

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2000年6月12日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席者：議長 速水 優（日本銀行総裁）

藤原作弥（日本銀行副総裁）

山口 泰（日本銀行副総裁）

武富 将（審議委員）

三木利夫（審議委員）

中原伸之（審議委員）

篠塚英子（審議委員）

植田和男（審議委員）

田谷禎三（審議委員）

政府からの出席者：

大蔵省 林 芳正 政務次官（9:00～15:48）

経済企画庁 小峰隆夫 調査局長（9:00～15:48）

（執行部からの報告者）

理事

松島正之

理事

増淵 稔

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

白川方明

企画室企画第1課長

雨宮正佳

調査統計局企画役

吉田知生

（事務局）

政策委員会室長

横田 格

政策委員会室審議役

村山俊晴

政策委員会室調査役

飛田正太郎

企画室調査役

栗原達司

企画室調査役

内田眞一

I. 開会

速水議長

それでは、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う。続いて、金融経済情勢に関して執行部より報告がある。その後、金融経済情勢に関する委員方の討議、それから当面の金融政策運営方針に関する討議、もしあれば政府からの出席者の発言、そして採決、最後に金融経済月報の基本的見解の取り纏め、の順で進めて参りたい。

本日は政府からの出席者として、大蔵省から林政務次官、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意見、発言等は全て記録することを前提とするという約束であるので、委員および政府からの出席者は、そのことを前提に発言頂くよう、願います。

II. 議事要旨(4/27日開催分)の承認

速水議長

それでは最初に、前々回4月27日会合の議事要旨をご承認頂きたいと思う。議事要旨に異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、異議がないので、これを承認したい。

[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

それでは、これは6月15日の午後2時に公表する。次の議題に入る。

Ⅲ. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告

速水議長

金融経済情勢等に関する執行部からの報告に移る。最初に、前回会合以降の金融市場調節の実績と、最近の金融・為替市場の動向について、山下金融市場局長から報告をお願いする。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

山下金融市場局長

先週末の数字をアップデートした計表と若干の補足資料をつけた資料1、2（追加）で説明したい。まず前回会合以降の調節運営は、コール市場取引がほぼ連日朝方のオペ前から0.02%中心で順調に出合う大変落ち着いた推移が続いたので、引き続き概ね5兆円前後の当座預金を供給する調節を行ってきた。その結果、無担・オーバーナイトコール加重平均レート

は一貫して 0.02% から 0.03% のゼロ金利水準で推移した。この間、多少変化がみられたのは月末月初の 3 日間である。これは、月末特有の資金決済需要の高まりに加えて 6 月 2 日の大幅資金不足日——今年 3 月決算法人の法人税納付増もあって租税、保険合計で 8 兆 8,000 億円の税揚げとなった——を控え、出し手が資金放出スタンスをやや慎重化させたことから、取り遅れた一部都銀や外銀が 31 日の午後に入って 0.03% にビットレートを切り上げて調達を進めたことによるものである。この結果 31 日の加重平均レートは 5 月 8 日以来の 0.03% となった。6 月 1 日、2 日はこうした市場地合いの変化を踏まえて 5 兆 6,000 億円の当座預金を供給する一段と緩めの調節を行なった結果、2 日には通常の極めて落ち着いた地合いに復帰した。

金融調節運営に関連して注目されるのは、無担コール市場残高がここに来て再び目立って減少している点である。無担コール市場残高の推移をみると、6 月 7 日には 7 兆 3,000 億円、前年比 35% 減と 1988 年頃の水準まで低下している。これは、都銀など資金の取り手のポジションが貸出の伸び悩み等から一段と好転していることに加えて 2001 年 1 月からの R T G S 移行を前に都銀等が資金繰りの安定化を目指して短資を通さない D D 取引を積極的に拡大しつつあるためと思われる。こうした市場規模の縮小の下で資金の取り手サイドでは、都長信のウェイトが大きく低下して証券や外銀など比較的資金繰りが振れ易い業態のウェイトが増加してきている。最近、月末月初などの物日に、オーバーナイト・レートが大量の資金供給にもかかわらず 0.03% に上昇するケースが若干増えているのは、こうした取り手構成の変化が影響している可能性がある。短期金融市場では R T G S 移行が当面最大の 이슈としてクローズアップされてきているが、こうした R T G S 移行に伴う D D 取引拡大の動きなどが市場構造を変化させ、金利動向等にも影響を及ぼす可能性が大きいとみられるので、引き続き市場動向を綿密にモニターし、必要に応じて機動的な資金供給を行なうなど適切な対応を講じていきたいと考えている。

次に前回会合以降の金融・為替市場の動向についてみると、5 月後半に

かけては株価が、米国株価の大幅下落を受けて軟調に推移した。26日には日経平均が1万6,008円まで下落したのに伴いゼロ金利早期解除期待が後退し、長短金利が長めのゾーンを中心に小幅下落する展開となった。その後、5月末以降は米国株価の持ち直し——特に6月2日の米国の5月の雇用統計公表を受けたインフレ懸念の後退——に伴って日経平均が1万7,000円前後に回復したことに加え、家計調査など予想比強めの国内経済指標の公表もあり、長短金利が強含むなど、全体として米国株価の動向に振られ易いやや不安定な動きが続いている。この間、円相場は概ね106円から108円前後のレンジでの方向感に乏しい展開となっている。こうした最近の市場動向の特徴点として三つ挙げたいと思う。まず第一に株価動向では米国株価との連動性の強まりが目立ってきている点である。TOPIX、NASDAQの推移をみると4月14日の米国株価の急落以降、極めて似通った動きを示している。これはウエイトの高い情報通信関連業種の株価がNASDAQの影響を受け易くなっていること、2、3月にかけての本邦株価の堅調を支えた個人、投信の資金の流入が米国株価の大幅下落を契機とした模様眺め気運の強まりから細っていることなどを背景としたものと思われる。今後の株価動向を考える場合の注目点の一つは、この間の株価下落を主導してきた情報通信関連株価の動きである。業種別株価を昨年9月末からTOPIXが年初来ピークをつけた今年2月7日までの変化率で比較してみると、TOPIXの16.5%の上昇に対して通信は74%、NTTデータ等が入るサービスが52%、ソフトバンクなどが入る卸売が76%と、いわゆるIT関連産業が大幅に上昇した。因みにこの間のNASDAQの上昇率は57%である。このいわゆるITバブル的な状況がその後の株価下落によってかなり調整されてきており、6月9日の昨年9月末対比を計算してみると、通信は+30%、サービスは+9%、卸売は+12%とTOPIXの+5%に比べてある程度比較可能な線まで調整されてきたといった見方も聞かれる。第二の注目点は外人投資家の動きである。外人は4、5月で合計1兆9,000億円の大量の売り越しとなっている。この5月の売り越し額1兆282億円はバブル崩壊直後の1990年2月以来過去二番目

の水準である。もっとも外人は、市場外取引では買い越しとなっている模様であり、対内株式投資では4、5月合計のネット売却額は9,200億円に止まっている。外人は昨年初来この1~3月まで10兆円を超える買い越しを続けてきた訳であるが、米国株価の先行き不透明感が強まる中で、当面大きな資金の流入は期待し難いといった見方が増えてきている。当面の株価については、景気の緩やかな拡大傾向の持続、企業収益の着実な改善から下値は固いとの見方が一般的であるが、一方で米国株価が引き続き不安定な動きを示していることや、総選挙を控えた政治情勢の不透明化等もあり、外人が慎重な投資姿勢を続けるとみられるほか、株価下落の過程で止まっていた持ち合い解消の売りも控えている。因みに事業法人、信託を除くその他金融機関、生損保の売却額は昨年4~6月に1兆3,300億円に上ったが、今年は株価が下がっていたため、この4、5月では3,200億円に止まっている。こうしたことなどから上値も重く、当面1万7,000円を挟んだ比較的狭いレンジでの動きが続くとの見方が多くなっている。

次に最近の市場動向における第二の特徴点としては、長期国債利回りが、国内景気の緩やかな回復とは裏腹に、総じて弱含み傾向を辿っていることが挙げられる。これは株価下落を受けたゼロ金利政策の早期解除懸念の後退を背景としたものであり、5月下旬から6月初にかけては宮澤シーリングと言われた1.7%を割り込み、1.6%台での推移となった。その後9日発表の第1四半期GDPの上振れ予想の強まりや、ビジネスウィーク誌での総裁発言等もあり、6日には一旦1.75%まで上昇したが、9日のGDP公表後は景気回復の緩やかさが改めて確認されたとしてむしろ買われ、1.65%まで急低下している。こうした債券に対する買い意欲の強さを象徴しているのは、社債の対国債スプレッドの推移である。最近の株価の大幅下落、第一ホテルなど相次ぐ企業破綻、一部生保の経営悪化報道などから、クレジット・スプレッドが拡大してもおかしくない状況にあり、例えば光通信の社債価格は、株価の急落と格付のBB格への引き下げ等から額面を3割前後割り込む水準となっているが、総じてみるとスプレッドはむしろ縮小気味であり、クレジット・リスクの高まりを需給要因がオフセットし

た形になっている。この点は米国のスプレッドが株価の下落や金融の一段の引き締め懸念の強まり等を反映して拡大しているのとは対照的な姿となっている。先行きについても、景気は回復傾向を辿るにしても極めて緩やかなテンポにとどまるといった見方から、引き続き資金運用難の要因が強く意識される状況となっており、長期国債金利は当面 1.6%から 1.8%のボックス圏での動きが続くとみる向きが大勢である。

最近の特徴的な動きの第三は、短期金融市場において、ゼロ金利政策の早期解除が再びやや強く意識されるレート展開がみられていることである。例えば、金先レートの推移をみると、4月12日の総裁記者会見を受けてゼロ金利解除懸念が強まり一旦上昇した後、株価の大幅下落を背景に大きく低下した。しかし5月下旬には、消費雇用関連の統計が市場予想比強めだったこと、ゼロ金利に関する本行幹部の相次ぐ発言がゼロ金利解除に向けた地均しと受け止められたことなどから反転上昇をみている。市場関係者の見方を窺うと、一部では短観公表後の7月17日会合での決定を予測する向きもみられ始めているが、大勢は4~6月のGDP統計等が明らかとなる秋口以降との見方のようなのである。因みに共同通信社が6月8日に市場関係者30先にアンケート調査した結果では、「3か月以内」の実施が14%、1か月前の調査では0%、「6か月以内」が43%、1か月前の調査では38%で5%の上昇、「1年以内」が79%と1か月前より25%上昇している状況にある。こうした状況下、キャッシュ・マーケットでも系統などの資金の出し手が秋口時点のゼロ金利解除を想定し、運用のタームを3M以内にシフトする動きがみられ始めており、3M以上のターム物レートがやや強含む格好となっている。市場ではゼロ金利解除時期は今後出てくる短観を始めとする景気物価指標と株価動向次第といった見方から、基本的にはこれらの動きを慎重に見極めたいという姿勢である。

最後に為替動向についてみると、円/ドル相場は前回会合以降概ね106円から108円のレンジで方向感の乏しい展開を辿った。これは米国景気、株価の先行き不透明感が強い中で、この間に出た日米双方の経済動向等に関する材料が強弱交錯した形になったためである。もっとも6月入り後は

対ユーロでのドル売りの動きに連られる格好で円高が進行、7日には法人季報の公表を受けた本邦の景気回復期待の高まりも加わり105円ぎりぎりの線まで円高化した。その後は介入警戒感の強まりや9日公表のGDPが市場の直前予想を下回ったことなどから、106円台後半まで押し戻されている。この間外人による日本株の大量売却が行なわれたが、5月の対内債券投資が逆に1兆円近い買い越しとなったことなどからみて、その売却資金は円のまま保有されたものが多い模様であり、円相場への目立った影響は窺われていない。一方、ユーロの対ドル相場はユーロエリア当局者によるユーロ安牽制発言が相次いで報道されていたことから大きく反発し、6月入り後は米国との成長率および金利格差縮小期待も加わり、7日には0.9619ドルと4月初め以来の水準まで回復した。もっともECBが7日の定例政策理事会で市場予想を上回る0.5%ポイントの利上げを実施したことから、取り敢えず利上げ出尽くし感が台頭し、さらにはユーロエリアの景気回復テンポの減速懸念も加わって、むしろユーロが売られる展開となった。現在は0.95ドル台前半での動きとなっている。円/ドル相場の先行きについては、6月2日の米国雇用統計公表を契機に、ソフトランディングシナリオ実現への期待が強まる中で、日米金利格差の縮小、ゼロ金利解除期待の高まり等が意識され、基調としては円高を予想する向きが多くなっている。ただ、当面は総選挙を控えた政局の先行き不透明感や介入警戒感、7日の記者会見で宮澤蔵相が「105円の壁はなかなか破れないと市場も知っているかもしれない」旨発言したことを受けて、市場では105円が宮澤ウォールと呼ばれていることも意識されて105円から108円前後のレンジでもみ合うとの見方が一般的となっている。市場の関心はこのような相場見通しの大前提となる米国経済のソフトランディングシナリオが本物かどうかという点と、わが国の景気動向、特に個人消費支出や雇用・所得関連の動きに集中するようになってきている。当面6月28日のFOMCを睨みつつ、今後公表される米国および日本の景気物価指標の動きにつれて、為替相場や物価が大きく振れる可能性もあるナーバスな市場地合いが続くものと思われる。

速水議長

質問どうぞ。

中原委員

税の揚げ超が8兆8,000億円というのは6月何日か。

山下金融市場局長

6月2日が3月期決算法人の法人税納付の税揚げ日になっており、租税と保険を合計して8兆8,000億円の税揚げが見込まれていた。ただこの日は今年から発行されるようになったCMBが6月2日をエンドに4兆7,000億円発行されているので、その償還により同額の資金供給が行なわれているため、資金不足としては4兆8,000億円と例年に比べ小さくなっている。その意味では調節負担はCMBの導入によってかなり軽減されたと言える。

中原委員

DD取引が拡大しているというが、具体的にはどういう格好をとっているのか。

山下金融市場局長

早くから積極的にやっているのは、とか などである。親密先等の地方銀行と話をつけて、短資を通さずに直接資金貸借取引を行なう形である。

中原委員

相手先は地銀が多いのか。

山下金融市場局長

地銀が中心である。そういう形で安定的な資金を確保してしまうとコール市場を通す資金取引が減少するので、コール市場規模は縮小する。我々はコール市場の需給動向等をみながら調節を行なっているが、超金融緩和の下、優良先はDD取引や本行オペで資金がほとんど取れてしまい、コール市場での調達を中心に金利の高い低格付先になってしまうと、コールの加重平均レートは資金需要が緩むと、却って高くなるという馬鹿げたことになりかねない。そういった点も含めマーケットの取引構造がどのように変わっていくか、あるいはマーケットの支配的なレートというのは何であるのかをきちっとみていかなければいけない。コールレートがオーバーナイト市場の需給動向を示す指標性を失うようなことになれば、例えばそういったDD取引におけるレート動向も把握していかなければいけないことになる。我々としては、そうした観点から引き続きマーケットの変化を十分モニターし、必要に応じ対応策の検討を行なっていきたいと考えている。

中原委員

DD取引のレートは大体コールと同じレートか。

山下金融市場局長

基本的には短資手数料を抜いたレートである。

三木委員

しかし今言っていたようなことはRTGS化になれば自然の動きになるのではないか。

山下金融市場局長

そのとおりである。RTGS移行後については、オープン・エンド取引——基本はオーバーナイト取引ではあるが、コールをかけなければ資金調

達を継続でき、決済削減を可能にする取引——が拡大する可能性があり、コール取引自体が大きく減ってくる公算が大きい。そういう形で決済を少なくする努力をしていく訳であるから、ご指摘のとおりコール市場取引が一段と減少する可能性がある。

三木委員

本邦の対外債券投資、対内債券投資はどのようになっていたか。

山下金融市場局長

それは国際局長が後で説明をしてくれるのではないかと思うが、先程申し上げたのは、4、5月対内株式投資がマイナスになっている一方で、債券の方は入ってきていることからして、株安は円相場にとっては円安要因にならなかったということである。

速水議長

先程7兆円いくらと言ったのは、コールの無担翌日物の残高か。

山下金融市場局長

無担コール取引の残高である。

速水議長

グラフの薄い部分の一部になる訳か。

山下金融市場局長

資料4ページ上のグラフで濃い方が無担である。かなり急激に減っている。一方、薄いところが有担コールであり、有担比率がずっと上がっている。去年のゼロ金利が始まる前は、30%位だったものが、今は60%を超えるところまできている。

中原委員

6月2日の資金供給をいくらにしたと言ったのか。

山下金融市場局長

6月2日は5兆6,000億円の当座預金を供給する調節を行なった。

篠塚委員

株式市場における外人の売買動向について市場関係者の話では、どちらかという買い場を探しているのもあって、98年のflight to qualityのような状況ではないとのことであった。日本の景気が回復すれば一気に動き始めるだろうという見方で宜しいか。

山下金融市場局長

それについては色々な見方があり得ると思う。外人はここ1年余の間にアメリカ勢を中心に約10兆円買ってきており、さらに今までのペースで買うことはまず有り得ないというのが共通の認識だろうと思う。ただこれを利喰って売却して、外の別のところに投資するのかというと、必ずしもそうではなく、もう少し長い観点で日本株を買ってきているという見方が多い。実際この春以降、かなり利喰いの動きが出ているが、利喰った資金は取り敢えず債券に滞留させ押し目の買い場を狙っている先が多いように窺われる。ただ押し目の買いが昨年のように株価水準を押し上げる形で入ってくるかというところではなく、一旦出たものがまた入ってくる程度のことにとどまるのではないかと思う。3行統合など銀行再編などもあって、持ち合い解消売りは引き続きかなりの額が出る見通しである。昨年はそうした持ち合い解消が外人に吸収され、最近では投信と個人が買うという形で巧く需給が均衡していた訳であるが、これからは、景気や企業収益サイドからの強いサポートがないとそういった関係を打ち破れず、株価は膠着状態に陥る可能性があるという見方が最近では強まっているように窺われる。

速水議長

それでは次に移る。海外金融経済動向について、平野国際局長お願いする。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

平野国際局長

本日は海外経済の現状、国際金融市場の現状、それから海外経済・国際金融における若干の留意点について説明したい。その前に先程三木委員から質問が出た図表8対内外証券投資の推移を説明する。まず、外から国内に入ってくる対内証券投資は、(3)対内中長期債の投資が5月中約定ベースで1兆9,000億円増加している。一方で対内株式投資の5月中は約9,000億円売却超となっており、株で相当外人売りが嵩んでいる一方で対内中長期債の投資が相当増えている。この要因の一つはグローバル・ボンド・インデックスの中でJGBのウェイトが高まり、国際機関投資家の中には国債を増やす形でポート・フォリオのリバランスを図る動きがあることである。それから当面日本の金利は上がり難いだろうというある種の買い安心感もある。(1)対外中長期債投資も5月中は1兆2,000億円とかなり買い越しが嵩んでいるが、このかなりの部分はユーロ円債である。為替の需給でみると対内中長期債投資の大幅な買入超が効いて、どちらかというところに対する需要が強いというインプリケーションが出る。

それではまず米国の経済動向から簡単に報告する。図表1米国景気については、内需主導の力強い拡大が続いている。もっとも最近の特徴点としては、住宅投資あるいは自動車といった耐久消費財支出の一部に鈍化の兆しも窺われつつある。5.自動車販売をみると、4月までは年率1,800万台と相当強い数字が並んでいるが、5月の新車販売に関する業界の速報は前月に比べ5%方落ちている。住宅着工についても、着工件数は比較的高い数字が並んでいるが、先行指標となる4月の住宅着工許可件数は減少している。一方で物価面をみると、17.CPI4月の消費者物価指数は、総合ペー

スで前年比3.0%、コアベースでも前年比2.2%と、3月に比べ上昇率がやや低下している。それから、16. PPI、生産者物価では、5月の数字が出ており、前期比では0.0%、前年比では+3.9%と、ほぼ市場予想どおりの数字が出ている。労働市場では5月の失業率が4.1%とレベルは低いが、4月の3.9%に比べれば若干上昇した。この他時間当たり賃金全産業をみると、前年比+3.3%と4月の4.0%より若干鈍化している。総じてみると最近の変化としては、景気減速の兆しが指標に表われていると思う。図表2 ユーロエリアの状況では、実質GDPの第1四半期の数字が出て、前期比年率+3.0%である。全体として輸出の好調に加えて、個人消費あるいは設備投資などの内需も拡大を続けており、生産も増加基調にある。それから、9.の4月の失業率が9.2%と引き続き低下傾向にあり、雇用の改善も続いている。物価面では、4月の消費者物価指数が、総合ベースで前年比+1.9%と3か月振りにECBが物価安定の定義としている2%以下の範囲に収まっている。ただコアはサービス価格上昇を主因に前年比+1.3%と前月よりも上昇率をやや高めている。12.のマネーサプライは、6%台とECBのマネーサプライの参照値である4.5%を大きく上回る伸びを続けている。こうした状況の下でECBは6月8日の定例理事会で50bpの利上げを実施した。ECBの物価リスクアセスメントでは、景気拡大が続く下でユーロ安と原油価格上昇を背景とする輸入物価上昇の消費者物価への波及が物価安定にとっての重要なアップサイド・リスクであると明確に述べている。

続いてエマージングマーケットである。図表3 東アジアの状況では第1四半期のGDPの数字がタイを除いて出揃った。総じて高めの成長が維持されている。輸出が引き続き好調であるが、それに加えて既往の景気浮揚策の効果浸透もあり、個人消費、設備投資にも持ち直しの動きが広がっている。設備投資については、これまで回復が遅れていた香港やフィリピンでも一応前年比プラスに転じている。インフレはどうかとみると、消費者物価上昇率のレベルそのものはフィリピンを除いて低いが、需給が徐々に引き締まりつつあるほか既往の原油高あるいは一部国では通貨安もあり、

上昇率が緩やかながらも高まりつつあるのがこの間の特徴である。

次に国際金融市場の現状に移りたい。図表4 米国の長期金利をみると国債の利回りは10年物、2年物とも低下傾向を辿っている。市場ではインフレ懸念がひとまず後退した格好になっておりFF先物金利のカーブは明確にシフトダウンしている。次回のFOMCは今月の27、28日に予定されているが、ここでの利上げ観測は一頃より大きく後退している姿である。図表6 米国の株価は、5月下旬にかけてNASDAQを中心になずれの指数ともハイテク関連の業績鈍化懸念を背景に軟調に推移した後、月末以降6月上旬にかけてインフレ懸念と追加利上げ観測の大幅な後退を好感して反発している。この間、欧州の長期金利は米国長期金利の低下および5月下旬以降のユーロ相場の反発を背景に6月7日頃までは低下傾向を辿ったが、その後はECBの利上げを受けて上昇している。株価は、一言で言えば米国株価と大体同じような展開を辿っている。エマージング諸国について簡単にみると、図表11 エマージングの株価が示すとおり東アジア・中南米とも米国株価と同様の動き——いわばカップリング現象——が生じている。この間、韓国株価の軟調が新聞等で取り上げられている。大手財閥現代グループの一部企業の資金繰り悪化懸念から一時的に株価が大きく下押す場面がみられたためである。しかしその後は同グループの経営改善計画発表等が好感され一応持ち直している。最後に国際機関等による海外経済見通しについてである。2000年の民間見通しの4月時点5月時点と比較してみると、米国経済の高成長に牽引されて各地域とも拡大基調を辿っており、民間予測も月を追って上方改訂されてきている。最大の注目点は、一つは米国経済減速の可能性、二番目はその世界経済への影響ということになるかと思う。こうした中で当面の留意点を三点程申し上げておきたい。一つは米国におけるインフレ、景気動向と金融政策運営である。5月の雇用統計を契機に金融市場では金利先高感の後退がみられるが、先行きのインフレ・景気動向に関する不透明感がなお強い状況で市場は不安定な地合いが続いている。6月14日にはCPIの5月の数字が公表されるが、こうしたマクロ指標等も踏まえてFedの金融政策運営がどうなるの

かが大きな注目点である。二番目は特にエマージング諸国の景気回復の持続性についても留意をしておく必要がある。この点米国金融市場の不安定な展開を受けたエマージング諸国の株価の軟調をどうみるのかということである。理屈の上では負の資産効果あるいはコンフィデンスに対する悪影響が考えられるが、アジア等エマージングでは足許シクリカルな意味での回復モメンタムがなお強く、悲観見通しがここへきて急速に強まっているということはない。ただしアジア等エマージング経済は総じて対米輸出依存度が高い。従って米国経済が本格的に減速する状況になると、輸出が急速に落ち込み、輸出のみならず内需にも大きなマイナスとなる。それがエマージングの回復モメンタムを削ぐことになる可能性には注意をしておく必要がある。エマージング諸国の経済の持続的成長という観点で鍵を握るのは外国資本の流入が今後とも期待できるのかである。シクリカルな回復モメンタムが低下してくるとこの辺に海外の注目が集まってくるだろうと思われる。構造改革への取り組みを中心とする経済運営に対する海外からの信認確保が経済安定化のためには極めて重要であると言える。中期的な持続的回復との関連では、例えばタイやインドネシアの不良資産処理、金融部門立て直しの遅れ、あるいはフィリピンやインドネシアの政治・社会情勢の不安定化が懸念材料である。三番目は原油価格再高騰の影響である。現状のように1バーレル30ドルのレベルに原油価格が高止まる場合には非産油国中心に交易条件が悪化し、高成長諸国ではインフレ圧力の増大、低成長諸国では景気回復の足かせになる可能性がある。

速水議長

ご質問どうぞ。

植田委員

先程の対内中長期債投資だが、何となく株を売って債券を買って為替ニュートラルという感じであるが、一方、円の債券を買っても為替スワップをかけてドルにしているという話もよく聞く。

平野国際局長

アネクドータルにはその話も聞くが、実際はつきりしたところはよく分からない。アウトライトで円を買い国債を買っているという部分も結構あると言われている。一つ言えることは対内株式投資で相当外人の売りが嵩んでいるものの、そのまま金が外に逃げている訳ではないということであろう。一方、対内中長期債投資には相当円が入ってきている。その部分の一部はカバーベースだろうが、アウトライトで入ってきている部分もあるだろうということである。短期の円債にも資金が相当入っている。全体として5月は債券投資の形で相当外人の金が入ってきたことは事実であろうと思う。

速水議長

フィリピンでは株は軟化し、不動産は上がっているのか。

平野国際局長

フィリピンはASEANの中ではインドネシアと並んで社会情勢が不安定で、エストラダ政権に対する不信感が相当高まっている。これが外人投資家には悪材料として映り、株が売られ、通貨も売られている。フィリピン中銀では5月中に三度利上げを行ない計1.25%ポイント金利を上げることによって通貨防衛を図ろうという動きに出ている。経済は一応回復基調にあるが回復力は必ずしも十分ではなく、こうした金利引き上げによる国内経済に対する悪影響も若干懸念され始めている。何と云っても社会情勢が安定することが最大のポイントであるがその点は余り楽観できない。ただフィリピン経済がいきなりがたがたになると思っている人も少ない。フィリピン経済の今年の成長率見通しが確か4%位だと思うが、現在の混乱が今年の景気に与える影響を成長率に置き換えるとせいぜい1%位の成長率の低下かなという程度と思われる。ただ、政治情勢が絡んでいるのでインドネシアと並んで注意しておく必要がある。

三木委員

シンガポールは良い状態であるが、タイとインドネシアは対米依存が圧倒的に大きく注意を要する。日本と同じように設備投資、個人消費を主導とする方向に少しずつ動きつつあるとは思いますが、その辺の動きがもう少し確たるものとして見えてくるのかどうか重要である。それから、金融の不良債権処理という点では特にタイが遅れている。外資の導入を産業が必要としていると思うが、その辺は今現在どういう形になっているのか。

平野国際局長

まずアジア全体としてみると、二極分化の傾向が出ていて韓国や台湾などNIEsとASEANの中でのマレーシア・シンガポールは比較的回復の基盤が固いという感じがする。一方でタイとインドネシアについては先行きに不安が残る。内需の話が出たが、例えばタイの消費の中では自動車辺りが結構伸びている。ペントアップ・ダイヤモンドが表面化してきた中で色々な消費が伸びている訳だが、これがこの先どこまで持続力があるのか若干不安が出てきている。それから、鉄のタイ向け輸出等もここへきて若干落ちてきている感じである。まだ十分な回復の基盤がない中で米国頼みの成長でここまできたが、内需への転換が韓国辺りと比べると十分ではない、そうした中で輸出のエンジンの回りが悪くなってくると多少不安が残る。ただこの段階でタイの見通しを大きくネガティブに落とすほどの材料もない。インドネシアについても同様であるがインドネシアの場合は政局がリスクではないかと言える。現地でリスクとして意識しているのはワヒド政権がいつまで続くかということである。健康状態に非常に不安が残るということで、一部には早期退陣があるという見方もされている。そうなるともた政局が混乱し、そのこと自体が不良資産処理を中心とする金融部門建て直しのネガティブファクターになるであろうと言われている。タイもインドネシアも不良資産処理が遅れているが、どちらがどうかと言えばインドネシアの方が相当ひどくIBRAと言われる銀行再建庁に不良資産

のかなり部分が吸い上げられたもののこの処理が進んでいない。要すれば国費で不良資産を抱え、その流動化が全く進んでいないことが最大の問題である。タイについては香港駐在参事の言葉を借りるとインドネシアよりはましであるが、「遅々として進んでいる」というようなことを言っている。進んでいるのだが、まだまだ先は遠い。結局シクリカルなモメンタムが低下するとこうした構造問題に目が向き、それが外資導入を凶るうえで相当クルーシャルになってくる可能性はある。ただしこれはやや長い目でみた持続的成長との関係で見たリスク・ファクターであって、足許が大きく崩れている訳ではない。

速水議長

次に村山調査統計局長から最近の国内経済情勢について報告をお願いします。

3. 最近の国内経済情勢に関する報告（資料－4）

村山調査統計局長

経済活動の現状評価であるが、今月のポイントは次の二点と思っている。一つは設備投資の現状、これは法人季報を踏まえてどのように判断するのか、二つ目は所得周りを特にボーナス期を迎えてどう判断するのか、の二点である。

まず概況であるが、純輸出については増加傾向、公共投資も増加している。一方住宅投資は緩やかに減少しており、個人消費もなお回復感に乏しい状態で、ここまでは前月と同じ判断である。しかし設備投資については「増加を続けている」と、前月までの「緩やかに増加している」という判断に比べ、法人季報を踏まえて前へ進めている。生産については増加を続けている。企業収益も改善が明確化しており、企業部門については予想以上の回復と言えらると思う。一方雇用面では、雇用者数、賃金の両面で減少傾向に歯止めが掛かりつつあるが、企業の人件費抑制スタンスに変化がないため、家計の所得環境は引き続き厳しい状況にあるという従来の判断

を変えていない。総括判断としては、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、設備投資の増加が続いているというものである。民間需要は、設備投資を起点とした自律回復過程に入りつつあるが、個人消費の増加を伴うような本格的な立ち上がりまでにはなお時間を要する可能性が高く、設備投資の「緩やかな」という点をとった以外大きな変更はない。家計部門では、大企業の夏季賞与の妥結状況が前年をやや下回る途中経過となっている。雇用者数の面でも、ミスマッチの拡大等により、求人は増加しても実際の雇用には繋がり難い状況にある。こういったことから所得・消費については前月の判断を踏襲している。物価については大きな変化はない。先行きは純輸出は増加傾向を辿る。公共投資は夏場までは緩やかな増加を続けると思われるが、その後徐々に減少に転じていくとみている。設備投資は情報関連を中心に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消費者マインドは好転してきているが、雇用所得については、今後、所定内・所定外給与が極めて緩やかに増加していく蓋然性が高い反面、賞与を含めた全体の回復のタイミングについて、まだ判断ができない状況である。今後明らかとなる中小企業の夏季賞与支払い状況も含めて、もう少し情勢を見極める必要がある。物価の先行きでは、プラス方向に作用するのは国内需給バランスの緩やかな改善、原油価格の上昇である。一方マイナス方向に作用するのは技術進歩に伴う価格下落、あるいは流通合理化、規制緩和の影響等である。なお、個人サービス価格についてはこの4~5月に価格改定期を迎えたが、結果として大きな動きはなかったため、今後上下どちらの方向にも大きな変動は見込まれない。またこれまでの円高の影響は徐々に薄れていくと見込んでいる。今後消費者物価はなお暫く軟調に推移すると考えている。全体としてみると、当面は横這いの範囲内で推移すると予想している。需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力については、一頃に比べれば後退しているが、引き続き留意していく必要があると考えている。

各論について図表を用いてご説明する。まず、本日配付の図表で設備投資をご説明する。

設備投資関連では、機械受注の4月分が出ている。前月比はトータル-1.1%である。このうち製造業については前月比+9.3%、非製造業同-11.6%とプラス・マイナス逆になっている。非製造業が、今月マイナスになったのは、通信関係、卸・小売等によるものである。通信には携帯電話の受注が含まれ振れが大きい統計である。このままいくと4~6月は-4.6%となるが、業界の4~6月見通しはトータル-1.0%である。どういふ数字になるか今後もう少し推移をみていく必要がある。法人企業統計による1~3月の設備投資は、前期比+5.8%である。製造業-1.4%、非製造業+8.1%であった。ブレークダウンすると、製造業・大企業は+0.1%とほぼ横這いであり、業種的には電機、精密、紙パ等が増加した一方、鉄鋼、窯業が減少した。次に中堅中小企業については、紙パ、鉄鋼等が減少し、前期比-3.1%となった。一方非製造業の大企業については、かなり大きな変動を示している。ただこの中にはNTTの分割等によってやや数字が振れているところがあり、これを除いて考えると若干増加している。増えたのは再開発絡みでの不動産、建設、商社、リース、サービスといったところである。非製造業・中堅中小企業も小売、サービス等を中心に増加している。これらの設備投資は、97年以降急激に減少した。これは収益が悪くなったためでもあるが、このセクターが一番金融機関からの借りに依存しているセクターであり、クレジット・クランチ等の影響もあったと考えている。その後、こういった要因がなくなったところに、キャッシュ・フローが改善してきて、いわばキャッシュ・フロー見合いで設備投資が増加するという従来のパターンが戻ってきたような感じである。次に図表10に法人季報の収益率があるが、営業利益率、経常利益率をみても第1四半期にかけて一段と回復している。水準的にみると、96年度の直近のピークを抜いた形である。96年度というと4.4%の成長を記録した年であり、そういった時の利益水準を今回は上回った。これだけ足許の収益が改善しており、2000年度についても増益見通しにあるにもかかわらず、これまでのところ企業の人件費抑制姿勢には変化はみられない。この辺が我々の予想外であった訳であるが、この結果労働分配率は相当低下してい

る。次に図表 11 でよく話題に上る情報関連投資について少し計数を纏めた。情報関連の資本財の出荷についてみてみると年明けから一段と増加している。また、情報サービス業の売上高のうち設備投資に関係するソフトウェア開発が、2000 年に入ってからかなり増加している。図表 13 中小企業の設備投資に関して大蔵省の景気予測調査が出ている。製造業の 2000 年度の設備投資の見込みは、2 月の -1.9% から 5 月の $+10.6\%$ までかなり大きく上方修正されている。勿論、かなり振れの大きい統計なので、その辺は十分幅をもってみる必要があるが、この統計でみる限り中小製造業についてはかなり大きな上方修正である。非製造業についても水準はまだマイナスであるが、着実に上方修正されている。

次に図表 14 個人消費については各指標にばらつきがみられ、基調判断は非常に難しいが、回復感に乏しいとのこれまでの判断を変えるほどの材料はない。まず家計調査、消費水準指数の全世帯は、4 月前月比 $+5.9\%$ とかなり大きなプラスをつけている。ただ内容をみると、ほとんどが自動車購入等の寄与であり、恐らくサンプル要因が大きく響いていると思う。因みに乗用車新車登録台数の出荷ベースをみると 3 月 -2.0% の後、4 月 $+6.4\%$ 、5 月は -6.0% とかなり振れの大きい展開となっている。3 月に一部車種で生産が間に合わなかった分が、4 月にずれ込み、5 月はその反動がくるといったように大変振れの大きい展開であるが、業界のヒアリングによるとまだ強気の見方は聞かれない。それから家電販売額の 4 月も -2.4% と久方振りにマイナスになっている。これはパソコンの新製品投入前の一服とのことであり、5 月下旬から 6 月上旬にかけて新製品が投入されることに伴い、今後また盛り返していくとみている。デパート、チェーンストア売上高については 4 月にそれぞれマイナスがついているが、初夏物衣料の販売不振によるもので、私共のヒアリングによっても 5 月以降もこういった地合いが続いている感触である。

図表 24 は第二のポイント、所得周りである。毎勤統計の 4 月の常用労働者数は前月比で -0.4% である。3 月は -0.1% の後、4 月もマイナスということで、これをどう評価するかが一つのポイントである。なお名目賃

金については、所定内、所定外ともそれぞれ先月並みの伸びを確保している。図表 26 で今申し上げた 4 月の雇用の減少をどうみるかという観点から、この常用労働者を二つに分解している。一般労働者はいわば常雇いの人達であるが、こちらの方も減っており、減った業種は建設業等である。こういったところにリストラの影響が出ている可能性があるともみている。一方、パート労働者はこれまで常用労働者の人達をパートで代替する形で増えてきた訳であるが 4 月はマイナスになった。業種的には卸小売業、サービス業等で減っている。これについては急にパート代替の流れが変わったとも思えないので、統計の一時的な振れではないかと今のところは判断しており、雇用は賃金・数量両面で下げ止まりつつあるという判断自体を変える必要はないと考えている。図表 27 は今年の夏のボーナスの中間ラップであるが、連合の中間集計 5 月中旬分では、前年比 -3.5% である。日経連の中間集計は 6 月 1 日現在 -1.8% である。この両者の違いは、日経連の方には N T T 等が含まれていない分若干マイナス幅が小さくなっている。大企業については中間ラップでみる限り前年比がマイナスになっているが、雇用者の約 9 割は中堅中小企業の従業員であるので、大勢はこちらの方で決まる訳である。この中小企業についてどうみるかには二つの見方が存在する。一つはいわば大企業に右へならえということで世間並み相場となるとの見方である。そうであると前年比はマイナスになる。もう一つの見方はキャッシュ・フローの回復につれて設備投資が増加していることから判断すると、収益の回復に応じて相応のボーナスを出すのではないかという見方である。いずれの見方が該当するのか現段階では判断できない。最終的には今後明らかになる毎勤統計等で確認していく必要がある。

次に物価である。5 月の国内卸売物価の前年比は 4 月 0.5% の後 5 月 0.3% と下がり前月比も -0.1% と低下した。パソコンを中心とした電気機械、あるいはポンプ、石油製品といったものが下がっている。なお、全国 C P I の前年比は、除く生鮮食品で 3 月 -0.3% の後、4 月は -0.4% と前年比マイナス幅が若干拡大し、3 か月前比も -0.1% とマイナスをつけるな

どやや弱い動きとなっている。

図表 40 に消費者物価の 3 か月前比を載せている。商品を見ると、3 か月前比ではマイナス幅が若干縮小している。一方民間サービスで -0.2% 程度のマイナスが続いており、3 月以降少し弱くなっている。これは、外食が一部ハンバーガー店の半額セールにより 3 月以降大きく下落したことによるものである。また、4 月に個人サービスがマイナスとなっているのは、宿泊代が下がっているため、これは特別地方税の廃止という制度要因である。この様に民間サービスについては、やや特殊な要因が重なった形であるが、商品についてはマイナス幅が縮小したとはいえまだマイナスは続いている。図表 41 では商品について輸入および輸入競合商品と一般商品に分解している。前年比でみて一般商品、国内品については軟化傾向が一服しているが、輸入品および競合品についてはまだマイナス幅が拡大している。為替円高の影響が勿論あるが、これはそろそろ小さくなっていく頃であるので、それだけではない要因があると思う。すなわち衣料品等では新規参入の企業が輸入品に加えて流通合理化等のいわば技術革新によって安値販売を可能にしている。こういった影響が幅広く表われていると思うので、今後もこの傾向は継続する可能性がある点は念頭に置いておく必要があると考えている。

速水議長

質問をどうぞ。

林大蔵政務次官

先程の N T T を除く数字というのはどういうものか。

村山調査統計局長

ボーナスに関する調査で、図表 27 にある連合の集計には N T T を含んでいるが、日経連の方には N T T は含んでいないというものである。

林大蔵政務次官

それから図表 26 でパート労働者数がマイナスになったのは、いつ以来位か。

村山調査統計局長

これは相当前だと思う。後程計数を確認させて頂く。

田谷委員

先程企業の収益率改善に関して、労働分配率がかなり下がっているとのことであった。確かに雇用者所得を国民所得で割った比率などでみると、昨年、一昨年と上がっていたものが下がっている。多分 97 年位のレベルに落ちてきていると思うが、まだ 90 年代初めあるいは 80 年代後半から比べればこの比率でも 5% 位高いと思う。国際比較してみてもまだ現在の水準は高いと思う。色々な計測の仕方があるのであろうが、これがどの程度まで下がると、そろそろ賃金の抑制姿勢が収まってくるのではないかという水準になるのか。これは答えがないかもしれない。

村山調査統計局長

ストレートにお答えするのは、非常に難しい。ただ、考え方を申し上げると、製造業では、もう 4% 近くまで経常利益率が回復している訳である。製造業で 4% というとかかなり達成感がある数字だと思う。にもかかわらずこれだけ人件費抑制を続けているということは、恐らくフローの改善だけでは達成されていない部分があるということではないかと思う。その際に、企業が労働分配率を念頭に置いて経営しているのかというと、私の感触ではストックベースの ROE、ROA といったものが念頭にあるのではないかと感じている。どこまで ROE、ROA を高めれば終わるかであるが、国際比較をするとまだまだ低い訳である。そういう意味では、労働分配率を下げるだけではなかなか達成できないと思う。従って仮にかなり高めの ROE、ROA を目標にしているのであれば、ここ暫くこういった状況が

続く可能性はあると思う。ただ本当にそういうことが労働組合等との関係で可能なかどうかとも当然考慮に入れる必要がある。そういったことを含め企業行動が最近どう変化しているのか、あるいはどういうことを目標に経営をしているのか少し研究したいと考えている。

速水議長

CPI 除く生鮮食品の-0.4%という数字がこのところ続いている。衣料品、電気製品などでの新規参入というのはどれ位のウェイトを占めるのか。そういうことを背景に卸売物価は少し上がり気味になる一方でCPIは下がるということなのか。中身の傾向がどうも掴み難い。

村山調査統計局長

まず図表 36 で卸売物価について確認させて頂く。消費者物価と比べる時は卸売物価の最終財・消費財が概念的に対応する。卸売物価の最終財・消費財の3か月前比をみると、トータルでは若干ゼロ近辺で非常に落ち着いた動きとなっている。また、そのうちの耐久消費財を輸入と国内に分けたものでみてもここにきて大きな変化はなく、小幅のマイナスが続いている。一方、非耐久消費財については3か月前比でみると原油価格等の影響もあり戻している。そこで、こういった卸売物価の落ち着きと今総裁から指摘があった消費者物価が輸入品を中心に若干のマイナスになっている関係をどう考えるかであるが、私共の一応の判断は、最終消費財の直接輸入が増えていることがダイレクトにCPIに効いているところが大きいというものである。いわば原料品を輸入して日本で作ったものが下がっている訳ではなく、ダイレクトに輸入する品が下がっている。その結果、輸入されたものに引きずられる形で国内品の競合商品も下がっているというのが、現在の姿である。どの位のウェイトかというのは図表 41 消費者物価のところに説明があり、輸入・輸入競合商品のウェイトは1,721/3,855と半分弱になる。輸入しているものはもっと少ないが、競合商品まで拾い出したので、かなり大きなウェイトになっている。この辺が卸売物価との

動きの違いになって表われていると思う。

篠塚委員

雇用関連の指標が少し振れているような気がする。法人企業統計季報の人員の対前年同期増加率をみると、低いことは低いが毎勤で見られるようなマイナスにはなっておらず、2000年1～3月期の対前年同期増加率は+0.1%と、昨年の10～12月の+1.4%に比べれば落ちてはいるが、99年1～3月が+6.2%、4～6月が+1.3%と落ちて7～9月が-0.2%それから少し緩やかになって2000年1～3月で+0.1%になっている。これと比較して毎勤統計は振れが大きいような気がする。その他の雇用統計をもう少し集めてみて、やはりマイナスの厳しい状況にあるのかどうか、何かチェックをしているのか。

村山調査統計局長

我々は毎勤統計以外には、図表24にある労働力調査と比べている。これまでの経験からすると、労調の方に大きな振れがあり、昨年はかなり就業者が増えたこともあった。そこで我々としては毎勤の方が比較的振れが少ないということで、毎勤をベースに判断してきた。この4月については毎勤でも少し振れがみられるので、ここ暫くは毎勤と労調両方を睨みながら判断していくほかないと考えている。確かに法人季報等や短観にも一部そういう雇用関係の統計があるので、それも合わせてみていくが、対象範囲の広さと毎月出てくることを考えれば、この二つの統計が基準になると考えている。従って、1か月のことでそう大きく判断を変える必要はないと考えている。

速水議長

他にないか。宜しければ次に移る。最近の金融環境について雨宮企画室企画第1課長から願います。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

両宮企画室企画第1課長

金融環境の現状評価の概況である。資金仲介活動の全体のイメージは、今までと余り大きな変化はない。民間金融機関は、ヒアリングあるいは企業に対するDI調査などを踏まえてもやはり貸出を増加させようという姿勢を強めている。一方、直接金融市場はクレジット・スプレッドの状況や金利動向からみて社債市場、CP市場とも好環境を維持していると思われる。このように間接・直接金融市場両方とも環境は良好であるが、資金需要が引き続き非常に低調な地合いを続けており、法人季報をみても企業の資金余剰幅は引き続き拡大する方向にある。こうした環境を反映して全体として緩和感は広がりつつあると考えているが、低調な資金需要を背景に量的な指標にはなかなか動意が出ない状況が続いている。民間銀行貸出は3、4月ともマイナスを縮小したものの基調としては弱い動きが続いており、実際5月の貸出は再びマイナスを拡大させた。社債・CPの発行も一応前年比がプラスなので落ち着いた動きであるが、低調という感じが続いている。4月のマネーサプライは前年比プラス幅を拡大したが本日8時50分公表の5月はやはり伸びを低めた。この間企業の資金調達コストは、約定平均金利、社債・CP市場等、全体を眺めても低水準で推移している。以上の環境の下で企業金融には緩和感が広がりつつあると思われる。

以下特徴的な点だけをピックアップしてご説明する。まずクレジット関連の指標、数字である。図表1、5業態の貸出残高は4月-1.8%に続く5月の数字が-2.2%と、経営健全化計画を睨み3月末に向けて増やした貸出が剥落したことから伸び率を落としている。民間部門総資金調達の合計は4月-0.9%であったが、貸出のマイナス幅拡大を主因に5月は-1.2%とマイナス幅を拡大させている。図表2で貸出の5業態計が、足許若干ピックアップしたように見えるが、5月は-2.2%とマイナスに戻った。主要3業態の計画をみると、2000年6月の計画は今のところ-0.06%と横這い圏内に戻る計画を作っているが、これまでずっと下振れなので、ここまでは達しないとみておいた方が宜しいかと思う。図表3でCPの発行

残高をみると、この4、5月と若干残高を増やしている。中身をみるとノンバンクの鞘取り発行——ノンバンクが0.04%とか0.05%でCPを発行し0.1%位で運用できるMMFに運用するといった鞘取り——が増えているようであって、一般企業のCP発行は増えていないのが実態である。

(2) 社債発行額も同様で、4月4,880億円の後、5月4,000億円と前年と比べ際立って低調な地合いが続いている。しかも例えば5月の4,000億円のうちいわゆる電力、JRの公益関係が1,300億円、それから建設、不動産、金融といった業種が1,200億円あるので、実際の製造業の起債は月間数百億円しかない状況が続いている。このため、前年比も5月末は1.9%まで伸びを落している。それから図表5でマネー関連の指標をみるとマネタリーベースで4月11.7%の後5月は7.6%と大きく伸びを落としている。これに半分以上寄与しているのが銀行券で、4月の前年比10.4%から5月は7.8%と大きく伸びを落としている。この主因は郵貯である。郵貯の流出額は前回の会合で4月1兆4,000億円と報告したが、5月は1兆8,000億円とほとんど同じであって4、5月を通じたいわゆる資金捕捉率は79%と、郵政省の当初の目標の70%を上回っている。こうした状況なのでこの資金流出に備えた手許現金を郵便局が相当日銀に返し出したために、銀行券の伸びが落ち、マネタリーベースの伸びが落ちた訳である。マネーサプライは今日の8時50分に公表になったが、まだ分析できてないので数字だけ申し上げると先程の貸出の動きと同じで、M2+CDは4月2.9%に続く5月の数字が2.2%と、0.7%ポイント程伸びを縮小させている。担当部署から朝方聞いたところでは0.7%のマイナス幅縮小のうち貸出の減少による寄与度が-0.4%、銀行券の伸び縮小の寄与度が-0.2%とのことである。各種金融商品の動向で目立つところを取上げると、郵便貯金は4月2.7%であったが流石に資金流出で伸びを落としていて5月は2.1%となっている。それから投信が引き続き高い伸びを示していて、株式投信は4月9.3%に続く5月が12.3%、公社債投信が4月16.2%、5月16.7%である。因みに実額を申し上げると株式投信の5月の増加額が6,800億円、公社債投信の5月の増加額が1兆4,000億円になる。郵貯の相当部分がこ

の辺りに流れていると思われる。5月中株価は軟調であったが解約は多くなくこの後の株価上昇に期待を繋ぐ形であったため、5月の設定は2,000億円位と小さかったが解約が非常に少なく、前年比としては増えた格好である。

図表10 金利関連では市場金利は既にご説明したとおりである。企業の資金調達コスト関連も全般に落ち着いている。貸出約定平均金利の3月と4月をみると例えば短期で1.543%の後、1.633%と若干上がっているように見えるがこれは3月期末に貸出を短期で相当レートを落として量を確保したものが4月にはレートの的に戻ったということのようである。その他CPI発行レート、社債発行レートも低水準が続いている。図表11 約定平均金利の国内銀行の新規実行分の短期が3月に落ちて4月に上がっているのはそういう期末の特殊要因による動きである。

それから今回MCI、FCIの試論ということで計表を用意した。金融環境のマクロ評価について、いずれこういうことも説明していきたいと思っている。MCIとはマネタリー・コンディションズ・インデックス、FCIはフィナンシャル・コンディションズ・インデックスという国際機関等ではよく使う指標である。一時MCIはこれに基づいてカナダ中銀が金融政策を行なうといったように使われていた。株価、為替レート、MCI、FCIという順番に並べたが、アイデアは非常に簡単で実質の無担保コールレート——無担保コールレートからCPI除く生鮮の前年比を引いたもの——に、為替レートの変化率にマクロモデルで金利一単位の変化に相当する計数——具体的には0.1——を掛けたものを合成したのが、MCIである。要するに金利と為替レートの変化率を合成したのがMCIである。外人はしばしば金融の繁閑をこれで見てもイメージをつくる。例えば去年の9、10、11月は、円高の結果、8月までコールレート以上に緩和していたものが、9月位からいわば引き締め方向に向かったとみる訳である。このため、実は金融は締まっているのではないかという議論が行なわれた訳である。ただこのMCIを使うと過去に非常に不思議なことが沢山起こり、例えば日本のバブルの時はもっともっと緩和すべきであったという結論が出てし

まう。それでIMF等が工夫して株等を入れたのがFCIである。これは短期レートに実質実効為替レートの変化率と株の変化率を合成したもので、これで見ると引き続き大幅な緩和状態が続いていることになる。これを海外機関が非常にしばしば使うので、参考までに付けることとして、また変化があれば報告したいと思う。

次に図表14 企業金融関連指標である。月次で新しく出たものは中小公庫と商工中金のDIだけで資金繰りDIの5月は中小公庫・商中共に改善傾向が続いている。貸出態度判断DIについても月次で出ている中小公庫では引き続き15.9ポイントと、この1~3月の13ポイントに比べ貸出態度は緩む方向にある。

一点先程触れた数字で申し上げておきたいのが、企業の財務状況である。法人季報から毎四半期特徴的な動きを報告したいと思っているが、図表15で資金過不足額として実際の設備投資額とキャッシュ・フローの差をみると、2000年1~3月は3兆2,600億と概念的には企業が設備投資をしても3兆円金が余っている。足許設備投資も回復し始めている訳だが、それ以上にキャッシュ・フローが増えており、なかなか金融の量的指標に繋がらない状況になっている。借入金対売上高比率、手許流動性比率をみても借入れを落としながら手許を圧縮するという姿がこの1年ばかり際立っている。

企業倒産は特に今月新しい資料が出ていないので割愛するが、今まで報告していない数字として図表18の特別保証制度関連倒産の数字を付けた。足許、4月は295件と最近300件前後で若干増えている状況にある。

速水議長

ご質問がありましたらどうぞ。

今の特別保証制度関連倒産は295件ということであるがこれは銀行に対して全て政府が保証金を出している訳か。

雨宮企画室企画第1課長

特別保証制度を使って銀行から借り入れた先が倒産して返せないとなると代位弁済制度が発動される。特別保証に関わる弁済率は確か1%と既往最高まで相当急ピッチに増えている。

速水議長

これはまだ出るのか。

雨宮企画室企画第1課長

倒産の状況は前回報告したように、大まかには昨年春まで特別保証制度の一時的な効果で急減したがその効果が切れた昨年春から徐々に増えてきている。この状況は暫く続くという見方が多い。急激に倒産が増えることはないにしても構造改革の進展やリストラ圧力から、中小先を中心に企業の倒産件数自身は増加傾向を続けるだろうという見方である。そうになると、一旦保証で金繰りをつけたけれども息詰まってしまったという先も少しずつ増えるとみておいて良かろうと思われる。この足許の数字も200件台にあったものが250件、280件にと段々増えている。この程度のピッチで当分は増えると覚悟しておいた方が良くかと思われる。

速水議長

銀行貸出が伸びないこととの関連では、都銀の再編が進むに伴って貸出窓口が悪い先は償却なり融資を引き締める一方で、生き延びるものは融資を伸ばしていこうとしていることがかなり影響しているのかなと思う。企業の二極化が進む中で、悪いものは見放すということになるかとは思いますが、銀行は果たしてどこまで面倒をみていくのかということが今最大の問題になっているように感じる。こういうものは貸出の数字にどのように反映されてくるのであろうか。

雨宮企画室企画第1課長

マネーセンターバンクの統廃合で金融機関の貸出姿勢が、厳しくなるのではないか、貸し渋りが始まるのではないかという声があることは事実だが、一方で統合された後の銀行同士のメインバンク競争が今からし烈化しているとも言われている。金融政策運営の観点から気になるのは、そういう行動が全体として金融機関の貸出態度を過度に厳しくし、企業金融に悪影響を与えることはないかということであるが、仮にそういうことがあれば企業の資金繰り判断D Iや企業から見た貸出態度判断D I等に出てくると思う。しかし、今のところはそういう傾向はみられていないので全体としてはマクロ的には良い所、悪い所を選別しながら良い所の融資を開拓しようという姿勢が幾分勝っており、その結果全体としてはむしろ緩和する方向にあるというのがこれまでの動きだろうと思われる。

三木委員

今の総裁の話に関連して言うと、銀行サイドは4グループになっていく中でかつてのメインバンクから撤退して行くという選別の動きが出てきている。これはバランスシートが病んでいる企業に大きな影響を及ぼすはずであるが、信託がそうした先を拾っている。信託がなぜ拾うかということ、結局年金についてのシェアをもらいたい、株式代行のシェアをもらいたいという二つの理由からである。このため、結果的には、貸し渋りの動きに結びつかない。

雨宮企画室企画第1課長

捨てる神あれば拾う神ありということか。

三木委員

そういう話を聞いているが、どうか。

雨宮企画室企画第1課長

アネクドータルにそういう話はある。4大グループへの統廃合に伴って厳しくなる方向の話と緩む方向の話と色々な話があるが、貸出の数字で見ると、例えばその結果都銀の貸出が落ち込み信託が伸びを若干高める動きになっているかというところにはなっていない。

三木委員

マクロでみると中身が入れ替えになっているのではないか。

雨宮企画室企画第1課長

都銀から信託に振り変わるということか。

三木委員

メインの都銀自体の中身が入れ替わると同時に都銀と信託の中での中身の入れ替えの動きもあるということであろうか。

雨宮企画室企画第1課長

少なくとも私は具体的にそういう話は聞いていないので、今後注意してヒアリングするようにしたい。多分マージナルにはそうした動きがあるのであろうが、マクロの貸出の数字自体を非常に強く動かす程の動きにはなっていないのではないかと思う。

篠塚委員

図表13の今回加わったFCIに関しては、ゴールドマンサックスのFCIをFedでは理事などが使っているという話もある一方、引き締めをしてもFCIを使うとなかなか引き締めの効果が出ているように表われないという話も聞いた。バブル時の日本についてFCIでは、どのように説明することができたのか、またもう少しデータの作り方やウェイトを変えるなどの加工を加えればかなり重要な指標として使い得る可能性がある

るのかどうか、そこを教えて欲しい。

雨宮企画室企画第1課長

まず後者から説明すると、私はないと思う。ないという意味は二つある。Fedも含めて各国中銀はマクロ的な金融環境が引き締まっているのか、緩和しているのかをできるだけシステマティックに把握するための方法論を色々と考えているが、なかなかこれといったものがなく、トライ・アンド・エラーを重ねている。近々に何かこれだというものが出てくるとも到底思えない。これが半分である。もう半分は、だからといってこういう指標を馬鹿にしていいかという、皆の頭の中には、例えば金融環境といった場合には実質金利と為替レートと株あるいは資本市場の動向というイメージがある。従って一つの試算として何らかの合成を行なって全体を掴んでみることも重要と思う。例えば長期金利をみる時でも、長期金利と株と為替の動向を一緒にみないと意味がないのではないかというような頭でみるということである。セントラルバンクは皆そういう頭で考えていると思う。ところがこれ一本でみようというものが出せる訳ではない。何人かのアメリカのボードのガバナーがFCIを毎月みているという話は聞いているが、少なくとも私が知っている範囲ではミニッツとかトランスクリプトで具体的にそれが議論された形跡はない。また、カナダ中銀はこういうのを使っていたが廃止した。やはり参考指標として、ただし馬鹿にしないでみていくということであろうと思う。FCIを使うとバブル期はどう説明できるかはまた改めて説明するが、少なくとも日本のバブル期を説明する時には、FCIの方がMCIよりはいいということしか言えない。

篠塚委員

企画室に説明して頂く時に、為替とか金利を並べながらみているが、もし図表13にみられるようにFCIである程度イメージが分かるならば、為替をどの位調整しなければならないとか、株価はどの位調整しなければ

ならないとか、結構面白い計算ができるので、何かここでもう少し工夫があるのかと勘ぐった訳である。

雨宮企画室企画第1課長

できれば工夫を重ねていって、もう少し総合的に金融の緩和と逼迫度合いを把握できるようなものを開発できたらと思う。実は調査統計局でもかつてMTI、マネタリー・スラスト・インデックスといったものを開発したこともある。そういう努力は続けたいと思っている。

山口副総裁

一言コメントすると、FRBはこういう考え方に非常に批判的である。というのはフィナンシャル・コンディショニングとかマネタリー・コンディショニングには色々なコンディションがある訳で、なぜこの一つとか二つだけを取り出し、これに圧倒的なウェイトをつけて考えるのかについてなかなか合理的な理屈がない訳である。例えば、銀行貸出の状態などはここでは一切捨象されている訳であり、非常に気をつけて使うべき指標であると思う。

篠塚委員

今回登場したので先程のような関心を持った。

雨宮企画室企画第1課長

いずれこういうものをFedが使うようになるであろうかという篠塚委員の質問には私はならないだろうと答えたが、ただ一方で、委員方が例えば海外へ出張されたり外人と会われたりする時、エコノミストや国際機関の人がこういう頭で議論をしていることがあるということを知って頂いたうえで議論を進めて頂いた方がいいということで掲載を始めた訳である。

中原委員

一つだけで巧くいくのであれば、皆失業してしまう。

雨宮企画室企画第1課長

言われるとおりである。

速水議長

それではまた後の議論で。5分間コーヒブレイクとする。

(午前11時1分中断、午前11時11分再開)

速水議長

再開する。討議に移る前に村山調査統計局長から先程の質問に対する回答をしてもらう。

村山調査統計局長

先程質問のあった雇用のパート労働者の前期比マイナスがいつ以来かについては、95年第1四半期が前期比 -0.55% であり、それ以来である。因みに95年第1四半期は阪神大震災のあった時で、それに伴うイレギュラーな要因もある訳であるが、その時どういう事情でマイナスを記録したかは直ぐには分からない。

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

それでは、これまでの報告等を踏まえて、政策委員会としての検討を行なって参りたい。本日の討議の形式はいつものとおり最初に金融経済情勢に関して順番に意見を頂き、次いで自由に討議して頂く。その後で金融政策運営に関してもう一度順番に意見を頂き討議し、最後に政府から出席頂

いている方々からもし意見があれば承るという順で進めて参りたい。

まず、金融経済情勢について意見を頂く。ポイントを絞って効率的に議論頂くために、一人約 10 分程度を目途にお願いしたい。本日は篠塚委員からお願いする。

篠塚委員

まず全体に私は景気の持ち直しが一段と明確に確認できる統計が揃ったと感じている。最初にOECDの世界経済見通しが全体的に上方修正されたことが挙げられ、海外需要面から景気持ち直しを下支えするものになると思う。また、日本についても上方修正されており、この方向性は今景気が持ち直しているという判断と一致すると思う。なお、日本に関しては2000年の実質成長率が1.7%、2001年が2.2%というような予測になっており、2%台の成長も視野に入っているという材料になるかと思う。これまでデフレ懸念の払拭を測る尺度として、内需の自律的な回復を挙げてきた訳であるが、その一つの鍵となる設備投資に関しては、法人企業統計季報の1~3月実績によってこれまで確認が待たれていた設備投資の持続性と産業や企業規模別での広がり等がある程度確認できたのではないかと思う。

次にもう一つ回復が期待されている個人消費の背景にある雇用・所得環境の下げ止まりが確認できるかという点を中心にみていきたいと思う。また物価と生産について若干触れた後で金融情勢について述べたいと思う。

まず雇用環境が、依然として厳しい状況にあるとの判断については私も全く同じ見方である。しかしこれまでの悪化傾向には緩やかに歯止めが掛かり、足踏みながら持ち直しに転じつつあるとみている点が執行部と若干違う。半歩か一歩位かもしれないが、若干前向きの情報として確認している。まず毎月勤労統計や労働力調査など、我々が判断する時に用いている雇用統計に、ここにきて若干方向性の不一致がみられる。このことは執行部からも報告され、統計の振れなどと考え態度を変更するに及ばずとされている。しかし私はこの点を担当省庁がどのようにみているのか色々と聞

いてみた。その結果、労働省では労働力調査も毎勤も統計の誤差とか振れがあるので、その先行きの方向性が確認できないような状況は過去の循環局面にもあったが、例えば円高不況からバブル経済への移行時期を判断する時には、労働需給が景気を先取りしていたことを確認する意味で、有効求人倍率などが一番先行指標として重要であったというように言っていた。そういう確認をしたうえで、今有効求人倍率をみると、着実に上昇傾向にあると思う。4月の有効求人倍率は0.56倍で1~3月期は0.52倍であった。それから求人も増加傾向にあることは報告にあったとおりである。さらに限界的な労働需給を示す新規求人倍率も、4月は初めて1倍台に乗り、1~3月期の0.95倍から1.02倍に改善した。

さらに余り取り上げられていないが、6月5日に公表された労働経済動向調査という四半期毎の調査で新しいことが確認できる。ここでは平成13年度の新規学卒者の採用計画が前年に比べて大きく改善し、高卒、大卒理系・文系共に13年度は増加数が減少を上回る状況となっている。特に、理系では全ての業種で増加になっている。同じ労働経済動向調査では残業規制から配置転換、出向、希望退職など幅広く雇用調整を実施している事業所の割合をみているが、これを実施している事業所の割合が緩やかながら最近は減少傾向が確認できるようになっている。例えば99年の7~9月では雇用調整を実施していた事業所の割合が28%であったが、4~6月期では予測も入って25%、7~9月の予想では23%となっている。

他方、失業率はかなり厳しく、4月に小幅低下はしたが、依然として厳しい。しかしそれについてもデータを精査してみると次の三点が確認できる。第一点は非自発的な離職者による失業が減少していることである。パートを除いた新規求職者の中で事業主の都合によって解雇されたものの割合が着実に減ってきている。99年の7~9月では8.4%と高かったが、本年の1~3月期では-0.8%となった。二番目は、問題は失業の滞留と長期化にあると思う。労働力特別調査の1年以上の長期失業者が完全失業者に占める割合は98年時点で20.7%であったが、本年の2月時点では25%となっている。つまり、滞留してなかなか捌けないことが問題である。三

番目に、失業の要因分解を労働省では摩擦的失業と需要不足の失業とに分けているが、内部資料では月次で計算している。それでみると、失業率の中で摩擦的失業、つまり労働需給のミスマッチによって生じる失業の割合が高止まりしており、全体の失業4.8%の7割を占めている。緩やかであるがこの摩擦的失業が増えて、需要不足による失業が若干小さくなっていることが確認できた。結局、こういった状況から政府では5月16日にミスマッチ解消を重点に35万人の新規雇用創出を図る緊急雇用対策を発表したが、現在の失業が長期化し滞留しており、その中身がミスマッチによるものであることを考えると、この政府の対策は時宜に適ったものではないかと思う。以上縷々申し上げたが、雇用面の動きを纏めると、依然として厳しい状況であることは認めたい。以上で、しかしその中で着実に生産の回復を反映した求人倍率などの上昇傾向が確認でき、先行きの学卒求人に明るさが確認できると思っている。二番目には企業の雇用調整が一段と強化する方向ではなく、むしろ沈静化している。三番目にしかし失業率は高止まりをしていて、その長期化が問題である。四番目にはそのための対策としてミスマッチを解消するような政策が今採られている、というのが雇用面における私の分析である。

もう一つは所得面の状況である。まず所得の背景にある企業の業績は金融業を除く東証一部上場企業の2000年3月の決算が大体出揃い、今春時点の予想を上回る増益であることが確認できた。このことをベースとした増収、増益予想の下では、夏季賞与にかかわらず、4月からの新たな所定内給与などについても、プラス材料として判断できるのではないかと思う。そこで賃金面をみると、決まって支給される給与は増加傾向を維持している。2000年2月が所定内給与+1.2%、3月が+1.5%、新年度に入った4月も+1.2%である。このことは他方でリストラが進む中でどうしてこれだけの所定内給与の増加が維持できるのか若干の違和感がある。それで、調べてみると統計に留意点があった。毎勤統計の事業所規模5人以上30人未満については、本年の1月に標本替えした際に新旧のデータの断層が適切に処理されていないことが分かった。この結果、今年に入ってから事

業所規模 5 人以上 30 人未満の特に所定内給与については、実際より若干高めであることに留意すべきかと思う。こうした留意点はあるものの、統計の連続性が確保される 30 人以上については、所定内、所定外賃金の上昇傾向が明らかに確認されている。次に問題の夏季賞与に関しては、企業の人件費抑制スタンスが続くために、本格的な回復までは期待できないが、夏季賞与が過去 2 年連続マイナスであったことを考えると、これの下げ止まりが確認できれば十分ではないかと思う。今はまだ最終的なデータが出ておらず、6、7、8 月と 3 か月のデータを待たなければならないが、大体ゼロ%を中心に若干のプラス・マイナスというようなところを考慮しており、2 年連続の大きなマイナスは食い止めることができると思っている。以上が所得・雇用環境について執行部が報告したよりも前向きに考えている点である。

次に物価動向について申し上げる。国内の卸売物価は総じて横這い圏内という報告であった。その中で機械類については、技術進歩による品質向上があって、下落を続けているが、一つの留意点は、この前年比マイナス幅が昨年 9 月頃から縮小傾向を続けてきていることである。現時点でインフレ懸念とまでは言わないが、今後の物価動向をみるうえでこの縮小傾向には留意すべきであると思っている。

第三に、生産動向については、今年 1~3 月期の実質 GDP が先週発表されたが、前期比で +2.4% となったほか、特に国内民需が前期比 +2.5% と高く、外需に依存しない生産の回復が確認できるという意味で大きく評価している。さらに供給側の統計をみると、4~6 月期も引き続きプラス成長の持続が期待できると思う。生産は前期比でみて 2000 年 1~3 月期は +0.8%、4~6 月期は +1.4% と高い伸びが見込まれている。さらに調統局のヒアリング調査によっても 7~9 月期の生産の増加傾向が確認されている。

次に金融面の動向として三点申し上げたい。一点目は株式市場である。株式市場では 4 月以降米国株式市場の不透明感などを主因として依然弱気色が強い。しかし、米国の株式市場が落ち着きを取り戻せば日本の株価も

底固く推移するとみている。このように期待している背景は三点ある。一番目はミクロ面では堅調に企業業績が推移しており、リストラの進展も続いていることである。二番目はマクロ面で景気の持ち直しの動きがはっきりしてきたことである。三番目は、投資家の動きに flight to quality の動きがみられていないことである。ただこの点には若干留意する必要があると先程の金融市場局長の話でも感じた。

金融動向の二番目はユーロ円金先の動きである。ユーロ円金先のカレンダー・スプレッドをみると、ゼロ金利政策の解除に対する見方が次第に高まりつつある。ユーロ円金先だけを手掛かりに政策判断をする訳にはいかないが、ある程度意識しながらみていこうと思う。

三番目はリスク要因としての為替動向である。景気の持ち直しという標準シナリオに対してのリスクは為替の動きがどうなるかである。足許のユーロのリバウンドが一時的なものなのか、あるいはユーロ買いの動きが加速するのかが注目点であるが、これまでかなり売り込まれてきただけに、一旦反転するとユーロ買いの動きがかなり強くなる可能性があるかもしれない。仮にユーロ高となった場合に、ドル独歩安となる場合にはグローバルな資本移動が変調をきたすし、アメリカの経常赤字も円滑にファイナンスできなくなる可能性がある。かなり大きな留意点である。ただし、こういったリスクはいずれは発生するかもしれないが、そのタイミングとかそのマグニチュードなどを合理的に予測することはできないので、現実化した際に対応せざるを得ないというように思っている。以上である。

速水議長

有り難うございました。それでは次、中原委員お願いします。

中原委員

景気のオーバービューから始めたい。4月の景気動向指数が出たが、ポイントでは景気の将来に暗雲が二つ現われたことである。一つはD Iの先行

指数が14か月振りに50%を下回ったことである。第二は長期先行指数のうちの金融重視型の変化率が2か月連続でマイナスを示したことである。D Iの一致指数は62.5%で12か月連続で50%を上回った。C Iの先行指数は前月比+0.3%、C Iの一致指数は前月比-2.1%である。足許の景気は依然回復基調にあると言える。

先程の兆候であるが、景気の谷を99年4月とすると、ちょうど景気のリセッションが1年経過したことになる。その段階で、4月のD Iの先行指数が28.6%となったことは、経済の一部の分野での不均衡を示していると思われるので、これがマクロ経済全体に広がるかどうか注意してみる必要がある。それから兆候の二は、長期先行指数の金融重視型の変化率が2か月連続でマイナスになっているので、C I B C R方式の予測によると、山の接近の第一信号である。従って、2000年第4四半期にリセッションに突入する可能性が出てきたので、来月のD I、C Iの先行指数に注意する必要がある。それから最近東大の福田先生と日経の共同で景気の一一致指数に関する研究が発表されているが、それによるとC Iの一一致指数は97年3月の山と99年4月の谷を比べるとまだ半分までも行っていないとのことで、かなり緩い回復と言える。鉱工業生産指数、有効求人倍率、全産業所定外労働時間指数、商業販売額という四つの指標——アメリカのC Iの一一致指数である生産・分配・需要・雇用の四つの面をとったもの——によっても、景気のリセッションは緩やかで、まだ前回の半分までも行っていない。企画庁の一一致指数によると前回のピークは93%であるから相当の差がある。いずれにしても景気の上昇期間が2年とすると、景気の上昇期間の残りは来年の4月位までとなるかと思う。これが景気のオーバービューである。

そういった中でGDPをみると、閏年効果が多く、GDPで0.5%、消費で0.8%位というのが企画庁の説明である。下駄を0.5%位履いている。問題になるのは、設備投資である。法人企業の統計調査の1~3月をみると、前年同期比で製造業-6.1%、非製造業+7.7%の合計+3.3%となるが、どうも内容が余り良くないと思う。一つは、卸小売業が前年比で31.2%、建設業が11.5%と増えていることで、首都圏の再開発事業、ある

いは大店法絡みの駆け込み需要等一時的な影響が大きいと思われる。中身は必ずしも健全でない。それから肝心の運輸通信は-16.6%、一般機械も-35.9%である。こういった内容の設備投資については資本効率からみて非常に疑問である。名目民間設備投資と名目GDPの比率をとると、97年の前半、後半の16.2%、16.1%でピークを打って段々下がってきて、昨年度の上半期は13.7%、下半期は11.4%と回復の過程にあることはまず間違いないと思われる。ただここで気をつけなければいけないことは、限界需給バランスの概念である。実質GDPの前年比から資本ストックの前年比を引いたもので、先行性がある訳であるが、95年の下半期に0.5%、96年の上半期に0.0%、それから段々下がって98年第1四半期が-6.6%とボトムをつけて上がってきているが、99年の第1四半期-2.5%、第2四半期は-2.5%ということで若干屈折していることが心配である。-3%が大体の平均値のようであるので、こういった意味でのIT投資の持続性を注視する必要があると思う。もう一つ気になるのは4月の機械受注(除く船舶・電力)で、通信業関係の受注が携帯電話の新モデル投入の端境期に入り一服したこと等もあって、年度下期のIT投資回復のモメンタムがやや減速する可能性が強まったと思っている。もう一つ注目されるのは、出荷・在庫のバランスであり、鉱工業全体で3か月前比をとると1~3月-1.9%と早くもマイナスになってきているから、いずれ秋口にかけて在庫調整が起こる前触れではなかろうかと思われる。それとの関連で日経商品指数の42種類をみると、95年の夏から97年の春にかけて13%上昇しているが、今回は5%位しか上昇しておらず、これも非常に気にかかる。

それから企業業績について、良いという意見があったが、現在アベイラブルなデータでは金融を除く1,640社の営業利益は+9%、経常利益+15%であるが、最終利益は前年比-33%であった。記録的な低水準であった前年をさらに下回っており、特別損失12兆円に対して特別利益4.5兆円を出すというような決算になっている。私は少なくとも単独ベースでも最終利益がプラスになることがリストラの達成感を得る目安になると思っている。

個人消費もなかなか難しいところであるが、日本生活協同組合連合会が毎月2,000人の組合員モニターから非常に細かい家計データを集めて分析しているところでは、平均年齢46歳とやや高いサンプルであるが、99年になって収入、消費共に前年比-2%と78年の調査開始以来初めてマイナスを記録している。生協は食品、衣料、雑貨といった日用品が中心で、来客の数は昨年の後半から回復したが、購買額は落ちたままとのことである。また1か月当たりの買い物点数も減っており、非常に消費者の生活防衛意識が強いのではないかと思う。特に60歳以上の家計の収入はピークの4%以上減っており、平均世帯に先行して消費を切り詰めている。それから食費と医療費の合計も共に91年がピークである。消費者が財布の紐を開くようにさせるには供給者の側で相当な努力がいると考える。

速水議長

それでは次、三木委員お願いします。

三木委員

中原委員の意見はある意味では慎重な意見だと思う。頷ける点も大分あるが、逆に言えば非常に弱い先行きのリスクがむしろ強調されているような意見とも思う。その後での話になるので、その積もりで聞いて頂きたい。現在の金融政策の課題は、異常なゼロ金利体系から正常な金利体系へ一歩前進させることだと思っている。判断基準は、何回もここで議論しているが、デフレ懸念の払拭が展望できる情勢になったか否かということ——それは物価の下落が止まり、先行きの下落リスクがなくなったかどうかということ——そしてその後ろにある実体経済の回復の動きで総合判断することだと思っている。重要なのは、判断のタイミングであって、判断基準をクリアすると同時に経済を取り巻く諸情勢を視野に入れて適切なタイミングを図る必要がある。現在は企業部門の回復傾向が家計部門に波及していく状況を見守りながら、民需による自律回復を探る局面だと思う。特に設備投資、雇用・所得環境、個人消費の三つの主要なファクターについ

て、構造調整過程の中での景気回復という点を念頭に置きながら、いかなる状況を満たした時にデフレ懸念払拭と判断すべきかだと思ふ。

そういう中で、以下四点ばかり触れてみたい。まず第一に企業部門では、外需の好調に設備投資の増加も加わって、生産は持ち直し基調が継続という調統の説明のとおりであるが、収益回復の流れが着実になってきたと思ふ。この1~3月の法人季報、各種の調査機関による設備投資の動きは、2000年3月期の決算動向で確認できている。その中でまず企業収益については、2000年3月期は輸出による生産増、リストラ効果、金融収支に支えられて減収増益型が多い訳であるが、焦点となる2001年3月期の見通しについては、今まで出てきた数字をみると90%が増収増益を見込んでいる。問題はその内容で、前下期の増益の姿を今上期はそのまま横這いで持ってきて、本年下期に増収増益パターンに入るという見方が多いことである。また、設備投資は、業種、規模、企業によって斑模様であるが、法人季報をみると、この1~3月は全体として9四半期振りに増加し、レベル的にも98年第1四半期以来のまずまずの水準にまで回復しており、回復軌道には乗ってきたと言える。問題は先行きの持続性と広がりであるが、持続性についてみると企業収益の好調、企業マインドの改善、良好な先行指標（機械受注や非住宅着工床面積）、あるいは建設大手50社、中堅470社の受注傾向といったものを合わせ考えると、自信が持てる段階になってきたと思ふ。広がりについては、IT関連投資が設備投資を引っ張っている。中身を分析するとITメーカーそのものの投資、資本効率を高めるためのITユーザーの投資、ネットインフラの投資の三つになると思ふ。この三つの中でITユーザーの投資の広がりが最も必要であり、やっとその動きが出てきたと思ふ。それからIT以外の分野への波及についても、勝ち組の業種、企業を中心に国際競争力強化に向けての動きが着実に増えてきている。ただ二極分化の中でミクロでは製造業・大企業の中でも有利子負債返済を優先し、バランスシート調整を進めるということで、設備投資になかなか踏み切れない向きもまだまだある。それから中堅中小企業を括ってみると、まだ増加の動きは少数派と言わざるを得

ず、このマクロのパフォーマンスとミクロの乖離は依然としてある。以上を踏まえると、設備投資については外需の減少分を穴埋めしながら、生産を支える力を持ち始める軌道には乗ってきたと判断していいのかと思っている。

次に雇用環境をみると、足許減少傾向に歯止めが掛かりつつあるが、企業の過剰雇用調整先送り、構造調整圧力内包という状況では、先行きの下落リスクは残らざるを得ない。一方、名目賃金をみると足許は下落が止まり、緩やかな回復の兆しが出始めており、先行き夏季ボーナスはマイナスであるが、生産回復を背景に賃金トータル下落はほぼ解消しつつあるとみてよい。この結果、雇用・所得の悪化傾向には概ね歯止めが掛かってきていると言える。当面GDPが1%前後の伸びといった中では直ちに雇用・所得の伸びを期待することは所詮無理である。少なくとも下落が止まり、下落リスクがほぼなくなったことをもってよしと考えるべきではないか。

個人消費は一進一退の回復感が出ない状態であるが、これには循環要因だけでなく、構造要因が大きく作用している。二極分化の中でマクロでどう捉えるかが問題になる。個人消費が伸びない理由は、雇用・所得の低迷、消費・流通構造の変化による価格低下の動き、社会保障等の不安に整理されると思う。消費水準指数をみると、基調的に明確な回復感は見られないが、消費水準の低下は基本的には可処分所得の減少に概ね見合っているということで、消費性向は大体70~72%の間をキープしており、その意味で家計には身の丈にあった消費スタンスが定着してきている。消費支出をみても流通革命、消費構造変化が価格の低下をもたらす一方で、量は出てきているから、実質購買力が高まっているとみることもできる。供給面からみると、小売からみた個人消費向け全産業供給指数による試算値でみると98年7~9月は100.8、99年の10~12月期は102.1ということで98年7~9月期以降緩やかに上昇傾向にある。今は個人消費が一進一退の姿からマイナスが止まって、徐々に一進一停の姿に向かいつつある。雇用・所得の伸びが回復するには、構造調整過程の中での景気回復であるがゆえに、時間がかかると言わざるを得ない。従ってかかる局面ではマクロ的には消

費は平時に復した、あるいは消費は普通の状態になったと言えるのではないかと思う。

あと、物価を巡る動向であるが、国内卸売物価、消費者物価のいずれについても需給からくる悪い物価下落は止まったと言い切ってよい。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されているとみてよいのではないかと考えている。

速水議長

武富委員をお願いします。

武富委員

日本銀行の景況認識がここ1年2か月位緩やかに上方修正されてきた訳であるが、敢えてアクセントをつけると4月の金融経済月報を境にして、質的に転換したと私自身は理解している。つまり民需の「一部」という限定付きではあるが、それまでの「持ち直し」という表現からはっきりと「回復」という評価へ一歩踏み込んだと思う。6月上旬に発表された2000年1～3月期の四半期データ、あるいは4月の月次データなどの実績値から確認できる限り、4月時点で景気判断を質的に前進させたことは極めて妥当であったと思う。大勢観としては現状でも景気はその時の評価の延長線上を辿っているように認識して宜しかろうと思う。四半期データのうち、法人季報により企業段階の調整がどこまできているか五点に亘って確認しておきたいと思う。一つは基本的な枠組として労働分配率の低下傾向が続いていることである。人件費などのコスト削減が進む中で、売上高が微増に転じた結果、損益分岐点比率が過去1年半位緩やかに改善し、ここへきて一段と明確化している。そういう背景の中で、景気回復の初期段階から次の段階に進む局面で典型的にみられる増益パターンが定着し始めているとみて良い。勿論細かくみれば、中原委員の指摘されたような潜在的な問題点が絶無とは言わないが、大勢観としては極めてよくある増益パターンに入ったと思う。二点目は、こうした背景から設備投資も反転上昇傾向

に入っている中で、非製造業の中堅中小セクターでも漸く設備投資が盛り返してきたことである。このセクターの設備投資は非常に振れが大きいし、今回も一過性の増加といった特殊要因が含まれているかもしれないが、そういうことを踏まえても、景気回復の好影響が企業部門全体に広がりを見せ始めている一つの証ではないかと思っている。三点目には、このように設備投資の増加傾向が比較的はっきりしてきたが、水準そのものについて現時点ではまだ余り高くないことは踏まえておく必要がある。特に製造業においては、減価償却費を少し上回る程度の設備投資の水準にまだとどまっている。しかしこれは今回に特殊な要因ではなく、前回の景気循環の谷である93年の暮れから景気回復初期段階である94年の春先位のタイミングでも減価償却費程度の設備投資しか出なかった。その後減価償却費を大幅に上回る設備投資が出てきた訳なので、現段階では設備投資が減価償却費内外にとどまっていることをもってマイナスの評価をする必要はなからうと思っている。非製造業も今のところはキャッシュ・フローの範囲内の設備投資にとどまっており、水準としては今の段階ではまだもう一つ力不足かと思う。四点目に、しかしながらこのことを逆に捉えると、現在は増加したキャッシュ・フローが既往債務の返済、あるいは復配、増配などの原資、売上高に見合った手元流動性の維持などに充当されている訳であるが、むしろ先行きは設備投資などの実物資産の積み上げとか、ボーナスの削減を中心とした給与調整を緩和する方向に充当できる余地が拡大していると捉えることも可能だろうと思う。こういう観点でみると、今後設備投資や個人消費の増加に繋がるような企業部門の貯水池の水位が徐々に高まってきていると評価してよい。仮に賃金調整を中長期の観点でもっと厳しく行なっていかなければならないという選択をしたとすると、キャッシュ・フローの増大を財務体質の改善に回せる訳で、これは、連結決算を意識し、株価を意識したアメリカ型の財務体質の改善ということであり、個人消費に直結する雇用者所得の伸びがないとしても、そういうプラスがある。ここはトレード・オフである。全体観として企業所得のパイが膨らむ中で、労働分配率は上昇せず、むしろ少し下がるかもしれないが、

雇用者所得は額として少し増加し、個人消費回復の下地が整う局面に入っていると一応評価している。五点目に、こうした増益基調にさらなるはずみがつくためには、引き続き為替相場が落ち着いていることが重要である。企画庁が4月に発表した輸出企業の採算レートは106円台であり、前に比べると少し円高になっても大丈夫という水準になってきているが、私の試算では、この水準であれば製造業の平均的なベースでは、限界利益を十二分に確保できる。経常利益を維持するためには、気持ちもう少し円安であってもいいかなという感じの水準であり、今暫く106円から少し円安位の水準でいけば磐石であると思う。1~3月のGDP速報については多く申し上げることはないが、設備投資と個人消費という国内民間需要を軸にした成長が実現したところに意味があり、先行きの含意が汲み取れると思う。勿論、この高い成長の背景にはY2Kの反動増とか、流通業における法改正を睨んだ駆け込み出店、閏年要因などの特殊要因もあるだろうが、基本的には民需中心の好ましい成長パターンに入る方向性が見えてきていると取り敢えず評価して良い。2000年度を通じて引き続き1~3月にみられたような成長パターンが巧く続くかどうかはまだ断定的に言えないが、その蓋然性が高まってきたとみてもおかしくない。4月の月次指標にはややこぼこがあるが、全体としては1~3月期の四半期データの実績が示唆するような景気の流れが4月以降も続いていると思う。5月の連休明け以降の数字はまだ確認できないが、若干気になるのは産業界の心理の綾が微妙に揺れている節があることである。景気回復が着実なものになってきたので、関心を景気回復の腰の強さに移している、あるいは資産デフレの後遺症が残っているといった構造問題に向けている節があり、先行きについて必要以上に慎重に見たいという心理的な変化がみられなくもないと思う。これは一過性とは思いますが、こういう心理的背景の下で、例えば今の日本の株価が先行き強くなるのか、アメリカ経済が本当にソフトランディングできるのか、その影響が日本にこないか、総選挙後の政局の安定が可能かというようなトピックス的なところに関心が向かっている。この点は、そういう状況の中で今後金融政策運営を考えていかななくてはならないと

思うという意味で申し上げた。

速水議長

次、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

今までのご意見と若干重複する所があるが、ポイントだけ幾つか申し上げたい。第一は、最近の状況は企業部門の回復がはっきりしてきた反面で、企業から雇用や家計所得への波及についてみると、従来と特に局面が切り替わったとはみられない。そういう意味で、これまでのパターンに大きな変化は生じていない。企業収益と個人所得の段差がかなり大きくなってきているのが最近の特徴である。先程武富委員も似たような表現が使われたが、吉田調査統計局企画役の表現を借りるとダムの水位が非常に最近高くなってきた一方で下流への放水量が目立って増えるところにはまだ至っていないという状況である。目立って増えてはいないが、先程篠塚委員も指摘していたような雇用・賃金の経路を辿って少しずつ着実に波及が増えている。ダムの流れが、急には太くならないのは、企業経営の重点がバランスシートの建て直しや資本収益率の引き上げに置かれているためではないかと思う。こういう状態で企業部門の回復が顕著になって行き、家計部門の回復がかなり遅れるようになった場合、将来に向けての景気回復メカニズムがどうなるかは、面白い論点であるが、それは別にして今のところ申し上げたようなパターンで暫くは動いて行くのではないかと思う。

第二に1~3月のGDP速報を前提にして平成12年度上半期のイメージを考えてみると、まず公共投資が上半期はキャリーオーバーによってかなり増加する可能性が強まっている。輸出の大幅な増加傾向は既に確認しつつあるし、設備投資も先行指標からみて上半期は増勢持続がほぼ確実ではないかと思う。そして、これらを裏付けるように生産が比較的高い伸びを続けている。消費が依然として余りはっきりしないので、GDPの数字が最終的にどういう仕上がりになるのかはよく分からないが、今申し上げた

幾つかの点を中心に考えると年度前半にもプラス成長のモメンタムが維持されていると言って良い。

第三に、先行きを考えるとどうかということであるが、これは予め言われているように財政需要が減少していった場合、その総需要への影響がどうなるかがポイントである。これは当然その時の民需の自律回復力の勢いや外部環境によってその評価が決まってくる。この点、1~3月のGDP統計で過去を振り返ってみると、既に昨年度中99年の4~6月をピークに今年1~3月までに公共投資は3四半期連続して累計2割ほど減少を辿っている。にもかかわらず企業収益と設備投資はその間着実な回復を辿る動きが出てきた訳で、そういう意味でも民需の自律的回復力の勢いなり日本経済にとっての外部環境如何が重要となる。民需の自律的回復力の勢いというのは、設備投資、個人消費両面について言える訳で、後者の家計周りについては急速に良くなる可能性も低い代わり、ゆっくりと着実に持ち直していくことは展望できそうだと思う。設備投資については、期待を持ちながら次の短観を見守りたい。

第四は外部環境、特に米国経済の動きである。これは、平野国際局長の報告にあったが、スローダウンの兆しらしいものが漸く出てきたと思うが、仮に連銀が金利の引き上げを止めてしまうと、恐らく株価を刺激し経済のスローダウンを少し先に遠退させる結果になるかもしれない。そのところで恐らく連銀は非常に悩んでいるのではないかと思う。これまでの連銀の話や説明を聞いていると、ここまで実行してきた実質金利の引き上げによって米国経済の中の金利にセンシティブなセクターが多少なりとも反応を起こし始めていると思う。株価にさらに大きなコレクションが起きない場合には、こういう実質金利のプレッシャーだけでスローダウンしていく度合いは多分それ程急激なものではないと私は思う。その株価自体の動きが非常に不透明だし、政策的な手加減をどちらに持っていくかによっても動きが変わってくるが、实体经济の動きについては今年後半程度を展望するとスローダウンの度合いはそれ程急激にはならないのではないかと一応想定している。

最後に物価の動きで、卸売物価についてはフラット圏内という読み方でいいと思うが、CPIの表面上出ている数字は下落幅が少し大きめに出ているので、これをどう読むかというのが一つ気掛かりと言えば気掛かりな点である。今のところ円高の影響が多少ラグを伴って表われてきている、あるいは流通構造変化の影響が比較的強く出ているとの読み方で良く、企業収益の回復が大企業、中小企業を問わず進んでいることと合わせ見れば、CPIの数字がデフレ的な影響を次の局面で及ぼしていくような性格のものとは違うのではないかと評価したいと思う。

それから日本の株価の動きについて一言だけ触れると、TOPIXで見ればピーク比1割下がったところにあるが、ここまでの動きであれば景気に対して大きなマイナスの影響はないだろうと思う。

速水議長

それでは藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

これまで議論してきたデフレ懸念払拭の鍵となる民間需要の動向を今回も一瞥すると、企業部門については回復のモメンタムが一段と強まってきているように窺われる。法人季報によると、収益の回復がさらに一段とはっきりしている。設備投資は前年比では9四半期振りにプラスに転じ設備投資の回復傾向が一層明確になってきている。一方、家計部門の動向をみると、消費関連指標の出方は相変わらず区々だが雇用・所得関連の指標については次第にしっかりとした材料が出始めている。夏のボーナスについては現段階では多くの調査が依然として前年比マイナスを見込んでいるが、昨年や一昨年のような大幅なマイナスにはならないように窺われる。この間所定内給与は今年に入って1%前後の伸びを続けており、所定外給与も増加していてコアとなる給与所得はそれなりにしっかりとした改善傾向を辿っていると思う。それから雇用環境をみると雇用者数にはまだ明確な底打ちの兆しはみられないが新規求人や有効求人倍率など限界的な

労働需給を示す指標はますますの改善を見せている。そうは言ってもいわゆる企業が先行し家計が運行している姿が目立っていることは否めない。ただ、このこと自体は今回の回復局面の有り得べき特徴として予め意識されていたところである。重要なことは、回復のエンジンである企業部門の回復が十分に強くなりそれが家計部門へも着実に波及していくという道筋が確保されているかである。所得がマイナスになるとか、消費者コンフィデンスが落ち込むことがなければそうした条件は整う訳で、私は実際にも整ってきていると思う。こうした中で先日、1~3月期のGDPが発表になったが、極めて高い伸びとなった。マーケットでは事前の強気な予想を幾分下回ったので控え目な評価となったようだが、冷静にみると大変バランスのよい数字であったと思う。特に、財政支出の大幅なマイナスが続く中で民間需要が成長を牽引する姿となったことは心強い動きである。

物価については、消費者物価とGDPデフレータの動きがやや気になるが、消費者物価については村山調査統計局長からの説明や山口副総裁が今言及したように特殊要因が寄与しているのではないかと思う。GDPデフレータについては、公務員給与のマイナスが影響しているのではないかといった解説を得たので、小峰経済企画庁調査局長から何かご教示頂ければ有り難いと思う。

先程述べたような民需回復のモメンタムからみても、少なくとも需要の弱さに起因するようなデフレ・リスクはかなり後退していると思う。こうした点を総合して私はデフレ懸念の払拭が展望できるような情勢にほぼ到来しつつあると判断していいのではないかと考えている。ただ、本日の段階ではその「ほぼ」という留保の言葉はきちんと残しておきたいと思う。これから短観も含めて企業部門の回復力の強さが確認され、雇用・所得関連指標の下げ止まり傾向がもう少しはっきりすれば、いずれこの「ほぼ」という言葉が取れるものと期待している。

速水議長

それでは田谷委員お願いします。

田谷委員

私は設備投資、個人消費、物価の三つの分野についてコメントしたいと思う。まず、設備投資については、IT関連以外の分野や中小企業への拡がりの兆しが出てくる一方、その持続性については若干不透明な要素が出てきている。法人企業統計調査による今年第1四半期の設備投資は前年同期比+3.3%だったが、中小企業のそれは+20.3%と昨年第4四半期にみられた中小企業の設備投資の強さが確認されたと思う。業種的には製造業は電気機械位のものであるが、非製造業では卸、小売、あるいはサービスの伸びも高い。しかし、設備投資の先行きを考える時、今年に入って1月から4月までの機械受注——電力・船舶を除く民需の部分——が、前月比マイナスを続けていることは気になる。4月は1~3月期比では-4.6%になる。特に民需の業種別機械受注の伸びをみると、製造業は全体として前月比でもプラスであるが、電気機械が3月、4月と続けて前月比マイナスとなっている。さらに非製造業のうち通信ばかりでなく卸、小売、金融、保険、情報サービスでも前月比大幅マイナスとなっている。設備投資は年後半または年末にかけてスローダウンするかもしれない。ただ、設備投資の対名目GDP比率の推移などをみても民間設備投資は昨年第3四半期を底に回復の初期段階にあり、回復が続く中での踊り場が何か月か後にくる可能性があるということであって、現在のところ中期トレンドとしての設備投資の後退を意味するものではないように思う。因みに、機械受注の原系列の前年同期比をみると、10~12月期が+6.1%、1~3月期が+11.7%、4月が+13.4%となっており、傾向としての上昇が続いているとも考えられる。従って今申し上げた見方は中原委員と他方武富委員、三木委員の言われたところの中間位だと思う。

次に個人消費について、雇用・所得を含めて触れてみたい。4月の個人消費関連指標は、相変わらず強弱入り交じったものであった。各種の販売統計は総じて弱く、百貨店売上高、チェーンストア売上高、コンビニエンスストア売上高、外食産業売上高、あるいは家電販売額など前月比でマイ

ナスである。ただ、消費者コンフィデンスの各種指標は改善を続けており、足許の雇用・所得環境から判断して単月の振れの可能性が高いと思う。一方家計調査による4月の実質消費、あるいは消費水準指数はかなり強めの数字であった。これについてもサンプルバイアスがありそうなので、何か月かの数字を均してみなければならないと思う。雇用・所得情勢については大きな変化は見当たらないが、毎勤統計の常用雇用者数が4月に前月比減少したのが目につく。これは調統の説明のとおりと思う。季調済みデータでは有効求人倍率、新規有効求人倍率が改善しており、単月の振れかもしれない。労働力調査の雇用者数、あるいは就業者数は前月比減少していない。夏季ボーナスについては、大企業ではやはり厳しめの数字が出つつあるが、昨年度、一昨年度に比べれば落ち込みは限定的になりそうである。一方決まって支給される給与は生産の伸びに沿って緩やかに増える傾向が続いている。

最後に物価については、消費者物価あるいは企業向けサービス価格の前年比弱含みの動きが続いている。一方、国内卸売物価は足許横這い、前年比で若干の上昇が続いている。ところで第1四半期のGDPデフレーターは前年同期比1.7%の低下となったが、前期比では昨年の第3、第4四半期と同様に0.4%の低下であったし、内需のデフレーターについては前期比0.1%の低下にとどまった。株価はこのところ外人投資家の売りもあって軟調であるが、一つだけ要因を挙げるとすると、年後半の景気、企業リストラについての不透明感ではないかと思う。この関連で中原委員も先程触れられたが、景気動向指数の先行指数が4月に14か月振りに50%を切って先週末時点では25%となったことも一部で注目されているようである。為替相場の動きと共に株式市場の動向は注視しようと思っている。

速水議長

最後に植田委員お願いします。

植田委員

私はもう皆さんが述べられたことに付け加えることはほとんどない。ただ自分がどの辺りのポジションにあるかを一応明らかにするために少しだけお話したいと思う。

企業部門については予想されたパターンで明るさが増しているのに対して、賃金、雇用、消費についてはなかなかはっきりしない。その背景としては、既に議論になったように、グローバル化とか資本市場からの圧力を感じた企業部門が資本収益率を高めていこうという意欲を強めているためではないかと思う。こういう動きがどこまで続くのか、その中でどういう動きがマクロ的に発生していくのかという点は、非常に難しいし、今後日本経済をみていく際の非常に重要なテーマであると思う。そのうえで分かることを申し上げれば、これまで我々は企業部門が良くなり、それが家計部門に及び消費が下げ止まりから上昇に転じるパターンを希望していた訳である。ただそのパターンがなかなか立ち上がってこないところにきている。企業部門のリストラ意欲が非常に強いとすると、企業部門で利潤が上がり、特に利潤センシティブな例えば中小非製造業等の設備投資を上昇させ、さらに企業部門の内部で良い循環に繋がっていくという自律的なメカニズムもある。家計部門を通じるメカニズムもゼロではないだろうし、少しずつ浸透していくのだと思うが、結局のところそうしたメカニズムの合せ技で全体をみていく、あるいはゼロ金利解除のタイミングを探っていくことしかないように思い始めている。どの程度までいけば合せ技としてOKかということについて私は一定の考えを持っているが、別の機会に申し上げたいと思う。そのうえで一、二付け加えると、第1四半期の設備投資は良い結果であり、さらに中小非製造業が大分伸びている点も先程の話との関連で良いパターンである。しかし機械受注等の先行指標に弱い面がみられており、先行きについては少なくとも短観をみてみたいという気持ちがある。また家計部門については夏のボーナスの動向についてある程度情報を得たいという気持ちがある。

最後に物価について一言付け加えると、需要不足に伴う下落傾向がある

かないかという点を重要なポイントとしてみてきた。皆さんが言われたように、そういう傾向は弱まってきていると思うが、やや細かく色々な分析を復習してみると、国内卸売物価指数については、我々にデータがかなりあることからその動きを技術進歩要因、国内需給要因、輸入物価等の動きに分解することができる。こうした分解の結果をみると、需給要因からのマイナス圧力は足許ではほぼなくなりつつあるとの結果が出ているようにみられる。消費者物価指数については、同様の厳密な分析は難しく、ある程度の需要不足に伴うマイナスの傾向が全然ないとはいえないが、それが非常に強い圧力として残存しているとは見難い状況になってきている。一方、企業向けサービス価格指数については一般サービス、不動産賃貸辺りに需要不足とみられる下落圧力が残存しているが、これも緩やかに縮小しつつあるようにみられるかと思う。これら全ての基本に賃金があり、夏のボーナスをみてみないと分からないが、依然として労働市場の需要不足に起因する下落圧力がある程度残っているということではないかと思う。しかしここでも労働分配率の動きが、賃金とそれ以外の物価の関係、あるいはその読み方を難しい微妙なものにしている点に注意しておく必要があるかと思う。

速水議長

ここで昼食にしたい。1時20分に再開する。

(午後0時30分中断、午後1時21分再開)

速水議長

それでは時間になったので午前の続きを始める。金融経済情勢について、追加的な意見あるいは議論があればどうぞ自由に発言して頂きたい。金融政策運営に直接かかわる意見はまた後にして頂きたいと思う。どうぞどなたからでも。

中原委員

それでは、午前中申し上げたことの追加である。まず第一に雇用関係では、適当な仕事がありそうもない人が445万人いるとのことであり、これを一体どう考えていくかという問題があることを指摘しておきたい。それから以前アメリカで干ばつがくると言ったが、日本の気象台のエルニーニョ監視海域の海面水温についてのレポートによれば、4月になって98年の7月以来初めての正の値である $+0.2^{\circ}\text{C}$ になったとのことである。判断の分岐点は $+0.5^{\circ}\text{C}$ が何か月か続くことであるが、気象台は今回のラニーニャ現象は終わり、夏以降も平年より高い状態で海面の水温が上昇すると言っている。エルニーニョになると梅雨明けが遅れるとか、冷夏がくる、暖冬がくることになるので、景気をウォッチするうえで要注意だと思う。

それから日本の株価の4月から5月にかけての下げは、歴史的にみても非常に急激な下げで、私が一番失望したのは、金曜日のGDPの発表に反応せず却って下落したことである。戻りが弱いと二段下げになる危険性が高い。私の見通しの節目は5月26日の1万6,008円で、これを下回ると、8月か10月には1万5,000円あるいは1万3,000円まで下げる危険性を帯びると思う。それから外人は4月、5月と2か月連続の売り越しである。外人が日本の景気の先行きについて必ずしも強気ではなくなったこともあるが、採用銘柄を30銘柄入れ替えたことによって、日経平均がNASDAQの動きに非常に左右されるようになってきて、アメリカ市場の変調に一段と左右されることになる。海外の投資家から見ると、日本株が効果的なヘッジ機能を果たせなくなったという恐れが出て、再検討中のようである。この入れ替えの影響について色々意見が出ていたが、入れ替えたものをそのままそっくり去年の年末位から計算すると、大体TOPIXと同じ頃にピークをつけているので、入れ替えたものの動きそのものとしてはおかしくない。個人については3月以来3か月売り越ししているとか、信用取引の売買金額が3か月連続で減少している等がある。そういった中でドル/円については最近の動きは段々煮詰まってきて、恐らく108円50銭

と105円の間動きになって、いずれはどちらかへ離れていくのではないかと思う。それから、国債の動きも98年10月を起点とする三角持ち合いで5月31日には133円92銭をつけて、1月31日の134円34銭をブレイクすれば135円までに行く可能性もある。ブレイクしなければ1月の高値に対して二番天井になる可能性がある。

もう一つ申し上げたい重要なインフォメーションはムーディーズが日本国債の格付け引き下げについて、7月の3週あるいは4週目位に来日して大蔵省と協議を行ない、8月にムーディーズの内部で検討した結果格下げの方向となると、8月あるいは9月の始めに動きが出るだろうということである。ムーディーズによる日本国債の格付はAa1であるが、少し下がるとA1になるので、相当の影響があるのではないかと思う。

アメリカの経済は、第4四半期から第1四半期にかけて名目GDPで+8.8%と非常に高い成長となった。FFレートでは8%強必要であることを意味するのかもしれないが、例えばモーゲージファイナンスは急増中で記録的な水準に到達しているし、銀行貸出も伸び率が鈍化したとはいえまだ伸びている。そういった中で逆に金融収縮が目立ってきている。一つは投資非適格の社債市場の利回りが絶対値で上がっているし、5月の新発はゼロであったというように着実に規模が縮まってきている。その一つの結果がアメリカではデフォルトが非常に増えてきていて非常に低い水準から92年のレベルへ逆戻りしたとのことである。過去2年間に調達が可能であったこともあるが、あらゆる業種においてデフォルトが増えている。そういった中で競争力の弱い会社が淘汰され強い会社が急速に強くなり市場占有が進んでいく。もう一つアメリカで最も気をつけなくてはならないのは、アメリカの金利引き上げの影響で、アメリカで1%上がるとラ米の中央銀行の計算によるとエマージング・マーケットでは4%に相当するという計算があるようである。特にアルゼンチン、ブラジル、メキシコ、ウクライナなどが要警戒であって、94年にアメリカが立て続けに金利を上げてメキシコ危機の引金を引いたと言われているが、そういった意味で世界経済に与えるインパクトは相当大きくみておく必要があると思う。

また、アメリカの株価は戻りが鈍いので8月か10月に下げの山場がくるのではないかと思う。S & P 500種の一株当たりの営業利益の伸び率は99年の下期が最高である。業績がばらついていて、優良企業はP E Rの30%ないし40%プラス、悪い所はそれの30%ないし40%マイナスと格差が劇的に増えてきている。

最後に石油は依然として不透明な状態が続いている。O P E Cが6月21日に臨時総会を開くという話も伝わってきているが6月7日に28ドル／バーレルのいわゆるO P E Cの7油種バスケット価格を突破したことを受けて本当に増産するのか蓋を開けてみないと分からない。注意を要するのはアメリカでガソリン価格が急騰していることである。例えばワシントンDCでは過去3週間でハイオクガソリンの値段が1ドル50セントから2ドルに上がっている。メインガソリンの先物相場が100セントの大台を突破し、アメリカ国内のガソリン小売り価格の平均が現在153セント／ガロンで昨年比37セント高い状況であるから恐らく6月のC P Iの数字に出てくると思う。この理由はリファイナリーの稼働が不利であるとか自動車の燃費が悪化し需要が非常に強いといったことが挙げられる。今アメリカでこの夏に石油価格高騰の山場が来るのではないかと囁かれている。一つは夏が暑くなると電力需要が増加して発電施設がフル稼働になり、現在100万Btu当たり2ドルのスポット物天然ガスの値段が倍位になりこれが原油価格や一部軽油価格にも影響するからである。第二にヨーロッパの軽油の消費が冬に備えて在庫積み増しに動き、1日当たり16万から20万バーレルの需要増加になる。三番目にアメリカの9大都市では大気清浄法のためいわゆるリフォーミュレイテッドガソリンを作らなくてはならないが、この供給が思うようにいかないためである。最悪の場合にはアメリカのインフレ率は+2%あるいは+3%位オンされるかもしれない。

速水議長

今朝の中原委員の話聞いてこれと思った感想だけ言わせてもらう。民間設備投資がピークを過ぎてまた落ち始めるとの話であったが、

短期の在庫循環でのみ判断されているように思う。私が習った景気循環——例えばシュンペーター——などでは成長は循環の結果生じてくるとか資本主義のダイナミズムは旺盛なイノベーションから生じる、あるいは投資活動のうねりの中から成長が波を連ねていくといったようなことであつた。日本の場合今まさに構造改革が始まったばかりだと感ずる。私も1947年に日本銀行に入って34年程主として企画、国際部門、外国部門を経験してきた後81年に商社に転じた。80年までの高い成長が止まり国際化へ進んでいく時期だつたと思う。91年以降、大きな成長から落ち始めた時に財界リーダーの一人として産業界の話を色々聞かせてもらった。その中で思ったのは日本は官が主導し、民の方はその中でシェア競争をすることが唯一と言っていい位のダイナミズムの根源であつた。如何にして一番になるかということまで歩いてきたのだと思う。その30年余りの成長は、言ってみれば、何十年という長い成長の循環であり、それは時がくれば落ちてくる。そういう大きな中期、長期の循環を考えてみた時に、この10年ないしここ3年は特に下り基調であつたが、ここへきて構造改革を行なっていかなければ、グローバルな市場で競争していけないことが分り、その間のつなぎとして財政は公共投資を積極化し、我々はゼロ金利により潤沢な資金を供給してきた。そういうもので何とかして自律的に景気回復を図ろうとしてきて、漸く民間のクリエイティブディストラクション、アントレプレナーによるIT産業その他の起業、イノベーションによる生産性の上昇が起り始めていると思う。その間にリストラも起こるだろうし、雇用の面でのジョブレスな時代もあると思うが、私のみている大きな流れの中では、これから日本の経済が生産性を伸ばし、少子化などの日本的な課題も乗り越えながら、構造改革を行ない競争力をつけていく作業が始まっているところではないかと思う。アメリカの影響は確かに大きく響いてくると思うから注視しなければならないと思うが、むしろアメリカの問題は貯蓄がなく支出超過にあることである。金を借りて株を買って高くして、毎年4,000億ドルからの経常収支の赤字があり、今までは何とかファイナンスがついてきたが、これからもついてくる確証はない。こう

いう中で世界中がドルに頼っているのは非常におかしなことだと思ひ、日本が早く構造改革を実行し競争力をつけていかなければならないと思ひ。日本の通貨のように50年かかって価値が3倍にもなった通貨は他にないから、こういうものでユーロと共にドルの国際通貨としての重みを助けながら伸びていくというのが、私の夢であり課題である。

循環が下がり始めるから気をつけなければいけないとかいう議論については、もう少し中期、長期に日本の金融政策はどういうものなのか考えていくべきではないかと感じたので、失礼だが私の感想として述べさせて頂いた。

中原委員

それについてコメントさせて頂きたい。景気循環の観測者とか学者には二つ立場があり、一つは私が今述べているような景気の動向指数の上がり方、下がり方を中心に考える立場である。もう一つの考え方は複合景気循環であり、これは例えば3、4年の在庫サイクル、7、8年から10年位の設備投資サイクル、20年位の建設投資サイクル、50年位の混在的サイクルを考えて分析する立場である。そういう人達の立場に立てば確かに設備投資循環は、過去の例をみると70年位から90年がピークだったので、最近の一致した意見では設備投資サイクルは20年かかり、建設投資サイクルと大体一致する。こういうことになると大体底が入ったのが93、4年位で、もう一回去年に底が入ってダブル底になってこれから上がってくるということであれば、次に上がるのは2010年辺りが目標となる。この点をコメントして終わる。

三木委員

中原さんの意見で一番気になるのは今年の第4四半期にリセッションの可能性があるということである。第4四半期というのは10～12月であるが、リセッションの可能性があるというのはどういう観点から言われているのか、その点だけ伺いたい。

中原委員

前回から申し上げているが、9～11月位にグロース・リセッションに入るかもしれないと思っている。

三木委員

どういう観点からそう言われるのか。

中原委員

あくまでも景気動向指数からである。33種類の動向指数である。

三木委員

それだけか。

中原委員

勿論そうである。

三木委員

しかし単なる循環による下落ならば、色々な政策を打っている訳だから、それによって変わってくるのではないか。

中原委員

勿論それは変わるかもしれない。

三木委員

リスクを内包しているというのであれば私は分かる。

中原委員

これはあくまで観測であるから、そうなるかどうかは分からない。しか

し、そのように読めるということである。

三木委員

だからリスクが内包されているというのなら分かると言っている。

中原委員

必ずそうなるという訳ではない。あくまで観測である。

三木委員

いかにも直ぐリセッションになるような感じであったので、根拠を確認した。

中原委員

そんなに世の中先が見えたら皆苦労しない。

2. 当面の金融政策運営方針に関する討議

速水議長

他にありますか。

それでは先に行きましょう。これまでの討議を踏まえ、次に当面の金融政策運営方針について今回はお一人5分程度を目途にしてご意見を伺いたいと思う。篠塚委員からまたお願いします。

篠塚委員

私は前回に引き続き、ゼロ金利政策を解除すべきであると思っている。その理由は、今、日本の景気は民需主導の自律的回復局面に入っていると判断するからである。そのうえで二つ話をして、皆様のご意見を聞きたいと思う。一番目は、ゼロ金利政策解除の位置付けについてである。現在のように政策運営を取り巻く環境が不透明でインフレ・リスクが目に見えない中で予防的に漸進的なアプローチを取らざるを得ないという立場に

立って、ゼロ金利政策解除をどのような政策運営として位置付けたら良いか、という問題提起である。ここでも随分議論が出たけれども、インフレ・リスクの兆しがまだ見えない以上は、ゼロ金利政策を継続していても構わないのではないかと、という意見がある。現時点で差し迫ったインフレ・リスクがあると私も声高に主張する積もりはないが、ゼロ金利政策は理念上、流動性の供給に関して制約がない非常に強力な緩和政策であるために、金融システム不安が後退し、景気の持ち直しが次第に明確になってきたと皆さんも午前中には確認したような状況の中でゼロ金利政策を継続するとその効果が一層強まっていくと思う。これまでのような形で流動性を供給し続けると、实体经济活動を活発化させる効果が行き過ぎて、却って中・長期的に経済システムの安定成長を損なうリスクがあるのではないかと危惧する。仮にOECDが示すような日本の成長率を達成できるようなことがあり得るとすれば、ゼロ金利政策を継続していった場合にはインフレ・リスクを懸念しなければならないように思う。

前回の会合で私がゼロ金利解除を提案した時に現状維持の立場から幾つかの反対意見が皆さんからあった。その中で指摘されたのは、例えば個人消費の基盤である雇用所得環境についてももう少し現状を見極めたいとか、アメリカの金融政策やそれを受けたアメリカの市場での動きを引き続きウォッチする必要があるのではないかとか、先行き財政支出の減少を想定した場合民間需要の回復力にまだなにかがしかの不安がある、などの幾つかのリスク要因であった。確かに先行きの不確実性の要素をしらみつぶしに当たってからゼロ金利を解除するのも一つの考え方だとは思う。しかし、果してそうした留意点を完全に払拭できるのかどうか、この点をまず考えたいと思う。例えばアメリカ経済に関するリスクはいずれ発生するかもしれないが、そのタイミングや大きさを合理的に予測することができない訳で、判断材料としての範囲を超えたものだと思う。結局これは現実化した場合に対応せざるを得ないものだと思う。政策を行なう場合にはむしろなにかがしかの不確実性を受け入れる割り切りが必要となる。そのうえで現在のように政策運営を取り巻く環境が非常に不透明な中では、ゆっくりゆっ

くりと漸進的なアプローチを予防的に採らざるを得ないと思う。ゼロ金利政策を解除したとしても、私の提案している0.25%は、超低金利政策の範囲内での変更過ぎず、景気の持ち直しに対応する形でのファインチューニングに過ぎない。

言い換えると、ゼロ金利政策を解除しても、例えばアメリカ経済の変調や財政問題に関わる不確実性には、事態が変わればもう一回ゼロ金利政策に戻すこともあり得るといった位の弾力的な思考で対応することが必要ではないかと思う。以前の決定会合の中でもう一度ゼロ金利政策に戻るようなことになると、今のような強い効果は得られないとの意見もあったが、今と同じような効果が得られなくても、かつて効果があると実験されているだけで十分ではないか。そういう意味では、ゼロ金利政策の解除を、超低金利政策からの脱却とは位置付けず、本格的な引き締め局面に入ったのだという強い警戒感を与えないようにすれば良い。結局ゼロ金利政策と超低金利政策との区別を明確にすれば良いことと思う。少なくとも解除するに際しては、市場で過度な金利先高観が広がることをどう防げば良いかを配慮すべきだと思う。

もう一点はゼロ金利政策を解除した際の説明振りにおける財政政策との関連についてである。市場関係者と若干意見交換をしたところ、今後財政政策と金融政策が共に引き締め方向に向かうとすると、経済活動をオーバーキルするのではないかと懸念の声が聞かれた。市場ではゼロ金利政策を解除する際、日銀の説明振りがどのようになるかに注目しているように窺えた。言うまでもなく選挙の結果によっては政府の方針もどうなるかわからないが、財政再建が避けられない情勢であることは皆が納得していることだと思う。市場でも政府の債務残高を考えれば今後財政によるサポートが次第に減退することも広く予想されている。そうした中で、ゼロ金利政策の解除と財政政策の関係についてどう説明したらいいかという私の考えを述べたいと思う。

まず、金融政策は金融経済情勢の判断を踏まえて政策のプラス面とマイナス面を比較考量して運営している。その立場は皆さんも同じだと思う。

その前提となる景気情勢に関する見通しの中には、財政政策も重要なファクターとして既に入っており、財政政策の経済に与える影響を全く無視して金融政策を運営している訳ではない。そうした中で現在我々は財政から独立した設備投資や個人消費など内需の自律的な動きが着実に増加し始めていることを確認している段階だと思う。従って、財政再建が行なわれるからといって、金融政策を引き締め方向にファインチューニングすることができないことはないと思う。財政再建とゼロ金利政策の解除は両立し得ると私は思う。さらに言えば、ゼロ金利政策を解除するといっても、まだ超低金利政策が続く状態の中での変更に過ぎず、金融政策が景気回復をサポートしていることに全く変わりはない。むしろ経済が受け入れ可能な範囲の中で金融政策も自由度を回復することで、将来どんな不確実性があるか分からないので、そうした場合に対応する余地を残す意味でも景気回復の力強いサポートになるのではないかと思う。今後市場において財政政策と金融政策のポリシーミックスについての不透明感が高まると思うので、我々がゼロ金利政策を解除する場合においては、市場のこうした懸念に対して説明することが必要で、その点を今から検討しておくことが必要ではないかと思っている。

速水議長

それでは次、中原委員お願いします。

中原委員

今の篠塚さんの話の中で、幾つかお伺いしたいことがある。一つはゼロ金利を脱した後にまた下げても構わないと言われたが、クレディビリティの観点からみてどれだけの期間が開けば宜しいとお考えか。1か月でもいいのか3か月でもいいのか、あるいは半年、1年なのかである。もう一つは金融と財政を同時に引き締め型にしても構わないと言われているが、金融と財政をコーディネートすべきことが日銀法に書いてあるから、政府とよく相談し、例えば財政を引き締めるのであれば金融は緩めると

いったことを考えるのが当然の話である。金融、財政を調整する部署が必ずしも明確でなく、それを調整するべきは総理かどうか知らないが、そうした政府の政策との整合性をどう考えるのかである。三番目は、金融を中心に考えればいいというのは、それはそのとおりであるが、金融の背後には実体経済がある訳であるから、例えばGDPが2%の成長軌道に乗るとか、実体経済の持ち直しを確かに確認するということがなくても宜しいかということである。現在の状況で宜しいと言われるが、私は必ずしも納得できない。以上三点は質問である。

私の主張は前から変わらず、景気の先行きに警戒信号が出ているので、なるべく早く成長率を上げるということである。もう少し加えて申し上げると、去年の6月以来世界で今日まで80回位の利上げが実施されてきており、非常に高金利時代になってきているから、そういった中で世界経済がいつまで保つのかについて十分に考える必要がある。メルリンチが実施した5月のファンドマネージャーの調査によれば、世界経済は2000年の9月頃にピークアウトするというデータもある。また、例えば2000年3月の銀行決算をみても、非常に惨澹たる状況がまだ続いているし、建設業等厳しい状況の先もあるので、そういったところへ全く配慮しなくてもいいということもないと思う。いずれにしても私は、景気回復をなるべく早く確実にするため量的緩和をするべきとの立場である。

速水議長

それでは次に三木委員お願いします。

三木委員

現下の経済政策運営の基本スタンスは二つあると思う。一つは中長期的民需の自律回復による経済成長が第一であり、第二は構造改革の推進だと思う。この二つの課題を抱えているのが今の経済だと思う。そういう中で、ここにきての景気の動きをみると、企業部門の回復に支えられて持ち直しの動きが明確化してきているし、量的には回復軌道に乗ってきたと言える

と思っている。ただ先行き短期的にみると公共投資の息切れ、住宅投資の減少、東アジアを中心とした現在の経済回復による輸出の下振れといったリスクを内包していることは間違いないと思うが、先行きこういった外生需要から民需へのスイッチが確たるものになれば、景気は質的にも回復したと言えると思う。現在とは例えば、民需へのスイッチが進みつつある途中の状態と思う。従って金融政策についても財政を支え、金融緩和政策により経済の回復に万全を期す必要があることには変わりないと思う。デフレ懸念のために異常なゼロ金利を続けている訳であるが、このデフレ懸念の状態からは離脱しつつあるとはっきり言えると思う。金融緩和政策の中での微調整を行なう条件が整いつつある局面ではないかと思っている。ただデフレ懸念払拭の判断基準という面では、雇用・所得、個人消費について一抹の不透明感が残ると言わざるを得ない。それからもう一つタイミングの点でもマーケット参加者が現時点でのゼロ金利解除をまだ織り込んでいない状況だと思う。マーケットとの対話を前月位から色々始めたところであるから、サプライズによるボラタイルな動きは避けるためにもタイミングとしては今少し時機をみる必要があるだろう。特に今はインフレ懸念がないという意味では、時間的余裕があると思うので、取り巻く経済諸情勢もよく見極める必要があり、今回は現政策の継続ということできたいと思う。

速水議長

次、武富委員お願いします。

武富委員

今日本銀行が政策解除の条件に掲げているのは、デフレ懸念の払拭が展望できる情勢であり、その裏側にある実体経済のイメージは、抽象的であるが民需も含めた自律的な景気回復の蓋然性が高いということだと思うので、午前中お話ししたことから言えば、概ね解除基準に近い景気情勢になっていると私個人は思う。ところがこの解除条件について、我々は世の

中に明示している訳であるが、世の中のイメージは必ずしも一貫性がなく、事態の推移と共に解除条件を厳しくするような動きにあるように思われる。そこに日銀と世の中の間のギャップが少し残っているように思う。本年4月の景気判断——私にとっては質的転換がなされたとの位置付けであるが——が発表された4月12日の市場の反応をみると、回復という言葉を使ったにもかかわらず、割と鈍かった。金融市場はその後の日本銀行の市場との対話を受けて、最近漸く解除条件とそのタイミングについて一頃より前倒しの観測が増えてきており、金融市場との間では相当認識ギャップが縮まってきたようにみている。問題は産業界を含めた世の中一般であり、いざ政策の枠組変化が近いかもしれないことを前にして、心理的な抵抗感らしきものが表へあぶり出されてきているのだと思う。世の中が持っている解除基準は、地価の反転上昇とか、不良資産問題の完全解消といったかなり究極の姿に期待を込めてしまっている部分があるように思われ、本来金融政策の機能というのはどういうものかという根幹に関する認識ギャップがまだ少し残っているように思う。そういう産業界の心理状況は、実体経済そのものに対する懸念ではなく、政策や市場、海外経済の動きや政局も含めた実体経済を取り巻く外部環境に対して茫漠とした落ち着き所を見極めたいということだろうと思う。ただ日銀が余り突っ張って、企業活動に影響が及んでもいけないと思っている。今後も業況感が引き続き前向きな流れになっていることが例えば日銀短観等で確認できる訳であるから、そこをよく確かめてみたいと思っている。以上のようなことで経済の実態は、政策の変更の基準にはかなり近い線まできているが、政策変更が波乱なくきちっと実行できるためには、色々な意味でのギャップの調整がもう少し進んだ方がいいという気持ちもある。従って、今のゼロ金利政策をこの段階では継続するのかなと思う。

速水議長

次は山口副総裁お願いする。

山口副総裁

金融政策を考える基準は、デフレ懸念の払拭という展望が得られるのかどうかということで、昨年来一貫してきている訳であるから、本日も専らそのことを基準に判断すれば良いのだろうと思う。その内容も物価の動きが需要の弱さから下落することがないかどうかとか、民需の自律回復力がどうかというようなことに絞り込んできている。これらについて私も篠塚委員が言われたように、リスクが100%なくなる事態は有り得ないと思うし、そこまで待つといった態度は採れないと思う。民需中心の経済成長が持続することについて、確率的にある程度自信を持てる状態ではないかと私は思っている。ある程度自信を持てるというのは、これは判断の問題になるから、多少人によってニュアンスの差が出てくるのはやむを得ないかと思う。私自身は、雇用あるいは家計の所得について、直近大きな変化が出てきたとは思っていない。しかし企業部門での回復がさらに進みつつあるとは思っているので、雇用、家計関連のデータだけで判断していくことは余り適当でないだろう。やはり総需要の展望なり、民需全体の回復力について判断していけばいいのかなと思う。植田委員が先程合せ技と言われたが、その合せ技で判断できる次の材料を私自身は待ちたいと思っている。

第二の点は、政策変更を考える場合に、市場に過度のショックを与えることには慎重でなければならないことである。今回たまたまヨーロッパに出張した際、ある中央銀行の首脳からマーケットにとっては経済指標や経済に関する情報がニュースなのであって、政策変更自体は何のニュースにもならないというのが自分達の理想であるというようなことを聞いた。中央銀行と市場の経済指標の読み方が全く一致すればそういうことになる訳で、直ぐそういう事態が現実になるとも考え難いが、一つの考え方であろうと思う。現時点ではまだマーケットの認識と我々の認識とに若干ギャップがあるかもしれない。そのギャップは着実に縮まってきていると思うが、まだいくばくかの距離を残していると思う。

後は若干のコメントである。篠塚委員がインフレ・リスクが目に見えている訳ではない時点でなぜゼロ金利の解除を考えるのかという点につい

て言われたが、これは非常に大事な問題と思う。前回会合時に自分の意見を詳しく申し上げたので本日は繰り返さないが、デフレ懸念払拭という基準を掲げてきたほかに、例えばテイラー・ルールのようなある種の政策ルールを考えると、状況の変化に応じて金利を連続的に調整して行くことが結局長い目でみて経済にも物価にもいい結果をもたらすような考え方がある訳で、そういうフレームワークの中で考え方を整理することも可能ではないかと思う。

最後に財政政策との関係は、非常に悩ましいところである。財政の中長期的な方向性として中立化、その後に財政再建への転換が待っていることは事実だと思うが、我々が金融政策の対象として考えている時間的なフレーム——本年度の下期とか来年度——の中で比較的短い期間に財政政策がどのような動きをするか必ずしも我々には十分な判断材料がないと思う。ここで私自身は仮に本年度下期について補正措置が採られなくても、民需の回復に余り問題が生じないと見通せる位の自信を持てるのであれば、ゼロ金利を解除することについて、一つの有力な判断材料を与えてくれると思っている。結局それは民需の回復力の強さ如何であるが、その点について私自身はもう少し判断材料を持ちたいと思っている。結論として今回はゼロ金利を継続することで良いと思う。

速水議長

次、藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

私はデフレ懸念の払拭が展望できるような情勢にほぼ到達しつつあるのではないかとみている。ただ、「ほぼ」という留保がとれるまでまだ時間があると思うので、例えば短観など追加的な材料で確認したいと思いゼロ金利政策を継続することを支持したいと思う。

これまで私達は、ゼロ金利を解除した場合のショックをなるべく小さくするように市場などとのコミュニケーションに努めてきたが、今日はこの

課題がどこまで達成できるのか私なりに整理して、二、三申し上げたいと思う。第一に金利先物からみるとマーケットは9月から12月にかけてのゼロ金利解除を織り込んでいると読み取れるが、これはあくまで平均値だと思う。実際のマーケット参加者は、この平均値を中心とする確率分布の形で期待を形成しているので、その分布の裾の部分には9月以前のタイミングもかなりの確率で入っているはずだと思う。第二点は、このところゼロ金利解除を巡る議論が賛成、反対を含めて極めて具体的になってきている。議論が活発になるということ自体予想が強まっていることを自ずから反映していると思う。第三に例えばマネーセンターバンクなどの主なマーケットプレイヤーは、保有国債の短期化を図るなどして既に金利上昇に備えた体制を整えている。金融の実務家は、マスコミに頻繁に登場するエコノミスト達とは違って黙々と準備を行なっているのではないかと思う。以上のようにゼロ金利解除については、それがビッグ・サプライズとはならない条件が徐々に整ってきつつあるように思われる。これ以上それを求めようとする、いつ、何%金利を上げるのか事前に宣告すると言ったような旧法時代の公定歩合を巡るマスコミを思わせる無い物ねだりの領域に入ってくる。元々、世の中やマスコミがもっと透明性を高めろという声には、突き詰めるとそういった無理な要求と等しくなっている場合が多いのではないかと思う。市場とのコミュニケーションといっても、市場参加者の見方そのものが多様である以上100%一致することは有り得ないと思う。基本的には、金融政策運営の考え方や方向性がある程度の幅で理解されていればそれでよしとすべきではないかと思うし、そういう状態に近づいているのだと考える。

速水議長

次、田谷委員お願いします。

田谷委員

一言で言って、民需の自律的回復が展望できるということが無理なく説

明できるエビデンスが得られた時、ゼロ金利を解除するということだと思
う。こういうことを昨年4月以降言ってきた訳であるからこれに尽きるの
ではないかと思う。

先程の篠塚委員のご質問についてであるが、一つは山口副総裁も言われ
たようにあるところで割り切ることが必要であるということだと思
う。ただ、先行きは確率の分野に属する訳であるが、短期的なものとはなるべく
なら思いたくはない。しっかり見通しを持ちたいということだと思
う。第二点の財政については、昨年の第3四半期から公共投資は成長に対してマ
イナスに寄与してきて今日に至っている。多分、第2四半期には今までの
反動でプラスになるかも知れないが、当初の予算どおりに地方を含めて執
行されていくのであれば、大きな成長抑制要因にはならないのではないかと
考えている。ただ過去においても地方単独事業だけでなく補助事業につ
いても後で下方修正されたこともある。そういうことも含めてどうなっ
ていくか依然強い興味を持っている。財政の先行きが見えないから我々の側
で何もアクションを起こさないということではないが、一部不透明要因が
残っている気がしている。

先程来マーケットのリアクションを皆さん指摘されているが、私も株式
市場、債券市場、マネーマーケット、あるいは為替相場の動きを色々なこ
とを想定しながらこれからも一段と注意力を上げて観察していきたいと
思っている。

速水議長

次、植田委員お願いします。

植田委員

私も今回は現状維持で宜しいかと思う。デフレ懸念払拭が展望できるま
でという表現にもう一度立ち戻り、考えてきたことを整理してみたい。例
えば次のような整理もできるかなと思う。価格がどう決まるかに関する標
準的かつ理論的な考え方を使ってみるとインフレ率はGDPギャップ、期

待インフレ率、サプライショックのようなものの影響を受けるということだと思う。現状では期待インフレ率はそれ程動いていないが、サプライショックは上下に動いたりしている。しかし、デフレ懸念払拭の展望という観点から我々が特に注目していたのは、GDPギャップがどんどん拡大してインフレ率にマイナス方向の圧力がかかるリスクがどれ位小さくなるかという点である。ギャップは現実のGDPと潜在的なGDPの乖離に依存して決まるため、両方の情報を持っていないと判断ができない。ここで難しいのが過去1、2年何度も試みてなかなか巧くいかない潜在GDPの水準、あるいは伸び率の推計である。これは極めて難しい。しかし、100%の自信はないが、潜在成長率が何%かよく分からないけれども、短期にそれが大きく振れることもないとすると、現実のGDPと潜在GDPの差の動きは、短期的には現実のGDPの動きで大体左右されることになる。従って、我々はギャップの動き、あるいはデフレ懸念、需給、需要不足からくる物価の下落をみる際に総需要の動きに注目してきたのだと思う。それでは総需要の動きがどの程度伸びることが展望できればデフレ懸念払拭、あるいはギャップが拡大することによる物価下落リスクが小さくなったと判断してよいかという問題が次に出てくる。非常に抽象的に申し上げると、総需要の方に着目したい、総供給の方は安定しているかもしれないが、何パーセントかについては非常に不確実性が高いということである。もう一つ考えておいた方がいいのは、やはり過去2年間非常に厳しい経済情勢を通過してきて、もう一回ああいうところには陥りたくない、それからインフレ・リスクが足許に迫っている訳ではないというリスク判断である。潜在成長率はある程度の幅のところ分布している。そういう時に現実の成長率がどれ位にいったらギャップの拡大が止まる、あるいはある程度の期間に亘る縮小方向が見えてくると判断していいかどうか、こういうことがなんとなく頭の中に浮かんでくるのではないかと思う。これを全く違った次元で、しかし密接に関連する表現で言い直すとテイラー・ルールと関係してくる。すなわちテイラー・ルールは一部GDPギャップの動き等を含めた変数の動きで短期の政策金利の水準を決めていこうという

ルールである。ギャップが縮小してくるとこのテイラー・ルールから計算されるような金利の水準が、ちょっと前まではマイナスだったのがゼロ近辺に近付き、もっと良くなればプラスにいく過程のどこかを通過するということである。ではゼロを通過したら直ちにゼロ金利を解除して良いかであるが、私の感じではこういうルールによる計算は非常に誤差が大きいこと、非常に近い将来にまたゼロにヒットしてしまうことは避けたいこと、去年の4月以降ゼロ金利をかなり維持すると言ってきた中には、ちょっとプラスになった位では直ちにプラスにすることはしないという気持ちのようなものもあったのかなというようなことを総合的に考えて、若干プラスになっても少し泳がせておき、大丈夫そうになったら解除するという雰囲気の話ではないかと思う。これは勿論私個人の意見であるが、それが先程の需要サイドに着目して、しかし潜在成長率について不確実性がある時に需要のバーをどの位にみるかという話と裏側では密接に関係しているのではないかと思う。こう申し上げたが、早く解除したい方向の委員と、私との間にどれ位ギャップがあるかと言えばそれ程でもないのではないかと思うと申し上げたい。

速水議長

それでは私の見解を少し述べさせて頂きたい。

ここ1か月の金融経済情勢は、執行部からの報告や皆様のご意見を伺って、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はっきりと近付いてきているように思う。今日の議論を伺って私としてはゼロ金利解除の機は熟していると、これまでの考えをいよいよ強めた次第である。企業部門でも収益や設備投資の増加が明確になってきている。また輸出の増加も続いている。これらからみて企業部門の前向きの循環メカニズムはかなりしっかりしてきていると評価して良い。一方個人消費との関連で注目している雇用・所得関連指標についても、一部に改善の動きがみられ始めているように思う。確かに企業リストラの動きは根強いが、それでも企業収益がここまで増えてくれれば、この好影響は家計部門にも次第に浸透して

いくものと思う。有効求人倍率の上昇や所定内給与、所定外給与の増加もこうした動きの始まりとみて良い。これからは夏のボーナス支給動向も含めた所得関連指標や来月に公表される短観などによってこれらの点をもう少し見極めてデフレ懸念の払拭が展望できたかどうか確認すると共に、当面は米国の株価や金利の動きとそれが日本に対して与える影響等について注意深くみていきたいと思っている。以上のような考え方を踏まえて、当面の金融政策運営方針については本日のところは私もゼロ金利政策の継続を支持したいと思う。

なおこれまで意識してきたコミュニケーション・ポリシーについては、様々なルートを使って情報発信を積み重ねているし、皆様のご協力も得ている。実際の経済指標の好転などを受けて、市場とのギャップは着実に縮小してきていると私は思う。今後はゼロ金利政策解除の考え方についてさらに分かり易く丁寧な説明に努めていきたい。金融市場だけでなく産業界や国民など広い範囲での理解を得られるように努めたいと思う。

またゼロ金利政策解除の位置付けについて今まで議論も出ているが、重要と思われることを二つだけ述べさせて頂きたいと思う。

一つはインフレの兆候もないのに何故ゼロ金利政策を解除するのかという点である。ゼロ金利政策は昨年2月、日本経済がデフレ・スパイラルの瀬戸際に陥った際に採用した、いわば異常な経済情勢に対応した金融緩和政策である。経済の改善傾向が強まる中でこうした極端な緩和政策を続けると、いずれ経済の変動を大きくしたり、急激な金利上昇が発生するリスクが増大していくと思う。こうしたリスクを避けるためには、経済の改善傾向に応じて金融緩和の度合いを調整していく漸進主義的な対応が順当ではないかと思う。デフレ懸念の払拭という基準にはまさにこうした漸進主義的な考え方が求められているものと考えている。

第二には、ゼロ金利解除を直ちに金融引き締めと捉える人もいるが、実際の金利水準を考えればゼロ金利政策を解除しても金融が大幅に緩和された状態は維持される訳である。その意味で物価の安定を図りつつ景気の回復をサポートするという日本銀行の政策姿勢は変わらない。産業界など

に対しては今申し上げたような考え方をきちんと理解してもらう必要がある。以上のような考え方について一層の理解の浸透を図っていけばゼロ金利解除に当たっての無用の混乱とか誤解を避けることができるし、円滑な政策運営を図っていくことができると思う。

これまでの討議を踏まえて、当面の金融政策運営についてご意見やご議論がまだありましたら、自由にご発言頂きたい。

篠塚委員、お答えになられるならどうぞ。

篠塚委員

先程の中原委員の最後の質問の趣旨がよく分からないが、最初の質問はゼロ金利を解除して、もしかしたらまたゼロ金利に戻ることもあり得るといふ弾力的な考えも必要ではないかという私の意見に対して、直ぐ戻ってしまったらクレディビリティーに問題が生じないかということだった。またどの位の期間ならば良いかといったご質問であった。解除して直ぐ2か月、3か月で駄目になるというのでは、データを精査して判断したことにならないのでそれでは全くクレディビリティーが失墜すると思う。私が申し上げているのは、一つ一つしらみつぶしに全部検証していくのではなく、ゼロから0.25%の超低金利の範囲内での政策変更であるから、弾力的な対応で臨むべきではないかということである。どの位の期間とは申し上げられないが、そんなに簡単に変更して良いとは考えてはいない。

それから政府との対話はどうなるかとのことであったが、元々金融政策の判断に当たっては財政政策や公共投資がどうなるだろうかといった要因を一応織り込みながら行なっている訳であり、全く独立して勝手に金融政策だけを行なっているということではないと私は思っている。どのように対話をしていくかに関しても、織り込みながら両立できると思っている。

三番目はよく分からなかったが、ご質問は…。

中原委員

背後にある実体経済を見ないで金融面から見ただけで良いのかという

ことである。

篠塚委員

デフレ懸念の払拭を展望できる状況判断は、実体経済を見ながら行なっている訳で、質問の意味が分からない。実体経済を見たからこそ私はゼロ金利の解除もできると判断している。

中原委員

そうはいっても例えば今年の秋以降になって財政が補正をするのか、どういう方向で財政再建をするかは、例えば総選挙が終わらなければ分からない。新しい政権ができて財政再建をするのか、どういう方針ですのか分からない。やはり政府との対話というのは私はそう簡単ではないと思う。今前提として織り込むと言われたが、現在ギブンではあると思うが、余程注意深く行なう必要があると思う。私は経営者であるから、100%のリスクがなくなるまで待とうなどと思ったことはない。勿論50%でも行なうことはある。ただ一番私が言いたいのは、今回は非常に難しいケースであるから、これが例えば7:3なのか8:2なのかどこまでくれば確信が持てるか十分考えないと、日本銀行の独立性に必ず影響してくるから、私は非常に慎重にするべきだと思っている。そういった意味で言うと、まだまだ十分ではないというのが私の考えである。

速水議長

他にご意見はあるか。

篠塚委員

少し山口副総裁に確認したい。ゼロ金利の解除に向けてのスタンスは他の委員の方とも一緒のようであるが、次の短観が出てくるのを待つという意味は、どういうことなのであろうか。今までデフレ懸念の払拭については、民需の自律的な回復を確認することとして、設備投資と個人消費を挙

げていた訳である。一応設備投資の回復についてはほとんど合意を得て、今日の議論では個人消費に関する雇用・所得周りのところがなかなかはっきりと確認できないということであった。そして雇用・所得環境に関しては、遅行するだろうことが大体確認され下げ止まりがある程度確認できることが重要だということまでになった。そういう状況で6月を迎えて短観を待つということは、個人消費に絞り込んできている話から外れて設備投資や個人消費全部ひっくるめた内需全体がある程度しっかりしたものにならなければならないように立場を変えるということか。個人消費に関しては構造的なリストラが進んでいる中で、しっかりとした回復は望めないことはもう確認できたと思うが、それでもなおかつもう1か月待つということは、言い振りが変わると思ってもいいのか。そこを教えてください。

山口副総裁

そこは先月の会合で議論させてもらった積もりである。つまり雇用とか家計の所得、消費のところでは何かはっきりとした改善の動きが出てくるまでは今の政策を続けるべきなのかどうか、それともそれは民需の柱の一つなので、民需全体あるいは輸出の動きをひっくるめた総需要全体として思いのほか強い動きが出てきた場合、どのように判断すべきなのか若干議論させてもらった積もりである。その時の私の理解は、家計部門だけを見続けるのではなく、他にそこを補強するような目立った改善の動きが出てきた場合には、ある種の総合判断の余地が出てくるのではないかということだったと思う。そこで今日二度に亘って申し上げたことの繰り返しになってしまうが、私自身は企業部門から家計部門への波及は、私が期待していたよりは鈍く——鈍いといっても全然何も波及していない訳ではなく、例えば名目賃金の動きなどは、去年の動きと今年に入ってから動きではかなり変化が出てきているが——夏の賞与をきっかけにして、名目賃金の伸びが一段上に切り替わるようなくっきりとした変化は出てきていないように思う。従って、総体的な判断は今月は変えないで良いと申し上げた訳である。向こう数週間の中に出てくる色々な材料の中に短観も入ると思う

が、仮にそういうものによって家計、雇用以外のところで従来みていたよりもさらに明確な改善の動きが出てくるのであれば、それは判断を一步進める材料になるかもしれないと思った訳である。設備投資については大体勝負があったとの指摘であったかと思うが、例えば田谷委員などは、先行指標がここのところ少しだれてきていて、年度下期の設備投資について若干懸念を持っているような発言もされていた訳で、そういう部分も含めて新しい投資計画が出てくれば、今我々が持っている判断材料よりはもう少し良い判断の基準が出てくるかもしれない。

速水議長

他にあるか。

中原委員

篠塚委員は三番目の質問が分からないと言われたが、先程植田委員が言われたことである。つまり現実の経済成長率がどの位であれば満足するのか、今現在の成長率で良いと言われているのかどうか、そこを伺いたい。

篠塚委員

解除する時のGDPであるか。

中原委員

そうである。

篠塚委員

私は基本的にゼロ金利を採用した時点と、今の経済状況を比較して考えている。实体经济はかなり良くなっているし、それがどの位になるかという見通しを自分で計算していないが、実際にGDPの1~3月が出て、内需の自律的な回復という今まで説明していた基準にほとんどのっているように思っている。これからどういう展開になるかについては、OECD

が高めの予測を置いていることもあり、少なくとも政府が考えているような成長率には達するだろうとみている。

中原委員

だから現状で宜しいということか。

速水議長

それでは議案の取り纏めに入るが、その前に政府から出席している林大蔵政務次官および小峰経済企画庁調査局長から意見があればお願いします。

林大蔵政務次官

明日から衆議院の選挙なので、本日は私が代わりに出席をさせて頂いた。まず現状認識と今後の財政運営であるが、現状認識は、各種の政策効果やアジア経済回復等の影響に加えて、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、景気が緩やかな改善を続けているとの認識は変わっていない。しかしながら、足許の雇用情勢は依然として厳しいほか、個人消費が概ね横這いということ、それからアメリカ経済に不透明感がみられ、景気の動向についてはもう少し見極めが必要な段階にあると考えている。

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きたが、今後とも今年度の予算の円滑かつ着実な執行を通じて、公需から民需へのスムーズなバトンタッチを図り、民需中心の本格的な回復を実現するべく全力を尽くして参りたいと思っている。

12年度は、公債依存度が38.4%ということで財政が大変危機的な状況にあるので、本格的な回復軌道に経済が乗った段階においては、財政構造改革について21世紀のわが国の経済・社会のあるべき姿を展望しつつ、単に財政だけではなくあらゆるものを包括した形で、根本的な視点に立って色々なことを行っていかなければならないと考えているが、先程申し上げたように、景気の動向等についてはまだ見極めが必要であるので、当面

この景気回復に万全を期すというスタンスは変えていない。

それから、QEは2四半期連続マイナス成長の後、この1~3月はプラス成長に転じたが、我々としては、財政の運営については、9月に公表が予定されている4~6月のQEの結果を踏まえて、今後の経済動向を見極めたいという判断を行うことが適切だろうと考えている。

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にするため、金融・為替市場の動向を注視しつつ、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。委員の皆様におかれては、今申し上げた我々の経済財政運営の考え方についてご理解を賜りたいと思う。

小峰経済企画庁調査局長

それでは私の方からまずGDPについて申し上げます。ご承知のように9日に公表した1~3月の実質GDP速報は季節調整済み前期比で2.4%の増加となった。この結果、平成11年度の実質成長率は0.5%と3年振りにはっきりとしたプラス成長に転換するという政府の目標を達成したと考えられる。先程藤原副総裁からGDPデフレーターについて質問があった。ご承知のようにGDPデフレーターは10~12月は前年比1.4%のマイナスであったが、1~3月は1.7%のマイナスとマイナス幅がやや拡大をしている。この大きな要因は、政府の最終消費デフレーターが2.8%のマイナスと過去最大のマイナスになっていることが大きく影響している。政府最終消費支出は名目GDPの10.3%を占めており、その中の約7割は公務員給与であるので、この1~3月のデフレーターには地方公務員のボーナスのカットが相当影響している。GDPデフレーターは国内に原因がある物価の上昇なり下落を表わしているということであり、そういう意味ではいわば公務というサービスの価格が下がっているということである。その背景として賃金という付加価値が減っている訳で、そういう意味でGDPデフレーターの動きとしては間違っていない。

それから、最近の経済情勢の判断では、我々としても各種の政策効果、

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と判断をしている。しかしながら雇用情勢が依然として厳しく、収入も低迷していることから、1~3月の個人消費は概ね横這いと判断をしている。4月の家計調査、雇用統計はやや改善しているが、企業のリストラが続いていることなどから、夏のボーナスその他の所得や物価の状況など今後の動向を注視していく必要があるように考えている。企業の設備投資に、持ち直しの動きがみられることは事実であるが、实体经济になおかなりの需給ギャップが存在していることもあり、回復の持続性と業種的な広がりはまだ明確ではないと判断をしている。さらにアメリカ経済の先行きにも不透明感がある。

景気の山谷の判定について一言申し上げたいと思う。この景気の山谷の判定は、私共にある景気動向指数研究会の議論を受けて決定をすることになっているが、この研究会は去る5月15日に会合を開催して、景気動向を含め広く議論をした。その結果、今後必要なデータが揃い次第、今月中旬以降、次回会合を開催して景気の谷の暫定設定を行なうことにしている。ただこの景気の谷がいつかを決めるのは、あくまでも統計学的な観点から事後的に認定されるものであり、1年以上前の谷がいつであったかを決めるものであるので、現時点での景気判断に影響する訳ではない。ましてやこういうことが景気回復宣言になることはないと言明をしているところである。

政策判断であるが、政府としては21世紀の新たな発展基盤を築くべく日本経済の新生と大胆な構造改革に取り組み、景気を持続可能な自律的回復軌道に乗せていくよう全力を尽くす所存である。今後とも経済情勢を注視しつつ経済運営の万全を期すこととしている。

最後に、日本銀行におかれても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をも注視しつつ、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

ただ今のは、参考意見として伺って宜しいですね。

それでは、議案の取り纏めに移りたい。先程の討議によれば、当面の金融市場調節方針について、ゼロ金利政策を継続するという意見が大勢を占めていた。こ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方はいるか。

横田政策委員会室長

篠塚委員と中原委員が議案を提出されるとのことである。

速水議長

それでは、事務局から篠塚委員の議案、中原委員の議案、私の議案を読み上げてもらい、その後篠塚委員、中原委員両委員から議案の説明をして頂く。

[事務局より議案配付]

雨宮企画室企画第1課長

まず篠塚委員案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。対外公表文は別途決定する。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。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。」である。

最後に議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。以上。」。別添の対外公表文である。「平成12年6月12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。」。

速水議長

篠塚委員。

篠塚委員

前回までの議案と変わった点だけ説明する。前回まで出していた議案はここに書いているほかに、「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。」というなお書きをつけていた。今日の議案はそれを削除したので、その理由を申し上げる。99年2月にゼロ金利政策を導入した直前の時期では、まだ金融システム不安の高まりが特に強く懸念されていたためになお書きを付した。しかし現在はデフレ懸念の払拭が

展望されるような情勢となったと私は判断しているので、敢えてなお書きを付す必要はないと考える。当然のことながら、このなお書きを落したといっても、不測の事態が発生すればその時点で必要に応じて政策対応を行なうべきであると考えている。以上である。

速水議長

中原委員。

中原委員

提案理由の一つは物価の面で国内需要のデフレーターが97年度1.1%、98年度-0.3%、99年度-0.9%とマイナス幅を拡大しており、四半期別でも99年の1~3月から-0.9%、-0.7%、-0.6%と下がって、10~12月が-1.4%、2000年の1~3月が-1.1%であるからまだデフレ懸念が残っている。特にCPIは、全国の除く生鮮食品で2月-0.1%、3月-0.3%、4月-0.4%であるから金融面からのさらなる景気刺激が必要だと思う。それから第二は景気の先行きに警戒注意報が出てきたので財政の効果が残っている4~6月のうちにシンクロナイズさせる形で量的な緩和に踏み切って1.5~2%程度まで現実の成長率を上げたいということである。三番目に一応私の提案はマッカーラム・ルールを使っているので、そういったルールを明示的に世の中に示すことで市場との対話の基準ができるのではないかとも思っている。それから物価の安定に日本銀行が責任を持っているので、その目標数値を明示的に示しそのうえで説明責任あるいは結果責任を問うことが必要なためである。以上である。

速水議長

ご質問なり追加的な意見はあるか。

宜しいようであれば採決に移りたい。篠塚委員案、中原委員案、議長案の順で一つずつ採決を行なう。異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

異議がない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

篠塚委員案の採決結果を報告します。賛成1、反対8であった。

速水議長

篠塚委員案は否決された。次に中原委員案、お願いします。

山口副総裁

中原委員の案について一つだけ確認したい。マネタリーベースの前年同

期比の比率が 15%程度に上昇となっているが、これは前回も 15%だったか。

中原委員

新しいベースで計算したものである。

山口副総裁

今回から 15%か。

中原委員

前回から 15%である。新しく計算し直した。

山口副総裁

10%から 15%に変えられた理由は何かあるのか。

中原委員

マネタリーベースの変更に伴い計算し直したら、14.8%という数字が出たので変えた。

速水議長

他にございませんね。それでは採決する。

[中原委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：中原委員

反対：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

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

ご報告する。中原委員提出案は、賛成 1、反対 8 である。

速水議長

中原委員案は否決されたので、議長案を採決して下さい。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

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

議長案の採決結果を報告する。賛成 7、反対 2、賛成多数であった。なお、反対は中原委員、篠塚委員両委員である。

速水議長

それでは議長案が可決された。改めて反対理由について明確にしておかれない方がいらしたらどうぞ。

篠塚委員

まず景気は民需主導の自律的回復局面に入っており、わが国経済が再びデフレ・スパイラルの瀬戸際に行くような状況に戻るリスクは大幅に後退していると判断した。二番目にゼロ金利政策については、景気が持ち直す中で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の影響が強まると懸念する。三番目にただし私の提案である 0.25% の状況に戻しても、超低金利の範囲内であって、依然として景気回復を支える政策であることには変わりがない。以上である。

中原委員

景気動向指数の分析をみると、9～11月、あるいは第4四半期にかけて景気が減速する可能性が高まってきた。また最近の中小企業の景況感、売上高等が悪化しており、地銀協の地方経済天気図のDI、中小公庫の中小売上DI、あるいは日本商工会議所のLOBO等についても足踏みの状態にある。こういった中で金融面からさらなる景気刺激を行なうべきである。第二はそういった中で依然として地価が下落しており、しかも加速している。その結果、中小企業の業況感に幾分陰りがみられる中で、地価下落から金融機関の不良資産拡大、貸し渋り、中小企業の業況悪化、設備投資抑制というパターンを心配しなければいけない。第三に市場との対話を行なう場合でも、ある種の基準あるいはルールを持っていると良い。マッカラム・ルールあるいはテイラー・ルールのものをイメージして市場に問う

ことが必要であると思っている。

速水議長

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これをもって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 30 分後に行なうので、それまでは厳に出席者限りということをお願いします。

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、採決に入りたいと思う。金融経済月報の最初の 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検討をお願いします。まず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

まず総論は「わが国の景気は、持ち直しの動きが明確化している。民間需要面でも、設備投資の増加が続くなど、一部に回復の動きがみられる。」としている。先月と比べると設備投資のところで「緩やかな」を取ることにより判断を前進させている。それから各論部分では、公共投資について前月は「増加に転じつつある。」としていたが、実際増加しているようであるし、夏場程度までは続く可能性が高いことから、「補正予算の執行に伴い増加している。」という表現に変えている。それから今月のやや大きな変更は、先行きのところである。先月まで家計の所得環境および個人消

費の書き振りは「企業の人件費抑制スタンスに大きな変化がみられないことから、家計の所得環境が好転し個人消費が立ち直るには、なお時間を要するものと考えられる。」としていた。今月色々議論頂いたポイントでは、企業部門で予想以上に改善している一方で、家計部門にそうした好影響が及んでいるとは確認できないということであったと思う。確かに家計部門への好影響が確認できないのは事実ではあるが、かといって家計の所得環境の好転になお時間を要すると断言するのも難しくなっていると考え、「個人消費を支える家計の所得環境は、企業の人件費抑制スタンスに大きな変化がみられない中で、今後改善に向かうとしても緩やかなものになると考えられる。」としたいと考えている。この文章のポイントは、「今後改善に向かうとしても緩やかなものになる」と、「今後改善に向かうとしても」という言葉を使って今後改善に向かう蓋然性はあるが、いつ改善に向かうかというタイミングについてははっきりしないという意味を込めている。また、「緩やかなものになると考えられる。」というのは、人件費抑制スタンスが影響しているということである。それから設備投資の先行きの部分については、足許の表現からは「緩やか」を取ったが、先行きについては「緩やか」を残している。これは一部委員から指摘があったように、先行指標等を見て、気になるズレもない訳ではないので、敢えてここは残している。

物価では、6月8日に5月の卸売物価指数が出た関係で、「輸入物価は、原油等国際商品市況が一旦下落したことを反映して、幾分下落している。国内卸売物価は、電気機器等の下落が続いているものの、これまでの原油価格上昇を受けた石油・化学製品の上昇等から、横這いの動きとなっている。」と変えたいと考えている。消費者物価の「民間サービス価格がやや弱含んでいる」というところでは、先月は単月の動きとして「弱含んだ」としていたが、そうした動きが2か月続いているので、「弱含んでいる」とした。

それから一点補足すると、これは基本的見解ではないが、配付した資料の中には法人季報の分析が間に合わず、グラフ等に法人季報の設備投資が

十分に反映されていない図表編があるが、私共が用意させて頂く背景説明のところで充実するように用意させて頂きたいと考えている。以上である。

雨宮企画室企画第1課長

金融パートは全体の記述内容は前月と変えていない。前月、資金需要に関する表現を実体経済活動の低迷に伴って資金需要もないという表現にしていたものを、経済活動は改善していてもそれが資金需要に結びつき難い状況であるというように変えた。今月はそれをそのまま踏襲させて頂いており、全体の表現は変わらない。

その後幾つかの点について市況と公表された指標を踏まえ訂正したいと思う。まず民間銀行貸出の部分で、「こうした中で、民間銀行貸出は、3月、4月と2か月連続で前年比マイナス幅が縮小したが、」というのを削除し、5月再びマイナス幅を拡大したことを受け、「基調としては弱めの動きが続いている。」という表現だけにとどめたいと思う。それから今朝方のマネーサプライ公表を受けて、「5月のマネーサプライの伸び率は、前月に比べ低下した。」としたい。それから長期国債流通利回りについて、元々提出したものは「5月下旬から6月初にかけて一時」と非常に細かに書いているが、毎回細かに書くと当日まで非常に左右されることと、本日実際に1.675%と、また1.7%を割っているので、簡単にした方が宜しいのではないかとということで、「長期国債流通利回りは、1.6~1.7%台で推移している。」で良いのではないかと考えている。

もう一つは株価で、5月下旬までは米国株価の下落を受けて大幅に下落したが、その後は持ち直し傾向を辿っている訳であるが、実際の動きは1万6,008円までいった後、1万7,200円まで戻り、最近1万6,800円まで下がって、本日は1万7,000円を少し割れている。このようにボラタイルな動きなので、傾向を辿っているという判断は控えた方がいいかもしれないと思い、「その後は持ち直している。」と1万6,008円台から戻ったという客観的な記述だけにとどめたいと思う。以上である。

速水議長

意見があればどうぞ。

篠塚委員

実体経済のところであるが、本日の皆さんの議論を総合して、法人企業統計の分析もきちんと入れることを勧案すると、企業行動に関しては前回と同じということは有り得ないと思う。法人企業統計を受けて、皆積極的に評価していて、ただ設備投資の持続性や広がりといった点で、持続性がまだ感じられないという人がいたが、製造業から非製造業、中小企業へと広がりが随分確認できたという評価が多かった。中原委員を除けば他の委員方は、設備投資の動きから前向きの発言が多かった。にもかかわらず、前回と同じではおかしいというのが第一点である。

それから、所得形成に関しては私はもう少し前向きで、調統の説明より半歩前を歩いている。そこで、この所得形成のところの書き振りが、文章を前と後ろを入れ替えることで、もう少し印象を変えることができないかと思う。

今、「雇用面では、雇用者数・賃金の両面でこれまでの減少傾向に歯止めが掛かりつつあるものの、」と書かれているが、これを「家計の所得環境は」と始めて「企業が人件費抑制スタンスを維持する中で、引き続き厳しい状況にあるため、急速な回復は期待できないものの」としたうえで前に戻って「雇用者数・賃金の両面でこれまでの減少傾向に歯止めが掛かりつつある。」と、文章をひっくり返すようなことを私は提案したいと思う。同時に企業行動のところでも、「設備投資増額など積極的な行動に転じる企業が徐々に増えている。」というのを、「設備投資増額など積極的な行動に転じる産業への広がりがみえている。」と若干変えるのが、前回からの変化を表わすのに宜しいのではないかと思う。

中原委員

4月の時は、企業行動のところをどう書いていたか。5月に変えたので

はないか。

吉田調査統計局企画役

4月から5月にかけてであれば、企業行動のところは4月と同じである。
3月、4月のところで変えた記憶がある。

中原委員

何か先取りしていつているようだ。

速水議長

意見はあるか。

武富委員

篠塚委員と似たようなことであるが、先行きのところで「今後改善に向かうとしても」というのが、所得環境は改善に向かうのか、向かう可能性があるというのか、あるいは向かうと期待されるのか、よく分からない。所得環境はこうであるという位置付けを先に言って、しかし引き続き企業の人件費抑制スタンスが厳しいので、緩やかにしか改善しないとするのも一案だとは思ふ。皆さんがこれでいいということであれば勿論良いが、「向かうとしても」というのは判断はしていないことになるのか。

吉田調査統計局企画役

向かうであろう蓋然性は高いが、いつになるか分からないという意味で、現時点での判断を留保したということである。

田谷委員

毎勤統計等によって6月、7月、8月とボーナスの状況が入ってくる訳であるが、蓋然性で言うと前年比ではマイナスの可能性が強い。そういう数字をみても改善に向かうと言えるか考えるべきだと思う。そのマイナス

が小さくなったから良い悪いと判断するのであれば別だが。

中原委員

私は先程の経済活動の現状評価での説明でいいと思うので、これで結構である。

速水議長

宜しいですか。

篠塚委員

一人だけ反対してもいいですか。

田谷委員

設備投資のところだが、私も中小企業が第4四半期に続いて伸びが確認できたと言ったが、広がりについては「兆し」と言ってヘッジした。なぜかというとは非製造業で設備投資が大きく伸びていると言えるのは法人季報だとサービスと卸・小売だけである。卸・小売はご承知のように特殊要因もあることを考えると、特段変えるほどの広がりには確認できていないのではないかというのが私の解釈である。

三木委員

今のところは企業であって、産業ではない。

産業までの広がりという程のものではない。産業の中の勝ち組の企業が増やしてきている。だから産業という表現が入るのはまずい。

篠塚委員

二極化している訳であるから産業は適切ではないかもしれない。産業はちょっとやめましょう。

雨宮企画室企画第1課長

法人季報でみる限り企業に広がりがあるということを今日の議論である程度共有できるとすれば、この表現も3か月使ってきたので、一步一步進める感じとしては「徐々に」を削除するということであろうか。

藤原副総裁

「徐々に」というのを取れば良いか。

山口副総裁

篠塚委員がそれでいいのであれば私もそれでいい。

藤原副総裁

では、「徐々に」を取って、「増えてきている。」にするか。

中原委員

そんなに増えていないですよ。

私は「徐々に」を残して、原文のままで良いと思う。

三木委員

企業が徐々に増えてきている。なるほど。

篠塚委員

少なくとも5月から変化が全然ないというのは有り得ないと思う。

中原委員

5月は先取りして書いたのではないか。

吉田調査統計局企画役

「徐々に増えている」と書き続けても増えてはいる訳であるがそれで良い

かどうかは皆様のご判断である。

中原委員

そうしょっちゅう変えなきゃいかんということでもなかるう。

速水議長

「企業が増えてきている」でもいいのではないか。

中原委員

「徐々に増えている」というのは増えてきてないのかね。

雨宮企画室企画第1課長

法人季報をみて検討した結果、四分の一步位気持ち進めたという感じではないか。

「今後改善に向かうとしても」との表現は、向かうかどうかまだ確認できていないという意味で……。

山口副総裁

このまま原文どおりでいいと僕は思う。

雨宮企画室企画第1課長

最初の順番を入れ換えるという提案は宜しいですか。

篠塚委員

これは是非検討して下さい。今日の議論の中でも企業の増収増益がしっかりしてきた、吉田調査統計局企画役の言葉だとダムの貯水池に例えて太い流れにはなっていないが、その点はかなり確認しているということであった。そのニュアンスを伝えるためにはひっくり返すような表現にするのが良い。

中原委員

原案を書いた調統はそういうことを全部知ったうえで書いている訳だからこれで宜しいと思う。

藤原副総裁

でも法人季報もまだアベイラブルではないところもあってそれについては背景説明の方にこれから書くということだから。

吉田調査統計局企画役

法人季報はアベイラブルであったが、細かく業種別に設備投資、収益等を分析する時間がなかったので、各論とか背景説明のグラフ等ではその部分が欠落しているが、基本的見解については法人季報をみて書いている。

山口副総裁

ここは篠塚さんのような角度からみる見方もあると思うが、何人かの委員の全体的な印象としては企業部門に比べて家計のここに書いてあるような分野の出遅れがむしろ目立っているという認識であったと思う。全然改善していないとは誰も言っていないが、期待程には改善していないというのが大方の印象だったのではないか。

篠塚委員

元々所得・家計部門はどうしても遅行になるので、それは仕方ないことであるが、緩やかにどういう方向になっているかという表現としては、前回と比べて全く同じような状況ではないと思う。

山口副総裁

ここでの議論は改めて遅行していることを確認したという感じではなかったか。

中原委員

法人季報で金額は増えているのかもしれないが、企業数は増えているのか。先程の話では本当にやるのは勝ち組が金額を増やすということであつたから、沢山の企業が増えるというには少し考えなければいけない。

吉田調査統計局企画役

数までは確認はできない。

藤原副総裁

別に言葉の遊びではなく、真面目な意味で前回と前々回と文言がすっかり同じだということは、どうかという篠塚さんのご指摘を入れるとすれば、所得形成のところは、「家計の所得環境は引き続き厳しい状況にある」という「引き続き」を「まだ」としてはどうか。

速水議長

順番はこのままでか。

藤原副総裁

文章の流れはこのままにして、字句修正的で姑息かもしれないが。

吉田調査統計局企画役

「引き続き」と「まだ」との違いという意味では、「まだ」の方がさらに弱い。

山口副総裁

先行きの「改善に向かうとしても」という表現と矛盾してくると思う。「改善に向かうとしても」というのは、改善はするだろうけれども…いつかというタイミングの問題か。

植田委員

ただ雇用者数は減っている。賃金については所定内・所定外はプラス傾向が見えてきているが、ボーナスは大きな不確実性があると言いつけてきている訳であるから、そこをみてということで、私はこのままでいいと思う。

速水議長

それでは原案で皆さん宜しいか。

雨宮企画室企画第1課長

企業行動については、「企業が増えてきている」とするだけで宜しいか。

中原委員

私は「徐々に」が良いと思うが。

速水議長

ここは「増えてきている」が良いか。「徐々に」を消して「増えてきている」、それから所得形成の方は「家計の所得環境はまだ厳しい状況にある」。

藤原副総裁

「まだ」は容れられませんでした。

速水議長

これは原案どおり。

吉田調査統計局企画役

では企業行動のところを改めて読み上げます。「企業部門全体としては、

設備・雇用過剰感がなお強く、借入金返済等による財務体質改善が強く意識されているが、成長性の高い分野を中心に、設備投資増額など積極的な行動に転じる企業が増えてきている。」。

[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

棄権：なし

欠席：なし

速水議長

それでは、ただ今ご決裁頂いた基本的見解に沿って、後段の背景説明の部分は必要があれば執行部で修文させて頂く。本件の対外公表は明後日水曜日、6月14日午前8時50分に行なう。

篠塚委員

4月の決定会合後の総裁記者会見の際、若干この決定会合の雰囲気伝えて下さった。その場では叩かれて総裁だけが悪者にされて申し訳なかったと思うが、これが出るのは7月になるので、市場との対話ということで、今回も少しお伝え頂けたらと思う。

速水議長

記者会見は明後日ですね。

山口副総裁

どう伝えるかは難しいと思う。私は余り恣意的にしない方が良いと思う。

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28日水曜日を予定している。

(午後3時48分閉会)

以上