

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2000年4月27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 原口恒和 大臣官房総務審議官（9:00～13:23）

経済企画庁 小峰隆夫 調査局長（9:00～13:23）

（執行部からの報告者）

理事

黒田 巖

理事

松島正之

理事

永田俊一

金融市場局長

山下 泉

調査統計局長

村山昇作

国際局長

平野英治

企画室審議役

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（9:37～13:23）

（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

企画室企画第2課長

田中洋樹（9:00～9:27）

政策委員会室調査役

飛田正太郎

企画室調査役

内田眞一

企画室調査役

清水誠一

金融市場局調査役

岩崎 淳（9:00～9:27）

I. 開会

速水議長

それではただ今から金融政策決定会合を開催したい。

(午前9時開会)

本日はまず、前々回3月24日会合の議事要旨をご承認頂きたい。続いて執行部からRTGS化に伴う手形オペの見直し、それから国債売買における売買対象先選定基本要領の改正等につき提案があるので、その決議を頂きたい。その後は今月二回目の会合として、いつものとおり執行部からの金融経済情勢に関する報告、委員による金融経済情勢と金融政策運営方針等についての討議、もしあれば政府からの出席者の発言、金融市場調節方針の採決と進めて参りたい。

政府からのご出席は本日大蔵省から原口総務審議官、経済企画庁から小峰調査局長が出席されている。

予めお断りしておくが、会合の中で出されたご意見、ご発言等は全て記録することになっている。委員および政府からのご出席の方におかれては、この事を前提にご発言頂くようお願いする。

II. 議事要旨(3/24日開催分)の承認

速水議長

最初に、前々回3月24日会合の議事要旨をご承認頂きたいと思う。お手許の議事要旨にご異議がございますか。

[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にしたい。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

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

本議事要旨は5月2日の午後2時に公表する。

Ⅲ. 「手形買入および手形売出の見直しについての基本方針等」ならびに「国債売買における売買対象先選定基本要領の改正等」に関する執行部説明と決定（資料-1、2）

速水議長

それではRTGS化に伴う手形オペの見直しと国債売買における売買対象先選定基本要領の改正等について、執行部から提案してもらい、その上で決議頂きたい。まず前者のRTGS化に伴う手形オペの見直しについては、日本銀行当座預金決済のRTGS化に伴う資金決済方法の変更を踏まえ、円滑な金融調節の実施に資する等の観点からRTGS化に先駆けて手形買入や売り出しを、短資会社を経由せずに直接行なえるようにすることなどをご決定頂くものである。企画室の稲葉審議役から案件の説明をお願いします。

続いて後者の国債売買における売買対象先選定基本要領の改正等については、国債売買オペ対象先の二回目の選定を機に、国債売買オペと国債借入オペの対象先が満たすべき要件として国債振替決済制度の参加者であることを一つ加えることとし、所要の手続を整備することをお諮りする次第である。こちらは金融市場局の山下局長から案件を説明してもらう。

稲葉企画室審議役

本日お諮りする手形オペ見直しの内容の第一は、現行短資経由で金融機関の手形を買い入れているものを短資を通さず直接買い入れる方式にしたいということである。直接買入方式は現在社債等担保オペで採用している方式であるので、手形オペを直接買入方式とすると、両者を統合することが出来ることになる。RTGS化後はこの両者を統合して新しい手形オペにしたいと思っている。またその際、手形買入オペにおける担保については、RTGS化に伴って導入する日中当座貸越の担保や国庫の代理店から受け入れている保証品と共通して利用できる根担保の形にしたい。もう一つの見直しのポイントは、オペの実施先、実施店、買入店の拡大である。現在は本店、大阪、名古屋の三店であるが、見直し後は本店と全支店としたい。見直しの狙いとしては、金融調節の一層の円滑化を確保するという観点からこういう措置が必要ではないかということである。手形買入オペについては、現在本行と短資業者の間の資金決済、短資業者と金融機関間の資金決済を時点処理の形で同一時点で行なっている。ところがRTGS化に伴ってそれぞれ即時処理に乗せていくと、この二つの決済は元々時点が異なるので、同一時点では処理されなくなる。短資経由買入方式のままRTGSに乗せると、例えばオペを実施する際、金融機関からは手形および担保が差し入れられているにもかかわらず、日本銀行がオペを実施した際にはその資金が取り敢えず短資業者に入り、直ちには金融機関には入らないことになる。これを短資が解決しようとする、事前に資金を調達し金融機関に入金することが考えられるが、この場合短資において事前の資金調達にコストがかかることになる。このため、短資を経由しない方法

がどうしても必要ということである。この副次的な効果として短資手数料が不要になるので、オペとしての集まり具合も向上することが十分期待される。

見直しの狙いの二点目は、民間企業債務の一層の活用である。現在の買入オペは本店および大阪、名古屋の三店で行なっているが、見直し後はその他支店の取引先もオペ先に取り込むことで、地方を含めて民間の優良企業債務をより活用しながら幅広く資金を供給し得る体制を構築できる。このように見直すと手形買入オペの位置付けが以下のようなものではないかと考えている。まず最初の全店における手形買入は、3か月以内の短期流動性の供給手段ではあるが、その中では比較的長めの資金を安定的に供給していく手段として位置付けることができるのではないかとと思う。この場合広く本行本支店の当座預金取引先から買入対象を選定して実施することになる。二番目に本店買入の手形買入オペは専ら機動的な資金供給手段として位置付けることができると考えている。この場合の買入対象先は本店の当座預金取引先から選定することになる。

以上のような大きな方針の下で、今回直接買入方式の導入をRTGS化に先駆けて行なってはどうかということである。ただし、短資経由買入方式については当面は存続させ、RTGS化実施後に廃止するということが良いと考えている。その理由としては、RTGS化前後は手形買入が当然に予想される訳であるが、先程言ったような問題から、その段階で現行の短資経由買入方式で実施することが困難という状況に直面する。二番目にそもそも金融機関はオペに対し間接的に参加してきた訳で、事務処理等も短資業者に依存している面がある。従って直接買入方式に移行した際に迅速・確実に対応できるよう早めに買入方式を導入しておいて、オペ対象先の事務体制を整備させることが適当であると考えられる。そこでRTGS化を含めた見直しの方針の全体像を基本方針として取り纏め、ご決定頂きたい。加えて、そのうち今回見直しの直接買入の導入について、これを規程化したのでその規程をお認め頂きたい。

同様の問題がもう一つの手形売オペについてもあり、手形売オペも

同じような考え方で見直したい。内容としては手形売出オペについてもRTGS化に伴って短資経由方式を取りやめる措置をとりたいということである。同時に調節の円滑な実施に資する等の観点から、手形売出においても直接方式をRTGS化に先駆けて導入する。ただし短資経由方式は手形買入の場合と同様な扱いで宜しいのではないかと思う。

以上のことをスケジュールとして纏めると資料4ページのような形になる。

この関連で手形オペ、手形売出の対象先の選定について説明する。これは金融市場局の担当分野であるが、説明の便宜のために続けてご説明すると、基本的な考え方として、直接方式の手形オペについても他のオペと同様に積極的な応札、正確かつ迅速な事務処理、あるいは金融政策遂行に有益な市場情報等の提供をオペ先に期待する役割と考え、具体的な選定基準を次のように考えている。資格要件としては、本店管下当預取引先であること、日銀ネットの利用先であること、さらに十分な信用力を有することの三点である。加えて応札パフォーマンスを高めるためのチェックポイントとして、手形買入の場合には、担保差入れ可能額が十分あるかどうかということ、それから、手形売出の方では、これまでの短資経由売手オペの落札実績はどうであったか、あるいは短期国債と売出手形の保有平残ほどの程度かといったことを勘案して選定していきたいということである。具体的に申し上げますと、まず手形買入の場合、現行の社債等担保オペと同様に担保差入可能額を申告させ、その多寡を勘案して、今回は30先程度を選定することにしたい。30先程度に限定するのは、買入の機動性を確保するためであるが、これまでの実績をみても、30先程度であれば応札パフォーマンスの観点からみても、問題はないと判断される。手形売出については、過去の落札実績に加えて、短期国債保有平残と売出手形保有平残の合計額——つまり短期運用に長けているかどうかというようなこと——を勘案して、今回は合計40先程度を選定することとしたい。40先程度とするのは、売出手形の機動性を確保しながら、応札パフォーマンスを確保するという事で、これまでの実績を踏まえて割り出した実務的な先数

である。

若干の留意事項であるが、落札実績の算出といっても、これまで短資を経由して行なっているため、短資業者は過去の落札実績で良いが、短資業者以外の先は、形式的には実績がない。そこで、今回に限り、短資業者から転売を受けた実績を落札実績とみなして評価することとしたい。また、社債等担保オペに絡むことで若干の経過措置を設けたい。RTGS化後は手形買入に統合されるので、今秋予定されている社債等担保オペの新たな買入対象先の選定は行なわないで、そのまま継続して宜しいのではないかと考えられる。それから、手形買入には、社債等担保オペが統合されるので、RTGS化後の新しい手形買入オペの本店買入分については、初回の対象先選定を行なうまでの間、今回選定する手形借入の対象先と現在の社債等担保オペの対象先を取り敢えずの相手方として実施して宜しいのではないかということである。

付議文については、以上の考え方を踏まえたものであるので、詳細な説明は省略するが、お諮りする内容は案件記載のとおりであり、調節の一層の円滑化を図り、調節に関する事務手続の透明性を向上させる観点から、手形買入および手形売出の見直しに関して、別紙1.の基本方針を定めるとともに、同基本方針に基づいて下記の1.から5.までの諸措置を講ずることである。内容は主として手形買入と手形売出の基本要領を別紙2.、3.のとおり制定する。それから手形買入、手形売出における対象先選定基本要領別紙4.、5.のとおり制定する。そして最後に、別紙6.のとおり日本銀行業務方法書を一部変更し、平成12年4月27日から実施する。以上である。

山下金融市場局長

続いて、資料2の国債売買における売買対象先選定基本要領の改正等についてお諮りする。本件はオペ関連の技術的な改正である。具体的には1.の改正の内容にあるように、国債売買オペ並びに国債借入オペに関する対象先選定基本要領を改正して、対象先が満たすべき要件として、国債振替

決済制度の参加者であることを新たに加えたいということである。今回の改正は、国債利子課税制度の改正に伴うものである。すなわち平成13年1月以降、所得税の源泉徴収不適用措置の対象が振込国債に限られることになったため、今後市中における国債の保有および決済の形態が振込国債に集中する見通しとなった。そうした下で、国債売買オペ、国債借入オペを円滑に行なっていくためには、オペ取引の対象を振込国債に限る必要があると考えられるためである。3. 今後のスケジュールであるが、本日決定を頂ければ直ちに対外公表のうえ、まず国債売買オペについては、前回選定時からちょうど1年が経過しているため、改正後の基本選定要領に基づいて、本日から対象選定作業を開始したいと思っている。また、国債借入オペについては、今年6月頃の次回見直しから適用することとする。因みに、現在の国債売買オペおよび国債借入オペのオペ先は全て国債振替決済制度の参加者であるため、今回改正が実際上の制約になる先はないものと思われる。

付議文は金融調節の一層の円滑化を図る観点等から、下記の諸措置を講ずることということで、1. 「国債売買における売買対象先選定基本要領」を別紙1. のとおり一部改正すること、2. 「金銭を担保とする国債の借入における借入対象先選定基本要領」を別紙2. のとおり一部改正することということで、中身は説明したように、単に「国債振替決済制度の参加者であること」という文言が入っているだけの技術的な改正である。以上である。

速水議長

ただ今の説明を踏まえて、自由に討議頂きたい。

三木委員

R T G S 化後の手形買入の全店買入と本店買入先についてはそれぞれについてオペ先選定を行なうのか。

稲葉企画室審議役

そうである。支店の対象先は支店の取引先について行ないたいと思うが、その辺の内容についてはまた改めてお諮りすることになると思う。

速水議長

宜しいですか。それでは、意見がないようなので採決に入りたいと思う。政府からの出席者は恐れ入りますがご退席願いたい。

[政府からの出席者退室]

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

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

報告する。手形の買入、売出の見直しについての基本方針等に関する件の採決の結果、賛成 9 全員一致であった。

それから、国債売買における対象先選定基本要領の改正も、同じく賛成9全員一致であった。

速水議長

いずれも全員一致で可決されたので、採決が終了した。政府からの出席者を呼んで下さい。

[政府からの出席者入室]

ただ今、政策委員会として、「手形買入および手形売出の見直しについての基本方針等に関する件」および「『国債売買における売買対象先選定基本要領』の改正等に関する件」についての執行部提案が全員一致で決定された。なお、本件は会合終了後、執行部より各々適宜の方法で対外公表させて頂く。

IV. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

金融経済情勢等に関する執行部からの報告に移りたいと思う。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します。

1. 最近の金融調節に関する報告（資料-3）

山下金融市場局長

前回会合以降、12日の総裁記者会見、G7あるいは株価の急落など、比較的大きなイベントが立て続けにあったが、オーバーナイト市場にはその影響は全く窺われず、引き続き大変落ち着いた推移を辿った。そのため調節面では、当座預金残高を基本的に前日実績比横這いとする形での運営を行ってきた。その結果、オーバーナイト加重平均レートは株価が急落した17日を含めて一貫して0.02%の実質ゼロ金利水準での推移となった。

この間、3月16日に資金需給表等の公表方法の変更を実施してから、約1か月半が経過した。問題となっていた資金過不足の見込み額と実績額の乖離は、1日平均1,000億円前後に縮小するなど、アカウントビリティーの向上の観点からの課題は、所期のとおり達成されたと言える。一方、積み上幅については、本行の公表取り止め後も情報ベンダーが引き続き9時20分の私共のオペ公表の際に当座預金残高の前日増減額が幾ら、積み上幅は幾らだといった形で、計算上の積み上幅を報道している——時々計算間違いをしているが——など、まだまだ一定の関心は存在している。ただ私共はマスコミ等からの照会に対しては、全て当座預金残高の前日比増減額で説明を行っており、積み上幅についての言及は一切行っていないことや、3月末前後の積み上幅見込み額が余り意味のない形で大きく振れたことなどから、積み上幅に対する関心が次第に薄れてきているように窺われる。こうしたことからみて、金融調節の新しい公表方式は、少なくともこれまでのところは概ね狙いどおりの成果を挙げてきていると評価できると考えている。

次にターム物レートの動向であるが、12日の総裁記者会見での発言などを契機にややボラタイルな展開となった。例えば金先の9月限レートは、発言報道を受けたゼロ金利早期解除懸念の強まりなどから、12日の夜間取引で、一気に8bp上昇して0.385%を記録した。また、短国の1年物も13日には0.260%と前日比5bpの上昇となった。もっともこうした上昇は極く一時的なものに止まった。17日にはG7の声明の公表に株価の急落も加わったことから、ゼロ金利解除懸念が再びやや後退した形となり、レートも反落している。金先の9月限でみると、昨日は0.275%と総裁発言前の数字よりレベルとして3bp低下している。また短国の1年物も0.180%と同じく3bp低い水準に低下している。「5. 短国流通利回りの推移」をご覧頂くと、総裁発言以降足許のレートの低下が目立ってきている。また短国流通市場の出来高も、4月中旬に6M以降の長い取引が、通常は非常に少ないにもかかわらず、4月中旬に非常に大きく膨らんだことが特徴となっている。

こうした中で、私共の主力資金供給手段である短国買現先オペの4月入り後の落札結果の推移を見ると、応札倍率は概ね3倍を超え、平均落札レートも総じて0.02%を超える水準での推移となっている。年度末を越えて、足許の資金需給にじゃぶじゃぶ感が非常に強い状況の時だけに、これまでであれば札割れすれすれのところでのオペ運営を迫られるのが常であったが、少し感じが変わったというところである。このように現在の超緩め調節の下で、オペ人気がそこそこ保たれてきた背景としては三点が指摘できると思う。

第一は都銀等の資金の取り手では、3月末にかけて大量に調達したターム物資金の期落ちから、一定のロールオーバー需要が存在したことである。「7.」に4月入り後のオペの実施状況を纏めているが、4月3日から昨日までの私共の資金供給オペにかかる期落ち到来額は、29兆8,000億円と巨額に上っている。この約半分をロールオーバーしてきたが、ロールオーバーニーズが相対的に低いレポ・オペやCPオペについては、それぞれ23%、40%とロールオーバー率を低めに抑え、需要の強い短国買現先を76%と高めに運営してきた。

第二の背景は、ゼロ金利早期解除を巡る思惑から、短国のイールドカーブが一時的にややスティープ化したことである。「8. 短国イールドカーブの変化」をご覧頂くと、①3月8日のイールドカーブは3月9日に1月の機械受注とか、昨年12月の法人企業統計が公表されて、民間設備投資の回復が明確になったことなどからレートが強含む直前の水準である。これから②の総裁記者会見直後の4月13日にかけてイールドカーブがかなりスティープ化している。その中で、私共のオペの対象となる3M以下のところは、小幅の上昇に止まってはいるが、これは、私共のオペにポジティブに影響したと思われる。

第三には、短期国債の発行増加から、本行オペによるファンディングニーズが引き続き根強いことである。「9. FBの入札状況」であるが、FBの発行額が4月第1週から3兆9,000億円に拡大されたこともあり、需給悪化懸念が底流していたことも、短国オペに対するニーズを強めたと思

う。しかしながら、FBの発行額については、国庫の資金繰りの季節的な繁忙期が過ぎつつあることから、漸次削減されてきた。来週は3兆3,000億円、再来週は3兆2,000億円となっていることや、金融機関サイドの資金運用難の強まりなどから、応札倍率がここにきて4倍以上に跳ね上がっていることからもみてとれるように、短国の需給悪化懸念はかなり後退してきているように窺われる。また、「8.短国イールドカーブ」を見て頂くと、③の昨日のイールドカーブは、3M以下のところは既にまたフラット化して、3月8日以前の水準にまで戻ってしまっていることなどから、今後は私共のオペに対する需要も後退してくる可能性が強いものと思われる。現に昨日オファーした短国買現先の結果は、応札倍率が2.45倍に低下して、落札決定レートも0.01%まで久方振りに低下しており、そうした兆候が出始めているように思う。私共としては、こうしたマーケット動向の変化を十分見極めながら、資金供給を引き続き弾力的、効果的に行なっていきたいと考えている。なお、4月24日に資金運用部の売現先が初めて実施されたが、応札倍率は9.23倍、平均落札レートは-0.288%と、資金を調達して金利をもらうという大変好調な結果となった。これは運用部が行なった対象ディーラーからの事前アンケート調査結果に基づいて、対象銘柄をチーペストの196回債——市場での品薄感が強くて、ディーラーからのニーズが強い銘柄——を選択したので、高い品貸し料が取れる格好となったためである。因みに、現先レートは、資金調達レート-品貸料で決まるので、品貸料が高い時にはマイナスレートになるということである。今後5、6月にそれぞれ月一回3,000億円の売現先による資金調達が予定されているが、引き続き好調な入札が予想されている。一部マスコミではマイナス金利を過熱入札などと、異常事態のように報道しているが、レポ市場では特定銘柄のレポ・レートがマイナス化することは普通のことであり、今回のような売却の仕方もプロの証券ディーラーからは国債の流動性を改善するものと評価されているところである。

速水議長

質問があればどうぞ。

中原委員

品貸料はいくらか。

山下金融市場局長

資金調達金利はほとんどゼロ水準であるから、品貸料は 30bp 前後だと思ふ。

中原委員

それから、先程言われたのは何回債であったか。

山下金融市場局長

具体的に申し上げると 164 回、174 回、190 回、196 回、201 回の 5 銘柄である。これは一応事前にオペ先に対してアンケート調査をして、要望が多かった銘柄のうちから資金運用部の方で選んだということである。一応私共からは技術的な説明はした。

中原委員

大体同じ位の額か。

山下金融市場局長

個別の落札額には非常に偏りがあるが、具体的な数字については守秘義務があるので差し控えさせて頂く。

三木委員

その点は、新聞によると本行から相当の知恵を出しているとのことであるが。

山下金融市場局長

実務は私共が行なっているし、マーケットと直接コンタクトしているのは私共であるから、取引を円滑に進めるための情報はお伝えしている。

三木委員

そういう関係は保たれていくのか。

山下金融市場局長

勿論、資金運用部とは定例のオペレーションのため日常的にコンタクトしているし、こういう新しいスキームを組む時にも色々と相談しながら行なっている。実務は私共が行なうことになるので、回らない物を造られても困るため緊密に連絡を取り合いながら行なっている。

中原委員

ニーズがあるから品貸料が沢山取れたということか。

山下金融市場局長

売現先の場合は資金を調達するという面と、国債を貸すという二つの面があるが、国債借入れニーズの強い銘柄を選んで行なった結果、今回のようなマイナス金利がついた次第である。

速水議長

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

2. 為替市場動向・海外金融経済動向に関する報告(資料-4)

平野国際局長

まず前回決定会合以降の為替相場をみると、12日に総裁の記者会見があ

り、14日の事前予想を上回る3月の米国CPIの上昇をきっかけとした米株の急落、15日のG7と一連の材料が重なる中で神経質な展開となった。こうした中で円の対ドル相場は、105円～106円の小動きである。一方、ユーロの対ドル相場は、月央以降急落して既往最安値を更新する展開であり、一言で言うとユーロには非常に下値不安が強い一方でドルは底固いということである。ドルの底固さを支えているのは、米株が一旦急落したものの反発しているといった状況に示唆されるような米国経済のファンダメンタルズの強さに対する取り敢えずの安心感であろうと思う。またここへきてユーロが急落していることについて指摘できることは、一つはユーロ安を容認するような要人の発言が続いており、これに伴いECBによる介入警戒感が大幅に後退していることである。それからイタリアの首相交代、あるいはオーストリア自由党ハイダー前党首のEU脱退発言といったような欧州の政局不安が作用しているかと思う。そのような状況の中で、ユーロエリアからの資本流出の動きが引き続き続いている。例えばルノーによるボルボへの資本参加に象徴される対外直接投資の動きであるとか、あるいは欧州のファンド筋が最近では日本国債の投資を活発化してきており、ユーロからの資本流出の動きが相変わらず活発な形で続いているように思う。日本の輸出、あるいは資本筋といったところのユーロ売りも目立つ状況である。本日ECBでは政策理事会が開かれる訳であるが、マーケットでは仮にこの理事会において0.25%の利上げが決定されたとしても、ユーロ安の地合いは変わらないとする声が強いようである。

この間、円の頭を押さえる材料としては介入警戒感に加えて、ムーディーズによる日本国債の格下げ懸念といったようなことが指摘できる。その一方で、円買い材料としては米株の不安、日本経済の回復とゼロ金利解除に対する思惑が材料として意識されている。いずれにしても本日は日本、欧州、米国でそれぞれ重要イベントがある。日本では3月の鉱工業生産の公表、それから本日の決定会合、ムーディーズのMDが今日日本で記者会見を開くというようなことがある。欧州ではECBの政策理事会がある。米国では第1四半期のGDP速報、それから雇用コストインデックス

の公表がある。この辺りに市場の注目が集まっている。

14日に米株の急落があったので、14日以降の米国、ドイツ、韓国、日本の株価の動きを簡単にフォローしてみたいと思う。米・独・韓国・日本の代表的な株価指数およびNASDAQのようないわばハイテク銘柄のウェイトの高い株価指数の動きを2000年初来のピーク時を100として並べてみた特徴点を申し上げると、ハイテク市場についてはほぼ全市場でピーク比4割前後の急落を見た後、若干戻しているが、相対的には米国NASDAQの戻り幅が大きいと言える。一方代表的な株価指数については、ハイテク市場に比べれば下落幅は小さく、さらに米国の戻り足が速いと思う。勿論株式市場はなお不安定な地合いが続いているが、今回のショックと87年のブラックマンデーとを比較して若干申し上げたい。一番目の特徴は、株価の下落率は今回の方が相対的に小さいことである。米国のWilshire 5000で比べると、ブラックマンデー時は28.2%の下落をみたが、今回はピークからボトムまで15.4%の下落にとどまっている。二番目の特徴は、債券市場や為替相場——ドル相場を念頭に置いているが——についても総じて今回の方がひとまず安定的に推移しているように見えることである。この背景として指摘できるのは、米国のインフレ率の安定、あるいは日本や欧州と比較した米国の成長率の高さといったようなことで、一言で表現すると、米国経済のファンダメンタルズの底固さということではないかと思う。勿論なお不安定な地合いが続いていることに変わりはないが、米国経済のファンダメンタルズの中で一番注目されているのは物価動向である。

米国CPIを巡る環境を簡単にグラフに沿ってサーベイしてみたい。

(1)のグラフはCPI総合とCPIのコアを並べたグラフであるが、CPI総合は原料高を背景として昨年の半ばから上げ足を速める一方、これまで安定していたコアもここへきて上昇気味になっている。CPIのコアを財とサービスに分解してみると、財は引き続き安定している一方で、サービス・コアの上昇がやや目立つ。サービスのコアをさらに分解してみると、一つは輸送サービスが去年からじりじりと上がってきている。これ

は燃料価格が上がっているのです、ある意味では当然かと思うが、ここにきて、医療サービスや家賃、ホテル宿泊代といったものの上昇が目立っており、これが注目されている。

実質GDPのサービス需要をCPIサービスのコアと重ねてみると、サービス需要に対する需要の急拡大がここへきてのCPIサービス上昇の背景にあるように見える。

以上纏めると、3月のCPIの上昇はサービス部門のまだ一部に限られているが、エネルギー価格上昇のスピルオーバーや景気過熱を反映した値上げの動きが表面化してきた兆候とみることも可能かということであろうと思う。これまで雇用コスト指数は99年第4四半期まで比較的安定的に推移してきているが、今申し上げたような環境の中で本日発表される2000年第1四半期の雇用コスト指数の出方が注目されている。なお、市場予想は前期比0.9%で、これを前年に換算すると前年比では4%程度になる。この前期比市場予想の0.9%を上回ってくると、前年比では4%をかなり越えてくるので、それが各市場にどのような影響を与えるのか注目される。その他海外の実体経済面では大きな変化はない。

速水議長

今度のアメリカの株の下落はCPIが上がったことが効いた訳であるが、為替が動かなかつたのはどういうことか。今までアメリカの株が急落すると必ず為替もドルが弱くなっていたが、それが起こっていないというのはどういう違いがあるのか。

平野国際局長

基本的にはまだアメリカのファンダメンタルズの強さに対する信認が保たれているためだろうと思っている。アメリカの株価が急落したが、一方でその金が債券市場に回り、ドル債券が買われたことが指摘されており、アメリカから資金が急速に外に流出する状況は、取り敢えず観察されていない。アメリカの経済に対する信認がまだ維持されているということでは

ないかと思う。ご指摘のようにこれまでは米株が下落するとそれが為替に響いたという現象があった。87年のブラックマンデー時も一旦ドルが高くなるがその後ずっとドル安になった。その辺の環境はこれまでのところは違っている。ただ、この先インフレ懸念がさらに強まることになると、そこでまた一波乱あるかもしれないという意味で、今晚公表される雇用コスト指数は取り敢えず大変な注目を集めている。

速水議長

経常赤字はまだ増えているのか。

平野国際局長

米国の今年の経常赤字は一応4,000億ドル程度と見込まれており、引き続き拡大すると思う。ただ経済が強いので資本が入ってきているために一応回っている。逆に言えばアメリカ経済の信認が崩れるとそれは相当為替に響くということも考えられる。そういう意味ではポテンシャルな不安定要因を抱えているということは指摘できる。

速水議長

ニューヨーク参事の報告で、アメリカの財政の黒字化から国債残高が減っているという中長期の話があったと思うが、こういう傾向が既に出始めているのか。

平野国際局長

前にもこの場でご報告させて頂いたが、米国当局は国債の30年債を中心にバイバックしているために30年債の利回りが急低下してきている。ニューヨーク駐在参事も報告していたように、今米国のトレジャリーの指標性が低下しているという意味でアメリカの金利の何をベンチマークとしてみれば良いのか大きな議論がある。一応私共は長いところはトレジャリーだけみても良く分からないので、スワップイールドやエージェンシー

債の利回りを合わせみることにより、全体的な長めの金利の状況を判断している。そうした意味では当然コーポレート物、エージェンシー債であるとか、スワップコストをみると、トレジャリーほどは利回りが低下していない。大体高止まっている状況である。それが今の長期の金利の実勢であろうと判断している。

速水議長

長い物、短い物、30年物ともう少し短い物との市場での違いというのは値段の違いで出てきているか。

平野国際局長

引き続きトレジャリーの30年物と10年物を比べると、30年物の方が利回りが低い。その逆イールドの大きな背景は国債の買い戻し、バイバック・オペレーションが30年物を中心に行なわれているため、言ってみれば30年物の需給がタイト化しているのが大きな背景だろうと言われている。

田谷委員

前回も申し上げたが、イギリスではバイバックをしていないにもかかわらず、逆イールド化はアメリカ以上に進んでいる。確かにアメリカの場合バイバックはかなり影響はしていると思うが、それがどの程度影響しているかは注意して解釈した方がよい。

平野国際局長

米国のイールドをどうみるかという色々な研究がまさに行なわれているところである。私共も若干の研究をしており、機会があればまとめてご報告したい。

中原委員

米国のGDPのデフレーターがじり高になっている。最近では3.7%位になっているか。

平野国際局長

今晚第1四半期のGDP速報が出る。GDPそのものは市場予想では5%強という予想になっている。第4四半期よりも若干落ちて、減速するということであるが、より注目を集めているのはデフレーターであり、これがちょっと高めにでてくるのではないかとされている。デフレーターの出方と、雇用コスト指数の出方が最大の関心事ということだと思う。デフレーターが上がってくるのは、全体として物価が上がり基調であるので、統計上の問題はあるにしろ、基調として上がってくるのはある意味では自然な流れかと思う。特にデフレーターだけが異常な動きをしているとは解釈していない。

中原委員

そうすると相対的に長期の実質金利が随分安くなるのではないか。

平野国際局長

その意味ではそうである。それを受けて長期金利がどうなるのか合わせ見る必要がある。

山口副総裁

CPI・コアは上がっているようにも見えるが、直近1か月を除くとそうでもないように見える。

直近1か月以降も続くかどうかということが注目点であろう。

平野国際局長

それは3月単月の数字だけでは良く分からない。先程最近の流れの話を

させて頂いたがこの傾向が続くとみられなくもない。ただ、1か月の数字だけで判断するのはリスクであるので、今後出てくるECIや5月に出る生産性統計といった一連の指標の中でもう一度流れを判断するのだろうと思う。もし3月のコアが本当に本格的なインフレの到来ということで観念されるとするなら、長期金利はもっと上昇しているはずだと思う。必ずしもそうっていないので、市場は一つの参考という格好で捉えている。

速水議長

99年からCPIサービスコアと、実質GDPのサービス需要の伸びがクロスしているのは何が起きていることを示しているのか。

平野国際局長

CPIの総合には食料やエネルギーなど、いわばこのところ上昇基調にあるものが含まれているので、エネルギー関連価格の上昇によりCPIの総合が押し上げられた。一方コアはそうした部分を除く指標である。言ってみればボラタイルに変動する食料やエネルギーを除いた基調的な物価としては安定しているということである。98年中はご承知のように原油価格も非常に安定していたので、その分CPI総合は下がっていたが、エネルギー価格の上昇に伴ってCPI総合が上がり、コアは比較的安定して推移していたのでグラフがクロスしている訳である。ここにきて3月のCPIコアの数字が高めに出てきている。これがインフレの表面化の兆候を示すものかどうかということで注目されている。

篠塚委員

財コアの中にエネルギーは入っていないのか。

平野国際局長

入っていない。

篠塚委員

それで見ると財コアも上がっている。勿論サービスのところに注目が集まっているが、PPIは皆上がっている。

サービスもそうであるが財の方でも上がっていることに関心が出てはいないのか。

平野国際局長

勿論景気は過熱状態にあるので、財に対する需要も強く、この3月は跳ね上がっており、注目されていない訳ではない。現在は労働市場のタイト化と合わせて賃金が上がり、生産性の上昇が追いつかなければそれがサービス価格を押し上げるだろうという脈絡で注目されているので、注目がよりサービスに集まっている。また、財についてはどの程度か分からないが、輸入による安全弁みたいなものがある程度財の上昇を抑えているのではないかと思う。サービスの場合は非貿易財的な性格が強く、国内のそうした事情がまともに反映されてくる。

中原委員

コアのなかのホテルも含めたハウジング関連が上がってきているのはどういう背景か。

平野国際局長

全体的に需給がタイトな中で、一言で言えばダイヤモンド・プルということだと思う。

中原委員

アメリカの一部にはこれが上がり出したことを非常に気にしている人がいる。

武富委員

先程輸入の安全弁ということをいていた関連ではドルは強いほうが良いという部分もあるのか。

平野国際局長

その限りにおいてはそうだろうと思う。これまでもエコノミストからは、今まで物価が特に財を中心に安定的に推移してきたことには輸入の安全弁と既往のドル高効果があると指摘されてきており、物価との関係ではドルが強いほうが良いと言えると思う。問題のサービスの方は直接的にはどうにもならない所がある。

速水議長

アジアでは韓国が一番影響を受けたのか。

平野国際局長

株価の下落という意味では韓国が一番下げ幅も大きかった。韓国は元々株式市場が加熱状態だったので、ある種の必要な調整という見方を当局はしているようである。実体経済はご案内のように非常に好調に推移しているので、株価の下落が実体経済にどんと響く状況にはない。ただ、米国や日本を巡る状況がどうなるかということが、韓国にとってはある種のリスク・ファクターである。韓国は2月に金利を上げ、加熱気味の経済に若干水をかける方向にあるので、株価の下落がそこそこのところで収まればそれは健全な調整の範囲内ということだろうと思う。もう一つは韓国についてはルーマーの域を出ないが、NASDAQでかなり大きな損失を出したヘッジファンドがその損失を補填するために利益確定の利が乗っているアジア株、日本株を売っているという話がある。そうしたことも韓国株の下落に影響しているという見方がある。

速水議長

15日に日経225の内容の切り替えがあったために、アメリカの下落に伴う日本の下落の実態が分からなくなってきた。実際は大きく状況が変わった訳ではないということか。

平野国際局長

TOPIXでみればそう下がっていない。銘柄変更があったために日経平均そのものの指標性が一時的に低下している部分がある。日経平均だけみても分からないというのは確かにあると思う。

速水議長

韓国の場合は実際に下がっているのか。

平野国際局長

下がっている。

速水議長

次に村山調査統計局長から国内経済情勢について報告をお願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-5）

村山調査統計局長

概況から説明する。前回の金融政策決定会合以降、幾つか経済指標が発表されている。また本日は後程ご説明するが、生産指数の3月分が出ている。ただ私共のこれまでの景気判断、すなわち「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る。」といった景気判断を変えるような材料は特にないと判断している。

まず図表1の公共投資関連指標では、請負金額3月分が前月比46.9%増という大きな増加になっている。これは補正予算の工事の発注が本格化し

て国の発注が大きく増加したことが主因である。

次に図表 5. 通関の輸出入が出ている。輸出について 3 月の通関は合計ではプラスに転じている。第 1 四半期は括ってみると 4.9% 増ということで輸出の増加基調が改めて確認された形になっている。財別にみると 3 月に増えたのは情報関連財、資本財・部品等である。こちらは第 1 四半期を括っても 2 桁の増加とこれまでの傾向が続いている。図表 6. 輸入の方も 3 月 7.8% とかなり増えている。ただ 1 月に Y2K の反動で大きく減少した後であるので、第 1 四半期を括ってみると +0.4% とほぼ横這いである。3 月の中身を見て頂くと、財別では消費財が著増している。中国あるいは ASEAN 等からの繊維製品、あるいは音響製品等が増えている。第 4 四半期、それから第 1 四半期とも消費財が大きく伸びている。また情報関連財も 3 月は増加して第 1 四半期も第 4 四半期に続いて大きく増加しているというこれまでの傾向が続いている。

次に図表 8. 設備投資関連では企画庁の法人動向調査が出ている。ここでは製造業大企業が 2000 年度前年比 3.3% ということである。短観での同じような括りでは +4.9% であるから、大体同じような傾向が見て取れる。また非製造業の大企業は -2.3% となっているが、短観では -3.8% ということで大きく見て短観と同様の傾向があるということである。

次に消費関係で図表 1 を見て頂きたい。消費については昨年末に比べ幾分持ち直しているが、引き続き回復感に乏しい状況が続いている。なお消費者コンフィデンスについては改善傾向が持続している。小売業販売額は衣料品・食料品を中心に 3 月は -1.6% であった。このように 3 月は割と弱い指標が多かった。ただ家電販売は前月比 3% 増とパソコンあるいは DVD 等が売れており、1~3 月を括っても 2 桁の伸びである。デパートは全国、東京とも同様の傾向であるが、3 月はマイナスがついて、特に全国では 1~3 月を括ってもほぼ横這いである。スーパーも 3 月はマイナスがついた。全般的に衣料品が不振であった。4 月に入ってから感触では、デパート等は 3 月の地合いが続いて横這いであるし、スーパーは初夏物が少し上向いてきたと言っている。旅行取扱額は 2 月までの数字で回復傾向を

示している。2月は7%増と特に海外が好調であった。GWの旅客需要をみると、国際線では+15%増と、韓国、ヨーロッパ等への旅行が過去最高を記録している。乗用車新車登録台数は3月の実績が-7.8%と一部の売れ筋の生産ネックからマイナスとなった。その後、4月の販売では、4月25日までの統計でみると、季調後前月比で大体 %位の伸びであり、前年比でいくと %近い落ち込みである。業界では3月分が4月分に出てくるという期待もあった訳であるが、その割に4月は売れていないというのが一致した見方のようなのである。以上が個人消費の状況である。

次に、物価関連ではC S P Iが出ている。3月分は前月比+0.4%という形になっている。これは広告の季節的な上げが響いており、こういった季節要因を除去して、かつ国内需給要因に限ってみてみると-0.1%と前月比はほぼ横這いである。ただ、中身を見ると、今申し上げた広告は季調後でもプラスをつけている。これを一般サービスの下げが相殺している。一般サービスの中身としては、自動車修理、あるいは一般貨物、こういったものが下げている。因みに広告であるが、これは2月辺りから上向いており、特にテレビのCMスポットでインターネット関連、あるいは携帯電話、消費者金融、化粧品、こういったところの広告出稿料が増えていると聞いている。

それから先程お配りした、3月の鉱工業生産指数をご覧頂きたい。3月の速報の予測数字は-2.3%であったが、実際には-1.0%となった。また、4月の予測数字は0であったが、これは-1%になった。5月は今回出た予測数字で+1.3%ということである。2月については、閏年要因もあり底上げされている。3月にマイナスをつけているのは、そういった反動もあるということだと思う。因みに1~3月を括ってみると、前期比+2.8%ということである。こちらの方は、予測指数を用いた2.4%から2.8%まで上がってきている。それから4~6月は+0.3%となっている。先月までの見通し数字では-0.5%であったが、若干プラスがつく形となっている。私共のマイクロヒアリングと比較してみると、1~3月の2.8%という数字は、マイクロヒアリングよりも若干強いという感じがしている。4~6月の0.3%

というのは、ほぼ私共のマイクロヒアリングの結果と同じような感じで若干プラスということだと思う。これは勿論閏月要因の反動も加味した形である。3月の数字の-1.0%には、先程申し上げたように、一つは閏月要因の反動減が効いている。内容的にみると当初の見通しに比べて、各業種とも上振れしており、特に電気機械などがかなり上の方に牽引している。特に携帯電話、大型コンピューターが伸びている。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

中原委員

確認であるが、-1%の内容は、閏月の反動が効いているが、その中で電気機械は上振れている訳か。

村山調査統計局長

全体としては、閏月の反動減がある。そういう中であって、当初の予測指数に比べると、全業種で上振れているということである。従って、マイナス幅が小さくなったということである。個別品目でみると、特に上向き方向に引っ張っているのが、携帯電話、大型コンピューターといった電気機械である。

中原委員

先程のC S P Iでは何か特に特徴的な動きはあるのか。

村山調査統計局長

C S P Iでは、強いて言えば広告の動きだと思う。広告の出稿量が2月から相当増えており、この結果テレビCMの値段が上がっている。

中原委員

下がっている方は。

村山調査統計局長

下がっている方では、一般サービス関連で、機械の修理とかあるいは一般貨物、こういったものは企業の方がリストラの一環としてコスト削減を図っていることが影響している。あるいは流通の合理化を図っているということで、ヒアリングによればそういった運送業者の輸送量は増えているが、逆に単価の方は抑え込まれているといったところかと思う。

速水議長

宜しいですか。それでは、雨宮企画室企画第1課長から最近の金融面の動きについて報告して頂く。

4. 国内金融情勢に関する報告（資料-6）

雨宮企画室企画第1課長

最近の金融情勢について4月10日会合以降のレビューを行なう。申し上げたいポイントは三つあり、株価とユーロ円金利先物、倒産に触れたいと思っている。

まず株価の推移をご覧頂くと、日経平均は4月14日の2万434円から17日に7%程度ほど下落した後、引き続き弱い地合いが続いており、直近4月26日では1万8,134円ということであり、因みにこの4月14日対比で24日の-9.6%に続く直近の数字を申し上げますと、-11.3%となっている。ただし、これは申し上げるまでもなく銘柄変更の影響が相当強く出ている訳であり、日経平均以外の指数はそこそこ堅調である。TOPIXの昨日現在の4月14日対比の数字を申し上げますと、+0.9%となっているし、東証2部は+3.5%、店頭は+5.6%であるので、銘柄変更の影響の強い日経平均を除けば、総じて4月17日以降の戻りは比較的強かったと言ってもいいかと思う。NY株価下落の直前と、直近までの戻り方を海外と比べ

るとNYのダウが+0.2%、NASDAQがまだ-1.3%、この他ハンセン、ダックス、FTのそれぞれがまだマイナスがついている状況であるので、そこそこ堅調であったということになるかもしれない。

次に短期金融市場のユーロ円金利先物であるが、これは先程山下金融市場局長からも説明があったとおり、大きく動いている。実はこの資料を提出した段階では、イールドカーブの形状からみて、秋口以降0.25%程度利上げがあることを織り込んだ形状となっている。この総括的な判断は今でも変わっていないが、9月限は0.375%から最近0.275%まで落ちてきており、こうした金融政策に対する予想が最近の総裁発言あるいはG7の報道等を踏まえて若干揺れ動いている状況かと思う。ただ、未だに12月限のレベルは、直近でも0.445%と割と高いので、9月から12月という予想のレンジは大きく変わっていない。その中で微妙に変わっているということであろうと思う。

それから、量的指標については、特にここにあるとおりなので、説明は割愛させて頂き、最後に企業倒産を申し上げる。3月の企業倒産は、1,712件前年比+38.6%とかなり増えた。因みに1,700件を上回ったのは98年6月以来である。ただし、倒産件数は12月と3月に季節的に増える傾向があるので、それを季節調整して均してみたりしたうえで、幾つか特徴を整理すると、以下の三点である。

まず一点目は、今申し上げたとおり季節調整したものでみると、この3月に突然急増し始めたというよりは、昨年半ばからじりじり増加する傾向が続いていると評価すべきことである。逆に言えば、去年の1~3月頃まで特別保証制度で急激に倒産件数が落ちた訳であるが、その後はその効果が薄れるにしたがって、徐々に元に戻っていると思われる。

二番目の特徴は、1件当たりの負債金額はむしろ小規模化しており、中小・零細の小口倒産が中心となっていることである。1件当たりの負債金額は、去年の1~3月平均、4~6月平均が10億円を超えていたのが、このところ3億円、4億円というレベルになっている。因みに倒産件数で申し上げると、例えば3月の全体の倒産件数は前年比38%であるが、このうち

負債総額が1億円から5億円という非常に零細な先、あるいは5億円から10億円という先は大体50%、60%の増加率になっており非常に小口が増えている。三番目は倒産原因が、いわゆる不況型倒産——販売不振、赤字累積、売掛金回収難の三つの合計を信用調査機関では不況型倒産と呼んでいるが——の割合が去年の1~3月64.9%から最近は68%というように増えている。ただし、こうした信用調査機関でも全体的な不況の深刻化ということよりも、ここにきて大手のリストラや構造改革の進捗に伴い、既に立ちゆかなくなっている中小・零細企業の整理・淘汰が進んでいる要因が大きいのではないかという見方である。例えば、3月の倒産で代表的なところでは大阪の不動産開発業のスリーピー興発(株)負債総額950億円とか、大昭和製紙の個人的な管財会社であった大昭和愛鷹(株)同370億円、それと南証券の同180億円、幸福銀行グループの大一不動産同117億円ということで、確かに過去の膿の清算というような性格のものが大分あがっているという感じである。ただこういうリストラや構造改革の進捗に伴う要因、整理・淘汰であれば、件数は引き続き高水準でいくであろうことと、民事再生法に伴う処理の促進という面で、月大体20、30件は追加されるのではなかろうかというのが、信用調査機関の見方である。従って、これから件数的には高水準が続くのではないかと予想されている。繰り返しであるが、一昨年从去年の初めにかけてのような中小企業金融全般が逼迫化しているとか、そういうことはないようである。私からは以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

宜しいですか。それではここで45分まで10分間コーヒープレイクとする。

(午前10時35分中断、午前10時46分再開)

V. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは、これまでの報告等を踏まえ、政策委員会としての検討に入りたいと思う。本日は、今月二回目の会合であるので、討議のベースとなる前回の判断を極く簡単に振り返っておく。景気判断については、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ているなど、一部に回復の動きが見られ始めていると認識した。金融政策運営については、民間需要の自律回復力についてなお点検すべき点も少なくないという認識を踏まえて、ゼロ金利政策を継続することが適当であるとの結論に至った。なお、会議の席上、金融政策判断が難しい時期に入っているのも、これまで以上に市場とのコミュニケーションを巧く図っていくべきであるという意見を多数頂いた。会議後のブラック・アウトを経て、記者会見の席で会合の雰囲気について若干説明をしている。その後、米国でのCPIの上昇発表による株価の急低落、そしてG7とその後の記者会見、支店長会議、国会での質疑などを経て市場には我々が何を考え、何を議論しているかが少しずつ浸透してきているのではないかというように思う。

本日はレビューが中心であるので、こうした判断に変更すべき点があるかどうかを中心に討議したいと思う。討議の形式は、金融経済情勢に関する見解と金融政策運営に関わる議論を合わせて、一人10分程度を目途にお願いしたいと思う。本日は、田谷委員から始めて頂きたい。

田谷委員

まず、前回会合時からの情勢変化については、一言で言えば大きな変化はなかったと思う。公共投資、純輸出といった外生需要の動きはこれまでの想定通り正常にプラス寄与してきているようである。民間設備投資についても、短観と2月の機械受注統計の発表以降、特に判断を変える材料も見当たらないようである。個人消費関連データは文字通り一進一退を示唆するものが続いているし、雇用・所得面での新たな統計も発表されていな

い。先日の支店長会議でも全国的にIT関連投資が活発化してきているが、個人消費は一進一退との報告が多かったと思う。一方、これまでと同様生産面では拡大基調が続いているようである。また、物価動向あるいは量的金融指標の面でも特段の変化はないと思う。公共投資を公共工事請負金額でみると、3月は国の発注が大幅に増え、1~3月は10~12月対比+25.3%となった。これは想定通りの動きである。また、これも想定通りではあるが、東アジア、中国との取引が増える中で、1~3月の実質貿易収支は対前期比+16.9%と大きく拡大した。輸出面では情報関連財と資本財・部品が、輸入面では情報関連財と共に、特に最近消費財が伸びているようである。次に設備投資は、3月時点での法人企業動向調査によると、資本金1億円以上の4,160社による昨年度下半期の実績見込みは、前年同期比-4.3%であるが、今年度上半期予想は前年同期比+6.1%となっている。この結果は調査統計局の資料にもあったように、短観の結果とも概ね一致しているようである。ただ、今年度下半期については、大幅な下落予想となっているが、それがどの程度この統計のくせによるものか不明である。個人消費に関する統計は、初めにも申し上げたとおりミックスしている。通産省の商業販売統計の中の小売業販売額や、全国百貨店売上高、また都内百貨店売上高あるいは全国チェーンストア売上高などの3月の数字は比較的弱いものであった。衣料品などの販売が不振だったようである。他方コンビニエンスストア売上高は伸びているし、旅行関係は好調のようである。また消費者コンフィデンスの関連指標は改善を続け、平均消費性向が下げ止まってきているようであるので、個人消費の先行きは益々雇用・所得の先行き次第となってきているようである。その雇用・所得に関しては、新しい材料は出ていないが、夏のボーナスについては慎重に考えた方が良いかもしれない。公務員440万人の夏のボーナスは昨年比下がるし、民間でもボーナス支給対象者の中心となる一般労働者が、昨年比1%ほど減っているし、今年のベアがこれまでで最低だったことなどを考え合わせると、余り期待できないかもしれない。この点は月毎の雇用者所得などの動向と共に引き続き注視していこうと思う。物価については、3月の企業向けサー

ビス価格指数が公表されたが、前年比のマイナスが続いているものの、マイナス幅の拡大は避けられている。量的金融指標、特にマネーサプライあるいは金融機関貸出については、このところ様々な特殊要因もあって、その動きの解釈を難しくしている。ただ、企業収益の改善傾向の下で、企業のキャッシュ・フローが改善していることもあり、景気回復を強く阻害するような金融面での動きは今のところ見当たらないと思う。以上のことから、金融政策運営については経済金融情勢に特段の変化がなく、設備投資の先行き、また個人消費の先行きやその背後の雇用・所得情勢の動きを見極めることが必要であり、ゼロ金利政策の維持が適当と思う。

これまで同様、これからもゼロ金利解除に向けて経済金融情勢の変化に沿って市場との対話をしていく訳であるが、その際、市場の見方を我々の見方に鞘寄せさせることに加えて、市場と我々の中心となる見方にギャップがある場合、市場の側に立ってなぜギャップが生じているかということを考えてみることも必要ではないかと思う。

最後にもう一点付け加えたい。最近株価がかなり大幅に上下した。株価の動きは先行きの経済を考えるうえで重要な指標の一つであるが、我々が慣れ親しんできた日経225の動きが大幅な銘柄の変更で読みにくくなってしまった。先週は落とされる30銘柄ばかりかその他の195銘柄も売られ、指数は2,182円下落した。その間、新しく入る30銘柄は買われ、金曜日終値ベースのウエイトでみて指数を2,076円引き上げたはずである。しかし、この上昇分は指数に反映されなかったので、一つの考え方であるが、今後日経225を過去と比較する場合、当面2,000円強を足してみる必要があると思う。例えば現在の指数は1万8,154円であるが、これに2,000円強を足して過去と比較する、先々週の水準と比較するということが必要であると思う。ただ、こうした銘柄の入れ替えが産業構造の変化を映したものである限り、新しい日経225の動きは旧225の動きより強めになる可能性が高いと思われるので、こうした調整もゆくゆくは必要なくなるであろう。因みに一つの試算であるが、仮に今回の銘柄入れ替えが昨年初めに行なわれていたとしたら、現在の平均株価水準は2万4,000円前後

になっていたであろう。これらの点を考慮に入れて、平均株価指数をみていくことが必要だと思う。これ以外にも二、三試算してみたが、大体2,000円から2,300円の調整をするとちょうど良くなると思う。以上である。

速水議長

それでは次に植田委員願います。

植田委員

実体経済については田谷委員から詳細な報告があったし、私もその意見とほぼ同じであるので省略したい。株について一つ付け加えると、震源地がアメリカであったことで、我々が前々から恐れていたリスク要因の一つが若干顕現化したと言えるかと思う。しかし、ある程度株価も戻っているので、今後米国の株式市場や経済がソフトランディングに向かうのか、あるいはハードランディングの始まりに現在いるのかという点が気にかかるが、現状ではどちらとも決め難いので、見守っていきたい。そのうえで政策としては現状維持しかないとは私は思っている。せっかくなので政策を今後考えていく際のポイントとして、二点申し上げてみたいと思う。どちらもこれまで議論になってきたことの繰り返しであるが、一つはゼロ金利解除の条件に関する表現についてであり、もう一つは解除の時期が早めになったり遅めになったりすることに伴うリスクをどう評価するかである。一番目のゼロ金利解除の基準については、何度も議論になっているように、定量的表現にしていないうえに曖昧さが残ることは否めない訳である。しかし何度も議論したように、仮に定量的に表現したとしても、ゼロ金利解除の時期にはかなりの幅が出てくる点には大差はないと思う。何度か私が申し上げたようなより定量的な表現の可能性、例えば1年後のインフレ率の現時点における予想がX%を下回る確率が、Y%以下になればゼロ金利を解除するというようなことを言ってみたとしても、これに基づいてゼロ金利を解除するためには、インフレ率の予想の分布を作り、その分布の平均値だけでなく、分散を含めた分布の形状全体を見ないといけない訳であ

る。これらの点については、分析の前提あるいは誰が分析するかによって大きく結論が違ってくる訳であるから、そこには当然主観なり総合判断が入らざるを得ない。これは自分で行なってみれば直ぐ分かることである。こうした点を考えれば、解除時期に最低数か月、あるいはもっと長い程度の幅が自然と出てくるのではないかと思う。付け加えれば、こうしたインフレ率が大きく低下するあるいはスパイラル的に低下していくリスクを評価する一つのポイントとして、総需要不足に起因する物価下落圧力がどの位のものかという点に着目しているという言い方が時々本会合でもなされていると私は理解している。二番目にそのように解除の時期にある程度の幅があることを認めた場合、単純に言うに遅めに解除した場合のリスクはインフレである。早め解除のリスクはデフレ懸念が再発するということである。インフレの予想は難しいと申し上げたばかりであるが、この二つを単純に比べた場合、私は現状では後者のリスクがまだ大きいように判断している。すなわち、現在色々な物価指数を眺めた場合に、物価上昇方向の圧力がどこにあるかといえば、原油価格動向、それから暫く前に少し大きな動きを見せた円安の国内物価への波及といった辺りかと思うが、どちらもこれが加速していく状況にはないと思う。

そういうこととは別に、ゼロ金利解除がやや遅れた場合の少し小さめのリスクがこの会合でも幾つか指摘されてきたと思う。例えば、短期金融市場の規模が縮小するとか、機能が弱くなっていくという点である。この点、例えば市場の機能ということであれば、ユーロ円金先等は色々なニュースにこれまで十分反応してきたと思うし、マーケットの規模について言えば、コール市場は4割方縮小しているというデータもあるが、それでも市場機能が麻痺している訳でもないかと思う。また、普通預金のかなりは擬似的なコール市場のようなものとも考えられると思う。そういう意味で規模が縮小しているという言い方も余り当たっていないかと思う。強いて挙げるとすれば、普通預金のコール的な部分と狭い意味のコールとの間の急激な資金移動が時々起こり、金利調節を難しくした局面がたまにあった位かと思う。

また、解除の時期が遅れた場合のリスクとして、構造改革を遅らせるという点も指摘されてきている。これは理論的にはそういうポイントがあると思うが、しかし現実問題として、ゼロ金利を解除してオーバーナイト・レートが25~50bpに上がったとしても、構造改革のペースそのものにそれ程大きな差が出てくるようには思えない。勿論金利がその後本格的に上っていくという予想が芽生えてくれば話は別である。また違うリスクとして、金利引き上げ時の混乱が、解除時期が後ずれすることによって大きくなるという議論もあった。しかし私の考えでは、マーケットは「デフレ懸念払拭まで」という表現の意味するところを曖昧と批判しつつも、そこそこの確に捉え、マーケットで金利をつけているように思う。従って、解除時期が仮に必要以上に後ずれして、景気が思った以上に良くなり過ぎるということであれば、自然と解除前から市場金利は上がっていくので、解除時の混乱は言われている程大きくないと思う。以上を纏めると、こういうリスクがある訳であるが、顕現化した場合のコストはそれ程大きくはないのではないかとというのが私の現時点における評価である。ただ付け加えると、もう一つ頭に浮かんでくるリスクとして、待てば待つほど結局金利が上げられなくなるという心配が何となくある。例えば経済の実態が非常に弱いので、待てば待つほど弱い経済の状況に配慮せざるを得なくなり、結局ゼロ金利は非常に長期化してしまうというリスクである。しかしそれ程経済が弱いということであれば、仮に25bp程度まで上げたとしても、その後ずっと上げられないという点には大差がないと思う。唯一の違いは25bp上げた後またゼロにすることができるというある種のフレキシビリティがその場合確保できることかと思う。しかし、それだけのために金利を上げてみるという議論は如何かと思うが、これはこれで一つの論点と思う。

以上のように、今回はゼロ金利維持ということに賛成であるが、結局のところは今後財政政策がどうなっていくか、あるいは米国株式市場、経済がどうなっていくかというようなリスク要因との相対関係で国内民需の強さを点検し、デフレ懸念払拭の展望が得られる時期を探るしかないと思

う。方向感としては焦ることはないという方向で申し上げてみたが、当然のことながら今後発表されるデータ、経済状況次第では勿論解除の時期がかなり前倒しになる可能性も排除する必要もないと思う。以上である。

速水議長

次、篠塚委員お願いします。

篠塚委員

前回以降公表された新しいデータ等をも私自身が判断していた情勢判断を変える必要はないと思っているので、私自身はこれまでも議案を提出してきたように、ゼロ金利を導入する以前の状況に金融政策を戻してコールレート誘導目標水準を0.25%にすることが適当であると思う。

そのうえで、本日は、先程田谷委員も植田委員も言われたように、どちらかというゼロ金利解除に向けての市場との対話について少しお話ししたい。先般日経新聞のコラムにあった記事に次のような指摘があった。まずゼロ金利政策の当初、日本銀行は市場への流動性供給を強調していたと思われる。ところが金融逼迫感が消えると今度は設備投資の動きについて注目するようになった。今度設備投資が上向き加減になると、さらに個人消費へ関心が移ったのではないかと、といった指摘である。要するに、記事のコラムニストの目には、私たちが公表している「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」という判断の基準が「振れている」ようにみえていと思う。そこで今日は、市場との対話について私自身の意見を述べたうえでデフレ懸念払拭の意味するところをもう一度確認したいと思う。

最初に確認したいと思っている点は、構造調整との関係である。先般の支店長会議の報告でも何人かの方から構造調整についてのご指摘があった。例えば、設備投資についてはIT革命が急展開を遂げて積極化しているという光の部分もあるが、構造調整圧力の下で投資抑制という影の部分もあって、ない交ぜの状態ではないかといったような指摘があった。他方、個人消費について言うと、中期的には雇用や賃金の調整圧力がずっと働き

続けているが、一方、循環的な動きとしては、夏季賞与や来春の新卒採用などについては少し明るいデータなどもあり、上向かせる可能性も高まっているといった報告もあつたりした。現実に関の日本の企業部門では、企業会計制度の変更を背景に、市場における評価に一段と強い注意を払わざるを得ないので、生産設備や有利子負債、人件費コスト、過剰コストを削減しなければならないという構造調整の問題が強く意識されている。例えば、経済企画庁で「平成11年度の企業行動に関するアンケート調査」を公表したが、その中でも雇用者数については次のような表現がある。雇用者数も適正化するためにはまだ2年以上かかるだろうといったこととか、ストック調整についても生産設備や有価証券では2割強、土地・建物ではまだ3割強の企業が過剰であると評価して、その適正化のためにはさらに2年程度の調整期間は必要ではないかといったようなことである。そういう現実がありながら、多くの企業は、ここ1~2年、ITという手段を活用しながら経営の効率化やスリム化に取り組んでいる。こうした企業活動が功を奏しつつあることから、このところ若干ではあるが景気が持ち直す動きがはっきりしてきていると判断している。そうすると、当面は先程申し上げたように構造調整の圧力そのものと向き合っていかなざるを得ないが、その中で循環的な動きが構造調整の圧力を弱める方向に作用してきていると思う。それが支店長会議などでは、両者が闘ぎ合っているというかたちで報告されているのではないかと思う。翻って、日本銀行ではデフレ懸念払拭が展望できるような情勢に至ればゼロ金利政策を解除できると説明してきたが、一部では「デフレ懸念」という言葉が構造調整圧力が続く状態を指すと受け止めている向きがある。私自身はそうではなく、構造調整圧力が残っていようとも、民間需要が中心になって景気を自律的に回復させていくモメンタム、動意、前向きな力が確認できるか否かだと考えている。そのような理解でよいのか、皆さんとその辺りが違うのかどうかもまず確認したい。

そして、二番目に確認したい点は個人消費を見極めるポイントである。民需の自律的回復を見定める対象が設備投資から個人消費に移ってきて

いるとマスコミも書いているが、本当に何に主に注目するかだと思う。市場参加者や国民がどのように今の経済状況を見ているのかと新聞などを参考に私が考えたところでは、中期的には企業の総人件費抑制スタンスが続くとみている。二番目に日銀は個人消費の回復まで視野に入れて政策の判断をするようになってきたとみている。三番目にゼロ金利政策は構造調整に軸足を置いて運営しているので、暫くの間は継続されるのではないかとみているのではないかと思う。マスコミに書かれている記事を読むとそういう見方にあると思った。そこで市場との対話ということで確認したいのは、今後民需の自律的回復のモメンタムを見極める注目点として、家計調査や各種の家計消費関係の統計などが考えられるが、これで何か消費の支出額そのものがはっきりと増加することによってそのモメンタムを確認するのではなく、個人消費の前提である家計所得と消費性向がこれ以上悪化しないという下げ止まりの気配が確認されることであると解釈して良いのかどうかということである。この二つの点が委員の間に共有されるのであれば、個人消費の関連指標を見極めるポイントがもっと明快になって対外的に説明できると思うし、金融政策運営の軸足が振れているのではないかという指摘に対して、はっきり間違いであると言えることになるのではないかと思う。

個人消費を巡る環境を中心に最近の金融経済情勢について少し申し上げる。企業収益の改善が家計所得や消費性向にも着実に波及しつつあるとみている。その要因として若干付け加えると、ゴールドマン・サックスが集計した東証一部上場企業 213 社の 99 年度収益をみると、全体の 6 割が上方修正をしていた。その結果、金融業を除く東証一部上場企業の 99 年度連結経常利益は前年度実績を 2 割強上回る姿となった。さらに、2000 年度の業績予想についても、金融業を除くベースで全産業の単独決算が前年度比約 2 割の増益予想となっている。この背景を業種別に分析すると、電気、鉄鋼、非鉄金属などでは、分析の仕方にもよるが、どちらかという販売管理費のコスト削減などによって営業収益の増益を実現している。また、食品や化学ではどちらかという最終需要の改善によって増益を確

保している。

このような企業収益の改善を背景にして、家計所得にも明るさが徐々に広がってくるように期待できると思っている。その点で注目されるのが、夏季賞与である。所定内給与が下げ止まったとみられるうえに、企業収益の改善を背景として支給月数の減少にも歯止めが掛かると思われることから、控え目にみてもマイナス幅の縮小は十分に期待できるのではないかと思う。ここにきて前年実績を上回る可能性もあるといった指摘もある。なかなか強気にはなれないが、マイナスの幅が縮小すると私は受け止めている。

第三に消費者マインドについてであるが、消費動向調査をみると消費者態度指数が今年の1~3月期も3期連続して改善し96年末のレベルにまで戻っている。また選択的消費といわれる高額ファッション関連とか、サービス等の支出予定では八つの調査項目とも今年1~3月から4~6月にかけて「減らす」超幅が縮小しており、「増やす」超幅の拡大がみられた。このように実体経済面では持ち直しの動きが明確化していると思う。

その中で金融面をみると、為替、長期金利が総じて落ち着いているし、株価についても先程から色々報告があったように、日経平均が前回会合時点から1割強も下がってはいるが、その背景にはアメリカ株価の急落のほか、銘柄変更という技術的な要因も響いているようなので、これについてはそれほど重大なこととは考えていない。株式市場では従来IT関連銘柄というだけで評価され、ネットバブルという言い方もされていたが、ここにきて夢だけでは買われず、期待プラス経営実体で買われるというように変化してきたのではないかと思われる。そのうえで一旦下落した株価が以前の水準に戻るとすれば、景気展開に対する先行きの期待、しかも実態に伴った期待が強まってくる場合であるように思う。こうした点でTOPIXが米国株価の急落前の水準に戻っていることは力強く感じられる。

最後に短期金融市場に目をやると、市場参加者の多くが、こうした株価の動きにもかかわらず、比較的冷静に景気の流れを見極めようとしているようにみられる。ユーロ円の金先レートの動きなどをみると比較的落ち着

いており、日経平均が前回会合から比べて1割も下落した割には、現時点でも引き続きゼロ金利解除をある程度織込んでいるように窺われる。私はこういった動きについて、短期金融市場の参加者の間にも、金融政策運営の考え方が徐々に浸透し、景気の持ち直しの明確化とか金融システムの安定化といった情勢の変化に対する認識が広まりつつあることを示唆していると受け止めている。最初のテーマに戻ると、一口に市場との対話といっても、語りかける対象が非常に幅広く、一体どこに向かって説明して良いか分かり難いし、説明の受け止め方にも幅がある可能性があることは否めない。特に景気情勢が好転しつつあると月報でも表現しており、情勢が好転しつつある中で、ゼロ金利政策の解除が視野に入りつつあることから、市場の金利観が振れやすくなっていくと思われる。それだけに日本銀行としては、今まで申し上げているデフレ懸念の払拭が展望されるような情勢について、第一に構造調整圧力の払拭を念頭に置くものではないということをはっきりと言って、そのうえで個人消費に着目すると言っているが、支出関連の統計に表われるまで待つのではなく、所得と消費性向の下げ止まりを確認できるまでと考えているともう少し明確に従来にも増して肌理細かく説明していくことが必要ではないかというように思っている。以上である。

速水議長

次に中原委員お願いする。

中原委員

前回の会合から今回の間にアメリカの株価暴落という大きな事件が起こり、私は色々な意味で先行き警戒信号がともったと思っている。まず景気動向指数の分析であるが、2月の結論は現在の局面は1月の段階で過去の景気回復の局面を突破し量感的に強くなったが、2月になって97年3月の天井に近づいてきているということであった。従って、そういった中で回復の強さと、構造的な調整圧力とが闘ぎ合っている状態だと申し上げ

た訳である。今回も結論は今のようなことであるが、D Iについて言えば、先行指数が12か月連続、一致指数は8か月連続で50%を超えており、変化方向としては昨年の4~6月から拡張局面に入っている。それからC Iについては、先行は98年12月を底に、一致は5月を底にアップ・ターンしている訳であり、回復局面にあることが分かっている。今回私が一番気にしたのは、長期先行指数の2月であり、これが1月に比べて下落したことである。これは、金融重視型、生産重視型共に下落していることで、恐らくリードタイムが8~10か月あるので、今後今年の9月から11月にかけてグロース・リセッションを生じる可能性を示唆している。従って、この先行指標の動向がこの2、3か月どうなるかが極めて重要であり、目が離せないところに来た訳である。それからもう一つ申し上げたいことは、このC Iの一致指数とGDPの関係について、立ち上がって2四半期後の比率を取ってみると、例えば円高不況からバブル景気になった86年10~12月から2期後の87年4~6月は名目GDPを使うと大体2.3%、実質で1.8%、それから平成不況から立ち上がってきた93年10~12月を底として、2期後の94年4~6月が名目2.0%、実質2.1%という数字である。今回昨年の4~6月を底として10~12月をとると、8.6%と7.6%という極めて高い数字になっており、ある意味で申し上げると、生産ばかり増えて、需要が如何に弱い分かる形である。この点が今回の景気動向指数の大きな気掛かりである。

そういった中で、幾つかリスク・ファクターをこれまで申し上げてきたが、いずれについてもかなり様相が少しずつはっきりしてきた。まず原油価格は、4月の3週間の数字が出てきて、OPECのバスケット——これはOPEC生産の原油の七つの油種を採って平均したものである——は、最初の3週間の平均が22ドル70セント/バーレルと、まだ下限を突破していないので、5月の減産は必要ないと理解される。それで同じ期間のWTIは25ドル66セントであるので、3ドル位差がある関係である。ただしこのOPECのバスケットとWTIで、ブレントの差というのはその時その時の市況によって変わるので、幾らとは言えない。それから原油の増

加の状態をみると、大体150万バーレル位増えたという感じであるが、そのうち3分の1がOPECの割当増加によるものである。残りの3分の1はノン・OPECのメキシコ、ノルウェーの増産によるものである。それから残りの3分の1はイラクの増産によるものであり、そういった結果が今日の価格水準をもたらしている。そして、WTIの予想を現時点で行なうと、今年の第1四半期は既に実績で28ドル89セント、第2四半期の予想は大体26ドル、第3四半期が恐らく28ドルになるのではないかと、そして第4四半期は30ドルを超える、第4四半期と来年の第1四半期は30ドルを超えるというように私は考えている。そして、来年の第2四半期になって、それから1割程度反落するであろうと考えている。恐らく夏場のどこかの時点で、OPECバスケットが28ドルを超える時点もあり得ると思っている。その時はOPECは増産を余儀なくされるのではないかと、思う。さらにその時のイラクの反応がキーになる訳であるが、もし増産しなければ30ドル台を大きく超すことも考えられる。それから一番重要なことは現在OPECの生産能力がどれだけあるかということであるが、これは最近のアメリカの専門家の会議で大体3,050万バーレル位だと言われている。この中にはイラクの250万バーレルも含んでいるので、非常に少ない数字である。従って需要が非常に強くなった場合にはそれを賄うだけの供給側のキャパシティーはない。その結果価格にはねる状況になっている。

それから一番はっきりしたと思うのはアメリカの株価の動向であり、まずNASDAQは3月10日の引け値で5,048ポイントということで大天井だと思っている。二つ位テクニカルなことを話すと、まず週足をみると二段下げを三度している。最初は99年の4月10日～6月12日の間、二度目が99年の9月11日～10月16日、三度目が2000年の3月10日～3月31日ということであり、週足で二段下げを三度するとほぼ天井が確定する。それから月足で申し上げると、12月のクローズが4,069、1月が3,940、2月が4,696、3月が4,572ということであり、月足でも天井位置が確定したと思っている。日足でみると3月10日の5,048ポイントから4月

14日の3,321ポイントまで1,727ポイント、34.2%下がってきている。これから計算すると戻りは最大で4,400、巧くいけば4,600、鈍ければ3,920といったところであるが、4月25日の値戻りが依然として3,711と鈍い方の戻りも達成していない。従って、これからの見どころはどこまで戻ったあとどこまで下がるかであり、先程申し上げた4月14日の3,321を切ると恐らくこの最終波の出発点である2,700ポイントに行く確率がかなり高まる。そしてそれを抜け、もう一回下がるという大きい二段下げが実現すると1,500ポイント内外になると思う。アメリカのダウも非常に形がはっきりしてきて、去年の10月15日に最終波の手前のボトムで10,019ドルから出発して、1月14日が天井となる11,722ドルである。大体NYダウというのは980ポイント位下がるという習癖を持っているが、1月28日に10,738ドルということで、988ドル下げた。その後3月7日に9,796ドルという数字を取っており、これが直近のボトムである。それから戻って4月11日に11,287ドル、それから暴落して982ドル下げ、10,305ドルとなっている。それでこれからの注目点は4月11日の11,287ドルを上抜けるのか抜けないのか、それから4月14日の10,305ドルを下抜けるのかということである。一昨日に確か11,100ドル台をつけたが、昨日は反落しているので現在非常に微妙なところである。もし11,287ドルを上抜けないと、チャート分析でいういわゆる三尊天井ということになり、これはかなり強い天井となる。従ってこの1か月ぐらいが非常に重要なポイントになると思っている。

日本のダウをみると、98年10月9日12,879円が現在の修正上昇波のスターティングポイントであり、3月1日に20,081円をつけて、3月15日に19,078円の底をつけた後で、4月12日に20,833円という高値をつけている。そしてその後下がってきて18,969円になったが、重要なことは3月15日の19,078円を下に割ってきたことで、要注意である。そういった中でトピックスは3月13日の時点で2月7日につけた1,754ポイントを抜け出していない。それから日経の500は2月18日につけた1,994円というのを抜けていないということであり、こういったものを勘案しながら、

これからみていく必要があると思う。それからダウの銘柄入れ替えで色々意見が出ていたが、例えばアメリカではしょっちゅうやっていることであり、上昇中であれば余り問題はない。日本でもこれは時々行なっているが、ただ今回の場合には、値嵩を入れたものであるから、除数が大きくなってしまったということであろうと思う。

それからもう一つ、円と国債についても触れておきたいと思う。円相場は目先で申し上げると101円25銭を下にブレイクするか111円73銭を上
にブレイクするかということである。前者は99年11月26日につけたし、
後者は本年の2月22日につけているが、恐らく私はゴールデンウィーク
明け後は100円を割れる可能性がかなり強いのではないかとみている。
もっと非常にはっきりしてきたのは日本の国債の先物であり、98年10月
7日位からスタートして大きな縮小型の三角形になっており、これは段々
縮小してきている。それで直近の上下を申し上げると、1月31日が134
円34銭、3月28日が130円15銭であった。今その真ん中にある訳である
が、これがどちらに離れるかというのも時間の問題である。恐らく6月の
半ば前後までは保ち合いになるのではないかと思うが、私の予想では8月
位にかけて国債の値段が下に振れてくるのではないかと考えている次第
である。

もう一つリスク・ファクターとして申し上げたいのは、アメリカの気候
である。ラニーニャという現象がずっと起こってきている訳であるが、本
年になってアメリカの中部から南部のアリゾナから発してフロリダへ至
る、米国本土48州のうちの4分の1位の州でかなりの干ばつを経験中
である。その度合いはモダレートからシビアといわれているが、干ばつの恐
れがある。特にアイオワ、ネブラスカ、イリノイといった穀倉地帯で土壌
の中の水分が蒸発してきており、非常に足りなくなってきた。現在穀
物の成育が始まったばかりであるので非常に気になる。それから最も顕著
に表われているのは五大湖の水面であり、過去2年間下がってきたが例え
ばミシガンとヒューロンの両方の湖が平常時より3フィート下がったとい
うことで、これは140年間の記録の中で最悪である。これまでの30年間

はノーマル以上であった訳である。これは気象のことであるからどうなるか分からないが、ラニーニャ現象というのが過去2年間アメリカを襲ってきたようであり、気象学者の意見によれば数十年も続くという人もいるので、要注意である。いずれにしても次の3か月が非常に重要であると思っている。

それから、もう一つ申し上げたいことは、民事再生法事例が出てきていることで、東証二部の東洋製鋼、東証一部の日貿信など5月の連休明け後にまたかなり出てくるのではないかと私は予想しており、金融システムに与える影響が十分に考えられるであろうと思う。そういった中で、私はこれまで通りの提案をしたいと思う。

ゼロ金利について色々議論が出ているが、ゼロ金利を解除するにはタイミングが非常に難しいと思う。ゼロ金利の効果については、皆さんの間からこれは非常に強い政策だとか、これは相当量的な緩和である、あるいはインフレ・ターゲティングを実際的に実施しているんだという意見も出てきた訳であるので、もしそういったものが解除された場合の逆の効果について、十分に勘案しておかなければいけないと思う。この点で量と金利について問題提起したいと思う。

去年の2月から3月を振り返ると、積み上の見込み、オーバーナイト・コールレートとの関係を振り返ってみると、ダイレクティブを変更した2月12日までは積み上見込みはかなり上下の振れはあったが、大観すればゼロ近傍で推移していた。一方でコールレートは0.25%アラウンドで推移したことがデータから読み取れる。その後ダイレクティブを変更した2月12日以降は、積み上の見込み額を2,000億円から8,000億円に増やしたが、コールレートの低下は0.1%、0.2%前後のところまで止まった。それから2月25日の決定会合以後でさらに増やすことになり、1兆円を超える積み上を造成した。その結果、0.03%程度まで一気に低下した。例えばコールレートのオーバーナイト物を0.25%にしてゼロ金利を解除した場合に、積み上見込み額や当預の残高がどれだけ減少するのか私は正直申し上げて予想がつかない。ゼロ金利の発動時と、シンメトリカルな格好になるのか、あ

るいはノン・シンメトリカルになるのか分からないが、0.25%からゼロに持ってきたのと同じように、実質ゼロから0.25%へもっていくことも非常に大きな実験ではないかと思っている。従って、私は場合によってはゼロ金利の解除と言っているが、実質的に金融引き締めが起こるのではないかと懸念している。以上である。

速水議長

次、三木委員お願いします。

三木委員

景気動向、物価動向に対する見方を変えるだけの真新しい追加材料は今のところない。デフレ懸念払拭が展望できる情勢と言えるかどうかについて、以下四点だけお話する。その前に篠塚委員からお話があったことについていうと、現在の景気回復局面は、あくまでも三つの過剰を抱えた構造調整を行ないながらの景気回復局面であるから、デフレ懸念払拭が展望できる情勢の条件として、構造調整を完了しなければ駄目だという条件では毛頭ないし、その点は、マーケットも企業も家計も十分に承知しているのではないかと思う。

それから次に四点申し上げる。第一は企業債務の問題である。企業の収益力をみると、外観は増益であるが、中身は非常に脆弱であるところ間申し上げた。これが企業が設備投資に前向きになれない理由の一つであり、企業収益改善の方向を過度に評価せず、設備投資への波及の仕方を慎重に見極める必要がまだあると思う。その意味で、企業債務の動向をみると、まず11年3月期の法人企業統計によると、企業の収益力を表わすROAは全産業ベースで3%、有利子負債654兆円の支払利率は2.8%ということで、債務返済能力についてROAから支払利率を引いてみると、0.2%ということで、企業の収益力はかろうじて支払い利息を払う程度である。つまりキャッシュ・フローに比して債務負担比率が重いという状況である。従って、企業はキャッシュ・フローを最優先で有利子負債返済のために回

して、設備投資はIT関連とか合理化あるいはコスト切り下げといった必要最小限に止める対応を継続する姿であろうと思う。しかも、二極分化だということが問題であるが、この3月期は製造業は過剰債務の削減が進捗してきた模様であり、短観の大企業設備投資の動きにもそれが表われていると思う。この3月の企業決算の動向をもう少しみる必要があるのではないかとこの点が第一である。しかしながら今二極分化と申し上げたが、不動産、建設、卸小売り、商社といったところの企業では、債務削減が捗々しく行なわれず、なお体力に見合わぬ過剰債務を抱えている先が多い。収益力の増加が、質的にも充足されていかないと、ゼロ金利解除を契機に、金利耐久度の低い先の経営不安が、金融の潜在的不良債権に再び繋がらないかどうか懸念される。

第二点は設備投資であるが、設備投資については漸く下げ止まってきているが、今後は持続性と広がりを見通す必要がある。中堅・中小企業設備投資の下げ止まり感、それから全体としての業種の広がり、これを確認するのがポイントかと思っている。

三点目は、雇用・所得環境で、雇用者所得については底這い状態を脱して、淡い持ち直し感が出始めていると思う。逆に言えば下げ止まっているということである。ただ雇用については、なお緩やかな悪化リスクが残っているため、マクロの雇用所得環境の回復感は今一つである。従って、先行きについても回復に転じるためには、かなりの時間を要すると思っている。一部にはこの夏の賞与をみればという話があるが、今回の春闘で春夏型のところを含めて、夏の賞与の姿はほとんど全部決まっている。あれ以上望むべくものはないということであり、雇用者所得の増を幾らかでも期待できるのは冬のボーナスからでしかないであろうと思っている。

四番目に個人消費は、構造調整の中での景気回復局面という性格から、雇用の悪化リスクは残らざるを得ないし、所得も下げ止まったとはいえ伸びがなかなか期待できない以上、本格回復には時間がかからざるを得ない。こういったシチュエーションの中で個人消費をみると、なかなか可処分所得が伸びない中で、身の丈にあった消費というか生活防衛型の消費になっ

ているし、消費構造の変化から物からサービスに重点が変わっていること、もう一つ安いものが売れるとかユーザーニーズを満たす機能の物が大きく売れるとか、選択的消費になっているという消費構造の変化も加わり、消費性向は70~72%位の一応のレベルまできている。個人消費の現場をみると、NEBA統計などにも表われているように、家電販売はデジタル家電も加わって回復、情報分野の消費は好調、自動車販売は持ち直し、百貨店は衣料分野を中心に明るい面もあるが全体として一進一退、スーパーは衣料品、食料品、日用品とも低迷、ユニクロ等の新興勢力は好調、旅行取扱額はやや明るさが出ていて、このGWはほとんど売り切れている程好調であるということである。あと外食産業の客単価は低迷している。個人消費の現場を総括すると、やはり全体としてはまだ回復感に乏しい一進一退であるということだと思う。以上のような雇用・所得環境、消費構造の変化、しかし消費性向がまずまずの水準を回復しているという点を総合判断すると、消費については先行き一進一退の状態から一退の動きが消え、少なくとも下落リスクがほぼ消える状態、これを見通したいというのが今の状況である。政策判断としては、以上の諸点を踏まえると、現時点はなおデフレ懸念の払拭が展望できる情勢とは言えないということで、ゼロ金利政策継続としたい。以上である。

速水議長

武富委員お願いします。

武富委員

前回会合で政策判断におけるバイアス論に触れた。私がバイアス論を持ち出した趣旨は、二つあった。一つは今後政策判断が微妙な段階に入ることを想定して、市場や産業界との対話を円滑に進める方法論を用意しておく必要があることである。私のバイアス論は、議事要旨を媒介とするいわば柔らかな間接話法の路線である。もう一つの趣旨は、政策になるべく段差を少なくして、連続性を持たせ、その結果として政策の自由度を高める

ことを狙っている。自動車に例えると、政策変更がマニュアル・ギア・シフトにおけるような、がっくんという感じにならないように配慮し、オートマチック車におけるように滑らかにシフトする微調整方式という意味である。

以下バイアスについて順を追って申し上げたいと思う。政策判断が現状維持であっても、その裏側にある景気、物価判断との関係が常に中立な訳ではない。現状維持の枠内で両者の関係が下方や上方に振れ、バイアスがかかることはむしろ自然だと思う。「引き締めバイアス」と言うと大変誤解を受けるので、あくまで緩和政策の中での「上方」バイアスということだが、これが現状取り得る一つの選択肢だという意味である。そういう観点で、過去14か月を振り返ってみると、本行の政策判断は現状維持を貫いてきた。景気判断はというと、この間、下げ止まり、持ち直し、一部回復へと順次上方修正されてきた。我々の政策判断は、当初下方への振れ、それから間もなく中立に戻した後、この状況がずっと続いて、最近ではどちらかというとな上方を窺う段階に入ったということかと思う。前回会合時点で、私自身も政策判断としては従来通り現状維持とした。しかしそれと同時に、現状維持の枠内で上方バイアスにギア・シフトしてもおかしくないということも申し上げた訳である。現状維持にした理由は、概ね皆さんと一緒に思うが、四点ある。第一に民需の回復がまだ一部に止まっていること、第二に民間の景況感にはまだばらつきがあり、政策に対する要請とか評価も建前と本音が一致していないことがある。三つ目は、こういうばらつきがある中では、政策当局がフォワード・ルッキングな政策変更姿勢を強く前面に出すと、民間との認識ギャップが際立ってしまうリスクがあること、四番目に民間と政策当局との間で景況感に関する認識を相互にフィードバックし合いながら、擦りあわせていくプロセスが欠かせないということだった訳である。そういう認識の上に立ったうえで、バイアス方式をとった方が、何かと事が円滑に運ぶのではないかと考えた訳である。このバイアスを伝達するルートは、主として議事要旨を念頭に置いている。従って、最低1か月のタイムラグがある。間接話法と言ったのも、この議

事要旨經由を念頭に置いているからである。1か月のタイムラグがあるから、バイアスの時間軸は次回会合までという短い期間を想定している訳ではない。3か月位、客観情勢が動かなければ半年以上まで視野に入れても当然良いと考えている。

現局面における景気の性格やそれに絡む市場心理、企業家心理の特徴を勘案すると、先程言った景況感の相互フィードバックを行なっていくうえでは、バイアス方式の方が摩擦が少ないのではないかと思う。その理由は三つほどあると考えている。第一にいきなり直接的な形で政策変更を示唆するよりも、バイアスという中間ステップを踏んだ方が、先行きあり得べき政策変更に対するいわゆる織り込みプロセスが円滑に進む可能性が高いと考えた訳である。それから、議事要旨を通じてバイアス論の存在を知った市場が、これをどうこなしていくか政策当局側が見極める余裕を確保できるメリットもあると思う。第二には、政策変更そのものではなく、バイアスの範囲内ということであれば、今のように意見が割れるような微妙な景気局面であっても、先程申し上げたフォワード・ルッキングな政策運営姿勢が、市場や産業界に強い違和感を呼ばないですむ可能性が高いと考えているからである。つまり、ゼロ金利という極限状況の下でも、景気回復の進捗度合いに不即不離の関係で政策的メッセージを発信していくという意味での機動性、弾力性を確保できるのではないかということである。言い方を変えると、本来金融政策が持つべきフォワード・ルッキングな姿勢を堅持しつつも、今のような状況であると、現実に政策変更する際には前回申し上げたように熟柿が落ちるように市場や産業界が抵抗感なくこれを受け入れることが望ましい訳で、こうした二律背反するような難しい要請を何とか同時に解決する方法論として、バイアス方式を考えてみたということである。三番目に政策に対する信頼性を失わないで、政策姿勢のニュアンスを変更する自由度が得られる面もあるかと思う。例えば今後の景気シナリオの一つとして、先程中原委員が指摘されていたように思うが、万一、年度下半期に公的需要の先細り等で景気がスローダウンして民需がそれを十分カバーしきれないというような時には、今の時点で上方

にバイアスをかけていた政策判断を直ちに中立に戻すことを議事要旨を通じて穏便な形で再び市場に伝えていくことも可能だと思う。以上のような意味でバイアスを考えていた訳であるが、仮に議事要旨にバイアスという記述を残すだけの景気の段階を超えて、現実に政策変更の条件がかなり煮詰まってきたと判断されるような場合には、応用動作等もできる訳である。つまり、政策変更の一手手前で、バイアスが政策委員会の多数意見となれば、正式に上方バイアスについて採決して、即日公表するという決議をするような弾力性も持っている訳である。以上申し上げたことを一言で集約すると、これからの金融政策の在り方について色々な選択肢があるのであろうが、私は漸進主義を選択する。

今の日本経済というのは、先程来議論が出ているように、構造調整圧力をまだ抱えながら、循環的にはそれなりに回復の度を強めつつある。経済を動かすプラス、マイナス双方の力が輻湊する中で情勢判断が極めて難しい局面にある訳であるが、この中で金融政策を巡る選択肢というのは、単純にパターン化をすれば二つ位かなと思う。一つは多少の摩擦は覚悟の上で大胆に割り切ってメリハリをつける政策である。もう一つは狭い道筋の中で我慢して、効果も限られるけれども摩擦も少ないという現実的な政策を選択することであり、私の漸進主義はこの後者の方である。まず世論の一部に、かなり有力に存在するメリハリ型の政策論は、恐らく次の三つ位の考え方を合体して成り立っていると思う。一つは資産デフレの後遺症、産業の二極化、時価会計・連結会計など企業経営に圧迫感を与える制度変更、供給者に厳しい構造的な価格下押し圧力の存続、かつてない中小企業の苦境、などなどを踏まえれば、鋭角的な景気回復を実現して、その力を借りる以外に問題解決の方向は見えないという考えが根っこにある。次に、ではそれに対してどうするかというと、既に財政赤字が極限近くにきている一方まだインフレ懸念は存在しないから、ここはゼロ金利政策を長期に継続して現実のGDP成長率が潜在成長率を大幅に上回る状況がかなりの期間にわたって定着するまでは、金融政策で経済を支えてもらいたいという考え方に繋がる。三番目に現に90年代前半の米国はこのような金融

緩和政策で経済の建て直しに成功した訳であるから、日本も何故それを見習わないのかというような考えになる。メリハリ論はこれらの考え方の上に成り立っているのだらうと思う。これには当然反論もある訳で、五つほど挙げてみると、一つはそのメリハリ論が指摘している経済の難しさは全て構造問題であり、構造問題の解決は構造政策で行なうべきだという反論である。二つ目は構造問題の難しさからみてメリハリ論が期待しているような鋭角的な景気回復はそもそも本当に現実のものとなるのかどうか分からない。三番目は構想問題の本格的な解決には所詮 2~3 年はかかるから、メリハリ論を採用してしまうとゼロ金利の状況が大方の予想よりもかなり長期定着する恐れがあることである。四番目はそうした政策を採ったにしてもなお鋭角的に景気が回復する保証はどこにもないことである。一方副作用についてはどうかというと、ゼロ金利が長期に定着すればするほど顕在的なもの、潜在的なもの、それぞれ少しずつ大きくなる懸念がある訳である。五番目にこの副作用の中で一番大きいのはインフレ・リスクであるが、これは放射能みたいに目に見え難いので、なかなか議論が難しい。また、先程植田委員は否定的なご見解だったし、私もそれにどちらかという賛同するが、インフレ・リスクのほかに所得分配の歪みとか金利機能が必ずしも 100%は効かない、あるいは構造改革インセンティブに繋がらない側面もあることにも配慮しなければならないという見方もある。こういう五つ位の反論も可能であると思う。こういうふうに見てくると、摩擦を覚悟のメリハリ政策ではなく景気循環に無理のない形で寄り添いながら政策を微修正していく狭い道筋を選択する政策にも一定の妥当性が出てくるのではないかと思う。

この点について三点ほど申し上げるが、第一に日本経済を一気に潜在成長率を超える水準まで持ち上げるのが所詮困難だと考えれば、少し時間がかかるが循環的にみた景気の流れを反映する形で政策の軌道修正をしていく方が結局は着実な景気回復・拡大に資するのではないか。その延長線上に 2% プラス α の中期的な成長軌道に乗せる展望が開けてくるのではないかと思う。二番目は長い目で見ればこういう現実的な政策をとれば副作

用もある程度は抑制されるというように市場でも期待形成ができ、この方が政策に対する信頼性も高まると考えられることである。三番目はバイアス方式を活用しながら政策運営をしていけば混乱が少なく、しかも受け手の方も納得づくで政策を受け入れる可能性が高くなるので、将来万一再びゼロ金利政策を採らざるを得ないような悪い経済情勢に戻ってしまった場合でも、二度目のゼロ金利政策の効果を損う心配が杞憂に終わってくれる可能性も高まると思う。この狭い道筋というのは非常に分かり難いだけに、難しい選択であるが、丹念に市場と会話することを通じて意のあるところを十分汲んでもらえるようにしていけば、経済に一番なじむ政策ではないかなと思う。

最後に余計ではあるが一言付け加えると、先程植田委員も先行きのリスクとして財政がどうなるかと指摘しておられたが、バイアスは財政政策にも既に組み込まれていると私は認識している。つまり補正予算を組むか否かについては今後の景気の展開を見ながら自然体で考えるという雰囲気はかなり前から出てきているが、これは私は一種のバイアスだと思っている。そういう意味で金融政策も財政政策もどっちが突出してどっちの方向に行こうというのではなく、微調整型のバイアスになっているという意味で平仄が合っているのかなと思っている。

結論は現状維持であるが、その中で景気の実態を踏まえて政策判断を若干上方バイアス気味で、というのが私の結論である。

速水議長

次に、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

前回会合以降出てきた材料は余り数が多くなく、輸出の増加傾向を確認できたこと、それから今朝出た3月の生産指数を基にして4~6月についても生産の増加傾向を概ね確認できそうであるという辺りが重要な材料だと思う。特に生産の増加が続きそうだということは、収益の増加基調が

続きそうだということを支える一つの情報だと思うので、重要なものとして受け止めたいが、これらを含めて前回の会合での判断を修正する必要はないと思う。従って政策もゼロ金利政策を当面続けることで良いと思っている。議長からは前回会合のレビューを中心にしよう求められたが、皆さん非常に意欲的なご発言をしておられるので、私も制限時間の中で一、二だけコメントを申し上げたい。

一つは前回会合以降で起きた変化としては、世界的な株価の調整が最も大きな変化だったと思う。もしアメリカのインフレ率がここで屈折点に本当にきているのだと仮定すると、これはアメリカの金融政策が実はインフレ後追的になりつつある——いわゆるビハインド・ザ・カーブということになる——ので、その場合にはかなり大きな変動がもう一度出て来ると予想した方が良く思う。逆にこれから出てくるインフレ関連の指標が比較的落ち着いたものになった場合には、アメリカの株価がもう一度吹き上げる可能性もあると思う。その場合には恐らく先に行ってさらに大きな調整が待っている可能性も出てくる訳で、いずれにしてもここ当分の間はかなりボラタイルな市場というものがアメリカサイドでは出てくると緊張感を持ってみていた方が良く思う。先般ワシントンに行った時に世界的にテクノロジー株を中心に株価調整が起きた場合、為替相場はどうなるかという議論が若干あった。アメリカだけが大きな株価調整を経験するというのであれば、恐らくかなりのドル安になるのだろうと思うが、それ以外の国でも同様のアメリカ追従的な調整が起きた場合には為替は余り大きく動かないのではないかという見方が有力であり、今回の経験はそれが非常に短い期間の中ではあるが、ある程度実証されたような気がする。逆にもし日本株の相対的な安定が維持される場合には、為替の調整もなにがしか起きるかもしれない訳で、グローバルマーケットの動きを緊張感を持ってみていく場合には株式市場プラス為替市場という組み合わせでみていく必要があるだろうと思う。幸いここまでの動きは日本の景気回復に向けての動きを妨げるようなものにはなっていないと取り敢えず評価して良いと思う。それが第一点である。

二つ目は先程来、市場との対話をどう進めるかについて、色々な見方が委員方から披露されたが、この場合の市場は日本の市場だけではなく、世界の金融資本市場であるし、その背後にある世界の主要国の中央銀行も含めて良いのだろうと思う。そういう意味で最近の主要国中央銀行の人達とのディスカッションの中から考えさせられたことを一つだけ申し上げる。日本経済の現状と近未来の展望を、仮に1%程度の成長と概ねゼロインフレの持続というように括った場合、そういう展望の中でなぜ金利の引き上げを検討するのだろうかということについてある種の分かり難さがあると、私は受け止めざるを得なかった。こういう状況の中でも金利の修正を検討する場合に、いわゆる副作用が大きくなってきていると明確に言えれば、非常に説得的な材料になると思う。しかし、金融政策にとっての副作用は何であろうかと考えると一番大きな対象は言うまでもなくインフレ・リスクである。この点について、ここは委員方個人に色々な考えがあると思うが、私自身はそのリスクが今大きくなってきているとはみていない。従って先程の植田委員の表現を借りると、もう少し小さめのリスクと言われた副作用についてどう考えるかが次の問題になっていくのだろうと思う。所得分配へある種の歪みをもたらしているとか、ある種のモラル・ハザードを生んでいるということは多分あるだろうと思うが、これらを余り強調するのは如何なものかと私自身は思っている。というのは、最初の金利の微調整についてはともかく、二度目以降どうするのかという問題に直ぐ繋がっていく訳で、これらの副作用を強調する場合には金利の25bp程度の修正ではとても足りないと考えざるを得ない。日本銀行はここ1年余りの間、いわゆるデフレ懸念を払拭できる展望がくればゼロ金利を解除するという国民に対するある種のコミットメントをしてきている訳で、これを忠実に実行していく以外ないのではないかと思う。デフレ懸念払拭という表現については、我々はここでのディスカッションを通じて判断の基準を段々と絞り込んできたと思うので、その判断基準を客観的なデータでチェックしていく手続を当面続けるほかないと思うが、先程植田委員もご指摘のように、結局物価の将来展望、あるいはその背後にある民

需の回復力についての判断にならざるを得ないから、多少の幅は当然ある。その幅の中で自分自身をどう位置付けていくかというのがこれからのデータとの格闘の中で自分自身決めていかなくてはいけない問題であるが、私自身は申し上げたような意味でのグローバルマーケットとのコミュニケーションという側面も十分念頭において考えていきたいと思っている。

以上であるが、先程の武富委員のご意見で、バイアス論というのが提起されて、ある部分賛同できるが、率直に言ってある部分なかなか理解できなかった。シンパシーを覚える部分は、これだけの不透明性に晒された情勢の中で、金融政策を考える場合に、それはある種のグラジュアリズムにならざるを得ないという点であり、不透明性が大きければ大きいほど慎重にかつグラジュアルに動き出すというのが、ある種の鉄則ではないかと思う。しかし、そのためにバイアスという概念を持ち込むことについては、これは米国連銀でつい最近までそういうことを行なっていて、それは結局失敗だったことに学ばないといけないと思う。先程言われていたことを伺っていると、そのバイアスが状況判断についてのバイアスなのか、実際のマーケットにおける日々のオペレーションについてもある種の微調整を持ち込もうとご提案なのか、そこのところが私には巧く汲み取れなかった。我々の経済判断に、アップサイド、ダウンサイドのリスクの評価度を徐々に変更、修正することは、これは当然行なうべきだし、現に行なっている訳で、これは判断についての重点の置きどころを修正していくということだと思う。私はそこまで十分であって、政策についてバイアスを持ち込むというのは技術的にも非常に難しいし、却って混乱を招く恐れがあるのではないかという印象を持った。以上である。

速水議長

有り難うございました。最後に藤原副総裁お願いする。

藤原副総裁

既に各委員から精緻なご意見の展開があったことでもあるし、私からは短く申し上げる。

結論は、前回の会合以来、判断を大きく変更するような材料がないので、本日はゼロ金利政策の継続で臨みたいと思う。

それだけでは身も蓋もないので、デフレ懸念の払拭の条件について若干述べる。前回も申し上げたことだが、既にそれが民需の回復力に注目する考え方であることはここでコンセンサスを得ていて、政策委員会がそういうスタンスで考え始めていることは世の中にも知られているとおりでと思う。その上でその民需の回復力とはどういうものかと議論を進めていく過程で、設備投資の回復ということに絞られ、その設備投資の回復傾向は各種の先行指標やアンケート調査だけではなく、先般の支店長報告からもほぼ確認されたところである。従って残されたハードルは必然的に家計部門への波及という点に絞られてきている訳である。デフレ懸念の払拭という言葉が曖昧で、それを民需回復、設備投資、個人消費と絞っていくことについて色々批判もあるというようなご意見もあったが、このように絞っていく順路自体は私は間違いではないと思う。

それで今後であるが、今後の判断のポイントは、やはり個々の売上統計などの数字も然る事ながら、やはり全体としての所得環境に着目していくということについて、これまでに合意が得られていることだと思う。そういうことで今後はアベイラブルな各種の指標や状況をしっかりと点検していくことに尽きるかと思う。勿論、フォワードルッキングな態度でみていく訳だが、やはり大切なのは私達が立脚している経済基盤という意味での足許の分析もフォワードルッキングな態度と合わせてしっかりと踏みしめていくべきだと思う。

それからアメリカの株価の大きな振れと日本の株価への影響についてはもうお話があったが、大体日本の株価の基調は欧米に比べても実質的には弱くなく、むしろ意外に強かったと言えるのではないかと思う。アメリカの株価調整はダウンサイド・リスクとして言及されることが多いが、必

ずしもそうとも言い切れない面もあるのではないかと思う。現在アメリカで懸念されているのは景気の過熱によってインフレ圧力が高まり、持続的成長が途切れるというリスクであるが、アメリカの株価の調整が持続可能な安定成長に向けた調整の一過程であるとすれば、それ自体は日本にとっても望ましいことである訳である。むしろ私としてはアメリカの株価がその後リバウンドしていることの方がちょっと気になる。今後ともアメリカの株価は不安定な地合いが続く可能性はあるし、調整というものはなかなか思うようにグラデュアルにいくものではないことを十分念頭に置いておく必要があると思う。

しかし仮に今後アメリカの株価が大きな変動を示しても、以上述べたようなことを念頭に置きながら冷静にみていくべきだと思う。以上である。

速水議長

ここで追加的な意見、あるいは議論があれば質問なり自由に発言頂きたいと思う。

武富委員

それでは、山口副総裁からバイアスについて二点程指摘して頂いているので、コメントさせて頂きたい。特に指摘が違うという積もりはさらさらはないが、私も Fed が二度に亘って失敗していることは十分承知している。初めは時間軸が短かった、今度は時間軸を長くしても必ずしも巧くいかなかったということであった。私も説明の最後に言ったが、私のバイアス論は非常に狭い道筋の中での政策運営だから、難しいやり方であると自分自身で評価している。しかしこの経済状況、ゼロ金利という中で、何ができるかという、他にどのような選択肢があるのだろうか。ずっと現状維持でいくと、恐らく、私自身が予想しているような景気の進捗状況になれば、景気判断と政策判断としての現状維持との間に乖離感がどんどん広がって行って、そこからくる政策に対する信頼性の喪失ということがないか。あるいは、結果として事後的に現状維持になってしまう位であれば、どう

せなら長期に亘ってゼロ金利を継続する意図を明確にして、本当に景気がよくなるかどうかということについての一種のリスクを採ることにした方がよいのではないかと思う。押されて押されて結果としてゼロ金利状況を長くしてしまうよりは、微調整という名のさじ加減をとる方法論としてバイアスというのは良いのではないかと思う。アメリカのようにプラス何パーセントという成長率があり、金利水準も数パーセントという中ではバイアスということを行なう必要はさらさらないだろうと思う。私もF e d だったら今バイアスはかけない。しかし、今の日本は金利がゼロの下で成長率がゼロから1の間の中でどのように政策の方向性をきちっと出していくのかという状況にある。方向性を出さなくてよいというのであればよいが、出すとすれば現実的にはバイアスしかないと思う。

それからもう一つは前回もあった議論であるが、オペレーションにまでバイアスを反映させるのかという点については、私はそこまで考えていない。反映させるとすると、上方バイアスの時には金融市場局に対するディレクティブをどうするかというところに話が及んでしまう。政策変更に繋ぐスタンスを示すことに止めて宜しいのではないかと思う。そういうものを伝統的な意味のバイアスと言わない、という議論は当然あると思うが、これは私の考えているバイアスであるから、別にF e d を見習っている訳ではないので、それを議論する積もりはない。何か重要なことを言い忘れていたが思い出せないので取り敢えずこの辺で一旦切らせて頂く。

植田委員

バイアスについては、私も質問のような、意見のようなことがあるので、申し上げておきたい。武富委員の言われたことの中には、大きく分けて二種類のことがあったと思う。一つはゼロ金利解除のタイミングについて、どちらかと言えば早めに踏み切るか、遅めに行なうかというチョイスがありそうな訳であるが、武富委員は早めの方をやや志向されており、それを実現するプロセスの中で、バイアスという道具が役に立つかもしれないという論点であるように思う。ただ、私は早めか遅めかという根本的な議論

は大問題であるし、そちらの議論を先にすべきかと思うし、私自身今直ぐどちらだと言えるほど決断が出来ていないから、そこでバイアスというのが、それ程役に立つかということは疑問に思う。

二番目にもう少し技術論として言えば、タイミングは別にしてもどこかでゼロ金利解除があるとして、それに向けて、あるいはその時のマーケットに与えるショックをどう和らげるかとか、あるいはそこに至る過程で、ゼロ金利という政策スタンスは変更しないまでも、非常に狭い範囲で若干の政策の自由度を回復したいというような意図も含まれていたのではないかと思う。政策変更のショックを和らげるかという点については、バイアス論というのはある程度前もって政策変更の可能性を知らせていくということだと思うが、これは山口副総裁も言われたように、経済についての状況判断ということであれば、我々は持っている道具として、月報での基本的な見解とか、あるいは議事要旨で議論を、バイアスという言葉を使わないまでも対外的に出していつている。このうえさらにバイアスという道具が必要かどうかという論点があるかと思う。ショックを和らげる観点からいうと、事前に伝えるかどうかという論点よりもむしろ現状ではゼロを止めた時にどういうプレゼンテーションをするのか——仮に 25bp に上げたとしても、単に 25 に上げたというだけでステートメントを止めるのか、25bp を暫く続けるあるいは 25bp に上げたがかなりの金融緩和を続けている状況にあると一言付け加えるかといった辺り——にかなり依存するような気が私はしないでもない。それから、ゼロ金利は変えない中で、それとは別に政策の自由度を高めるという話について言えば、将来は別にして、現状では緩和方向には使えない訳で、バイアスという道具は、微調整という場合には引き締めという効果をもたらすことを期待することになると思う。これが必要かどうかという点については、私は現在の経済状況からみて疑問符を付けたいという気がした。以上である。

武富委員

いずれももっともなご指摘であるし、敢えてそれに再反論する積もりは

ない。ただ、私は早め、遅めという意識について言えば、早めに解除することが先にありきということでは全くない。説明の中でも申し上げたように、景気の流れの段階に応じてそれに馴染む政策を不即不離で採っていくのが望ましいという意味合いで、経済の良さを壊さない程度にそれを反映する政策の姿勢をきっちり手直ししていく方法として工夫の余地はないかという意味である。何もしないで放っておくよりも、万が一副作用がある場合にはそれに対しても多少の抑制効果があるだろうと思うからである。私自身は説明でも申し上げたように副作用があるから今の政策がいけないとは、考えていない。むしろ、政策変更は、その十分条件が段々増えて来るのに呼応して景気の流れに沿って自然体で行なえば良いと考えている。しかし今は景気判断についても意見が分かれているし、政策変更をするとゼロ金利政策がかなり効果があったがために、外すこと自体がどういふマイナスインパクトを与えるか、相当予測が難しく、市場の反応も測り切れないから、バイアスというような形でのメッセージ発信が今のこの局面に即して言えば意味があるのかなと思った訳である。そのところは二番目にご指摘を頂いた技術論的なところであり、まさにゼロをやめた時の言い方が難しいというご指摘にも通ずる。政策変更として、ゼロ金利をやめることに伴う潜在的リスクをなるべく軟らかにするために、途中でバイアスということでメッセージを発信しておけば市場に先に色々織り込んでいってもらうことができ、最後に政策変更を実現する時の潜在的マイナスが少なくなるという期待を持ってこういう議論をしている。

それから三番目のバイアスといっても今だと引き締め効果ではないかという指摘はそのとおりであるが、もう一度自動車に例えるとオートマチック車でもDⅡに入れて凄いエンジンプレーキを掛けることを考えている訳ではなく、何という名前かは忘れたが緩い坂用の馬力を増す微調整ボタン程度のことを考えている。突然政策変更するよりも、バイアスを入れていった方が引き締め効果から出てくる問題を事前に解消していく方向に活かせるのではないかということである。

いずれにしても、今のような議論をしなければいけないほど、バイアス

方式は市場に分かり難いという印象を与えるかもしれない。しかし、これはもっと割り切って言えば金利が4~5%の水準の時に0.5%動かす位のことと、ゼロ金利の時に真ん中でバイアスをかけることは似たようなことではないのかなと思う。ともかく今が色々な意味で特異な状況下であるから、一般的な定常状態の経済におけるバイアスを議論してみても、恐らく噛み合わないことになるのではないかという感じはする。

植田委員

前半の早いか、遅いかに関してはむしろ潜在成長率についての見方が武富委員は割と低いことからくるご判断か。

武富委員

所詮潜在成長率はある程度の低いレベルである。その範囲内で経済は大きい構造問題を抱えながらも循環している。循環的に上がっていくことが今後展望出来る日本経済の定常状態だとすれば、その時に馴染む政策も展望しながら少しずつ微調整をしていく方が長い目を見たインフレなき持続的成長に繋がるのではないかなという気持ちである。

篠塚委員

私にとっては大事なことなので植田委員が武富委員に質問したことについて質問したい。ゼロ金利を解除しただけで終わらずその次にどういう表現をするか、ゼロ金利解除の時にステートメントを出すかどうかが非常に大事だという発言をされた。ただ、本当ならば次の会合まで今こういう政策を採りますよと決定したら、その次のという時間軸については言及しないのが本来の在り方であるのに対して、今のデフレ懸念の払拭が展望できるまでというのは、かなり先のことについてまで言っており、むしろそのことの方が異常であると私自身は思っている。であるから、解除する時であっても解除した決定は次の会合までの解除であって、その間にどのように市場やデータが変わっているか分からないから、その次にどうするな

どというメッセージは言わないものだと思う。もし解除なら解除と決めた9人のメンバーでどういう議論がされたかは議事要旨で明らかになるので、メッセージについては解除なら解除だけでいいのではないかと思っている。解除をした時のプレゼンテーションが非常に重要だというご発言をなさった訳をもう一度教えて頂きたい。

植田委員

勿論一回一回次の会合でゼロ金利を解除するという自由度はある訳で、ご疑問に思われた点は正しいと思うが、デフレ懸念払拭までゼロ金利を続けるという言い方をした結果、ある程度将来の意思決定を縛っていると思う。それは言われたように日本銀行としては画期的というか昔採ったことのない方法を採用していると思う。それが良いことか悪いことかという議論はあり得ると思うが、一応今しているということは、将来も似たようなことを絶対行なわないということでもないのだと思う。

篠塚委員

行なうべきだという意見でもない訳か。

植田委員

白紙であるが、そこをどう言うかは重要な問題ではないか。

速水議長

昨日も国会で質問がゼロ金利の副作用の話かと思ったら質問者はゼロ金利を解除した後でどういう副作用を考えているか、その後の政策は何を考えているかという質問で、私は情勢がどう変わっていくか分からないから、それはその時にならないと何ともお答えできませんと申し上げた。そこまでは今ここで色々議論しても余り意味がないのではないかという気がするので、今日はこの辺で。

今日はコミュニケーションに関連してかなり具体的なことに言及した

だけに白熱した議論になったと思うが、他に実体面の判断なり政策面での意見がございましたらどうぞ。

中原委員

先程三木委員が言われたことに付け加えれば、例えば不動産業などというのは金利が1.5%上がったらもうキャッシュ・フローは全くなりお手上げである。

速水議長

それでは、私の見解を申し述べさせて頂きたいと思う。前回の会合以降公表された経済指標は、金融市場動向についても、経済指標についても総じて「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢に着実に近づきつつある」という前回の判断を確認させるものであったと受け止めている。

前回民間需要について色々議論があり、市場でもその評価を注目している訳であるが、特に消費の問題について何を基準にどう判断していくか非常に難しい問題だと思う。私もこの民間需要の評価について、民間で10年以上経営の責任者を務めた経験から言うと、企業収益が良くなることが基本であって、4月3日の短観で数字をみる限りでは企業収益は増えることになっているが、実際には恐らく5月の決算役員会辺りで一斉に確認されるのだろうと思う。どれ位のものなのかその辺でさらにもう少しはっきりした判断が出来ると思う。また、12月決算法人の法人税が2月に物凄い歳入増として入ったのが私も意外なほどであった。あれはビール会社などが多かったと聞いているが。

原口大蔵省総務審議官

そうですね、それともう一つは、前の年の状況で中間納付を行う訳であるが、前期が悪いものであるから中間に余り納めていなかったため差額が大きく出てしまった面もある。景気が下降局面だと逆に返す方になって税収の現金ベースでみると大きく減る訳である。そういう意味では上昇局面

であることを猛烈に反映している訳であるが、若干前の年の中間納付で実態より少なく納めていたので、前の年に比べるとそこが大きく出るという特殊要因もあったように聞いている。

速水議長

そういうことで本当にどれ位企業収入が増えるのかここ1、2か月明るい期待を持って注目している訳であるが、それが出てきて初めて新事業への投資など設備投資が動き始める。その設備投資についてもかなり高めの数字が出始めていることは間違いなさそうである。先日の記者会見などで説明したのは、企業収入が増えた後、設備投資が増えると同時に経営者としては給与所得を増やすなり、配当を増やす、あるいは雇用を増やしたり、新しい収益に基づいた経営方針を打出すのではないかということである。そういう給与所得、雇用というものが家計に影響して、家計がどれだけ金を使っていくか、消費がどれ位増えていくかという流れを私共は今注目していきたいということである。ただ、消費というのは非常に見定め難いと思うし、1~2%の成長において消費指標が1%位増えたと言ってみても、政策を判断するには非常に難しい。先程一進一退の一退だけが消えるという話であったが、これは確かに一進の状況だろうと思う。例えば先程の連休の旅行者の数字をみると非常に伸びている。これなどはかなり具体的な消費者マインドの明るさを示しているのではないかと思う。仮にゼロ金利が解除され預貯金金利が少しは上がっていけば、これはまた理論的には色々なことが言えるだろうが実際の家計あるいは一般消費者のマインドに明るさを与えていくのだろうと思う。特に年金生活者には明るいものであることは間違いない。消費者マインドが明るくなっていくことがこれからの大きな設備投資と消費を動かしていくのではないかと思う。数字の上でどれだけ確認出来るか難しいが、そういった消費者マインドの判断というのが今後どう変わっていくかここで考えていくべきことではないかと思う。

金融市場では株式市場がNY株価の下落をきっかけにして一時不安定化した。その後は銘柄変更の影響が大きい日経平均を除くとNY株価急落

前の水準を回復している。先程の執行部からの報告にもあったように、この間の推移はむしろわが国の株価の底固さを示しているように思う。従って当面の金融政策運営については、前回会合の際に申し上げた認識を変えていない。つまりゼロ金利政策解除の機は熟しつつあるということである。当面企業部門の回復が家計部門にどのように波及していくか良く見極めつつ、毎回毎回の決定会合で適切な判断を下していきたいと思う。本日のところはそうした点を確認できる新しい材料がまだ出ていないという理由でゼロ金利政策の継続で行きたいと思う。

この間、前回会合の決定内容、私の記者会見、その後のG7といった流れの中で日本銀行の政策スタンスが一貫していないのではないかと新聞に書かれたりした。しかし支店長会議でも申し上げたように、私から申し述べていることは終始一貫して変わっていない。私はこのところコミュニケーション・ポリシーに意を用いているが、これはそう簡単でないように思う。気になることは民間のエコノミストの多くが金融政策の先行きを占う場合に経済情勢判断というより政治情勢や国際会議といった外部環境にウェートを大きくかけているように思われることである。例えばゼロ金利は解除すべきだし、その条件も整っているが、政治のハードルが高いから日銀は当分動けないだろうとか、縛られているといった見方が少なくない。これでは我々が真剣に経済・物価情勢を議論してその検討結果を以って世の中とコミュニケーションしようとしても巧くいくはずがないし、私共の責任を果たしたことになる。我々としては今後とも様々な機会を捉え、我々の見方で着目点を説明していくと共に、金融政策はあくまで決定会合における経済物価情勢の判断に基づいて決定することについても、改めて理解を求めていく必要があるかと感じている。

私からは以上であるがこれまでの討議を踏まえ、さらに追加的なご意見があればご発言下さい。

それでは議案の取り纏めに入るが、その前に政府からご出席頂いたお二方からもしご意見があればお聞かせ頂きたい。

原口大蔵省総務審議官

わが国経済の現状認識、あるいは今後の経済運営は、政府の方も変わっている訳ではない。前回と同じであるが繰り返すと、わが国の経済は、各種の政策効果、アジア経済回復等の影響から緩やかな改善が続いている。また、企業の活動にも積極性がみられるようになるなど、自律的回復に向けた動きが徐々に現れてきている。しかし、全体としてまだ需要の回復が弱い中で、これまで財政面からの下支えの手を緩めることなく、景気を本格的な回復軌道に繋げるための万全の体制を採ってきた。今後とも、先に成立した平成12年度予算の円滑かつ着実な執行を通じて、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を実現するよう全力を尽くして参りたいと考えている。

また、ご案内のように、平成12年度の公債依存度が38.4%となるなど、わが国財政が危機的な状況にあることを踏まえれば、今後経済が本格的な回復軌道に乗った段階で、財政構造改革について今後の経済・社会の姿を展望しながら、根本的な視線に立って必要な措置を講じていかなければならないと考えている。ただ、わが国経済が依然として厳しい状況を脱していないことから、政府としては、引き続き景気回復に万全を期するというスタンスでいる。

今回、株価の動向について色々なご議論がなされている。今週始めに一旦大幅な下落を見たが、議論にもあったようにニューヨークの影響が大きいため、引き続き内外の市場の動向については注視していきたいと考えている。

日本銀行におかれても、政府による諸施策の実施と併せ、経済の回復を確実なものとするため、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と考えている。以上である。

速水議長

有り難うございました。小峰経済企画庁調査局長お願いします。

小峰経済企画庁調査局長

まず経済情勢の判断についてであるが、私共が纏めている月例経済報告の4月の判断は、3月と全く変えていない。すなわち、全体として需要の回復が弱く、厳しい状況をなお脱していない。しかし、各種の政策効果やアジア経済の回復などの影響から景気は緩やかな改善が続いている。企業の活動に積極性もみられるようになるなど、自律的回復に向けた動きが徐々に表われていると判断している。これは三つの部分からなっている訳であるが、第一が全体としてはまだ景気は厳しいというもので、これは全体としての需要の回復が弱い訳であるし、また雇用情勢も厳しいことを受けたものである。二番目が、しかし緩やかな改善は続いているということで、これは生産とか企業マインド等の動きがずっと改善していることを受けたものである。三番目が、その改善が特に企業部門を中心に表われているということで、これは特に設備投資の回復を受けて、これを自律的回復に向けた動きの始まりと位置付けているという三つの部分に分けている。こうしたわが国経済の状況をみると、公需から民需へのバトンタッチを円滑に行ない、景気を本格的な回復軌道に乗せていくと共に、揺るぎない構造改革を推進することが最重要課題であると考えている。

それから、私共の方で景気の高谷の日付をつけるという役割を担っている訳であるが、今のCI等をみると、可能性としては今年の4月ないし5月が高谷である可能性が高いため、私共に設けられている篠原三代平先生を座長とした景気動向指数研究会の議論を経て具体的な日取りが設定される。この谷の設定の検討を行なうかどうかも含め、5月中旬にこの研究会を開催することを予定している。ただ、今後特に景気動向指数に非常に大きな影響を及ぼす鉱工業生産指数に年間補正があったり、季節調整手法が変わるようなこともあるので、それを受けてさらに検討を行ない、早ければ6月の後半には谷の日付ができる可能性があるということを申し上げておく。

以上を踏まえて、日本銀行におかれては、経済の回復を確実なものとする

るため、金融為替市場の動向も注視しつつ、豊富でかつ状況に応じて弾力的な資金供給を行なうなど、引き続き適切かつ機動的に金融政策を運営して頂きたいと考えている。

速水議長

それでは、議案の取り纏めに入りたいと思う。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意見が大勢であったように思う。そこで私の方からはその旨の議案を提出したいと思う。他に正式に議案を提出されたい方は、篠塚委員と中原委員である。

それでは事務局は篠塚委員、中原委員の議案と私の議案を配って、読み上げて下さい。読み上げの後、篠塚委員、中原委員には議案の説明をして頂きたい。

[事務局より議案配付]

雨宮企画室企画第1課長

それでは議案を読み上げる。まず篠塚委員案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。対外公表文は別途決定する。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。なお、金融市場の安定を維持するうえで必要と判断されるような場合には、上記のコールレート誘導目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」である。

次いで中原委員案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。対外公表文は別途決定する。記。中期的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。」である。別添の対外公表文である。「平成12年4月27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

それでは篠塚委員、何かあればどうぞ。

篠塚委員

いつも申し上げているとおりなので結構である。

速水議長

中原委員は何かありますか。

中原委員

最近発表されたIMFの2000年の世界成長率の見通しをみると、4.2%

であり、99年の3.3%に比べて一段と高い成長率であるが、そうした中で日本だけが0.9%と下方修正され取り残された格好になっている。日本の国際的なプレゼンス等を考えるとインフレ懸念がない現在、できるだけ成長率を加速させるべきであると思っている。

二番目に現在の物価動向が、生鮮物を除いたCPIの前年比がこのところ-0.1~-0.3%とマイナス方向に振れていることの他にGDPデフレーターについても10~12月期前年比で-1.5%とマイナスを拡大していることから、原油価格の上昇等にもかかわらずデフレ的な状況が続く可能性が高いと思うので、金融面から景気刺激を図るべきであると思う。

三番目はこのところ株価の下落ということが非常に気になることである。先程株価は底固さを示しているという意見もあったが、私の見方は全く逆であり、日本の株価は不安定さを増しつつあると思っている。株価の下落が実体面に与える悪影響が懸念されるので、量的緩和により防ぐべきだと思う。それと同じことであるが、円高についてもマネタリーベースが5月以降急減することもあるとあって、ゴールデンウィーク明けに円高にいくような気配が感じられるので、ここで色々な影響を考え、プリエンプティブな政策を採るべきだと思う。

あとはいつも申し上げていることであるが、経営者出身の者からみて、物価の安定と責任の目標について数字が何もないのはコーポレート・ガバナンス上如何かと思うし、国民に対して責任が取れない。やはり物価の具体的な目標を数的に示すことによって初めて説明責任、あるいは物価に対する責任を果たすことになると思っている。

最後はゼロ金利政策の難点は、解除するか、継続するかという1かゼロの非連続の政策であるので、量を調節することでより自由度の高い方向に持っていくべきではないかと思っている。以上である。

速水議長

質問や追加的なご意見があればどうぞ。

中原委員の今のご説明で世界が4~5%なのに日本が0.9%である、株価

は底固くないという状況で円高が進むというのはどうも私には理解できない。

中原委員

アメリカの株価が先程申し上げたような理由から下落すれば当然ドル安、円高になる。もう一つは本日執行部から説明があったが、円が106円位の環境の中で実質の輸出が増えているから、そういった面からも当然円高を考えてもおかしくないと思う。

速水議長

これまで経常収支の黒字が大きかったことと、日本のこれからの株高を眺め、買われていったことが円高の背景にあったことから考えると、円高になるのかなという気が私にはする。私の感想を申し上げただけである。

それでは議論が出尽くしたようであるので、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がご異議はないか。

[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

ご報告する。篠塚委員案採決の結果、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

中原委員のご提案であるが、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、賛成7、反対2、賛成多数であった。反対されたのは中原委員、篠塚委員である。

速水議長

それでは賛成多数で可決されたので反対の委員から改めて反対理由を明確にしておきたいということであればどうぞ。

篠塚委員

毎回同じであるが、一番目は、实体经济はゼロ金利政策を導入した去年の2月に比べ着実に緊急事態からは脱している。そうであるならば、異常な経済状況で採られたゼロ金利政策を元に戻すのが筋であると思うからである。二番目はゼロ金利政策を解除する条件として掲げているデフレ懸念の払拭が展望できるような条件というのを、かなりの確率で見えている

と判断しているからである。三番目は今企業のキャッシュ・フローが積み上がっているので、ゼロ金利政策解除によってすぐ設備投資に悪い影響が出ないと思うからである。最後にゼロ金利政策が長期化することによって解除が一段と困難になると同時に他方で副作用に対する懸念が段々と高まってきているからである。以上である。

速水議長

中原委員はありますか。

中原委員

一つは経済の現状からみて先行きの政策効果の息切れが懸念されている。こういった中で先程も少し触れたが秋以降グロース・リセッションの可能性が出てきた。一方、アップサイドリスクはほとんどない状況であると思うし、そこで現在のパッシブな金融政策を改め、より積極的なものにすべきであると思うからである。この点についてもう一つ申し上げると、経常利益が増えたのは確かであるが、企業にとって問題なのは税引き後の利益であり、これはそう簡単に増えるような形勢ではないと思うことを一つ付け加えておきたい。

それから幾つか重なるので簡単にするが、もう一つはデフレ懸念の払拭が展望されるまでというのは非常に長い期間のポリシーであり、これ程長く将来の金利水準にコミットしているのは私の知る限り世界的にも余り例がないので、もしそれを行なうのであれば先行き1年とか2年の物価あるいはGDP等の経済予測を具体的な数字で示さなければアカウンタビリティを果たしたとは言えないのではないかと思う。

それからゼロ金利政策は、先程からバイアスの問題が出ているが实体经济に合わせたファインチューニングができないという欠点があると思う。以上のとおりである。

[政府からの出席者入室]

速水議長

それでは採決終了した。賛成多数で議長案が可決されたので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以って指示するので、願います。

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で宜しく願います。

VI. 閉会

速水議長

以上で本日の議事は全て終了致しました。次回の金融政策決定会合は 5 月 17 日水曜日に予定している。

(午後 1 時 23 分閉会)

以 上