情勢の展開と共に次第に多少手前の時期まできつつあるような感じもする。そうした見方を今少しはっきり見極めることも必要である。そのためには、金融経済月報に我々の認識を巧く盛り込むように議論すべきであるし、色々なオケージョンやツールを使い日本銀行の考え方をきちんと説明すると共に、狭義のマーケットへの対話メッセージも的確に伝えていくことが益々重要になってくる。

以上を踏まえ、本日のところはゼロ金利政策の継続を支持したい。

田谷委員

私も今藤原副総裁が言われたことと大差はない。設備投資については回復の方向がみえてきたようであるし、個人消費についても再び落ち込む可

能性は小さくなってきたようである。ただ、雇用・所得情勢については前向きの動きが出始めている兆候はあるが、まだ見極めが必要である。この点からゼロ金利維持が適当である。

ゼロ金利解除には市場の見方との擦り合わせがまだ必要だと思う。市場は依然として、秋口あるいは夏場以降の解除を予想しているようである。来年を予想する向きすら一部にはある。こうした状況下では、解除した場合のマーケット・インパクトが読めない。従って、マーケット・インパクトの影響も読めない。もっとも、今月の金融経済月報公表後の市場の反応は参考になる。ゼロ金利政策とは足許のオーバーナイト・コールレートをゼロとすると共に、デフレ懸念の払拭が展望できるまでゼロ金利を続けるということであり、ゼロ金利を解除することは自動的に時間軸も一挙にゼロにすることになる。解除時期に関する市場のパーセプションと我々の判断との間に大きなギャップがある場合、マーケットの反応も大きくなる。その場合、短期・中期金利の上昇も然ることながら、最近のドル・プット・オーバーの状況からみて円高が予想されるし、金利上昇と円高から株安も予想される。少なくとも当初の金利上昇、円高、株安は避けられないとしても、それらの振れを極力小さなものにすることが必要である。一部にはゼロ金利を直ぐにでも止め、年後半に景気が再悪化すればゼロ金利に戻せば良いという意見もある。景気予測は常に完全ではあり得ないが、クレディビリティ・ロスに繋がる判断ミスは極力避けるように努力すべきである。

植田委員

二人の意見とほとんど同じである。実体経済の判断は平均的なところとしては、様々なリスクは残存しつつも経済はかなり良くなってきているということだったと思う。しかし、デフレ懸念払拭が展望できるまでという条件との相対で、今少しゼロ金利を維持することが適当という判断である。やや危険な比喻で申し上げると、テイラー・ルールという我々が直接には使っていない政策決定ルールで望ましいコールレート水準を計算すると、

暫く前まではマイナスのコールレートが望ましい、従ってゼロ金利ということになっていた。印象的、理論的には、このマイナスのコールレート水準がマイナスの範囲の中で徐々に上昇しつつあるのが昨今の状況かと思う。

ここのところの良いニュースに伴い、前提の置き方次第では最適なテイラー・ルールにより計算されるコールレート水準がプラスという結果も出せなくもないかと思う。しかし、こうした計算には非常に大きな幅があるし、前提となるGDPギャップについて非常に不確かな情報しか持っていない。こうした計算には大きな幅があること、田谷委員も指摘していたが、仮に最適なコールレートがプラスになりゼロ金利を解除したとしても、その後直ちに最適なレートが再びマイナスになり、ゼロ金利に戻すというようなことは色々な意味で避けたい。幸い、当面インフレが加速する見通しもない訳であり、このようなことを総合するとデフレ懸念の払拭が展望できるまでゼロ金利を維持することが適当である。

マーケットとの対話については、私の意見もほぼ同じであるが、二点申し上げたい。場合によってはマーケットと我々の見方に若干のズレがあるかもしれない、その修正が望ましい訳であるが、それについては余り人為的なことをせずに、月報の基本的見解の中に景気、物価についての我々の判断をデフレ懸念払拭の展望という点との関係で素直に表現し、これをマーケットに理解してもらうことが必要である。我々もそこに表現した見方と整合性を持ち、必要であれば金利政策を変更するという事で臨むしかない。この点を外せば、我々のクレディビリティにとって大きなマイナスになる。今一つ、何回先の会合になるか分からないが、実際にゼロ金利を解除する際には単なる解除で良いのか、あるいは解除に伴う我々の見方を何らかの形で前広にコミュニケーションする必要があるのかどうか、について議論することが少なくとも必要になる。その場で直ちに議論し始めるのでは遅いし、それ以前に徐々に準備をしていくことにもなじまないため、今からその会合でそうした議論ができるように心の準備をしておくことが必要である。

篠塚委員

私は前回に引き続きゼロ金利政策に踏み切る直前の状態に戻し、コールレート誘導目標水準を0.25%前後にすることが適当だと判断している。

第一に、景気が民需主導の自律的回復局面に入っており、日本経済は再びデフレ・スパイラルの瀬戸際のような状態に戻るリスクは大幅に後退しているからである。第二の理由は、ゼロ金利政策について副作用のみを取り上げて評価することは適当でないとは考えているが、時間が経過するほどゼロ金利政策の利点の方が薄れて、副作用の方が高まってくると懸念する。日銀では従来から超低金利政策の家計に対する影響について、利子所得は減少するが企業収益の改善を通じて雇用・所得が増加するため、全体としてはプラスであると説明してきた。しかし、資金循環統計では企業も家計と同様に黒字部門になっている。従って、企業収益の改善を通じたプラス効果が薄れ、結果として家計に対する効果は全体としてマイナスの方向に振れてくることもあり得る。ゼロ金利政策の効果と副作用に関して、先日城南信用金庫が取引先中小企業に行なったアンケート調査があった。それによると、ゼロ金利政策の効果については、企業の資金需要がないうえ個人も利子所得が減少しており、景気浮揚対策としてほとんど効果がないと回答した先が約6割になっている。デフレ経済に落ち込むのは防いだが、景気浮揚までの効果はないとした先が約3割となっており、両者を合わせると9割が最早ゼロ金利の効果は乏しいとみているそうである。改めていうまでもなく、政策運営は目先の評価に左右されずに、日銀が中長期的な観点から適切と考える政策を講じていくべきである。しかし、実際に景気の回復が次第に明らかになってくれば、国民の間で城南信金のアンケート調査のようにゼロ金利政策に対する高い評価が次第に低まってくると思われる。つまり、解除のタイミングがいかに大切かということである。

第三に、どのような経済状況を目指して政策を運営するかという原点に立ち戻って考えるべき時期だと思っている。例えば一部の民間エコノミストの中には、個人消費が本格的に回復するまではゼロ金利政策を継続すべ

きであるといった主張もみられる。しかし、現在わが国の企業は、収益性を国際的にみて遜色がないレベルまで引き上げるために必死に努力している最中である。そうした中で、労働分配率の引き下げは避けられない。企業収益が漸く改善をみせ、緩やかながらも賃金面に明るさがみえ始めてきている。1~2%台程度の成長率を念頭に置いている現在、個人消費の本格的回復とは一体どの程度の伸びを念頭に置いているのか疑問である。日本経済が70年から80年代のように年率4、5%もの高い成長時代であったならば、程度の差こそあれ誰でもがプラスの成長を実感できたかもしれない。しかし、現在念頭にある成長率は構造問題も克服しなければならない中で平均しても1%後半から2%程度と思われるし、業種間でもばらつきがあり明暗入り交じる状態である。さらに、実質GDPの四半期毎の動きも期によってはマイナスになることもあるが、全体として均せば若干のプラスに成長しているといった局面に漸く立ち戻った訳である。金融政策運営においても、こうした視点が必要であり、消費がしっかりと回復するのを待つとしても、その内容にはかなり不確定な要素が多いのではないかと思う。

第四に市場関係者の間では、仮にゼロ金利政策が解除されても引き続き金融引き締め動くことはなく、あくまでも非常時対応終息による解除にすぎないという認識が次第に浸透しているのではないかと思われる。しかし、一部にはゼロ金利政策を解除すると長期金利が急上昇するといった意見も聞かれる。現在はまだ資金需要が弱いし、短観の業況判断DIが示すとおりの期待成長率も緩やかな改善にとどまるため、財政運営を巡るリスク・プレミアムさえ高まらなければ、長期金利が大きく上昇する可能性はそれ程大きくないのではないかと思っている。むしろ私が懸念するのは、先行き企業の資金需要が強まったり、期待成長率がさらに高まるような状態——先行き消費がしっかりするまで待つ——になってからゼロ金利政策を解除する場合についてである。その場合には、如何に説明しようとしても、市場では非常事態の終了ではなくインフレ・リスクの高まりに対する引き締め政策のスタートと受け取り、結果として短期金利が過度に

上昇する危険性があるのではないか。そのような意味で、現在はゼロ金利政策を解除するタイミングに入ったと思う。

中原委員

景況感は先程申し上げたとおりである。循環的に1月、2月に極めて強い回復局面に入り、C Iの一致指数が97年3月のピークに近い水準まで戻ってきている状況である。しかし、同時に、雇用あるいは不良債務、不良債権の圧迫が非常に強い。そうした中で、残念ながら企業のリストラの手が緩んできたような気がする。昨年3月期の決算時にリストラの発表があり、大体3年か4年続くような計画を発表した訳であるが、短観に表われている例えば雇用過剰感をみる限りどうもそのスピードが鈍ってきた。設備投資も増加してきたのは結構であるが、それだけ選別的になされており、厚い壁に向かって挑んでいくような状況であると思っている。

そうした中で、日本にとって一番影響があるのがアメリカの株価である。NASDAQは最近非常に乱高下している。私の分析では3月10日にザラ場で5,132を打ってから反落して戻っているが、恐らくNASDAQはNYのダウに先駆けて大天井圏の確認ができたのではないかと考えている。NASDAQがどこまで戻るかということはあるが、3月10日の高値はなかなか抜けないのではないか。日本は2月の中旬に頭をつけて、その後エクステンションになる可能性があると言ったが、波動が延長してきて2万800円まできている。問題はこの中でTOPIXが新値を更新していないことである。従って、TOPIXが新値を更新しない限り、ダウのこれ以上の上昇はなかなか難しい。外人買いの動機については日本経済が良くなったという見方で買ったということも言えるであろうが、私はその段階は昨年の末までで終わり、その後の伸びが非常に鈍くなってきていることに留意しなければならないと思っている。従って、この際思い切った量的な緩和をし、私が潜在成長率と考えている1.5~2%を極力早く達成した方が宜しい。

三木委員

論点が二つある。一つはデフレ懸念の払拭といえるかどうかである。物価は一応下げ止まっており、下落リスクはほぼなくなったといえる局面にきたのではないか。次に物価の背後にある実体経済の動きをみると、総括すればデフレ懸念払拭の一步手前までできているといえるのではないか。設備投資は回復の方向を向いてきているし、その持続性についてもかなりの蓋然性を持って期待できる。後は中小企業の設備投資の動きを見守る段階かと思う。個人消費は確かに所得の落ち込みに合わせて消費レベルは落ちているし、将来の雇用不安、年金不安を背景に安い商品を選択するという生活防衛的な一面がなお色濃く残っている。他方、家計は厳しい選別の目を持ちながらも必要な財・サービスには前向きに手を出している。新技術・新機能を備えた商品の引き合いも強い。結果的に家計はトータルとすれば所得という身の丈に合わせた消費支出を行なっており、消費性向もまらずまずまずの水準といえる。こうした消費態度をみる限りは、個人消費については平時に戻っていると評価すべきではないかと思う。所得が伸びない中での個人消費は緩やかな回復にならざるを得ないと同時に、消費の中身が物からサービスへと変化している中では特に回復感に乏しいと言わざるを得ない。従って、個人消費の現状は通常時に戻っていると考えない限り、なかなか次の手に進めない。その意味でデフレ懸念払拭を十分に確認できるかどうかについては、個人消費の中身に今少し持続性を持った力強さが確認できるようなエビデンスが出てくると、設備投資を中心にした外需から民需への円滑なスイッチが少なくとも9月には見込めるといふ動きになってきたかどうかの二点である。

第二の論点は、藤原副総裁や田谷委員の意見と全く一緒である。大事なことは、やはり市場と意識が共有できているかどうかという点にいよいよ絞られる。政策変更は多かれ少なかれ市場にショックを与えかねないため、市場に極力ゼロ金利解除を事前に織り込ませることが大事である。今後ゼロ金利解除のショックを最小限に抑えるために、こうした判断をさらに詳しく市場に説明し、理解を促していく地均し作業が必要なのではないか。

こうした点から判断すると、デフレ懸念払拭の条件はほぼ整いつつあるが、経済の二極分化の動きの中でマクロでみた持続性と広がりは今少しみる必要がある。特に植田委員が言われたことに全く同感であるが、インフレ・リスクが顕現化している訳ではなく、時間的余裕としてはまだ待てるタイミングではないか。現在は、市場との環境地均しに目を向けるタイミングである。従って、今回はなおゼロ金利政策を継続することが適当と判断する。

武富委員

景気の流れは良くなってきており、ゼロ金利政策解除の方向を念頭に置くという意味のバイアスをかけて、ここ暫くの金融経済情勢をよくみていきたい。その意味で、本日は現状維持であるが、バイアスをかけるというところまで一歩踏み込んで考えたい。

ゼロ金利政策は景気が底割れ寸前、少なくともそうした懸念をかなりの人が持っていた時期に採った政策であり、金融システムが泥流化して实体经济と連動し俗にいうデフレ・スパイラル的な懸念が強かった状況下で採った政策である。その後金融システムも立ち直っているし、経済にもある程度民需の立ち上がりに向けた流れができてきている。これが少々のショックで完全に崩れてしまうような状況ではないことを考えると、緊急避難であった措置を取り外すことは極めて自然かつ素直な対応である。实体经济がここまでくれば、デフレ懸念の払拭がかなり展望できるのではないかと思う。世の中では在庫調整は一巡したと言っている。伝統的な考えでは、在庫調整が一巡すれば需給関係も以前よりは改善した訳であり、デフレ懸念は後退しているはずである。

しかるに、経済界が何となく値段に対してもやもやとした感じを持っているとすれば、それは循環的な意味の在庫調整が一巡したこと以外の要因によるものであり、それは優れて構造的な問題である。当然、そこについてまで金融政策は手当てをできる訳ではない。ゼロ金利を解除したとしても、金融緩和の枠組みは残っている以上、企業が先行き前向きな活動をす

る土壤は十二分に維持されており、決してマイナスのイメージを持つ必要はない。色々な議論を伺っていて思うのは、一体何に照準を当てて金融政策の運営を考えていくのかということである。先程申し上げた段違い平行棒の低い方の棒に照準を合わせると、却って経済の活力を失わしめるのではないかと思う。段違い平行棒とは良い先と悪い先という意味ではなく、生き残れる先と生き残れないかもしれない先である。生き残れないかもしれない先に如何に生き残るような工夫をしてもらうかについては、ゼロ金利であろうと、それより若干高い金利であろうと本質的な違いはない。

バイアスはかけるが、議案としては提案しない。利上げと一方で量的緩和という相反する議案が二つも常に出てきている変則状況の中で、さらに第三の道を模索するのは余りにも市場を混乱させる。議事要旨には残して頂きたいが、議案としては提案しない。

山口副総裁

先程申し上げたような自分なりの状況判断に基き、ゼロ金利継続で臨みたい。設備投資と消費のそれぞれについて、今少し自律回復の力を見極めてもよいのではないかと考える。篠塚委員が言われたように、確かに民需の中でも特に家計、消費の部分については一体何をメルクマールにして、ある種の分岐点に達したのかを判断するのは難しい。設備投資よりもさらに判断が難しいし、予て私が言ってきた夏季賞与の動向についても果して明確な数字が出てくるのかどうかもよく分からない。ただ、企業部門の立ち直りが予想しているような姿で巧く進み、企業収益の改善傾向が徐々に定着していくのであれば、それは夏季賞与のみならず色々なところに滲み出ていくのではないかと思う。雇用市場全般の改善がさらに明確になるかもしれないし、例えば広告など企業の間接費のようなものを引っ張り出す形で出てくるのかもしれない。いずれにせよ、企業収益の改善を軸にして出てくる幾つかの現象を今少しみていく時間的なゆとりはある。

元々現在の政策は、日本経済が陥った相当厳しい状況に対する手当てとして打ち出したものであり、当然ながら時間的な効果や市場期待への影響

も含めて相当強い措置であった。それだけの強い手当てを必要とした状況が、つい最近まであった訳であり、そこから確かに抜け出して次の局面へ移っていくには、念には念を入れてチェックするプロセスが必要だと思う。物価が表面上上がり出すリスクがあれば、それは当然大きなコストとして計算の中に入れなければならないが、場合によっては逆の現象が出てくるかもしれない状況を考えると、申し上げたような民需のチェックのプロセスが今少しあっても良いと思う。その意味で、現在のゼロ金利政策を今回は継続したい。

何人かの方々が市場を中心に対外的なコミュニケーションをしっかりとやっていくことの意義を強調されたが、私も全く同感であり、本日行なったような議論を月報の形で対外的に打ち出し、市場を含めた外部の受け止め方がどのようになるかをも参考にしながら我々のスタンスを考えていきたい。

速水議長

追加的な発言なり意見や議論があれば、自由に発言頂きたい。

篠塚委員

山口副総裁にお聞きしたい。企業の増益と設備投資への動きはある程度しっかりしてきているし、その点までは景気の回復基調は確認できる。さらに設備投資を中心に経済が回復していき、腰折れはないだろうということが皆さんの念頭の中にあるのではないかと思う。そうした中で次のしっかりした材料が出るのを待つとすれば、特に消費は何をメルクマールにするかはっきりしない訳であり、それも待っていると着実に設備投資を中心とした景気回復への動きが進んでくるし、期待成長がさらに高まっていく。そうした中でゼロ金利解除の時期を迎えると、緊急事態からの脱出ではなく、次なる引き締めへ差し掛かったのではないかという見方が出てくるのではないかと懸念する。そうした見方については如何か。

山口副総裁

篠塚委員が形容されたような状況には、まだ距離があると思う。設備投資についても、現在出ている計画は大企業でさえ前年比ゼロという辺りであり、これは今後かなり上積みされるに違いないという認識で多くの方が議論を展開されたと思う。私もそうなる蓋然性がかなりあると思うし、そうなって欲しい。しかし、そこは機械受注統計などの実際の先行指標の動きや今後の収益動向等の中からのどの程度の上積みが行なわれ、今年度どの程度の着地になるかということが決まっていくはずであり、途中経過のプロセスを今少しみてみたい。

その間に成長のモメンタムが大きく蓄積され、場合によってはそれに対する市場の動きが先行してしまうのではないかと心配なのかもしれないが、実際に市場では金先のマーケットで多少の金利上昇を数か月先に織り込んでいる程度の動きにしかなっていない。市場がインフレ期待を織り込み始める状況には、まだ相当距離があるのが現状ではないか。

植田委員

私もその点については先程同様にやや慎重なことを申し上げた。今年度の設備投資についてはある程度はいく可能性がかなり出てきたが、出発点から過去の平均の角度の線を引いたような回復を実現するかどうかは、山口副総裁が言われたようにまだ不確実性がある。また、それが実現したとしても消費等への波及については乗数効果が小さいかもしれない。財政の問題を含めて過去とは違う問題があることなど、慎重に考えておくべきファクターが幾つかある。一方、焦って金利を上げるほど物価に問題が発生している訳でもない。大体のコンセンサスは悪い意味での物価下落がなくなるまでというかなりインフレ防止の面では高めのハードルを置いていることも考えると、それ程心配して一気に金利を上昇させる必要がある状況ではないと思う。

山口副総裁

篠塚委員が言われたことは、現時点ではゼロ金利を解除せずに今少し待ってから解除するとすれば、長期金利が相当大きく反応してしまうのではないか、ということか。

篠塚委員

それもある。待っている間に景気が崩れることはないだろうという期待が大きく積み上がっていくため、ショックが大きくなると思う。私の提案では0.25%に上げるが、その程度ではまだ超緩和であり、しかも企業では潤沢なキャッシュ・フローをもっているため金利が上がっても資金需要に影響がある訳ではない。しかし景気判断として景気回復が人々に共有されても、なお今少し明確な情報を待つということになれば、期待成長率が高まりゼロ金利解除の時期が難しくなってくる。

速水議長

非常時対策を正常化したということではなく、インフレ対策に踏み出したと受け取られ、金利への影響が大きくなるということか。

篠塚委員

半分以上の委員方が景気が崩れると思っているなら別であるが、そうではなく回復基調は大方認めたいうえで、今少しはっきりしたデータを見ようということであった。先行きどういう数字が出るか分からないが、足許ではある程度回復がみえ始めている訳であり、これでゼロ金利という非常事態から脱却できるとしてゼロ金利解除を希望していたのが、そうではなくなってくるのではないか。

山口副総裁

そこまで待つのは待ち過ぎである。恐らく民需の回復のモメンタムがかなり強く、かつ先行き物価が需要の強さにより上がり始めるかもしれない

ような兆候がみえる局面を篠塚委員は言われているような感じがする。仮にそうした局面で最初のアクションを採るとすれば、最初のアクション自体がかなり大きくならざるを得ず、それに対して長期金利はかなり大きく反応せざるを得ない。それはご指摘のとおりであり、いかなる状況になれば手を打つのが適当かという判断に戻る。

速水議長

篠塚委員のご意見のようなことは十分あり得るが、現在市場がどのように予測しているかという現実は、恐らく7割方は年内は大丈夫だろう、少なくとも秋頃までは大丈夫だろうとみている向きが多い。それが現実であるとすれば、急な解除は逆にサプライズと捉えられる可能性もある。そこが先程から議論になっている市場との対話が要するという点であろう。

中原委員

解除のタイミングにもよるが、一つは異常事態を脱したと世間が受け取る場合と、景気回復が強いためその第一歩として上げたのかと受け取る場合とがあると思う。マーケットの受け取り方には色々ある。仮に後者であれば、また上がるということになり、その時は余程腰を据えて先を読んでいく必要がある。読み違えて再び下げる訳にはいかず、その辺の判断が難しい。しかし、デフレ懸念が払拭されるまでと言ってしまっている訳であり、異常事態から決別するという意味には必ずしも取ってくれないかもしれない。この辺が難しいところではないか。上げる以上は景気が軌道に乗り、回復の動きが少なくとも2年は続くといった見通しがないと、なかなか難しいのではないか。

植田委員

長期金利が上がっていないのは何故かという答えは必ずしも分からないが、逆に言えば現時点で景気が持続的に上がっていくとある程度確認できていれば、長期金利は現在の水準にはないようにも思う。この先一氣に

良くなっていった場合、その時点で我々の月報に徐々に徐々に織り込まれていくはずである。その第一歩として、例えば今回の月報の表現に対するマーケットのリアクションをみる程度の余裕は十分ある。

武富委員

本日の議事要旨は5月の後半に公表される訳であるが、それを見た時に恐らくマーケットは徐々にという反応を絶対にしないと思う。今現在は金利はここまで落ち着いており、少なくとも私の考えているよりはマーケットの方が色々なものに対して先行き慎重であるが、一旦環境が変われば今度はまた私が思っているよりは大きく先取りをするため、市場心理がどこでどう変わるかは予断できない。従って、市場との対話は十分に行ない、こうした緊急避難から脱出する時は、むしろ何となく皆が受け入れられるような方向で対処するのが得策である。余りプリエンプティブということ意識し過ぎない方が良い。その意味では、熟柿論でぼとりと巧く落とせれば良いとは思っている。ただ、市場は恐らく我々が思う以上に早めに期待形成するリスクがあるため、ほんの若干早いかなと思う程度の段階で対応するのが一番良い。

中原委員も指摘のように、難しいのはデフレ懸念払拭の展望ということが一方にあり、もう一方で解除するとすれば、緊急事態は過去のものであることを明瞭に伝える必要があるというのが本旨である。その間に何かイメージギャップが出てくるかどうか難しい。しかし緊急事態が過去のものになったということは、デフレに対する強い懸念はなくなったということであり、先行きデフレ懸念払拭が展望できる状況に近づいているには違いない。その点をどう巧く市場に説明するかである。さらに、先程の段違い平行棒で見れば下の棒の方の人達が多い訳であるし、ストックのしこりを抱えている先や構造的に需要がなくなったにもかかわらず供給の工夫や新しい展開ができずにいる先が、デフレ懸念を持っている訳である。それに引きずられ過ぎてしまうと、恐らく金融政策を間違う。どこで決断するか、私としては今暫く様子を見たい。しかし、既にバイアスはかけて

良い状況だと思う。

山口副総裁

武富委員の話では、緊急事態からの脱出とデフレ懸念払拭の展望が得られることは、別々の話か。

武富委員

別々ではない。かなり近いことではないかと思っている。

山口副総裁

それは人様々だと思うが、日銀は外部に対してはデフレ懸念払拭の展望ができるようになればゼロ金利を解除すると言ってきた。従って、政策変更の基準は専らその点の判断でよいのではないかと思う。

武富委員

外部への言い振りの一貫性からすれば指摘のとおりである。ただ一方で、バランスシート調整や資産デフレなどに近い人にも納得してもらう配慮は必要だということである。その配慮をし過ぎると一貫性が保てないのであれば、いざそうした必要が出た時にどう説明していくか改めて議論させて頂きたい。ただ、金融システムについてはほぼ修復できたという確認を大前提にしている。そうしたことも支えにして経済の自律的な回復が始まっている訳である。その延長線上で、いざ我々が決断する時には、デフレ懸念払拭の展望は十分できる段階という認識を示すという二段構えの認識である。従って、最初の認識を敢えて書くか書かないかは選択の問題だとは思う。

速水議長

本日は、3月短観などの新しい材料を踏まえて従来以上に活発な議論をして頂けた。委員方から出された金融経済情勢に関する認識を私なりに整

理すれば、概ね次のようなことになるのではないかと考える。

民間需要回復の鍵を握る設備投資と個人消費のうち、まず設備投資については、先月下旬以降に出てきたアンケート調査などを踏まえると緩やかな増加に転じたという判断が大勢であった。企業収益の改善など民間需要を巡る環境の改善がさらに明確になっているし、これが企業の支出活動の増加にも繋がり始めたとみて良いと思う。ただし、設備投資の広がりを持続性については、今後の推移を今少しみていく必要があるとの指摘もあった。個人消費については、個々の売上統計などからみると一進一退が続いている。ただ、雇用者数と賃金の両面共に下げ止まってきたことは、消費を取り巻く環境の改善という点で前向きな動きであるとの指摘もあった。現在の消費動向は、そうした所得環境に見合った普通の状態とみるべきであるという認識もあった。いずれにしても、個人消費の状況は目立って回復することを期待し難い訳であるが、状況が悪い訳でもないというところではないかと思う。

物価面では、消費者物価指数が各般のイノベーションと、それを指数に極力反映させようとしている統計作成者の努力などが重なり、幾分弱い方向に動いている気がする。ただ、需要の弱さに由来する物価低下圧力については、民間需要の回復を受けて和らいできているとの意見が大勢を占めていた。

以上を纏めると、民間需要の自律回復力についてはある程度は展望が拓けてきたが、その確度については今少し点検してもよいのではないかという意見が多かった。

こうした情勢分析については、私自身も基本的に違和感はない。ゼロ金利政策を始めて1年以上が経過したが、日本経済が金融システム面での不安と相互作用して需給面でもデフレ・スパイラルの瀬戸際まで迫っていた昨年初の頃の情勢とは異なり、大幅に改善していることは皆さんのご指摘のとおりである。言い換えると、ゼロ金利政策という異常な政策と実体経済動向との間の整合性が問題になる局面に入ってきたと言えるのではないかと思う。

ただ、当面の金融政策運営スタンスに関しては、現在はデフレ懸念払拭の条件である民間需要の自律回復力について今少しチェックすべき段階にあるのではないかといった不安も残っている。篠塚委員の異常事態から脱出できた以上は金利を正常化すべきではないかという考え方にも共感が持てる。武富委員のここまで議論が進んでいるのであればバイアスといった形で意思表示なり、ウォーニングをすべきだという気持ちも良く分かる。ただ、現行のシステムでは議事要旨を発表するのは1か月後になる。仮に何かするとすれば、月報の見解や来週の記者会見において多少そうした見方、あるいは意見の一部を紹介することも一つの方法である。今後は先程申し上げたようなポイントの点検を今暫く続けていきたい。特に現在の政治的情勢やG7を控えている中で、今少し情勢の展開と市場との関係を見る必要がある。既に設備投資についてはかなりの展望が拓けているため、今後は個人消費の動向がポイントとなる。その際、注目すべきは売上統計あるいは家計調査、消費関連指標などよりも、雇用所得面での改善が展望できるのか、雇用・所得環境のこれ以上の悪化を想定しなくてもよい状況になるかどうかである。その点について、今後適切な判断を心掛けていきたい。

さらに今後の政策運営との関連で重要なことは、金融経済情勢についての我々の考え方に関し、市場の理解を進めていくことではないかと思う。短期金融市場では年内のゼロ金利解除を織り込み始めている面があるし、最近国会や一部の報道では再びゼロ金利政策の弊害についての指摘が増えている。金融経済月報の基本的見解には我々の情勢認識を集約して織り込み、市場や国民にきちんと説明していくと共に、市場の反応などをよく観察していくことが重要である。

本日の大方の委員方の見解を伺うと、ゼロ金利解除の機が熟しつつあるという私の考えに自信を得ることができた。このような変化を市場と共有していくため適時・適切にコミュニケーションしていくことが大切である。

これまでの討議を踏まえ、当面の金融政策運営についてさらに追加的なご意見やご議論があれば発言願いたい。

中原委員

武富委員が言われたバイアスとは、具体的にはどのようにするのか。

武富委員

何かステートメントを公表するとか、議案を出すということではない。私個人としてバイアスをかけたスタンスを今後とっていくということである。

中原委員

ボードとしてではなく、個人的な立場を明らかにしたいということか。

武富委員

ボード全体となると議案が乱立する。それは避けたい。

篠塚委員

総裁が言われた記者会見や金融経済月報に多少織り込むということは、記者会見等で例えばバイアスについても発表することもあり得るということか。

速水議長

そこまでは言えないと思う。バイアスと言うか、アメリカ式に次回会合までは要引き締め基調だとかいうようなことを公表するシステムを作ることは、この時点では武富委員自身も考えていないと言われた。考えていないが、言いたい気持ちはよく分かる。

それでは、ここで政府から出席された方々から意見があれば発言して頂きたい。

林大蔵政務次官

経済の現状認識については、各種の政策の効果やアジア経済の回復等の影響から緩やかな改善が続いており、企業の活動にも積極性がみられるようになるなど、自律的な回復に向けた動きが徐々に現れていると認識している。しかしながら、全体としてまだ需要の回復が弱い中で、政府としては、これまで財政面からの下支えの手を緩めることなく、平成12年度予算を経済運営全般に亘る充実との観点に立って編成するなど、景気を本格的な回復軌道に乗せていくために万全の体制を採ってきた。

4月5日に新内閣が発足し、森総理からも連立政権の成果を踏まえて政策の継続性を念頭に置きつつ、当面する諸課題に的確に対応するという今申し上げたような考え方が確認された。従って、今後とも先般に成立させて頂いた12年度予算の円滑かつ着実な執行を通じ、公需から民需への円滑なバトンタッチを図り、民需中心の本格的な景気回復が実現できるよう全力を尽くして参りたい。

一方、公債依存度が38.4%と財政が危機的な状況であることは申し上げるまでもなく、経済が本格的な回復軌道に乗った段階においては、財政構造改革についても経済・社会全てを包括した根本的な視点で色々な対策を行っていかねばならないと思っている。ただ度々申し上げてきているように、景気回復がまずは大事ということであり、これに万全を期していきたいと考えている。このような経済運営の基本的な考え方は、今週末のG7においても各国に説明をすることになる。

日本銀行におかれても、政府による諸施策の実施と併せて、景気回復を確実にして頂くために、金融・為替市場の動向も注視しつつ、豊富で弾力的な資金供給を行うなど、引き続き適切かつ機動的な金融政策を運営して頂きたい。

河出経済企画庁調整局長

政府の今月の景気判断はまだこれからであるが、最近の経済動向は林大蔵政務次官から発言があったとおりである。こうした経済動向の中で、公

需から民需へのバトンタッチを円滑に行ない、景気を1日も早く本格的な回復に乗せていくと共に、揺るぎのない構造改革を推進するために経済新生対策を始めとする諸施策を引き続き推進していきたいと考えている。

日本銀行におかれては、引き続き適切かつ機動的な金融政策を運営して頂きたい。

速水議長

それでは、議案の提出および採決に入りたい。先程の委員による検討によれば、当面の金融市場調節方針について、ゼロ金利政策を継続するという意見が大勢ではなかったかと思う。従って、私からその旨の議案を提出したい。他に正式に議案を提出する方は、篠塚委員と中原委員か。

[事務局より議案配付]

議案を読み上げて下さい。

雨宮企画室企画第1課長

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。」。

次いで中原委員案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。対外公表文は別途決定する。記。中期的な物価安定目標として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、次回決定会合までの当座預金残高を平残ベースで7兆円程度にまで引上げ、その後も継続的に増額していくことにより、2000

年7～9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。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記マネタリーベースの目標等にかかわらず、それに対応して十分な資金供給を行う。以上。」である。

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。豊富で弾力的な資金供給を行い、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。以上。」。別添の対外公表文は、「平成12年4月10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、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した（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、以下のとおりである。豊富で弾力的な資金供給を行い、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。以上。」である。

速水議長

篠塚委員と中原委員は議案を説明して下さい。

篠塚委員

特にありません。

中原委員

提案理由の一つは現在の物価動向である。生鮮を除くCPIの前年比がこのところ-0.1～-0.3%とややマイナス方向に振れているほか、GDPデフレーターも7～9月から10～12月にかけて、特に10～12月は前年比で-1.5%と、マイナス幅を拡大している。そうした中でインフレになる危

険は当面なく、金融政策から刺激を図れることである。第二には、景気は循環的上昇局面にあり、特に一致指数のC Iはこの1、2月と上昇を早めて97年3月の山に近づきつつあるが、同時に構造改革の壁は非常に厚い。消費は必ずしも捗々しくなく一進一退であり、設備投資もまだ回復へのエビデンスが出ていない。一方、財政政策の効果が4～6月は残ると思われるため、残っているうちにこれとシンクロナイズさせる形で量的緩和を行ない、潜在成長率と考えている1.5～2%程度までの景気の上昇を加速すべきである。

三番目に、現在為替は104～107円で比較的安定的に推移しているが、当面の景気動向に対する一番大きなリスクは円高である。市場の多くは先行き円高の進行を見込んでいるため、プリエンティブな格好で量的な緩和を図っては如何かと思う。四番目に、日銀はわが国の経済において物価の安定に対して主たる責任を負っている立場であり、物価の目標数値を明示的に国民に示すことは当然である。そのような具体的な数値目標が示されて初めて日銀の説明責任、結果責任、透明性の確保を果たし得る。最後に、そのような形で将来のC P Iの目標値を明示すれば、その背後にあるGDPの成長率、経済のパス等についても予測して公表し、今まで以上にフォワード・ルッキングでプリエンティブな金融政策を行なうことになると考えている。

速水議長

質問等があればどうぞ。

それでは、採決に移りたい。篠塚委員案、中原委員案、議長案の順で一つずつ採決する。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]

[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

武富委員

三木委員

中原委員

植田委員

田谷委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

篠塚委員の提案について、採決の結果、賛成 1、反対 8 であった。

[中原委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：中原委員

反対：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

田谷委員

棄権：なし

欠席：なし

小池政策委員会室長

中原委員の提案について、採決の結果、賛成 1、反対 8 であった。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

植田委員

田谷委員

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

議長案採決の結果を申し上げる。賛成 7、反対 2 の賛成多数であった。
反対は中原委員と篠塚委員であった。

速水議長

反対の理由を説明頂きたい。

篠塚委員

第一番目に、わが国の経済は再びデフレ・スパイラルの瀬戸際に戻る状態から脱出している。その意味でゼロ金利政策の当初の狙いは達成されたと判断し、非常事態の終了を伝えるために解除の提案をした。

二番目は、景気回復を示す材料が増して先行きの景気回復期待が高まるにつれ、その利点よりも副作用の方が顕在化してきたことである。そのため、折角のゼロ金利政策の効果まで薄れかねない微妙な時期になってきたと判断した。

三番目は、先行き企業が一層資金需要を強めたり、期待成長率をさらに高めるような状態になった時点で、ゼロ金利政策を解除することになれば、それが異常事態の終了だとは受け止められない。インフレ・リスクの高まりに対する引き締め政策のスタートと受取られて市場に混乱を招きかねないと判断したからである。最後に、ゼロ金利政策を解除しても、依然として超緩和政策を継続していることに変わりはない。

中原委員

ゼロ金利政策は継続するか解除するかを選択だけの政策である。また誠に象徴的なネーミングの政策でもあるため、継続すればするほど解除時のマイナスのインパクトが大きくなり、ハードランディングになり易い。

第二に、先行きについては色々ダウンサイド・リスクがある一方、インフレ・リスクはほとんどない現状であり、現状維持という政策は採るべきではない。少なくとも、現在の金融政策のパッシブなスタンスを変え、より積極的なものに変えるべきである。

三番目は、現在のゼロ金利政策においては、現状の異常な事態が解消するまでとか、デフレ懸念の払拭が展望されるまでといった抽象的な表現が使われており、政策的な目標として明確ではない。日本銀行は1年ないし2年先の物価等の経済指標についての予測を具体的な数値を持って示さない限り、アカウントビリティ等を果たしたとは言えない。その点は、仮にゼロ金利を解除するのであれば、その際にも全く当てはまることであり、

先行きの予測を示すべきである。

[政府からの出席者入室]

速水議長

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

なお、決定事項の公表は、会合終了後 30 分後に行なうため、それまでの間は厳に出席者限りということをお願いする。

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りたい。金融経済月報のうち、最初の 4 ページが本委員会での正式な決定事項になる。本日のこれまでの議論を踏まえてご検討をお願いする。まず、調査統計局の吉田企画役と企画室の雨宮課長よりポイントの説明をお願いする。

吉田調査統計局企画役

実体経済面からポイントを説明する。まず総論部分では、3月までは「わが国の景気は、このところ、持ち直しに転じている。こうしたもとの、企業収益の回復など、民間需要を巡る環境は改善を続けている。もっとも、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。」と表現していたが、今月は大幅に変更し、「わが国の景気は、持ち直しの動きが明確化している。民間需要面でも、設備投資が緩やかながら増加に転じるなど、一部に回復の動きがみられ始めている。」とした。昨年7月以降続けてきた「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。」という表現を削りたいと考えている。

各論部分のうち、需要面では大きく加えたところが二点ある。最初は公

共投資であり、先月までは「緩やかに減少している。」としていたが、今月からは「補正予算の執行に伴い増加に転じつつある。」としている。また設備投資は、先月まで「概ね下げ止まったものとみられる。」としていたが、今月は「緩やかながらも増加に転じている。」と変えている。企業行動については、これまで「収益や業況感の改善は、必ずしも積極的な企業行動には繋がっていない。」と表現していたが、今月は「成長性の高い分野を中心に、設備投資増額など積極的な行動に転じる企業が徐々に増えている。」とやや前向きの部分を強調している。所得形成の面では、前月までは「雇用者数の減少には歯止めが掛かりつつある。」としていたが、今月は「雇用者数・賃金の両面でこれまでの減少傾向に歯止めが掛かりつつある」と、賃金もほぼ下げ止まったというニュアンスを加えている。

先行き部分も大幅に変えている。前月までは基本的には外生需要の増加がいずれ民間需要に波及していくと書いていたが、今月はむしろ設備投資が既に増加し始めているため、まず外生需要について「公共投資が増加する」、「純輸出の増加が続く」と簡単に書き、次いで「企業の収益や業況感が改善し続けるもとの、設備投資も緩やかに増加するものとみられる。」と設備投資の先行きを書いている。ただ、マイナス要因として、「住宅投資の緩やかな減少が続く」ことと、「企業の人件費抑制スタンスに大きな変化がみられないことから、家計の所得環境が好転し個人消費が立ち直るには、なお時間を要するものと考えられる。」という点、「企業の売上げ見通しが引き続き慎重であるだけに、設備投資の持続性や広がりについては、なお注意深くみていくことが必要である。」という文言を加えている。さらに、先月までは書き込んでいたもののうち、今月は削ったものを申し上げる。一つは、先月までは円高が企業収益の減少要因として作用すると書いてきたが、先般発表された短観での想定レートと現在のレートとの差がほとんどないため、現段階でこれを書く必要はないと判断した。最後に民間需要の立ち直りを促すような構造改革を進めていくことも重要と考えられる旨の文章があったが、これは99年4月以降1年間も書き続けてきたため、構造改革の必要性自体がなくなった訳ではないものの、構造改

革の重要性についてはかなり認識が浸透していると考えて削った。

続いて物価に対する書き振りであるが、輸入物価についてはWPIの3月が前月比で-1.6%とマイナスになっているため、「輸入物価は、基調としては、原油等国际商品市況を映じて、上昇している」とした。消費者物価に「民間サービス価格がやや強含んでいるものの」とあるが、家賃の上昇を受けて挿入した。物価の先行きについては、先月までは「民間需要の自律的回復のはっきりした動きが依然みられず、賃金の軟化傾向が続く中にあるのは、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力に対し引き続き留意していく必要がある」と書いてきたが、設備投資に回復の動きが出てきているし、賃金の軟化傾向にも歯止めが掛かりつつあるため、今月は「需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力については、民間需要の一部に回復の動きが出ていることから、一頃に比べ後退しているものの、引き続き留意していく必要がある」としている。

雨宮企画室企画第1課長

金融部分については、ほとんど変更がない。市況の解説部分はこの間の市況変化を踏まえて若干数字を変えているのみであり、極く僅かな修正である。金融の量的な動きも大きな変化はないため、変更は一箇所である。短観からみて全業種に亘り金融機関の貸出姿勢、貸出判断DIが改善しているため、先月までは「後退しつつある」と書いていたが、「後退している」と幾分強い言い方にしただけである。長期金利について、「1.7%台後半」とあるが、昨日が1.72%、本日が1.74%となっているため、「後半」という言葉を削りたい。

中原委員

三つ教えて欲しい。一つは実体経済の総論であるが、従来あった「もっとも」以下をどうして削ったのか。先行きそういうニュアンスで書いてあるが、総論のところは「もっとも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」というのがない。二つ目は、設備投資につ

いて「緩やかながらも増加に転じている」と書いているが、「転じているとみられる」のではないか。何をエビデンスにしているのかである。また、最後に「一頃に比べ後退している」とあるが、これもいかなるエビデンスから言っているのか。最初の問題は総論と先行きのところが食い違っており、総論に以前のような表現を入れておいた方が良い。

吉田調査統計局企画役

総論部分には先月まで「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」という文章があったが、今月は一部にせよ民間需要に回復の動きが出てきたと考えておりそうした表現は落とさせて頂いた。設備投資のエビデンスとしては、リアルタイムの動きを示すものとして資本財出荷の動きがあるし、多少先を示すものとして機械受注および建築着工の動きがある。機械受注の2月は前月対比で-2.5%と僅かながら減少したが、製造業はプラス、非製造業はマイナスの中で1、2月を括ってみると10~12月対比8.9%と引き続き強い動きになっており、増加に転じているとした。三番目の一頃に比べ後退しているということの理由であるが、やはり需要の弱さは民間需要の自律的回復のはっきりとした動きがみられていないということであったと思う。ただ、今月から一部にせよ民間需要の動き、つまり設備投資の動きが出てきた分だけ後退したという意味で「後退している」としている。

雨宮企画室企画第1課長

冒頭の文章に関し付け加えると、3月までの三番目の文章がなくなったというよりも、3月までの文章は大きく二つから構成されていた。最初のセンテンスの「わが国の景気はこのところ持ち直しに転じている」の部分は、公共投資や輸出まで含めたいわば経済の現状判断である。そのあとに将来の持続的な回復の鍵である民需に対する評価のパートがあり、3月までは民需について環境は改善を続けているが、具体的な動きはないという評価だった訳である。今回は民間需要面でも設備投資が緩やかながら増加

に転じるなど、一部に回復の動きがみられ始めているため、一部の回復という評価を入れた訳である。民需に関する評価がこのように変わったとご理解頂いた方が良くのではないかと思います。

中原委員

先行きでは個人消費が立ち直るまでにはまだ時間を要すると書いてあるし、委員の間でも議論が色々出ている訳である。その点をどう考えるのか。

雨宮企画室企画第1課長

4月の文章は、設備投資が増加に転じるなど「一部に」ということである。

武富委員

結構である。

速水議長

それでは、採決する。

中原委員

今一度確認するが、要するにこの総論はいわゆる消費取り残し論ではないのか。

雨宮企画室企画第1課長

取り残し論とはどういうことか。

中原委員

マスコミなどでは日銀は設備投資だけ良くなればそれで十分だ、と書かれたことを消費取り残し論と言っている。

雨宮企画室企画第1課長

それを消費取り残し論と言われるのか。

情勢判断に基づき政策判断をどうされるのかは両方とも委員会で議論してお決め頂くことであるが、ここはあくまで景気の足許の動きと民需の展望をできるだけ客観的に書いている訳であり、そうしたインプリケーションはない。ただ、これに基づいて篠塚委員のように従って解除して良いというご意見もあるだろうし、中原委員のようにまだ駄目だというご意見もある。その意味では、両方の考え方を包含し得る現状判断になっている。

中原委員

玉虫色という訳か。

それなら結構である。

[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

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

田谷委員

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、賛成9、全員一致であった。

速水議長

それでは、ただ今決裁頂きました基本的見解により、後段の背景説明の部分は必要があれば執行部で修文させて頂きたい。本件の対外公表は4月12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4月27日木曜日に予定している。

(午後3時33分閉会)

以 上