

# 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2000年5月17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（9:00～15:28）

経済企画庁 小池百合子 総括政務次官（9:00～15:28）

（執行部からの報告者）

理事

理事

理事

金融市場局長

調査統計局長

国際局長

企画室審議役

企画室企画第1課長

調査統計局企画役

松島正之

増渕 稔

永田俊一

山下 泉

村山昇作

平野英治

稲葉延雄

雨宮正佳

吉田知生

（事務局）

政策委員会室長

政策委員会室審議役

政策委員会室調査役

企画室調査役

企画室調査役

横田 格

村山俊晴

飛田正太郎

山岡浩巳

清水誠一

## 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)

初めに本日の取り進め方を申し上げる。まず前々回会合の議事要旨の承認を行ない、続いて金融経済情勢に関して執行部から報告してもらう。その後、金融経済情勢に関する委員の討議、当面の金融政策運営方針に関する討議、もしあれば政府からの出席者の発言、採決、最後に金融経済月報の基本的見解の取り纏めと進めて行きたい。

本日の政府からの出席者は、大蔵省から原口総務審議官、経済企画庁から小池総括政務次官である。

予めお断りしておくが、会合の中で出される意見、発言は全て記録することを前提とする約束なので、委員および政府からの出席者におかれては、そのことを前提に発言頂くよう、宜しくお願いする。

## II. 議事要旨(4/10日開催分)の承認

速水議長

それでは最初に、前々回4月10日会合の議事要旨を承認頂きたいと思う。お手許の議事要旨に異議があるか。

[全委員が賛意を表明]

それでは政策委員会としてこれを承認することとする。なお、本議事要旨は5月22日月曜日の午後2時に公表する。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

## 議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

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りたい。

最初に前回会合以降の金融市場調節の実績について、山下金融市場局長から報告をお願いします。

#### 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は、大型連休を挟み一時当座預金需要が膨らむ場面もみられたため、市場地合いの変化に応じて潤沢な資金供給を弾力的に行なってきた。その結果、オーバーナイト加重平均レートは引き続き0.02%から0.03%の実質ゼロ金利水準で安定した推移を辿った。

この間ポイントとなったのは、大型連休明けの8日以降の調節である。積み上幅実績値をみると、特に5月2日にかけて大幅な積み下となっている。これは都銀など資金の取り手が、いわゆるブタ積み回避の観点から大

型連休前に積みの進捗を極端に抑え込んだことによるものである。この結果、残り所要額が8日には4兆5,000億円前後にまで拡大した。そうした中、5月8日は朝方から0.02%での出合いが進む落ち着いた市場地合いであったが、ターム物期落ち資金のロールオーバー需要や高水準となっている残り所要額等に配慮して、当座預金残高を前日比2,000億円拡大し5兆2,000億円とする調節を行なった。5兆2,000億円の当座預金残高自体は、通常時としてはかなり高い水準であるが、残り所要額が高水準にあったため、計算上の積み上見込み額が9,000億円となり、昨年2月25日以来久方振りに積み上1兆円を割り込むこととなった。マーケットでは、一頃積み上1兆円がゼロ金利維持のための下限といった見方が支配的であったので、1兆円割れに対する市場の反応が注目されたが、オペ公表後も0.02%での出合いが順調に進捗し、交換戻後の中心レートも0.02%で着地するなど、市場地合いに格別の変化は窺われなかった。ただ、午後に入って一部外銀が0.03%で資金を取ったことをきっかけに、レートが0.03%に強含んだ結果、加重平均レートは0.0265%と四捨五入では0.03%となった。このように午後に入ってレートが強含んだのは、一部都銀が大幅な為決の勝ち資金をそのまま抱え込み、準備預金残高を前日比4,000億円強も拡大させたこと、また、一部政府系金融機関が当座預金を積み上げたことなどから、需給がややタイト化したという特殊要因による面が大きいと思われる。9日以降は、4月積み期の最終局面に入ったこともあり、都銀等の積み需要がさらに拡大し、レートが強含む可能性もあったため、当座預金残高を6兆円強に拡大する厚めの資金供給を行なった結果、15日の積み最終日も含め終日0.02%での出合いが続く大変落ち着いた推移を辿ることになった。なお、積み上1兆円割れについては、一部マスコミが話題として取り上げたが、市場関係者の間では積み上幅よりも当座預金残高を注目しているとの声が増えている。

ターム物レートの動向をみると、株価の不安定な動きを眺めたゼロ金利早期解除期待の後退などから、3M以上の長めのタームで一段と弱含んでいる。例えばユーロ円3M物の出合いレートは、4月27日の0.06%から

1bp の低下、4 月 12 日の総裁記者会見前の水準と比べ 3bp の低下になっている。また、短期国債レートも押並べて低下をみており、3Mでは 0.035% と普通預金レートを割り込む水準まで低下している。

こうしたターム物レート動向に関連して、目立った動きを三点報告する。

第一は期待の変化に敏感に反応する金先レートが大幅に低下をみていることである。金先レートの 9 月限、2001 年 3 月限とも 4 月 17 日の株価の大幅下落以降、それぞれ 10bp ないしそれ以上の低下をみている。両者のスプレッドは概ね 30bp 前後で推移しているので、「ゼロ金利解除が 9 月までの間に行なわれる確率は低下したものの、来年 3 月までには実施される」といった見方がこれに表われている。ちょうど 1 年前と比べてみると、昨年 5 月後半ではゼロ金利継続が完全に織り込まれていたもので、大きく変わってきている。現在のイールドはゼロ金利の解除をかなり織り込みながら、その実施時期への思惑の変化を映じてその形を変えている状況と言える。

第二の特徴的な動きは、短期国債の需給が一段とタイト化してきていることである。F B の入札状況をご覧頂くと、4 月第三週発行の 56 回債以降、応札倍率が大きく跳ね上がっており、先週 10 日に実施された 60 回債の入札では、応札倍率は 5.64 倍、応札額は 18 兆円と、昨年 4 月の公募入札開始以来の最高となっている。また、平均落札レートも 0.05% を割り込んで史上最低水準となっている。こうした中で、私共の短国買現先オペへの人気は低下してきている。短国買現先オペの落札結果にあるように、応札倍率が 2 倍以下となることが増え、レートもほぼ 0.01% に貼り付くなど札割れリスクが強まってきている。こうした短期国債需給のタイト化は、MMF を中心とする公社債投信の好調から、投信が積極的な投資姿勢を示しているほか、資金運用難に悩む地銀、系統金融機関等もゼロ金利解除期待の後ずれから、短期国債のアウトライトでの投資を積極化していることを映じたものである。

第三の特徴は、5 月 9 日に R T G S の導入日を 2001 年 1 月 4 日とする旨の発表が行なわれたことによる影響である。発表自体は、概ね予想どお

りの内容と受け止められ市場動向には直接の影響がなかったが、マーケットの一部に、日銀はRTGSの円滑な導入のためゼロ金利解除を来年初以降まで先延ばしするのではないかといった見方が出て、長めのターム物のビット・レートを引き下げる動きがみられるなど、取り敢えずゼロ金利解除期待を若干後退させる方向に寄与した格好となっている。RTGS移行は当面の短期金融市場の最大のイシューの一つであるので、今後その影響を十分モニターしていくことが必要と考えている。

以上のような短期金融市場動向の下で、資金供給オペレーションの面ではレポ・オペ、CP買現先の活用によって短国買現先のウェイトを引き下げるなどの対応により、円滑な資金供給に万全を尽くしてきた。その結果、4月積み期におけるオペ手段別の1営業日当たり新規実行額は短国買現先が4月後半の7,900億円から5月前半には約6,000億円まで減少しているのに対して、国債借入は1,300億円から2,700億円、CP買現先は800億円から約2,000億円と拡大している。こうした努力をしている訳であるが、CPオペの応札倍率はこの直近二回は一倍台に低下しているし、平均落札レートも0.012%まで低下している。また、レポ・オペも平均落札レートが0.02%まで下がってきており、その活用にも限界がみられてきている。このように、短期金融市場において金余り感が一段と強まる中で、再び資金供給に苦勞する局面に入ってきているが、今後ともオペ手段の選択、ターム設定の工夫等により、必要な資金供給を円滑に行なえるよう、引き続き万全を期して参りたいと考えている。

速水議長

ただ今の説明につき、質問があればどうぞ。

中原委員

金先レートのイールドカーブが随分違って来たという説明をもう少し具体的にしたい。

#### 山下金融市場局長

昨年4月13日の総裁記者会見において、「デフレ懸念の払拭が展望できるまでゼロ金利を続ける」旨の発言があった後、2000年3月限が0.10%位まで、9月限が0.15%位まで大きく下がり、5月下旬には、金先レートのイールドカーブがほとんどフラット化し、TB、FBレートも1年物位まで、ほとんどゼロ金利になった。それが6月10日に発表された1～3月期のGDPが、急激な伸びを示したことから一気に警戒感が高まったことから、6月10日以降長めのタームの金利が上がり、その後も株価の上昇や景気の好転を示す指標公表によってイールドカーブの形状が動いてきた。最近ゼロ金利解除懸念が後退したなどと言われているが、現時点の長めのターム物レートのレベル自体は、昨年5月下旬のゼロ金利が一番浸透していた時に比べ大きく上がってきている。実際、金先レートの9月限と3月限のスプレッドをみると、25bpの金利上昇は織り込んだ形となっている。

#### 武富委員

金余り現象の中で実質ゼロ金利を維持するための調節にはまだかなり大きい積み上を要するというのは、どのように理解したらよいのか。金余り現象の中ではもう少し自然体で行なっても実質ゼロ金利を達成できるのではないか。

#### 山下金融市場局長

例えば、5月8日のオーバーナイト・レートは0.03%に上がったが、これは一部の都銀が通常は3,000～4,000億円の準備預金残高で運営しているものを、たまたま積みが遅れているため、当日の準備残高を一気に8,000億円に増やすといったことで動いたものである。そういうボラタイルな状況であるので、積み所要額に対して1兆円程度の積み上としても割と余裕がない。いつでも資金は取れるという意識とゼロ金利であるから「ブタ積み」を抱えてもかまわないという傾向があるため、レートが大きく振れる

リスクがある。金余り現象の下で資金を抱えている先は、ゼロ金利では利益が出せないなので、多少スプレッドが出る長めのところに出していこうとするが、取手は流動性の資金はいつでも取れることを前提とした資金繰りになってしまっているため、オーバーナイト資金の需給に食い違いが出やすくなっている。このように、資金需給に予測し難い部分があるので、ある程度のアローワンスを持つという観点から基本的には 5 兆円前後の当座預金をベースに、その時々マーケットの資金需要をみながらゼロ金利を運営していくのが適当と考えている。

#### 田谷委員

短国の買現先で札割れが起こったり、応札倍率がかなり下がったりしているということであるが、その場合例えば短国のアウトライトの買いが一つのオプションになるのか。

#### 山下金融市場局長

5月に入ってから投信等の機関投資家、地銀、系統といった先が運用のために短国をアウトライトで積極的に買っている。従来のように、都銀や証券会社などが短国を買う場合には、日銀のオペで 0.01%の資金をとってファンディングをつけることを前提に、例えば 0.05%で短国を買い、4bpの鞘を抜くような形でオペに入ってきた。しかし、今はアウトライトで買って、そのままポートフォリオに仕込んでしまう運用者が増えてきているので、そもそも短国の流通残高が減っており、アウトライトの買いを行っても多分なかなか玉が出てこないものと思う。アウトライト・オペが効くのは、一定の残存期間の短国が買現先オペのタームが合わないなどから荷もたれ感が出て、マーケットに人気がない時であって、今のように需給が締まっている時には我々が入っていてもなかなか勝負にならない。従って、短国については現先オペを活用し、そのスタートを流通残高が膨らむ発行日に当てるなど、ターム設定で色々工夫をしないと難しい。

速水議長

平野国際局長から為替市場の動向、海外金融市場の動向について報告をお願いします。

## 2. 為替市場動向・海外金融経済動向に関する報告（資料-2）

平野国際局長

まず前回決定会合以降の為替相場をみると、前月末から今月初にかけて円安、ユーロ安、つまりドル高が急進行した。その後は昨日のFOMCおよびこれを受けた米国資本市場の動きが注目を集める中で、やや値動きの荒い展開が続いた。昨日のFOMCであるが、Fedは予想どおり50bpの利上げを行ない、さらに経済の先行きのリスク判断としては、インフレ圧力を高める方向に傾いていると合わせて公表した。これを受けて為替相場は、ドルが上昇し、今朝の円の対ドル相場も109円台で動いている。ユーロは0.90というところである。この間市場ではドルを支える材料として、前々から指摘されている米国株の底固い動き、金利差の拡大、ユーロ市場から米国への資本流出の動きといったところが注目されている。一方、ユーロについては、ECBによるユーロ安に関する緊急声明が5日に出され、さらにユーロ11か国の蔵相で構成されるユーロ評議会が8日にユーロ安に関する懸念の共有を表明した。これを契機にユーロに対する介入警戒感が高まり、これのみが当面のユーロ相場を支えている状況である。リスク・リバーサルとボラティリティーの推移から最近の相場の地合いをみると、1か月物のリスク・リバーサルはドル/円ではドル・プット・オーバー幅を若干縮小して、下値不安がやや後退している。一方ユーロ/ドルについては、連休明け後ドルのプット・オーバーに転じ、その幅を拡大している。目立つのは、ユーロ/ドルのボラティリティーが連休明け後に急上昇し、その後高止っていることである。今朝もこの状況は変わっていない。このように、ユーロに対する介入警戒感が強まる中で、市場がユーロ/ドルを中心に値動きの荒い展開を予測する姿となっている。

次に国際金融・海外経済の動きについて、まずユーロ/ドル相場とユー

ロエリア・米国間の資本フローについてみてみたい。このところのユーロ安との関係でユーロエリアから米国への資本流出が話題になることが多いので、若干数字を拾ってみた。(2) ユーロ相場とユーロエリア、米国間の中長期証券投資——直投を含まないポートフォリオ投資と中長期証券投資のフローを重ねてグラフ化したもの——を大観してみると、97年頃からユーロ安とユーロエリアからの米国に対するネット中長期証券投資の増加がほぼ平行して進行している様子がみてとれる。2000年の第1四半期もユーロエリアから米国へ中長期証券投資という格好で相当の資本が流出している。(3) にユーロエリアから米国への中長期証券投資を投資対象別に分解したものがあるが、ユーロエリアから米国への資本流出は、主として株式投資の形で行なわれていることがみてとれる。為替相場の形成要因は非常に複雑であり、こうした証券投資動向によってのみ決まるものではないが、欧州から米国株式市場への資金流入がこのところのユーロ安の一つの大きな要因になっていると推察される。

次に、昨日のFOMCの利上げ決定を受けた米国資本市場等の動きについてみておきたい。まず米国長期金利は、国債の利回りが低下して、スワップレートも若干低下している。FFの先物金利をみると、前回決定会合4月27日時点から昨日にかけて順次イールドはシフトアップし、次回FOMCが行なわれる6月27、28日にさらに25bpの利上げが行なわれることをほぼ完全に織り込んだ状態になっている。米国株価は利上げをこなし、堅調に推移した。同じ時間帯のラ米の動向をみると、為替は、ブラジル、メキシコなどで強含み、株価も上昇している。このように、50bpの利上げが市場に既に織り込まれていたこともあり、ドルは堅調、資本市場も堅調と、取り敢えずミニトリプル高の状況になっており、これを受けたラ米を中心とする海外市場の反応も取り敢えずポジティブなものになっている。

最後に米国の主要経済指標について、簡単にサーベイをしておきたい。まず2000年第1四半期のGDP成長率は、前期比年率5.4%と、引き続き高い伸びを維持している。鉱工業生産は、4月の生産が、前月比0.9%、

前年比 6.1% と非常に高い伸びであり、製造業の稼働率も 81.4% とさらに高まる方向にある。全般に景気減速の兆しはみられていない。注目されるのは雇用面の一連の数字であり、失業率は、3.9% と 30 年振りに 4% を割り込む中で、第 1 四半期の雇用コスト指数非農業部門は前年比 4.3% とかなり高い伸びになった。それから時間当たり賃金も、全産業で前年比 +4.2% とかなり伸びを高めており、雇用コストの増大に伴う潜在的なインフレ圧力の高まりが窺われる。ただ、3 月の CPI は結構高く出て、これがある種非常にショックを呼んだ訳であるが、昨日の FOMC の決定前に公表された 4 月の数字は市場の予想どおり落ち着いた数字となっている。ユーロエリア、それからアジア等の実体経済に大きな変化はない。

速水議長

質問があればどうぞ。

昨日の FOMC の発表は、何時に行なわれたのか。

平野国際局長

現地時間の 1 時 30 分頃ではないか。

速水議長

それからの動きということか。

平野国際局長

それを受けた動きである。ラ米が取り敢えず収まって、日本は株は上がっているし、ドルは堅調という地合いが続いている。

篠塚委員

F R B の発表は 2 時 13 分であった。

## 中原委員

昨日アジア通貨が急落した。バーツとか、インドネシア・ルピアも下がっているし、オーストラリア・ドルも下がっている。これは何故か。

## 平野国際局長

オーストラリアについては、米ドルとの関係で米ドルが強いためだと思う。アジアについては政局不安などの多少特殊な要因がそれぞれに作用していると思う。インドネシアについては、ワヒド大統領が先般二閣僚を更迭したことから、政局不安が浮上している。ワヒド大統領はいつでも介入する用意があるとして、為替のスライドを止めようとしているが、政局不安がインドネシア・ルピア安の基本的な背景になっている。それからフィリピンのペソもずっと下がっている訳であるが、これもエストラダ政権を巡る政局不安と、ミンダナオ島での暴動が嫌気されている。経済そのものに対してネガティブな見方になっているというよりは、ある種の社会不安が経済に悪影響を及ぼすのではないかという思惑の中で、かつまた相手方のドルが強いという状況の中で弱含んでいる。そのこと自体が経済のアウトルックをネガティブに変えるほどの要素をはらむものかどうかということについては、私はそうではないと思っている。実体経済の方は引き続き順調に回復していると思う。

## 田谷委員

確かにユーロエリアから米国への株式投資が、ここ2、3年かなり拡大してきたと思う。ただ、こういう現象があるにしても、例えばフランスの株価はほとんど既往ピークに近いところにあるし、ドイツの株価も既往ピークから下がったとはいえ1割前後であろう。アメリカの株価と比べてもそれ程遜色ないことをどう考えたらよいかというのが一つ。もう一つは確かにユーロエリアから米国への株式投資が盛んであるが、それ以上に金額的に大きいのは直接投資ではないかと思う。例えば昨年であるとユーロエリアからの株式投資はネットベースで1,500億ドル位のものだったが、

直接投資は2,000億ドルを超えていると思う。直接投資と株式投資の、両方合わせたもので考えてみるとどうか。

平野国際局長

なかなか難しい質問で、明快にすばっと答えられるだけの材料はないが、二、三考えるところを申し上げたい。一つは欧州の株価も高いのに、どうして米国へ資本が流れるのかということであるが、いわゆる国際的な視野で行なう機関投資家の立場で考えると、従来ユーロエリアの機関投資家は割合域内志向が強いと言われており、海外投資といっても例えばドイツの機関投資家はフランスに分散投資をするというように、ヨーロッパの域内で投資をしていた向きが相当多いと言われていた。それがユーロの誕生によって、国際分散投資という立場から、アメリカないし日本に分散投資をするインセンティブを生んで、そのポートフォリオのリバランスが相当な規模で起こっているのではないかとされている。私もユーロの機関投資家から話を聞くことが時々あるが、確かにそれを裏付けるようなビヘイビアをしている部分があると思う。従って、国際分散投資を視野においた機関投資家は、ユーロエリアから米国に株式投資を行なう理由があると思う。それからヨーロッパの株価は、絶好調状態ではあるが、資本市場の深みからすると、圧倒的にアメリカ資本市場の方が大きく、どうしてもアメリカの株式市場の方に目がいくのではないか。また、ユーロとドルの関係からしても、基調的にユーロが安くドルが強いため、為替も加味して考えると、米国へドルで投資した方が有利という流れであったかと思う。そのこともそうした資本流出を加速しているという感じがする。

第二の直投の要因であるが、ユーロエリアから主として米国へ向かっている直投もある種のユーロ安要因になっていると思う。ただ直投について分からないのは、金額的には相当大きいですが、そのかなりの部分が実は株式交換の形で行なわれているのではないかと推定されている点である。つまり、見かけ上の直投全てが為替交換を伴うものではなく、その一部がいわばユーロ売り・ドル買いの格好で為替相場の需給に反映されているように

思う。いずれにしても、直投の流出がユーロ安の一つの要因であることは間違いがないが、敢えてこれに言及しなかったのは、直投の数字を載せると物凄く大きく、その中での株式交換部分がよく分からないため、ミスリーディングになるかと思い、言及しなかったということである。

#### 速水議長

B I Sでは、ユーロがこのように長期に亘って弱くなっている理由について、アメリカとの成長率、生産性の差、金利差、さらには長期的に続いているM&Aなどによる直接資本の流出だという話を聞いた。

#### 平野国際局長

田谷委員の指摘も、M&A絡みの直投の流出がユーロ安の大きな背景ではないかということである。確かにそういう面もあるが、M&Aが株式の交換の形で行なわれているケースも多いので、直接投資の見かけ上の数字ほど為替相場には反映されないのではないかと思う。むしろ株式市場を中心とするポートフォリオ投資としての証券投資の方が為替交換を伴うものであるという気がしたので、ここでは直接投資ではなく、ポートフォリオ投資の形で行なわれている中長期の証券投資を解説した。

#### 中原委員

日本の機関投資家はユーロを沢山買って、まだ全部売り切れていない。

#### 平野国際局長

生保辺りの、アネクドータルな話では、大手は一応長い目でみて分散投資を行なっているので、99年辺りからヨーロッパへの投資の比率を高められているが、それを慌てて売ってリパトリエーションをする行動には余り出ていない。ただし中堅生保についてはユーロ安の中で欧州債を売るという行動がみられ、その場合には差損を出している。

中原委員

25%も下落しているから。

平野国際局長

その分は相当経営的なダメージが大きい。しかし一方で米国の資本市場は好調であり、これによりある程度相殺されている部分もあるのかなという気がする。今ユーロ安で誰が困るのかというと、はっきりしているのは日本の機関投資家とイギリスの輸出業者である。

速水議長

ヨーロッパの物価にはそれ程響いていないのか。

平野国際局長

足許の物価には、それ程明確な形でユーロ安の影響は出てきていない。ただ、ヨーロッパの生産者物価の前年比をみると、数パーセント位の上昇率で動いている。その主たる要因はエネルギー価格の上昇であるが、ユーロ安の影響も間接的に生産者物価の上昇に反映してきているのではないかとされている。先行きの物価上昇懸念はECBも指摘している。ただし、足許の物価は落ち着いている。

速水議長

昨日の米国CPIは前月のように上がらなかったが、金利を上げて株が上がるというのは、異常である。

平野国際局長

4月11日に発表された3月のCPIは非常に高い数字が出て、これがインフレの表面化として市場にショックを及ぼし金利や株価が下落したが、昨日発表されたCPIは非常に落ち着いていたために好感された。Fedが利上げを発表した直後は、金利が上がって株が少し売られたが、市

場の見方としては結局インフレは足許まだ落ち着いており、取り敢えず経済の中に翳りはみられないことが着目されたことと、元々50bpの利上げは既に市場に織り込まれていた部分が多く、一応予想どおりであったことがむしろ好感された訳である。ただし、市場のセンチメントが非常に不安定であり、今後の指標の出方、経済の成り行きをよくみてみないと分からない。

中原委員

年内でどの位金利が上がるかとみているか。

平野国際局長

それは分からないが、私のところにくるファンドの人達とかエコノミストの見方を総合すると、一番強気の見方をする人は、FFで7.5%、モデストな見方をする人でも7%と、あと50bpは上昇するのではないかという感じである。

三木委員

東アジア関係のデータが余り出ていない。

平野国際局長

配付した資料の中には入っているが、今の関心はアメリカが中心だと思いい、また特に大きな変化もないということで、説明を省略した。

三木委員

韓国や台湾は良いとして、タイ、マレーシア、インドネシアといったところの経済の動きが輸出依存から個人消費や設備投資を含めた内需による景気回復パターンに着実に乗ってきているのかどうか聞きたい。二番目には邦銀の出先機関のそういった先に対する融資態度がどうなっているのかを聞きたい。

平野国際局長

まず成長パターンについてであるが、ASEANを中心に東アジア全体として回っている主なエンジンは輸出である。それが個人消費や設備投資にも好影響を及ぼし始めているというのが現在の全体評価である。ただ、国によってご指摘のように差があり、その中で何となく先がやや怪しいのはインドネシアである。これは政局の混乱が経済にも悪影響を及ぼすのではないかと懸念され始めている。5月31日にIMFの理事会が開かれ、IMFの融資が再開されるかどうか決定される訳であるが、それもまだ不透明感があるために、経済のアウトルックとしては、多少ネガティブな方向に動いている。またインドネシアの、2000年第1四半期のGDPは他国に比べかなり低い数字であった。

三木委員

ここに3ないし4%と書いてあるのはどういうサーベイか。

平野国際局長

これは2000年の予測である。合わせて当局は2000年の予想を今3、4%と置いている訳であるが、最悪の場合はこれが1%台位に落ちるのではないかという弱気な見方を合わせてコメントしている。インドネシアは今後の政局如何だと思うが、多少怪しい雰囲気がある。インドネシアについてはASEANの中では一番不安なところという感じがする。タイについては、消費も若干伸びてきているし、設備投資も一応プラスに出てきているが、年後半にかけてその持続性には多少不安がある。ただ足許で何か崩れてきている感じはない。マレーシアはほぼ順調にきているのではないかという感じはする。

速水議長

それではこの辺で次に移る。村山調査統計局長から最近の国内経済情勢

についてお願いします。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-3）

村山調査統計局長

まず現状認識であるが、純輸出は増加傾向を辿っている。公共投資は補正予算の執行に伴い増加している。住宅投資についてはこの3月は着工が増加しているが、これは一時的な要因によるものと考えており、基調判断としては緩やかに減少しているとの判断を変えていない。個人消費は回復感に乏しい状態が続いている。設備投資については緩やかに増加しているとみられる。この点、先月は緩やかな増加に転じているとしていたが、少し時間が進んだ表現にしたものである。このように需要面について設備投資を若干前進させた点が唯一の変更点である。こういった需要動向の下で生産・所得周りの判断は変えていない。生産は増加を続けており、企業収益の改善も明確化している。ただ雇用面では雇用者数、賃金の減少傾向に歯止めが掛かりつつあるものの、所得環境としては引き続き厳しいとの判断を変えていない。以上を踏まえての総括判断は、わが国の景気は持ち直しの動きが明確化しており、企業の業況感や収益の改善を背景に、設備投資の緩やかな増加が続いている。この点設備投資については、前回は回復が見られ始めているという表現であったので、若干変えている。設備投資を除くと表現はほとんど変えていない。

ただ子細にみていくと、企業サイドと家計サイドではやや異なった動きが見られる。すなわち企業サイドでは、輸出・生産がこれまでの見方よりも幾分強めに推移している。こういったこと等もあって、電子部品関連分野では設備投資に前倒し、あるいは上方修正の動きが出ている模様である。因みにマイクロ・ヒアリングの結果では、3月時点では電機14社の2000年度の設備投資を手許で集計すると、大体前年度比で2割位伸びている計算である。現時点で同じことをすると4割弱位になっているので、この間にマイクロ・ヒアリングベースでは上方修正の動きが出てきたと思う。

一方家計の所得環境について、今手許で判明している大企業の夏季賞与

妥結状況を見ると、例えば規制緩和が進む通信業等では、収益力の強化を狙って大幅な賞与引き下げを図る動きがみられる。こうしたこともあって、これまでに私共が想定していたよりも幾分厳しめの情報が出てきている。なお物価面を見ると、従来と変化はなく、基調としては国内卸売物価は幾分強含んでおり、消費者物価は輸入品等の値下がりが続いている。企業向けサービス価格は小幅の下落を続けている基調に変わりにない。

次に先行きであるが、外生需要面では変化はない。純輸出は引き続き増加、公共投資も夏場までは緩やかな増加を続けるとみられる。こうした下で設備投資は当面緩やかな増加が続くと考えられる。個人消費については今後夏季賞与を含め当面の賃金の動向が鍵になると考えている。所得環境を見ると、生産が増加し企業収益も増勢を維持するので、恐らく所定内・所定外賃金が緩やかに増加し夏季ボーナスについても業績好調先等で増えることが予想される。また中小企業等でもこれまで賞与を未払いにしていた先がかなりあるとのことなので、ある程度の増加は期待されるが、先程申し上げた規制緩和業種の動きもあって、賞与全体の動きとしてはまだ判断できない。こういった点は今後の統計、あるいは個別企業の情報を丹念にチェックして参りたいと考えている。物価の先行きは従来と変更はない。全体としてみれば当面は横這いの範囲で推移すると予想している。以上が総論である。

各論についてはポイントとなる輸出の動向、設備投資、個人所得といった点を中心にご説明する。図表3に輸出入関連指標をまとめてある。通関ベースで見ると1~3月期の実質輸出は前期比+4.9%とこれまでみていたよりかなり強い数字が出ている。内容的にはアジア向けの情報関連財等がかなり上振れしている。一方輸入は+0.4%と10~12月期にY2K絡みで増えた反動もありほぼ横這いに止まった。この輸出の先行きについては、4~6月については例えば情報関連財が引き続き増加する、あるいは対米向けの自動車も増えるということで伸びると思っている。

図表9で設備投資関連の動向を見ると、一般資本財出荷は設備投資とほぼ同時に動くと考えられる指標であるが、1~3月は+10.7%と2桁の伸

びを示している。また設備投資の先行指標である機械受注の1~3月期実績は前期比+4.9%と3期連続の増加となった。図表10で機械受注の推移をみると、3四半期連続増加の後、この4~6月は一服になっている。ただ、これは業界予測の生の数字に想定実現率を掛け合わせたものを見通しとして公表している。因みに4~6月の想定実現率は97.9%である。これまでの実際の実現率をみると、例えば10~12月は101.4%、1~3月は103.1%で、いずれも100を上回っている。従ってこの4~6月については結果として前期比プラスがつく可能性があると考えている。仮に小休止になったとしても過去3四半期連続して増加しているので、設備投資が回復傾向にあること自体には変更がない。マイクロレベルのヒアリングによっても半導体、液晶等を中心に設備投資の前倒しの動きがある。

次に図表12個人消費関連について簡単にレビューすると、3月については全般に弱めの数字となった。ただ全体としてみるとこれまで申し上げたように一進一退の推移が続いている範囲内の動きと解釈している。一点、家計調査についてコメントすると、3月の消費水準指数の勤労者世帯は、-0.3%と若干のマイナスになった。地方公務員のボーナスが0.3か月分削減された等の影響が出ていると思う。ただ全世帯は勤労者に加え勤労者以外の自営業者等を含んでおり、こちらの方はむしろ-2.3%と大きな落ち込みになっている。従って勤労者以外だけをとると前月比は-8.9%とかなり大きな落ち込みである。この勤労者以外の世帯で大きく落ち込むような要因はマクロレベルでは余り見当たらないので、恐らくサンプル要因に起因するものが大きいのではないかと判断している。

以上のような需要動向を踏まえたうえでの生産であるが、1~3月の生産実績は前期比+2.8%となった。これには2月が閏月であったこともあるので、こういったものを調整すると大体1.2%位の増加であった。先行きは4、5月の予測指数が出ているのでこれを基に4~6月を試算すると、前期比+0.3%となる。閏月の反動もあり、これを調整すると1.6%である。従って曜日要因等を除いた実勢では概ね等速で増加しているとの判断が可能かと思う。今後伸びるのは情報関連財に加え、一般機械でも設備投

資等の増加状況から受注が持ち直しているということである。また 7~9 月についても同様の傾向が続いている。この情報関連財では、電子デバイス関係で既に生産のボトルネックが生じているが、各社とも、増産投資、あるいはシフト制による増産体制を整えているので、少しずつ生産が上昇する。因みに私共のマイクロヒアリングによっても 4~6 月については大体前期比が 1%弱、7~9 月については 1%強の伸びが見込まれている。

次に図表 23 で労働需給ならびに個人所得の関係をみると、完全失業率は 3 月は 4.92%と既往ピークを更新した。この間、新規求人は増加傾向にあって求人が増える中で失業率がかなり高い数字になっている。この要因については労働需給のミスマッチによる部分がかなり大きいのではないかと判断している。年齢階層別にとったミスマッチは 1970 年代、80 年代、90 年代と拡大する傾向にあったが、この主たる要因は 15 歳から 29 歳のところがミスマッチ方向に動いたためである。恐らく若年層でフリーター等、これまでの雇用についての考え方と異なる働き方が出てきたことが、こういったシフトの原因ではないかと考えている。因みにこの階層では最近では労働需給が若干改善する方向に向かっている。一方、30 歳代、40 歳代は、これまで大きなシフトが見られなかったが、こういったところでは最近ではミスマッチが拡大する方向にある。いわば情報関係を中心に若年層の求人は回復しているが、その一方で中高年層の構造的な失業が続いていると思っている。逆に言えばこういった構造的な労働需給のミスマッチが背景にある場合は多少景気が良くなってもなかなか失業率が落ちないと言えると思う。

図表 25 に夏季賞与の連合による集計の中間ラップが出ている。全体では前年比-3.7%である。業種別にみると業績が好調な食品等では前年比プラスをつけているが、情報・出版では大きなマイナスをつけている。これは大手通信業者が収益体質を強化するためにボーナスを削減する動きに出たことが大きい。またこの夏のボーナスについては公務員のボーナスも 0.15 か月分削減される予定である。このようにみていくと少なくとも大企業についてはそう大きな伸びは期待できない感じがしている。ただ例

えば従業員 1,000 人以上の企業に従事する従業員は全体の 4%である。従って、いわばボーナスは大企業ではなくそれ以下の中堅・中小で大宗が決まる。現在のところそういった中堅・中小も含めた企業の情報は十分ではないので、まだ夏季賞与についての方向を判断するには至っていない。ただ現在まで出ている状況からいうと、少なくとも大企業については比較的渋い結果が出ていると思う。

次に図表 31 で物価について若干触れる。国内卸売物価の 4 月は全体として前年比+0.5%と、91 年 5 月以来の高い上昇率である。ただ今後については、高値原油の入着のピークを過ぎていることから、輸入物価はこの 2 か月ほど前月比で低下しており、前年比でもこの 0.5%辺りがピークではないかとみている。これからはどちらかという前年比でみて少し下がっていく傾向にあると思う。ただ注意すべきは最近再び原油が上がり円安が進んでいるので、こういった傾向が進むともう一度前年比が高くなるようなことがある訳で、そういうことがない限り一応これまでの原油高は終息方向にあると思う。次に図表 37 消費者物価の 3 月をみると前年比-0.3%ということで、2 月の-0.1%からマイナス幅が拡大している。商品は下落を継続している。問題は民間サービスであるが、外食、すなわちハンバーガーの一部の店で平日半額割引を実施した。この影響でかなり下がっており、これを除けばそう大きな変化はない。最後に図表 39 で商品の方をみると、輸入および競合商品は軟化が続いているが、国内品で、昨年秋以降の下落が 3 月は一服している。国内品の昨年秋以降の下落には、一部に調査先店舗の変更による統計的な振れもあると思われ、非常に読みにくいが一応足許では一服した形になっている。消費者物価については当面はこうした事情もあり、やや弱含みの推移を辿ると見込んでいるが、いずれ為替面からの押し下げ圧力も薄らいでくるので、ほぼ横這いになってくるとみている。以上である。

速水議長

ご質問があればどうぞ。

中原委員

先程のハンバーガーというのはそれ程影響が大きいのか。

村山調査統計局長

半値となるとかなり動く。しかもそれ程沢山のハンバーガーの価格をとっている訳ではないので、代表的な店が一斉に動くとハンバーガー全体が下がった形になる。

田谷委員

連合の-3.7%という数字は加重平均か。

村山調査統計局長

これは従業員ウェイトで加重平均した数字である。

速水議長

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説明してもらおう。

#### 4. 国内金融情勢に関する報告（資料-4）

雨宮企画室企画第1課長

短期金融市場のオーバーナイト金利は引き続きゼロ近傍で推移している。ターム物金利やユーロ円金先レートは若干軟化しており、ここからはゼロ金利政策の早期解除予想が幾分後退している可能性が読み取れる。ただこれについてはエコノミストの見方の変化と若干食い違いがあるので、この1か月間の変化は後でご説明したい。この間長期国債流通利回りについては引き続き狭いレンジの中での浮動を繰り返しており、足許では1.7%前後の推移である。株価は米国株価の急落を受け一時大幅に下落し、その後は日経平均の銘柄変更の影響で全体的な評価が難しくなっている

が、その影響を除き、かつそれ以外の総合的な指数をみると、基本的には持ち直し傾向を辿り底固い推移と考えている。

この他ジャパン・プレミアムは引き続きゼロの状況が続いているし、国債と社債の流通利回りスプレッドもまだ縮小傾向を辿っている。社債市場の関係で、最近の報道で倒産の増加等が社債市場の機能に若干悪影響を与えるのではないかとされているが、今のところトリプルBの企業の発行額ウェイトは大体8%位で変化はなく、全体としてスプレッドも縮小傾向があるので、そういう影響はまだ出ていないと考えている。これは時々噂されるような企業についてはすでに社債の発行はできていないこともある。現在社債を発行している一番ランクが下のトリプルBについては、去年位まではむしろジャンクボンドのダブルB格に落ちるのではないかと懸念されていたが、ここにきて全体の景況感の改善の中でむしろステーブルになってきており、社債市場の機能は引き続き良く回っているという評価で良いと思う。金融の量的側面で貸出スタンス、資金需要は基本的には変わっていないが、4、5月と計数的には変化があり、民間銀行貸出については3、4月と2か月連続で前年幅を縮小した。マネーサプライは3月までの計数に基づき伸び率の鈍化傾向が続いていると書いてあるが、一昨日公表した4月のマネーが1%ポイントの上昇を示した。この点も後程ご説明する。以上が概況である。

特徴的な点を三点、図表に基づいてご説明する。先程金融市場局長の説明で議論があったユーロ円金先の動きである。図表5がユーロ円金先のこの2か月ばかりの時系列であるが、9月限は3月末に0.38%まで行ったのが、足許0.2%強ということで10bp強下がっている。この間、総裁の4月13日の記者会見で一度跳ね上がり、その後下がった。G7等を挟んで下がったと言われているが、このように1か月位の時系列でみると総裁の記者会見の時だけ若干跳ねているだけで、3月末頃から徐々に1か月位かけて下がってきている姿である。これは例えばエコノミスト等の見方とはやや違ったものとなっている。エコノミストのアンケート5月分が出たのでご紹介すると、26社の調査機関に対して向こう6か月以内に利上げが

あるかということについて3月の調査結果でイエスと答えた先が11%、4月の調査が23%、直近5月11日、先週末の調査で38%と増えている。にもかかわらずこのようにユーロ円金先がどんどん下がっているのは整合的にどう解釈したら良いかであるが、ユーロ円金先の直近ピークを3月末頃だとすると、アメリカのNASDAQが下げ出したのもちょうどこの3月27日で、この頃から全般に内外の資本市場の不安が少し強くなってきたという感じがする。マーケットのコメントを色々みても、内外資本市場の不安定さが少なくともユーロ円金先についていえば強めに意識されていると考えている。ただ、12月限、3月限については引き続き0.4%、0.5%という水準であるので、大枠としてそう遠くないうちにゼロ金利解除あり得べしという期待形成は変わっていないが、その中での具体的な時期については、このような資本市場の動向によって行ったり来たりしているということではないかと思われる。

図表6 長期金利と株価の動きについては、4月17日の前週末に日経平均の銘柄変更の発表があったので、今回から株価の指数は日経平均とTOPIXの二本を書くこととした。今回から金融経済月報も同様である。さすがに日経平均を止めてTOPIXだけにする訳にもいかないので二本示すようにしている。本文に日本の株価指数と海外とを比較したものがある。直近といっても5月12日現在であるが、NYダウ、NASDAQ、ハンセン、DAX、ロンドンのほとんどがニューヨーク急落直前の水準を回復できていない中で、TOPIXはほぼトン、東証二部と日経店頭は4、5%のプラスであるので、むしろこの段階では国際的にみても日本の株価は比較的底固かった——ただし日経平均は除いて——といえようかと思う。ただ、昨日の段階でこれを作り直してみると、NYダウとNASDAQも4月14日の急落直前の前の水準を昨日時点で回復した。DAXとロンドンはまだであるので、世界的に日経平均を除く日本とアメリカが以前の水準を回復したことになる。この間、外人の売りが少し嵩んだという報道も見られるが、4月の内外資本流出入動向をみると、決して外人が大きく売り越した訳ではなく、今のところ日本の経済、あるいは企業収

益に対する予想が弱くなっている訳では無かろうとみている。

貸出・マネーの数字であるが、図表 21 民間銀行貸出 5 業態合計の償却要因等調整後の 4 月前年比は -1.8% で、2 月 -2.4%、3 月 -2.1%、4 月 -1.8% であるので、2 か月連続でマイナス幅を縮小している。基本的には経営健全化計画への対応努力を反映した 3 月末の貸出の増加が 4 月の平残に寄与したことで 4 月もマイナス幅を縮めた格好である。ただ末残の前年比をみると、3 月が -0.7% だったのに対し 4 月の末残は -2.1% とむしろマイナス幅を大きくしているので、恐らく 5 月の平残は再びマイナス幅を拡大させる可能性が強いとみている。今のところ貸出の基調が変わったとは判断していない。ただし金融機関の上期の業務計画をみると貸出については相当意欲的になってきており、量重視の姿勢を強めている。金利優遇ファンドや、やや格付けの低いところに対するマージナル・ゾーン取引といった形で前傾化を始めているので今後の動向には注目していきたい。こうした動きもあって、マネーの伸びが相当大きく跳ねている。図表 28 で 3 月までの数字しか書いていないが、M2 + CD の前年比伸び率は 2 月 2.1%、3 月 1.9%、4 月が 2.9% と 1% ポイント上昇している。この 1% ポイント上昇の内訳を申し上げますと、まず今触れた貸出のマイナス幅が縮小した要因が寄与度で +0.3%、郵便局が郵貯の流出に備えて大量に現金を引き降ろし、手許に持っている要因が恐らく +0.3% 位、郵貯の満期到来に伴う流出がマネーサプライ対象商品に戻った分が恐らく 0.1% 位、財政が 3 月末にかけて相当支払われているのでこれが 0.2% という寄与度でみている。

中原委員

一番最初は何といったのか。

雨宮企画室企画第 1 課長

貸出のマイナス幅縮小のプラス寄与度が 0.3% ということである。郵貯の流出について一言だけコメントすると、4 月の流出額は 1 兆 4,000 億円

であった。これは再捕捉率で申し上げると 86%強となっている。郵政省の元々の目標が 70%だったのでむしろ流出額が比較的小幅であった。しかも 1兆 4,000 億円のうち半分の 7,400 億円がマネーに來たとしてもそのマネーに対する寄与は 0.1%と非常に小さいので、今のところ郵貯を巡る動きが金融変数に大きな攪乱的な動きを与えていることはなかろうと思う。むしろ一番大きな影響を与えているのは、流出に備えて郵便局が現金を日銀から引き降ろして沢山手許に持っているために、マネタリーベースの伸びを 2%位高めている点である。マネーはいずれにせよ 4 月は 2.9%と高くなり、この後幾つかの要因は剥落すると思うが、4~6 月は当初 1.9%と予想していたのに比べ高く着地する可能性がある。今触れたマネタリーベースであるが、図表 33 マネタリーベースの前年比で 3 月 9.3%、4 月 9.7%となった。これは旧ベースであり、15 日から公表し出した新ベース——準備預金を当座預金に変えた新ベース——で申し上げると、3 月 10.9%、4 月 11.7%と非常に高い伸びを続けている。このうち 2%位は郵貯要因が寄与している。

速水議長

ご質問があればどなたからでもどうぞ。

中原委員

4~6 月の予想は。

兩宮企画室企画第 1 課長

対外公表は 2%前後であるが、執行部の持っている中心見通しは 1.9%と考えている。従って 4 月 2.9%で 5 月仮に貸出の期末積み上げ要因が剥落したとしても 0.3%落ちるだけで、財政要因がもう暫く残るとか、郵貯のシフト要因や手許現金要因がもう暫く残ると考えると、2%台真ん中位はキープするかもしれない。貸出は今のところヒアリング調査等を行なっても需資の実態に大きく変化が現われているという声はないが、相当貸出

姿勢は前傾化しており、これがどう出るかも関係してくる。

中原委員

3月の0.7%と4月の2.1%というのは末残伸び率か。

雨宮企画室企画第1課長

0.7%と2.1%は末残である。要するに末残のワンポイントだけでみると3月末に相当貸出を積極的に積み上げて、4月は若干落ちている。

田谷委員

確認であるが、マネタリーベースの4月の旧ベースでは9.7%で、新ベースでは11.7%でちょうど2%違うがこれはどういうことか。

雨宮企画室企画第1課長

これは基本的には準備預金と当座預金の違いである。

篠塚委員

マネーサプライの日銀予想は1.9%であるが、これを予想する時にも郵貯の問題などは当然織り込んでいると思う。そこがどの位ずれてこのようになるのか。

雨宮企画室企画第1課長

何パーセントポイントずれたかというのは辛いですが、実は郵貯の要因についてはほぼ見通しどおりである。もう少し強めにはみていたが、仮に郵政省の見通しどおり7割の再捕捉率だとしても1兆4,000億円が1兆6,000億円位になる程度なので、ほぼ見通しどおりである。若干見通しと違ったのは、一つは財政要因がここに来てマネーに対するプラス幅を拡大したことと、もう一つは貸出のマイナス幅の縮まり方が我々がみていたよりは大きかったことである。しかし、これは恐らくその分5月に剥落する可能性

もあるので、大きく言えば財政がみていたよりも出ていたことだろうと思う。ただ対外公表しているのは、2%前後であるので、結果的に当たるかもしれない。

中原委員

郵貯の再捕捉はどのような商品を対象としているのか。

雨宮企画室企画第1課長

基本的には定額で出たものを通常貯金で捕捉している。数字で申し上げると、例えば4月中で定額貯金だけをとると2兆9,000億円のマイナスになっている。それを通常貯金の1兆5,700億円のプラスで捕捉しているという格好で、その他は積み立てとか定期貯金でやや異動があるが、大きくはこの二つのプラス・マイナスで-1兆4,000億円ということである。

速水議長

定額貯金が減っているのは6%台の物か。

雨宮企画室企画第1課長

然り。

速水議長

通常貯金金利は。

雨宮企画室企画第1課長

0.3か0.4%位である。

田谷委員

何も手続きをとらないと通常になってしまう訳か。

雨宮企画室企画第1課長

それが1兆1,000億円位ある。4月の郵貯の満期額は計算上は7兆7,000億円あるが、1兆1,000億円分はお客さんがこなかった分で、それは通常に預入されている。実はそれも再捕捉額と捉えると、実質再捕捉額は90%を超えており、ほとんど流出していない。

中原委員

それを入れると90%を超えるのか。1,000万円を超えるものについては分母にしないのか。

雨宮企画室企画第1課長

この7割とか8割とか議論している時は分母にしていない。

速水議長

投資信託はずっと増えているのか。

雨宮企画室企画第1課長

投資信託の4月は数字が見難い。3月は一旦法人が物凄く解約するので、公社債投信は3兆円を超えるマイナスになって、4月にまた新たな設定で4兆円のプラスというように大きく跳ねている。株式投信については例えば4月の純設定額も+4,000億円になっているし、その辺は伸びている。ただ、4月に入ってから株式が若干不調なので、その解約等もあるので当初見通しよりは強くなかった。当初は郵貯の解約分も含めて、相当投信でキャッチできる見通しがあったが、多分投信販売サイドから見ると見込みほどではなかったというのが4月の姿であったと思われる。それから時々新聞の報道で投信については資産価格ベースで減ったという報道があるが、あれは評価ベースなので株価が下がると下がってしまう。元本ベースでいくと、株式投資はむしろ最近増加ピッチを早めている。

速水議長

新発物の国債に応募が大きいというのはどうしてか。金利もむしろ下がってきているし。

雨宮企画室企画第1課長

新発の国債を誰が買っているかというのは投信も買っているが基本的には金融機関あるいは生保、損保の機関投資家が圧倒的に多い。ただし、例えばマネーセンターバンクはそれを直ぐ売り抜けるとか、あるいはヘッジをかけている訳で、ポジションとして溜まっているのはむしろ下位業態である。基本的にはこのような機関投資家が圧倒的なシェアで引き続き買い続けていると思う。

速水議長

この傾向は当面は続くとみてよい訳か。

雨宮企画室企画第1課長

ある債券の供給量に対して需要がどうマッチするかというのは、価格がどう動くかとも関係するので事前には言い難いが、非常に短期的な需給要因だけで申し上げると、機関投資家の中で金余り感というか、運用難という意識は強い一方で証券会社の投資推奨等をみると、国債は若干金利が上がったら直ぐに買い推奨が出るという格好なので、この1か月間長期金利が少し下がっているのは、そういう短期的にみた場合の需給環境の良さが買い材料になっているというように考える。

山口副総裁

日本の株価が相対的に底固いというのはなぜか。

雨宮企画室企画第1課長

実は4月14日から比較しているので、例えば東証二部とか日経店頭は

その前に相当調整をしていたことを考え、もう少し長い目でみると、それ程底固いかどうか難しいところがある。ただ、この3週間の評価だけでみると、アメリカについてはインフレ懸念というファンダメンタルズに対する不安感があり、ユーロの方はユーロ安あるいは構造改革の遅れといった不安感がある。それに対して、日本は第1四半期のGDPが凄く良くなるということが、少なくとも短期的な外人を中心とした投資家に対してもう一度日本経済を再検討しようという感じを強めさせているようである。その意味であくまでも相対的なものだとは思いますが、この1か月について言うと、外人投資家は日本経済を再検討しようという見方をしているところが多いようである。

山口副総裁

回復期待とリストラ期待が出ているのではないか。

雨宮企画室企画第1課長

先程申し上げた中で、その前の2か月で光通信等極端なネットバブルが割ときれいに調整してくれていたことが材料としてあると思うが、基本的には今山口副総裁が言われたような見方が相対的には強く出たと解釈できる。

山口副総裁

アメリカも4月14日までにNASDAQは相当下がっていた。

速水議長

宜しければここでコーヒブレイクにする。10時50分から再開する。

(午前10時41分中断、午前10時52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

ただ今の報告を踏まえ、政策委員会としての検討を行ないたい。本日の討議の形式は、最初に金融経済情勢に関して順番にご意見を頂き、次いで自由に討議して頂く。その後金融政策運営に関してもう一度順番にご意見を頂戴し討議することにしたい。最後に政府から出席されている方々からもしご意見があれば承る。

まず金融経済情勢についてご意見を頂くが、ポイントを絞って効率的にご議論頂くためにお一人10分を目途にお願いしたい。本日は植田委員からお願いする。

###### 植田委員

トップバッターであるので本日は全体像について簡単に申し上げたい。

まず足許の景気については、明らかに多くの需要項目が好調であると思う。特に予想以上の海外景気の強さに支えられた輸出の好調が一つの小さなニュースだと思う。これに引っ張られ生産も高い伸びを維持している。恐らく6月に発表される第1四半期のGDPは、ほとんどの項目でプラス成長し、全体としても非常に高い成長率になると予想される。一方で第2四半期以降についての情報は余りない。注目していた設備投資については、先程調査統計局長から電機各社の2000年度設備投資に関する上方修正動向に関する話があったが、それ以外にサーベイ調査等の新しい情報は今の時点ではない。ただ一致指標に近い資本財出荷は依然好調であるし、先行指標の機械受注は一応第2四半期にかけて若干減速する見通しであるものの、高水準を維持し、今年度についてはそこそこの希望を持てる状態が継続していると思う。一方で消費は残念ながら一進一退の動きを続けたままである。住宅投資は増加しているが、これは一時的なものである。公共投資についてはある意味で残念であるが、第1四半期に出過ぎたのではないかという姿になるリスクもあるかと思う。先を展望すると、設備投資につ

いては希望どおりこのまま伸びていくかどうかを今後のデータ等でチェックしていく必要があると思うし、次のポイントとしては、7月初めの短観辺りではないかと思う。消費については、当面雇用者所得動向が大きなポイントであるが、夏のボーナスは今日話があったようなことであると余り期待できない感じもする。輸出については足許好調であるがそれ程長く続くかどうかについては若干分からない。特に米国については3%台後半と言われるような潜在成長率を現実の成長率が現在大幅に上回っているし、内需の成長率はそれ以上に高い。これに対応してF e dが、最低限、潜在成長率程度までブレーキをかけたいと考えているとみられている。実際4月前後から資産価格が漸くF e dの引き締めに対応し、長期金利が上がったり株価が下がったりしているが、これは出張に行った感じでは健全な動きであると考えられ、この結果、今後の引き締めの影響も含めて今年後半にはある程度の減速が予想される。従って輸出等を通じてその他の経済へも若干のマイナスの影響が出てくると思う。付け加えるとその過程で今まで心配していたような一段の株価の下落が発生するリスクも残存していると思う。

今回アメリカで色々な人に会ってきたが、一つ面白いと思ったのは、債券市場の関係者と株式市場の関係者で、どれ位の引き締めが今後必要か、あるいはその影響、F e dがビハインド・ザ・カーブかどうかという点に関する見方が大きく違っていたことである。債券市場参加者はかなりの引き締めがまだ必要であると考えているのに対し、株式市場においてはF e dの調整能力にかなり信頼を持っており、その結果ここからさらに物凄い株価の下落が起こるという見方は少数派であったように思う。こういう見方の違いがあるということは、一応リスク要因として頭に置いておいた方が良いかと思う。このように、色々なことがあるために日本国内の財政が予想されるように引き締まっていく中で、民需が年度後半にかけてそれらを打ち消して経済全体の自律回復軌道に乗せていく力があるかどうかはまだ不透明であると私は考えている。

最後に物価について申し上げますと、先日発表された国内卸売物価指数の

対前年比0.5%という値がやや気になるところである。ただ、これも原油価格上昇の波及効果が大きいということで、これが一段の上昇を見せない限り、年後半頃から技術進歩要因による物価押し下げ効果もあり、当面は小さなプラス程度で推移するので、それ程心配する必要はないとみられる。一方CPIについては、暫く前の円高の押し下げ要因がラグを伴って効いてきた動きは先行指標であるWPIの消費財の動き等からみるとやや打ち止めに入りつつあると思う。しかし一方で様々な競争激化、合理化等によるマイナス圧力は続いていくと思う。どちらも原油等商品市況関連の物価押し上げ傾向と技術進歩や競争激化の物価押し下げ要因が綱引きをしている状態で、それぞれの要因のウェイトや指数に現れるラグの長さの違い等によって異なった動きをしていると思う。そういう中で我々が注目している需要の弱さに起因する物価下落圧力は順調に弱まりつつあると言えらると思うし、今後数か月そういう状態が続くと思う。ただ先程申し上げたような全体の総需要動向から判断すると、少し先をみた場合にはまだ予断を許さない部分があるかと思う。以上である。

速水議長

次に篠塚委員をお願いします。

篠塚委員

後半の金融政策のところで少し長めに時間を頂きたいと思うので、前半は比較的短く申し上げる。

景気情勢については、持ち直しが一段と明確化しデフレ懸念の払拭が展望できる情勢になってきていると判断している。まず第一に民間設備投資の先行指標である機械受注は先程説明があったように依然として堅調である。すなわち1~3月期の受注は前月比で+4.9%、99年12月計数の公表時点における1~3月期の予測が-1.6%だったのでこれを大幅に上回ったと思う。また前年比でも99年の10~12月期の+6.1%から今年の1~3月期には+11.3%と加速している。さらに4~6月期については現時点で前

期比-1.0%と減少に転じる見通しであるが、短観でも既に確認されたように大企業を中心に企業収益が回復している。また情報通信関連の技術進歩や従来型の投資分野におけるペントアップ・ダイヤモンドの蓄積なども考え合わせると1~3月期と同様に実績値が予測値を上回る可能性が高いと私自身は思っている。第二に雇用・所得環境も余り大きくは前進していないが着実に改善している。雇用面では失業率が比較的高いレベルに高止まっているが、これも統計としては遅行指標であるし、先程の調査統計局の説明にもあったように、このところ労働需給のミスマッチも拡大しているので、失業率が悪化していることを過大に捉えるのは適当ではないように思う。むしろ先行性のある指標に着目して新規求人数をみると、前年比では昨年10~12月期の+5.2%から今年の1~3月期には+11.5%へと大幅に伸びを高めている。また新規求人倍率も同じく昨年10~12月期の0.90倍から今年の1~3月期には0.95倍と少しずつであるが回復してきている。所得面では依然として色々問題を抱えているが、毎勤統計の今年の1~3月期の実質賃金は前年比で+1.5%と9四半期振りに増加に転じた。この背景として総労働時間も+1.2%になっている。その中身も所定外労働時間が1.0%、所定内労働時間が3.5%と着実に生産の動向と軌を一にしている。この総労働時間も14四半期振りに増加に転じた。また、「決まって支給される給与」の前年比も着実に伸びを高めており、所得面についても緩やかな上昇過程にある。4~6月期以降を展望しても生産の増加傾向が続くとみられることから、全体として所得・雇用環境がさらに悪化するリスクは大きく後退しており、むしろ改善していくのではないかとみている。すなわち生産については、今年の1~3月期に前期比で+2.8%と3四半期連続して増加したし、さらに3月末の在庫水準も前月比でみて+0.7%と3か月連続して増加を示している。在庫水準も最近のピークである98年2月時点を一割強も下回っている。さらに電気機械などでも出荷が好調に推移する中で意図した在庫増加が行なわれている。従って生産・在庫が循環面で後戻りするリスクは高いと思わない。先程の報告にあったように調査統計局のマイクロヒアリングなどをみても先行き4~6月期、7~9月期と生産の増加

傾向が続く可能性が高いと判断している。

こうした中で民間の夏季賞与に注目が集まっているが、企業の経費抑制が目下の構造調整の一環として進められている中であるので、夏季賞与だけ目立って増加するとはとても期待できない。むしろこのところの所定内・所定外給与持ち直しの動きが損なわれないかどうかを注目していきたい。なお、家計調査をみると先程の説明にもあったように気がかりな動きがみられる。3月の実質消費支出額をみると景気判断で重要な勤労者世帯では前年比-1.3%となっているのに対して、全世帯では-4.3%とこの両者のギャップが目立つ。一つの要因として年金生活者が多く含まれる無職の世帯をみてみると、前年比で-11.9%と大きな落ち込みをみせていた。無職の世帯というのはただ今申し上げたような循環的な景気の持ち直しの影響からはほど遠い世界にあるので注意しなくてはならない。

第三番目に物価の情勢をみると、国内の卸売物価の前年比は昨年の10~12月期が-0.7%、今年の1~3月期が-0.1%、そして4月が+0.5%と徐々に伸び率を高めてきている。3か月前対比でもじりじりと上昇している。特に内訳の動きをみると、電気機械を始めとする機械類が技術進歩による品質向上から下落しているが、その他については総じて上昇している。すなわち、原油価格の上昇を直接受ける為替海外市況連動型とか、電力・都市ガスだけではなく鉄鋼、建材関連その他の素材なども上昇している。私は物価は国内需給バランスの緩やかな改善を背景に、下落リスクが次第に薄れて堅調に推移するとみている。

最後に金融情勢についてであるが、特に株価の動きを中心に申し上げたい。日本の株価は4月以降アメリカの株価動向、それからその背後にあるアメリカの金融政策に関する様々な観測の影響を受けて変動してきた。そして日経平均の銘柄変更という技術的な要因も加わり、全体としてボラタイルな展開となっている。こうした中で一部には海外投資家が日本株を売って資金を引き揚げ始めたのではないかというような話もあった。こういった悲観的な見方を私はとっていないし、先程の相対的に底固いという説明に賛同している。すなわちマクロ面では、日本の景気持ち直しの動向

が続くと思われていることと、ミクロ面でも企業収益の増益が期待されることから海外投資家が日本株への投資を手控える可能性は低いと判断している。従って、巷間言われているような外国人売りは情報通信関連銘柄などを中心にした利益確定のための一時的な売りであると冷静に受け止める必要があると判断している。なお、東証による3市場合計の主体別売買をみると、4月には外国人がネットで約8,500億円を処分したと公表されているが、大蔵省の対内株式投資に関する統計では、同じく処分超ながらその幅は大幅に小さく、383億円となっている。こうした違いの背景は、日経平均の銘柄変更などに伴い外国人が日経平均から除外された銘柄を市場で売却する一方で、新たに日経平均に組み込まれた銘柄を市場外で購入する動きがあったためとも聞いている。個人の投資家などは、東証の主体別売買状況を眺めながら、やや狼狽しながら売っているという面があるので、こうした動きも広い意味でみて、日経平均の銘柄変更の影響と捉えることができるかと思っている。このように特殊な動きとなっている日経平均ではなく、TOPIXなどの指標をみて判断すれば、現在日本の株価は総じて小じっかりしており、景気情勢にマイナスの影響が大きく及ぶことはないと考えている。

速水議長

次、中原委員をお願いします。

中原委員

まず景気動向指数の分析であるが、3月は非常に示唆に富んだ点がある。遅行指数のDIが50を超えたので、景気が谷をつけ谷を越えたことが確認された。しかしながらCIについてみると、先行指数は前月差-1.4%で2か月連続のマイナス、一致指数は前月差+0.1%でほぼ横這いというように頭打ちになってきた。現在の局面は、景気の循環的な回復が佳境に入り、1月から過去五回の景気回復における平均軌道を超えてきた段階である。ただ問題が二つある。一つはCIの先行指数が2か月連続で減少している

ことである。もう一つは、長期先行指数が金融重視型、生産重視型とも3月も2か月連続で下がって要注意ということになっている。その中でも金融重視型の変化率が0.4%であり、今後2か月位連続して下がってきてマイナスになるとこれはリセッションを知らせる第一信号になる。従って、来月以降の長期先行指数に目が離せない。早ければ9月から11月にかけてグロースリセッションに入る可能性、年度の後半以降に翳りが出てくる危険性がある。特に7~9月から恐らく財政のマイナスがはっきりし、10~12月にさらに顕在化すると思っている。先行系列についても子細にみると年度後半以降に50%を割込む危険のあるものがある。一つは原材料の在庫率指数であり、素材産業を中心に在庫調整圧力が顕在化する恐れがある。韓国等アジアからの需要の一巡がその一つの大きな原因である。それから最終消費財についても、足許で耐久消費財の在庫が急増している。三番目には建築着工、住宅着工共に良いが、これも首都圏の大規模再開発の集中、現行大店法での出店期限である2001年1月を控えての駆け込み、住宅ローン減税にかかわる物件引き渡しの期限が来年の6月に迫ったことによる一時的な需要であり、今後剥落する危険性は非常に強い。

それから出荷と在庫のバランスについて、前年比の伸び率の差をとると、99年10~12月で11.6%と過去の景気回復局面における最高になっていたが、1~3月は9.1%に下がっており、これがマイナスになると在庫調整が起こってくるのではないかと思う。一番問題なのは次の景気の山はいつかということであり、昨年4月が底だとすると、2年とみて来年の4月ということになる。いずれにしても現在は景気回復の一番佳境に入ったところで、これが構造調整下押し圧力とどういうバランスになるか注目される。そういった中で、設備投資の中心である機械受注についてみると、1~3月は、除く電力・船舶ベースでIT関連業種と呼ばれる電気機械、一般機械、精密機械、通信、情報サービスの五つを足すと、+12.1%、その他の民需は-0.1%である。さらにその中を子細にみると、IT機器を製造する業種から発注されるIT投資が多いということであり、残念ながら偏った設備投資の回復のように見える。それから中小企業のIT関連投資

をみるうえで重要なリース取り扱いをみると、3月は全体で前年比+11.3%であるが、パソコンを含むITの主役である電算関連機器については+0.1%とほとんど伸びていない。中小企業はパソコン等については基本的にリースで対応するので、中小企業のIT投資が盛り上がっていないという危惧を持っている。もう一つの柱である消費については、GW前後のサーベイをみると、5月6日が第1土曜日であり学校へ行かなければならないので、前半が良くて後半が悪いというような結果がある。それから3月の消費水準指数がかなり下がってきているが、中身を見ると、一般世帯の「その他の消費」が下がって交際費等あるいはお小遣いがマイナスに転じていることを示している。一般世帯の交際費、お小遣い、贈与金、仕送り等は、昨年第2四半期をピークに下がってきている。この一つの解釈は信用保証協会の特別枠の拡大の効果が一巡したことによるものではないかと思う。GDPには含まれないが、全体の勢いを表わすものであり、倒産のサインとなる可能性がある。それからもう一つは、売上高に対する有利子負債の小さいところで、しかも金融機関の借入れシェアが少ない業種をバランスシートの軽い産業として、それ以外を重い産業とすると、限界消費性向について重い方が高く、好調な通信等の軽い方が低いと前回申し上げたが、これを労働分配率に重ねてみると、重い方が71%と比較的高い、軽い方が64%と比較的低いので、好調業種に勤めている世帯主の消費に直接繋がりが難い。

もう一つ、何回も申し上げているが、ROAの改善がなかなかできておらず、大企業でも中小企業でもほとんど売上高利益率、総資本回転率がよくない。前者は大企業ではほぼ横這い、全規模で-0.07%、後者については中小企業で-0.2%、全体で-0.11%と却って悪くなっている。そういった中で失業率が上昇してきているので問題だと思う。本年度の後半以降に生産が循環的に減速するとか、公的需要による効果が剥落するなどを考慮すると、今後2年間を展望してこういった高い失業率が高止まりで続き、恐らく5%台に乗せる可能性が出てきたと思う。それは三つのインプリケーションがあり、一つは雇用者所得が減少することである。二つには労

働市場のミスマッチが悪化する、三つ目は高齢者の失業率がもっと上がって、若年雇用者の失業率が下がるという失業率の二極化が起こると思う。

もう一つ、二つ申し上げると、ユーロ安の影響がかなり出てくる恐れが出てきた。特に設備投資関係の印刷機械であり、例えば大日本インキがドイツの印刷機械大手のマンローランドというところの新聞輪転機を本格的に日本に輸入する、それからオフセット印刷機も入ってくるということで、工作機械、ロボット、金属加工機械等についてもドイツあるいは欧州勢が日本を狙っている。もう一つは原油で、反騰に転じて30ドル台を窺っているが、2000年の第1四半期の世界の石油消費は前年同期に比べて-0.5%と40万バーレル/日減って7,570万バーレルになっている。もう一つ注目すべきはアメリカにおいて天然ガスの市況がここ数週間高騰して、ある意味で危機的な様相を帯びていることである。アメリカでは賃金上昇率が加速しているほかにエネルギー価格の上昇が起こってきており、大変問題である。賃金が増えた背景には、レイ・オフが減ってきていることがある。

速水議長

それでは次三木委員をお願いします。

三木委員

現段階は、異常なゼロ金利からの脱却を念頭に置いて、デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢となったか否かを判断するために、物価とそれを取り巻く実体経済をよくみていくシチュエーションであろうと思う。そういう前提の中で第一に企業活動をみると、公共投資に支えられている中で、Eビジネスの動きに加えてアジア向けの輸出増加が生産拡大を促し企業収益が増加する流れにさらに着実さが出てきたと思う。かねて懸念材料であった企業収益面における脆弱性という点では、原油だけではなく国際商品市況全般が回復してきたことが非常に大きい。それから二番目は、設備投資の持ち直しに起因する内需回復の動きが少しずつ鮮明になりつつ

あることである。一例として鉄鋼業というのは製造業、非製造業を問わず、あらゆる産業に何らかの形で関係しているので、鉄鋼内需の受注の動きをみていると大体の傾向が非常によく掴める訳であるが、この鉄鋼内需の受注が合計としては昨年の10月から一応前年比プラスを継続している。そして今年の2月に入って、造船を除く全部門でプラスになり、さらに前々年比でプラスになった。三番目は円安のプラス効果である。こういうことが入って、企業収益面における脆弱感が徐々に後退してきているのではないかと思っている。この結果、企業部門における前向きな所得形成メカニズムに量と質の両面からさらに着実さを増しつつあるかと思っている。当面の注目点は、やはり設備投資の持続性と広がりである。産業機械の受注、あるいは電気機械の受注統計をみると、昨年の11月以降ほぼ一貫して前年比プラスが続いており、堅調な姿になってきている。また、非住宅建築着工床面積をみると、全体計数の動きだけではなく中身の工場とか店舗、事務所でもいずれも前年比プラス傾向が定着してきている。ミクロの姿を建設工事受注大手50社の統計でみると、平成11年の11月以降民需によってプラスを続ける形が鮮明になってきた。企業収益、企業マインドの改善とも合わせ考えると、先行きの設備投資の持続性に自信が持てる段階に入ってきたのではないかと思う。しかし一方、裾野の広がりについては、なお見極めが必要であろう。特にIT活用という面で産業界への波及をみると、いわゆるITビジネスについては、まだまだその動きは非常に微々たるものである。それから大企業から中堅、中小企業への広がりがまだ読めないで、なお注意深くみる必要があると思う。

設備投資の次にくるのは、雇用・所得になる訳であるが、雇用環境としては減少傾向に歯止めが掛かりつつある。雇用者数をみると、平成11年秋の5,373万人をピークにずっと減り続けてきており、ここへきてこの減少傾向にやっと歯止めが掛かりつつあるように窺える。失業率の悪化ピッチも緩やかになってきており、4.9%台で高止まりである。ただ、先行きの雇用環境についてはなお悪化リスクが残留している。企業はドラステックな雇用調整を避けて、余剰人員カットを先送りしているから、雇用調整

圧力を依然として内包している。賃金の動向をみると非常に厳しい春闘であったが、ベアのマイナスは一応回避されたということで、所定内給与は微増になっている。それから生産回復を反映した所定外給与は着実に増加している。特別給与については、企業業績を反映して下落幅がマイルドになってきている。この結果、賃金トータルとしてみると、下げ止まりつつある。先行きについては、夏季賞与は期待できない。今年も若干マイナスになる可能性もあり、それ程大きな期待はできないと思うが、生産の持ち直し傾向を踏まえると、悪化リスクは概ね無くなりつつあるように思う。夏の賞与に期待した話がよく出るが、夏季の賞与というのは全部決まってしまうし、しかも今の状況からみて夏季のボーナスで所得増を期待するのは到底考えられない。ただし、悪化リスクがなくなった点がポイントなのではないかと判断している。以上雇用・所得についてみると、マクロ的な雇用・所得環境の悪化傾向は概ね歯止めが掛かりつつあるが、先行き回復に転じていく姿を描くまでには、まだまだ時間がかかると判断せざるを得ない。

個人消費が一進一退の回復の域を出ない状態というのは調統の評価のとおりである。ただ、消費水準指数をみると緩やかな減少基調が続いているが、可処分所得減少に概ね見合う形になっており、消費性向は大体70～72%台をキープしている。その意味で個人消費は引き続き身の丈に合わせた消費支出というスタンスが続いていると思う。先行き生産の持ち直しに支えられて、雇用・所得環境の下げ止まり感が強まってくるに従い、個人消費の回復感に繋がっていくのではないかとと思われる。すなわち一進一退の個人消費から一退の部分が消えて、徐々に一進一停という内容になってくるのではないかと思う。こういう段階になると、雇用・所得がなかなか伸びない中での個人消費の動きを考えると、少なくとも平時に復した、あるいは普通の状態になったという評価に切り替えるのが妥当ではないかと思っている。物価を巡る動向は、現状卸売物価、消費者物価いずれも需要の弱さに由来するいわゆる悪い物価下落はほとんど無くなったと考えていいのではないか。また、先行きについても、設備投資を始めと

する最終需要の動向を展望する限り、下落リスクはほぼ払拭したと言っていいのではないかと考えている。

速水議長

次に武富委員をお願いします。

武富委員

景気の方向性については、一頃から始まっている改善の流れがただ今現在も継続していると思っている。特に企業部門に焦点を当てると、98年10~12月頃が最悪期で、そこから企業段階の調整が進んできた。その間所得と需要と供給という三つの側面が次第に噛み合ってきて、その中からある種循環的な前向きの流れが生まれてきたというのがここ数か月の流れだと思う。ダウンサイド・リスクもかなり後退してきていると考えていいと思う。少なくとも足許から秋口位までの局面を展望すると、恐らく内生的な要因でこの流れが逆戻りするリスクは相当少なくなってきた。もし何か景気に変調を来たすようなことがあるとすれば外生的なショックによるものではないだろうかと思う。このポジティブなメカニズムが企業部門から家計部門にも一部じわりと波及しつつある段階で、即断は許さないが、方向としては二巡目のポジティブなメカニズム局面に入っていける可能性が一頃より大分高まったと思う。

秋口以降については断定的なことは言えないが、94年以降ある程度景気が持ち直したものが、97年度後半以降急激に悪化した。それを念頭に今年の秋口以降についても色々なリスクを懸念する考え方も有力に世の中に残っているが、私はそうしたリスクの度合いは相当減じていると思う。97年度後半以降景気が悪くなったのは、内生要因として既に設備投資は下がっていくのがよく見えていたからだと思う。つまり情報通信関連の初期段階の大型投資が地方の移動体通信における基地局などの設備投資が終われば、そこで止まってしまい、後に繋がるものがなかったというようなことであった。それからもう一つ内生要因か外生要因か難しいところであ

るが、金融システム不安が強く、金融と実体経済の連動の形で景気が加速度的に悪くなることについては、金融システム安定化の枠組みがまだなかった当時に比べ今はそれが整備されているという変化があるから、そこはリスクが小さくなっている。外生要因については前回はアジアが急激に悪くなったが、今回は当時に比べればアジア経済失速のリスクはかなり小さい。外生要因のもう一つは、当時は財政緊縮が直接的な景気後退のトリガーだとよく言われたが、当面増税というような強いデフレショックを与える方向感がないとすれば、ここでも当時に比べ環境は相対的には悪くない。設備投資について情報通信関連は90年代半ばに続く第二波がきていると思うが、この第二波は例えばネットワークを繋ぐ色々なデバイスにしても第一世代と第二世代一緒の波がきており、第二世代の先についても色々なことがある程度見えているという意味で、この情報通信関連の機器に着目した設備投資は、当時のように後が続かなくなることなく、もう暫く続く可能性がある。秋口以降を展望してもダウンサイド・リスクは前回経験した大幅な不況に比べれば可能性が小さいと期待している。

現状はある程度前向きの循環メカニズムが働いている訳であるが、企業経営者は経営が厳しいことと景気が悪いことを、同じ軸で理解しているような雰囲気がある。企業経営が厳しいのは事実だと思う。これは変化について行けないとか競争が格段に厳しい、あるいは製品の単価がなかなか上がらないといった構造的な要因によるものであって景気の流れと同列には論じきれないものだと思う。この点後の政策論議にも若干繋がると思うので、予め指摘をさせて頂いた。

速水議長

それでは次に山口副総裁をお願いします。

山口副総裁

経済のマクロ的な状況を見ると生産が着実に拡大を続けているし、物価が概ね横這い状態になってきていることも併せて考えると、企業の収益は

まず間違いなく一層改善の方向に向かっていると思う。従って、日本経済の成長率も調査統計局が試算しているような1%台というような走り方をしているのではないかと思う。ただ我々はここ暫く民需の回復力に焦点を当てて色々なことを考えてきたが、企業部門、家計部門の民需の二本柱についてかなり顕著なコントラストが見られつつある状況になってきており、特に家計の所得、消費周りについての判断が難しい状況にある。

設備投資の回復傾向については既に各委員が触れたところであるが、問題は投資の回復がエレクトロニクス関係に集中し過ぎていて、広がりが出てきているのかどうか確認できないことではないかと思う。投資の回復が持続性を持つためにはもう少し広がりが出てきた方が望ましいが、その辺を確認するには、もう少し追加的なデータが欲しい訳で、場合によっては次の短観位まで十分なチェック材料が出てこない可能性もあろうかと思っている。

一方家計周りについては、生産の増加が軸になって賃金の下げ止まり傾向が生じているし、それなりに良い影響は出てきているが、企業の収益が個人所得に対してかなり明確な波及を始めるところにはまだっていない。それから求人増加傾向もはっきりとしてきているが、労働のミスマッチのため、どの程度現実の雇用の増加に結び付いていくのかきちんと確認できない状況ではないかと思う。従って私は雇用・所得環境の悪化は止まったと思うが、1~3月期に出てきた幾つかの改善の兆しが、果たしてこの春以降どのようになっていくのかみてみないと、改善を確認するところまでできていないのではないかという感じを持っている。名目賃金についても1~3月にはいい方向転換が見えてきたように思うが、これまで2年間下げ続けてきた後の1四半期だけの動きであるから、ここはもう少し持続性なりスピードを見極めるべき部分ではないかと思っている。

次に物価は大体横這い状況であり、当面そういう動きになっていくとの調査統計局の見方で良いのではないかと思う。CPIが若干下落していることについては、それなりの説明が何とかついたという感じを持っている。この若干の下落は、大企業、中小企業を問わず収益の改善傾向が続い

ている中での下落であるから、需要の弱さによる物価の下落圧力は着実に薄らぎつつあると判断していいのだろう。ただ、先を考えた場合には消費のはっきりしない部分が物価についてのなにがしかの不安と同様に頭に置いておくべき点ではないかと思っている。

最後は主として海外市場の動きであるが、最大のリスク・ファクターであるアメリカの市場・経済の動きが、日本経済に跳ねてくる経路は恐らく二つあって、アメリカの資本市場が大きな調整を経る場合に、日本の株価、あるいは株価プラス為替へのリパーカッションが一つ。もう一つは米国経済がかなり明確なスローダウンをした場合の日本にとっての輸出環境悪化による実体的な取引関係を通じた影響。今のところはそのいずれについても大した影響が生じていない状況だと思う。ニューヨークの株価がもしヘルシー・コレクションを経て、米国経済の漸進的なスローダウンに行き着くのであれば、それが最も望ましいシナリオだと思う。そうなるのか、あるいはどこかの時点で金利の上昇が急に効き出すというシナリオになっていくのか、そのところは依然として見通し難い状況にある。従って、最大のリスク要因については、依然として我々の経済見通しになかなか織り込み難い状況が続いていると思うので、ここはよくウォッチしていくほかないと思う。

という訳で経済は1%台程度の成長路線を着実に歩みつつある中で輸出や設備投資は多分上振れしつつあるが、下期に財政が減少に転じていった場合にそれを吸収できるだけのバッファが十分できつつあるのかについては、まだなにがしかの不安が残っている状況ではないかと思う。なにがしかの不安というのは、家計の所得、消費周りについてまだ明確な回復傾向が見られないことであり、これは三木委員が言うように明確な回復はもうないということかもしれないが、名目賃金の若干の回復なり雇用の若干の回復が同時に生じてくれば、それはそれなりの変化として出てくる可能性があるように思う。

ただ私自身余り考え方の整理ができていないことを一つだけ申し上げると、家計部門の回復が企業部門の回復に遅れるだろうことは、この席で

も何度となく議論されたことであり、十分予想されたことではある。そうしたことを踏まえ、企業セクターから家計セクターへのプラスの波及がもう少し明確に表われてこないと、デフレ懸念払拭の展望の条件の一つとして考えてきた民需回復の展望に至らないのかどうか、である。例えば生産指数などをみてみるとこの4～6月の予測指数は、前年比で8%増が見込まれ、相当高い伸びとみて良いと思う。去年は7～9月から生産の急激な回復が始まっているので、前年比は7～9月はもっと落ちていくだろうと思うが、このように1桁台の上の方まで生産の伸び率が高まってきている状況であり、その背後には輸出が二桁増を続け、設備投資も漸く回復傾向に転じてきたことがあるように思う。このようなことについてある程度の持続性が考えられるのであれば、マクロ経済全体の成長の中で、いずれは家計部門に対してももう少し明確にベネフィットが及んで来ると考える方が自然だろうと思うが、その辺をどう考えるべきか、既にゼロ金利解除の条件として考えてきたある種の経済のイメージにどう関係付けたらいいのかというのが疑問の一つである。以上である。

速水議長

藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

私も前回会合以降の経済指標を企業部門と家計部門に分けて整理してみたいと思う。まず企業部門の回復力は情報関連などを中心に輸出の好調が目立っており、生産も着実な増加を続けていることに見られるように、これまで以上にしっかりしてきている。倒産件数はやや高めとなったが、生産や収益全体が増勢を続ける中での倒産の増加は構造調整の進展という意味で前向きの動きと捉えて良い。勿論企業マインドを後退させたり企業金融の引き締まりを招くというリスクには注意する必要があるが、そうした兆候は見られていない。確かに金融機関の不良債権額は当初見込みよりも膨らんではいるが、それが金融機関の融資態度を一段と慎重化させて

いる訳ではない。

次に家計部門の所得・雇用動向についてである。この点はいわゆるデフレ懸念払拭のための検討すべきハードルになっており、それだけ世間の関心も高い。そこで幾つかの留意点を述べてみたい。まず所得環境を判断するうえで世の中の議論は夏のボーナスの動向というところに焦点が当たり過ぎているのではないかと思う。これまでも何人かの委員から指摘があったとおりボーナスに過大な期待は持ち難いし、それだけで所得環境を判断することは危険である。これは賃金レベル全体の調整をボーナス分で弾力的に行なう企業が増えており、リストラや構造調整、場合によっては規制緩和の影響がここに集中して現われる可能性が高いからである。こうしたボーナスの位置付けは、既に多くの家計には織り込み済みになっているのではないかと思う。従って消費マインドの基調に影響を与えるのはやはり給与の8割方を占める所定内給与や残業代の方が大きい。この点残業時間の影響を強く受ける所定外給与は生産の増加に伴って既に昨年夏頃から増加に転じている。また所定内給与は3か月連続で前年比プラスとなっており、このところ底固さを増している。1月や2月はY2Kや閏年・閏月要因といった特殊な事情があったので判断を留保していたが、平常月に戻った3月も前年比プラスとなったことの意義は大きいと考える。また、雇用環境の点でも世の中では失業率に注目が集まり過ぎていると思う。失業率の高止まりについては先程触れた倒産件数同様労働市場の流動化といったミスマッチの問題もあるし、構造変化を反映している可能性が高い。有効求人倍率、新規求人、雇用者数などの指標を合わせてみれば雇用環境は厳しいながらも下げ止まりつつあるとみるのが至当ではないかと思う。

以上順路を追ってデフレ懸念払拭の検討を続けていくと、日本経済は前回申し上げたように家計の所得環境がこれ以上悪化しないかどうかというハードルにさしかかっていると思うが、この検討についてはもう少し色々な情勢を見極めていく必要があると思う。

金融面では内外の株価の問題が気になるがアメリカの金利引き上げ等、

それが日本に及ぼす影響の注目点については山口副総裁が指摘したことが注目点であると私も考えている。

速水議長

それでは田谷委員お願いします。

田谷委員

設備投資と個人消費について最近発表された統計に基づいてコメントをして、その後株価と地価についても若干触れたい。設備投資関連では、3月の機械受注統計が発表になり、船舶・電力を除く民需部門の受注は1月から3月まで前月比マイナスが続いたが、昨年末の伸び率が高く年初のゲタが+7.4%と高いために1~3月期の前期比変化率は+4.9%になった。12月のデータ発表時の1~3月見通しは-1.6%であったので相当な上方修正である。設備投資の先行指標はまだ上昇トレンドにあるとみて良い。確かに4~6月の見通しは-1%となっているが、1~3月期の受注達成率、つまり実績値と見通しの比率は、103.1%と上回っており、こうした受注達成率が続くようであるとまたプラスになるかもしれないと思っている。ただ今度は3.5%のマイナスのゲタを履くことになるので、そうなるかどうかはまだ不透明である。しかし受注統計でもう一つ注目したのは、IT関連の特にコンピューター、通信機、半導体製造装置に加え、非ITである原動機、産業機械、工作機械も底打ちあるいは底打ちから反動を窺う動きを示していることで、設備投資の視野が広がる兆候ではないかと思っている。第1四半期の国民所得ベースの設備投資がどうなるかはまだ分からないが、幾つかの経済調査機関が予測しているように、仮に前期比マイナスになったとしても、少なくとも今年全般は設備投資の緩やかな伸びが続いているとの判断を変える必要がないと思う。過去の景気回復過程をみても一本調子に回復したことは少なく、振れを伴いながら上昇していくケースがほとんどであった。

次に個人消費に関連しては消費動向そのものと雇用・所得環境について

触れたいと思う。まず家計調査報告によると、全世帯の消費水準指数は、世帯人数や日数を調整した後に実質化すると、3月の前月比が-2.3%、1~3月では前期比-0.2%と弱めの数字だった。また実質消費支出は3月の前月比が-4.5%、1~3月の前期比が0%で、これらも閏年効果があったにしては弱めだった。サンプルの振れという点も含め、今後の数字で確認する必要があると思う。

雇用情勢を労働力調査でみると、3月および1~3月の就業者雇用者は前月比、前期比とも減り、完全失業率は4.92%と既往ピークをつけた。ただ、職安統計によると有効求人倍率は0.53倍と若干上がっている。一方、毎勤統計によると常用雇用者数は3月こそ若干減ったが、1~3月では前期比減っている訳ではない。毎勤統計の常用雇用者数と労働力調査の雇用者、就業者との違いは後者には公務員、事業所規模5人以下の被雇用者や契約社員、それに自営業者、農林漁業従業者が含まれる点にあり、これらの人が若干減ったのだと思う。今のところ1~3月に限ったことであるので、今後の展開をみていきたい。賃金については、毎勤統計によると3月の一人当たり名目賃金が前年同月比-0.9%となったが、これは公営企業などにおける特別給与が減ったことによる影響が大きいと思う。一方、所定内・所定外給与の緩やかな伸びは続いている。鉱工業生産指数の伸びは続いているし、2月まで発表の第三次産業指数は上昇傾向を続けているので、決まって支給する給与、つまり所定内給与と所定外給与は当面緩やかに伸びるのではないかと思う。ただ、今後の特別給与については、今年の春闘の妥結の仕方、一部民間企業の夏季ボーナスの妥協状況、ボーナス支給対象者の減少、あるいは企業の一般的な人件費抑制姿勢などを考えると楽観はできない。ここでのポイントは、公務員のボーナスは一種の運行変数であろうから、あくまでも民間部門の動きである。夏季ボーナスについては、昨年の賃金が6、7、8月と12月に前年同月比でかなり減った主因はボーナスと思われるので、それなりのウェイトを持って考えるべきではないかと思っている。毎勤統計によると、3月のパートタイム労働者は前年同月比2.8%増えたが、常用雇用者である一般労働者は0.9%減って

いる。ただし、職安統計によると新卒、新規学卒者およびパートタイムを除く一般新規求人数はこのところ増えてきているようなので、ミスマッチ失業が増える可能性はあるが、一般労働者数の減少にも歯止めが掛かり、雇用者所得の安定的な伸びに繋がっていくことが期待される。これらの点はまだ点検が必要だと思う。

次に、前回の会合の時にも触れたが、新しい日経 225 指数を大幅な銘柄変更が発表される以前の水準と比較するには、2,000 円程加えることが必要になったと思う。正確にいくら加えるのかは比較の目的にもよるので一つの答えがある訳ではない。ただ、この指数の強みであった連続性が途切れたのは確かで、TOPIX をみていくのがベターであるが、TOPIX は東証上場全銘柄の時価総額を加えた加重平均株価であるので、日経 225 のようなある種の単純平均株価をみることも時に必要になる。例えば、東証一部全銘柄の単純平均株価の方が足許比較的好調であるが、これは値嵩の大型株主導相場から、中小型低位株に物色対象が広がってきていることを示していると思う。景気との関連ではこうした市場の動きをみていくことも必要ではないかと思っている。ただ、こうした動きが続くかどうかは全く分からない。どちらにしても、新日経 225 の最近の低下は、テクニカルな側面が強く、実際には株価がこの間にそう下がっている訳ではないので、海外主要市場と比べても、比較的しっかりしているという見方でよいと思う。

最後に一つ気になる住宅地価に関する報道があったので触れておきたい。ある大手不動産販売会社が年四回行なっている首都圏 1 都 3 県の 100 以上の地点での住宅地価調査において、1 月初めから 4 月初めまでの変化率の単純平均が 97 年の調査開始以来初めて +0.7% になったということである。最近の銀行の個人向け融資姿勢の積極化であるとか、今年に入ってから予想より幾分強めの住宅着工統計とも関連して注視していこうと思っている。

速水議長

これで午前中の会合を終わり、午後1時から再開する。

この機会に5月11日の人事異動で理事の担当が替わったので、紹介をしておく。今までの企画室・金融市場局担当——この決定会合のディレクティブの執行を行なう理事——が、黒田理事から増淵理事に変わった。また小池政策委員会室長が理事に昇格し、横田前発券局長が室長に就任した。

(午後0時13分中断、午後1時1分再開)

速水議長

金融経済情勢について、午前中の意見についての追加的な説明あるいは意見があれば、ここで自由に発言頂きたい。政策運営に直接関わる意見はまた後で伺う。

中原委員

午前中消費について、業種別の限界消費性向とか、労働分配率について話をしたが、日本の中で売上高に対する有利子負債の比率が少ない企業は割と少なく、食品、電機、輸送、精密機械位しかない。また最近3年間にこの比率が改善した業種は通信業と事業所サービスのみである。これらにおいて生産は回復どころか成長しているが、それに属さないところは低迷しているか後退している。消費についても全く似たような現象がある。消費性向は、悪いところの方が高く、良い方は低い。労働分配率も悪い方は高いが、良い方は低い。消費の回復はそういう業種別の世帯主からみるとなかなか困難な面がある。

株式の話では、確かに日経の入れ替えが色々大きなショックになったが、一つだけはっきり言えることは、いわゆる波動の構成に傷がついたということである。98年10月9日の安値の1万2,879円から本年4月12日の最高値の2万833円まで7,954円上げたが、それが5月11日に1万6,882円46銭と3,950円ほど下げた。大体率にして50%下げたことになる。こ

これは採用除外銘柄のみならず、従来の採用銘柄についても波動が大きく傷がついたと言えると思う。それから、アメリカも、色々調べてみると、昨日の相場では、F O M Cが終わる前の朝方からほとんど1万130ドル台で横に這って大変珍しい感じの相場であった。それが昨日のオブザベーションであるが、ある調査によると機関投資家の投資の動向と投資のマインドというのが両方とも過去最高に近い水準であるが、その間の開きも最近記録的に乖離しているということである。もう一つ気をつけなければいけないのは、ミューチュアル・ファンドのキャッシュが記録的な低水準になってきているので、悪材料が出た場合に株価の急落に繋がりやすいということである。三番目にNYSEとNASDAQの合計の取引金額がGDPに対して何パーセントかを調べると、96年には100%位だったのが、98年になって150%、99年が200%で本年は1~3月の値を用いて99年のGDPで割ると400%になっているということで、非常に大きなインバランスになっている。従ってアメリカの株式は私は依然として極めて要警戒だと思っている。

#### 篠塚委員

今中原委員が最初に言われたのは、家計調査のデータを利用したのか。

#### 中原委員

業種の分類は鉱工業生産指数、第三次産業活動指数、それから後は家計調査である。

#### 篠塚委員

私も前に家計調査を利用して失敗しているので申し上げるが、年度合計や暦年合計などでの職業別の分類であれば良いが、景気に対する影響をみようと思って短期にして分析すると、非常にサンプルが少ないので危ないということが分かった。例えば私が先程申し上げた無職の世帯は、8,000サンプルのうちの1,400である。1,400といってもかなり大きいことは大

きいが、単月なので注意しなければならない。総務庁に聞いてもそうした指摘を受けたし、ましてや業種別はもっとサンプルバイアスがかかるので、家計調査で傾向をみるのに使えるのは、せいぜい半期位までと言われた。

中原委員

四半期の3期移動平均を使っている。

篠塚委員

それでも危ないと言われた。

中原委員

しかし、労働分配率などの分析は多分大丈夫であろう。

三木委員

先程聞き損ったので申し訳ないが、武富委員が最後に指摘された点は何であったか。

武富委員

私が言ったと記憶しているのは、企業の経営が厳しいと感じるか、厳しくないと感じるかという問題と、景気が悪いかそれ程悪くないかということが、何となく同じ尺度で主観的に捉えられている節があると言った積もりである。世の中の色々な議論を聞いているとそういう異なる二つの部分が結びついてしまった政策要請的な議論があるように見えると申し上げた。勿論大企業はそれ程でもないのかもしれないが、中堅・中小辺りの感覚的な物言いか政策に関する発言をみていると、経営が厳しいのにどうして景気がいいのかという類の論議があるといった非常に素朴な意見である。ただこれは政策を考えるうえでないがしろにはできないので、その辺もきちっと説明していきながら、我々の政策運営を理解してもらう努力が要ると思っている。

速水議長

三木委員の説明の中で、昨年 10 月から全部門前年比プラスになり、2 月からは前々年比もプラスになったという話は鉄鋼業でのことか。

三木委員

鉄鋼業である。鉄鋼メーカーは年間の内需が約 7,000 万トン位ある。製造総量 9,800 万トン位のうち 7,000 万トンが内需になる。受注であるから出来上がってお客さんのところに行くまでに大体 2 か月はかかる。2 か月先位の動きをみることになるが、この内需には非製造業の電力、ガスから始まって、ほとんどの産業が入っている。半導体も設備投資の形で入っているので幅広く川上産業から活動状況を見るメルクマールに使えると思っている。

速水議長

金額ですか。

三木委員

鉄鋼内需の受注数量である。物量を捉える形である。受注量が造船を除き全部門で前年比プラスになったことと、前々年比ベースでは全部門でプラスになったことが非常に大きな出来事である。

速水議長

植田委員はアメリカ出張で経済をご覧になって、どのようにみられたか。やはり実体経済は良いが、株その他にバブルがあるという見方で良いか。

植田委員

アメリカ人のアメリカ経済の見方では、基調的には非常に自信を持っており、日本からすると羨ましいような状況であり、潜在成長率が 3% 台後

半位と平均的な人達がみている。従って、株価が上がるのも当然だが、やや行き過ぎがあつて、その全部か一部、かなりの部分がこのところの調整でコレクトされた訳で、どちらかといえば健康的な調整であるという意見の人が多かったように思う。ただ、先程申し上げたように今後どのようなパスを辿るかについては意見が分かれていた。

#### 中原委員

ウォールストリートの人に色々聞いてみると、新規株式公募が難しくなつてきており、テクノロジーの裏付けがある会社でなかったら相手ができないということであつた。また「ドットコム」関連の会社はPERが非常に高いので、先行きに対して非常に懸念が出てきているほか、ベンチャーキャピタルが金を出し渋り始めた兆候があるということである。いずれにしても問題なのは、50bp 金利を上げたが、あといくら上がるのかよく分かり難いということが彼らの頭の中にならあるようである。

#### 速水議長

私がこの間B I Sで連銀の幹部から聞いた感じも、実体経済には今度は非常に自信を持っているが、株は行き過ぎたので、多少下がってくるということであつた。

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

#### 速水議長

他にないか。それでは今までの討議を踏まえて、当面の金融政策運営方針について、今回は一人5分程度で意見を伺いたい。また同じ順番で植田委員から願います。

#### 植田委員

私は今回は現状維持で宜しいかと思う。その背景として、午前中何人かの委員が言われたことに関連して二つだけ申し上げたい。一つは、私自身

当面景気は好調を続けるが、暫く先にやや不確実性があるという方向感で申し上げた。それに対して、例えば武富委員は暫く先についても例えば97年と比べて明るい要素があるのではないかと言われたと思う。両者はかなり違うように見えるが、違いはそれ程大きなものではないと私は思う訳であり、朝方武富委員が言われたことにも大体賛成である。ただもう一つ不安だと思うのは、いつでもそうであるが、今回ばかりは金融政策は失敗できないことである。そして前回やや詳しく議論したが、少し待つことのコストがどれ程あるか考えてみると、インフレをどうみるかとの相対でみてそれ程でもないためである。それから第二点は、山口副総裁が最後に言われた、例えばゼロ金利を解除する際にどのような段階になればいいかということであるが、自信はないが、午前中に考えたことを申し上げてみたいと思う。何度も議論してきたように、企業部門の回復が先で、その後雇用者所得の改善、消費の回復というパターンを辿るであろう。その最後のところまでみて、そこで解除するのかという議論があるかと思う。これについては、余り私としては単一の指標に焦点を当てて、あるバーをクリアしたら解除であるというように決め打ちするのはリスクが高いと思う訳であり、総需要全体の動きをみていくことでしかないと思う。ただ当面は雇用者所得動向に非常に注目せざるを得ないことは確かかと思う。もっとも、やや詳しく申し上げれば、雇用者所得のみでは十分ではないケースも沢山考え得る訳である。例えばたまたま設備投資が思ったほど伸びないとか、朝方色々議論されたような外的なショックでマイナスの要素が出てくる場合には、不安要因が強くなると思う。逆に、雇用者所得がはっきりしない中でも絶対解除できないかと言われると、必ずしもそうでもないケースもあり得ると思う。例えば、伸び始めているIT関連の投資などが思った以上に伸びて持続性があるとある程度の確度で確認できるといったことである。あるいは起こっていることは賃金から利潤への所得の再分配であるので、消費にはブレーキがかかるが、利潤にはプラスの影響が出ると思われる。この利潤の増大傾向が設備投資をさらに押し上げ、それがまた利潤に繋がっていく良いサイクルがある程度大きく働けば、それはそれでよ

いのかもしれない。そういう場合にはそれとの関連で中小企業の設備投資動向や利潤との関係を見ていくのではないかと思う。あるいはやや考え難いかもしれないが、利潤が凄く伸びることが、株価の一段の上昇にどこかで繋がりと、アメリカ的な資産効果から消費が伸びるといようなパターンもあり得るかもしれないということで、色々なケースがあり得ることを念頭に置いたうえではあるが、勿論皆さん議論されているように、当面は夏場にかけての雇用者所得動向およびその消費への影響に着目する点には、私も賛成である。

速水議長

次、篠塚委員お願いします。

篠塚委員

私は前回に引き続いて金融政策運営をゼロ金利政策を導入した直前に戻し、コールレートの誘導目標水準を 0.25% にすることが適当であると判断している。

第一の理由は、景気が民需主導の自律的回復局面に入っていると判断しているし、わが国経済が再びデフレ・スパイラルの瀬戸際のような状態に戻るリスクが大幅に後退しているとみていることである。第二は、景気が持ち直す中でゼロ金利政策を長期に亘って継続すると、その効果が行き過ぎて却ってマイナス面の影響が強まるのではないかと懸念している。この二つの点が 0.25% に戻すことを提案する理由である。

私は従来からゼロ金利政策の副作用について、所得分配面での歪みとか構造調整の遅れとかあるいはモラル・ハザードの高まりなどを指摘してきた。ところが前回の会合で植田委員からその点についての問題提起があった。本当はもう少し議論をしたかったが、前回は月の二回目の会合で時間も限られていたし、武富委員のバイアス論に議論が集まったので今日はそれについて議論したいと思う。

前回植田委員の発言の中で早期に解除するリスクは、どちらかという

小さいのではないかということであった。私自身は決してこれは小さいとは思っていないので、もし仮に早期に解除するほどのリスクがないということであるならば、そのことはもう少しきちんと国民にも説明しないといけないのではないかと思う。なぜかというと、総裁の発言を通してゼロ金利政策の継続には副作用もあるが、今はゼロ金利政策によるメリットを強く意識してこういう政策を採っているという言い方をしている訳で、早期に解除しなければならないほどリスクが大きいとか小さいとかいうような表現ではまずいのではないかと思う。その次に、前回の会合の中で植田委員が早期に解除することを意識するリスクとして、比較的大きいリスクと小さいリスクと言われた中で、小さい方が副作用だとすると、大きい方のリスクとして、インフレ懸念の高まりとか金融資本市場が麻痺しているかといったことを大きなリスクと捉えていたと思う。そのうえで現在インフレ懸念は目に見える程大きくはなく、また金融市場でも機能が麻痺している訳ではないから、早期にゼロ金利政策を解除する必要はないのではないかというご意見だったかと思う。この見方に関して、今日二点ほど質問させて頂きたい。

第一の質問は、景気の持ち直しが次第に明確になってきている状況の下で引き続き過剰な流動性を供給し続けるゼロ金利政策が適当なのかどうかという問題である。そこで、マネーサプライの水準が実体経済活動と対比するマーシャルの $k$ をみると、ゼロ金利政策を採ってから明らかに上方トレンドに乖離している。67年から最近時点までの中では、バブル期のマーシャルの $k$ が飛び出しているところと現在ゼロ金利政策を採っているところがほとんど同じような傾向になっている。それからゼロ金利政策下、マネーとほとんど同じように交換されるFBや短期債券なども一緒に入れた偏差をとるともっと密接な相関を示す結果となる。私はこれらを注目している。マーシャルの $k$ の上昇とインフレ懸念がないことが両立する一つの説明として、通貨需要が金融システム不安などに伴い予備的動機から高まるケースが挙げられるが、調査統計局スタッフの分析でも現在は金融不安は既になくなっていることが確認されている。マーシャルの $k$ の解

積も色々あるが、今私自身はゼロ金利政策を続けていっても全くインフレ懸念がないと言い切っているのかどうか疑問に思う。いうまでもなく現在は技術革新や流通革新の動きが進んでいる訳で、過剰流動性を供給し続けることが例えば1年後とか1年半後におけるインフレ圧力の高まりに必ず繋がるという確信は持てないが、逆にインフレ・リスクが高まらないという確信も持てないのではないかと思う。実際にこういうマーシャルのkの動きなどをみていると、このことについては懸念が残る。

このように政策運営を取り巻く環境が不透明な中で、日本のバブルの時、あるいは海外の中央銀行が採った経験などを踏まえると、どちらかと言えばインフレ・リスクにややウェイトを置いた漸進的なアプローチを採らざるを得ないのではないかと考える。ゼロ金利政策は短期金利がゼロになるほど大量に流動性を供給し続けるところに一つの大きな特徴がある訳であるが、私は金融システム不安が大幅に後退し、しかも現在景気の持ち直しが次第に明らかになっていると皆が思っている中で、なおかつ過剰流動性を供給し続けるというのは、实体经济活動を活発化させる効果が行き過ぎて、一般物価も含め中・長期的な経済システムの安定成長を損なうリスクが高まるのではないかと懸念する。インフレ懸念が出ていないからこれは小さなリスクではないかと言われるが、マーシャルのkのようなものをみた時にどのようにお考えか。それが第一点である。

第二の質問は、景気が本格的に回復した後でゼロ金利政策を解除した場合、金融資本市場に与える影響をどのように考えるかという点である。景気の持ち直しが次第に明確になっているにもかかわらず、日銀ではゼロ金利政策を続けている訳である。市場参加者の間では景気の回復というものを月報の基本的見解で確認し、かつ他方で決定会合における議論の結果ゼロ金利政策を継続することになる両者のギャップに対して、不透明感が高まっているのではないかと思う。今日でも一部のマスコミが例えば日銀の金融政策は月報の経済情勢に対する判断とは別な配慮で行なっているのではないかというような誤解も時々見られる。別の判断というのは、結局独立性を高めたといっても政治からはなかなか逃れられないとか、G7で

国際的な協約を迫られたのではないかと、バランスシートの問題でなかなかできないのではないかとといった誤解もあるのではないかと思う。そういう中で、我々はいつかどこかの時点でゼロ金利政策を解除するのだと思うが、その時にどういう判断基準で解除するのかというと、山口副総裁も言われたように、我々はずっとデフレ懸念の払拭が展望できた時に解除すると言ってきた訳である。国民の間でデフレ懸念に対する意識が薄れ、景気の持ち直しが続いているといった認識が浸透している中では、ゼロ金利政策を解除するタイミングにもよるが、デフレ懸念の払拭という説明が国民にストレートには受け取られない可能性もあるのではないかと思う。さらに私自身はゼロ金利政策は最初は緊急避難的に採用されたと思っているが、仮にゼロ金利政策を緊急避難措置ではないと解釈すると、通常の伝統的な金融政策と同じ枠組みで考える訳であるから、解除の理由はインフレ・リスクの高まりに対応したものとしか受け取れないと思う。その場合には市場においては政策金利が続けて引き上げられるというような観測が広がるのではないかと思う。その結果、将来の金利の見通し、さらに言えばその先の将来の金融政策に関する不透明感が強まり、一層のリスク・プレミアムの上昇といったようなことを招くリスクがないのか。これに対して景気の持ち直しに歩調を合わせるような形でゼロ金利政策を早期に解除するならば、市場の参加者は経済情勢がデフレ・スパイラルの瀬戸際にあった去年の2月に比べれば確かに持ち直しているから緊急避難的な措置を必要とする状況から脱した対応と解釈して、インフレ懸念が目に見えている訳ではないので、インフレに対応したものではないとスムーズに冷静に受け止めてくれるのではないかと思う。

以上、ゼロ金利政策を継続する場合のリスクについて前回植田委員が言われた点とそれに関連して山口副総裁も小さなリスクあるいは小さな副作用といったことについて同じようなことを言及されたので、この点について後でご議論頂けたらと思う。以上である。

## 中原委員

私は本日も提案を出す積もりである。何回も申し上げているように、今景気の循環的な回復過程において一番モメンタムの強い時点にきている。しかしながら構造調整の圧力が非常にあり、需要がついてきていない状況であることを非常に心配している。同時に財政が恐らく下半期から出なくなるので、この機を逸せず量的な緩和を進める必要があると思っている。

総論的に幾つか申し上げると、一つは企業収益について非常に楽観的と思える話が出ているが、日本の企業はスラックが沢山あるので、そういうものを選別するとかなり短期間に良くなるが、それが継続するかというと、もう一回難局にぶつからないと良くなれないところがある。ROAが一向に良くなっていないというのが、何より心配な点である。交易条件が去年の4~6月以降悪化している。1年ないし5四半期後からそれが響いてくる例が多いようなので、その影響も心配している。なお、投入産出価格で計算した交易条件は、4月は一時的にやや改善しているが、これは一時的な円安によるものであり、その後円高方向に向かっている。趨勢的に円高になってはいないが、原油価格が上がりそうであり、交易条件に十分に目を光らせておく必要がある。

次に申し上げたいことは、バランスシート不況は、まだまだ終わっていないということである。1984年末から99年末まで日銀のデータを用いて計算すると、非製造業全体で貸出が153兆円増えている中で比較的問題先が多く含まれると思われるサービス業が42兆円、不動産が41兆円、金融・保険が27兆円、卸・小売が18兆円、建設が16兆円、運輸・通信が10兆円といった凄い数字の増加になっている。そういう訳なので、バランスシート不況はなかなか終わらない。

前回会合でゼロ金利を解除すれば引き締めになると言った。ゼロ金利というのは非常に強い効き目がある量的緩和であり、擬似的なインフレ・ターゲティングである。ゼロ金利をやめるとこれがどうなるか考えなければいけない。私はゼロ金利政策は、二つの面で効いたと思っている。一つは時間軸効果であり、去年の3月以降将来の政策を明示的にコミットした

ことによって、中短期ゾーンのタームプレミアムがほとんど消滅しつつある状態になった。もう一つは流動性プレミアムの削減効果である。昨年10月に「豊富で弾力的な資金供給」ということを言ってアベイラビリティにまつわるリスクがなくなったことである。これが如何に浸透しているかは、例えば6か月先スタートのインプライド・フォワード・レートが、4月12日の総裁発言の時に0.4%超に上昇し、昨年2月上旬の水準である0.8%に比べその半分位になっていることをみても分かる。従って、ゼロ金利を止める場合には、当然反動としてタームプレミアムが拡大し、恐らく25bp上げても、それを大幅に上回る効果が出るのではないかと思う。アベイラビリティ・リスクも認識されつつある状況なので、先程触れたバランスシート不況に悩むセクターやいわゆるオールド・ジャパンに対するショックは大きいのではないかと思っている。アメリカの例を調べたが、アメリカは92年10月から94年1月までフェデラル・ファンドレートが低め誘導で3%、実質金利ゼロであった。この時の足取りをみると、まず実質GDPが91年に底入れをし、92年から反転した。それから2年遅れて、銀行の貸出が増加し始め、93年春までずっと前年比マイナスであったものが93年4月から前年比プラスになり、93年末には+5%位伸びている。その間、S&Lの不良債権問題があったが、89年から公的資金を導入し、93年10月にグリーンSPANが銀行のバランスシート調整はほぼ完了したと宣言している。こういった一連の流れ、タイミングが日本でも参考になるように思う。以上のような次第であり、本日も提案をさせて頂く。

速水議長

三木委員お願いします。

三木委員

政策判断はデフレ懸念払拭と言えるかどうかを基準に考える訳であるから、第一は設備投資に広がりが出てきているか、あるいは出ていくかと

いう点。第二は、今回は三つの過剰を抱え構造調整を進めながらの景気回復という形になる訳であるから、当然のことながらその最後にくる所得の増加には、非常に時間がかかると言わざるを得ない。そういう訳で、雇用・所得環境について、下げ止まり感が確実になるかがポイントであろうと思う。第三は個人消費が一進一停になるのかという三つに絞られるのかと思う。現時点は生産、雇用、所得、個人消費といったものの環境を総合判断する限り、デフレ懸念払拭にはなお今一步という段階だと思う。従って今回はゼロ金利政策を継続したいということである。

ここで別の切り口からゼロ金利を解除した場合の影響を考えてみたい。かねがね申し上げているように、三つの過剰を抱えた構造調整を進めながらの景気回復であるから、金融緩和政策を採ってきている訳である。そして残念ながら異常なゼロ金利に踏み切らざるを得なかった局面であった。その一番最後の局面を脱却する条件が揃うか揃わないかという点がポイントであって、さらに金融緩和によって景気回復を支えていかなければならないという問題はまだ残る訳である。そういうことを念頭に置いてゼロ金利を解除した場合の影響を考えた場合、何があるか申し上げてみたい。

第一は長期金利の上昇問題である。経済のファンダメンタルズの範囲内の長期金利上昇であると、これは許容範囲であるし、影響は軽微であるが、いわゆる悪い長期金利の上昇となると、これは非常に大きな影響が出る。しかしこの問題は金融緩和スタンスの中での微調整というように考えている訳であるし、そのように市場に理解してもらえつつあるのではないかと思っている。そういうことであればこの影響というのは限定的と言える。

長期金利の上昇となれば、金融機関があれだけの債券を持っている訳であるから、国債の含み損に繋がり、バランスシートの問題をまだ抱えている金融機関にとって不良債権償却原資を枯渇させることになる。この点、悪い長期金利の上昇は避けられる、限定的だということになれば、当然金融機関への影響も限定的だと考えていいのではないかと思う。

三番目は企業に対する影響であるが、仮に短期金利だけで上がって、長

期金利についてはそれに伴うノーマルな形での上昇としても当然企業の支払利息は増加する。当然バランスシートもまだまだ悪い状態であるから、支払利息の増加による影響は出ると思うが、現在の企業のインタレスト・カバレッジ・レイシオをみると、平成10年度決算の2.5倍から平成11年10～12月期は3.1倍まで戻ってきている。従って、この問題はむしろ金利耐久度の弱い不動産、建設、流通という三業種などに大きなダメージを与えると考えられるのではないかと考えている。

四番目は為替レートで、日米金利差が縮小すれば円高要因であろうが、今回のFOMCの利上げを考えると現時点では、日米金利差がむしろ拡がる傾向が継続される局面だろうとみられるので、これについても影響は軽微と考えられる。次に個人消費に対しては、当然個人の利子所得は増えることになるから、押し上げ効果に繋がると思う。設備投資についてみると、過剰債務返済が最優先という企業の動き、キャッシュ・フローの範囲内の投資という企業の動きを考えていくと、資金コスト上昇の影響は、これまた限定的と考えて良い。住宅投資については、住宅金融公庫の金利は上がることになるから、これは抑制的に動かざるを得ない。

こういった解除の影響もいよいよ考えなければならぬということと、今後の政策判断材料として、ここでゼロ金利を解除することが景気に与えるプラス効果についても留意していく局面にきたのではないかとと思う。具体的に言うと、この異常なゼロ金利政策のために本来個人が受け取らなければならない利子所得を企業と銀行が享受する歪んだ所得分配構造が長く続いており、これが消費不振の遠因になっている可能性もある。ゼロ金利から早期に脱却して金融資産ストックが生み出す利子所得によって個人消費が誘発される可能性がないかを考える局面にきたのではないだろうか。特に足許は企業部門の前向きな所得形成メカニズムが回り始める段階に入っているので、マクロ的に個人部門に前向きな所得形成メカニズムが回るようにバランスを取るという視点もいよいよ必要になってきたのではないかと考えている。

## 武富委員

午前中山口副総裁も少し触れていたように記憶しているが、1年少し前に、「デフレ懸念の払拭が展望できる状況」と言った時に、何をイメージしていたかということとの対比で現在の景況を検証してみる議論が一つある。それからもう一つは我々が解除の条件として設定した状況の理解と、世間が先行きの政策に対する期待を自己実現的に形成しているものとの間にまだ少し開きがある感じがする。世間が自己増殖的に期待を膨らませているイメージは、先程中原委員が色々言われたことに相当近い部分があって、景気回復の頑健性がどこから叩いても大丈夫というところまで待つべきで、構造調整、バランスシート調整も完膚なきまでにきれいにしなければならないというものである。その暁にはまさに不良債権問題にも勝利宣言ができるというかつてのアメリカの例があるのではないかというものである。これは我々の意図とやや離れて世の中がイメージを膨らませている訳であるが、そうした部分がまだ残っている。もう一つ世間にはインフレ懸念はない、ゼロ金利の副作用はないからゼロ金利を長期に亘って継続することができるのだということを自己正統化の理由にしているところがある。そういう自己増殖的に膨らんだ認識が世の中の一部に受け入れられている状況がある訳で、私共政策当局でなおよく世間と意見の擦り合わせをする余地が残されている。景気の現状は、デフレ懸念の払拭が少なくとも展望できるという流れに沿った動きで、秋口位まで経てば蓋然性としてはそういう状況が一般化する可能性があると思っている。

そういう考えに沿って政策判断をする時に、世間では相当ずれた認識をしてしまっているところをもう少し埋めていきたい気持ちがある。そうでないと、折角行なった政策の効果とか受容能力がなくなってしまう感じがする。そういう意味で、いい言葉がなかったのでバイアスという言葉を使っているが、今現在すぐに政策変更ということではないが、今言った意味の認識ギャップをもう少し埋める努力もする必要があるという意味で現状維持でいいと思う。

それから、もう一つは中原さんも三木さんもお指摘のいわゆる不動産、

建設、流通の一部における金利負担能力、抵抗力の試算を色々行なってみている。それらの状況は非常に厳しいが、小幅なものについてはそれらの業種でもまだ許容能力はあるという試算も可能と言えれば可能である。話は戻るが、今経営的にみて厳しいということと、景気の流れに沿ってマクロ環境整備のためにファインチューニングする政策とが巧く反りが合うように少し世間にも意識を変えてもらわないといけない部分があるように思う。その面でのもう一段の努力をしたいという感じである。そういう意味で結論は現状維持である。

速水議長

山口副総裁をお願いします。

山口副総裁

政策はゼロ金利を継続するという事で良いと思っている。主たる理由は午前中に申し上げたような経済についての私自身の認識であり、先々財政の役割の後退を想定した場合に今の民需の回復力の強さについてまだなにがしかの不安が残っており、そういう意味でデフレ懸念払拭の展望を十分には持ち得ないと思うからである。ただ、武富委員が言われたように、まだ日本銀行とマーケットの認識の間に若干ギャップが残っており、そこは双方の努力でもう少しギャップを埋め合うようなプロセスが必要ではないかという気もするので、それも含めてゼロ金利継続で臨みたい。

篠塚委員が提起された疑問については主たるターゲットは植田委員だったと思うので横から一つだけコメントさせて頂く。篠塚委員のご意見の前提として私が理解した限りは、景気が持ち直しつつあることはほとんどの委員が認識を共有しているとしたうえで、そうするとインフレ・リスクにウェイトを置いた政策運営に発想を切り替えるべきではないかという部分が含まれていたように思う。ここが私とは判断のギャップがあるところだと感じた。というのは、景気は確かに持ち直しつつあると私自身思っているが、今議論しているテーマはデフレ・リスクが十分に小さく

なったかどうかというところまでで、インフレ・リスクに中心をおいた議論に転換するタイミングにはまだ私は距離があると思っている。その距離感の取り方は委員一人一人違うだろうと思うが、デフレ懸念の払拭をまだ完全に展望できていないからこそ、ここまでゼロ金利を継続してきていて、私自身はもう少し継続した方が良くと申し上げたばかりであるので、篠塚委員の立っている前提と少しギャップがある。私自身にとっての問題はむしろインフレ・リスクがおぼろげながらも見えてくるまでにかなり距離があると思っている段階で何故ゼロ金利からの離脱を議論するのか、議論する正当性はどこにあるのかということである。恐らく経済が巧く連続的に動いていってくれるのであれば、比喩的にはデフレ方向へのリスクが非常に大きかったものが段々そのリスクが縮小し、いずれ下振れ・上振れ両方のリスクがバランスし合うような局面がきて、そこからさらに突き抜けるとインフレ・リスクの方が大きくなっていくというように変化していくのだろう。このスペクトラムの中で、私達は今、デフレ・リスクがなにがしか残っており、インフレ・リスクがほとんど見えていないという辺りにいるのだろうと思う。デフレ・リスクがなくなったと判断できる場合というのは、経済の成長自体がマイナスからゼロへ、ゼロからプラスへ移っていき、需要の弱さによる物価下落圧力もなくなっていくことが背後にあるのだろうと思う。もしプラス成長について持続性が見込めるのであれば、それが金利自体をゼロからプラスに戻していくべき最大の論拠ではないかと思う。プラス成長のプラスの幅がさらに大きくなっていけば、段々将来のインフレ・リスクが見えてくるかもしれないことを含意するが、そうになっていけばプラスの金利をさらに上に向けて調整していく余地が出てくるのではないか。このように考えると、ゼロ金利の異常性や副作用を余り強調するのは如何なものかと私は思う。ゼロ金利はある意味では確かに異常かもしれないが、異常さを解消するにはゼロでなくすれば良い訳であるので、そこから先にどういう発想で進むのかという非常に大きな問題が出て来てしまうと思う。だから発想の中心には経済成長そのものの下振れ・上振れリスク、日銀にとっては、需要の強弱を軸とする物価の上振れ・

下振れリスクの比較考量を基軸にしながら政策を考えていった方が良いのではないかと思う。篠塚委員の提起された問題の極く一端にしか触れないがコメントさせて頂いた。

速水議長

次に藤原副総裁をお願いします。

藤原副総裁

デフレ懸念払拭の条件としてこれまで議論して来た中で、枝や葉っぱを除いた幹として残っているのは、家計の所得環境がこれ以上は悪化しないかどうかというチェックポイントだと思う。勿論何が起こるか分からないといったような外的要因が色々あるだろうが、ざっくりいえば、残っている問題は家計の所得環境がこれ以上悪化しないかどうかということだろうと思っている。その詰めが残っているという意味で、ゼロ金利政策の継続を今回も支持したい。

このところ議論になっている市場とのコミュニケーションについて一言言いたい。私達はゼロ金利解除のショックを和らげるためにできるだけ率直に日本銀行の景気・物価判断やゼロ金利解除の条件をこれまで世間や市場に説明して来た。この結果市場との理解の共有はそれなりには進んで来たと思う。この進んで来たという点は、イールドカーブなどからみて概ね年内のゼロ金利解除が織り込まれていることにも表われている。具体的な解除時期については、株価の動向に左右される度合いが強かったり、色々な要因、心配事があるので市場の確信が持てないようである。考えてみれば、それは当然のことで、私達自身も一定のシナリオを前提としている訳でなく、毎回の決定会合でその時々をの情報を材料に判断して来ているからである。また市場の期待形成は、例えば国際会議や政治日程といった経済情勢判断以外の要素に影響され過ぎていることにも留意する必要がある。市場とのコミュニケーションといっても市場の思惑どおりに政策を決定する訳ではない以上、ゼロ金利解除の方向性なり考え方がある程度の

幅で理解されていけばそれでいいのではないかという気がする。先程武富委員が言われたような市場とのギャップを埋め合うことに思いを致す訳であるが、私共のサイドからのコミュニケーション・ポリシーは、家計の所得環境はこれ以上悪化しないかどうかということを中心にして色々な状況をこれから分析し、その判断を世の中に示していくことである。例えば今回の政策決定会合が終われば19日にはこれから審議する金融経済月報、およびそれを巡る議論が総裁会見の形で発表される訳であるし、4月の決定会合の議事要旨がその数日後に公表される。それにこれまでも週ベース、月ベース、四半期ベースの色々な発表される数字を巡って議論を行ないかつコメントしていくこととも合わせてコミュニケーション・ポリシーの材料になっていくのではないかと思う。今からみはるかす近い将来を展望しても一連の指標や本年1~3月のQE、6月短観などがある訳で、そういったことから我々サイドとしては一種のコミュニケーション・ポリシーを展開できるのではないかと思う。いずれにせよ現状維持である。

速水議長

それでは田谷委員をお願いします。

田谷委員

デフレ懸念の払拭が展望できるということは、先行き需要の弱さによる物価低下圧力が十分小さくなることと定義されてきた。別の表現で言うと、民間需要の自律的回復が展望できる状況ということになる。民間需要の主たる柱は、設備投資と個人消費である。今回の回復局面でも設備投資から立ち上がり、現在はその後の広がりなどに注目しているところである。さらに個人消費の行方を見守っている訳である。昨年4月以降ゼロ金利解除のバーを徐々に高めてきたという解釈を私は採らない。現在特に消費動向に加えて、所得・雇用環境の点検が必要なので、ゼロ金利政策の継続が適当と思う。消費者物価動向などからみても、点検の時間的余裕はあると思う。

ここで二、三コメントをさせて頂きたい。一つには所得状況を点検するに当たり、確かに藤原副総裁が言われたように、夏のボーナスさえ良ければというような過度のウェイトを置くことは必ずしも適切ではないと思うが、やはりそれなりのウェイトは持って考えていくべきではないかと思う。篠塚委員が雇用者段階の動向をみるのがポイントであると言われたが、確かにそうではあるが、例えば労働力調査の雇用者は就業者の大体8割位であるし、毎勤統計の雇用者はまたその8割位であるから、かなりそこに入らない人もいる。私も主としてそういった毎勤統計などの雇用者の賃金動向がポイントになってくるとは思うが、もう少し幅を持って色々な資料もみていきたいと思う。これは植田委員に助け船を出すということではないが、植田委員が前回言われたのは、私が理解する限り、早期にゼロ金利を解除することによるデフレ懸念と遅れてインフレ懸念になるリスクを比較考慮すると、早期に解除してデフレ懸念が起こる可能性の方が高いのではないかということであったように思う。私もどちらかということそちらにウェイトを置いて、ゼロ金利維持のスタンスを採っている。構造調整の遅れを拍車する点については仮にゼロ金利を解除して0.25%にしても超低金利には変わらないから余り影響はないのではないかと植田委員は言われた気がする。それと短期金融市場の機能麻痺についても、確かに規模は小さくなっているがそう目立った機能障害も目につかないとも言われたと思う。私も基本的にはそうだろうと思う。現状インフレ・リスクを議論するとすると、今の長期金利の状態をどのように理解したらいいかということも疑問に思う。先程ゼロ金利維持が適当であると申し上げた後に消費者物価情勢などを考えると時間的余裕があるのではないかと言ったのはその意味である。確かに長期金利の今の水準を説明するためには、植田委員が以前説明していた以外にも色々な仮説がある訳なので、必ずしもインフレ・リスクと長期金利水準をイコールで結び付けて議論することはできないが、山口副総裁も言われたように、今インフレ・リスク議論をするタイミングなのだろうかと思う。今私が申し上げた点は、これから多分議論になる点だと思うので、この辺で止めておく。

## 速水議長

それではここで、私の見解を述べさせて頂きたいと思う。ここ1か月の金融経済情勢をみたところでは、全体として、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流れは、しっかりと維持されているように思う。注目している民間需要を巡る動向についても、皆様指摘のように輸出や生産の動きはさらに強まっているし、設備投資も増加を続けるといったようなことで、企業部門の前向きな循環メカニズムが一段とクリアになってきている。家計部門でも、コンフィデンスの改善に加え、所定内給与や時間外給与が着実に増えてきている。夏のボーナスについては、ご指摘のように構造調整やリストラの影響が集約的に表われる分野であるから、元々大きな伸びは期待できないと思う。前年を大きく下回るといったことさえなければ、いわゆる環境の底固さは維持されているとみてもよいのではないかと思っている。

物価の面でも、原油価格上昇の影響とか、技術革新、流通革命に伴う低下圧力といった外生的な要因だけでなく、国内需給バランスの改善が、国内卸売物価の下支え要因になっている。

金融市場では、4月半ば以降、株価が不安定な動きを続けているが、日経平均の銘柄入替の影響を除けば、全体として少しずつ持ち直しているし、日本経済に対する信認は大きく揺らいでいるとは思わない。従って、私はゼロ金利政策解除の機は熟しつつあるという考え方を強めている。

これも何人かの委員から指摘のあったとおりで、あとは所得環境周りをもう少し確認できれば、ゼロ金利解除の条件が整っていくものと思う。差し当たり気になることが二つ位あると思う。一つは企業の3月決算の実態で、5月の終わりから6月にかけての決算役員会を経て、株主総会に備えて決算の実態を公表すると共に、これからの経営方針などを発表するところが相次いでいく。そういうものをもう少しみていく必要があると思う。もう一つはアメリカの0.5%の金利引き上げが昨日行なわれ、その影響はもう少しみないと分からない。特に内外に大きな影響が出てくるのかどう

か、金利を上げて株価が上がっていくのは余り正常な動きではないように思う。アメリカの人達の話の聞いても、ここへきて失業は減ってきたが賃金が上がってきて、それが経済、物価の上昇に繋がり、少なくとも先月はCPIの上昇が大きかったというように、方向としてはそういう方向にある。同時に、オーバースpendingという実態はそう簡単に消えるものでもないし、貯蓄なしに経常収支で非常に大きな赤字を抱え、しかも株が上がっていくというのは、余り健全な方向ではないように思う。そういうものが他の国内および海外、特にユーロがこれをどう受け止めて当面の為替の下落対策を打っていくのかとか、日本の株価がどうなっていくかを見極めなければ本日の段階で新しい施策を論じるのは無理だと思っている。そういう状況であることを前提にして、本日はゼロ金利の継続を支持したいと思う。

なお、日銀はデフレ懸念の払拭に向けた着眼点を設備投資、個人消費、雇用・所得環境、さらにはボーナスと次々に変えているのではないかと、というような指摘が耳に入ってきている。これは誤解であり、我々は民需の自律的な回復力という着眼点を一貫して維持してきた積もりであり、そのためのハードルを一つ一つ越えていくということでここまできているのだと思う。

さて本日も含めてこれまでの会合ではゼロ金利政策の解除を巡る考え方について様々なご意見が出された。私自身もゼロ金利は異常であるという言い方を何回かしている。最後にその辺りの考え方を先程から議論が出ているので整理してみたい。ゼロ金利政策は昨年2月に日本経済がデフレ・スパイラル瀬戸際という状態に陥った際に採用した政策である。いわば異常な経済情勢に対応した極端な金融緩和政策と言えらると思う。その後日本経済は大きく改善して民間部門の循環メカニズムも前向きに動き始めている。過去の経験に照らしても経済が改善を続ける下でこうした極端な金融緩和政策を続けると目に見えないところで様々なリスク、例えば将来の大きな金利変動や経済活動の行き過ぎなどのリスクが蓄積される可能性が大きくなる。確かに現段階でそうしたリスクを特定化することは難

しいが、経済の先行きには常に大きな不確実性が伴うと思う。その中で適切な政策運営を行なっていくためには不確実性をもたらしかねない要因を全て潰していくよりも、経済の情勢をチェックしながら漸進的に、つまりグラデュアルに進んでいくことが必要だと思う。ゼロ金利解除もこういう考え方に基づいて、「経済の改善に応じて極端な金融緩和の度合いを調整する政策」といえる。昨年4月に「デフレ懸念の払拭の展望」という敢えてインフレ・サイドのリスクに言及していない基準を採用したのもこういった対応を予想したものと考えている。異常な政策を正常化したといっても、それをこれからどのように動かしていくかはその都度考えていかななくてはいけないことで、先のことも十分考えていく必要があると思う。「経済の成長率が何%を越える」とか、あるいは「インフレ・リスクが見えてくる」といった新しい基準を持ち込むよりも先にデフレ懸念の払拭というこれまでの方針に基づいて済々と判断していけば良いと考えている。

これまでの討議を踏まえ、当面の金融政策運営についてまだ他に意見や議論があれば自由にご発言下さい。

#### 篠塚委員

雇用・所得環境に焦点が絞り込まれてきたが、私は雇用者に注目する場合、雇用指標をまずみるべきであると申し上げたのに対し、田谷委員は少し就業者にも目配りする必要があるのではないかという話であった。勿論最終的にはそこまでみていかなくてはいけないが、今は内需の自律的な回復力を見定めるために、企業の設備投資がどう出るか、雇用を増やしていくか、それが所得に繋がるか、消費に繋がるかウォッチしている段階なので、周辺の就業者のところまで直接影響が及ばないのは仕方がないのではないかと思う。全然見ないという訳ではないが、今見ようと思うところがしっかりすれば周りに余波がおよび色々な仕事が回っていく訳であるから、差し当たっては毎勤統計の事業所が人を雇うか、パートを雇うか、時間外給与が増えていくか減っていくか、賃金は増えているのか、そこを一番先にみるのでやむを得ないのではないか。

それから、二番目にインフレ・リスクに関連して、長期の金利をみても時間的余裕があると言われたが、私自身は今長期金利が1.7%とか1.6%とかで安定しているのは、本来ならば長期金利に一応景気のシグナルが反映される訳であるが、ゼロ金利政策を採っているために、それが巧く機能していないのではないかとみている。本来景気が持ち直しているならば、そこに期待成長率が入り、もう少し動くべきであるが、ゼロ金利政策でほとんど金利観のようなところがはっきりしないような状況になってきているので、今インフレについて直接どこを見れば良いかが分からなくなっている。

前回植田委員がゼロ金利解除を遅らせても当面インフレ懸念はないと言われたが、インフレがもしかしたら将来起こるかもしれないと思って注意しなければいけないものとしてマネーサプライがある。そこでマーシャルのkが、バブルの時と同じような形で上昇していることについてどのように考えているかそこだけ質問したい。

#### 田谷委員

短くお答えする。毎勤統計の特に一般労働者をみるのが中心だとは思いますが、例えば毎勤統計の雇用者と労働力調査の雇用者は1,000万人位差がある。しかもそれと就業者の間にも1,000万人以上の差がある。自営業者が減ってきているのも一つの現象である。であるから、毎勤統計から労働者の賃金動向をみていくことが中心であるが、なぜ他のものも見なければいけないと言ったかということ、1~3月の数字が結構違うからである。この1~3月は前年と比べると労働力人口もかなり下がっているし、それ以上に労働力調査の就業者とか労働者も減っている。しかし、毎勤統計の雇用者は前年比で多分0.2%位しか減っていない。こうしたことがどうしてなのかもやはりみていかなければいけない。中心となるのは常用雇用の特に一般労働者のところだと思う。だからこそ、パートを含まない新規求人数が今年の9月辺りを底に増えてきているから期待は持てるということも言った訳である。先程他の委員も言われたが、この統計が最も大事だと、

決め打ちで判断するとはみ出す部分があるのではないかというのが私の立場である。第二点の長期金利については、確かに今年の1月のG7直後の長期債市場のリアクション——特に1月のG7直後にゼロ金利政策の解除が遅れるのではないかという思惑が強まって長期金利が1.6%台まで下がったこと——があるし、長期金利になにがしかの影響があることは事実だと思うが、ゼロ金利が現在の長期金利水準にどの程度影響を及ぼしているかについては、高々0.1%位のものではないかと暫定的に考えている。長期金利水準は、資金需給や先行きの名目成長率の見方、あるいは円高期待であったり、総裁がいつも言われる非居住者の国債保有比率が低いといった、色々な要因が絡まっているとは思いますが、中心は先行きの経済と物価動向を反映して動くものだと思う。最後のマネーサプライの件については、私も当初マネーサプライのことを申し上げた訳であるがここにきて通貨需要が非常に不安定な訳である。今回の例えばM2+CDの動きにしても、調統の説明でかなり分かった部分があるが、必ずしも今までのルールを適用できると考えるには非常に難しい局面ではないかと思う。

#### 篠塚委員

今田谷委員が言われた中で、最初のはみ出したところをみるべきという点には私も賛成であるが、民需の自律的回復力のスタート台となる企業行動をみる時には、雇用、賃金、時間を一連の流れとして俯瞰できる統計は毎勤しかない。それに対して労働力調査は家計をベースに家計が申告するものなので、時間と頭数だけは捉えられるが、それと整合的な時間、賃金は必ずしも得られない。だからといって労働力調査は失業率の根拠でもあり、経済指標の中で重要な位置を占めているので重要であるが、最初は賃金、時間・雇用が入っている統計に着目するので宜しいのではないか。はみ出したところを見ないというのではないので、結論は同じであるが。

#### 速水議長

他にあるか。植田委員は宜しいか。

## 植田委員

今の議論で答えが出ているので、私から申し上げるまでもないが、手短かに申し上げる。ゼロ金利解除の条件についてはインフレになるまで待つのではなく、繰り返し議論してきたように、デフレに陥るリスクがなくなることが展望できるまでということである。その裏返しとして総需要の弱さによる物価下落圧力に着目するのだと思う。そのうえで、ゼロ金利解除のタイミングが非常に遅れてしまった場合の最大のリスクとしては、当然裏返しの論理でインフレになるリスクがある訳であるが、結論的にはそのリスクは今のところ少ないと思う。逆にデフレの再発生のリスクをまだ心配している。マネーが伸びていて例えば経済活動との関係で急上昇していることのインフレとの関係についてのインプリケーションは、先程田谷委員が言われた点に尽きると思う。一般論としては心配しなくてはいけない現象であるし、その点を忘れてはいけないが、マネタリーベースでいうところ3、4年程非常に貨幣需要関数が幾つかの要因によって不安定になっている。このため、マネーと物価ないし実体活動との相関関係が過去より格段に弱くなっていると思う。幾つかの要因は、篠塚委員も言われた金融不安もあるし、金融不安の程度の問題、それから昨年から現在にかけてはY2Kとか、足許では郵貯が予備的動機でキャッシュを沢山持ってしまったというような要因がある。こうしたことから、全世界的にも貨幣供給量、あるいはその何らかのバージョンを金融政策の中間目標として使っているという立場は支持者が非常に減ってきている。より直接的に物価をみて、インフレ・リスクをかなり重大なものとして捉えるべき兆候があるかということ、肌理細かくみてもそうしたリスクは余りないかなと思う。あるとすれば、アメリカ等の経済が過剰に加速した時に、国際商品市況を通じて影響が及んでくるところはみておかなければいけないと思う。

## 篠塚委員

マーシャルの $k$ などをどのようにみているのか。マネーのGDPに対す

る比率がかなり上昇してきていることはどのようにみているのか。

#### 植田委員

M2+CDは少し弱まってきているが、名目GDP以上に伸びている訳である。その理由は今申し上げたように、普通は金利と実体経済活動で貨幣需要が説明できるが、それ以外の部分が不安定に変動しているためそれができなくなっているということだと思う。

実体経済が良くなってきているようなのに、金利を動かさないのはどうしてかという質問があったが、それは前に私が申し上げた言い方を繰り返せば、暫く前までの望ましいコールレートは、例えばマイナスであった訳であるが、それがマイナスの中で段々上がってきつつあるというように比喩的に解釈すれば宜しいのではないかと思う。あと、武富委員が言われた我々の経済の意識とマーケットないし、世間の認識とのずれについて一言だけコメントする。市場は存在する全ての構造問題が完全に解決するまでは何となくゼロ金利が解除できないのではないかと思って、色々な価格をつけているかということそれはそうでもないと思う。つまり、例えば午前中にも説明があったような金先レート等をみると、解除の時期は今年の9月から来年3月の間位というような形になっている。しかし、どうみてもそこまでの間に全ての構造問題が解決するとは思えないから、やはり構造問題からくるデフレ圧力の中でそれを上回る循環の力が強くなり、経済全体が循環的に上向いていくかどうかによって、我々がゼロ金利解除を決めるのではないかとみていると思う。それでは物足りない部分があるということからすると、例えば0.25%に上げた後、さらに上げていく可能性については、金先では今のところそれ程織り込んでいない。我々としてもまだそこまでは自信がないと思うので、我々の中で早めに解除したいグループがあるとすると、そことマーケットとの差は、それ程物凄いギャップがある訳でもないような気がする。

#### 武富委員

マーケットの情報から読み取れる部分は、今植田委員指摘のように物凄  
いギャップがある訳では必ずしもないと思うが、主として財界とか産業界  
とか実体経済を担っている方々の主観的な部分には若干ギャップが残っ  
ていると思う。そこまで金融政策が考慮すべきかという別途の問題はある  
のであろうが、できたらなるべく幅広く世の中に納得性を持ってもらっ  
ておく方がいいということである。現実問題として構造問題は現に存在し、  
もしそちらの方に政策の軸を合わせるのであれば、我々が使っている金融  
政策の尺度をどこかで変えないといけない。マーケットとは比較的質的に  
埋められない差はないと思うし、ギャップは広くもないと思う。私が言っ  
ているのはもう少し外側の世論の部分である。

#### 速水議長

外側と言われるのは。

#### 武富委員

外側というのは、端的に言えば広い意味の産業界である。

#### 三木委員

今武富委員が言われたように金融のマーケットを担っている人達は相  
当勉強しているし、それぞれポジションがあるから、良く理解している。  
その裏にある経済を支えているのは、産業界であるが、その人達の考え方  
には、武富委員の言ったようなところがある。つまり、金利は今ゼロであ  
り、異常な金利を正常に戻すだけで、金融緩和スタンスは変わらない訳で  
あるが、ゼロから上がるというのはどんな水準でも切り上げであって、金  
融引き締めだという受け止め方になる。それでは今金融引き締めを行なう  
ポジションか、経済が全体として完全に自律回復を見通せるポジションに  
なっているか、というところではないという受け止め方である。だからそ  
このところは非常に大きなギャップがまだ残っている感じがある。

### 篠塚委員

今の三木委員の話が続ければ、ゼロ金利を解除する時はデフレ懸念はすっきりしないのだから、経済がかなり強気になっていて次から引き締めだと受け取るということか。

### 三木委員

そうである。つまりゼロからでもそうであるし、3%からでも、2%からでも上がるものは引き締めだという受け止め方になってしまう。それがたまたまゼロまでいってしまったものであるから、余計そのところにギャップがあるのではないかという点で武富委員の見方に賛成である。ここを何とか埋めなければならない。

### 田谷委員

私も全く同じ感じを持っている。武富委員が言われたとおりであるし、先程の執行部説明の中でもマーケット関係者とそれ以外の人の間にはギャップがあると言われていた。前回も申し上げたが、市場との対話という場合、我々の側に市場を引き寄せるだけではなく、そこにかなり大きなギャップがあった場合、市場の側からどういう要因をみてそういうことを言っているのかをみてみないといけないと思う。G7直後のマーケットの動きであるとか、新聞報道等をみると、政治要因を大きく考えたりしている訳である。それに対して総裁はそんなことはないと言われるが、その辺が大きな要因かと思う。

もう一つ、先程篠塚委員と植田委員の論争に関連して私が申し上げたことと矛盾するかもしれないが、マネーサプライをみていないかというところとそうではないと思う。ヨーロッパの金融資本市場あるいは為替の動向、アメリカの経済・資本市場の動向をみると、なにがしかマネーサプライの伸び率が高いことと関係があるのではないかと考えている。非常に矛盾した言い方かもしれないが、予備的動機その他によってつい最近まで経済実

体に対して貨幣需要がかなり強かった訳であるが、しかしいつまでもそうかというところでもないのではないかと思う。やはりこういう量的な金融指標は、忘れた頃とても大事になってくると思う。

#### 速水議長

言われることは私ももっともだと思う。しかし昨年2月のあのような危機的な状況と比較して、現状はどうかとみると、これは誰でも分かることであり、明らかである。一方で資本主義一般の元になるような金融市場をみると、インターバンク市場が小さくなってきている。無担保の大きな金額を翌日物とはいえほとんどゼロで貸しているのは非常におかしなことだと思う。極めて単純な言い方をさせてもらえば、金利を上げるということは、債務者には非常に厳しいことであるから、産業界や国債発行者である政府としては困るであろう。一方債権者は誰かということ、1,360兆円の金融資産を持っている家計である。年金生活者などがどれだけ不平不満を持っているかというのは想像に難くなく、債権者の立場というのはそういうものだと思う。中央銀行としてはそうした全部を考えなければいけない。産業界の代表ではなく、銀行券を発行している中央銀行として、そのところをよく考えて決定していかなければいけない。

#### 山口副総裁

武富さんが言われた産業界の問題というのは、先程は確か不動産、流通、建設だったか。

#### 武富委員

不動産、建設、それから流通の一部である。

#### 山口副総裁

そういう典型的なところを例に挙げられていたと思うが、そういうところがすっかり立ち直ってくるまで待つということは、要するに構造問題に

金融政策で立ち向かうという話になっていく訳であるから、これは全く異質な発想だと思う。我々はやはりマクロ経済、あるいは物価に焦点を当てて考えるということしかできないと思っている。

#### 武富委員

全くおっしゃるとおりである。ただ、そういう認識が極く普通に受け入れられているかという点と必ずしもそうではない局面や場面に往々にして直面する。何か政策を動かす時にはそこまで踏み込んで深く考え、政策変更を行なった方が良いという趣旨で申し上げている。

#### 三木委員

マーケットとの対話、対話と言っているが、マーケットだけではないということである。そこをやはり考えていかなければいけない。しかし最後に決めるのは我々であるから、どこかで割り切らなければならないが、まだそこに行くまでにもう少し工夫や枠組が考えられるのではないか。

#### 中原委員

武富さんがこの間平行棒と言われたのはなかなか巧い表現と思う。オールド・ジャパンをどうするかという話である。

#### 武富委員

オールド・ジャパンをどうするかという問題は 20 年来の問題である。そのことと先程申し上げたミクロの企業経営が厳しいということとは私の心の中ではほぼ同義である。これに対しては構造問題での対応がないといけないのであって、あくまでマクロ政策は環境整備だという古くて新しい単純、素朴な原則へ戻って判断をすべきだと思う。金融政策でオールド・ジャパンを支えようというのはやや力み過ぎだという感じはする。

速水議長

それでは取り纏めに入るが、その前に政府からご出席の方々にご意見があればお願いします。

小池経済企画総括政務次官

まず最近の経済動向であるが、各種の政策効果やアジア経済の回復などの影響に加え、企業部門を中心に自律的回復に向けた動きも徐々に現れており、景気は緩やかな改善が続いている。しかしながら完全失業率がこれまでの最高水準で推移し、また企業の本格的なリストラが実施されつつあるなど雇用・所得環境はなお厳しい状況にある。こうしたことから個人消費の改善傾向が定着するには至っておらず、企業部門を中心とした回復の動きがまだ家計部門には波及していない。またアメリカ経済の先行きには不透明感も見られる。

政府においては今後公需から民需へのバトンタッチを円滑に行ない、景気を本格的な景気回復軌道に乗せていくよう経済運営に万全を期する方針である。

日本銀行におかれては、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。

また先程少しお話があった家計調査については、最近家計も担い手が色々と変化が生じてきているし、また単身世帯の増加などもあるので、総務庁と経済企画庁合同でどうしたらよりきめの細かい統計が取れるのかという研究会を発足させた。早期にその結論を出して実施できるよう取組んで参りたいと考えている。

原口大蔵省総務審議官

わが国の経済の現状認識については、今経済企画庁からお話があったのと同様の認識をしている。景気は緩やかな改善が続いているが、全体とし

てまだ需要の回復が弱く、厳しい状況をなお脱していないと考えている。また、これも今日ご議論が色々あったように、米国における株価の動向等を背景に、このところ株式市場においても不安定な動きも見られる。

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、景気を本格的な回復軌道に繋げていくために、万全の体制を採って参ったが、引き続き今後とも、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思っている。

また、平成 12 年度予算における公債依存度が 38.4% となるなど、わが国の財政は危機的な状況にあることを踏まえると、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 21 世紀のわが国の経済・社会のあるべき姿を展望し、根本的な視点に立って必要な措置を講じていかななくてはならないと考えているが、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したいと考えている。

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。以上申し上げた政府の経済財政運営の考え方等につき、ご審議に当たってご理解を賜るようお願いする。

速水議長

それでは議案の取り纏めに移りたい。先程の委員方による検討によれば、当面の金融市場調節方針についてはゼロ金利政策を継続するとのことご意見が大勢を占めていたように思う。そこで私の方から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委員は篠塚委員と中原委員か。

[事務局より議案配付]

それでは事務局から配付された篠塚委員案、中原委員案、議長案の順で読み上げてもらい、その後篠塚委員、中原委員から議案の説明をして頂く。

#### 雨宮企画室企画第1課長

それでは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2002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、2001年1～3月期のマネタリーベース（平残）が前年同期比で15%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。」。マネタリーベース平残に対する注は、「新ベース」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5月17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、中原委員の順で議案の説明をして下さい。

篠塚委員

私は既に申し述べているので結構である。

速水議長

中原委員お願いします。

中原委員

時間が大分経過してきたので若干内容を変えている。一つは消費者物価目標の達成の期間を従来から1年先へ延ばした。それから金融政策の発動から効果が出るまでに2年程度のタイム・ラグがあるし、現在のような経済の状態が悪い時にはもう少し長いかもしれないので、マネタリーベースの達成を狙う期間を半年先に延ばした。目標とするマネタリーベースの平残は10%であるが、新しいベースになったので一応計算し直し15%程度という結果を得たのでそれに変えている。

提案理由の一つは景気の循環的な回復が特に1月以降非常に強くなって、前の山である93年3月の一致指数コンポジット・インデックス94.5に非常に近くなったが、反面伸び悩みも見られ、また長期先行指標等にも将来景気の屈折を示唆するような兆候が出ている。そういった中で循環の回復圧力をなるべく高め、インフレ懸念がない限りできるだけ成長率を加速すべきであると思っている。それから特に本年度の下期以降、私の見込みでは財政面での刺激効果がマイナスになるか激減すると思うので、それ

が残っているうちに金融政策をシンクロナイズさせてできるだけ成長率を高めようということである。それから三番目は、以上のような経過の中で特にアメリカの金融資本市場に色々不安定な兆候が見えているので、そういうことから一層の加速が必要であると思う訳である。それから、ゼロ金利政策は解除するか、継続するかの非常に非連続的な政策で、フレキシビリティが段々なくなってきているので、量を調整することで自由度を高めてフレキシブルな対応をした方が良いと考えている。最後にCPIの目標を明示的に提示するのが日銀が物価の安定に責任を持つ以上当然であるし、その背後にあるGDPの成長率、経済のパス等についても、フォワードルッキングでプリエンプティブな金融政策を行なうために分析し公表することが有効であると考えからである。以上である。

速水議長

何かご質問なり追加的な討議があれば、どうぞ。宜しいか。

それでは議論が出尽くしたところであるので、採決に移りたいと思う。それでは篠塚委員案、中原委員案、議長案の順で一つずつ行ないたいが、ご異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

ご異議がないようなので、採決したいと思う。

[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

横田政策委員会室長

篠塚委員提出議案の採決結果についてご報告する。

賛成 1、反対 8、反対多数で否決された。

速水議長

それでは次に中原委員案を採決して下さい。

[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

横田政策委員会室長

中原委員提出議案についての採決結果をご報告する。賛成 1、反対 8、  
反対多数で否決された。

速水議長

それでは議長案について採決をお願いします。

[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

横田政策委員会室長

議長提出分について採決結果をご報告する。賛成 7、反対 2 の賛成多数  
で可決された。反対は中原委員と篠塚委員である。

## 速水議長

それでは賛成多数で議長案が可決された。なお、篠塚委員、中原委員は反対とのことであるので、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

第一番目に既に景気が民需主導の自律的回復局面に入っており、経済が再びデフレ・スパイラルの瀬戸際に陥るリスクは大幅に後退していること、二番目にこのように景気が持ち直す中でゼロ金利政策を長期に亘って継続すると、その効果が行き過ぎて却ってマイナス面の影響が強まると言うこと、以上である。

## 中原委員

反対理由の第一は景気回復過程が循環的に進み、いよいよピークに近づいてきた中で、年度下半期からの景気屈折の影も見えているし、特に来年度以降は公的な資本支出についてかなり大きなマイナスが見られるので、現在のゼロ金利では不十分である。このアップスイングの間にさらに強力な手を打つべきであるというのが第一の反対理由である。第二はゼロ金利は解除するか、継続するかという二つのチョイスしかないが、これまでの情勢をみていると時間軸の効果として中短期ゾーンのタームプレミアムがほとんど減ってきているか大幅に削減されてきている。流動性プレミアムについても大幅に削減されている。もっと大雑把にいうと、中期・短期ゾーンについてはイールドカーブについて自動安定メカニズムが働き始めている状況であるので、余程巧くゼロ金利を解除しない限りタームプレミアムが大幅に拡大し、アベイラビリティ・リスクが再認識され、単なる解除ではなく、金融の引き締め効果がかなり出ると思っている。その場合はオールド・ジャパンに対するショックは予想以上に大きいと思っているので、そういった意味でゼロ金利政策には反対である。第三に、しかるが故に、ゼロ金利政策はいつまで続けるのか良く分からないファ

ジータ政策であると思うし、具体的に何をみるのか、どういう状態になったら引き上げるのか具体的にコミットできないでいる。そういう状況のなかでゼロ金利を解除すると、アフターケアは非常に難しいと思うので、私は量的レジームへ移った方が良くないと思ひ反対した。以上である。

速水議長

それでは採決が終了したので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、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。増淵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に指示するのでお願いします。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ということで宜しくお願いします。

## V. 金融経済月報の検討

速水議長

それでは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ので、本日のこれまでの議論を踏まえてご検討をお願いします。調査統計局の吉田企画役と企画室の雨宮企画第 1 課長からポイントを説明して下さい。

吉田調査統計局企画役

それではまず実体経済部分のポイントを説明する。総論部分は設備投資に関する表現を若干強めたことを受け、表現を修正し、極く僅かであるが前月比前に進めている。具体的には、民間需要の書き方を「民間需要面でも、設備投資の緩やかな増加が続くなど、一部に回復の動きが見られる」と、前月の「設備投資が緩やかながら増加に転じるなど」から少し進めている。

各論については設備投資で、先月まで「緩やかながらも増加に転じている」としていたが、今月は「緩やかな増加が続いている」とIT分野等でさらに設備投資増額の動きが見られることを受けて進めている。それ以外はマイナーな修正である。最初の純輸出については先月まで「海外景気的好転を背景に増加傾向を辿っている」としていたが、これは昨年11月以降半年間位言ってきたもので、好転と続けるよりは、「堅調に推移している」が良いかと思い「堅調な海外景気を背景に増加傾向を辿っている」とした。住宅投資については「緩やかに減少している」という見方を変えていないが、「基調としては」という言葉を加えている。これは最近の住宅着工の指標がやや技術的な要因から住宅金融公庫の申込件数が低い割には高めの数字が出ているような事情によるものである。先行きに関する記述部分は前月と同じである。

物価については、現状、ないし足許の表現を統計の動きに即して変えた。具体的には輸入物価では、先月は基調としては上昇しているという表現であったが、実際の輸入物価の推移をみると先月末対比でも前年比でもOPEC総会直前位から原油価格が一旦下落した時の原油が入着してきており、若干上昇幅が縮小しているので、そういう表現にしている。逆に卸売物価は、先月まで横這いの動きとなっていたが、これまでの原油価格上昇を受けた石油・非化学製品の上昇等が出ており、「幾分強含んでいる」という書き方にしている。消費者物価についてはご質問があったが、ハンバーガー要因で民間サービス価格が下がっているので、「やや弱含んだ」と淡々と変えさせて頂いている。物価の先行きについて先月まで「総じてみれば、物価は概ね横這いで推移するものと考えられる」と書いていたが、よくよく中身を見ると「総じてみれば」と「概ね」ではややくどいので、それ以上の他意はないが「概ね」という言葉を取っている。

雨宮企画室企画第1課長

金融の方では若干表現を三点変えている。冒頭の市況動向の中の株価のところ、ご議論頂いているような指標の問題があるので、ここでは「指

標によりまちまちの動きがみられるが、総じて見れば、米国株価の急落を受けて一時大幅に下落した後、持ち直し傾向を辿った」と書いている。「総じて見れば」という文言で念頭に置いていることは二つあって、一つは日経平均でいえば2,000円強を修正して評価するということと、その他の指標を合わせて見ればという二つをイメージしている。先程申し上げたが、金融経済月報の図表では日経平均とTOPIXの両方を書くことにしている。資金需要は4月の前の表現をみると、「設備投資などの実体経済活動に伴う資金需要が低迷を続けている」ということで、これでもまだ間違いではないが、今の委員会のご認識としては設備投資はそれなりに出てきているが、豊富なキャッシュ・フローがあるために外部資金需要が出てこないというご認識だと思うので、それが素直に理解できるように書き換えた訳である。「収益回復に伴うキャッシュ・フローの増加などを背景に企業の外部資金調達ニーズは乏しく、実体経済活動の改善が資金需要に結びつきにくい状況が続いている。」とした。それからその下のパラグラフで、貸出の数字を書き入れている。マネーサプライは配付した時は、前と同じであったが、先程申し上げたような数字の状況なので、その中身、あるいは数か月の傾向をもう少し見極めたいことから、当月は取り敢えず淡々と事実だけ書いて、「4月のマネーサプライ(M2+CD)の伸び率は、前月に比べ上昇した。」としたいと思う。それから例によって本日の指標をみての修正で、長期金利のところで「最近では1.7%前後で推移している」とあるが、提出する日が1.7%を割っていたので「前後」にしたものの、足許本日は1.77%位まできているので、「1.7%台」としたいと思う。

速水議長

委員方から意見があればどうぞ。

宜しいですか。それでは採決します。

[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

横田政策委員会室長

報告する。全員一致で賛成頂いた。

速水議長

それでは決定した。なお、ただ今決裁頂いた基本的見解に沿い、後段にある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と思う。本件の対外公表は5月19日金曜日の午前8時50分に行なう。

VI. 閉会

速水議長

以上で本日の議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は6月12日月曜日に予定している。本日は長時間有り難うございました。

(午後3時28分閉会)

以上