

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2000年6月28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（9:00～12:56）
経済企画庁 河出英治 調整局長（9:00～12:56）

（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	山岡浩巳
企画室調査役	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会する。

(午前9時開会)

初めに本日の取り進め方を申し上げますと、まず前々回会合の議事要旨を承認して頂き、続いて執行部から金融経済情勢に関する報告をしてもらう。その後委員方から金融経済情勢と金融政策運営方針についてのご討議、もしあれば政府の方からの発言、そして金融市場調節方針の採決と進めて参りたい。本日は4~6月の最後の会合でもあるので、最後に先行き6か月の会合のスケジュールを承認して頂く。

政府からは本日は大蔵省から林政務次官、経済企画庁から河出調整局長が出席されている。

予めお断りしておくが、会合の中で出されたご意見、ご発言等は全て記録することになっているので、委員および政府からの出席者におかれてはこのことを前提にご発言頂くよう宜しくお願いする。

II. 議事要旨(5/17日開催分)の承認

速水議長

それでは最初に前々回5月17日会合の議事要旨を承認頂きたい。お手許の議事要旨に異議はあるか。

[全委員が賛意を表明]

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

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、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7月3日月曜日の午後2時に公表することにする。

Ⅲ. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

本題に入り、金融経済情勢等に関する執行部からの報告をお願いしたい。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

いつものように今朝ほど配布のリバイズ資料で説明する。前回会合以降、短期金融市場ではゼロ金利政策解除観測の強まりから、ターム物レートが上昇するなど、かなりの変化がみられているが、オーバーナイト取引にはこれまでのところ格別の影響は窺われず、大変落ち着いた市場地合いが続いている。このため金融調節面では引き続き5兆円前後の当座預金を供給するオペレーションを行ってきた。その結果、無担オーバーナイトコー

ル加重平均レートは、資金需要が膨らんだ積み最終日の6月15日を含め、一貫して0.02%の水準での極めて安定した推移となった。

この間の金融調節関連の話題を二点報告する。一つは手形買入オペ残高が6月15日にゼロとなったことである。これは1983年8月以来10数年振りのことであり、短資の役割の低下を改めて印象付ける出来事として注目を集めている。手形買入オペについては、短資手数料の2bpがネックとなっており、金融機関にとっては割高な調達手段となっている。短国買現先であれば0.01%で調達できるのに、この2bpがあるために、手形買入は最低でも0.03%と割高である。こうしたことから集玉が悪化し、オペの札割れが続いたため、5月18日実施分を最後に使用を停止した。もっとも、現在4月27日の本会合で決定頂いた直接手形買入オペ方式の導入に向けて、所要の準備を進めている。近々オペ先選定の結果を公表のうえ、7月央から短資を通さない直接方式での手形買入を開始する予定なので、手形オペ残高ゼロも1か月程度のことに止まる見込みである。

もう一つの話は、オペの落札レートがゼロ金利政策解除期待を背景として、このところ徐々に上昇していることである。特に昨日実施した手形売入オペは、期日が7月21日と次回金融政策決定会合が開催される7月17日を初めて越える資金吸収オペとなっているためにその結果が注目されたが、結局平均落札レートは0.072%まで上昇し、7月17日以降オーバーナイト・レートの0.25%の上昇をほぼ完全に織り込む水準となった。今後こうした早期解除期待に変化がみられないと、資金吸収オペレート、供給オペレートとも7月17日が近づくと従って、徐々に0.25%の水準に接近していくものと予想される。

金融為替市場の動向をみると、この2週間における最大の変化点は(1)にあるように、ターム物レートがゼロ金利政策の早期解除観測の高まりからかなりの上昇を示したことである。特に19日の山口副総裁の発言、「ゼロ金利解除の潮はかなり満ちつつある」が大きなインパクトを与えた格好となっている。これに加え、米国景気のスローダウンを示唆する経済指標が続いていることもあり、(5)にあるように、円相場が23日に104円台

をつけるなど、じりじりと円高が進行したことがもう一つの特徴である。この間、(2) 長期国債利回り、あるいは(4) 株価は、総選挙や短観公表を前にした模様眺め気運が強い中で、引き続き米国株価動向等に振られ易い神経質ながら方向感に乏しい展開が続いている。

短期金融市場におけるターム物レートの動きをみるとこのところ上昇が目立ってきている。前回会合では、金先レートが上昇し4M以上のターム物レートが強含んでいると報告したが、ここにきての特徴は3M以下の比較的短期のレートが上昇傾向を示していることである。例えばユーロ円3M物の出合いレートが、6月19日の0.06%から昨日は0.11%に上昇し、1M物も0.08%まで強含んでいる。また短国レートは、6月2日のビジネスウィーク誌での総裁の発言以降6Mと1Yが大きく上昇する中で、3Mは0.04%前後で落ち着いていた。これが山口副総裁発言を契機に大きく上昇している。これはゼロ金利解除に前向きと受け止められる本行首脳部の発言が相次ぐ中で、早期解除観測が急速に台頭してきたためである。今のところ第2四半期のGDP等の結果を見極めたうえで判断するのではないかといった見方に立った9月14日説が多いが、ここにきて7月4日発表の短観の内容を踏まえて決断するという見方に立った7月17日説もかなり増えてきている。これが1M物など比較的短めのターム物レートの上昇に繋がっているように思われる。マーケットは本日実施が予定されているFB69回債の入札結果に注目している。前回は0.092%であった平均落札レートが、0.15%から0.20%まで上昇するのではないかという見方が支配的である。仮に0.20%となると、7月17日の決定会合での0.25%の利上げがほぼ9割方織り込まれる計算になる。このように短期金融市場では、7月ないし9月時点でのゼロ金利解除をかなり織り込みつつあり、当面7月4日公表の短観に関心が集中してきている状況である。

次に他の市場の動きであるが、まず10年国債流通利回りは、引き続き1.6%から1.8%のレンジでの推移となっている。この間の推移をみると、19日に株価の下落等を背景に一旦1.61%まで低下した後、株価の持ち直しや短期金利の上昇を受けて反発に転じ、昨日は1.735%まで上昇してい

るが、投資家の押し目買い意欲が引き続き強く、今のところ相場の基調には変化が窺われていないといった見方が支配的である。現在の10年国債利回りは、昨年の中頃とほぼ同水準にあるが、そのレートを構成するゾーン間スプレッドを比較してみると二つの特徴が指摘できる。一つは今回は2年～3か月のスプレッドや5年～2年スプレッドが昨年比かなり高目の水準にあり、かつここにきて2年～3か月のスプレッドが幾分拡大してきていることである。もう一つは10年～5年のスプレッドが相対的に小さく、しかも足許ではむしろ縮小方向にあることである。このことから現在の長期金利は5年程度までの中短期ゾーンではある程度ゼロ金利の解除を織り込んできているが、5年超の長期ゾーンでは上昇リスクは余りカウントされていないことになる。この点、10年～20年のスプレッドが、現在は昨年の半分以下の水準となっており、長いゾーンの債券に対する買い意欲の強さが窺われる。債券市場ではゼロ金利が解除されるといっても高々0.25%であって、追加的な引き上げの可能性が暫くないのであれば、長期金利には然程影響はないのではないかと、解除時には10年債利回りで1.8%を超える水準まで一旦上昇するかもしれないが、絶好の買い場と待ち受けている投資家が多いので上昇幅は限られているのではないかと、いったかなり楽観的な見方をする向きが今のところ多いように思う。

次に株価は、TOPIXで1,550ポイント、日経平均では1万7,000円を挟む比較的狭いレンジで、引き続き米国株価、特にNASDAQの動きに振られ易い方向感に欠ける神経質な展開が続いている。この間、6月中にはNASDAQが上昇しているにもかかわらず、TOPIXではかなりの下落をみている。これはあさひ銀行の3行統合からの離脱やNTTドコモ株の放出に関する野中自民党幹事長発言などが響いたものである。4月14日から昨日までの間で、上昇、下落それぞれの寄与度の大きい業種を上から順に5業種としてみた。この間TOPIXは4.8%の下落であり、この下落を主導したのは通信、サービスなどの情報通信関連、それから銀行、輸送機械である。輸送機械が下がっているのは米国経済の減速見通しの強まりから対米依存度の高い自動車関連株が売られているためとのこ

とである。このうち特に注目されるのは銀行株の動きである。銀行株は98年10月をボトムに、大手行への公的資本注入やみずほ3行統合など金融再編の動きの本格化を好感して大きく上昇し、昨年10月の住友・さくらの合併合意時には山一、拓銀破綻前の水準にあと一息のところまで戻っていた。しかし、その後は再び下落に転じて最近では昨年3月の資本注入決定以前の水準まで低下している。こうした銀行株下落の背景としては、合併・統合を決定したもののその実施テンポが予想以上に遅く、具体的なビジョン、ビジネスモデルも見えてこないことから邦銀の収益力回復への期待がしぼんできていること、5月に公表された決算等から不良資産問題が引き続き銀行経営に大きな重石としてのしかかっていることが改めて意識され実際に大型倒産とかその噂が出る度に銀行株が下落していることが指摘されている。また最近ではゼロ金利解除観測の強まりが銀行収益の悪化を連想させていることなども影響している。当面の株価については総選挙がほぼ市場予想どおりの結果で終わり、政治面での不確実性が払拭されたことがプラスに寄与するものと思われるが、引き続き米国経済、株価の先行き不透明感が根強いこと、株価の戻り局面では持合い解消売りが控えていることなどもあって、上値のやや重い状態が続くとの見方が多い。なお、ゼロ金利政策の解除については、銀行株売り要因として意識されている程度で、具体的な材料としては然程相場に織り込まれていないように窺われる。

最後に為替相場動向について見ると円ドル相場は前回会合時の107円前後からじりじりと円高が進み、22日のニューヨークでは欧州大陸諸国が休日で薄商いの中、グリーンSPAN議長が交通事故で死亡したとのとんでもないデマが流され、そうした投機筋の売り仕掛けから宮澤ウォールと言われている105円をあっさり割り込んで一時103円をつける場面も見られた。今週に入り日本国債の格下げルーマー等を機にドルショートポジションの巻き戻しが起こって現在は105円台となっている。この2週間、緩やかな円高基調が続いたのは米国の景気減速を示唆する経済指標の公表が相次ぎ今回のFOMCでは利上げ見送りとの見方が大宗となってきた

たことに加え、ゼロ金利政策の解除に関する本行首脳部の相次ぐ発言を受け、早期解除観測が強まったことなどを背景としたものである。この間ユーロの対ドル相場は6月7日のECBによる市場予想を上回る0.5%の大幅利上げを受けた景気への影響懸念や取り敢えずの利上げ打ち止め感から0.96ドル前後でもみ合う展開となっていたが、その後ECB首脳の「金利は数か月据え置かれる」といった発言やギリシャの明年一月からのEMU加盟の正式決定が嫌気された形で19日以降は下落に転じ、足許は0.93ドルから0.94ドル台で下値を探る動きとなっている。当面の話題として注目されるのは、20日に公表された米国の本年第1四半期の経常収支赤字が1,023億ドルと四半期連続で過去最大を更新したことである。経常収支の対GDP比率は4%を超え、日米の経常収支対GDP比率の格差が80年代後半以来久方振りに7%台乗せとなっている。この格差が4%以上となったところでは、過去、大幅な円高に繋がった経緯もあり、潜在的な円高要因として留意していく必要があるように思われる。当面の円ドル相場については、米国経済のソフトランディングシナリオ実現の可能性が強まる中で、日米景気格差の縮小、ゼロ金利政策の早期解除観測の高まり等を背景に引き続き円高基調が続くとの見方が一般的であるが、マーケットでは105円のいわゆる宮澤ウォールが依然として意識されているなど介入警戒感も強いいため、目先は105円台を中心とする狭いレンジでの動きを予測する向きが多くなっている。

以上、簡単に総括すると、この2週間短期金融市場ではゼロ金利政策解除が急速に織り込まれる展開となり、為替市場では日米景気格差縮小の思惑も加わって円高が緩やかに進行、債券・株式市場の反応は総じて鈍いといったように、市場毎に受け止め方にかなりの差が見られている。当面は7月4日公表の短観とそれに対するマーケットのリアクションに注目していきたいと考えている。以上である。

速水議長

かなり広範囲ですが、ご質問がございましたらどうぞ。

三木委員

聞き損ったので、先程の手形売出の件をもう一回説明してもらいたい。

山下金融市場局長

手形売出は資金を本行が吸収して、金融機関等から金を預かる形になる。彼らが資金を出す際、期日が7月17日を越えると、同日の政策決定会合で金利引き上げが決定されるリスクがあるので、それを織り込んでくるかどうか注目される。今回初めて7月17日越えとなる7月21日エンドの手形売出を実施したところ、最高落札レートは0.08%、平均は0.072%となった。最高落札レートの方は「7月17日までは0.04%で運用し、その後は25bp上がるという前提で計算したレート」である。つまり、ゼロ金利解除を完全に織り込んだ形での行動をしてきた。従って、こうした行動を前提にすると、これから7月17日に近づいていくに従い解除後のレートを織り込む期間が長くなるため、落札レートが段々と上がっていくと申し上げた。

中原委員

ゾンスプレッドの説明を聞き損ってしまったのでもう一回お願いする。

山下金融市場局長

昨年と今年との長期金利の動きを比較すると、10年債の金利水準自体は1.8%前後位のところでそう変わらないが、イールドカーブの形状が違ふということで、残存期間に応じたゾーン間のスプレッドの推移をみた訳である。2年から3か月は、3か月物の金利と残存期間2年物の金利差であるが、この2年～3か月のスプレッドや5年～2年のスプレッドが去年に比べてかなり高いということは、2年、5年などの中短期ゾーンの金利が昨年に比べ上昇し、かつ5年物のレートが2年物より早いテンポで上昇

していることを表わしている。要するに、これは景気の好転、それを背景とした短期金利先高期待の強まりの影響を受けて、中短期ゾーンのところが去年に比べて上がってきているということである。ただ一方で、長期の5年～10年のスプレッド、あるいは10年～20年のスプレッドは、むしろ縮小している。こうしたゾーン・スプレッドの形は仮に短期金利が上がっても長期のところはそんなに上がらないというマーケットの金利感がここに表われているとご説明した。

山口副総裁

長期のところは解説とぴったりくるような図になっているが、中期のところは何か去年の線と交錯していたりして余り明瞭に出ているような感じはない。

山下金融市場局長

10年国債利回りは、去年の場合、5月17日の1.230%をボトムに急激に上がった訳である。これは、6月10日公表のGDPなどを契機として突如ゼロ金利が解除されるかもしれないという一種のサプライズの過程が反映されている。国債利回りの推移をみると、去年の場合6月、8月に長期金利がGDPショックを背景に2.1%位まで大きく跳ね上がっていった過程で、中短期ゾーンのところも一緒に上がった訳である。今回は、いわば中短期が先行して調整をしているとみることができると思う。

田谷委員

先程、長期債の利回りについて、一つにはゼロ金利解除を織り込んでいないのではないかと言っていた一方で0.25%の上昇に止まれば長期ゾーンでのインパクトは小さいと言っていたのはどういうことか。

山下金融市場局長

それはマーケットの見方である。中短期ゾーンは短期の上昇を予測して

多少上がってきている。一方、長期は非常に落ち着いており、20年物レートではまだ下がっている状態である。なぜ長期が上がってこないかという
と、マーケットの人達の説明はオーバーナイト・レートが0.25%位上がった
ても、当面さらに上がる見通しにないのであれば、長期のゾーンのレート
には余り響かないということである。むしろ景気もそれ程強くないし、
物価も上がらないことを前提として見れば、まだまだ金は余っているので、
当面長期金利はこの辺で推移するとマーケットの人達は言っている。私が
申し上げているのは、そういう見方が本当に正しいかということである。
0.25%実際に上がっていった時にその辺がどう反応するかはまだ疑問符
が付くのではないかということである。

田谷委員

なるほど。分かりました。

中原委員

8ページの図表でみると、去年と比べて5年や2年とか3か月というの
はそんなに違わない。

山下金融市場局長

金利が1.1%とか0.8%の低い水準で20bp、30bpの差というのは結構大
きい。中短期ゾーンの金利は、5年債がやっと1.1%で2年とか3年で0.8%
位だから、そこにおいて例えば5月31日で20bp位違うというのは相当大
きいと見た方が良く。中短期ゾーンに投資している人達は、オーバーナイ
ト・レートがゼロであることを前提に皆、薄い利幅で取引をしているので、
オーバーナイト・レートが25bp上がることで、相当大的な影響を受ける。
そういう意味では中短期ゾーンで20bp位動いているというのは、オー
バーナイト・レートの上昇を相当織り込んできているという評価になると
思う。

速水議長

6月27日に2,000億円と5,000億円、2Wと3Wの手形売出があるが、今日も売っているのか。

山下金融市場局長

然り。

速水議長

それはどれ位の金利になるのか。

山下金融市場局長

売出手形の方は、21日が大きな資金不足日なので、その不足を埋めるためそこをエンドにしたオペレーションをしている。昨日実施した7月17日を超える売出手形オペについては、0.08%という落札レートとなった。これから計算すると、7月17日の会合で0.25%の利上げが決定されるといふ計算で資金を放出してきていることになるという説明した。それから今日、マーケットで注目されているFBの入札レートは昨日の夕刻段階では恐らく0.15%から0.2%位にまで上がるのではないかとみられていた。もし仮に0.2%という金利が落札レートとなると、マーケットは7月17日の0.25%の金利上昇を100%織り込んで入札金利を入れてきていると言える。

中原委員

金額はいくらか。

山下金融市場局長

今日のFB入札予定額は、3兆3,000億円である。

速水議長

6月に入ってから非常に手形売出を増やしているのはどういうことか。

山下金融市場局長

売出手形は、足許の余剰資金を吸収し、税揚げあるいは国債発行等で資金が大量に不足となる、先の期日に落とすように使うのが基本である。これから7月にかけては、大幅な資金不足になっていくので、この6月は余った資金を吸収し7月に期日がくるようにして7月の資金不足を埋める調節を行なっていく必要がある。ネット資金供給残高は3月末に37兆円位であったが7月は30兆円をちょっと超えるところまで下がってくる見通しである。そこで、この5兆円前後の余剰資金を売出手形で繰り返しながら7月の資金不足日に落とす調節を行なっている訳である。

速水議長

今日辺りの入札レートも大分上がるのだろう。

山下金融市場局長

これから7月17日が近づいてくると、供給オペも吸収オペもレートが上がっていくと思う。勿論短観が悪くて7月17日の利上げはないとマーケットの見方が変われば別であろうが。

速水議長

宜しいですか。それでは、次に平野国際局長から海外金融経済動向についてお願いします。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

平野国際局長

まず海外景気の全体観は、基本的に拡大基調が続いており、大きな変化はない。ユーロエリアは、26日発表された4月の鉱工業生産が前月比+0.7%、前年比で+6.5%と市場の事前の予想をかなり上回る高い伸びとなって、景気拡大傾向が続いている。NIEs、ASEAN諸国でも輸出

が好調に推移する中で、個人消費に加え設備投資でも持ち直しの動きが続いている。NIEs、ASEANではCPI上昇率は全般に低いが、方向としては緩やかながらも上昇率が高まりつつあり、直近では6月26日に台湾の中央銀行が3月に続いて二回目の利上げを行なっている。

世界経済の最大の注目点は、引き続き米国の金融経済動向である。そこで米国の景気鈍化の可能性とインフレ圧力について、若干の評価を行なってみたいと思う。図表1で米国の金利と株価をみると、まず金利面では、足許原油価格の上昇を受けて、若干上昇する場面もあったが、大きな流れとしてみれば、小売売上げなど景気鈍化を示唆する指標を受けて、例えば5月末辺りと比べると、金利先高観が一段と後退している。達観すれば株式市場も落ち着いた展開である。全体観として、米国の金融資本市場は景気のスローダウンを織り込みながら差し当たり平穏な展開を示していると言えるかと思う。しかし、市場が期待するように、米国経済がソフトランディングできるかどうかについては、なお見極め難いと思う。そこで幾つかの材料で点検してみたい。図表2でまず米国企業の資金調達環境をみると、(1)の低格付け社債とAAA格付け社債との金利スプレッドが今年の4月以降拡大しつつある中で、4月、5月と普通社債の発行件数、金額が1~3月と比べて大きく減少している。ただし、発行規模そのものは比較的まだ高い水準にある。IPO新規公開銘柄の動向——新規公開を実施した企業のうち、公開時から1年未満の企業だけを集めた株価指数——は3月央をピークに下落傾向を強め、こうした中で5月のIPOの金額・件数が大きく落ち込んでいる。そこで企業の銀行経由の資金調達がどうなっているのか(5)の商業銀行の貸出の残高の推移をみると、銀行計の季調済前月比は非常に高い伸びが続いており、その中でも商工業向けの貸出が引き続き増加傾向にある。一方で(6)のFRBの貸出アンケート調査を見ると、極く最近では銀行の貸出スタンスの厳格化がかなり目立ってきている事情もある。そうしたことで企業の資金調達環境は徐々に厳しさを増す方向にある。これはFRBによる引き締めの一時的効果と見ることも出来る。しかし、このことが先行きの企業収益や景気にどの程度の下押

し圧力をもたらすか、言い換えると景気のスローダウンをサステインするのに十分なだけ金融が引き締まっているのかについては、まだ即断出来ない状況ではないかと思う。

次に図表3の米国の家計支出動向について、市場では、最近スローダウンが顕著に出ているのではないかと注目している。(1)の小売売上高を自動車、その他耐久財、非耐久財に分解したものでみると、自動車に対する支出減を中心にここ3か月明確にスローダウンしている姿が窺える。住宅着工についても、この3か月ほどはそれ以前に比べて大きく減少している姿が見てとれる。しかしレベルそのものは必ずしも低いとはいえない状況かと思う。

最後に物価動向を確認したいと思う。基本的な姿、形は変わっておらず、需要全体の過半を占める旺盛なサービス需要に加えガソリン価格の上昇といった事情もあって全般にサービス価格が上昇し、これが図表4-1(1)のCPIコアの上昇率を徐々に高めつつあると思う。足許のCPIコアの上昇率は5月が前年比2.4%である。それ自体は落ち着いているが、先行きを展望すると、全体の需要が強く、労働市場における逼迫も続いており、先行きのインフレ懸念が沈静化したとは言えない状況にある。本日のFOMCでは金利の据え置きを予想する動きが圧倒的に多いが、米国経済のソフトランディングシナリオがなお確かなものとは言えないと思われるだけに、仮にそうなった場合の資本市場の反応とその実体経済への影響が注目される場所である。以上である。

速水議長

今のアメリカの話についてはどこを最も強調しているのか、ソフトランディングが出来ないという根拠如何。

平野国際局長

申し上げたかったことは、市場には米国がソフトランディングを出来るのではないかという期待感が相当強い訳であるが、サービス需要が引き続

き強く、物価の推移を素直に見ると必ずしもインフレ懸念が沈静化したとは言えないことである。従ってソフトランディングが出来るかどうかについてはまだ暫く見極めを要し、市場は実体に比べ過度な楽観論が強すぎるのではないかということである。

速水議長

家計支出などは落ちているが。

平野国際局長

自動車を中心とする耐久財支出を中心とした財に対する支出が落ちている。ところがサービスに対する需要が非常に強い。財とサービスを比べると財に対する支出のウェイトよりサービスに対する支出のウェイトの方がやや高い。その辺りを見落としてはならないということである。それから米国の減速シナリオが浮上したきっかけになったのは5月の雇用統計が比較的弱い数字となったことであるが、マーケットの一部では、多少技術的な要素もあって実体よりも弱めに出過ぎており、後になって上方修正される可能性もあると指摘されている。ソフトランディング出来ることがそう確かなものではないという目で見しておく必要がある。CPIを確認すると、サービスに対する需要が非常に強いのでダイヤモンド・プルの格好でサービス価格が上がっており、それがCPIのコアの上昇率の引き上げに効いてきている。この辺はまだスローダウンの明確な兆しが見えないので、そこも意識しておく必要がある。

篠塚委員

CPIコアに占めるサービスと財のウェイトは各々どの位なのか。

平野国際局長

今手許に数字を持っていないので後程ご報告させて頂きたい。

速水議長

ガソリンが上がったことも影響しているのか。

平野国際局長

輸送サービスにはガソリン価格の上昇が間接的に効いてきている。それから娯楽サービスとか医療サービスでかなり需要がタイト化している。ガソリンについてはこれからドライビングシーズンになって相当の需要の増加が予想される。コストが上がっているのとダイヤモンド・プルの要素が加わるのでガソリン価格がどの程度上がり、それが間接的にCPIにどう響いてくるのかが大きな注目点になっている。

中原委員

6月は上がると言われているのか。

平野国際局長

然り。CPIについては6月も結構高い数字が出るのではないかと言われている。

中原委員

6月は上がると思う。

平野国際局長

6月上がってその先もさらに上がると予測している。コアも少しずつ上昇率が高まるのではないかと予想されている。従って、雇用統計と小売売上高だけを見てスローダウンときめつけるのはちょっと危険である。

速水議長

欧州は特に言うべきことはないか。

平野国際局長

欧州については基本的に輸出は好調で設備投資も出てきている。個人消費もまずまずである。基本的に拡大基調に大きな変化はない。欧州についてもインフレは問題になりつつあり、既往のユーロ安と原油価格の上昇が先行きのインフレ上昇に繋がってくる懸念がある。

中原委員

輸出主導型の格好になっているが。

平野国際局長

全体としてアメリカを最終需要先とする輸出が相乗的に伸びている構造は変わっていない。それが先程のアメリカの経常収支に如実に表われている。

速水議長

他に質問がなければ村山調査統計局長から最近の国内経済情勢について説明してもらおう。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

村山調査統計局長

前回の金融政策決定会合以降、景気判断を変えるだけの材料は揃っていない。その中で設備投資関連では中小企業金融公庫の調査がかなり強めの計数となっているが、設備投資全般の基調については7月4日の短観の結果を待って総合的に判断したいと考えている。

まず図表5通関の輸出入である。輸出は5月-6.6%となった結果、4、5月を平均すると1-3月対比で+0.5%となるので、5月は一時的に減少しているが小幅増加が続いている。財別の特徴点は、情報関連が第1四半期+14.7%とかなり伸びた後第2四半期は少し伸びが落ちてきており、資本財・部品も同じような傾向であることである。これは第1四半期にアジ

ア、欧州向けが大幅増となった反動と思う。従って輸出が緩やかな増加傾向にあるとのこれまでの判断自体は変える必要はないと考えている。次に図表 6 輸入は実質輸入計で 5 月 8.8%と著増している。この結果 4、5 月括っても +5.4%である。伸びたのは例えば消費財で、中国からの衣料品等が相変わらず増えている。情報関連も引き続き増えていて、全体としてやや上振れてはいるが緩やかな増加という判断自体は今のところ変える必要はないと考えている。

図表 7 中小公庫による中小製造業の設備投資計画は 2000 年度前年度比 +1.6%と 73 年度以来 27 年振りに当初計画段階でプラスになった。通常の年は 9 月の修正調査にかけて、かなり上方修正される。実績はこれよりも上振れる可能性が高いと言える。次に図表 8 で 2000 年度当初計画を業種別にみると、増えているのが電気機械、化学、プラスチック、それから非鉄、精密といったいわば I T 関連向けのものである。すなわち今大企業の製造業ではこういった I T 関連向けの増投資が行なわれているが、そういったものの波及が中小企業にも出てきているのではないかと考えている。以上が設備投資である。

図表 9 今年の夏のボーナスのアンケートである。調査のリバイスが行なわれたが、前回調査に比べマイナス幅は縮小したものの、まだ前年を下回った状況である。一方日経新聞の中間集計は前年比 +1.2%になっている。ただ日経新聞においては業績の良い電機のウェイトが高いという特徴があるのでウェイトを毎勤統計に揃え、通信大手の賞与抑制を加えるとといった修正をすると、日経ベースでも -0.8%と、大企業では若干のマイナス傾向ではないかと考えている。以上がボーナスについての大企業の見通しであるが、中小企業についてはもう少し毎勤等の統計を待つ必要がある。

個人消費については、デパート等の売上げが出ているが、回復感に乏しい状況が続いており、基本的には変化がない。図表 17 物価については、前回会合以降 5 月の企業向けサービス価格 (C S P I) が出来前年比で -0.8%と 1%弱のマイナスが続いている。3 か月前対比で国内需給要因を

見ても5月は-0.4%と少しマイナス幅が拡大した形になっている。内容では広告がこれまでの通信、消費者金融等の広告に加えて自動車あるいは飲料関係の広告が増えて強含んでいる。一方リース・レンタルが情報関連機器の価格低下から下がっている。それから通信では4月に市外通話が値下げされたことも影響している。また、4月、5月と下落に寄与しているのが一般サービスである。これには機械の修繕費において一部大企業が子会社との契約を更改し、数年分まとめて値下げをしたことが響いており、恐らく一時的な要因となるので、5月は少しマイナス幅が大きくなってはいるが、小幅な下落が今後も続くとの判断自体を変える必要はないと考えている。

最後に5月の生産について概略をご説明する。今朝8時50分に公表されたばかりであるが、5月の生産は前月比+0.2%、前年比では+7.5%となっている。当初の見通しでは+0.4%であったので、予測指数対比では若干下振れている。その後6月の予測指数が+0.5から+1.4%まで上方修正されているので、4~6月トータルでみれば上方修正されているのではないかと思う。7月の予測指数は+0.4%という数字である。5月に+0.2%となった主因は、パソコン、携帯等の電気機械、鉄鋼、電子玩具等のその他工業といったところが増えている。この結果、4~6月でみると、+1.4%という数字になっている。これは4月までの実績では+1.2%であったので、若干上方に修正されている。なお、出荷等の動きは、5月の出荷も+0.5%と増加している。また、在庫は減、在庫率も若干低下したといった数字である。以上である。

速水議長

ご質問ございましたらどうぞ。

今の勢いでいけば生産は前年比で+7~8%になるのか。

村山調査統計局長

このままの勢いでいくことは今のところ難しいと思われる。今は一時的

に前年比が高くなっているが、昨年後半から上がっていったので、今後前年比は少し落ちていく。だから平均で+7~8%を実現するのは少し無理だと思うが、+5%内外は堅いのではないかと思っている。

中原委員

中小の製造業投資は全体のITの中でどの位のパーセントを占めるのか。

村山調査統計局長

6割位が恐らく中小企業と思う。そのうちの半分強が非製造業なので、その残りが中小の製造業である。

速水議長

稼働率が98.5%というのは高いのか、低いのか。

村山調査統計局長

これは実際の稼働率が98%に達していることを示しているのではなく、95年を100とすれば、今の稼働率はその98の水準であるということである。

速水議長

こうなると設備投資に繋がっていくはずだ。

村山調査統計局長

元々95年当時実際にフル稼働していた訳ではないので、現在の稼働率は指数としては100近辺であるが、まだ需給ギャップがかなり残っていると考えておいた方が良いでしょう。95年自体はそれ程景気が良い年ではなかった。

林大蔵政務次官

95年はどれ位の稼働率であったのか。

村山調査統計局長

実際の稼働率のレベルで何パーセントという統計はないと思うが、少し調べてもしあるようであれば、後で報告したい。

篠塚委員

95年の成長率は3%の実績であったし、96年に4%台に上がった後下がってきていた訳であるから、それに比べて今稼働率が98%であればかなり上昇してきていると考えてもいいのではないか。

村山調査統計局長

98%というのは99年の始め頃の水準に比べればそれなりに上がってきていることも確かである。

山口副総裁

稼働率指数は95年が100であるが、手許の資料でみたピーク時は90年辺りで115位まで達している。

中原委員

90年を100として出してもらった方が分かる。

村山調査統計局長

そういう意味では、概ね2割位引いたらいいのではないかとよく言われている。大体の感覚としてである。

三木委員

設備能力は何年かに一度見直しているから、比較が難しい。

村山調査統計局長

そうである。設備能力も除却が進めば設備能力が小さくなるし……。

三木委員

通産省の設備能力見直しは、4、5年に一度行なわれるので必ずそこで段差がついてしまう。

村山調査統計局長

能力との対比ではそうである。

三木委員

企業向けサービス価格は、3か月前比でみると、広告以外は恒常的に下落しているということか。

村山調査統計局長

そういうことになる。

三木委員

非貿易財ゆえに規制に如何に守られた業界であったかということだな、これは。

村山調査統計局長

そういう意味では、卸売物価指数については、技術進歩もあり、ノーマルな状態でも若干のマイナスになるのがこれまでの姿であった。サービス価格については、比較的労務費のウェイトが高いのでこういう傾向が余りなかったが、90年代に入ってから規制緩和などの影響を映じてかなり下がっている。典型的なのが通信費といったところである。

三木委員

ある意味ではメガコンペティションの中で国際競争力コストに合わさざるを得ない訳であるし、そういう形で経済の実力をつける方向にきているという良い意味での価格下落であろう。そういう受け止め方をすべきなのではないか。

村山調査統計局長

物価の動きからだけで、これは技術進歩であるとか、良い物価下落であるとかの判断は難しい。ただ、その結果としての企業収益がどうなっているか、企業収益が減らずに、物価が下がっているのであれば、技術進歩やこれまでの非効率な部分の是正によるものといった解釈が出来るのではないかと思う。

速水議長

宜しければ、次に雨宮企画室企画第1課長から最近の金融環境についてお願いします。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

雨宮企画室企画第1課長

前回会合以降出された新しいデータは企業倒産だけである。また、マネーサプライの統計は前回会合当日の朝発表となり、全体の数字だけ報告したので、若干マネーに触れた後、企業倒産について説明する。

まず図表5のマネー関連指標ではマネタリーベース4月11.7%の後、5月7.6%となった。この間のマネタリーベースの変動要因は専ら郵貯の手許現金の増減である。5月には4月の流出が比較のおとなしかったことを眺めて、郵貯の銀行券保有は通常レベルに戻っている。この結果、6月もマネタリーベースの伸びを低める見込みである。26日までの中間集計によるマネタリーベースの伸びは6.6%と、5月の7.6%からさらに1%ポイ

ント下がっている。背景は銀行券であり、これまでの銀行券発行高平残伸び率は+6.8%である。ただし、郵貯の銀行券保有高は5月中にほぼ通常レベルに戻っているようであるので、この要因によるマネタリーベースの伸び率低下はこれでほぼ一段落とみている。マネーサプライは5月の数字が+2.2%と4月の+2.9%に比べて伸びをかなり大きく縮めた。内容的にはM1の内訳で現金通貨が専ら郵貯要因から+9.8%から+7.4%に伸びを落としている。預金通貨が+12.4%から+11.2%と伸びを低めているのは金融機関の貸出の増減に対応した動きであり、3月末にかけて、貸出を積んだものが、預金通貨と両建てで4月に残っており、これが5月になって落ちた要因かとみている。それから各種金融商品の内訳（広義流動性ベース）が出揃ったが、これは前月速報段階で申し上げた姿と変わっていない。5月に郵貯が大分伸びを落としている。その金がどこへ行ったかを単純に数字の対応関係だけでみれば、投資信託の伸びが相当高くなっている。株式投信が+9.3%から+12.3%、公社債投信が+16.2%から+16.7%と伸びを高めている。5月の郵貯流出額1兆7,000億円に対して株式投信の増加額が約7,000億円、公社債投信が1兆4,000億円であったので、数字的にはこれに飲み込まれるような格好で、今のところ郵貯の流出がマネーサプライに大きな影響を与えたとは見ていない。

図表18 企業倒産で倒産件数・負債総額をみると、5月の倒産件数は1,521件と3月の1,712件から比べむしろ若干減っている。前年比でも3月+38.6%から4月+28.8%、5月+14.1%と縮小しているし、季調済み計数でも、3、4、5月と若干減っている。ただしこの中で特別保証制度関連倒産がむしろ若干増えつつあることが一つの特徴である。1件当たりの負債額は5月10.9億円と大きく出ているが、5月はライフ負債総額9,600億円、第一ホテル1,100億円という大玉があったので膨れているが、これを除くベースでは1件当たり3.8億円と小粒なものが中心である。三つ目の特徴は業種別内訳で、建設業のウェイトが若干増え始めている。4月から期が明けて、企業倒産が爆発的に増えるのではないかという見方が一部にあったが、5月までのところは、大きく動いている感じではないよ

うに思われる。因みに、民事再生法に基づく倒産処理件数も4月55件、5月41件とこれまでのところは落ち着いている。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

中原委員

図表5の郵貯と公社債投信との間で資金がどのように流れているのか。

雨宮企画室企画第1課長

郵貯は5月の流出額が1兆7,000億円、株式投信の5月増加額が6,800億円、公社債投信の増加額が1兆4,000億円である。

中原委員

マネーサプライの予測はどうなっているのか。

雨宮企画室企画第1課長

4~6月については、当初の見通しは+2%前後ということである。内々思っていたのは+1.9%であったから、このまま走ると、当初私共がみていたのより高いところで収まると思う。ただし、3月末に向けて貸出を伸ばしたものが4月に平残として溜まった部分と、郵貯の要因が寄与している。この二つの要因が剥落すると元々のベースラインに戻るので、このまま+2%台の前半から上の方に伸びていくことは考え難い。まだ企業の手許流動性が非常に厚いこと、現在のような設備投資回復の勢いでも外部調達が増えてくるまでには多少時間がかかることを考えると、全体として民間部門の資金調達がどんどん増えていくところに至るには多少時間がかかるとみている。

篠塚委員

倒産件数は、5月が1,521件ということか。

雨宮企画室企画第1課長

然り。

篠塚委員

年度ではどの位か。

雨宮企画室企画第1課長

これは比較し易いように月平均で表示している。

篠塚委員

年度でみるには、12倍すればよいのか。

雨宮企画室企画第1課長

単に12で割っただけである。

速水議長

宜しければこれで一休みする。

(午前10時20分中断、午前10時30分再開)

速水議長

それでは始めるが、初めに村山調査統計局長から先程の数字を報告してもらう。

村山調査統計局長

先程ご質問があった実稼働率についてご報告する。実稼働率については、

5年毎に調査がされていて最近の数字は95年の調査がある。これによると、73.7である。一言稼働率指数について申し上げると、鉱工業生産とは必ずしも整合性がとれていない。と言うのは、対象品目が異なっているからで、生産は例えば536品目位、稼働率だと182品目とかなりカバレッジが違っている。例えば医薬品、船舶、鉄道のほかにも対象外となっている業種があるのでカバレッジが低い点注意を要する。それから長期時系列の比較に当たっては業種構成等も相当変わってきているので、厳密な比較はなかなか難しいと思う。以上である。

中原委員

500幾つと言ったのか。

村山調査統計局長

生産が536品目で、稼働率が182品目と稼働率の方はかなりカバレッジが低い。

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

速水議長

それでは、これまでの報告等を踏まえ、政策委員会としての検討に入りたいと思う。本日は今月2回目の会合なので討議のベースとなる前回の判断を極く簡単に振り返っておく。景気判断については景気は持ち直しの動きが明確化している。民間需要面でも設備投資の増加が続くなど一部に回復の動きが見られると認識して、金融政策運営としてはゼロ金利政策を継続することが適当であるという結論に至った次第である。本日はレビューが中心なのでこうした判断に変更すべき点があるかどうかを中心に討議したいと思う。討議の形式は金融経済情勢に関する見解と金融政策運営に関する議論を合わせて一人10分程度を目途にお願いできればと思う。本日はまず、中原委員から願います。

中原委員

その後出たデータを色々検討して、まず申し上げたいことは、景気動向指数についてである。今回の改訂前後の指数を比較すると二点非常に気になることがある。第一の点は一致・遅行指数の比率の推移を改訂後で見ると、99年の12月がピークの101.0で1、2、3、4月と明確な二段下げを演じていて先行きに懸念のあることを示している。第二の点はC Iの先行指数も改訂の結果、1月をピークとして、1、2、3、4月とこれは一貫して下落しており、これも先行きに不安を投げかけている。次に最近出たOECDの景気先行指数と鉱工業生産指数を見ると、いずれも3月から4月にかけて目先のピークを打っているように見える。それから景気循環について申し上げますと、前回底を打ってから2年という話をしたが、この計算根拠は上昇期間を岩戸景気、いざなぎ、平成といったような設備主導型的なものを除いた大型景気と相対的に困難な局面であった第7から第10循環——71年の12月から85年の6月の動き——を採って平均すると平均25か月であることによるものである。これが今回の恐らく景気循環に最も示唆を与える数字ではないかと思う。名目GDPの現状を検討する場合、原指数の前年同期比を取る手法が有力だと私は思っている。そうすると98年暦年は全部マイナス、99年に入ると第2四半期が0.0%、第3四半期0.1%で第4四半期から今年の第1四半期かけて再び水面下に下がってきた状況である。同じレベル感で申し上げますと鉱工業生産指数は、今回の大不況の始まりである91年3月以降の110か月の間で91年3月の水準を上回ったのは僅か2か月にすぎない。同様に公共投資の関連財出荷も90年を100とするとその水準から10%以上下がっている。95年を100としても95位で、公共事業の効果が落ちてきていることが分かる。それから在庫も、前に一回説明したが生産の前年同期比と在庫の前年同期比、あるいは3か月移動平均をとっても良いが、いずれにしても去年の第4四半期から今年の第1四半期にかけて生産の伸び率と在庫の伸び率の差がヒストリカルに見て山をつけているので今後の展開が注目される。その差は1月をピークに2、3、4月と落ちてきている。設備投資については、名目設備

投資と名目GDPの比率をとって景気循環を見る訳であるが、93年に一番底、98年二番底で、私の見通しではIT革命等を踏まえつつ2010年前後にかけて緩やかに上昇していき恐らくピークの伸び率は17%位ではないかと思う。90年はこれが19.6%、70年が20.8%であったのでかなり低い数字である。これは一つには資本効率の問題もあるし、企業の十分なリストラが進んでいないという壁があるためと思う。企業収益について一つ申し上げたいことは、リストラの効果は既に織り込んでいると思うので、これからのポジティブ・サプライズは力強い売り上げ高の伸びがあるか否かである。

石油について申し上げますと先週出来事が幾つかあった。一つはノルウェーの沖合い油田の労働者がストライキをしてこれを政府が強制的に収めたが、こういうストライキが起きるということはこれからの需要シーズンから年末にかけて石油市場は高騰要因をはらんでいることの象徴である。それからアメリカでガソリン価格が急騰してEPAと精製業者が鞆当てし、そこへゴア副大統領が参戦している。まずい結果になると、アメリカの精製能力が小規模で信用力の劣る精製会社に集中する傾向となり、脱硫装置への投資が行なわれなくなる。またOPECでは、70万8,000バレルの増産を決定し、メキシコ、ノルウェーの増産と合わせ大体100万バレル/日の増産になった。ただこの増産が末端に到達するまでには最低2か月はかかるので、夏のドライビングシーズンが終わった頃になって漸く効いてくる。いずれにしても今年の石油市場は不安定で今年の暮れから来年の初めにかけて需給逼迫の懸念がある。一つはイラクの生産中止の危険性である。例えば第3四半期のOPECの生産量は、日量2,850万バレルと予想されているが、その中でイラクの生産は280万バレル/日である。因みにOPECの余剰生産能力は大体300万バレル位である。二つには、IEAが出しているストックの積み増しの数字がどうも違うのではないかということである。非常に高い数字が出ていて例えば最近では230万バレル/日の積み増しがあったと書いてあるが、これには不信感が強まっている。一番の懸念は第4四半期の需要が非常に増大するのでは

ないかということである。その結果としてアメリカの天然ガスと原油の双方が共に上がる現象が史上初めてこの秋口以降に起こると懸念されている。

株価について少し申し上げると、日経 225 は 17,201 円という戻りの第一の節をクリアして次に 17,551 円という 5 月の 16 日につけた節をとれるかどうかという展開になっている。一番私が懸念しているのは、銀行株の東証一部時価総額に占める比率が直近では 9.2% と金融危機の真っ只中であつた 98 年 10 月をも下回っていて、83 年以來最低となっていることである。最高は 87 年の 30% 超であるが、銀行セクターに非常に大きな問題が残っていることを象徴していると思う。それからアメリカの株価について申し上げると、1920 年からの 80 年間で NY 連銀の公定歩合が 6% を超えて引き上げられたのは今回で七回目である。過去六回については引き上げ後 S & P 500 がピーク時に比べて平均で 38.6% 下がっている。NY 連銀の 1914 年 11 月以來の月次の公定歩合、政策変更は 172 回あつて平均レートが 4.16% であるから現在の 6% という水準は歴史的に見て高いと言える。ニューヨークダウは恐らく 7 月上旬、中旬位は、日柄が煮詰まってきた上か下に大きく剥がれることが考えられる。NASDAQ も 5 月 1 日の 3,958 をブレイクして 4,000 をとつたがまたその後もたつているのが現状である。従つて私は非常に警戒感を持っている。この段階で量的な緩和をして、なるべく早い機会に 2% の成長を達成することが必要だと思ふ。

速水議長

それでは次、三木委員お願いします。

三木委員

まず政策運営の基本認識を先に申し上げると、経済の実体感は回復軌道に乗ってきたと言えると思っている。ただ回復軌道に乗ったとはいえ、構造調整、企業リストラを抱えていることから、これまでの景気回復局面に

比べて家計、企業とも回復の実感に乏しい。それからトレンドとしては回復軌道に乗ってきたが、水準はなお未だ低いレベルにあることが今回の大きな特徴だろうと思っている。従って景気回復と構造改革の推進という経済政策を政府が打っていく流れの中で、異様なゼロ金利体系からの脱却を課題に、引き続き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基準に、予ての合意である物価とその背後にある実体経済で総合判断するのが基本となる。加えて政治情勢も含めた経済を取り巻く諸情勢と株式や為替といったマーケット環境、米国市場の動向をみたうえでタイミングを判断することが非常に大事だろうと思う。

次にその後の情勢ということでは、企業の生産活動をみると、実体経済のミクロ感覚からは、企業の生産活動は4月、5月は全般にやや踊り場の様相を呈していたが、連休明け以降再び上向き始めている。すなわち受注の動きがアジア向け輸出に加え設備投資の絡みや自動車等の個人消費関連で強くなっており、企業の4~6月の生産活動は久し振りに計画対比上振れに転じてきた。今までは計画に対して実績下振れという形できたのが、ここへきてやっと上振れに転じてきたというのが、ミクロでみた場合の実体経済の姿である。しかし、問題は数量は出ているが価格は下がったままでは上がらないという点である。下落リスクはほぼ無くなっていると言えると思うが、下がった価格がなかなか上がりず売上げも伸びないので、当然収益もなかなか伸び難い。これが、4~6月の企業の動きと捉えられる。もう一つ設備投資の絡みでは、通産省の設備投資計画、中小企業金融公庫の中小企業製造業の設備投資調査によると、設備投資はやっと回復シナリオを示してきており、予て懸念されていた中堅中小企業も回復傾向を示す姿になってきているのが特徴と思う。そういう意味では業種的な広がりも徐々に出てきているのではないかという感じはするが、巷間IT牽引型設備投資と言われているが、このITユーザーのITを使った設備投資の広がりがまだ増えてこない点、それからTビジネスへの広がりもまだ限定的である点、まだ設備投資主導の自律回復局面とは言い切れないのではないかと思う。やはり7月初に公表される日銀短観等を踏まえて先行きの判断

を必要とする場面かなと思っている。

次に雇用環境をみると雇用者数の減少はほぼ止まったが、企業のリストラから、先行きの減少リスクはなお残っていると云わざるを得ない。所得環境は、悪化は止まって先行き悪化のリスクはなくなったと言い切っているのではないかと思う。財務リストラ、雇用リストラを抱える中で、企業業績の回復が家計に及ぶには時間がかかると云わざるを得ない。因みに今夏の夏季賞与の調査結果が先程紹介されていたが、かねてから「夏のボーナスに期待するなどんでもない、期待できないという数字になる」と申し上げたとおりの内容になっていると思う。

個人消費についてもその後の情勢としては新しい材料が出ていないので、判断は変わらないが、かねてから話しているように、消費性向はまずまずのレベルをキープし、所得が落ち込む中でも身の丈に合わせた消費を続けていると思う。金融資産ストックに比した消費レベルは着実に減少しており、ストックの面からは自己防衛型、抑制型の消費になっている。それだけまだ家計に先行き不安感、つまりこれだけ膨大な財政赤字を抱えていざ増税に繋がるのではないかという懸念や社会保障に対する不安、地価が依然として下がっていることによる資産効果面での不安、ゼロ金利の問題がなお根強く残っていると思われる。

次に物価を巡る動向では、消費者物価は下落基調にあるが、これはわが国の非効率で生産性の低い流通構造から、国際価格対比なお高い国内価格が国際価格へ鞘寄せされていくプロセスであると捉えた方がよいのではないかと思う。また卸売物価も統計上では概ね横這い圏内の動きになっているが、統計になかなか表われ難い企業間のコア取引の価格はなお下落基調にある。しかしこれもメガコンペティションの中で国際競争力コストを反映した価格への鞘寄せ現象と言え言えなくもないので、企業収益がついていけばこれは物価下落とは言えないと積極的に受け止めた方がよいのではないかと私は考えている。特に下落した価格はもう戻らないという前提で、むしろコストを合わせる企業行動になりつつある。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、需要の弱さ

に起因する悪い価格下落リスクはほぼ払拭されたと判断できるが、企業経営者の視点からみると、メガコンペティションの中で需要が多少回復しても、今や下落した価格は戻らないと思わざるを得ないことから、企業マインドに若干影を落としているといえると思う。

以上の点を踏まえ、今回の金融政策判断としては、ゼロ金利解除に向けたアカウンタビリティの観点から、次の三点について金融のマーケットとその背後にある実体経済を担う人々が納得できる説明をする必要があると思っている。その第一点は、やはり金融緩和の中での微調整であって、異常なゼロ金利から金利を正常化するステップだという点である。わが国は景気回復軌道に乗ったとはいえ、民需の自律回復は確たるものとはまではいえない局面であるから、なお金融緩和は続けざるを得ない。こうした中でゼロ金利解除は金利体系を異常から正常に戻すに過ぎず、超緩和の中の微調整といえるのではないかと思う。第二点は、これから恐らく検討されるであろう補正予算など財政出動との整合性である。経済が完全な民需の自律回復とまではいえない中で、2000年度の補正は必至の情勢だろうと思う。従ってこのゼロ金利解除とどう整合性をとるのかもきちんと納得のいく説明ができなければならないと思う。景気回復には当然のことながらステップがある訳であるから、その段階に応じて財政発動規模を徐々に縮小していくことになるし、それと同様金融政策も緩和策の中で微調整していく姿ではないかと思う。景気の動向に合わせて政策にも濃淡があるということではないかと思う。第三点は、米国からの日本の内需の自律的回復要請との整合性もあると思う。サミットを控えて米国は日本に対して、世界経済の担い手の一人として今後機能してもらわなければならないし、その意味で日本の内需の自律的回復を強く要請してきている局面だと思っている。以上三点についてきちっと説明が出来ること、そしてそれが金融マーケット、実体経済いずれも納得できることをきちっと考えておく必要がある、そのうえで判断するのだろうと思う。今回はなおゼロ金利政策を継続すべき局面と判断する。

速水議長

それでは次に武富委員をお願いします。

武富委員

景気についてこの局面で特に改めてアクセントをつけて評価すべきことは余り見当たらないと思っている。1～3月のGDP成長率がかなり高かったので、足許の4～6月はその反動減がもしかするとあるかもしれないとやや警戒的な姿勢で色々なデータを見ていた。5月も企業家心理が非常に慎重だなという実感があって、これが当時の株価下落のような環境による影響だけを反映したものではなく、何か経済活動そのもので企業家心理を慎重にさせるような実態があるのかと警戒していたが、出てきているデータを見る限り、少なくとも企業周りの活動は今までの流れの中にあると思う。大きく前進したとまではいえないが、停滞でもないと思う。工作機械受注の動きであるとか、あるいは先程紹介のあったアンケート調査で中小企業部門にも設備投資について活発化の動きもあるようであるし、概ね設備投資についてはこれまでみてきた流れの範囲内だろうと思う。それから、今朝出た鉱工業指数の出荷を見ても荷動き関係はそれ程鈍っておらず、全国の高速道路の交通量は5月の統計をみても確か10か月連続で前年を上回る傾向が続いている。特に大型車が良い。商業用のトラック等の動きが少しずつピックアップして、それが続いていると思う。10社ベースの広告費売上高についても、8か月連続のプラスであるし、5月については二桁の伸びになっている。これらからみて、企業周りはほどほどだと思う。一方消費は相変わらずであり、これはこんなものだろうと思う。家計部門でも所有よりも質というか精神的なものも含めた質への志向があるし、中国でも物ベースがある程度普及すると消費が飽和してしまい消費者ローンを導入したりして消費を喚起しようという程であるから、日本のような成熟経済では、消費は所得・雇用の伸びに応じ、今後少しずつ嵩上げされていく程度なのだと思う。消費者態度指数そのものは、前回も紹介したように既に96年末前後の一番景気よかった時のレベルまで戻って

いる。景気底入れの認定が昨年4月ということで、今月はそれから15か月目に入っており、方向性としてはその間上向きが続いてきた訳で、水準についてもほどほどのレベルまできていると思う。今度の不況が始まる前の消費税導入に関連した駆け込み需要等もあり、景気としてはピークになった97年1~3月期、あるいはその前の96年10~12月期のレベルにまで少なくとも量ベースでは戻ってきていると思う。名目ベースでは先程三木委員からお話しがあったように、まだ当時の水準に届かないが、この背景にある価格水準の切り下げについては非常に構造的なものであって、不可逆的な動きであるから、企業にとっては販管費を含め、投入価格の下落、コスト水準の切り下げによって対応する性格のものである。これは供給サイドの工夫によって収益を確保することができる、あるいはそれに対するインセンティブを与える、という意味では悪いことではない。評価の仕方がここで分かれるが、私自身はこれは避けて通れない道筋であるから、そういうことをこなしながら、現在、水準としては今度の不況の前の水準まで物量ベースで戻っているという全体観を持っている。前回会合時と大きく変わる新たな強い材料がないということを踏まえて、政策的には一応今の政策を継続というように現段階では考えている。

速水議長

次、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

前回会合以降出てきた新しい材料は非常に限られている訳であるが、一つは中小企業の設備投資計画だと思う。これは今年あるいは今年度に中小企業でも投資がプラスになる可能性を示す最初の材料になると思われ、そういう意味で投資についての従来の判断をコンファームする材料と受け止めている。一方夏の賞与については、少なくとも大企業ではこの夏も前年より僅かにマイナスになる可能性が強くなってきた。マイナスの幅は小さくなってきているが、マイナスであるとする、個人所得の回復が企業

部門に比べてやや遅れ気味であるという従来の判断をサポートする材料と受け止めている。従って、局面がその後さらに良い方向に向けて変化しつつあるのかどうかをみるためには、もう少し追加的な材料が必要だろうと思うので、政策についても現在のゼロ金利を続けることで今回は良いと思っている。

追加的な材料を待つ間に、若干自分なりにチェックしておきたい点を一、二申し上げる。一つはアメリカの状況がどのように日本の株価なり、為替相場に影響してくるのであるかということである。先程国際局長の説明にも、仮に今度FOMCで政策変更なしとなった場合、市場の反応に注目したいという発言があったと思う。どのように注目していきたいと思っているのか聞き忘れたが、私もそこは幾つかのシナリオがあり得て、非常に微妙であろうと思う。つまり、アメリカから大きなネガティブ・ショックが日本に来ないかどうかをチェックしていきたいと思っている。もう一つは、国内の金融市場のプライシングの動きについて先程金融市場局長からかなり微細に説明があり、その中でよくよくみれば景気の改善基調なり、ゼロ金利がいずれ解除されるかもしれないという様な展望が市場の中に徐々に織り込まれてきているとの話があった。それはそのとおりだと思うが、10年債の利回りなど長期金利が時としてまだ軟化し、非常に低い水準でほとんど動かない状態というのが、これから我々が展望をつけようとしている日本経済のここ1、2年間位のイメージと本当に沿う動きなのか少しチェックしてみる必要があると私自身は思っている。特に田谷委員などは、市場のプライシングの中からどの様に我々が情報を読み取るかが重要な作業だと言われていたが、私もそのように思う。1～3月のGDPが出た後の民間調査機関における経済見通し改訂をみると、今年度のGDPが2%台に乗るような見方が結構出てきている。これはあくまで今年度だけの話であるから、その先また成長率が多少とも落ちてしまうような展望を持つのであれば、10年債の非常に低い利回りと整合的なものかもしれないが、成長率が見通しとしてかなり上方にシフトしている割には、市場のプライシングの動きがどうもやや鈍い感じを持たざるを得ず、それは景気

回復初期におけるキャッシュ・フローの大きな改善があるから矛盾しないと考えていいのかどうか、その辺りのチェックが必要ではないかと思う。それがまた政策的なアクションを日本銀行がいよいよとるという場合に、マーケットに対して大きなサプライズ、あるいはショックにならないかをできるだけ丹念にチェックする意味でも大事な点かと思う。

最後は、物価の動きの評価に関わる問題である。現在我々が利用可能な物価指数が幾つかある中で、卸売物価が概ね横這い、前年比では若干プラスになっているから、強含みと言った方がいいかもしれない。それに対してCPIやCSP I、サービス価格、GDPデフレーターといった他の指標が前年比若干のマイナスになっている。段々明らかになってきたことは、企業収益の増加を背景に、設備投資の回復が生まれてきていて、それに対して労働分配率が抑えられているが故に雇用者所得の動きが鈍く、せいぜい下げ止まりつつある範囲からまだ出ていないことである。そうすると企業活動の活発化を反映して卸売物価が強含んでくることは、価格の自然な動きだと思われる。一方、雇用者所得の伸びがまだ生まれていないことは消費の相対的な弱さに繋がるであろうし、また稼働率がかなり上がってきている状態の下で、単位当たりのコストが下がっているはずであるから、CPIやGDPデフレーターが若干の軟化を示すことはそう不自然なことではないかもしれない。そう思って過去のデータをみると、例えば年4.4%成長という成長率が大きなプラスを記録した96年の時はGDPデフレーターなどは一貫して前年比-1~2%位、一番低い96年第4四半期で-2.2%という下落を示している。物価の動きは、このような国内的なファクターだけではなく、当然為替変動の影響を大きく受けるから、それも考慮に入れてもう少し総合的な分析をしないといけませんが、労働分配率が抑制される余り雇用者所得、ひいては消費という家計部門の回復が弱いと上向きの循環の歯車が回らなくなってしまうが、そこがほどほどの動きを示し、かつ収益の好転に支えられて設備投資がさらに増加傾向を強めていくのであれば、経済成長率の上に向かっての動きと物価の若干の軟化が矛盾なく併存できるのかもしれないとも思う。これはまだ非常に大きな需給ギャツ

プ、供給余力を残す中で遊休資源を次々に稼働させていく景気回復の比較的初期の段階であり得るパターンだと思う。それがもう少し先へ進んでいくと、色々なところで需給の逼迫傾向が出てくるはずであるから、物価も当然下げ止まっていくであろうし、労働分配率の抑制という企業の経営方針自体が果たして維持できるのかどうかという問題も出てくると思う。ただ、それは現状から見ればかなり先の話であろうと思う。今回の景気の改善が持続的な回復に繋がっていくことを期待している訳であるが、それが当面設備投資にリードされる姿にならざるを得ないと考えると、今申し上げたような物価との関連を総合的に考えていきたいと思うし、家計所得・消費は、その重要なポイントではあるが、それを含めた民需全体の評価が結局問題になるということで、暫く経済をモニターしていきたいと思い、政策についてはゼロ金利継続と考えている。以上である。

速水議長

次、藤原副総裁お願いします。

藤原副総裁

前回の会合で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という認識を申し上げたが、この「ほぼ」という留保条件が取れるためにはもう少し追加的な材料を確認したいとも言った。前回から今回にかけて公表された経済指標は、総じて前向きなものが多いとは思いますが、判断を前回からはっきり進めるには材料不足だと思うので、本日のところはゼロ金利政策の継続を支持したいと思う。

既に縷々皆さんからご説明があったが、設備投資については中小公庫の調査がこの時期としては27年振りのプラスとかなり強めの数字が示現された。設備投資の増加傾向は中小企業も含めて徐々に裾野の広がりを見せてきているように思う。一方、雇用・所得面では日経新聞の夏季賞与調査の中間集計が前年比プラスとなったことが注目される。しかし、この時期の賞与の調査はサンプルの取り方によって幅が出易いことにも留意する

必要があると思う。しかし少なくとも今年の夏の賞与が昨年や一昨年のような大幅マイナスとはならないという見当はついてきたと思う。このように、回復のエンジンである企業部門の改善傾向がはっきりとし始め、それが家計部門へも徐々に波及していく道筋も少しずつ確かになってきていると思う。これから短観などにより企業部門の回復力の強さを確認するとともに、その他の経済指標で雇用・所得環境の下げ止まり傾向がはっきりと確認できるかどうか、私としては緊張感を持って見ていきたいと思う。勿論アメリカ経済を始め、内外のマーケット動向を注意深く見ていくことは当然のことである。以上である。

速水議長

次、田谷委員をお願いします。

田谷委員

私はやはりデフレ懸念の払拭が展望出来るかどうか、あるいは先行きの需要の弱さに起因する物価低下圧力が十分小さくなっていくかどうか、そしてずっと我々が言ってきた民需の自律的回復が展望出来るようになったかどうかということに照らして経済、金融情勢を点検すべきだと思う。そういう観点からこのところ幾つか発表された資料やデータに触れてみたいと思う。まず民間経済調査機関による経済予測の改訂値がほぼ出そろった。今年度の実質経済成長率は1%以下から2%以上まで分かれており、平均は1.7%程度、来年度は1%程度から3%以上までで平均は1.8%程度となっている。ほとんど全ての予測数字は3か月前に比べて上方修正されている。また、ほとんどの予測は平年度並み以上の大型補正予算を想定しておらず両年度とも公共投資は成長に対してマイナス寄与となっている。企業収益に関する野村証券金融研究所と大和総研の二つの見通しを平均でみると金融を除く主要企業の連結ベース売上高変化率は昨年度実績-0.7%に対して今年度、来年度はそれぞれ3.1%、3.5%となっている。経常増益率は昨年度実績が22.7%、今年度、来年度がそれぞれ24.8%、

14.9%となっている。今年度の数字は3か月前に比べて上方修正されている。また昨年度から今年度にかけて増益業種は増える予想になっている。次に設備投資については、既にほとんどの方が触れていたが中小企業金融公庫による4月半ば時点での10,000社を超える中小企業・製造業の設備投資動向調査によると、今年度の伸び率は1.6%になった。特に年度上期の伸び率は前年比14.4%となっていて、これまでの経験からみて上期の予想は実績に一致する傾向にあり、少なくとも上期の中小企業・製造業の設備投資は相当強い。これは先月の大蔵省の景気予測調査による中小企業・製造業の設備投資調査結果とも一致する。ただ、大蔵省の調査では非製造業の設備投資はかなり大きなマイナスになっていた。中小企業庁ならびに中小企業金融公庫による非製造業の設備投資調査結果は8月まで分からない。この点は大企業の設備投資動向と合わせて短観をみることになる。個人消費に関連してはこれも皆様言及していた点であるが、夏季ボーナスは調査統計局の説明にあった日経連、連合、日本経済新聞の調査に加えて労務行政研究所の集計に必要な調整を行なってみると、民間部門の一人当たりの支給額は前年比0~-2%程度になりそうである。一方、二、三の民間研究所、金融機関の予想では一人当たり支給額は0.3%から0.6%のプラスとなっている。もっともその場合でもボーナス支給対象者が減っているので支給総額は減ることが予想されている。冬季ボーナスの一人当たりの支給額は、企業収益の状況を考えると、生産の伸びが続き求人倍率などで計った雇用市場の改善が続く限り、かなりの確度で前年比若干なりとも増える可能性が出てきたように思える。物価については、足許全国消費者物価指数の前年比変化率のマイナスが続いているし、企業向けサービス価格の前年比も1%弱のマイナスが続いている。ただし、国内卸売物価は前年比で若干のプラスである。

また、今年後半以降の経済状況がどうなるかに関連して以下の点に注目している。まず、景気動向指数の先行指標、DI、CIがどうなるのか、これに関連して最終需要財の在庫率の動きも注目している。第二に設備投資に関連して機械受注、民間非居住用建築着工床面積の行方がある。第三

に4月に若干落ち込んだ常用雇用がどうなるか、第四に消費者物価がどうなるか、第五に為替、株価、金利の動向もある。だから短観を含めて各種統計とマーケット動向を注視していきたいと思っている。従って今回はゼロ金利維持が適当と思う。

先程山口副総裁が言われていた労働分配率に絡み、幾つかのシナリオを考えてどの程度企業による雇用・所得抑制が続くか考えているが、それ程長くかかるとも限らないような気がする。例えば、昨年第2四半期以降の労働分配率を例えば法人企業統計などでみるとこの1~3月期に5%以上下がっている。従ってある程度の人件費の上昇を考えても、営業利益の大幅な上昇が想定されなければ所得抑制的な企業行動は終わらないということではないと思う。まだ結論が出ないが、そういうことも考えている。最後に物価に関しては、三木委員も山口副総裁も触れていたが、どの程度の統計数字の下落が需要の弱さに起因する物価低下であるかという大づかみの結論を得る必要があるのではないかと考えている。ある程度数字的な検証も含めて必要になってきたのではないかと思う。以上である。

速水議長

植田委員をお願いします。

植田委員

前回会合からのデータ等による変化点については既に皆さんが触れたとおりである。一番重要なデータとしては公庫による中小企業設備投資の数字であるが、過去のパターンでこれを年度全体に拡張し、さらに経済全体がそれ位伸びるといった希望的な観測を含めて考えてみると、——仮に設備投資がそれ位伸び、消費が最低限のプラスの成長率でいくというようなことを見通したとすると——今年度2%成長前後も無理ではなくなってきたと言えるかとは思ふ。しかし、勿論これらの点は短観や6月、7月のボーナス動向を見てもう少し確認したい。

本日はまた例によってマクロの話で恐縮であるが、前回やや不正確なこ

とを政策変更のチェックポイントについて申し上げたので、その修正も含めて若干の試算結果を紹介したい。例えば仮に2%を超えるような成長が見込まれたとすると、通常言われているような日本経済の潜在成長率の推計値の上限よりもやや上位になる。そうするとGDPギャップが縮小していくことが見込まれる。そうであれば金利は上げてもいいのではないかという趣旨のことを前回ある意味では申し上げたと思う。しかしよく考えてみると、例えばテイラー・ルールに対応するような金利はそういう場合に上がっていくが、まだマイナスの水準で上がっていくことに過ぎないかもしれない訳である。そこで幾つかの前提をおいていわゆるテイラー・ルールで計算してみたらどうなるかチェックしてみた。幅のある数字であることは繰り返すまでもないが、そのうえで前提は目標インフレ率1%とする。これはCPI等にバイアスがあることを考えると、最低限のプラスの水準かと思うし、私個人の好みでは中長期的にはもう少し上を目指したいためであるが、これはまた別の議論である。そして現在の予想インフレ率をほぼゼロと置いている。それから現在の足許のインフレ率をCPIで見ると-0.4%位であるが、やや甘めにゼロと置いてみた。問題はGDPギャップであるが、企画室から配られた暫く前のメモに、色々工夫してみるとGDPギャップの一つの推計値として足許6%弱位の推計が出てくる。それでいくと過去の物価動向をある程度説明できるものがあった。6%といっても物価等への動きがほぼ中立的なものになる水準がゼロではなく4%位、従って物価にマイナスが及ぶ圧力は6%マイナス4%の2%というような意味でのGDPギャップ6%である。これを出発点として、さらに私の仮定として1991年が取り敢えずピークにあったとして現在足許で6%のギャップになるように潜在成長率を逆算する。そうすると潜在成長率が1.4%弱という値が出てくる。そのうえでさらに幾つかの複数のケースを考えるためにその1.4%±0.5%、従って1.9%あるいは0.9%というような三通りの潜在成長率を考えてみた。その時それに合わせてある程度中立的なギャップ水準も動くことを仮定している。そのうえで今年度の成長率をかなり楽観的なケースとして2.4%、民間の予測の平均値より少し

低い計算がしやすい 1.9%の二通り、計六通りのケースについてテイラー・ルールによる金利水準を計算してみた。潜在成長率を 0.9%と置いた場合のパスは GDP ギャップがニュートラルな水準と比べて足許ほぼゼロになる。従ってインフレ率は目標インフレ率より下であるが、成長率は 1.9%とか 2.4%であるとギャップが中立よりも上に行ってしまうので、ある意味では引き締めを始めなければいけない訳で、現在でも金利はプラスでないといけないし、今後プラスの方向へ調整していく必要があることになる。これに対して潜在成長率 1.9%であると、現在のギャップ水準もかなりのものが残っているし、今後の成長率が 1.9%ではギャップは縮まらず、2.4%でも大して縮まらない。従ってテイラー・ルールによる金利水準はマイナスのまま推移する。より現実的ケースとして、潜在成長率 1.4%位のケースを見てみる。そうすると、現実の成長率が 1.9%であっても 2.4%であっても GDP ギャップは縮小の方向にいくので、徐々に金利は上がっていく訳である。足許は色々な前提の置き方によって上下大きく振れるが、少しのマイナスに出ている。やや楽観的な 2.4%成長をするというケースをとると、6月から9月の間のどこかで 0 を切って上に出るようになり、9月ではプラス、来年の 3月になると 0.5%に近い水準にまで上昇していく。この 0 という数字を因みにもう少し厳密に計算してみると、本日から 47 日後という結果が出て、8月 11日ちょうど決定会合である。そうなるように作った訳ではないが、たまたまである。それではそのケースが現実的だとして、8月 11日に解除するかと聞かれたとすると、私の考えではもう少し後の方が良い。それは、何度かここで議論になっているように、上げた後、少々のデフレーションがあっても、すぐゼロ金利に下がるようなことでは判断としてやや弱いという意味での糊代を確保するために、もう少し大幅なプラスになってからと考える訳である。さらに計算の前提として金利が少し高めに出てくるような前提をおいていることもあるかと思う。いずれにせよ仮に潜在成長率 1.4%、2000年度の現実を 2.4%とする標準ケースで見た場合に、気の短い人で 1、2 か月、気の長い人で半年から 3 四半期位待てるかというような結果がこういう極

めて単純な試算では出てくる。以上は物事を極めて単純化した計算であり、当然のことながらこれに現実的なファクターを色々加えて判断していくことになる。それと、この単純化された部分についても私が思い違いをしていたり、あるいはもう少しきちんとした計算の方法があるかもしれないので、場合によっては私自身も次回までにこれをやや大幅に修正することがあるかもしれない。今回の判断としては現状維持で宜しいかと思う。以上である。

速水議長

最後になったが、篠塚委員願います。

篠塚委員

私は景気は企業部門において前向きな所得形成メカニズムが動き出しており、それが雇用や所得環境の改善に繋がる形で、自律的に回復すると期待できると思っている。つまり、デフレ懸念の払拭が展望できる情勢にあると思っている。

前回会合以降、新たな材料としては皆さんが指摘していた設備投資の統計などがあり、これについて若干私自身が考えていることを追加的に報告したいと思う。皆さんの指摘と重複するが、中小企業の設備投資がしっかり出てきたことを大きく評価している。一つは中小企業金融公庫の中小企業製造業の設備動向調査で、皆さんが言われたことと違う点だけ申し上げると、2000年度の当初計画が前年比10%と高い伸びになり、しかも業種的にかなり広がってきたことが評価できるのではないかと思う。18業種のうち10業種で増加したことは、中小企業でも設備投資に広がりが出てきたことを示唆するものと私は評価している。特にIT関連の投資に今まで注目していた訳であるが、電機機器や通信、電子部品などの一部ハイテク関連業種だけではなく、このIT関連製品の材料となる需要の増加から、非鉄金属、窯業・土石など素材関連にも波及しているなど、裾野が広がっていることを示している。それから同じ統計の中で、2000年度における

設備投資増減の可能性のD Iに注目してみた。これは設備投資を増加させる可能性のある企業の割合から、減少する可能性のある企業の割合を引いたものであるが、これが2000年度については+4.8ポイントと3年振りにプラスになった。さらに設備投資額そのものも上積みされる可能性がはっきりしてきた。実際に当初計画と実績を比較すると、95年度から99年度の過去5年間で実績が当初計画から下振れしたのは97年度だけだったので、これはかなり信頼できるかと思っている。もう一つは田谷委員も紹介していたが、6月7日に発表されていた大蔵省の景気予測調査の結果であるが、意外と注目されていなかったもので、同じく中小企業について確認できたことを申し上げたいと思う。これは中小企業の1,000万円以上~1億円までの企業規模でみた中小企業製造業の同じく12年度の設備投資額は、土地購入費を含むベースでみて、3か月前の調査に比べて大幅に上方修正になっている。土地購入費を含めると前年比で+10.6%、除くと13.5%と、この大蔵省の景気予測調査も中小企業における製造業の設備投資増加を裏付けるものとして評価できると思っている。そのほか中堅・大企業の設備投資に関しては、通産省の平成12年度民間設備投資計画が6月16日に発表されている。これは通産省所管業種のうち資本金1億円以上の中堅・大企業の2000年度設備投資計画であるが、製造業は前年度比+6.6%と3年振りの増加となっている。非製造業に関しては、+4.4%と2年連続の増加になっている。ただし、この非製造業は、電力とリースが86%を占めるというサンプルバイアスがあるので、私はこの数値からは専ら製造業の設備投資増加がはっきりしてきたと捉えればよいかと思っている。それから田谷委員も言われたように民間シンクタンクの各種経済見通しが出揃ったが、今年1~3月期に公表された時点から各種シンクタンクとも大幅に上方修正し、実質GDPでみて1.6%から1.9%の範囲の中に収まっている。仮に、これらの機関が潜在成長率を2%位にみていると考えると、少なくとも潜在成長率とほとんど変わらないような状況が期待できると見始めている訳である。従って、民間シンクタンクでも、私達がゼロ金利を導入した時点で考えていた経済の前提条件から

足許の経済に関する判断を大きく変えているとみてよいのではないかと
思っている。

皆さんは今回については現状判断を大きく変える材料はなく、7月に向
けて追加の材料を待つ、短観を注目すると言われていたが、私は次の点も
注目していかななくてはならないと思っている。つまり、これまでデフレ懸
念払拭の展望について、企業部門の回復に加え、個人消費回復の前提とな
る雇用・所得環境の悪化の下げ止まりから緩やかな増加を確認したいとし
てきた訳であるから、短観では本年度の設備投資計画の修正状況に加え、
家計の所得環境を見通すうえでの企業収益計画および雇用、人員判断に注
目していくことになるかと思う。

ところで、金融政策に関しては、先般ストックホルムのリクスバンクで
のコンファレンスに参加することができたが、日本が採っているゼロ金利
政策についての理解を得るのは非常に難しいと痛感して帰ってきた次第
である。市場にも、そして海外に対しても、今私達が採っている「デフレ
懸念の払拭が展望できる状況」といった表現について理解してもらうこと
は難しく、どのように具体的にデフレ懸念を説明するかについては、何か
はっきりした指標を提示しないと海外の人には理解してもらえないと改
めて強く感じた。現在それを示すとすれば、最終的には実質GDPの
ようなところに集約される訳であるから、民間調査機関の本年度や来年度
に関しての予測指標が上向きであることなども考えると、実質GDPの成
長が明らかでデフレ懸念から脱却する方向にあること、その背後にある設
備投資が動き出していることを明言することではないかと思っている。私
は、ゼロ金利の解除を求める議案を出し、これまでゼロ金利政策の維持に
対して反対してきた際、反対理由の中にゼロ金利政策を継続すると副作用
があるからと何回も申し上げてきた。しかし改めて考えた結果、今は、先
程田谷委員が言われたように、政策判断は、足許の金融経済情勢をしっか
りで見据え、毎回、金融・経済実態を統計から検証することによって行なう
べきであると思っている。副作用があるからと反対してきたが、なぜ解除す
るかと説明する場合には、副作用があるからではなく、足許の実体経済が

改善してデフレ懸念が払拭したと言えるのだと数字で明らかにしていく以外市場や海外の人に説得する術はないと思った訳である。その意味で、これから金融政策の透明性の確保のために物価に関する報告書を出したりする際には、やはり何らかの形で、先行きの経済見通しなどを公表していくことが是非とも必要になってくるという気持ちである。

そのうえでの現在の評価は、私自身は、ゼロ金利の解除ができる経済指標が出揃ったと思っており、再びデフレ・スパイラルに陥るリスクはなくなったと思うので、今が解除するタイミングであると思う。

最後に、ゼロ金利解除と長期金利との関係について触れたいと思う。長期金利は短期の金利市場でゼロ金利政策解除に関する思惑が台頭しているのとは対照的に低位に安定しているとのことであった。その背景として、債券市場参加者はゼロ金利政策解除に対して懐疑的だからといった解釈もあり得るが、私は景気が緩やかに持ち直してきていることは皆共通認識として持っていると思うし、設備投資盛り上りの中にあっても、内部資金がまだ潤沢にあるので、外部資金に対しての需要がなかなか盛り上がっていないから、今ゼロ金利政策を解除したとしても、長期金利が急騰する可能性はないとみているためなのではないかと思う。

先程から皆さんの大勢の話を聞いていると、また今回も現状維持が採られ、ゼロ金利政策の解除に向けての議論は次の会合以降進めていくのだと思うが、ゼロ金利政策解除後の政策運営については、足許の実体経済をみて、そのデータを判断しながら本当に予断を持たずに対応していくものであり、必要な場合には上げる方向でも下げる方向でもファインチューニングを行なうしかないのではないかと考えている。そのように思うと、いつか分からないが、ゼロ金利解除の時に月報にどのような表現を盛り込むのかについても、皆で考えておくべきではないかと思う。今まで月報の基本的見解について本当に一字一句前回との微調整をするような形で修正を続けてきた訳であるが、ゼロ金利解除の時には恐らくデフレ懸念の払拭が展望できることについて、恐らく今までと違う表現できっちり書き込むことも必要になってくると思っている。以上、私は前回と同様に、ゼロ金

利が導入される前の昨年 2 月以前の 0.25% の水準に戻すことを提案したいと思う。

速水議長

これで一巡した訳であるが、金融経済情勢、金融政策運営について追加的な意見、議論があればここで自由に発言頂きたい。

中原委員

長期金利が比較的低位に安定していることについては、色々な見方があると思うが、今のところ需給関係がまだ非常に良いことと、債券市場は日本経済の先行きについて前回ムーディーズの日本国債格下げの動きをお話したように、もう少し慎重にみているのではないかという感じを持っている。従って、暫くは安定するであろうが、色々波乱要因を含んでいると思う。

藤原副総裁

先程篠塚委員はゼロ金利を解除した暁の長期金利の動向について余り影響はないと言われたのか。

篠塚委員

そうである。それ程大きく変わらないのではないかと申し上げた。

山口副総裁

植田委員への質問であるが、こういうルールをこのまま機械的に適用するのではなく政策運営の検討に活かしていこうと考える場合、現実の成長率については、見通しとして捉えるのか。

植田委員

質問の趣旨は、テイラー・ルールによる金利の変化の影響をまた織り込

んでいるかどうかということか。

山口副総裁

もう少し単純な問いである。つまり、実績値を踏まえながら考えようというものか。

植田委員

テイラー・ルールにそのまま入れるのであれば本来は足許の水準であろうと思う。

山口副総裁

先程何月なら早いとか遅いとか言われていたのは、この成長率を見通しとしてフォワード・ルッキングに捉えていこうという観点に立つものか。

植田委員

テイラー・ルールをそのとおりとすれば、この見通しどおりに現実が走った場合、例えば9月になってもう一回テイラー・ルールで計算するとここにあるようなレートになる。それでその時点である水準を上回っているならば上げるとか、だめだとかという判断になると思う。かなり先にプラスになることが今みえているので、それをもって今から上げてしまおうという話ではない。

田谷委員

GDPギャップを仮置きする際、必ずしも潜在成長率を置かないでもよい方法で試算したのか。

植田委員

余り詳しく話すと問題があるが、生産関数からのアプローチであると物凄く大きなGDPギャップになってしまう。もう少し現実のインフレ動向

とマッチしているようなギャップを色々な方法で作りに出せる訳であるが、最近の企画室の試算の中に足許6%弱位のGDPギャップが算出されるパスがあった。そこにも潜在成長率がインプライされているはずであるが、それを手に入れることができなかつたので、足許6%弱のギャップが作り出されるように現実の成長率から潜在成長率を逆算してみると1.375%となる。

田谷委員

テイラー・ルールを計算する場合、もう一箇所潜在成長率が入る所があるのではないか。

植田委員

潜在成長率は実質金利の所に入ってくる。

田谷委員

それとの整合性はどうか。結局この差は潜在成長率の差で、現実の成長率の差はその半分位という結果であろう。

植田委員

この水準の違いはギャップがどう動くかと長期均衡実質金利が潜在成長率の差によって動くという二つから出てきている。

田谷委員

まあ0.5%でいいと思うのだが、二箇所潜在成長率を入れる所があり、それが整合的でないとどうなのかなと疑問に思った。

植田委員

潜在成長率を動かした場合は関数処理を行なっているが、この二箇所は必ず両方動かしている。

速水議長

私は三木委員の言われた三つのポイントに同感である。金融緩和の中での微調整と考えるべきで、金融緩和を続けていくのであって、異常から正常へ戻すというのが一つ。財政出動との整合性が必要であり、補正予算とか財政発動との調整を行なっていく必要がある。三つ目に米国経済との関係から来る内需拡大と、全くそのとおりだと思っているが、私の感想として少し加えさせて頂くと、元々財政と金融は違うものだと私は思う。財政はかなり長期で考えるところがあって年度単位、あるいは補正予算によって中期・長期に渡って経済を動かしていく訳である。税制も需給関係というよりも制度的な仕組みを決めてそれに従って適用させていくものである。金融はもっと短期というか機動的なものとして中央銀行が銀行券を発行するとともに通貨および金融の調節を行なっていくものである。通貨の調節は、日々の需給で調節を要するものであることは間違いない。財政と比べるともっともっと短期の調整である。それを行なわないでいるとタイミングを失し、それが大きな資金の流れを作って経済の実体にまで移っていくことになる。私が考えているのは委員の言われた第一の点を中心で、金融緩和を続けていくけれども異常な事態から正常な事態へ戻していくということである。去年の2月にゼロ金利まで走った時にはデフレ・スパイラルの懸念があり、金融システムの破綻への対応から政府も法律を作り、かつまた公的資金を導入するといったような極めて極端な政策を採っていたし、私共もゼロ金利まで下げていった訳である。それから1年半経って実体経済自体はかなり上向いてきていることは確かであるし、私共が行なうべき金融の調節は片方がゼロで動かす訳にはいかないというのは非常に良くないと思う。やはり自由度を常に持っていないと金融調節は出来ないと思う。それと私自身も長い経験の中で反省を要する点であるが、財政との調整、整合性をとるということに捕われて金融の対応が遅れたことが今まで随分あったと思う。金融がやるべきことをやるということは決して今の政府の方針に反するものではない訳で、資金の供給はどんどん行な

うことを前提にしての話だから、4条の政府の経済政策の一端を成すものであることに矛盾するものではないと思う。もう一つデフレ懸念の払拭が展望できるかどうかについては、かなり展望できるところにまで来ているが、今一つ短観等で確認したい気持ちを皆さんお持ちという点についても全く同感である。物価については日本銀行の金融調節は物価安定を理念に、物価の安定を通じて国民経済の健全な発展を図ることである。WPIは少し上がってきているし、CPIはまだ若干下がり気味のように見える。このCPIの下がり方はもう少し物価の調査が良く出来ていけば分かるが、私はどうも需給ギャップのせいではなく、むしろ供給コストのダウンに基づくものが多いのではないかと思ひ、それ程心配するような下がり方ではないと考えている。そういうことを三木委員の三つのポイントを伺いながら感じたので付け加えさせて頂いた。

三木委員

財政との問題については、所詮景気の回復が最大のポイントである。景気の回復のための需要創出は財政しかないということで100兆円に及ぶ財政支出を行なってもらっている。それをフォローしていくのが金融政策である。そうした流れでゼロ金利まで来たということである。景気の回復に向けての経済政策の担い手としては当然この二つである。それがちぐはぐな方向に行くようなことになれば混乱を招くだけなので、私は少なくとも同じスタンスでなければいけないと思う。そういう意味で片方では補正まで組まざるを得ない局面と考えている時に、片方では金利を上げる方向だという形で受け止められたのでは、全くちぐはぐである。だからそうではないということをきちっと話さなければならないと思う。

中原委員

おっしゃるとおりだ。

三木委員

最初の点に戻ると、金融緩和の形で今の景気の回復を支えていかななくてはならない中での異常なゼロ金利からの脱却、正常な金利体系で資本主義経済が回り得る局面に来たと説明出来れば整合性についての違和感はないだろうと思う。そこを今度はきちっとしておかないといけないと思っている。

今の総裁のお話の中で少し引っ掛かっているのは、ゼロ金利の解除についてゼロだともうやりようがないので金融調節のフレキシビリティを持ちたいために、少し上げておけばいつでもまた下げることが出来るのではないかと受け取られかねないお話があった点である。今申し上げたように金融緩和を続けるのであって、決して引き締めではなく、あくまでも異常な金利体系をデフレ懸念払拭になるという所にまで来たので正常な金利体系にまず戻すということである。一辺ゼロ金利を解除してやっぱりデフレ懸念・スパイラルの可能性があるからもう一回ゼロに下げるといようなことを念頭に置いた政策ととられたらこれは大変なことになる。だから植田委員のお話ではないが、そこまではきちっと見て、ゼロ金利の解除を考えるのであればそこは腹をくくった上でやらないとまずいと思う。

中原委員

前から申し上げているが金融政策と財政政策は車の両輪で整合性がとれていないといけない。今の状態は、金融も緩めることで取組まなければいけないと思っている。今三木委員からも話があったが、私が懸念するのは財政が中立的な立場になる時に金融が引き締めることになると、日本経済に対して非常に悪い影響があると懸念している。それから総裁が金融は短期の金融調節というか機動性が重要だと言われたが、必ずしもそうではなく、需要管理、企業金融の面で非常に大きな重みを持っているのは金融政策だと思うので、確かに短期の金融調節も重要であるがマクロマネジメント、マクロエコノミックマネジメントの面からも十分考える必要があると思っている。いずれにしても財政が締まって金融も締まるとなると

大変問題が大きくなる。今回ゼロ金利をもし解除するのであればこれは金融引き締めには他ならない。9年何か月振りで金利を上げるのだからこれは余程慎重に行なう必要があるというのが私の意見である。

速水議長

しかし市場は出す者と取る者との需給を調節していくものであって、ただで金を出すだけであれば市場が成り立っていない。その証拠に40兆円から18兆円まで市場規模が落ちている。債権サイドと債務サイドの需給関係を調節していくのが金利であるから金利がゼロではりついているのでは、正常な市場にはならない。そう考えると今の金融情勢は世界の中央銀行における金融政策の歴史の中でも異常な事態であることは確かである。日本の政策の中でも1年半続けてきたことは初めての経験で、金融政策としては半分死んでいたと言ってもいいと思う。そういう情勢を続けていくことが良いこととは思わないので、正常に戻せる時に早く正常に戻したい。ただ、正常に戻すには先程から申し上げているように、デフレ懸念の払拭が展望出来ると判断できる状態になることが条件だと思う。それが現状だと思う。だから私は三木委員のお考えにそう反対している訳ではない。補足させて頂いた。

山口副総裁

余りセマンティクスになってもいけないが、私はゼロ金利解除は、引締めとは程遠いと思う。ただゼロ金利を続ける場合に比べれば、ゼロ金利を基準になにがしか金利の引き上げになることは事実なので、それが景気回復を阻害しないはずである理屈は当然必要であるし、理屈以上に現実の経済の動きが必要である。また、それをきちんと説明するだけの能力が我々にはないといけないと思う。中原委員は引き締めという言葉は何回かお使いになったが、それはあくまでゼロを続ける場合に比べての話だと思う。経済自体は刻々と変化しており、もし我々の経済判断が正しければ、去年はデフレ期待が残存しており、成長期待は非常に弱かった状態だったと思う。

現在まだデフレ懸念が完全に払拭されたとは我々は思っていない訳であるが、しかしここ1年、あるいは1年数か月の間に、物価についても経済成長についても、現実も期待も改善と好転をみせてきたのではないかと思う。結局はそういう改善と好転の度合いに比べてゼロ金利を解除する場合の金利の変化幅が、相対的に小さめなのかそれとも大きめなのかを我々の頭の中で何とかして判断しなければいけないと思う。もし今後の経済情勢について物価、成長率両面から景気回復の展望をかなりの確度で、かつ数字としても程々満足すべき程度に描けるのであれば、極く僅かな金利の変更を行なっても、金利面から依然として景気に対してかなり強い刺激作用を及ぼし続けるはずのものだと位置付けることは可能だと思う。結局のところ今後の経済の展望について我々自身がどの程度の材料でもって見通しを描くことができるかがポイントだと思うし、コール市場でゼロ金利を解除した場合に、その他のマーケットに非常に大きな反作用を及ぼすことがなければ、依然として政策変更後の金融政策も、景気刺激的な政策と考えるべきで、引き締めと考える必要は全くないと私は思う。

三木委員

中原さんを弁護する訳ではないが、金融のマーケットを担っている人達は、プロであるからいいが、問題は景気回復を担う実体経済のメンバーである企業と家計が一体どう考えているかであって、それを中原さんは言われているのだと思う。これは2%のレベルだろうが3%のレベルであろうが、ゼロのレベルであろうが、金利を上を上げるということはやはりこれは引き締めだと皆そう受け取ってしまう。であるから、そうではないということアカウンタビリティとして、本行は納得させるような説明をして進めていかなければならないのではないかと思う。それが先程申し上げた第一点である。

中原委員

アメリカの例の92年からの政策運営についてであるが、あの時メリ

カの Fed は最低 2 年間、実質ゼロ金利を行なった訳である。今の日本は名目ゼロであるが実質金利は勿論プラスである点が一つの違いである。それからもう一つの違いは、グリーンस्पンの発言を読んでも非常に慎重な対応であったことで、バランスシート調整が終わるまで非常に慎重に 2 年も時間をかけていたことである。例えば 92 年は四つの四半期全部の GDP がプラス成長を果たしてもまだグリーンस्पンは実質ゼロ金利を続けた訳である。日本の場合にはこの 2~3 年、去年や今年も私はそうなると思っているが、最初の第 1 四半期、第 2 四半期がプラスで、第 3 四半期、第 4 四半期はマイナスになってしまうような不安定なパターンが続いているので、4 四半期通してプラスといった状態になれば、私はある程度安心できると思っている。そういった点でもう一回アメリカの例も少し研究したらいいと思っている。

速水議長

5 年間 0.5% の公定歩合できたことはまた例のないことであるし、低いところからスタートしたために去年のようなことが起こってゼロ金利という形になっている訳である。金を貸すというのは貸して良いところと悪いところがあるはずであるが、そういうものが全部同じゼロで金が出ていくというのはおかしな話で、資本主義経済ではない。こういうことが続けば今言われているような構造改革にしても、必要なところに金が流れないで、死ぬことが分かっているところへ金が出ていくようなことが続いてしまう。そういうことを考えると、ゼロ金利は早く正常化した方が良く思う。これは議論するとまだまだ時間がかかる。

田谷委員

私もゼロ金利は異常だと思う。しかし、その異常金利を導入して、去年の 4 月からこういう情勢になったらこれを解除すると言ってきた訳であるから、先程篠塚さんが言われたように、そこにステイックして経済状況をチェックしていくしかないと思う。先程チェックポイントと申し上げた

点からみて、先行き安心かというと、例えば機械受注や在庫の動きにしても、幾つか安心できない材料も散見される。そういうものをみて三木委員も言われたが、短期的に悪くなったから下げるといような事態は避けたいと思っているので、このところ統計の話进行細かく言ってきた嫌いがあると思うが、それしかないと思う。それがマーケットを説得する最も強力な材料だろうと思っているので、そこにこれからもスティックしていきたいと思う。

中原委員

データの訂正だけしておきたい。先程名目設備投資の比率を申し上げたが、一番底が94年の第4四半期で14.49%、それから二番底が99年の第3四半期で13.65%であるので、先程の発言は以上のように訂正する。

速水議長

この辺で私の見解を発言させて頂く。最近公表された経済指標を踏まえた私の情勢判断では、前回会合と基本的には変わっていないと思う。つまり日本経済はデフレ懸念の払拭が展望できるような情勢に近付いている。これまでの会合ではデフレ懸念の払拭を巡って大きな二つのポイントが議論されていた。第一に企業部門の回復傾向が十分確かなものとなっているかどうか。第二にそうした企業部門の回復力が家計部門に波及する道筋が見えてきているかどうかであると思う。前回以降公表された指標はまだ限られているが、これらの点について引き続き明るい材料がみられたように思う。まず中小企業製造業の設備投資計画に例年になく強さがみられ、企業部門の回復傾向が徐々に広がりを見せているのではないかと思う。また夏のボーナスに関するこれまでの各種調査では、少なくとも前年に比べて大きなマイナスになることは避けられるのではないかとみて良いと思う。

次に市場との対話という観点から見ると、金融市場の金利形成は、少なくとも短期金融市場ではそう遠くない時期のゼロ金利解除を少しずつ織

り込み始めているようにみて良いかと思う。今後も来月の短観や各種の経済指標によってデフレ懸念払拭の判断に向けて残った点をチェックするとともに、金融為替市場の動向をよくみて、適切な判断をして参りたいと考えている。

以上のような情勢の認識を踏まえて、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。

私からは以上であるが、これまでの討議を踏まえてさらに追加的なご意見、ご議論がありましたらご自由にどうぞ。

山口副総裁

今日はもう議案の取り纏めに入って宜しいのではないか。

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された方々からご意見ございましたらどうぞ。

林大蔵政務次官

それでは、本日は宮澤大臣の代わりに私が出席をすることになりましたので、宜しく願い申し上げます。一言申し上げさせて頂く。

まず景気の現状認識と今後の経済運営は、前回も申し上げたとおり、景気は緩やかな改善が続いているが、足許完全失業率が高水準で推移しており、雇用者数の水準は前年比マイナスが続いている。また個人消費が概ね横這いであるなど、景気が厳しい状況を脱しているとはまだいえないと考えている。設備投資についても、足許持ち直しの動きが明確になってきているが、先行指標である機械受注が統計開始以来の4か月連続前月比マイナスとなっているほか、業種や規模によるばらつきが依然として存在しており、その持続性や広がりについてはなお見極めが必要だと考えている。企業収益の大幅な改善についても、議論があったとおり、企業が引き続き人件費抑制姿勢を示している中で、これが果たして雇用・所得環境の改善、ひいては

個人消費の増加に繋がっていくのかどうか、まだ確信を持てる状況には至っていない。物価についても、GDPデフレーターが5四半期連続で前年比マイナス、CPI全国総合も8か月連続で前年比マイナスとなっているのは先程お話があったとおりである。また米国経済に不透明感がみられるところであり、景気の動向についてはなお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る所存である。

平成12年度予算においては、公債依存度が38.4%になるなど、財政が危機的な状況にあるということ踏まえれば、経済が本格的な回復軌道に乗った段階において、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、根本的な視点に立って必要な措置を講じていかなければならないと考えている。しかしながら、景気の動向について先程申し上げたように、依然として見極めが必要な段階にあるとの判断から、政府としては引き続き景気回復に万全を期すことにしている。

先日6月9日に公表されたQEによると、わが国経済は2四半期連続マイナス成長の後、本年1~3月期はプラス成長に転じはしたが、先行きについてはなお見極めが必要と考えている。時期尚早な政策変更により、わが国の景気回復の腰折れを招き、よもやわが国の経済運営に関する内外の信用を失うことがないよう、政府としては今後の財政運営の在り方については、あくまでも9月に公表が予定されている本年4~6月のQEの結果などを見極めたうえで、さらに判断を行うことが適切と思っている。

日本銀行におかれては、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・為替市場の動向に注視しつつ、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。政策委員各位におかれては、ご審議に当たり

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理解を賜りますよう宜しくお願いする。以上である。

河出経済企画庁調整局長

私共から最近の経済動向を申し上げる。各種の政策効果やアジア経済の回復などの影響に加えて、企業部門を中心に自律的回復に向けた動きも徐々に強まってきており、景気は緩やかな改善が続いていると認識している。しかしながら、企業は本格的なリストラを実施中であり、雇用状況は引き続き厳しく、また先程議論にあったように、ボーナスの妥結状況等を考慮すると、個人所得も当面低い伸びに止まると見込まれている。今後雇用や所得の動向がしっかり改善すれば、消費の回復も期待できる訳であるが、目下のところは予断を許さないと考えている。また企業の設備投資持ち直しの動きが明確になっているが、実体経済には、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についてはまだ明確でないと考えている。企業倒産もこのところ増加しており、金利の動向が及ぼす心理面も含めた影響には留意が必要と考えている。こうした中で、今後のわが国経済を取り巻く環境をみると、アメリカなど世界経済の動向とその内外通貨や株式市場などへの影響、長期金利の上昇、円高、設備投資の持続性と波及性、企業リストラの加速、不良債権処理の企業活動に対する影響、地方の社会資本整備費の削減の問題など、様々な不確定要因がある。

今後の経済運営において、政府としては1日も早くわが国経済をその潜在成長率に見合った持続可能な自律的回復軌道に乗せることが喫緊の課題と考えている。このために、21世紀に相応しい経済再生に向けた構造改革を早期かつ強力に推進するとともに、自律的な景気回復を确实強固なものにすることに政策の重点を置いている。今後とも経済情勢を注視しながら経済運営に万全を期して参りたいと考えている。

今後の構造改革の在り方については、現在経済審議会において審議を頂いてきたところであるが、先般政策推進部会から日本経済の新生に向けて、

IT革命の推進、循環型経済社会の構築、安心でき活力ある高齢化社会の構築の三つの課題に積極的に取り組んでいく等の提言を頂いたところである。この報告書は30日の経済審議会総会においてご承認頂いたうえで、閣議に報告することとなっている。経済の回復を确实強固なものとする観点からは、今後民需を中心とした本格的な回復軌道に乗り得るかどうか、その広がりを持続性を見極める必要がある。日本銀行におかれては、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。

なお、景気の山谷の設定については、去る6月19日に景気動向指数研究会を開催して、今回の景気の谷を昨年4月に暫定的に設定したところである。この景気の山谷設定の性格については、前回のこの会合で説明したとおり、統計的、学問的な観点から事後的に設定したものである。以上である。

速水議長

それでは、議案とりまとめに入りたいと思う。先程の検討によると、当面の金融市場調節について、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るという方は。

[中原委員、篠塚委員が議案提出の旨を表明]

それでは事務局より議案の配布をお願いします。

篠塚委員と中原委員、議長案の順で読み上げて下さい。

雨宮企画室企画第1課長

まず篠塚委員案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとするこ

と。対外公表文は別途決定する。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。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。」。

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6月28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、議案の説明をお願いします。

篠塚委員

私は結構である。

中原委員

提案理由を説明する。一つは現状は景気が回復局面にあるとは言え、どのような分析や研究、公表資料を見てもデフレギャップが解消されるに至っているとは言えない。先程GDPや鉱工業生産のレベル感を申し上げたが、どちらかと言えば水面下で海底山脈を上がっているような状況である。GDPギャップを見ると足許が少なくとって3%ないし4%で、経済企画庁のミニ白書で使われたモデルを使ってみると7%~9%、最近の日経センターの半期予測を見ても97末から潜在成長率が1.5%で推移したと仮定しても依然3%程度の乖離が生じているので、さらなる金融緩和を行なうのが妥当だと思う。それから第二に私が提案している金融政策のフレームワークではマクロモデルを使ってきた訳だが、インフレの伸び率は上下に取ると上が2%下が0.5%としているが、まあ大体1%、それから潜在成長率は2%と見ていて、名目成長率のターゲットはそれを足した3%である。それでベロシティを、名目GDPをマネタリーベースで割った4年間の移動平均で算出している。それを使って調整速度が1とすると必要なマネタリーベースの増加率は今年の第2四半期で適正インフレ率1プラスの潜在成長率2マイナスのベロシティであるからプラスになって3+7.4である。それから名目GDPのターゲットが3、名目GDPの成長率は前期をとり1.1であるから3+7.4+3+1.1となつて、14.5という数字が出てくる。それを丸めて15%にした訳である。このようにして適正インフレ率、潜在成長率、名目GDP成長率、同ターゲットを入れて計算すると必要なマネタリーベースの伸び率はこのようになる訳であるが、このようなルールを使って金融政策の一つのフレームワークを示せば、外部に対して対話がやり易くなる面もあるのではないかと考えている。

それから第3の理由は、消費者物価指数除く生鮮が、最近の例だけみても2月-0.1%、3月-0.3%、4月-0.4%とマイナス幅が拡大しているし、

東京でも 5 月までは $-0.4\sim-0.5\%$ と昨年に比べてややマイナス幅が大きくなっていることである。さらに GDP デフレーターも -0.6 、 -0.8 、 -1.4 、 -1.7% と一貫してマイナス幅を拡大している。従って金融緩和をさらに図るべきであると考ええる。

それからもう一つ二つ申し上げたいのは、経済は景気循環の上昇局面にあるが、回復力は依然として必ずしも十分ではないことである。特に秋口に財政が減少すると景気は失速する可能性が非常に高い訳である。経済対策の効果が残っているうちに、これにシンクロナイズさせる形で量的緩和に踏み切り、わが国の潜在成長率とみられる $1.5\sim 2\%$ 程度まで景気を早く加速し、持続させたいということである。

最後の理由は、将来時点での CPI の目標を明示的に提示することにより、物価だけでなくその背後にある GDP 成長率、経済のパス等がどうなるかについて常に予測し公表して金融政策を運営することが望ましい訳であり、今まで以上にフォワード・ルッキングでプリエンティブな金融政策をとるべきだと思っている。以上である。

速水議長

それでは何かご質問ございましたらどうぞ。

山口副総裁

質問ではないが、今の中原さんの提案理由を伺って一つだけ技術的なコメントを申し上げる。それはマネタリーベースで測ったベロシティであるが、最近の 4 年間は申し上げるまでもなく金融システム不安と Y2K 要因によってマネタリーベースが異常に伸びた時期であるから、ここを取るとベロシティの低下幅が非常に大きく出てくると思う。それがマネタリーベースのターゲットの値にかなり影響しているのではないかと感じた。

中原委員

細かい計算は全部してあるので申し上げますと、97 年位は細かい話であ

るが-4.0位であった。段々上がってきて-7.4になっている。そういう格好になっている。

山口副総裁

3%位のギャップはある訳ですね。以上で私は結構である。

速水議長

宜しいですか。

篠塚委員

今中原さんが言われた最後の目標CPIというのは、見通しなのか目標なのかどちらか。

中原委員

目標である。物価安定目標である。

速水議長

他にありますか。それでは採決に移りたいと思う。篠塚委員案、中原委員案、議長案の順で一つずつ採決する。ご異議ございませんか。

[全委員が賛意を表明]

それではお願いします。

[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 である。

速水議長

それでは中原委員案をお願いします。

[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

中原委員案の採決結果を報告します。賛成 1、反対 8 である。

速水議長

それでは議長案をお願いします。

[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

議長案の採決結果を報告します。賛成 7、反対 2、賛成多数であった。なお、反対の委員は、篠塚委員、中原委員である。

速水議長

それでは賛成多数で可決された。篠塚委員、中原委員は反対理由をもし明確にされたいということであればどうぞ。

篠塚委員

日本経済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入るような状態に戻るリスクは大幅に後退していると思っているからである。すなわちデフレ懸念の払拭が展望できるような情勢に至っていると判断している。そうは言ってもゼロ金利の解除は 10 年に亘り続いた金融緩和政策の終焉ではなく、依然として超緩和政策の範囲内にあると思っている。以上である。

速水議長

中原委員どうぞ。

中原委員

現在のゼロ金利政策は非常に抽象的な言い回しが多い訳であり、「デフレ懸念の払拭まで」とかその他色々言われるが、解除についても抽象的な言葉で語られている。やはり明確な数字、数値基準、あるいはフレームワーク、ルールといったものが欠けていると思う。従って市場との対話を行ない難い政策である。非連続で、微妙なメッセージを送りにくい弊害があると思う訳である。

それから第二の理由はかなりのデフレギャップが依然として存在している中で先行き財政の効果が剥落すればダウンサイド・リスクが当然つき

まとう一方インフレリスクはない状態である。ゼロ金利政策の継続だけではマネタリーベースあるいはM2+CDが鈍化してきて、これが株価、為替等に悪影響を与える可能性がある訳であり、現在のパッシブなスタンスの金融政策運営をより積極的なものへ切り替えるべきであると思っている。

速水議長

それでは採決終了しましたので、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。増淵理事と山下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、宜しくお願いする。

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

V. 平成12年7月～12月の金融政策決定会合開催予定日の決定

速水議長

最後に先行き6か月の日程のご承認を頂きたいと思う。7月～12月までの半年間について決定会合開催予定日の承認をお手許の資料でご覧頂いて、これで宜しいかどうか、採決したいと思う。

[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。

[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

VI. 閉会

速水議長

それでは、本日の議事は全てこれで終了した。次回の金融政策決定会合は7月17日月曜日を予定している。

(午後0時56分閉会)

以 上