

# 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2000年7月17日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席者：議長 速水 優（日本銀行総裁）

藤原作弥（日本銀行副総裁）

山口 泰（日本銀行副総裁）

武富 将（審議委員）

三木利夫（審議委員）

中原伸之（審議委員）

篠塚英子（審議委員）

植田和男（審議委員）

田谷禎三（審議委員）

政府からの出席者：

大蔵省 村田吉隆 総括政務次官（9:00～16:01）

経済企画庁 河出英治 調整局長（9:00～16:01）

（執行部からの報告者）

理事

増渕 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

ただ今から金融政策決定会合を開催致します。

(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からの報告を受ける。その後、金融経済情勢に関する委員方のご討議をお願いする。それから当面の金融政策運営方針に関するご討議をお願いする。もしあれば政府からのご出席の方々からご発言をここで頂き、採決に入る。最後に金融経済月報の基本的見解の取り纏めという順で進めて参りたいと思う。本日の政府からのご出席は大蔵省から村田総括政務次官、経済企画庁から河出調整局長である。予めお断りしておくが、会合の中で出されたご意見、ご発言等は全て記録することを前提としているので、委員および政府からのご出席者はこのことを前提に発言するようにお願いする。

## II. 議事要旨(6/12日開催分)の承認

速水議長

それでは最初に前々回6月12日会合の議事要旨をご承認頂きたいと思う。お手許の議事要旨に異議はありますか。

[全委員が賛意を表明]

それでは、政策委員会としてこれを承認することにする。なお本議事要旨は7月21日金曜日の午後2時に公表することとする。それでは採決をお願いする。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

### 議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

中原委員

篠塚委員

植田委員

田谷委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

### Ⅲ. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告

速水議長

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します。

#### 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

今朝ほどお配りしたアップデート資料を基に説明する。前回会合以降、短期金融市場ではゼロ金利解除観測が強まる中でタームレートが一段と上昇をみたが、オーバーナイト取引では先週後半の一時期を除いてその影響は全く窺われなかった。このため金融調節面では資金需要の膨らんだ月末月初、並びに積み最終日となった先週末を除いて概ね5兆円前後の当座預金を供給するオペレーションを続けてきた。その結果、無担コール加重

平均レートは 0.02% から 0.03% の水準で安定した推移を辿った。この間の調節面において注目される動きについて若干説明すると、市場には本日の会合でのゼロ金利解除決定を想定しゼロ金利のうちに少しでも多くの準備預金を積んでおこうとする思惑があり、準備預金の新積み期初日の 16 日が日曜日で 14 日の残高がそのまま 16 日の積み実績となることから 14 日の積み需要が膨らみオーバーナイト・レートがかなり上昇するという見方が喧伝された。実際 13 日には朝方から T/N レートが 0.05% 以上に上昇して、生保が普通預金から資金を引き出す動きを示すなど、14 日スタートのレートが大幅に上昇する気配をみせた。このため 10 時 10 分の先日付けオペで短国買現先 5,000 億円を実施するなど 14 日に向けて大量の資金供給を行なう調節姿勢を明確に示した。14 日当日は朝方の定例オペ実施前にはオファーが 0.05%、ビットが 0.02% でにらみ合う展開となり放置すればレートが大きく上昇する地合いとなったため、9 時 20 分の定例オペで前日比 1 兆 8,000 億円増となる豊富な資金供給を行なったところ、0.02% のレベルで大量の出合いが成立し、加重平均レートでは 0.03% で着地した。従来の上昇時であると、例えば 89 年 5 月の利上げ時の積み進捗率の推移のように、利上げ期待が高まるに伴い早めに積みを進めるインセンティブが働くのが一般的である。しかし今回の場合はそうした動きは実際にはほとんどみられずに終わった。それは第一に利上げが予想される 17 日が次の積み期間に入るためである。89 年 5 月当時は今と異なりいつ利上げの決定があるか分からないため早めに積むのが得と考えられていた。第二に生保等の機関投資家がオーバーナイト・レートの上昇気配を眺めて普通預金から資金を引き出す動きを示したことから、都銀等では 14 日の資金繰り自体について不安を高めたこともあって、僅かな準備預金コスト節約のために無理なポジションを作るような先が皆無であったことがある。本日は営業日ベースで 7 月積み期の初日になるため、理屈のうえではオーバーナイト・レートに上昇圧力がかかることが予想される。実際には 0.02% で出合いがついているようであるが、仮に上昇圧力がかかるようなら、資金供給を弾力的に行なうことにより極力混乱の回避を図って

いきたいと考えている。

次に前回会合以降の2週間における金融為替市場の動きをみると、7月12日までは本日の政策決定会合でのゼロ金利政策解除を織り込む動きが各市場で進んでいたが、12日夕刻に公表されたそごうの民事再生法適用申請を受けて市場の雰囲気は一変し、先週末の段階では17日の政策決定会合でゼロ金利政策が解除される確率はそれまでの7~8割から5割程度に低下したといった見方が多くなったように窺われる。まず、短期のターム物レートの動きについて、短国レートの推移でみると6月下旬以来ゼロ金利政策解除の可能性を織り込む動きが強まり、特に7月10日のバーゼルでの総裁発言報道の後には本日の会合における0.25%の利上げ決定をほぼフルに織り込む展開となった。例えば短国の3か月物の落札結果から試算される7月17日以前と後の金利格差をプロットしたものをみると、12日の入札では7月17日での0.25%の利上げをフルに織り込む結果となっている。もっともそごうの再生法申請後はレートはかなり低下をみている。例えばユーロ円出合いレート1W物は、12日の0.20%から14日は0.15%と、5bp低下したほか、1M物も同じく5bpの低下となっている。一方、6M物のユーロ円出合いレートは2bpの低下、短国の1Y物レートは1.5bpの低下と、長めのターム物レートの低下は小幅に止まっている。仮に今回決定が見送られても8月ないし9月会合でゼロ金利が解除される可能性が強いといった見方がこうしたレート形成に表われているように思える。

この間、新発10年債利回りは6月19日の1.610%から7月12日には1.775%へと16.5bp上昇したが、14日には1.700%と7.5bp低下するなど、基本的には短期金利と同様の動きを示している。この間のイールドカーブの変化を年初来ボトムである1月28日から6月19日までの変化と、6月19日以降7月12日までの変化、そごうショック以降の2日間の変化に分けて比較すると、6月19日までの局面では期間3年を中心とした中・短期はかなりゼロ金利政策の解除を織り込む動きを示した一方、10年以上の長期物と3か月物にはほとんど変化はみられず、特に20年以上の超長期債ではレートが20bp前後も低下する逆の動きとなっていた。これが6

月 19 日の山口副総裁発言を契機に 7 月会合でのゼロ金利政策解除の思惑が急速に高まったため各タームで 10~20bp の上昇となり、25bp の利上げをかなり織り込む展開となった。もっとも 13 日以降はそごうショックを受けて中短期ゾーンを中心に押並べて 4~8bp の低下を示している。このように金融政策運営を巡る思惑がここに来て振れている訳だが、市場関係者の間ではいずれにせよ 10 年債のレートは当面 1.6% から 1.9% のレンジ内の動きにとどまるといった見方がコンセンサスになっているように窺われる。実際、先物建玉残高は 9 兆円を割り込み、前年比では 6 割強程度の水準まで低下している。これは長期債相場の安定推移予想からヘッジニーズが低下していることによる面も大きいと言われている。ボラティリティー・スプレッドの動きをみても、5 月央以降プット・オーバー幅がかなり縮小し先行きの長期金利上昇リスクへの警戒感が緩んできていることが分かる。このようにマーケットの地合いが落ち着いた状況にあるので、本日の決定内容如何にかかわらず長期金利への影響は総じて軽微なものにとどまるものと予想されている。ただ先行きのリスクとしては、今回のフィッチ I B C A による日本国債の格下げはわが国市場では全くといっていいほど材料にはされていないが、下の図の日本国債の対世銀債スプレッドが 3 月以降じりじりと上昇し、このところ 15bp 前後まで拡大している。また、そごうショックを受けて業況不芳先の信用リスクに対する認識が変化する可能性があって例えば 13 日のトリプル B 格の対国債スプレッドは 0.538% と 11 日対比 1bp の上昇となっている。このように長期金利の安定推移の背後に潜在するソブリンリスクやクレジットリスクが今後どのように変化していくかは大きな注目点と思う。

次に 6 月下旬以降の株価は、ゼロ金利解除思惑の高まりに伴う長短金利の上昇という悪材料があったが、それにもかかわらず米国株価が堅調に推移したこと等に支えられて 1 万 7,500 円を挟む強含み圏内での推移を辿っている。しかしながら 13 日にはそごうショックを受けて 300 円方の急落となり、1 万 7,000 円ぎりぎりまで水準を切り下げている。業種別にみると、内需関連と輸出関連株が相対的に堅調に推移している一方、金融関連

株が低迷していることが目につく。前者はわが国経済の緩やかな回復、米国経済のソフトランディングシナリオの蓋然性の強まりや円相場の軟化を、後者は不良債権処理の長期化懸念やゼロ金利政策解除の可能性の強まり等をそれぞれに織り込んだものと思われる。なお13日にはそごうの再生法申請に伴って銀行、建設、小売関連を中心に全面安となったが、13日から14日の2日間のTOPIXの下落1.53%ポイントに対する銀行等そごうショック関連5業種の寄与度は3割程度となっている。この間、5月以降大幅化していた外人の売りがここにきて一服の様相を呈していることがもう一つの特徴点である。外人はNASDAQの急落と共に大幅な日本株売りに転じていた訳であるが、これが一服している。今回のそごうの処理について外人は構造改革の進展に繋がる動きであり、中長期的には日本株買いの材料と受け止めているが、取り敢えずはその景気や金融システム問題に対する影響を見極める姿勢にある。なお株式市場ではそごうショック後、「今回は、ゼロ金利解除の決定が見送られるのではないか」といった一種の期待感が強まっていることから、仮に本日解除の決定が行なわれた場合には株価をやや押し下げる方向に作用する可能性が強いものと思われる。しかしながら、わが国の景気の緩やかな回復や米国株価の持ち直しを眺めて株価の先行きには比較的楽観的な見方をする動きが増えてきている状況にあるため、その影響は一時的なものにとどまる公算が大きいように窺われる。

最後に円の対ドル相場の動向をみると、国内の金融資本市場がゼロ金利解除を織り込む動きを示す中で6月28日の105円台から最近では108円前後の水準へむしろ円安化している。これは米国株価が4~6月期の企業収益の予想を上回る好調などを背景にやや持ち直している一方、円サイドではフィッチIBCAによる格下げや、そごうショックなどの悪材料が続いたことが響いている。また海外勢ではこの段階でのゼロ金利の解除は日本経済の回復にマイナスの影響があるといった見方からゼロ金利解除はどちらかと言えば円安要因と考えている向きが多い点も影響しているように思われる。過去の政策決定会合開催日で決定内容公表直後の円相場に

大きな動きのあった日の一日の相場変動を、ケースA「サプライズで政策変更が行なわれた98年9月9日の利下げ」、ケースB「概ね市場予想どおりに政策変更が行なわれた昨年2月12日のゼロ金利政策決定」、ケースC「政策維持がサプライズであった昨年9月21日の例」に分けて振り返ってみたい。市場予想どおりのケースでは、決定発表直後、この場合は金利引き下げたので内外金利差拡大ということで円安方向に1円程度振れたものの、直ぐに元の水準に戻っている。一方、サプライズのケースでは、いずれも5円あるいは3円50銭の円安あるいは円高に大きく振れてその後も修正された相場水準がそのまま残る結果となっている。今回の場合、7月13日までのところゼロ金利政策の解除はかなり織り込まれている一方そごうショック以降は先送りの可能性もかなり意識されてきているので、どちらの決定となるにせよ、概ね市場予想どおりであったケースに近い動きになるのではないかと予想される。またオプション取引におけるボラティリティーが比較的低下水準にあることも勘案すると、為替市場が本日の決定に対して大きく反応する可能性は高くないものと思われる。

以上、簡単に要約すると金融為替市場ではそれぞれにゼロ金利政策の解除がかなり織り込まれてきているが、そごうの再生法申請以降は決定先送りの可能性が相当に意識された相場展開となっているので、本日の会合でいずれの決定が行なわれた場合にも極く短期的に振れることはあってもマーケットに大きな影響を与えるリスクは小さいものと見られる。

速水議長

ご質問をどうぞ。

中原委員

従来の利上げ時における積み行動についてもう一度教えてもらいたい。

山下金融市場局長

本日の会合で金利の引き上げがあるのではないかとという観測が先週末



から強まった。利上げがあるとすると準備預金をゼロ金利のうちに積んでおいた方が得である。従って、7月積み期の初日となる16日日曜日の積み水準を上げるため、14日金曜日に準備預金を積み上げる動きが出るとの見方が強まり、そのために金利が上がるのではないかという連想がマーケットに働いて、例えば13日にT/Nの金利が上がった。89年の前回利上げ時はバブルの最終局面で89年5月31日に2.5%から3.25%に金利が引き上げられた訳であるが、金融機関は5月積み期の初日である5月16日から積み金を金利の安いうちに前倒しで進めて準備預金コストを削減しようとする動きを示した訳である。今回はほとんどそうした動きは見られなかった。その背景として先程申し上げたのは、元々以前はいつ金利が上がるか分からないから、とにかくなるべく早めに積んでおこうということになった。今回の場合は会合開催日が予め公表されているので、積み期が新しく変わる前に積んでも意味がない訳である。また仮に、12、13日辺りに積み金を抑えて14日に沢山積む行動をとろうとしても、生保など出し手が金利上昇期待から普通預金からコール市場に資金をシフトさせようとするのが予想され、巧く資金が取れるかどうか分からない不安がある。そこで僅かの収益を上げるために無理な資金繰りをするまでもないという判断になったようだ。そういうことで、今回はかつての引き締め局面のように利上げを見越して準備預金の積み金を操作する動きは見られていないと申し上げた。

中原委員

生保は実際に引き出したのか。

山下金融市場局長

金利の上昇見通しの下で、生保の一部が14日に普通預金を実際に引き出している。

中原委員

それから、短国買現先の5,000億円というのはいつか。

山下金融市場局長

13日に14日スタートで短国買現先5,000億円のオファーを行なった。

中原委員

14日スタートか。

山下金融市場局長

13日の朝方T/Nで0.05%レベルでの取引があった。そのまま放置すると14日に金利が跳ね上がる雰囲気となった。そこで13日の9時20分の時点で当日は余剰であったので3,000億円の売出手形で資金を吸収した訳であるが、その落ちを翌日の14日に設定した。いわゆるオーバーナイト売出手形の形でその日は吸収して14日に資金を供給することとした。それから先程ご説明した短国買現先で5,000億円を供給することとした。これにより13日のうちに14日に8,000億円の供給を行なうオペレーションを実施した。これでマーケットの雰囲気が大分変わったと思う。なお、このオーバーナイト期日の売出手形の実施は、2月下旬以来久方振りである。

三木委員

長期金利が安定していることとソブリンリスクの関係をどう考えているか。

山下金融市場局長

基本的に日本の国債市場では外人のウェイトが引き続き大変低い。国内勢はソブリンリスクに対して鈍感で、ムーディーズが日本国債の格付けをトリプルAから引き下げると言い出した時には若干響いたが、その後は基

本的には余り影響がないという感じできている。ただこの4、5月辺りには、グローバルインデックスにおける日本国債の組入れ比率引き上げの影響等から外人が大分買ってきている。方向としては外人のウェイトが増えてくると思うので、今後ソブリンリスクの変化がマーケット動向に及ぼす影響は、潜在的には増大の方向にあると思う。ただ、例えばヘッジファンドは日本の国債を売ってかなり損をしてきたため、今直ぐ動くという感じはない。しかし、マクロでヘッジファンドを行なっている人達は、いつかは日本国債の売り時期が必ず来ると虎視眈々と見ており、それが大幅格下げなどソブリンリスクの悪化が意識される時などに、大きな売り圧力として出てくるのがどこかであり得ることは想定しておかなくてはならない。そういう意味で、今直ちに問題になる訳ではないが、例えば世銀債とのスプレッドの拡大などは海外の人達が日本国債のソブリンリスクをどうみているかを反映したもののなので、その辺をきちっとみておかないといけないと考えている。

#### 中原委員

そごうショックに関するトリプルBの説明は何であったか。

#### 山下金融市場局長

この1年色々倒産があった訳だが、特にそごうの破綻を契機にゼネコンを始めとしたいわゆる業況不芳先でメインバンクによって支えられているところが、これからは今までどおりにはいかず、潰れるかもしれないとの不安感が強まっているように思う。それがどういう形で表われるかは、一つは株価であるし、もう一つはそういった企業が発行している社債の価格に影響してくる。実際13、14日とゼネコン関連の社債は売られている。そういうことになってくると、今まではゼロ金利の下で長期金利が下がり、社債のクレジット・スプレッドも随分縮んできた訳であるが、大きな転機を迎える可能性がある。つまりゼロ金利の下でやや忘れられがちであったデフォルトリスクが改めて意識され、クレジットリスクをそこまでは取れ

ないとなってくる可能性がある一方で、長期金利は安定していても社債、特に信用度の低い企業の調達金利が上がってくる可能性があるとして申し上げた。

中原委員

分かった。

速水議長

他にないか。それでは次に平野国際局長から海外経済情勢について願います。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

平野国際局長

それでは海外経済や金利の動向についてご説明したい。まず図表 1-1 米国の主要経済指標の中で 6 月末から足許にかけて判明した指標をみると実体経済面では引き続き景気のスローダウンを示唆するものが多い。5 月の実質消費が 3、4、5 月と 3 か月連続で小幅の伸びに止まっている。NAPM 全米購買者協会指数も生産や受注指数を中心に 4 か月連続の低下を示している。それから鉱工業生産は 14 日に 6 月分が公表になり、前月比 0.2% の伸びと前月に比べ伸び率が低下している。雇用統計は、全般にビナインな展開である。それから PPI 生産者物価指数も 14 日に 6 月の PPI が公表になっているが、コア指数で見ると前月比 -0.1% であり、落ち着いている。全般に景気減速の兆候を示す指標が多い。図表 4 米国の金利は、今申し上げた状況の下で、市場のインフレ期待が一段と後退して、国債、スワップ、社債金利共々緩やかに低下している。FF 先物金利も低下しており、次回 8 月 22 日の FOMC における利上げ観測も一段と後退している。図表 6 株価では、さらなる利上げ観測の後退を好感したこともあり、一言で申し上げると総じて緩やかに上昇という展開であった。FRB は 6 月 27、28 日の FOMC では金利を据え置いている。FRB は総需

要の拡大ペースは潜在成長力に向かって鈍化しつつある可能性を指摘しながらも、こうした景気減速の持続性についてはなお見極めを要するとのスタンスを維持しており、インフレに対する警戒感は取れていない。

続いてユーロエリア経済について報告する。ユーロエリア経済は、輸出が好調に推移していることに加えて、個人消費や設備投資など内需も拡大を続けている。第1四半期のGDPの前期比年率は、3.0%から3.8%に上方修正されており、その中で個人消費もプラス寄与になった模様である。製造業コンフィデンスが既往ピークを更新中であるほか、消費者コンフィデンスについてもそのレベルは非常に高いところにあるなどコンフィデンス指標も好調に推移している。生産も一言で言えば増加基調である。失業率は、92年以来の低水準で推移している。物価面ではコアは落ちているが、ヘッドラインが2%近傍にある状況は変わっていない。ECBの政策をみると、7月6日の定例理事会では政策金利の据え置きを決定している。その際の記者会見でECBのドイセンベルク総裁は、今後数か月間を展望すると、輸入物価上昇がラグをもって消費者物価に影響を及ぼすのではないかと指摘しており、ECBは景気が順調に拡大しているが、その下で原油高、あるいはユーロ安が生じていることもあり、インフレ・リスクを視野に入れた政策運営を行なっている。

続いて東アジア諸国の主要経済指標をみると、NIEs、ASEANの成長率は米国や日本への情報関連財の輸出好調持続、既往の景気浮揚策の効果浸透から、個人消費に加えて、設備投資にも持ち直しの動きが続いている。この間韓国では中央銀行が本年のGDP成長率見通しを昨年末の7.2%から今回8.9%に上方改訂した。図表9で最後に東アジアの金融情勢について一点報告しておきたい。インドネシア、フィリピン、タイは経済は回復過程にあるが、政情不安、あるいは不良資産処理の遅れといった構造改革の遅れに対する懸念から、エマージング諸国通貨の中にあつて、この3国の通貨の軟化が目立っている。インドネシア国債、フィリピン共和国債、タイ国債の米国国債に対するスプレッドも拡大が続いている。通貨の軟化、対米国債スプレッドの拡大は特にインドネシアにつ

いて目立っている。因みにインドネシア・ルピアは現在9,500ルピア前後で推移している。これは16か月振りの安値であり、5月初めのレベルに比べて1割方軟化している。米国金利先高観の後退もあり、国際金融環境に関する懸念は、全般に一頃に比べれば和らいでいる。全体としてはそういうことが言えると思う。しかし、特にインドネシアについてはワヒド政権に対する信認が揺らぎつつある中で、今後IMF融資が再度延期される可能性、あるいは政権の成果を問う8月の国民評議会の帰趨を含めて今後の情勢をよくみていく必要があるかと考えている。ただ、インドネシアにおいても2年前の通貨危機時に比べて経済情勢は好転しているし、経常収支の黒字基調が維持され、外貨準備も2百数十億ドルにまで回復していることから、直ちに危機的な状況になる可能性は低いと思われるが、政治情勢が相当混乱をしていることから、楽観することなく情勢を見極めたいと考えている。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

中原委員

韓国は生産指数などをみると、減速感があるが、上方修正したのはどういふことか。

平野国際局長

昨年の成長率が非常に高いところにあり、経済成長の発射台が相当高いので、風速的にみればやや減速ということであるが、昨年末の見通しに比べると、個人消費も強いし、輸出も情報関連財の好調につれて当時の予想よりは高いことから、今回上方修正をしたということである。

中原委員

それはまさにそうであるが、経済の活動が回復している一方で、依然と

して構造改革が頭打ちとなっていることの矛盾はどうか。

平野国際局長

NIEsでは内需にも加速感が出てきており、経済の堅調さが目立ってきているが、政情不安を抱えたインドネシア、タイ、フィリピンのASEAN3か国については、経済成長率そのものは数パーセントいくであろうとみられるものの、構造改革の進展には疑念が出てきている。インドネシアにおいてはその点が相当顕著になりつつある。直ちに経済のアウトルックをネガティブにする必要はないと思うが、この先ワヒド政権に動揺があると、当然経済の構造改革もなかなか進み難いので、コンフィデンスが低下し、いずれは経済成長にもマイナスに響いてくることが予想される。ただ今回インドネシアに何か起こったとしても、前回の通貨危機のように他国に直ちに波及するリスクは小さく、一応インドネシアの単独の問題として収まるとみてよいのではないかと思う。

三木委員

政治情勢不安という意味では、インドネシア、フィリピン辺りか。

平野国際局長

タイもそうである。

三木委員

タイも金融システム不安というか、不良債権を抱えたままになっているという意味で問題を残しているという理解か。

平野国際局長

不良債権が一番大きいのはインドネシアである。その次にタイである。

三木委員

それは気を付けた方がいい。

平野国際局長

不良債権問題はインドネシアが典型であるが、塩漬状態になっている訳である。一方で、ワヒド政権に対するある種の信頼は維持されていることもあり、消費が結構活発に行なわれている。また、インドネシアは輸出依存度は低いですが、それでも輸出が出ているし、原油価格の上昇によって潤っている。この辺が回っているので、一応経済成長率の数字としては3%前後位いくのではないかとみられている。ただ、経済のメカニズムが本格的に回っているという感じはしない。やはり不良債権の問題、あるいは構造改革に多少なりとも前に進む感じが出てこない、成長の持続性には不安が残ると思う。

篠塚委員

アメリカのPPIの6月が出たということであったが、先程-0.1%と言ったのは…。

平野国際局長

前月比である。

篠塚委員

前年比ではなく、前月比か。

平野国際局長

前年比の数字は、1.4%である。

中原委員

18日に公表されることであるが平野国際局長のCPIの見通しはどう



なっているのか。

#### 平野国際局長

ヘッドラインは結構高いのではないかと思う。C P Iのコアは基本的に総需要が若干減速したとはいえ、相当高いところを走っているし、労働市場が逼迫している状況が大きく改善された訳ではないので、基本的にはじりじり上がっていく可能性はあるかなとみている。

#### 速水議長

私は先週ちょうどEMEA Pでソウルに行っていたが、経済は順調に伸びているが、構造改革を巡ってゼネストのような状況であった。彼らは経済が伸びているのは輸出が良いからで、輸出が良い背景には日本の円が強いことがあり、これは大変有り難いと、これは韓国だけではなく他のアジアの国もそう言っている。それだけ付け加えておく。

#### 平野国際局長

11日の金融ストライキは一応その日のうちに終息した。一応政府も妥協案を出している訳であるが、基本的に持ち株会社の導入、それから金融セクターのコンソリデーションをコアとする構造改革を推進するという旗は降ろさずに、どちらかというとな組が降りる格好で終息をしたということである。

#### 速水議長

それでは次に、村山調査統計局長から国内経済情勢について願います。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

#### 村山調査統計局長

今月の現状評価のポイントは、6月の短観の結果を受けて、どの程度評価を進めるのかではないかと考えている。まず現状認識であるが、純輸出

については緩やかな増加傾向である。公共投資も増加している。設備投資が増加を続けている。個人消費については一部の指標にやや明るさが窺われるが、全体としてはなお回復感に乏しい状態が続いている。住宅投資については横這い圏内で推移している。この点、住宅投資は、先月までは緩やかに減少と言っていたので、現状認識を改めている。こういった状況の下で生産は増加している。企業の収益、業況感も改善を続けている。特に製造業については、情報・通信関連分野を中心に内外需要の増加が設備投資を誘発する構図が中小企業にも広がっており、いわば前向きの循環メカニズムが強く働いている。この点につき、先月に比べて少し認識を新たにしている。家計の所得環境については、引き続き厳しい状況にはあるが、所定外給与、あるいは新規求人数が増加しており、いわば企業活動の回復の好影響が家計部門にも一部及びつつある。こういった下で、雇用者数・賃金の減少傾向には歯止めが掛かりつつある訳である。以上を受けて総括判断としては、わが国の景気は企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復しているとした。回復という言葉を使うのは97年11月以来である。前回の局面では96年2月から緩やかな回復局面が続いており、97年11月までそういった言葉を使っていた。今回このように私共の景気の総括判断を前進させた背景は、6月の短観において製造業を中心に輸出、生産、収益、設備投資の間で好循環が生じていること、また中小企業の設備投資上方修正の動きが続いていること、この二点が確認されたためである。また、住宅投資については、住宅金融公庫の利用状況を基にこれまでは緩やかに減少していると判断してきたが、年明け以降、公庫資金を利用しない持家新築が増加しており、今回判断を上方修正した。なお、先程申し上げたように乗用車販売が増加するなど、一部に個人消費に明るさがみられるが、個人消費全体が上向き始めたかどうかを確認するにはまだ材料不足であり、個人消費の判断については変更を今回は見送っている。

物価面については大きな変更がない。国内卸売物価は横這い、消費者物価は輸入品等の値下がりから、総じて幾分弱含みの推移である。また、企

業向けサービス価格は通信料金の引き下げ等から下落幅が一時的に拡大している状況である。先行きについては、公共投資が今後減少に転じていくとみられる下で、他の需要がそれを克服していくかどうかにあると思うが、以下申し上げる点を踏まえると、緩やかな景気回復が持続する可能性が高いと考えている。第一点は輸出の好調が続くことである。設備投資についても、情報関連が引き続き増加傾向であるし、中小企業も、過去の経験則からみて今年度の設備投資計画を上方修正すると考えられる。また個人消費については、消費者コンフィデンスの状況から判断すると、先行き雇用者所得の増加が明確になった段階で、緩やかな増加に転じていくことが展望できる状況にある。ただ、所得面については、当面賞与の増加に大きな期待が持てない。ただ、生産活動に見合う形で、今後所定内あるいは所定外給与を中心に極めて緩やかに増加していく蓋然性が高いと判断している。第四点目は在庫についてである。公共投資関連財については、メーカーが慎重な生産スタンスを維持しており、公共投資の減少が大幅な在庫調整の引き金となる可能性は低いと考えている。また、情報関連分野では、現在わが国のみならず、海外でも活発な設備増強が行なわれている。万一供給能力が需要の伸びを上回ると、価格が急落する事態になる訳である。こういった事態になると、景気にもかなりのダメージが生じ得る点には注意が必要である。現在特に逼迫しているのは携帯電話関係の部品で、具体的にはフラッシュメモリ、小型の液晶パネル、液晶ドライバといったものが特に品不足である。このうち特にフラッシュメモリについては、日米、韓、台湾等が相当大規模な設備投資に踏み切っている。業界では仮に2001年度中に需給失調があるとすれば、まずフラッシュメモリからではないかと言っている。ただ全体としてみると、現在の需要の強さからみて、当面こうした需給失調に陥るリスクは小さいと考えている。もう一点留意事項を申し上げますと、そごうの倒産を巡る問題である。現時点での情報収集によると、そごうの倒産が失業あるいは連鎖倒産の形で大きな問題を生じることはないように思われる。何か先行き懸念すべき点があるとすれば、こういったことを契機にして予想外に消費者心理が冷え込む、企業マイン

ドも下振れするといったことではないかと考えている。現在のところ確たる情報がある訳ではないが、今後ともこういったポイントについては引き続きフォローしたいと考えている。

次に、物価の先行きでは、国内の需給バランスは改善傾向が今後も継続すると予想される。こうした展望の下で、経済全体として需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退していると判断している。ただその他の要因に注目すると、技術進歩が一定の幅で物価に対してマイナスの影響を与えるし、流通の合理化や規制緩和の影響も物価の低下方向に働くと思われる。こうした状況の下で考えると、各種の物価指数は全体として横這いしないしやや弱含みで推移すると予想される。

各論に入る前に、図表1で景気の回復テンポを過去の景気回復局面と比較してみたい。業況判断はこれまでの景気回復局面と比べて遜色のない出足となっている。株価については出足は良かったが、足許やや調整という感じである。生産については遜色のない出足が続いている。設備投資についてはむしろ強めである。一方、消費水準指数については一進一退であり、回復感に乏しい状況であるし、所得についても漸く下げ止まった段階である。従って、消費あるいは雇用者所得については生産等に比べて相当出遅れている。過去の景気回復局面においても、生産等に比べてこうした消費あるいは雇用者所得が出遅れるのは通常の姿ではあるが、今回はそういった傾向がとりわけ顕著である。

以下需要項目についてみていくと、輸出については先月二回目の決定会合以降、新たな数字は出ていない。図表11で短観における企業収益について確認すると、経常利益率は2000年度は回復傾向にある。特に大企業の製造業は下期には4.95%と経常利益率でみてかなり高い水準にまで持ち上がる予想になっている。また、3月の短観に比べても2000年度は上方に修正されている。ただ、中小企業の非製造業をみると、他のセクターに比べ上昇がマイルドなものにとどまっている。以上のような企業収益の回復を背景として設備投資計画もかなり強めとなっている。図表16の6月短観の設備投資計画をみると、大企業の製造業では2000年度前年比

+11%、非製造業でも+0.7%と大企業については既に前年比はプラスになっている。中小企業は現時点では例年どおり前年比マイナスであるが、今後上方修正が見込まれる。なお、非製造業は、3月時点の見通しに比べて6月時点の2000年度見通しが下振れした形になっているが、これは99年度の実績が上振れたためであり、2000年度の見通しの水準自体は3月に比べて7.7%の上方修正となっているので、中小の非製造業も含めて設備投資はかなり強めになっていると判断している。以上を踏まえて図表14の足許の設備投資関連指標の動きであるが、一般資本財出荷に注目すると、5月の確報が出て、4~5月は-4.1%になっている。従って、4~5月で比べると、前期比マイナスとはなっているが、1~3月は、7.5%と相当大的な伸びを記録しており、1~3月にみられた大型案件の反動が4~5月に出たのではないかと考えている。また機械受注も4~5月は-2.4%となっている。このうち製造業は引き続き大幅な増加であるが、非製造業は-10%とかなり大きなマイナスになっている。この要因の主たるものは、通信関係である。因みに機械受注-2.4%のうち、通信の寄与度は-3%であり、かなりの部分通信の落ち込みである。通信については、過去2四半期二桁の増加が続いており、この反動によるいわば振れの範囲と解釈している。建築着工床面積も4~5月-0.4%とほぼ横這いになっているが、基本的には非製造業で10~12月、1~3月とかなり大きな伸びの後、4~5月はほぼ横這いになったことが響いている。これは商業施設の反落が原因である。このように考えていくと、足許少し弱い数字もあるが、いずれも一時的にとどまる公算が大きいと判断している。

図表17の雇用関連は、まず有効求人倍率が0.56倍と表面上横這いであるが、新規求人が5月前年比+29.8%とかなり増えている。こういったことを勘案すると緩やかな上昇傾向にあると言えると思う。完全失業率は、4月4.84%の後5月4.56%とかなり低下している。ただこの中には統計の振れに基づくものもあると思われるので、恐らくピークは打ったと思うが、振れの可能性もあるので、様子を見ていく必要があると考えている。次に常用労働者数は4月に前月比-0.4%と建設を中心に落ちた後、5月

は少し戻している。いわば減少に歯止めが掛かりつつある状況ではないかと思う。所定内給与、所定外給与については緩やかに増加している。この結果、雇用者所得も前年比では+0.5%と前年を若干上回る水準である。このように雇用者・賃金の減少傾向に歯止めが掛かりつつあるが、労働需給のミスマッチが拡大しており、いわば求人は特定業種や若年層に集中している。また、短観の雇用過剰感も非製造業を中心に根強い。こういったことを勘案すると、雇用は増加に転じるとしても、急速な回復は望み難いと思っている。

次にボーナスの状況であるが、図表 21 の夏季賞与の中間ラップがある。前年比は総合で % となっており、6月21日時点と変わっていない。大企業の途中ラップは前年水準を幾分下回っている。ただ、この日経連の中間集計は注3.にあるように公表値は前年比-0.6%となっている。対象企業が前年と違っているのも、ヒアリングベースで同一企業ベースに計算し直したところ、 % と前回調査と変わっていなかった。なお、この調査には業績連動型賞与を採用している電機等の企業が対象外となっているので、そういったものを入れるとこれよりも高めに出るのではないかと思う。

図表 22 の個人消費の関連では一部に強めのものもあるが、一進一退で回復感に乏しい状態という判断を変える必要はないと考えている。強めの指標の第一は消費水準指数で、全世帯ベースで4~5月は+4.6%である。ただこのうち自動車の寄与が手許の計算では2%強ある。元々自動車の生の数字は前期比で20%増えているので、恐らくサンプルバイアスだと思う。そういった要因は割り引いて考える必要があると思うが、自動車自体も強めに出ていることは確かであり、自動車、乗用車の出荷額ベースをみると、4~5月の前期比は+1.1%である。業界では90年代半ばに売れたRVを中心に買い替え需要が出てきたのではないかとの声も聞かれるところである。また、家電販売も相変わらずパソコン、デジタル家電を中心に強めの数字が続いている。旅行取扱額も強めである。一方、弱い数字はデパート、チェーンストア、スーパーである。都内百貨店の6月の前年比

は-5.4%である。それから前月比が5月0.0%の後-3.8%ということで、6月は余り良くなかった。この結果、4~6月の前期比は-2.4%まで落ち込む。6月の状況としては、衣料品等を中心に良くなかったということで一部には気温が低めに推移したことが要因ではないかという声もあるが、私共は単価の下落等も響いているのではないかとみている。そごうの影響については6月段階の数字では大きな影響がないと考えている。元々都内百貨店は30店舗あるが、このうちそごうの2店舗の売上高シェアは1.5%であるので、影響が出たとしても大きくはないことと、そごうの問題が報じられたのは、6月30日の預保の債権放棄の頃以降であるので6月段階では余り大きな影響はなかったと考えている。次に図表25 消費者コンフィデンス指数では生活不安定指数の6月分が出ており、若干低下している。これはちょうど6月の調査時に株価が軟化したので、そういった影響が出ているのではないかと見られるところである。消費者コンフィデンスについては今後そごうの影響等も注視していきたいと考えている。

図表27の住宅着工では先月までの緩やかに減少との判断から、横這い圏内と今回認識を上方修正したが、公庫融資分が減少する中で、これを民間資金分が補う形でトータル横這い圏内というように私共の判断を改めた訳である。

図表28では生産の4~6月は5月の確報および6月の予測指数を基に計算すると1.5%に上方修正された。7~9月については、7月の予測指数を基に計算すると1.4%であり、私共のマイクロヒアリングの結果も大体同じような数字が出ているので、引き続き生産は拡大傾向にあると言えると思う。

図表31の物価関連指標では、国内卸売物価の方は前月比横這いで地合いは変わっていない。CSP Iは5月の3か月前比が-0.4%である。市外通話料金の値下げ、リース料金の長プラ等を反映した値下げが集中して少し大きめのマイナスになっているが、一時的なものと思っている。CPIについて5月の全国除く生鮮でみると前年比-0.2%である。少しマイナス幅が小さくなっているが、民間サービスの+0.2%が響いている。民間サービスがプラスになったのは宿泊費の値上がりが効いた形になって

いるが、たまたま5月の宿泊費の調査日がゴールデンウイークにかかった影響があるので一時的なものである。従って反落が6月には出る。また6月については東京CPIが出ているが、こちらの前年比は-0.9%とかなり落ち込んでいる。主因は民間サービスが-1.3%まで落ち込んだためである。この主因は家賃が前年比-2.6%になったことであり、これは恐らくサンプル要因ではないかとみている。次に図表35で、先行きの物価をみるうえでの需給ギャップについて確認させて頂く。ここでは色々な種類の需給ギャップを示しているが、短観の需給判断、稼働率などいずれにしても改善傾向にあると言えると思う。計測式を用いたGDPギャップの計測結果では非製造業の稼働率を勘案したGDPギャップが緩やかに縮小傾向にあると言えると思う。ただギャップ自体のレベルはまだ大きいと言える訳である。次に製品需給の点からみると在庫あるいは需給判断とも短観の結果は引き続き好転傾向にある。国内需給バランスの緩やかな改善に加え、為替面からの押し下げ圧力も薄れていくことを勘案すると、CPIは横這い圏内に戻っていく可能性が高いと考えている。ただ、足許でも見られるように、小売等の流通合理化の動きや内外価格差の是正の動きが今進行中であり、全体として弱含みで推移する可能性もあることには留意する必要があると考えている。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

中原委員

生産のところで1.5と言っていたのは、4~6月のことか。

村山調査統計局長

5月の確報および6月の予測指数を基に計算した4~6月の数字である。1.4が1.5に上方修正された。先程、「回復」という表現はいつ以来かについて、97年11月以来と申し上げたが、より厳密に言うと97年10月と11月に「回



復」に代えて「改善」という言葉を月報で使っている。広い意味では回復と言っていると思うが、厳密に「回復」という言葉を使うのは97年9月以来になる。どちらにせよ、97年秋口以来ということになると思う。

中原委員

図表27で民間資金分の持家が増えてきたと説明があったが、主因は何か。

村山調査統計局長

今持家の着工が増えているのは主として首都圏である。地方は余り増えていない。首都圏の場合は恐らく建て替えが多いためだと思う。建て替えの場合には土地を買わなくてもいいので、所要資金はそれだけ少なくて済むはずである。そういう方にとっては変動金利で民間から借りる方が金利としては公庫よりも安い。また、そういう場合には、20年とか25年といった長いローンを組む必要がない訳なので5年とか10年のローンで済むのであれば、民間の変動金利で済ましておいた方が得だろうという計算が働いていると思う。第二の可能性としては、公庫融資にかからないような相当大きな家が建っていることも考えられるが、この点については、計数面あるいはヒアリングでもそのような傾向はみられないので、恐らく最初に申し上げたことで説明はつくと思う。

田谷委員

変動金利でなくても5年位だと民間の方が安いのではないか。

村山調査統計局長

5年位であればそうである。従って20年位の長期を借りない限りは民間の方が有利であるという計算だろうと思う。

篠塚委員

図表 41 の企業向けサービス価格は、統計作成以来下がり続けているが、この国内需給要因で一番ウェイトが高い一般サービスに関しては月次の動きをみると少しマイナス幅が縮まって、少し変化が起きていると思う。一般サービスの中で少し良い方向に向かっているのは何か。

村山調査統計局長

比較的強いのは労働者派遣で、特にコンピューター関係などが結構強いと聞いている。

篠塚委員

他にはないのか。

村山調査統計局長

他には余り強いものはない。

三木委員

図表 30 の在庫循環をみると電気機械生産財だけが積み上がり局面である。あれだけ I T 関連の生産が好調だと、そういう局面にきているということはないのか。後は心配ないと思うが。

村山調査統計局長

図表 30 の除く電気機械生産財は、相当慎重な状況が続いている。確かに生産財の電気機械だけでみると積み上がりとなる第一象限に入ってきている。これについてヒアリングをしたところ、多くのメーカーでは今携帯電話を中心に部品が相当足りないということであった。メーカーが今心配しているのはこれからアメリカのクリスマス需要期に向けて最終財の生産を増やしていかなければいけない時に部品が足りないのでは話にならないためかなり早めに部品を手当てしたいという動きが強いようであ

る。これが言わば前向きの生産財の在庫投資に結びついている。それが起きているのは主としてパソコン関係である。携帯電話についてはとてもそこまで積み上げるほど物が出てこない。特に携帯電話関係では在庫積み上げどころではないという感じである。

中原委員

もう一回教えてもらいたい。フラッシュメモリーのほか、何か液晶関係で三つほど足りないものがあると言っていたと思う。

村山調査統計局長

特に足りないのは、フラッシュメモリー、小型の液晶パネル、液晶ドライバなど主に携帯電話に使われるものである。こういう携帯電話関係の部品が一番需給逼迫度合いが強い。勿論パソコンに使われているCPUなども不足気味であるが、携帯電話ほどではない。

速水議長

宜しいか。それでは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説明してもらおう。

#### 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

まず概況からご説明申し上げます。資金仲介活動の大きな状況変化はなく、引き続きDI、あるいはヒアリング調査を纏めてみても民間銀行は貸出を増加させようとする姿勢にある。この間、社債・CPの資本市場には、今後注目すべき変化の兆しのようなものが若干出ている。一つは金利上昇の予想が台頭していることがどういう影響を与えるか、もう一つは先程山下金融市場局長からも説明があった極端に弱くなったクレジットリスクに対する意識が少し戻る兆しのようなことがあることである。この金利とクレジットリスクの問題が今後の要注意材料かと思われるが、今のところ全

体としては引き続き好環境は変わっていないと思われる。これに対して企業の資金需要面でも大きな変化はなく引き続き非常に低迷した状況が続いている。このため貸出は基調として弱い動きが続いているし、社債・CPの発行も弱い動きが続いている。この結果、マネーサプライも全体として2%前後の伸びが続いていて7~9月期の見通しは4~6月期に比べて幾分伸びが鈍化すると考えている。企業の調達コストも、例えば貸出約定平均金利でみると、短期・長期でこぼこはしているが全体として低水準、横這い圏内の動きが続いている。社債発行金利をみる限り足許若干信用スプレッドが拡大している動きも見られる。以上総括すると企業からみた金融機関の貸出態度は厳しさが引き続き後退しているし、企業金融に緩和感が広がりつつある状況も変わっていないと思う。

以上が概況であるが、次は特徴点だけ説明申し上げる。まずクレジット関連指標である。5業態の貸出残高は、4月に3月期末の貸出積み上げの影響で若干マイナス幅が縮小した後、その剥落で5月が-2.2%とマイナス幅を拡大し、6月も-2.1%とほぼ横這い圏内のマイナスの動きが続いている。金融機関の計画と実績の対比をみると、6月の実績は3業態で-2.2%に着地したが3月時点の計画は-0.0%だったので、引き続き計画を実績が下回る展開である。従って9月の計画は-0.9%とマイナスが1%ポイント強縮まる形となっているが、これも未達となる可能性が大きいとみておくべきかと思う。図表3の資本市場調達では、CPの発行残高に余り大きな動きはないが6月は5月に比べて気持ち残高が増えている。金利上昇を予想して駆け込んだ動きが一部に見られているというような情報があるが、大きな動きではない。社債についてはそうした動きはまだ全く見られていないのでむしろ全体としての末残前年比は縮まる方向にある。マネタリーベースは、5月7.6%の後、6月6.4%と引き続き前年比を徐々に縮小させる傾向が続いている。5月、6月の差で一番大きく影響しているのは、郵貯の大量流失に備えた手許現金の保有が一段落し平常に服したことである。この郵貯の手許現金要因に伴うマネタリーベースの伸び率低下は6月で一応歯止めが掛かるとみている。その下のマネーサプライは、

5月2.2%の後6月1.9%と0.3%伸び率を低めている。この0.3%のうち0.1%が今申し上げた現金要因、0.1%が先程申し上げた民間調達の伸び率低下要因である。4~6月期の前年比は2.3%となっているが、これに繋がる7~9月期の見通しは、2.1%とほとんど変わらない。4~6月期については3月末の貸出積み上げ要因が尾を引いたプラス要因があったが、それが剥落することを中心に若干伸びが低まるという見通しである。対外公表文の中では2%前後としたいと考えている。各種金融商品において特徴的なことは郵貯の前年比が6月1.7%と落ちてきていることである。ただし郵貯の資金流出については4~6月期の合計で郵政省の目標再吸収率70%に対し実績は75.6%であり、一応目標を上回っている。いずれにせよ、郵貯の流出額については当面夏場にかけては小さい額が続き次の山が10月、11月、12月となるので次の着目点は秋以降になろうかと思われる。

次に金利関連の動きであるが、市場金利については山下金融市場局長がご説明したとおりなので省略させて頂いて、貸出金利等では、貸出約定平均金利の短期が5月1.689%と気持ち上がっている。恐らく中小企業向けウェイトの上昇が寄与しているだろうと思われる。それに対して長期の1.820%というのは既往最低でこのように短期、長期で多少でこぼこがあるものの全体としては横這い圏内の動きかと思われる。社債発行クーポンの動きをみると、AA格で5月1.33%に対して6月1.50%なので、若干上昇している可能性がある。ヒアリング等によると縮まり過ぎたクレジット・スプレッドに対して若干警戒的な気持ちが出ている可能性があるとのことなので、足許大きな動きとしては出ていないが今後の社債市場をみるうえでの一つの注意事項かと思われる。企業金融の関連指標では、資金繰りDI、貸出態度判断DIについて、短観の結果が出ている。資金繰りDIについて、6月調査をみると、大企業、中堅企業、中小企業共に全体として改善方向が続いている。また国民生活金融公庫の中小企業の中でも規模の小さい先を対象にした調査によると、3月調査のDI-34.5%に続く6月の数字が13日に公表になっており、-23.6%と、小企業についても一応改善している。以前何回か中小企業までのDIは改善しているものの、

国民公庫の対象となるような小企業については、やや改善テンポが鈍いの  
が気になると説明したことがあるが、一応6月調査を含めると、漸くこの  
規模でも改善が始まっている数字になっている。同様のことが貸出態度判  
断D Iでも言えて、全国短観では合計が+2%と緩い超になっているし、  
大企業、中堅企業でも緩い超となっている。国民公庫の調査、6月調査も  
-17.9%と若干改善しており、全体的には引き続き企業金融は緩和する方  
向かと思われる。

次に倒産状況であるが、図表18の倒産件数は、5月の1,521件に続く6  
月の数字が1,538件と前年比21.9%である。季節調整値では5月の1,442  
件に続く6月の数字が1,531件であり、多少でこぼこはあるが4月以降  
1,500件内外の横這いの動きが続いている。因みに民事再生法適用対象先  
の件数を申し上げると、4月55件、5月41件、6月53件と50件内外の  
動きが続いている。注目されるのはむしろ業種別内訳であり、建設業の数  
字が6月539件、ウェイトが35%となっており、全体の倒産の中でやや  
建設業のウェイトが高まる方向にあることが特徴点かと思われる。

速水議長

質問をどうぞ。

篠塚委員

本文の説明で、資金繰りD Iは貸出態度判断D Iに比べて大企業と中小  
企業の格差はそれ程大きくない、とあるが、それはどういう理由によるこ  
とか。

雨宮企画室企画第1課長

大企業と中小企業の格差はそれぞれ大きいですが、過去の平均と比べると例  
えば貸出態度判断D Iは既に大企業が6月短観で+16と90年代の平均か  
ら大きく改善し、80年代以降の平均に近付いているのに対して中小企業  
は大きくそこから乖離しており、全体として中小企業に対する金融機関の

貸出態度が厳しい状況と窺われる。それに対して資金繰り判断D Iは大企業は平均をはるかに上回っているが、中小企業はほぼ平均並みのところまでできているので、数字の差をみると当然大・中小の格差は、引き続き物凄く大きい。例えば80年代以降の平均をとっても大企業と中小企業の格差は20%ポイントある訳で、それぞれのジャンルにおける過去の平均と比べると中小企業の資金繰り判断D Iの厳しさは過去の平均より少し悪い位であって二つのD Iの間に若干格差があるということである。この背景は何かと言うと、企業の資金余剰額は大企業、中小企業に分けると直感的な印象と全然違うが中小企業は物凄く大きい。余剰額はいつも約3兆円あると申し上げているがこれを大企業、中小企業に分けると中小企業で2兆円分位ある状況である。要するに非常にばらつきが大きく、それなりに業況の良くなっている中小企業は相当キャッシュリッチになっていることが一つの大きな背景だろうと思われる。

篠塚委員

それは法人企業統計か何かで確認できるのか。

雨宮企画室企画第1課長

法人企業統計である。

篠塚委員

この説明だと80年代の平均と比べて現時点がそんなにおかしな状況ではないということか。

雨宮企画室企画第1課長

資金繰りについてはそのとおりである。ただし貸出態度判断をみると中小企業の方に貸出態度が厳しい状況が続いている。しかし資金繰りがその分ひどくなっているかと言うと、意外とそうでもないということである。

三木委員

スプレッド貸出のスプレッドが上がってきているがこれはどのようにみたら良いか。

雨宮企画室企画第1課長

これは細かい中身の分析ができないのでヒアリング調査等で推し測るしかないのだが、今年に入ってから中小企業向け貸出のウェイトを少し高めているということが影響しているだろうとみている。

三木委員

構成比でどの位上がっているのか。

雨宮企画室企画第1課長

フローでみて大企業から中小企業への構成比が上がっている。元々スプレッドが中小企業の方が高いので全体として少し上がってきているのだろうと思う。金融機関の貸出態度が厳しくなってスプレッドが上がっているとか、上げるようにぎりぎりまで厳しくしているという印象は他のD Iや企業からみた調査を含めてみて、そういうことではないだろうと判断している。

中原委員

総括をもう一度言ってもらいたい。

雨宮企画室企画第1課長

一つは金利上昇期待がどのように影響するかということと、もう一つはクレジットに対する意識が今後どのように変化していくかという二点が資本市場をみるうえでのポイントになるだろうということである。



速水議長

他に宜しいか。それではここでコーヒーブレイクにする。

(午前 10 時 38 分中断、午前 10 時 46 分再開)

#### IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

##### 1. 金融経済情勢に関する討議

速水議長

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たいと思う。最後に政府の出席者からもし意見があれば承る順で進めていきたい。

まず、金融経済情勢について意見を頂くが、一人 10 分程度を目途にポイントを絞って発言頂きたい。この後の議論の時間をなるべく取りたいと思うので、効率的な議事運営にご協力をお願いしたい。本日は三木委員からお願いする。

三木委員

それでは皮切りであるので、まず基本認識から整理させて頂きたい。わが国経済は、景気回復と構造改革の二つを政策目標に巨額の財政赤字を生みながらも大幅財政出動と本行ゼロ金利政策で下支えを行ない、民間の自助努力による構造調整との合わせ技で民需の自律的回復による持続的成長への移行過程にある。その意味では景気回復はまだまだ緒についたばかりで、行く道はなお厳しいと言わざるを得ない。こういった動きの進み具合を確かめながらの次なる金融政策の課題は、景況感の現状や先行きの評価を基に、異常なゼロ金利体系から脱却することと言えると思う。ゼロ金利解除の判断基準については、常々整理されているように、デフレ懸念払拭が展望できるような情勢となったかどうかであり、それを物価とその

背後にある実体経済の動きと合わせて、総合判断することである。加えて、この判断のタイミングは、経済は日々流れていることから、取り巻く政治経済情勢を勘案し、マーケット、企業、家計への心理的影響も考えてタイミングを計ることが大切だと思う。

まず最初に物価を巡る動向であるが、国内卸売物価は前年比プラス基調になってきたが、ほぼゼロベースの安定横這いの動きだと思う。特に原油価格上昇による嵩上げ分を除いたベースでみても、下げ止まり感が強まってきたといえる。計算してみると前年比-0.2%程度とほぼ前年並みの価格レベルにまで回復している。それから新技術、新商品あるいはITによるいわゆる良い価格下落についても、先行き下落リスクがなお残る状況とは思いますが、一巡している。また、日産の新しい再建計画以来企業リストラに絡んで次々と川上に対する値下げ要求が相当な波及効果を見せたが、この影響もほぼ一巡である。ただ、一度下がった価格は戻らない。この点はむしろ国際競争力コストへの鞘寄と考えるべきかと思っている。消費者物価はなお下落基調にあり、先行きも緩やかな下落トレンドが続くと思われる。中身を考えると、ITを利用した流通、物流合理化による価格破壊的な動きを反映したものであり、需要の弱さによる物価下落とは峻別して考えるべきではないかと思う。

次に実体経済を巡る動向について、景況感の現状評価と先行きの総括評価を申し上げると、景気は回復軌道に乗って、民需の自律的回復による持続的経済成長を確たるものにする途中ではあるが、その道筋は見えてきた段階と思う。構造調整、企業リストラを進める中での景気回復であるため、そのスピードと量感は自ずと緩慢にならざるを得ない。これまでの景気回復に比べて、企業、家計とも回復の実感に乏しい姿である。かねがね議論されているような企業の生産・収益の回復から始まり、設備投資、雇用・所得、個人消費の回復へと繋がるというサイクルに従って見解を申し上げる。第一に生産はアジア向け輸出の増加に設備投資の増加というプラス効果も加わり、回復軌道に乗ったと判断してよいと思う。先行きについても、設備投資の拡がりに支えられ回復軌道に乗り続ける可能性が十分展望可

能だという調統の説明のとおりと思う。設備投資は、今までと違い今回は大企業先行で、特にITがトリガーとなって、これがITユーザーである、いわゆるトラディショナル・ビジネスの投資にも少しずつ広がる姿がやっと出てきている。中小企業の投資は少し遅れるとみざるを得ない。企業収益は、輸出、公共投資に支えられた生産増、リストラによるコスト効果、ゼロ金利による金融収支効果でこの3月決算、来年度の決算見通し等、量的には回復の動きと言える。この5月の連休明け以降6月、7月の動きは、民需による生産増が出てきて、本業での収入、質の面も戻りつつあり、今年度は増収、増益のパターンとなってきていると思う。ただ、量はあるものの価格は下がったままであるため売上高の伸びに不満が残る姿である。次に雇用・所得環境では、雇用は企業リストラを抱える中で、なお先行きダウンサイド・リスクは残らざるを得ず、完全に歯止めが掛かったとはなお言い難いが、現状は減少率が概ねゼロ近傍に収まってきていると思う。5月の常用労働者数も前年比-0.2%程度であるし、就業者数も2月の6,311万人からこの5月まで逐月増加傾向を辿り6,503万人まできている。一方、名目賃金は緩やかな回復軌道に乗りつつあるため、5月は前年比+0.9%となっている。ただ、特別給与は前年比マイナスで、この夏、冬とも期待し難いと思う。この結果、両者を合わせた雇用者所得については賃金の回復に支えられ極めて緩やかな回復軌道に乗りつつあると思う。5月の雇用者所得は前年比+0.5%である。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言わざるを得ない。こういう中で個人消費をどうみるかが最大のポイントになると思う。個人消費には循環要因だけでなく構造要因が大きく作用する。個人消費がなかなか伸びないのは、雇用・所得の伸びに時間がかかること、消費に構造変化が起きていること、三番目に社会保障等の先行きに不安があること、に原因があるのだろうと思う。消費支出はなお明確な回復感の出る姿になっていないが、前から申し上げているように可処分所得のレベルに見合った消費支出は行なわれており、消費性向は概ね70~72%台をキープしているから、その意味で個人消費は身の丈に合わせたスタンスが持続

しており、消費性向はもはや平時に復していると思う。フローの面ではまずまずのレベルではないかと思う。金融資産ストックに比べると、消費レベルは自己防衛型、抑制型と言わざるを得ない。先行き構造調整を抱える中、経済成長率が1%から2%程度では雇用・所得の伸びに至るには非常に時間がかかるが、企業収益の回復、現金給与総額の増加傾向、完全失業率の低下、消費者物価の安定と、データの的には個人消費を押し上げる環境が整ってきたと言えるのではないかと思う。従って消費もここから大きく減少するリスクがほぼ解消したと判断するのが現実的である。すなわち個人消費は一進一退の姿から一退の部分が徐々に消えて、徐々に一進一停になる局面に入ってきたと評価すべきであり、消費は平時に入ってきていると考えるべきではないかと思う。

金融を巡る動向では、企業金融は企業の資金需要が乏しいだけに貸出等にも量的改善は見られないが、企業の資金繰り判断、貸出態度判断が着実に改善している。良好な金融環境は持続されていると思う。仮にゼロ金利を解除しても現在の企業の資金需要、銀行の貸出スタンスから判断する限り引き続き良好な企業金融環境が維持されることは間違いないと思う。短期金融あるいは株、債券、為替市場では、ゼロ金利解除が市場の最大の注目材料になっているが、既に議事要旨や総裁講演等含め政策委員会の考え方はほとんど市場に織り込まれているのではないかと思う。政策変更のサプライズはあったとしても、一時的な動きにとどまる可能性が高いのではないかと思う。以上である。

速水議長

次、武富委員お願いします。

武富委員

まず、最近の景況を一言で言うと1~3月期のGDPにみられた民需主導の景気回復パターンが着実に定着して、4~6月期以降もこの勢いを受け継いでいるように見える。勿論実績としては5月までしか確認できてい

ないが、この段階までの印象としては、企業関連需要が当初私自身が想定していたよりもやや上振れ気味に推移し、家計需要は当初予想どおり一進一退で推移していると思う。民需はゆっくりではあるが総じて底上げ傾向を辿っているように見える。企業部門が当初の想定よりも順調に推移していると評価しているのは、例えば設備投資において、当初暫くの間はITメーカーを中心にした設備投資にとどまるとみていたのに対し、実際にはIT関連需要が素材産業や中小企業にも既に波及し、その波及先での設備投資を誘発していることがあると思う。例えば、液晶パネル用の薄板ガラスであるとか、半導体製造装置用のクリーニング・ガスのようなものにも波及している。一方で家計消費が伸びきれずにいる背景は、本来的には経済の成熟化とか将来不安が根幹にあるのであろうが、この局面では人件費の抑制だったと思う。今次不況局面における雇用調整は、90年代前半の景気後退局面に比べると質的に格段に厳しかったというのが共通の認識であろうかと思う。この結果、労働分配率が低下し、その分企業部門との相対感覚ではマクロ的にみた消費を抑え気味にしてきたと思う。ところが、最近旧来型産業の企業からも過剰雇用の処理には目途がついたという話を耳にするようになった。賃金調整の圧力はまだ残るのかもしれないが、旧来型産業においても雇用調整に漸く一巡感が出てきたのであれば、遠からず家計消費にも底入れの可能性が生まれつつあると考えてもよからうかと思っている。ただ、このことは、反面では雇用調整をぎりぎりの線まで実施したことを意味し、先行きコスト切り下げ余地がなくなっているために、伝統的企業の一部では今後は増収なかりせば増益なし、といった収益パターンに入るリスクがある訳であり、この点は一応念頭に置いておきたいと思っている。これらの企業は雇用調整に目途がついた一方で、過剰設備や過剰債務の処理はまだ終わっていないとの認識のようである。つまり、旧来型商品分野における低稼働設備の償却であるとか、借入金の返済圧力は残っているという意味である。これは多分に資本市場との関係を意識してROA、ROEなどの改善を経営課題として念頭に置いていることの反映だと思う。景気回復が着実に進展している現状でも、全体とし

て設備投資はまだキャッシュ・フローの範囲にとどまっている。今後在庫投資が全産業的にみて積み増し局面に入り、設備投資も一段と活発になっていくとしても、外部資金需要が生じるには今暫く時間がかかると見込まれる。従ってこの間は、マネーサプライの伸びは景気実態よりも遅れがちになると思う。半面仮に資金調達コストの上昇が生じて、信用リスクの格差の問題はあるが、全体観としては強いマイナスインパクトを生じるところまではいかないと思う。もっとも不動産、建設、流通などのセクターについていえば、資金調達コスト上昇の影響は軽微ではない。この資産デフレ後遺症を抱えている特定のセクターについては、今回の流通業大手の事実上の倒産による心理的影響が少し気になるところである。今の産業界では、景気が回復しつつあることを事実だと認めつつも未だ力強さに欠けるとの認識に立って、ストック問題の行き詰まりが表に出てきた場合、その景気に与える潜在的な悪影響に対する警戒感をややバランスを失して強く持ち過ぎる感じがする。事実こういう雰囲気も反映して、民事再生法適用の初日には株式市場が調整したのだと思う。ただ私個人は、今回の倒産事例については金額は大きいものの、その悪影響の広がりには心理的なものを除けば限定的なものにとどまると期待していいだけの材料が揃っているかと思う。金融システムへの影響も当初の予定調和的な債権放棄の枠組みの中で債権放棄の対象行は引当てを既にかなり積んでいると察せられる。債権放棄の対象外となっていた銀行の引当てがどうなっているかといった問題はあるが、大勢観としては世の中で言われている程大きな問題にならずに済みそうだと感じている。また、納入業者への連鎖倒産のようなことも、報道されている民間信用調査会社などの調べからみて小さ目の影響で済むかと思う。そもそも信用リスクを意識して取引に慎重であった納入業者が多いし、500万円までの救済もあるからかと思っている。こういうような認識は幸い世の中や市場でも既に浸透しつつあるように感じられ、株式市場も2日目以降上昇しているような状況である。これを以って直ぐに判断する積もりはないが、巧くいけばそのショックを乗り切る道筋になるかもしれないと思っている。ただ、世の中には本件から連想

される潜在的な倒産予備軍といわれるものへの万が一の悪影響に対する警戒感を解いていない動きもあることから、なお念のため今度の倒産問題が収束していく方向性がある程度ビジブルになると共に、それに対して市場が良好に反応することを確認する必要があるかと思う。以上である。

速水議長

山口副総裁をお願いします。

山口副総裁

政策委員会で議論してきたデフレ懸念払拭の展望が得られるのかどうかを私なりに述べたいと思う。まず民需の評価では、三木委員、武富委員が言われたこととほとんど同意見なので余り変わったことはないが、極く簡単に要約してみたい。設備投資は増加傾向を辿りつつあると確認できたと思う。現時点における短観の投資計画は伸び率ゼロの辺りにあるが、前回の短観に比べるとかなり広い範囲で増額改定が起きてきているので、現在の収益の状況や生産の状況等からして今後もかなりの増額があり得ると考えている。またそうみることは、機械受注などの先行指標が前年を十数%上回るところで推移していることとも概ね整合的ではないかと思う。一方それに対して、個人の所得・消費は基本的に緩慢な動きが続いていると思う。雇用もまだ下げ止まったと言い切るには早い状況である。新規の求人が極めて高い伸びを示しているので、今後については期待を持ってそうな状況であるが、まだ完全に下げ止ったとも言い切れない状況だと思う。名目賃金が緩やかに持ち直し、雇用者所得全体としては昨年までの減少から今年は小幅ながら増加に転じつつある状態がここ数か月続いているので、去年までに比べると個人消費についても若干の好転は望める状態ではないかと思う。調査統計局が作っている賃金と常用労働者数を掛け合わせた雇用者所得の数字をみると99年度が前年度比-1%で、今年度あるいは今年に入ってから+0.5%位の伸びになっているので差し引き1.5%位の差ができており、これが消費性向横這いとして消費にそのまま反映される

と考えると、1%弱位経済成長率を嵩上げする変化が生じていることになると思う。問題はこの程度の家計所得の増加で、今後とも投資を中心とした経済の好循環が持ちこたえることができるかどうかにあると思う。その他総需要の中では外需の動きが引き続き重要だと思う。アメリカのスローダウンの程度がまだ余りはっきりしないが、一般的な見方では海外経済全体の成長の上方修正が続いているので、日本の純輸出に対する大きなネガティブショックは当面想定しなくていいのではないかと思う。

最後に物価では、卸売物価が大体横這いの状態となっており、企業活動が活発になっていることを素直に反映していると思う。振り返ってみると、値上がり値下がりとはほぼ拮抗して卸売物価が前年対比で若干強含みになっているのは、バブル崩壊後初めてのことであって、久方振りに企業活動が強くなっている証拠ではないかと思う。消費者物価は小幅の低下傾向が続いているが、主として供給サイドでユニット・レーバ・コストが下がっていること、流通に革新的な動きが出ていること、が主因ではないかと思う。先程武富委員は雇用調整に関連した指摘の中でコストの引き下げ余地が相対的に小さくなってきているとしていたが、そうであるならば、ユニット・レーバ・コストがかなり大きく下げること過渡的な現象であるかもしれない。ただこの点は今後の賃金の動き次第ということでもう少し様子を見る必要があると思う。レーバ・コストの低下なり流通革新の動きはもう暫く続きそうだと思うので、消費者物価の若干の弱含み傾向が続くかもしれないが、今のところ収益の増加と両立しているので、デフレ的と看做すには当たらないのではないかと思う。以上を踏まえて需給バランス全体をどうみるかであるが、総需要の伸び、つまり経済成長率が今年度2%台になっていくことは大きな外的ショックが生じなければ十分考えられる状況になってきていると思う。大きな外的ショックというのは、ちょうど97年に起きたようなことで、当時は財政政策の転換があったうえに、アジアの金融危機、それから何よりも日本の金融システムの大きな危機があった訳である。現状私は金融システムは必ずしも万全とは思っていないが、それでも97、98年とは大きな差が生まれていると思う。財政



政策については9月に補正についての方針を決めると伺っているが、仮に補正がなくても設備投資の現在の源泉は政府関係支出とは違うところから生じてきていると思われるので、投資を中心にした経済の好循環は持続していく可能性が強いと思う。勿論ゲタだけで2%成長が出ても余り意味がないと思うが、第2四半期の生産活動や経済指標全体からみて回復のモメンタムが実勢としては持続していると考えられる。そうみると需給バランスが改善を続けていくことを一応想定できるところまで来たように思う。念には念を入れて色々点検していくとすれば設備投資計画について、本当にさらに増額修正が起きるのかどうか確かめてみたい。あるいは雇用や所得が現在漸く下げ止まりないし若干の改善まで来ているが、これが果たしてどの程度の改善になっていくのか確かめたい気持ちもあるが、現在までに判明している材料を以って一応デフレ懸念がほぼ払拭されつつあるというような判断もできるのではないかと思う。

武富委員がストック問題について触れていたのも一言だけ申し上げたい。ストックの問題は一般的には金融部門、非金融部門両方に散らばったバランスシートの調整問題だと思うし、より絞っていくとゼネコンとか流通の問題にまだ存在している構造問題なのだろうと思う。これらの影響が非常にきつく出る時は、例えば97年のような極度のクレジット・クラッシュが起きて経済に強いデフレ的なプレッシャーがかかる訳であるが、色々な努力によって、そういう極度のクラッシュから抜け出してきている。底流としては金融システムの面から経済成長に対して引き続き重石がかかる状況だろうと思うし、それが本来景気回復初期の段階にはかなり高い成長率が出ても不思議ではないにもかかわらず、必ずしもそうはならない要因となっている。それでもフローの面で回復のモメンタムが強く出てくる時にはこういう悪影響を乗り越えながら需給バランスが改善していくことが可能なだろうと思う。そごうのショックによって本来どういうことを想定しておかなければいけないのかは、後で時間があれば立ち返りたいと思うが、ストックの問題を抱えながらそれなりに需給バランスの改善が続くものと展望できるところまで来たのではないかというのが取り

敢えずの私の判断である。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

前回会合以降に公表された経済指標や短観を勘案すると、さらに改善をみていると思う。先程調統局長から経済活動の現状評価の説明に当たり、緩やかな回復とのフレーズが使われたが、景気は緩やかな回復局面に入ったと判断して良かろうかと思う。また民需の回復傾向からみてもデフレ懸念の払拭が展望できる情勢圏内に入ったと私は考えている。一応レビューしてみると、まず企業部門では本年度二桁増益が見込まれる中で短観も含めた各種の調査において設備投資はかなりはっきりとした増加が見込まれている。また企業規模や業種別にも広がりが見られてきている。このように企業部門における回復のモメンタムは一段と強まっていると考えられる。一方、家計部門の回復は、企業部門に比べやや遅れが目立っていた。しかし最近では企業部門の改善が徐々に家計部門にも波及してきて、雇用・所得環境にも改善の方向が見えてきているように思う。まず雇用環境をみると、毎勤統計の常用労働者数が若干の前年比マイナスとなっている以外は、失業率、有効求人倍率、新規求人倍率、求人数など、いずれも改善を示している。所得の動向も生産の増加を反映して所定外給与が増加を続けている中で所定内給与も本年入り後は+1%前後の伸びを続けている。夏季賞与も各種の調査結果を踏まえると概ね前年並みで着地する可能性が高くなってきている。このように各種調査が示すような設備投資の増加や個人消費の若干のプラスを想定すると、本年度の成長率は一部民間に台頭してきた2%という見方を超える可能性が高いと私も思う。潜在成長率がどの程度かは分かり難いが、せいぜい1%程度とすれば需給ギャップは明らかに縮小する訳である。従って需要の弱さに由来する物価下落のリスクは大きく低下したと言えるのではないかと思う。さらに今回の景気の持

持続性については、過去の景気拡大局面の長さは平均 34 か月であるが、それぞれのケースによって2年程度から6年弱といったケースまでまちまちである。ただ、2年そこそこで拡大局面が終わってしまった例をみると、オイルショックのような強い外部ショックに晒されたか、あるいは設備投資の回復に火が付かなかったかのどちらかのケースとみて取れる。この点、現在設備投資は明確に増加に転じているが、資本ストックの伸びはまだ低い状況にある。加えて急速な技術革新を考えると近い将来にストック調整圧力が高まるとは考え難いのではないか。また在庫は圧縮された状態が続いており、在庫循環はなお初期の局面にあると思う。従って今の景気回復はある程度の持続性を持っているとみることができると思う。私は先月までデフレ懸念の払拭が展望する情勢にほぼ近付きつつあるという判断をしてきた。そしてその「ほぼ」をさらに点検していきたいと言ってきた訳であるが、以上のような点を踏まえると今月はこの「ほぼ」という留保条件を取っても大丈夫な情勢になったと考えている。そうするといよいよゼロ金利も解除になるストーリーであるが、先週に至って、いわゆるそごう問題が起こってきた訳である。前回も「ほぼ」を見極めてゼロ金利解除に至りたいと述べたが、最後に留保条件としてアメリカ経済の動向やマーケット等に懸念がない点もおさおさ怠りなくみる積もりだとも申し上げた。そういう意味でそごうの問題等も含め最終的にどう判断したら良いか次の政策運営セッションで申し述べたいと思う。以上である。

速水議長

次に田谷委員お願いします。

田谷委員

最近の経済金融情勢を一言で言うと、デフレ懸念の払拭が展望できる情勢になりつつあると思う。短観の結果は総じて強いものであったし、それ以外に明らかになったデータも民需の自律的回復を示唆するものが多かったと思う。

まず設備投資は、短観の結果は強めであったと思う。中小企業非製造業の今年度設備投資計画が前回調査結果より低い数字となっているのは、昨年度実績が異例の上方修正となった結果であって、今年度計画自体はかなり上方修正されている。また1月から4月まで前月比マイナスだった機械受注の船舶・電力除く民需の部分は、この5月前月比プラスとなり前年同月比の伸びも高まっていることが確認された。ただし4~6月の前期比変化率は若干のマイナスになるかもしれない。しかし日本機械工業連合会による6月末時点での7~9月受注見通しは船舶を除くベースで前期比3.7%のプラスであり、今年に入ってから受注達成率が98%近くになっていることを勘案すると、機械受注の先行きは強そうである。民間非居住用建築着工床面積も4月に続いて5月も前月比プラスで、前年同月比の伸びも高まっている。企業収益は回復してきており、こうした設備投資先行指標の動きをみても、民間設備投資の先行きは強いと思う。個人消費関連統計には依然として弱めの数字もあるが、全体としては安定化してきているようである。消費性向が今年に入ってから緩やかに回復気味になってきており、全世帯の消費水準指数は4月、5月と強めの数字だった。ただ消費者センチメントの指標によっては緩やかな改善傾向を示すものもあるが、足許改善の一服を示すものもある。これは最近の株価低下を映している面もあるかもしれないが、基本的には雇用・所得情勢の改善が極めて緩やかなことを反映しているものと思う。今回の短観でも雇用判断DIの改善が遅いことが一つの特徴であった。ただ、幾つかのシミュレーションを行なってみると、短観程度の2~3%の売上の伸びを想定すると、例えば人件費の伸びを0~1%に止めれば、労働分配率がバブル以前の水準に2年程度で戻ることは十分可能であり、人件費の伸びを暫くマイナスにしないと労働分配率が下がらないといった極端な見方は当たらないと思う。実際の雇用・所得情勢は労働力調査、毎月勤労統計、職業安定業務統計共に4月時点より5月は若干改善した。雇用者数の落ち込みが小さくなったし、所定内・所定外給与の伸びは小さいものの安定的になってきた。雇用については常用雇用が減っている製造、卸・小売、サービス業で新規求人が増えて

きており、減少傾向に歯止めが掛かってくることが期待される。全体としての賃金については特別給与を含んだ6月以降どうなるかが注目される。

住宅投資、公共投資、実質輸出入について一言ずつ申し上げる。住宅投資は先程調統局長の説明にもあったように、民間融資の一部が公庫に比べて有利なこともあり、昨年度後半に公庫への融資申し込みが激減したほどには下がらず、昨年比微減程度で推移するなど、余り景気抑制要因になっていないようである。公共投資については足許補正予算の執行に伴って幾分かでも増加しているとみられるが、今後は緩やかに低下するとの予想が多いと思う。実質輸出入については、昨年末から輸出、輸入の動きが異なり、傾向を読むことが難しくなっているが、それぞれの前年比の動きを比較すると傾向として純輸出が増えることが予想される。鉱工業生産指数は4～6月は順調に増加したし、7～9月についてもこの傾向が続くことが予想されている。在庫については近々調整局面入り必至との見方があるが、悲観的かと思う。在庫率については5月は再低下した。この関連で景気動向指数も先行D Iは5月50%超に戻ったし、先行C Iも前月比上昇した。物価については、C P Iが下がり続けているが、コンポーネントに分解してみると、流通合理化、規制緩和、技術進歩などに起因する部分が多いことは確かなようである。ただ低下の背景、実態のさらなる検討が必要かと思う。

最後に地価に関連した調査について一言申し上げたい。空室率に関する幾つかの調査によると、東京を中心に昨年末辺りから低下傾向がみられ、そうしたところでは平均募集賃料が下げ止まったり、若干上昇気味になっているとのことである。またある地価研究所の4月時点の実勢地価調査によると、主要都市の商業地は一等地を除き弱含みながら、東京、名古屋圏の住宅地では底入れ傾向が明確化してきたとのことである。これら地価関連指標の動向も景気と連動しているように思う。以上である。

速水議長

次に植田委員お願いする。

## 植田委員

景況感は、私が前回の会合で申し上げたことと異なるものではないし、既に何人かの方が述べた景況感とも大体同じである。

コンポーネント毎の動きは省略して、本年度を見通した場合にそこそこ高い成長率が見通せる、あるいは常識的な範囲で考えられる潜在成長率の推計値の中の上限に近いものをもある程度上回る成長率が見込まれる状態になってきたと思う。従って、経済における平均的な需給ギャップあるいはGDPギャップが、ここから先暫く縮小に向かうことが確実にようになってきたと思う。そのうえでデフレ懸念払拭が完全に展望できたとみるか、それにまだ近付きつつある状況とみるかは、どれ位自分がリスク回避的かの関数であるような気もするが、私はもう少し慎重にみたい方に若干バイアスをおいている。

すなわち、需給ギャップが縮小に向かうことははっきりしたと思うが、普通の方法で推計すると、GDPギャップの水準自体は非常に高いところにある。それをそのとおりに信じれば物価に下落圧力を及ぼすはずであり、下落圧力が弱まっていくにしても、弱まり方次第ではまだ下落圧力が続く可能性を理論的に排除できない訳である。この点は需給ギャップの推計がきちんとできれば白黒決着できるが、何度も議論になったように正確な推計は非常に難しい。そこで一つの方法として現実の物価の動きをみてその中に特に需要不足による下落圧力がどの程度残っているかをチェックする方法で検証してみたいと思う。恐らく同じ問題意識で複数の委員が既に発言されているが、卸売物価指数をみる限りそのような需要不足による下落圧力はほとんど見えない状況になってきたと思う。消費者物価指数は、少し長めに振り返ってみると、98年、99年にもう少し下がってよかったはずであるが、サービスの部分がある程度以上下がらなかったことに加え、円安、原油高の影響が加わって思ったほど下がらなかった。一方、昨年末以降は、為替が円高に転じた影響が出てきたし、流通合理化等の動きが出てきてやや軟化傾向をみせている。また、データの的には一部のサービスで

も下落傾向が発生している。従って需要不足に起因する部分がどれ位あるかと言うと、それ程ないと思うが、私としては分析をしたりデータをもう少しみたりして確かめたいと考えている。

山口副総裁がC P I の下落のうち一部はユニット・レーバー・コストの低下の影響ではないか、と供給サイドの動きとして位置付けていた。小売セクターをみればそうだと思うが、経済全体をみるとユニット・レーバー・コストは生産性の上昇部分と賃金の下落部分、あるいは賃金の需給ギャップからくる下落部分にも繋がっているのではないかと思う。そこで賃金をみると、他の価格とは別に98年、99年とボーナスを中心に割と素直に下落した訳である。従って慎重を期するのであれば2000年夏のボーナスをみて、ボーナスだけではなく全体の賃金の下落傾向が止まったかどうかを確認する作業にも若干の意味があるという気がする。企業向けサービス価格指数の一部、例えば不動産とか一般サービスには需要の弱さに起因する価格下落がまだ残存しているように思う。そもそも需給ギャップと価格の関係がよく分からなくなってきたが、データの根拠はないものの、1980年代後半からの投資ブームで作り出されたある種の過剰設備の一部が商業用不動産に関連する部分だったのではないかと思える訳である。これらの過剰設備は一般的な財・サービス価格に幅広く下落傾向を及ぼすというよりは、商業用不動産の賃貸価格、あるいは地価等に強いマイナスの影響を及ぼし、不良債権問題に繋がった形で経済にデフレ圧力を発生させてきたのだと思う。その分生産関数アプローチが巧く適用できない理由になってきたのかもしれない。誤解のないように申し上げておくと、一部の業種における構造的なデフレ圧力が消えるまで金融政策の変更を待つといった趣旨のことを言っている訳ではない。全体あるいは平均としての物価指数の動きをみたい、単一の価格指数だけでは判断が難しい部分がある、という指摘である。以上纏めると、一般的な財・サービスについて需要不足による価格下落圧力は、なくなりつつあるか極めて弱いと思う。ただし、C P I と賃金の動きについてデータをみたり、若干もう少し考えてみたりする価値はあると思う。これらによって需要不足による価格下落

圧力が極めて弱いと確認されれば、最初に申し上げたようにギャップが縮小していくことが展望できているので、将来の展望は明るいと思う。

最後に残された問題として土地等不動産関連を中心とする部分のデフレ傾向である。振り返ってみるとバブルの当時もここが一般物価水準とかけ離れて上昇し、崩壊後の不況でも一般物価水準とかけ離れて下落傾向を強めた。今後そごうのケースを契機として、不良債権処理が早まる方向感も出てくるのかもしれない。これが見込まれる中で景気回復が展望できつつある訳であるが、どういう影響を及ぼすかについて、もう少し分析を試みたい。また、それとは別にこうした底流する問題が若干の外的なショックで金融システム不安を極く短期に発生させる動きになると直ちにマクロ的影響が及ぶ訳であるが、私個人は今回のそごうのケースではそのリスクは小さいと思っている。

速水議長

篠塚委員をお願いします。

篠塚委員

私は、執行部による情勢判断の今回のポイントは、主として三点であると思っている。

第一は、現状認識において景気回復の明確化という表現が初めて登場したことである。6月の基本的見解では、「持ち直しの動きが明確化」という表現であったが、今回は「景気が緩やかに回復している」と上方修正したことである。第二は、先行き公共投資が減少に転じるとの見通しに立ったとしても、緩やかな景気回復が持続する可能性が高いという表現に変わっており、この点から景気回復の持続性を確認したと思っている。第三は、こうした景気情勢の下で物価面でも需要の弱さに由来する潜在的な物価下落圧力は大きく後退しているとの表現に変わっており、このことからデフレ懸念の後退を確認したと私は思っている。

執行部の判断は7月の短観を待ったうえで、企業行動側からの景気回復



力を確認したものとなっていると私は解釈しており、私自身の認識とかなり近いものである。私は執行部がこうした判断を下す以上は、デフレ懸念の払拭を展望できるような情勢に至っているという判断を固めたのではないかと思っている。全体観は以上のようなものであるが、あとは若干補足して述べたい。

第一点は雇用情勢についてである。雇用情勢は悪化に歯止めが掛かってきている。ただし労働需給をみると、失業率は2か月連続で低下した。特に失業率の変動要因を需給要因と労働のミスマッチ要因に分けてみると、約7割がミスマッチ要因であり、今後はこの解消が大きな課題であると思っている。さらに長い目でみると需給要因による方は昨年半ばから低下傾向がはっきりしてきている。有効求人倍率は本年に入り求人の増加により月を経る毎に改善を続けている。こうした中で本来は求人増加に伴い滞留していた就業が進むはずであるが、求職者の中でどの位が就職を達成したかという就職率と求人の中でどの位が就職を達成できたかという充足率をみると、今年に入って若干低下傾向を示している。すなわちミスマッチが強まっていると思われる。また労働力調査を用いて、どのような労働の移動が起きているのかを確認してみると、男性については第一に就業者から失業者に流れる移動が減少し、第二に失業者から就業者に入る流れが増加していた。この間、労働市場から退出する動きは顕著な変化がなかった。こういった労働移動の動きは、失業の沈静化と、求人の増加の両面を示している。結局これは雇用情勢が緩やかに改善していることと整合的ではないかと思う。ただ女性については男性ほど明確な動きは出ていなかった。

第二番目は雇用者所得についてである。雇用者所得については企業の総人件費抑制スタンスが根強いことから、従来に比べると企業収益からの波及の度合いが小さくなると思われる。しかし今後景気の回復および企業収益の改善を背景にして、緩やかに増加することが期待できると思っている。またこのところ注目してきた夏季賞与についても、前年並みであり、さらに下落し悪化することには歯止めが掛かっているとみている。なおこの点

に関して、連合にヒアリングした結果を紹介しておきたいと思う。連合が独自の組合組織を通じて行なっている7月13日段階の中間ラップの調査では前年比-2.8%と先程の日経連よりもさらに悪い数字になっている。それでも連合では、状況は明らかに改善しているとみている。そのように考えている背景は、第一に中小企業では昨年は収益の赤字を理由にして支給されなかった先もあったが、今年はなにがしか支給する動きがはっきりとみられていること、第二に企業の総人件費抑制姿勢が所定内給与の抑制にも繋がっていることで、せめて収益増加の局面では賞与で報いようとする姿勢が窺われていること、を挙げていた。

検討事項の第三点は個人消費である。企業の人件費抑制は根強いが、企業収益の改善などにより企業活動の回復の動きが緩やかに家計部門まで波及しつつあると私はみている。こうした中で個人消費は全体的に回復感が感じられるまでには至っていないし、まだ時間がかかるだろうと思う。しかしその中でも乗用車の販売、旅行など一部の消費関連指標には強めの数字も見られ始めている。

検討の第四番目は物価である。物価は下落傾向がまだ暫く続くようにみえる。例えば短観による製品需給判断DIでは緩やかに改善しているにもかかわらず、製品価格判断DIでは足踏み状態が続いている。この背景には第一に消費財や個人サービスなどを中心とした内外価格差の是正があり、第二に技術革新による設備投資デフレータの下落がまだ加速していること、第三に流通革新など構造的な要因が作用していることが考えられる。ただし構造的な物価下落圧力が続く中でも需給ギャップを背景とした下落圧力は揺らいできていると思う。従って、もしもテイラー・ルールなどによって適正な短期金利が測定できるとすれば、条件の置き方によって幅があるが、方向としてはデフレギャップの縮小は続いていると思われる。いずれにしても企業収益が全体として増加し、かつ雇用者所得が少なくとも減少しない状況であるため、消費者物価が軟化してもさらにデフレ・スパイラルに陥るリスクは伴わないと考えている。

最後に、そごう問題に表われる問題が金融資本市場にどのように波及す

るか述べたいと思う。このところ短期金融市場などでは、本日の会合でゼロ金利は解除されるかもしれないといったような見方が強まっていた。その背景については、例えば日銀幹部の発言がきっかけであるといったような指摘もみられたりした。しかし私自身はこの見方は少し違うと思っている。どのように違うかという、第一にマーケットではこれまで私達と概ね同じような経済指標などをみて、デフレ懸念の払拭が展望できるかどうか同様に分析し続けてきたはずである。そして、市場の人達も多少の幅はあるにしても、平均的には景気は緩やかに回復しているという見方に移ってきたはずである。だからこそ短期金融市場の金利観も変化してきたと思われる。日銀幹部の発言がこうした見方に対してある程度の確信の度合いを強める効果はあったかもしれないが、それだけではないというのが私の理解である。こうした中で先週そごうの民事再生法申請が発生した。金融市場ではこのそごう問題がゼロ金利政策の解除の議論にどのような影響を及ぼすのか色々噂もしているし、判断もしていると思うが、私は次の二つの選択肢を想定したうえで本行の説明振りに注目しているのではないかと予想している。一つの考え方は、そごう問題は構造調整の深刻さを改めて示す問題と受け止め、構造調整が完了するまでは日銀はデフレ懸念払拭の展望を持たないのではないかという考え方である。もう一つの考え方は金融政策決定会合では既に流通、ゼネコンなどの不良債権がマクロ経済に与える実体的な影響について議論を進めている訳であるから、そごう問題が新たなリスク要因とはなり得ず、デフレ懸念払拭の判断に変更はないという見方である。そのうえでもし何か見極める必要があるとすれば、先程他の委員から指摘があったように、むしろ市場心理などに与える影響について見極める必要があるというものである。前者の立場に立つと、構造的な問題があって動けないということになり、ゼロ金利政策はかなり長期に亘って継続するという期待が根づくことになる。その結果、当面の景気の好転にもかかわらず、日本銀行はゼロ金利政策を解除しないということが市場の中に織り込まれることになり、益々金融政策は動き難くなると思う。こうした状況はバブル期に低金利政策の定着期待が生じたのと非常に

似た状況ではないかと私は恐れている。一方、後者の立場に立つと、いくばくかの不確実性の帰趨を見極める必要はあるものの、そのためには然程多くの時間は必要ではないと考えられる。私自身は第一に株式市場の反応に注目したが、発表直後の先週木曜日には日経平均株価が約 300 円と大きく下げた後、翌日の金曜日には幾分戻し、本日も安定していること、第二に現時点で明らかなことは、景気が緩やかに回復していることであって、そごう問題はこうした景気の流れそのものを損なうほどのリスク要因とは考えられないと私は判断している。これらの理由から今日でもゼロ金利政策の解除が適当と私は判断している。これはまた後半に申し上げる。いずれにしてもこのそごう問題は今後の短期金融市場の金利形成にも大きな影響を与えられるので、私達として現時点でそごう問題をどのように考えているか考え方をしっかりと整理して、それを丁寧に説明する必要があると思っている。以上である。

#### 速水議長

最後になったが、中原委員お願いする。

#### 中原委員

景気認識は前回と同じである。短観が出てそれを確認した訳であるが、現在は前回の景気の山である 97 年 3 月の水準に向けて近づきつつあるが足踏みをしており、同時に今回の特色として十分に需要を伴っていないことが懸念される状況である。そこへそごう問題が出てきたので要注意と思っている。

まず景気の判断では、5 月の速報をみると、D I の先行指数が 50%位 1 か月で回復したので、D I の変化方向としては上昇局面を継続中である。C I については先行指数は本年の 1 月以来 4 か月振りのプラスになったが、一致指数は 0.8 しか増えていない。97 年 3 月を 100 とすると、現在 93 とか 94 のところで足踏みを続けている。同時に、懸念していた金融重視型長期先行指数は一応下落が止まり、2 月の水準まで回復、変化率もほぼマ

マイナスからゼロに回復している。従ってこれらをみると、今年の第4四半期の景気後退の可能性は一応弱まったと判断される。同時に一致・遅行比率をみると二段下げが明確に進行中であり、これだけ明確に下げたかつて景気に異変が起こらなかったことはないので、第4四半期辺りから落ち込む可能性が依然としてかなり強く、楽観は許さない。これを総合的にみると、下期の景気が足踏むリスク、あるいは第4四半期から落ち込む可能性が依然としてあり、97年3月の山を抜けずに単なる回復で終わってしまう正念場に来たと私は判断している。そういった中で、交易条件は依然悪化を続けており、輸出物価を輸入物価で割った数値は、昨年3月をピークに4月から下落を続けており、景気動向と並んで懸念される。また、短観は、現在の景気循環上昇局面を大体表現しており、9月の短観がピークになる可能性が出てきたと思っている。それから短観の業況判断で一つ注意しておく点は、大企業の製造業で+3になったものの、然程良くないという回答が65%でほとんど変わっていない。残りの35%の中の構成が入れ替わっていることによって景況判断がプラスになったりマイナスになったりしている訳で、大宗は変わっていないことに注意すべきである。この65%という数字は経団連が7月4日に行なった大手企業の調査において65%がゼロ金利維持に賛成というのと非常によく似ている。

次に需要項目をみると、個人消費は5月25日に日銀が行なった生活意識に関するアンケート調査で、支出のDIをみると98年3月は40.5%ポイントであったが、98年11月41.7%ポイント、99年3月42.7%ポイント、同じく9月41.3%ポイント、今年の5月41.7%ポイントということで、景況感DIは改善しているにもかかわらず、ほとんど横に這っている。それから、問題になるのは、倒産の関係であり、消費者を自営業の世帯、中小企業の就業者、卸・小売業の就業者に分けると、自営については企業倒産が増加しているし、中小企業については労働分配率の引き下げが進んでいる。さらに限界消費性向が高い卸・小売業者については収入が減ってきているので、所得環境に問題があるのではないかと思っている。そういった中で、政府税調の増税路線が出てきたし、そごうの民事再生法申請

も心理的に非常にマイナスになる。倒産と自営業の世帯の消費との関係は特に強い訳であるが、倒産の最大の原因は売上不振であり、これは名目GDPが伸びていないことと関係する訳である。売上不振の中で企業の収益が改善し続けることは至難の業である。1~6月の倒産件数前年同期比は+31.6%と戦後四番目の高さであり、負債総額も6兆9,000億円である。1億円以上の倒産は減っているが、1億円未満の倒産が非常に増えてきたことは憂慮すべきである。また、特別信用保証対象先の倒産も今年の上半期の件数が5,786件と前年同期比2.84倍になっている。消費に与える影響が非常に懸念される。

次に設備投資では、設備投資をする場合にROAを重視する方向に動いてきていることが色々な分析から分かる。これはコーポレート・ガバナンスがきつくなったとか、ディスクロージャーが良くなった、銀行の貸出態度が強くなったことを表わしているが、ROAを十分に気にするようになると設備投資の伸びはそう高くはならないと思っている。第二にIT投資は、日本では少し誤解があると思うが、アメリカではコストの削減が最大の目的であるのでデフレ的な意味合いを持っている。それから工夫をすればIT投資はミニマムにできるのでIT投資が経済を引っ張っていく程度は日本の場合にはアメリカに比べて小さいのではないかと思う。鉱工業生産の中で八つの分野をとったIT関連のウェイトは14.8%で、5月をみると、鉱工業生産の伸び率は前年比+0.2%に対して、IT関連で同+7.3%、それ以外で同-1.5%である。

失業率については、私は労働参加率も傾向的に下がってきていることが問題であって単身者世帯、若年層、パート労働を入れて調整すると失業率は4.6%ではなく6%台に入っていると思う。

そごうについては、私に言わせると今年の春先から民事再生法の重要性を説いていたところそごうという巨大会社にこれが適用されることになった。プロセスはともあれ、構造改革本格化の引金は引かれた訳で、ゼロ金利が構造改革を妨げているとの議論は必ずしも正しくないことが証明されたと思う。94年の暮れに信用組合が二つ潰れて金融危機が起こり、

97年には銀行、証券が潰れ、それが99年の春まで続いた訳であるが下手をすると金融危機の第三幕が開くと私は思っている。こうした中で民事再生法により群馬の第三セクターで3か月弱で再建計画が纏まったとのことである。従来の会社更生法であると1年か2年かかる訳だが、これが3か月弱で90%以上の債権をカットし、100%減資するという画期的な再建案が纏まった由である。こうした事例を踏まえ私はこれからいよいよ本格的な不良債権の処理が民事再生法の適用によって始まってくると思っ  
ている。東証一部で株価100円以下の企業を探すと、建設、鉄鋼、商社、流通、不動産等で有利子負債が15兆円位ある。そういったところが次に問題になってくると思う。なおそごうについては金融機関で関与しているのが150超あるが、そのうちの73行に6,390億円の債権放棄が要請されていた一方、残りの財務体質が弱い先には債権放棄が要請されなかった訳である。農協系統や第二地銀、信金といった弱い先が今後どうなるか大変に大きな問題である。

そういった中で、フィッチI B C Aが国債の格付けを下げた理由を調べてみると、必ずしも正しいかどうか分からないが名目成長率が国債の利子率を下回っており、国債発行が発散する恐れが出てきているため、それにもかかわらずゼロ金利を解除しかつ財政拡大を続けていこうとしていることに対する懸念であると私は理解している。

それから輸出入では、将来は世界経済の頭打ちやアメリカ経済減速の影響が輸出面に出ると思っ  
ている。それからアジアの国際収支をみると経常収支は改善しているが資本収支は余り改善していないので輸出入にも気をつける必要があると思う。

結論的に申し上げますと、景気は上昇局面にあって97年3月の前の山のピークに近づいているが、力強さが感じられない。特に景気の質・量が十分に伴ってきていない中で消費者物価の下落が続いている。そこへそごう問題が起こり、これが本格的な不良債権処理、構造改革の第一歩を印した訳であるので、これからがどうなるか最大の焦点だと思っ  
ている。

速水議長

それでは少し時間を頂いて、委員方の追加的なご意見または質問があれば自由にご発言頂きたいと思う。金融政策運営に直接関わる意見はまた別に承る。

一つ聞き落としたのだが、武富委員が言われていた民事再生法によるそごう問題に関する意見の中で取引先の 500 万円の措置があるというのは何か。

武富委員

1 万社あるうちの 8 割は小口で、500 万円までは制度的に救われるので、そこは潰れないで済むということである。

速水議長

それは民事再生法の中に書かれているのか。

武富委員

その辺の詳しいことは私も知らない。

田谷委員

金額については対象となる企業毎に異なる。確か第一ホテルの場合は 300 万円だった。

三木委員

あれは民事再生法だからではなく通常会社更生における措置ではないか。

速水議長

更生法でもそうなのか。



三木委員

会社更生の考え方によるものであるから民事再生法特有のものではない。

田谷委員

植田委員は前回の会合でテイラー・ルールを適用した試算を紹介された際、調統が行なっているGDPギャップの推計方法の一つで設備投資DIと雇用判断DIの加重平均から計ったGDPギャップを使ってテイラー・ルールに基づく適正なオーバーナイトコールの水準を計算されていた。その時私は植田委員はその推計方法が、色々な推計方法の中では比較的妥当であると判断したのだと思うのだが、今日の話では必ずしもそうでもないということなのか。

植田委員

政策の意見開陳の時にもう一度議論したい。

田谷委員

結構である。

三木委員

そごうの問題は一民間企業の問題であるが、なぜこれだけ経済界が騒然となったか少し考えてみたい。そごうそのものの経済的影響や金融機関に対する影響はほとんど実害はないと私は思う。問題はその裏にある不動産と建設、流通三業種の倒産予備軍が先送りのまま残っている中での景気回復であることに対する経済界の不安が大きいからであると思う。これはそごうの連鎖倒産ということではなく、少し時間をかけてから順々に出てくるだろうと皆思っていることが一番大きい。二番目は処理の仕方で、産業界、経済界は銀行を含めて、できれば生かしたいということで債権放棄による再建を考えていたと思う。それにもかかわらず法的整理となったこと

から、同種の問題について今後恐らく債権放棄は難しく、全て法的整理とならざるを得ないと産業界が受け止めたことも大きいのではないかと思う。景気回復が緒についたばかりという時に今後ハードランディング的な処理が出てくるということで心理的要因から産業界がこぞって騒然となったのではないかと思う。だから株などに対する跳ね返りは限定的と思うが、先行きに対する心理的不安には大きく影響していると思う。そういう経済諸情勢については、よく注意して判断しなければいけない局面ではないかと思う。私はそごうの債権放棄の問題には最初から反対であり当然法的処理をするべき性質のものであると思うが、我々の政策判断をどうするかについては、こういうバックグラウンドを踏まえタイミングを考えなくてはならない局面であると思う。

#### 中原委員

私も三木委員と同じように預金保険機構による債権放棄に反対であったが、色々考えると今回の民事再生法による再建はある意味では国債、地方債合わせてGDPの120%位になるという八方塞がりの状況の中で、政府与党がそういう現状を考えたいで決断されたのではないかと思っている。そういった意味でハードランディングシナリオを覚悟してなるべく早く救うと同時に短期的な動揺、混乱に十分に留意して手当てしなければいけないと思う。1年で100件程度は裁判所が処理できるのではないかと思われるので、今年と来年で最高200社は処理できる訳であり、かなり業界の再編成が進むのではないかと思う。私は民事再生法の適用はこれからどんどん起こってくると予想するし、積極的に高い評価をする。

#### 山口副総裁

私もこの問題は非常に大事な問題だと思うが、ここで議論する場合、我々の金融政策の対象とする時間的なフレームの中でこの問題がマクロ経済なり物価、最終的にはデフレ懸念払拭の展望が得られるかどうかという判断にどう響くかとの観点から議論する必要がある。余り色々な要素を

持ち込んでしまうとただ議論が混乱するばかりだと思う。債権放棄によるそごうの再建が良かったのかどうかは、再建計画の妥当性について評価するだけの情報を持っていないので、自分自身何とも判断できない。この問題が経済にどう影響を及ぼすかを考えた場合に、どうも大掛かりな債権放棄は極めて困難になって、今後は法的枠組みを使った処理に相当シフトせざるを得ないという認識から議論が始まるのだろうと思う。そうすると企業の再建計画自体が、債権放棄によって再建を目指す場合に比べれば、相対的に厳し目になってくる訳で、それが雇用などにどう影響を及ぼすかが最初の問題としてあるのだろうと思う。これは民事再生法なり会社更生法という法的なフレームを使った問題の解決にどれ位の企業が持ち込まれるのかははっきりしないので、なかなか評価できないと思う。そうすると次に大事な点は法的な処理を行なった場合に当然債権の切り捨て率が大きくなっていくことが予想される訳である。従ってそういうケースが増えてきた場合には、ある限られた期間の中で金融機関が償却・引当を大量に積み重ねなければいけない。それは当然自己資本の減少要因として響いてくる。そうすると金融機関自身の信用供与能力にどう影響するのか、あるいは融資方針といった具体的な行動にどう影響するのかが第一の問題だろうと思う。恐らく銀行自身は問題企業の状況をかなり正確に把握しているはずで、それを踏まえた経営方針なり融資方針の下にあるから、そう大きな影響が出てこない可能性の方がどちらかと言えば大きいと思う。しかしこれも状況の進展次第で当然変わり得る部分だと思う。それから自己資本に影響が出てきた場合のもう一つの問題は当然金融システムの再建の展望がどうなるかだと思う。当初銀行株が相当売られてしまったのは恐らくここについてのある種の連想が走ったからではないかと推測されるが、これもどれ位の時間の幅の中で法的枠組みを使った処理が図られ、結果としてどの程度銀行の償却・引当負担が増えていくのかという情報を具体的に踏まえて議論しないと、きちんとした結論は出せないと思う。いずれにしてもこういうところに今後のある種のリスクが潜んでいることはよく認識しておく必要がある。従ってゼロ金利についてどうするか政策的な判断を行

なう場合には、それがあつる種の金融機関にとって若干なりともコストの増加になる、マーケットの状態もよく踏まえる必要があるというのは、私も三木委員に全く同感である。

篠塚委員が、構造問題がある程度すつきりしてこないと政策変更の余地が出てこないのか、それとも当面の市場の動き、市場の心理状態、雰囲気などに力点を置くべきかといった問題を提起されたと思うが、私自身はこういう問題を抱えながらであるので経済成長率が昔ほどには高まらないと思う。それでも需給ギャップが縮小するような展望が漸く開けてきた状況にあると思っている。従つて重点は当面の市場の不安定さが短期間に収まってくれるのかどうか、市場の動きに重点を置いて考えた方が良いのではないかと思う。

別の問題で、植田委員が提起された中に需給ギャップが縮小はするだろうが依然として非常に大きい問題をどう考えるかという話があつた。これは何十年も前からある論点の一つだと思うが、私は景気が底を打つてこれから回復に向かうという一番ボトムの時には常に需給ギャップは非常に大きいし遊休能力が非常に沢山あるが、しかしそういうところから景気はなぜか立ち上がつていくという経験則を踏まえると、需給ギャップが大きいことよりも今増加し始めている設備投資にどれ位回復・拡大のモメンタムがあるかの方が重要ではないかと思う。

#### 植田委員

需給ギャップが縮小していく方向に入ったようである点は私も賛成である。しかし、現在のギャップ水準がひよつとしたら大きいかもしれないことが物価にマイナスに働いてもおかしくないと思う。政策を考える際に、縮小してきたという話とどこまで縮小すればゼロ金利を解除していいのかという話はやや別の微妙な話のような気もする。ただ我々がデフレ懸念払拭の展望までと言つてきたことを非常に狭くとれば、需給ギャップ要因、あるいは需要不足から発する価格下落圧力がある程度以上広がらないとの判断が持てればそれで良いと読み変えればこれは展望できることにな

ると思う。

速水議長

今度のそごうの問題は金額が1兆8,000億円と借入れ額が大きいことと、取引先が1万件以上あることから先行きにどのような影響を及ぼすか直ちには分からない。2、3か月でこの整理ができるのなら私も構造改革には非常にプラスになると思う。ただ、大きな問題であり、今日、明日の市場の動きや国会の質疑の状況などをウォッチしていく必要がある。このこと自体が余程大きな問題とは思わないが、より大きな変革が始まったということは中原委員指摘のとおりだと思う。少し市場の反応等みていく必要があるだろう。

中原委員

先程山口副総裁がどういう影響を銀行に与えるか分からないと言っていたが、私が聞き込みをしたあるリーディングバンクの貸出担当常務の話では、そごう問題が起こった前と後では貸出が非常に慎重になる、がらっと変えるとはっきり言っていた。

速水議長

それでは午前中はここで終了し、午後から政策に関してご意見を伺いたいと思う。今12時30分であるから、午後1時10分から再開させて頂く。

(午後0時31分中断、午後1時13分再開)

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それでは午前中の討議を踏まえて、当面の金融政策運営方針について、今回はお一人5分程度でご意見を伺いたいと思う。三木委員から願います。

### 三木委員

まずゼロ金利解除を判断する状況になったか否かであるが、マクロで見ると物価は下げ止まったと言えるし、また下落リスクもほぼなくなったとみてよいのではないかと思う。实体经济についても雇用の下落リスクは残るとしてもマクロで見れば雇用や所得は極めて緩やかな回復軌道に乗りつつあり、個人消費を押し上げる環境が整ってきた。個人消費は一進一退の状態から一進一停の状況、つまり好況でも不況でもない平時とみてよい状態にあり、デフレ懸念払拭を展望できる情勢といえるのではないかと思う。

それから二番目にゼロ金利という異常な状態から資本主義市場経済にとっての正常な金利体系に戻すゼロ金利解除の意味合いについては、超金融緩和政策の中での微調整であって、民需の自律回復が確たるものになるまで低金利政策による景気の下支えは続ける、従って直ぐには利上げを考えていないことについて、なお企業、家計に理解を求める必要があるのではないかと思う。次に財政との整合性では、景気回復のステップに合わせて補正規模も量、質の面で徐々に小さく調整していくにしても、景気回復の下支えは依然続けていることに変わりはなく、仮にゼロ金利解除となっても金融政策と財政政策とのベクトルは合っているのではないかと思う。

もう一つの問題はアメリカ経済の問題である。これまで世界の需要を一手に引き受けてきた米国にとって、その担い手の一つであるわが国の内需拡大は最大の関心事だろうと思うが、民需の回復が確たるものになるまで引き続き超金融緩和政策で下支えすることに変わりはない訳で、これは理解が得られるのではないかと思う。

三番目の問題は、判断のタイミングである。政治・経済諸情勢、特にマーケット環境としての為替、株、長期金利の動向を注視している訳であるが、先週末のそごうの経営破綻等が経済界、金融界に及ぼす心理的影響も考えると、判断のタイミングとしては決め難い。金融政策はフォワード・ルッキングが大事であるが、インフレ懸念の全くない今の状況ではなお判断の

時間的余裕もあると思う。

四番目に、政策判断としては、景気回復が最大の使命であってその足を引っ張る、あるいはスピードを遅らせることも含めて、金融政策面の失敗は今回は許されない、後戻りはできないから、判断のタイミングは極めて大切だと思う。今回はゼロ金利政策を継続することとし、なお景気回復の下支えに万全を期すべきであると思料する。

以上であるが、最後に皆さんの議論の後、どちらの決定になるにしろ今回はこれだけ世上から注目されているので、簡明な総裁談話を是非会合の後で出したら如何かと思うので、皆さんで考えて頂ければと思う。以上である。

速水議長

次に武富委員をお願いします。

武富委員

午前中の報告にもあったように、つい最近まで市場では7月のゼロ金利解除をほぼ織り込んでいた事実がある。このことは景気回復の腰が徐々に強くなりつつあって、私共の設定している解除の条件、「デフレ懸念の払拭を展望できる状況」があるという認識が共有され始めていることを表わしていると思う。これをいわばデジタル化された構図とすれば、解除の条件は出来上がっていたと思うが、物事の決定には、——先程三木委員がタイミングと言われたが——私の感覚ではアナログ的な部分も残すことが政策の効果を上げる所以でもあると思っている。そういう意味で今日現在の局面では、ゼロ金利を解除するには少し間が悪い感じがする。個別企業の問題が重要だという意味ではないが、午前中も出ていたように大型倒産直後でもあり、これが象徴していると産業界で捉えられている部分、言い換えれば、産業界における「なお念のために駄目を押す慎重な政策運営」を期待するムードが予想外に強いことに留意する必要がある。従ってアナログ的判断になってしまうが、本日、一頃市場が示唆していたようなゼロ

金利解除に動く企業家心理にマイナスインパクトを与えてしまうリスクがある。そのことを通じて景気、物価にも悪い影響を及ぼす可能性があると思うので、本日のところは解除は見合わせるのが適当であると思っている。ただ一方で、先程三木委員も少し触れられていたように、注目度が高いし、一度は市場が7月解除を織り込んだ実績がある訳であるから、解除見送りに伴う中央銀行に対するクレディビリティ喪失のリスクにもかなりの配慮をする必要があるだろうと思う。

結論的にはそういうことであるが、既にここで議論されてきたことの繰り返しになるが、最近の産業界のムードを踏まえて、改めて世間に二つ程よく理解を頂く必要があるように思う。

一つは当り前のことであるが金融政策は、本来構造問題に対する解決策を提供するものではないということである。このことは我々から世間に対して言う性格のものではなく、むしろ世間にそういうものだとして進んで理解してもらふ必要がある。あくまでも景気、物価に影響が及ぶこととの絡みで構造問題が間接的に我々の視野に入ってくるのだという余りにも基本的なことがまだ十分理解されていないように思う。ここが何とかできないかと思う。

それから二つ目は、「なお念のための駄目押し論」は、ゼロ金利政策の持っている時間軸効果を最大限ともかく引き延ばして欲しいというものなのだろうと思う。ややこれにはモラル・ハザードの臭いがするように思う。片方からみればこれにも一定の理屈があるが、もう片方からみると時間軸効果を引き延ばせば延ばすほど、先々の金融政策の調整が急激かつ大幅なものになるリスクを刻々溜め込んでいることには余り気が回っていない。それを無視すると、本来安定的であるべきものが不安定になることを十分まだ理解していない部分があるように思う。潜在成長率に見合った安定的な成長を中・長期に亘って確保していくためにも、景気局面の節目節目で先行きを見通しながら金融政策面で必要な微調整を行なっていくことが一番重要という理解が深まる必要があると思う。どうも駄目押し論の背景にはストック問題の第二波、第三波に対する不透明さからくる慎重



論の部分と、97年再現恐怖シンドロームと、94年のアメリカ連銀の利上げの時の暗示効果、こういう三つがミックスして非常にデジタル的でない超アナログなムードが漂っていると思う。これに一貫性を持たせるためにはかなりの部分をデジタル化していく必要があるし、それからアナログ的に人の心を掴むという両方を如何に巧くやっていくかが大事と思う。よくある議論にまだ景気は十分強くないのになぜ解除を急ぐのか、インフレ・リスクもないのになぜ解除を急ぐのかという類いの議論がある。気持ちはよく分かるが、何かこの議論は始めからボタンが掛け違っている気がして仕方がない。少なくとも私自身は今の段階でインフレ・リスクがあるといった議論は全くしていない訳である。民間需要の自律的回復が続く中で、デフレ懸念の払拭が展望できる状況に入りつつあるとの認識に立って、自然な形で金利を微調整してもおかしくない状況であって、何か悪い状況に対処しなければいけない訳では全くないと思う。当然微調整した後も、景気回復が十分強くない間は、緩和政策の枠組みを継続しながら中・長期的な経済の安定成長を図っていただくだけの話であり、これが本来金融政策に期待すべき姿であることをきちんとイメージしてもらう必要があると思っている。

速水議長

次に山口副総裁をお願いします。

山口副総裁

午前中申し上げたような経済についての考え方を前提にすると、ゼロ金利を解除しても良いところに入ってきたと思う。ただそのうえで三木委員が力説していたように、タイミングについてはフレキシブルに考えて良いとも思う。フレキシブルに考える場合、マーケットの動きに細心の注意を払った方が良いと思う。たまたま先週末にかけてそごうの問題が表に出てきた訳であるが、この程度のショックで金融資本市場が著しく不安定になっていくのであれば、それはまだまだ解決されずに残っている構造問題

なるものが、市場の動きを経由して景気の循環に対しても大きなインパクトを与えるものと認識を少し変えていかないといけないのだろうと思う。本日辺りのマーケットをみていると、どうやらそういうところまで心配する必要は多分ないのだろうと思うので、取り敢えず私自身は今回のそごうの問題が金融システム不安の再燃に繋がっていくようなリスクは小さいと思う。従って午前中申し上げたような経済についての展望、デフレ懸念を払拭できるようなところに漸く辿り着いたのではないかというような認識で良いと思っている。ただ、マーケットの動きに細心の注意を払う意味では、本日辺りの動きが定着していくかどうかをもう少しみた方がいいと思うので、本日のところは政策変更なしで臨みたいと思う。そのうえで、どのような決定をするにしても市場に対するクレディビリティの観点から、今度の場合ある種の説明はした方がよいのではないかと私も思う。たまたま明日国会で午後一杯使った長時間の審議を行なうことでもある。通常の慣例であると2日後に総裁が会見で説明をされる訳であるが、それを待たずに総裁以下、何名かの者が国会に対して色々な説明を申し上げなければいけない。従って、どのような線に沿って話をするかについての一般的なガイドラインのようなものを作った方がよいという意味も込めて決定会合の後何らかの対外説明を出すことにした方がよいのではないか。

速水議長

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という基準からみてゼロ金利解除の条件は満たされたと考える。ただ、金融政策運営に当たっては实体经济動向や金融市場の動向、世の中のマインドといった様々な観点を踏まえて判断していく必要があることは言うまでもない。現在唯一懸念されるのは先週のそごうの破綻の問題を特にマーケットに与える影響という観点からもう少しみる必要があると思う。とは言え、私はそごうのような問題は中長期的に日

本経済にマイナスの影響を及ぼすとは考えてない。この問題の本質は既に生じてしまった損失の分担の問題であり、債権放棄か民事再生手続かという処理方法の違いによって影響が大きく変わるとは考え難いからである。また考査局等からの説明でもこの問題は金融機関の体力に大きな影響を与えることはなさそうに思える。むしろ長い目で見れば構造改革の動きの一つとして前向きに捉えるべきものだと思う。実際、投資家の間にはそうした見方も出ていると聞いている。ただ、この問題を契機に株式市場でやや不安な動きが一時的に見られ、短期的にはある種の不安心理が芽生えていることも事実であると思う。私はインフレ・リスクが差し迫っていなければ政策判断の時間的余裕があるという立場はとっていない。経済の改善に応じて漸進的に金利を調整していくべきであると考えている。しかし、そごうの問題を受け止めて市場に神経質な動きや不安心理がみられる時にあと少し待てないというものでもない。従って本日はゼロ金利の維持を支持したいと思う。ただいずれ、市場がそこそこ安定を取り戻せば、その段階では当然ゼロ金利政策は解除すべきだと考えている。また、将来同じような種類の問題が起きてもそれは機械的に判断を繰り延べることにはならず、あくまでもその時々状況によって判断すべきだと思う。情勢判断としてはデフレ懸念の払拭が展望できるものの、タイミング的には少し様子を見る、というようにやや矛盾して聞こえる面もあるかもしれないが、判断はプリエンプティブにタイミングはプリコーシャスにという組み合わせはいわゆる適時適切な措置といって良いのではないかと思う。それから、三木委員を始め皆さんも言われていたように内外の関心が集まっていた本日の決定なので、総裁談話の形を取るかどうか別として、世の中に本日の時点で説明する必要があると思う。具体的な方策は後に検討したいと思う。

速水議長

では次、田谷委員お願いします。

## 田谷委員

デフレ懸念の払拭を展望できる情勢になりつつあるが、幾つか見極めたい点があるので今回はゼロ金利維持が適当と思う。まず、個人消費に関連して雇用所得周りの統計を確認したいと思う。特に夏季ボーナスを含んだ給与がどの位になるかという点である。第二にそごうの法的整理に関連した不確実性を見極めたいと思う。この関連ではマーケットの反応、消費者センチメント、金融システムへの影響の見極めが必要と思う。また、建設、不動産、流通などの分野を中心とした過剰債務企業への影響についての見極めも重要と思う。この点に関連しては先程山口副総裁が言われたように、基本はデフレ懸念が払拭できるかどうかに関わってくるかを考えることが中心となると思うが、その前に三木委員が言われたように、今経済界や世間が何を心配しているか見極めることも必要と思う。足許近い将来の物価情勢はこうした確認、見極めをする時間的余裕を与えるものと思う。また、物価についても下落の背景や実態をさらに検討する必要もあるかと思う。最後にどういった形になるかは分からないが、皆さんが言及していた談話といったものが必要だと私も思うので、そういうことにも私も賛成である。

## 速水議長

植田委員をお願いします。

## 植田委員

私は政策については前回申し上げたことと基本的には同じである。今朝の議論との関連で申し上げれば物価の下落傾向が需要不足から加速していくリスクは取り敢えず極めて小さくなってきていると思う。これをデフレ懸念払拭の展望ができた状態と定義すると、ゼロ金利解除をしてもいい状況かと思う。しかしながら改めて現在どういう金利をつけたいかニュートラルに考えてみると、例えばテイラー・ルールにあるような目標インフレ率と現実のインフレ率の差、あるいは潜在GDPと現在のGDPとの差、

といったものをみてどれ位の金利が望ましいかを取り敢えず考えたうえで判断したいと思う。しかし、難点は分析の結果が前提次第で大きく振れるし、テイラー・ルール自身が最適のルールとも限らないので非常に幅を持って見なくてはいけないことと、それだけでは政策決定を下す強力な材料にはなかなか得ないことである。しかしもう一度前回の結果およびその後色々考えたことを簡単に纏めさせて頂くと、先程田谷委員からどういふギャップをどうみているのかといった趣旨の質問があった。従来よく使われているような生産関数を推計し、そこに現実の資本ストックを代入する形で潜在GDPを求めていくと恐らく非常に大きなギャップが現在出てくるし、取り敢えず出てくる潜在成長率もそこそこ高いものが出てしまう。そういう中ではとてもプラスの金利を付けていく結果は得られないように思う。

そこで日本銀行でも色々工夫して作っているような、もう少しギャップが小さくなる、あるいは潜在GDPの成長率が低めに出てくるような結果を使うと潜在成長率で1%~1%台後半位となる。これを前提にさらに色々仮定を変えて計算してみると、足許のテイラー・ルールによる金利は小さなマイナスから小さなプラス—— $-0.3 \sim +0.3\%$ 位——の間に出てくる感じがする。これでもややプラス方向のバイアスを色々な意味で掛けている結果であるし、そうした金利はここ1四半期あるいはデータの見方によっては数四半期かけて漸くマイナス圏内からプラス圏内にかけて出てくるということである。そして先程申し上げたようにGDPギャップが縮小していく見通しがほぼあるので、物価が一層下落していくことがない限り、今後暫くの間緩やかに上昇していく。一年後位には最低0.25%から上の方では0.75%位までの金利が適正レートとして見込めるというような計算もできるかと思う。

ということから判断すると二つの政策の選択があり得る。すなわち色々誤差はあるものの、足許あるいは近い将来にはほぼゼロ近辺に適正レートは戻ってきた、あるいは若干のプラスが少し先に見込まれるので、解除しても良いのではないか、という立場である。この場合私は色々な時間的な余

裕が取り敢えずあることから、今月末にかけて出るボーナスやCPI等のデータをみたい。

それからもう一つの立場は、経済の動きに応じて金利を微調整することは当然であるが、それはある意味で平時において行なう作業であって、ゼロ金利という変わった政策を続けている時からプラスの平時に向かって調整を行なうことについては、ある種のジャンプが必要であることを考えて、はっきりと適正レートがプラスになるところまで待つという選択もあり得るかと思う。この場合、予想されるとおりのパスを経済が辿っていけば、あと3か月から半年位待つという選択になるかと思う。このどちらにもそれぞれ説得力があり、選択は難しいが、取り敢えず今日のところは私はどっちを取ってもゼロ金利維持だと思うので、今日はゼロ金利維持でいきたいと思う。以上である。

速水議長

次は篠塚委員お願いします。

篠塚委員

これまでゼロ金利政策の判断基準として、デフレ懸念の払拭が展望できるまでと公表してきたので、今回はこれを各委員がどのように判断するかと同時に、先週のそごう問題がその判断にどのような影響を及ぼしているか、あるいは及ぼさないか委員会の考えを表わすことが求められていると思う。

まず私は内需の自律的な回復の展望が拓けたと判断するので、前回と同様にゼロ金利政策の解除を提案したいと思う。問題はそごうの問題によってこれを先送りするか否か、という問題である。私はその判断基準として二つ考えた。まず一つの基準は、私達は常に先行きの経済情勢が非常に不確実な中で、それを前提にしながら判断を行なわなくてはならないということである。目の前に不確実な現象が出現しどちらかを選ばなくてはならない訳であるが、ある程度はっきりした蓋然性があるものであれば、私は

蓋然性が高い方に行動を移していくことが必要であると考えます。基準の二つ目は、不確実性が高い経済情勢の下では、情勢の展開が思わしくない場合には弾力的に政策を見直すこともあり得るという柔軟な態度が求められるということである。

私はこの二つの基準に照らして本日の判断を決めるべきであると思っている。結局金融政策は景気的情勢に応じて、データを見ながら先行きを考えてファインチューニングするかたちで運営するしかない訳で、その実績が市場からもきちんと評価されていくことが、結局長い目でみて本行の政策運営に対する信認を高めていくことになると思う。今までゼロ金利政策の下でファインチューニングすることがほとんど停止されてきたが、現在漸くデフレ懸念の払拭が展望できるような状況になっていると皆様のご判断が出されたので、今まさにそのことが問われている大事な局面であると思う。

この基準に照らしてデフレ懸念払拭の確率が100%あるいは90%何%の近傍までゼロ金利政策の解除を待つという考え方もあり得るかと思うが、もし100%あるいはその近傍まで待つ場合には私は問題点が三つあると思う。第一番目はダウンサイド・リスクの確率をかなりの将来に亘ってまで0%に抑えることが期待されるとなると、次から次へと待たなくてはならないので、ゼロ金利政策が長期化するという懸念がある。二番目はもし解除したとしても不確実性の中で私達は運営していかざるを得ないので、さらに不測の事態が生じることもあり得る。そうした場合には却って政策が硬直的になってしまう。そして再度緩和が必要な時がきたとしても、その緩和が遅れたり、あるいは国債の引受けなど様々な要求が出てきて異常な政策に追い込まれる危険性があるのではないかと考えている。最後にゼロ金利政策の解除について、絶対に後戻りしないような印象を世の中に与えると、市場が解除そのものに対して過度に警戒的に受け止めて、その結果解除のインパクトが大きくなり過ぎる危険があるのではないかと考える。以上三点が確実に100%あるいはかなりの近傍までゼロ金利の解除を待つといった場合にもたらされる問題点ではないかと考えている。

話は変わるが、金融政策と政府との間の整合性の問題について少し意見を申し上げたいと思う。ゼロ金利政策の解除に向けて新聞紙上では政・財界から時期尚早という大合唱が特に強まっているように私は思う。その主張としてゼロ金利政策の解除は景気政策の転換と受け止められるといった声に象徴されるように、ゼロ金利政策が景気回復にける政策当局等の意気込みの表われに祭り上げられてしまったのではないかと思われる訳である。実は私達自身、ゼロ金利政策は非常に強力な政策であると何回も言ってきたために、その効果が非常に強調され過ぎた面もあるのではないかとも思う。勿論ゼロ金利政策は市場参加者の期待に強く働きかける狙いを持ったものでもあったから、その政策効果を強調してきたことは当然なことでもあり、そうしたある種の副作用は避け難いこととも思う。従って、日本銀行としてはゼロ金利政策を解除したとしても既に皆さんが言っていたように、引き続き超低金利の範囲内にあり、政府の景気対策と整合的な金融緩和を実施していること、あるいは引き締め局面に入った訳ではないといった考え方を丁寧に打ち出していく必要があると思う。この議論の説得性を高めるためには、先程植田委員が指摘していたように、中立的な金利水準とはなんなのかといったことをきちんと明らかにすることが必要なのだと思う。前提の置き方などで非常に難しいことであるし、市場の人達一般にも納得のいくような中立的な金利水準はどこなのか示し説明するのは難しい。今後私達がどのような見通しを示せるのか、どのような金利が適正な金利水準なのかについては、私達自身が勉強していかななくてはならない宿題かと思っている。いずれにしても、民需の自律的な回復がある程度展望できる段階では、オーバーナイト金利がゼロ近傍より若干プラスになることは、資本主義経済である以上は市場でも理解してくれるのではないかと私は楽観的に考えている。以上私の政策の提案はゼロ金利政策を解除してゼロ金利を導入する前の水準のコールレート 0.25%に戻すということである。



速水議長

それでは次中原委員。

中原委員

私は、これまでと全く同じであり、現在の景気回復は非常に脆弱であると思っている。従って、財政支出の下支え、あるいは世界景気が好調なうちにさらなる量的緩和を行ないなるべく早い機会に1.5%ないし2%の成長率を少なくとも1年間位達成することが必要だと思う。これをもう少し詳しく申し上げると、まず一つは、アメリカの株価がいよいよ正念場に差し掛かってきている気がする。現在アメリカの株価は一回下落して、NASDAQを中心に中間反騰しているが、それも材料が段々と尽きてきていると考えている。アメリカにとって現在最も重要な問題の一つは石油であると思うが、この石油問題については、先月70万バーレル/日を増産したが、最近の報道では50万バーレル/日位サウジが増産する意向を示したもののベネズエラのチャベス大統領は反対とのことであるし、ロドリゲスOPEC議長も7月18日の臨時総会の開催については積極的であると伝えられている等混乱しており、現在程度の増産では在庫の補填が十分に行なわれていない。従って、原油価格は下落したが、WTIでは戻って秋口から冬にかけて強含む危険性がある。第二にイラクの立場が一段と強化され、現在300万バーレル/日を生産中であるが、イラクはもし国連制裁が解除されないならば、11月に至って石油の生産、輸出を停止すると脅迫した訳である。サウジとクウェートはこれを相殺するために増産すると公式に意思表示をしたが、増産するサウジ、クウェートの原油は重質の原油で、軽質の原油の増産には限りがある。それで軽質油と重質原油の価格差はこれまで2ドルであったが、それが6月に入ってから5ドル/バーレルに拡大した。従って、イラクがもし300万バーレル/日減産すると重質、軽質原油の価格差が拡大するばかりか、在庫積み増しもできない。他方現在アメリカの天然ガスの在庫水準がこれも何回も申し上げたが非常に低い水準にあるし、灯・軽油への需要が強いから、冬場にかけて大問題にな

る。漸くフェデラル・リザーブも石油が大変な問題だと認識し始めたようである。現在の水準を30ドルとすると、1年前に比べて3倍位であるが、問題はこれがプラスチック、石油化学製品、トラックその他の流通コストに浸透して、クリーピングインフレーション的なインフレを起こす恐れが出てきたことである。従って6月18日に発表になるアメリカのCPIについて十分見極めなければいけない。現在の30ドルという価格がどの位のインパクトかと言うと、私の計算では大体一次オイルショックの時のインパクトの6掛けであるが、現在の水準でもかなりアメリカのGDPに影響がある。そういった中でアメリカの株価については、まだ資金が例えばヨーロッパからアメリカへ入ってきている。アメリカ株式の買い越し額は、第1四半期では史上最高の588億ドルとなった訳である。それから、経済はスローダウンしているようであるが、負債が増えている。今年の3月末をみると、非金融法人の負債額は4.5兆ドルであり、GDPの46%を占める。これはフェデラル・リザーブの統計が52年に始まって以来の最高である。家計の負債は6.5兆ドルであり、GDPの67%であるので、アメリカの株式がオーバーヒートして、曲がり角を迎える可能性が高い。

それから、ゼロ金利の解除を市場が織り込んだと各委員が言っていたが、それは短期市場のことであって、例えば債券市場の反応はまるで違っていただのではないかと思う。これは長期的にみて、日本の景気が依然として低迷するような織り込み方であったと考えている訳である。それから、GDPギャップについても色々意見があったが、私はGDPギャップは確かに縮小していると思われるものの、先程の調統の推計でも98年前半位のレベルにまで戻っただけに過ぎず、依然として大きなギャップが残っていると考える訳である。それから、実際の物価の推移をみても、除く生鮮で6月の東京は前年比-0.9%、GDPデフレーターは-1.7%という状況であるので、とてもデフレから脱出したとはいえないと思う。従って、ここで強力な量的緩和を進めることが必要だと思う。

## 速水議長

それではここで私の見解を述べさせて頂きたい。本日も、ゼロ金利政策を巡る多くの論点について、様々な意見を頂き、活発な議論が行なわれた。多くの委員から指摘があったように、ここ1か月間に発表された経済指標は、これまでの経済の改善の流れがしっかりと続いていることを示すものであったと思う。注目していた6月短観では、企業部門、とりわけ製造業において前向きの循環メカニズムが顕著に働いていることが確認できたと思う。また設備投資増加の動きは中小企業にも広がっているように窺われる。家計部門では、雇用者数はまだ完全には下げ止まっていないが、賃金面では夏季賞与も前年と比べて大きなマイナスになることはなさそうだと思う。このほか、有効求人倍率、失業率などの関連指標全体として捉えれば、雇用・所得環境についても、改善の方向が展望できるようになったと言えると思う。このような情勢は、これまでの会合で議論された民間需要の自律的回復に向けた道筋がみえてくる状態に該当するといつてよいと思う。つまり、ゼロ金利政策解除の条件であるデフレ懸念の払拭が展望できるような情勢に至りつつあるというのが、私の判断である。ただ、同時に何人かの委員方の指摘もあった。第一はもう少し雇用・賃金情勢などを見極めて、いわゆるダムからの水の流れを確認したいということかと思う。第二は、先週半ばに公表されたそごう問題についてである。流通、ゼネコン、不動産等における過剰債務問題が経済に今後及ぼしていく実体的な影響について、今回の問題を機に市場心理が影響を受けるかどうか、この動向をもう少し見極めたい。ゼロ金利政策の解除は、金融引き締めの一歩ではなく、あくまで経済の改善に応じた金融緩和の微調整と位置付けて良いと思う。しかし、これが10年振りの金利引き上げという政策変更であることも事実である。これは一般的な話であるが、金利を上げることに、債務者が良い顔をしないのは当たり前で、この場合債務者は企業、財界、政府である。一方で債権者は家計の預金者であり、1,360兆円、債務を差し引いても900兆円を超える貯蓄を持っている方々かと思う。仮に金利は直ぐには上がらないにしても、金利が上がることを明るく受け取ら

れることは間違いないと思う。いつこれを行なうにしても、反対が出てくるのは避けられないと思う。正しいタイミングで正しい方向にそれを調整していくのがまさに日本銀行の役割ではないかと思う。新法の下で歴史を作っていくのは、非常な決断が必要だと思う。ゼロ金利にしたことも大変なことであったと思うが、これを解除するのも非常に大きな決断を要するものである。それ程大きく騒ぐほどのことではないではないかと言われる方もいるが、こうした政策変更を行なううえでは、できるだけ多くの委員方のご賛同を頂いたうえで決断したいというのが私の正直な気持ちである。従って、本日のところはゼロ金利政策を継続することとし、今後の推移を点検することとしたいと思っている。

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、なお意見、議論があれば自由に発言頂きたいと思う。

#### 篠塚委員

先程言い忘れたが、三木委員始め皆さんが言われていた本日の会合の決定内容について何らかの形でメッセージを出すということに私も賛成である。

後は議論のための意見であるが、多くの委員の方に質問したいが、今皆さんの意見を伺ったところでは、もしそごう問題が起きなかったならば、皆さんはどのような意見だったのか確認したい。今の皆さんの意見によると、三木委員はもしもそごう問題がなければ解除、という意見かと思う。武富委員も解除、山口副総裁も解除、藤原副総裁も解除と思う。植田委員はデフレ懸念の払拭についてはもう少しみたいという立場、田谷委員もどちらかというところである。中原委員は違う。こういうことで間違いはないか。

#### 三木委員

そういう星取りは問題である。そごう問題だけで判断のタイミングを申したのではない。一民間企業の問題で判断したのではない。

篠塚委員

そうすると、デフレ懸念払拭の展望の方についてまだもう少し確認したいということか。

三木委員

要するに判断のタイミング、かねがね言っているように大事なのは判断のタイミングである。

篠塚委員

そごう問題が起きてしまった訳であるが、私は、これが各委員のタイミングに関する判断に影響したのではないかと尋ねている積もりである。

速水議長

それは仮定の話なので、議論するのはやめましょう。

三木委員

右か左かでやるのは好ましくない。

篠塚委員

もう一つの質問は、そごう問題で市場にどの位の心理的な影響が起きるかどうかを見極めたい場合、皆さんは確認するまでにどの位の時間がかかると思っているのか、もしお答えがあるようであれば聞かせて頂きたい。

藤原副総裁

時間がどの位かかるか誰も言えないと思うし、それぞれの委員によって違うと思う。敢えて言えばこの政策決定会合のスケジュールは半年前から日程的に一応予定されているので、次の判断を下す時点までは少なくとも情勢を見極める余裕があるのではないかと思う。

三木委員

今の点は株主総会流に言えば株主の皆さんの共通の利害を阻害する恐れがあるのでお答えできないということになる。

篠塚委員

とにかく皆さんのお話では今の時点で判断は不確実性もあるから少し分かるところまで先送りしたいということだが、解除の条件はデフレ懸念の払拭としてきた訳だから、遅れば遅れるほど市場ではゼロ金利政策解除の条件が変わったのではないかというように思うのではないかと危惧している。そのような趣旨から、一体どの位の期間の先送りを考えているかお聞きしたかった。

田谷委員

少なくとも私の場合は前回も今日もデフレ懸念払拭の展望ができるかどうかの一点にかけて判断をしている。

速水議長

皆さん大体同じではないか。

山口副総裁

篠塚委員の質問は余り生産的ではないように思う。

三木委員

非生産的なので議事を進めたらどうか。

篠塚委員

議論がかみ合わないようなので、それで結構である。

#### 中原委員

皆さん総裁談話のようなものを出した方がいいと言われるが、私はそう軽々に出すべきではないと思う。ビジネス・アズ・ユージュアルで対応した方が宜しい。市場が織り込んだと言うが、債券市場なのか、外為市場なのか、株式市場が織り込んだのか、色々な市場があるので、よく分からないので、私はそのようなものをいちいち出す必要はないと思う。

それから、ゼロ金利を止めるのは微調整だといわれるけれども、これまでゼロ金利で強調してきたことはこれは時間軸で働く非常に強い政策だということである。この結果ターム物が非常に安くなってきた。同時に量的な緩和を非常に強調し、事実1兆円の積み上を作ってきた訳である。0.25%にすれば1兆円の積み上がなくなる訳で、量的緩和でなくなることは明らかである。それから、より潤沢な資金供給とか最近でも豊富で弾力的な資金供給とディレクティブに書いてあるが、それはゼロ金利であるからできることであってゼロ金利を解除すればその辺の量的な緩和感の喪失が出てくる。その辺の説明として果たして微調整という位置付けだけでいいのかには問題があると思っている。以上二点である。

#### 藤原副総裁

今の中原委員の意見についてだが政策変更するにしろ現状維持にしろ、過去の例でもこの委員会のマジョリティが重要だと判断した場合は対外説明を出している。それがそれこそビジネス・アズ・ユージュアルではないかと思うので、今のお話についても、多数が必要ありと認めた場合はステートメントを発出すべきではないかと私は考える。

#### 中原委員

勿論結構である。ただ私は反対であるという意見を言った。

#### 速水議長

声明文を出すか出さないかは調節方針に関する採決をしてから相談し

たいと思う。

そごう問題が起きて1日か2日を経たところでしかなく、どういう反響があるかもう少しみた方がいいというのは皆さん共通だと思う。ただ先程から指摘されているように日本の経済の中で整理すべきものは整理していかなければいけないので、それは早く対応した方が良くと思う。

デフレ懸念を払拭する展望が見えさえすれば as soon as possible に今のゼロ金利という緊急対策は止めたいと市場にも随分繰返して言ってきたことである。そういうことから言うと、条件が揃えば早く解除したい訳であるが、政治的にも小渕総理が入院され、国会が解散となり選挙があったりと、随分この1、2か月色々なことが起こったと思う。漸く新内閣ができて、国会が開催された訳であるが、その状態の中で行なうことがいいのかというのは私にとっては大きな意味で考えるべき matter の一つである。他にご意見がなければ…。

山口副総裁

先程中原委員が言われた後段の部分に関連して申し上げておきたい。ゼロ金利の解除を金融資本市場がどの程度織り込んでいるのかは、割合ははっきりと目に見える市場もあるし、そうでない市場もあるので、なかなか皆が納得できる結論が一つになる訳ではないと思う。例えば長期の金利がなぜゼロ金利の解除を織り込んで大きく動いていないのかということ、これは全くそういう要素を織り込んでいない訳では必ずしもなくて、長い時間軸の中で金利形成をしていれば起きてても不思議はないようなことが起きているに過ぎないとみているためと考えることも可能だと思う。それは、デフレ懸念の払拭を展望できるようになった時に、少なくともゼロ金利だけは解除するという位の金利変更しか織り込んでいなければ、長期金利が余り大きく上がる理由はない。特に資金需要が非常に弱い状態では、JGBのようなものに対象が向けられていくことを考えれば、十分説明のつく現象であると思うので、短期金融市場以外のところでは解除が織り込まれていないとは考えない。



それから、仮にゼロ金利を解除した場合に、量的緩和の部分がなくなるのではないかという指摘があった。量的緩和というのは、色々な次元での量を問題にできる訳で、中原委員が言われたのは主として準備預金市場における量の問題だと思う。それは確かにゼロ金利を続けているからできたことだろうとは思ふ。ただ、金融仲介機能が働くところから先のことを考えると、短期金利が若干の微調整を行なう位のことで金融機関の資金運用態度などが大きく影響を受けるとは、私は考えない。コールレートの微調整によって金利体系全般が非常に大きく上方シフトを起こすようなケース——例えば94年の初めにアメリカで起きたようなケース——これは少し大きな引き締まりが生じるはずだと思うが、現状では極めて考え難いというのが金融市場についての私の認識である。もう一つつけ加えるとゼロ金利の下で生じたある種の量的緩和の効果は、去年の初め位まで日本の金融市場の中に存在していた金融システムについての極度の不安、企業部門も巻き込んだ形での流動性についての極度の不安を解消する点で非常に大きな力があつたことを含めて、強力な緩和効果と私自身はみなしてきた。そういう緩和を必要とした部分については、現時点ではそれ程もう心配はなくなつてきていると思うので、解除したにしても微調整程度の幅であれば緩和の度合いを多少和らげる程度ではないかと思う。

#### 中原委員

一つだけ、言っておくと、例えば債券とか長期金利がどう織り込んでいくかは、人の見方によって違うが、ある見方によればゼロ金利を解除すれば、日本の景気がさらに落ち込む、あるいは景気回復までの期間が長引く恐れがあるので、債券金利が1.5%を割って、さらに安くなるという見方があることだけ申し上げておく。

#### 速水議長

宜しければこの辺で採決に入る。その前に政府から出席のお二方から、意見があればどうぞ。

村田大蔵総括政務次官

それでは一言申し上げます。本日は宮澤大蔵大臣の代わりに私が出席をさせて頂いた。宜しく願います。

わが国の景気は、緩やかな改善が続いているが、完全失業率が高水準で推移するなど、雇用情勢は依然として厳しく、個人消費も概ね横這い状態となっている。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はいるものの、業種や規模によるばらつきが依然存在するなど、その持続性や広がりについてなお見極めが必要である。企業収益の大幅な改善についても、企業が引き続き人件費抑制姿勢を示している中で、果して雇用・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、未だ確信を持てるような状況にはない。また、このような状況の下、最近の大型企業倒産が雇用等様々な面において経済に及ぼす影響についても十分に注視する必要があるものと考えられる。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、消費者物価指数（全国・総合）が9か月連続で前年比マイナスとなっている。このように、わが国経済がデフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になり、民需中心の本格的な景気回復を実現するかについては、なお見極めが必要な段階にあると考えられる。

政府としては、これまで財政面からの下支えの手を緩めることなく、景気を本格的な回復軌道に繋げていくために万全の体制を採ってきたが、引き続き景気の下支えに万全を期すため、速やかに公共事業等予備費を使用することとしたところである。今後とも、平成12年度予算の円滑かつ着実な執行などを通じて、公需から民需への円滑なバトンタッチを図り、景気を民需中心の本格的な回復軌道に乗せていくよう全力を尽くして参る。

わが国経済の先行きについては、なお見極めが必要と考えられることから、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の結果などをよくみたくうえで、さらに判断を行なうことが適切と考えている。このような政府の経済運営の基本的考え方については、先般開催されたサミット蔵相会合において各国

に説明し、理解が得られたものと考えており、政府としては引き続き適切な経済運営に努めて参りたいと考えている。

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も注視しつつ、豊富で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についてご理解を賜るようお願いしたい。

速水議長

河出経済企画庁調整局長お願いする。

河出経済企画庁調整局長

政府の今月の景気判断は14日に行なっているが、最近の経済動向をみると、各種の政策効果やアジア経済の回復などに加えて、金融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、雇用状況は完全失業率が高水準で推移するなど依然として厳しく個人消費も概ね横這いの状態が続いている。また企業の設備投資は持ち直しの動きが明確になっているものの実体経済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ずしも明確ではないと考えている。企業倒産もこのところ増加をしており金利の動向が及ぼす心理面を含めた影響には留意が必要だと考えている。

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への影響、長期金利の問題、円高、設備投資の持続性と波及性、企業リストラの加速、金融再編、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など様々な不確定要因があると考えている。

今後の経済運営において政府としては、わが国経済を持続可能な自律的

な回復軌道に乗せることを目指して日本経済の新生に向け、二十一世紀の新たな発展基盤となる経済社会の構築を図る観点から日本新生プランの具体化のための新たな経済政策を取り纏めることとしている。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意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景気回復に寄与するような金融政策を運営して頂きたいと思う。以上である。

#### 速水議長

それでは議案の取り纏めに移りたいと思う。

#### 篠塚委員

毎回ご説明を頂いているが、勿論、財政・金融共にポリシーミックスをしなくてはならない厳しい状況にある。今のご説明にもあったように下支えをしていく必要があるが、公共投資の成長に対する寄与度は去年の7～9月期から三期連続でマイナスになっていて、特に今年の1～3月期は外需に依存しない内需の自律的な回復基調が明確になりつつある。GDPの統計だけからであるが、政府依存による下支え効果がなくてももしかしたら景気が持ち直していけるような状況にあるとも思われるが、その辺に関してはどうにお考えであるか。

#### 河出経済企画庁調整局長

私の方からご説明する。前期比で見れば確かに篠塚委員が言われたように三期連続マイナスだが、公共投資の水準としてはここ3年高いレベルにあると思っているので、そういった面では下支えは十分行なってきたと思う。

速水議長

宜しいですか。それでは議案の取り纏めに移りたいと思う。先程の委員による検討によると、当面の金融市場調節方針についてはゼロ金利政策を継続するというご意見が大勢を占めていたように思う。そこで私の方からその旨の議案を提出したいと思う。他に正式に議案を提出されたい方は、中原委員と篠塚委員か。それでは事務局は議案を確認して配付して下さい。

[事務局より議案配付]

雨宮企画室企画第1課長

まず篠塚委員案から読み上げる。篠塚委員案、「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。」。

次に議長案である。「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7月17日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営について、「ゼロ金利政策」を継続することにより、金融緩和効果の浸透に努めていくことを決定した（全員一致 or 賛成多数）。すなわち、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりである。豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。以上。」である。

速水議長

それでは両委員は提案理由の説明をして下さい。

篠塚委員

もうこれまでの議論の中で十分説明した。

中原委員

一つは景気動向指数等からみた景気の実態は財政、輸出等外生需要に支えられた面が大きい持ち直し局面であって、先行きに一抔の危うさを含んでいる。先行きかなりの規模の補正予算の編成がなければ、秋口以降財政政策の効果が剥落するほか、景気動向指数に減速の兆しも表われつつあることを考えると、金融面からさらにアクセルを踏んで日本経済の潜在成長率と一般に考えられている1.5~2%程度の実質経済成長率を達成すべきだと思う。

それから、短観と同時に発表された例えば商工中金の中小企業月次景況観測等をもみても、中小零細企業にまで景気の回復が必ずしも十分に広がっておらず、景気が二極分化的な様相を呈しつつあることである。

また、そごう倒産のインパクトがそごう自身のみならず、三つの意味においてインパクトがある。一つは債権放棄という手法が少なくとも預保絡みの債権については採り難くなってきたということであって、業況不芳な

大手ゼネコン、不動産、流通共に非常に問題が出てくる。第二はゼロ金利の解除が噂されている微妙なタイミングでそごう問題が起き、あるいは雪印ショックが起きているため、消費者マインド、企業マインドの一部に悪影響が広がりつつある。第三はこのそごうショックを受けてみずほフィナンシャルグループの立ち上がりへの影響が懸念される。

さらに地価の下落が加速する一方でマネーサプライが失速してきている。これが将来日本経済に悪影響を与える恐れが強いといった理由から提案した。

速水議長

質問や追加的な討議があればどうぞ。

それでは、議論が出尽くしたようなので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ことにすることがご異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

ご異議がないようなので採決に移りたいと思う。政府からの出席者は一旦退席して下さい。

[政府からの出席者退室]

[篠塚委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：篠塚委員

反対：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

中原委員

植田委員

田谷委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

篠塚委員提出の議案についての採決結果をご報告する。賛成 1、反対 8  
である。

[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

中原委員提出の議案は採決の結果、賛成 1、反対 8 である。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

植田委員

田谷委員

反対：中原委員

篠塚委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

議長提出分についての採決結果をご報告する。賛成 7、反対 2、賛成多数である。なお反対は篠塚委員と中原委員である。

速水議長

賛成多数で議長案は可決された。篠塚委員、中原委員は反対理由を明確にしておかれないということであれば、どうぞ。

篠塚委員

第一に、経済が改善する中でデフレ・スパイラルを懸念して導入した極端な緩和政策を続けていくと、将来の経済変動の振れを過度に大きくする

リスクが増大すると思われる。第二に持続的な景気拡大のためには、経済実体の情勢変化に対応して金融緩和の程度を調整していくことが望ましいと思ったためである。第三にそごう問題等に類する先行きの経済情勢の不確実性は今後も前提として考えて行かざるを得ないが、その時に景気回復の蓋然性が高ければ判断の基準としてゼロ金利政策の解除に動くべきであると思ったからである。

速水議長

中原委員お願いします。

中原委員

第一点はGDPギャップは確かに縮小していると思われるが、依然として調査統計局の推計でも98年前半位のギャップレベルまで戻っただけで、依然としてかなり大きなデフレギャップが残っている。従って、もう少し積極的な金融政策を取るべきであると思う。第二は実際の物価の推移をみても生鮮食料品を除くCPIは6月東京で前年比-0.9%と、マイナス幅を拡大しているし、GDPデフレータの前年比についても昨年4~6月期以降前年比マイナスを継続して、2000年1~3月期には前年比-1.7%までマイナス幅を広げている。従って積極的な金融政策をとる必要がある。第三は現在のディレクティブにおいて、CPIの目標の明示的な提示がなく、またその背後にあるGDP成長率等経済のパスがどうなるかについても明確ではない。従って、フォワード・ルッキングでプリエンプティブな金融政策をとり難い。

速水議長

それでは議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について賛成多数でゼロ金利政策の継続を決定した。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以って指示するので願います。なお決定事項の公表は会合終了後 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願います。

ここで先程何人かの委員からもご指摘があったが、本日の会合の結果は内外で非常に注目されている。我々はこれまで金融政策運営の考え方をできるだけ正確に市場や国民に伝えるよう心掛けてきた。先週来の情勢を踏まえるとそうした努力の一環として、本日のゼロ金利政策継続の考え方を分かり易く説明する必要があると思う。通常、政策変更がない場合、2 日後の定例記者会見の席で私が考え方を説明する段取りになっているが、本日の場合はそれでは遅すぎるように思うし、明日は国会の集中審議も控えている。そこで本日の決定の背景となる考え方を取り纏めた公表文を用意してそれを発表してはどうかと思う。公表文の内容は、委員会の情勢判断とゼロ金利政策継続の考え方を簡潔に整理したものが適当と思っているので、具体的な検討は金融経済月報の基本的見解の討議によって、経済金融情勢の認識を固めた後が宜しいかと思う。その段階で私から改めて提案させて頂く。執行部はこれまでの議論を踏まえて適宜原案の作成を準備して下さい。

## V. 金融経済月報の検討

速水議長

それでは金融経済月報の検討に入りたいと思う。金融経済月報のうち最初の 3 ページが本委員会での正式な決定事項になるので、本日のこれまでの議論を踏まえて、ご検討をお願いしたい。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もらいたい。

吉田調査統計局企画役

まず実体経済部分の変更点についてご説明申し上げます。

まず総論部分では、今月は「わが国の景気は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している」と判断している。先月と比べると、持ち直しの動きと民間需要を分けて書いていたものを今月は一文で書き下すことにしている。このようにした理由を簡潔に申し上げると、設備投資が景気の牽引役を果たすほどに伸びてきており、景気が自律的に良くなっていく展望が拓けてきたニュアンスができるだけ出るように工夫した積もりである。なお、回復という言葉を目頭に使うのは、97年9月以来である。

各論について申し上げると、まず最初の純輸出では、増加傾向の前に「緩やかな」と付けている。これは輸出自体が緩やかに増えている訳ではなく、むしろ輸入の増勢が私共が思っていたよりもやや強く、ネットでみた純輸出が緩やかな増加になっているため、「緩やかな」を付けている。

住宅投資については、これまでの見方が厳しすぎた感があり、今月から「概ね横這いで推移している」と改めた。

個人消費については、乗用車販売等一部指標に改善しているところがあるので、最初に「一部指標にやや明るさが窺われるものの、……全体としては回復感に乏しい状態が続いている。」とやや文章を追加した。ただ、結論の「回復感に乏しい状態が続いている」点は同じである。

設備投資については、先月「増加している」であったが、今月は「増加を続けている」としている。なお先行きのところでこれまで「緩やかな」を付けていたが、今月から「緩やかな」を取ったことで、設備投資判断を前進させている。

それから今月は企業行動については、「成長性の高い分野を中心に、設備投資増額など積極的な行動に転じる企業が増えている。」と先月書いていた後段部分だけ残している。前段部分の設備・雇用過剰感が強いとか、財務体質改善が意識されているという表現は、先行きに書いてあるので、そういう認識がなくなった訳ではない。

家計の所得形成では、企業活動の回復に伴って所定外給与や新規求人が増加しており、僅かではあるが企業収益から家計への流れもあるので、そ

ういった点を入れた訳である。「賃金・雇用者数の減少傾向には歯止めが掛かりつつある」との結論は変わらないが、「家計の所得環境は引き続き厳しい状況にある」という言葉を冒頭にもってきて、全般的にはやや表現が前に進んだ姿になっている。

それから先行きは、全面的に変わっているような感じだが、まず公共投資では、先月まで当面増加するとしてきたが、先行き補正がなければ公共投資は減少することがみえてきたので、「遠からず減少に転じる」としている。純輸出については、「緩やかな増加が続く」としている。それから企業部門から設備投資の動きは、「企業収益の改善が続く中で、情報関連等の成長分野への設備投資は今後も増加する可能性が高い。」という表現にしている。

家計所得、雇用、個人消費は、先月までの表現だと企業の設備投資のあとに住宅投資が入っており、企業から家計所得への流れの部分がやや途切れるような表現になっていたが、今月は住宅投資を取り、設備投資のあとに「企業収益の改善は家計所得の増加を通じて、個人消費にも好影響を及ぼしていくものと考えられる。もっとも、企業の雇用過剰感がなお強く人件費抑制スタンスに大きな変化がみられないだけに、家計所得の改善テンポは当面緩慢なものとなるだろう。」とした。先月までは「今後改善に向かうとしても緩やかなものとなる」と、改善に向かうこと自体についても幾分不透明感がある書き振りであったが、若干前に進んでいる。

それから今月から、「以上を全体としてみれば、景気は、海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高いとみられる。」と、全体を総括するような文言を入れている。そのあとに、「日本銀行による金融緩和措置などによる良好な金融環境も、引き続き下支え効果を発揮していくものと期待される。」と場所は違うが先月までの表現を残している。

物価では、足許の物価動向を記述した部分は前月と中身が余り変わっていないので表現も変えていない。問題は先行きをどう書くかであるが、今月は先月まで最後に書いていた「需要の弱さに由来する潜在的な物価低下

圧力……」のところを最初にもっていき、「物価の先行きについてみると、緩やかな景気回復の持続が展望されるもとで、需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している。」というのをまず先に書いている。そのあとで、では物価指数はどのように推移するかであるが、実際の物価指数は原油価格上昇分の転嫁が、上昇方向に一時的に作用するほかに、一方で技術進歩を背景とする機械類の趨勢的な下落やこれまでの円高や流通合理化に伴う消費財価格の低下が下落方向に作用することから、「総じてみれば横這いしないしやや弱含みで推移するものと考えられる。」という表現にしている。以上である。

#### 雨宮企画室企画第1課長

2枚目の金融部分であるが、金融部分はほとんど変わっていない。上の方のパラグラフは市況の動向に応じて若干表現を変えているだけである。結語として「以上のような環境のもとで、」というパラグラフがある。これは先月までは昨年夏場からゼロ金利政策が効果を明確にし始めた辺りから「こうした企業金融を巡る環境の改善傾向が、实体经济活動にどのような影響を与えていくのか、見守っていくことが必要である。」という文章で締めていた。この文章自身は今でも変わってはいないが、実体の方が大きく変わるということもあり、そろそろ金融関係の記述を客観的に書く格好に戻しておいて良いのではないかと考えた次第である。

それから市況関係で例によって二箇所だけ数字を変えさせて頂きたい。長期国債の流通利回りであるが、「1.7%台」とあるが、本日前場1.690%、今が1.685%であるので、「1.7%前後」としたいと思う。また、為替相場のところで「106~107円台」とあるが、これも「107~108円台」と1円ずつずらしたい。以上である。

#### 速水議長

それでは意見があればどうぞ。

#### 山口副総裁

金融の方で、本日全員がそごうの問題に何らかの形で触れたが、何か書き記す手立てはないか。

#### 雨宮企画室企画第1課長

前月の月報からの流れで、株価について先週末300円下がった後、さらに1万7,000円を割るようであれば、「全体として持ち直しているが、足許やや不安定な動きがみられる」という表現も考えたが、本日の段階で前日比プラスが2日間続いているので、基本的見解の情勢判断として3日間ばかりの動きをここに入れ込むかは判断が難しいところだと思う。

#### 田谷委員

長期国債流通利回りのパラグラフのところで、流通利回りスプレッドは概ね横這い圏内で推移していると現状を表現しているが、例えばこういうところにそういった問題が起こって、今後クレジットリスクを反映した動きについて注目されるといったことを記してはどうか。

#### 雨宮企画室企画第1課長

流通利回りはそれが入った場合、割と詳しく書く必要があると思う。先程クレジット・スプレッドの説明はしたが、流通利回りでは全然まだ反映されていない。元々、社債の流通利回りはどの程度良いサンプルになっているかどうかという信頼性の問題もある。今月の発行市場のスプレッドだけをみると幾分そういう動きが出ているだけであるから、多分クレジット・スプレッドにどのような影響を与えるかは、もう1か月位みた方がいいかなという感じがしている。

#### 田谷委員

確かに問題になっている企業のレーティングは、トリプルB位であるから、そういうものはそもそもチャートがない部分である。

雨宮企画室企画第1課長

特に流通利回りではまだ出ていない。シングルAかトリプルA格位の発行条件がほんの僅か今月については上がった。その背景をヒアリングすると若干そういう問題に対する意識があるという程度で、そごう問題の前である。

篠塚委員

そごう問題が議論されたが、基本的見解に織り込むまでには至らなかったといったように、何らかの形でそごうの問題について決定会合で議論されたことを注釈に書く程度のことではできないのではないか。この基本的見解自体の中には織り込めないと思う。

山口副総裁

今のところ基本的見解に織り込むほどの市場の値動きにはなっていない。

篠塚委員

ただ後々月報をみた時にそごうの問題が検討されていたのか否か検討されると思うので、注釈でこの問題があったけれどもまだ判断は出していないといったことを入れるのは可能ではないかと思う。

植田委員

結果は議事要旨に出るから、それで確認はできるのではないか。

雨宮企画室企画第1課長

さらに申し上げると、先程指示のあった対外発表文案を別室で作成しているところであり、その中ではそのことに触れることとしている。基本的見解とそのポリシー判断とは一応分けてポリシー判断の中に入れた方が、



バランスとしては良いかなという感じがする。

山口副総裁

それで結構である。

速水議長

市場にそごう問題の影響が非常にはっきり出てきた訳ではまだないからこれはこれで良いのではないか。

それではこれで宜しいか。

中原委員

私は大体は良いが、「物価低下圧力が大きく後退している」というのは、非常に疑問である。先程から色々ご説明があるがどうしてこれが「大きく」になるのかよく分からない。

吉田調査統計局企画役

「大きく」と書いたのは今後需給ギャップが縮小していくことがかなり確実に展望できるような状況になってきていることを踏まえて、判断を進めた訳である。勿論「大きく」という表現がベストであるかどうかは議論頂かなければいけないと思うが、判断を進めた理由はそういうところにある。

・ 中原委員

この間の国際コンファランスで、テイラーの書いたグラフをみても-6%とか-7%位のギャップがあった。どういう根拠か知らないが、あれだけの学者であるからそれなりの考えがあるのであろう。後退していることは事実なのだと思うが、この「大きく」というのはよく分からない。

山口副総裁

「大きく」がなくなれば余り抵抗はないのか。

速水議長

需要の弱さに由来すると限定しているのであるから、良いと思う。

雨宮企画室企画第1課長

委員方の気持ちとしては、先月までは「物価低下圧力が小さく後退していた」ということであったかと思うが、今日の「ある程度の成長が見込める」という議論を踏まえれば、「大きく後退」と表現しても良い状況になったと思われる。これであれば、下げ圧力がなくなったとする委員の判断も、水準でみれば残っているという委員の議論も、その両方を含めて、「後退しているけれどもまだギャップは大きい」ということでカバーできるのではないかと思う。

藤原副総裁

この問題については先月の議論にもあって、そこから進んでいるとの評価から「経済活動の現状評価」にも書かれたのだと思う。私は先程の意見開陳においても、色々なものを参酌したうえで、その点については違和感なく、「大きく」とそのまま引用する形で述べたので、このままで良いと思う。

三木委員

需要の弱さに由来すると付いているので私はこれで良いのではないかと思う。

篠塚委員

技術進歩とか流通の方は別にしてるので私もこれで良いと思う。

速水議長

これで宜しいですね。

中原委員

私は反対である。

田谷委員

所得形成のところであるが、「企業活動の回復に伴って所定外給与や新規求人が増加するなど」と書いてあるが、実際のコントリビューションからみれば、所定内給与の増加の方が大きいと思うので、例えばこれを「所定内外給与」とした方が、良いのではないか。

吉田調査統計局企画役

もしその方が宜しければ、「所定内・所定外」としたい。委員方が宜しければ「所定内・所定外給与や新規求人が増加するなどの動きもみられ、」と改めたいと思う。

それでは所得形成のところをもう一度読み上げる。「家計の所得環境は引き続き厳しい状況にあるが、企業活動の回復に伴って所定内・所定外給与や新規求人が増加するなどの動きもみられ、賃金・雇用者数の減少傾向には歯止めが掛かりつつある。」と改めたいと思う。

速水議長

それではこれで宜しいですね。それでは採決をする。

[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  
篠塚委員  
植田委員  
田谷委員  
反対：中原委員  
棄権：なし  
欠席：なし

#### 横田政策委員会室長

基本的見解の採決結果を報告する。賛成 8、反対 1、賛成多数である。  
なお反対は中原委員である。

#### 中原委員

反対理由を申し上げる。GDPギャップは確かに縮小していると思われるが、依然としてかなり大きなデフレギャップが残っていると考えるので、こうした中で潜在的な需要の弱さに由来する物価低下圧力が大きく後退したとは考えられない。それから、実際に物価の推移をみても、生鮮食料を除くCPI、GDPデフレーターはマイナス傾向が続いているので、需要の弱さからくる潜在的な物価圧力の後退を過度に取り上げることには反対である。また、これは広く言うところ、いわゆる良い物価低下と悪い物価低下を言いたいのだと思うが、この二つの区別は必ずしも厳密にできるとは思えないし、今回どのような計算方法でこういうことが言えるのか必ずしも明確ではない。以上の三つの理由から反対した。

#### 速水議長

それでは、ただ今決裁頂いた基本的見解に沿い、後段の背景説明部分は必要があれば執行部で修文させて頂きたいと思う。本件の対外公表は7月

19 日水曜日の午前 8 時 50 分に行なう。

VI. 対外公表文「本日の金融政策決定について」の作成  
速水議長

それでは最後に、先程皆様に了解頂いた対外公表文の検討を行ないたいと思う。それではここで 10 分程休憩する。藤原副総裁、山口副総裁と執行部はその間に原案の準備をして下さい。

(午後 3 時 16 分中断、午後 3 時 39 分再開)

[事務局より原案配付]

速水議長

それでは、原案の用意ができたようなので、事務局から読み上げて下さい。そのうえで討議頂く。

雨宮企画室企画第 1 課長

それでは読み上げる。「平成 12 年 7 月 17 日。日本銀行。本日の金融政策決定について。(1) 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、いわゆる『ゼロ金利政策』を継続することを決定した。(2) 委員会では、景気の現状について、『わが国の景気は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している』と評価した。また、先行きについては、『海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い』と判断した。(3) 物価面では、こうした緩やかな景気回復が展望されるも、『需要の弱さに由来する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している』と判断した。(4) 以上を踏まえると、日本経済は、ゼロ金利政策解除の条件としてきた『デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢』に至りつつあるというのが委員会の大勢の判断であった。(5) しかし、最終的にゼロ

金利政策を解除するためには、雇用・賃金情勢を含め、情勢判断の最終的なつめに誤りなきを期したいとの意見があった。また、最近の『そごう』問題については、市場心理などに与える影響をもう少しきわめる必要性があることが、留意点として指摘された。(6) こうした点を総合的に検討した結果、上記方針が賛成多数で決定された。以上。」である。

速水議長

意見があればどうぞ。

篠塚委員

(5) の表現であるが、「雇用・賃金情勢を含め、」という言い方になっているが、今まで雇用・所得環境と表現してきたような気がする。ここで「賃金」と具体的に出してしまうと、その賃金のどこをみてどうなったとはっきり説明しなければならなくなる危険性があると思うので、この表現は検討した方がよいのではないか。

速水議長

「雇用・賃金情勢」を「雇用・所得環境」にするのか。

雨宮企画室企画第1課長

今までであると「雇用・所得環境」である。

篠塚委員

今までそう言っていたので、賃金は少し適当ではないと思う。

増淵理事

「雇用・所得環境」の方が良いか。

速水議長

それで良いではないか。

武富委員

賃金というのは特段の意図があるのか。

雨宮企画室企画第1課長

所定内賃金といった言葉が頭にあったので、こうなっただけだと思う。

植田委員

そごうについては、固有名詞を出した方がよいのか。難しい点だと思うが。

増淵理事

固有名詞を出した方がいいという判断である。ここでそごう問題と  
いっているのは、個別企業という意味ではないことを十分踏まえたうえで、  
きっかけがこの大きな企業の問題であることも否定できないところであ  
ると思うし、委員方もその名前に言及されたと思うので、固有名詞を出す  
べきと思う。

田谷委員

そごう問題というのは要するにそごう問題とそのインプリケーション  
といった形での議論をしてきた訳である。そのインプリケーションをそ  
ごう問題には含めて考えている訳である。多くの方は、そごうそのものを  
取れば、問題ではないという意見も多かったような気がする。むしろそれ  
の持つインプリケーションが本題なのではないか。

三木委員

その問題の持つ心理的な影響である。

田谷委員

それをそごう問題といった時に、きちんと含めて解釈されるかどうかであると思う。

雨宮企画室企画第1課長

田谷委員が指摘された点は、恐らく二つあると思う。一つはそごう問題といった時に、個別企業のことではなく、むしろその背景にあるインプリケーションであることをしっかり出さなければいけない面があることと、一方でそういうインプリケーション全般が全て解決するまで注視する訳ではないという議論を反映させる、両面あるのだと思う。そごう問題には、例えば突然民事再生法の処理に移行したショックや金銭問題も含めた問題と、あくまでマーケットとかビジネスセンチメントに与える影響に限定する、いわば大きく問題を捉える考え方と、問題を限定する考え方の両方を巧く含めなければいけないと思う。

三木委員

本当はそごう問題という形で一企業の固有名詞を出すのは好ましくない。ただ今回はこれだけそごうと言われてしまっているので、全くこの名前を出さないのも如何かと思う。従って、例えば「最近のいわゆるそごう問題については」でどうか。

増渕理事

「いわゆる」と入れるのか。

三木委員

入れたうえで、「市場心理などに与える影響」とするか。



### 篠塚委員

私が自分が使った言葉としては、「最近のそごう問題に表われた不確実性については」である。

### 増渕理事

執行部から色々申し上げるのもどうかと思うが、そごうの問題は今雨宮企画室企画第1課長が言ったような意味で、相当説明していると長くなる問題だと思う。ここでの議論そのものもそうであって、「いわゆる」とか「不確実性」というのもそういうニュアンスを込めた表現だと思う。それら多様な思いを単なる鉤カッコだけで表現できるか自信はないが、説明していると非常に長くなることをその後の「市場心理などに与える影響」も含めて読んでもらうことである程度は理解できるのではないかというのが執行部としての考え方である。恐らく詳細に説明するためには、さらに総裁会見などが必要になる可能性はあると思う。

### 速水議長

海外ではあのように破綻して潰れていくのは当たり前のことだと思う。今回特にそごうがあれだけ大きく問題になってしまったのは、やはり政府、テンポラリーナショナルライズ・バンクで処理したものが、条件がついて瑕疵担保の話がついたり、やや特異な条件の下であのような問題が大きくなってしまったのであろう。そういう意味ではまだ他の建築業界など色々出てくるかもしれないが、今のところそごう問題というのが初めてでもあるし、特異なバックグラウンドを持って出てきた問題だと思う。だから「いわゆる」をつけてもいいし、このままでもいいと思うが、「そごう」と固有名詞を出してもおかしくないと思う。

### 三木委員

一番大事なのは、別にそごうだけで判断した訳ではないことである。そういう意味では二行目に「情勢判断」と出ているところに意味があるので、

これをきちっと含め情勢判断をしたということであればこれだけ海外でも確かに出ているので固有名詞は出さざるを得ないと思う。

増淵理事

「いわゆる」を入れた方が良いか。

速水議長

説明すると長くなるからいれても良いと思う。

田谷委員

英語でいうとどうなるのか、そごうプロブレムではおかしい。

雨宮企画室企画第1課長

あるいはもう少し具体的に何かプロシージャァが突然公表されたこととか、多分日本では「最近のいわゆるそごう問題」でそういうことも含めて意味は直ぐ通じると思うが、言われるとおりに、「そごうイシューズ」とか「そごうプロブレム」だと何を言っているか分からない。

そこは専門家に相談のうえでもう少し噛み砕いた英語にする必要はあるとは思っている。

増淵理事

再生法という手続があったそのことというような感じをもう少し強く出したい。ただ、日本語の方でそう書くと逆に色々な広がりが出てくる。

田谷委員

そごうが投げかけた問題というような英語が良い。

雨宮企画室企画第1課長

それでは(5)をもう一度読み上げさせて頂く。「(5)しかし、最終的

にゼロ金利政策を解除するためには、雇用・所得環境を含め、情勢判断の最終的なつめに誤りなきを期したいとの意見があった。また、最近のいわゆる『そごう問題』については、市場心理などに与える影響をもう少しきわめる必要があることが、留意点として指摘された。」宜しければ以上で。

#### 藤原副総裁

「いわゆる」の後の鉤カッコ開いて、鉤カッコはそごうで閉じるのか。

#### 雨宮企画室企画第1課長

問題まで拡げる。いわゆる「そごう問題」。もう一度ここだけ読む。「最終的にゼロ金利政策を解除するためには、雇用・所得環境を含め、情勢判断の最終的なつめに誤りなきを期したいとの意見があった。また、最近のいわゆる『そごう問題』については、市場心理などに与える影響をもう少しきわめる必要があることが、留意点として指摘された。」以上である。

#### 篠塚委員

つまらないところであるが、今の文章の二行目で「情勢判断の最終的なつめに誤りなきを期したいとの意見があった。」というのと「意見もあった。」というのでは少し違うと思う。何となく私が今聞いた感じでは「も」のような気がする。「が」というとかなりの多くの人達を指していると思う。

#### 増渕理事

正にそういう意味合いである。

#### 田谷委員

もう一つ、英語では、(3)の「大きく後退している」の「大きく」は

どのように表現するのか。

雨宮企画室企画第1課長

多分本日の議論の「大きく」のイメージは「グレート・イクステント」というよりも「サブスタンシャリー」というイメージではないか。

田谷委員

そうしたら日本語が変ではないか。蒸し返さないが。

雨宮企画室企画第1課長

決定頂いた後、執行部でオリジナル・ドラフトからスタッフの英訳を作らせて頂くが、間に合うかどうかという問題もあるが。

速水議長

これで宜しいか。それでは採決する。

[政府からの出席者退室]

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

#### 議決結果

賛成：速水議長

藤原副総裁

山口副総裁

武富委員

三木委員

篠塚委員

植田委員

田谷委員

反対：中原委員

棄権：なし

欠席：なし

横田政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 8、反対 1、賛成多数であった。反対は中原委員であった。

速水議長

もし中原委員何か反対理由を明確にしておきたいということであればどうぞ。

中原委員

一つは特別に政策変更があった訳でもないのに、ビジネス・アズ・ユーザーで行なうべきである。第二に、本日のステートメントは従来の抽象的表現が多く、ゼロ金利解除のための具体的な項目、あるいは数字等が入っていない。第三にこれまで日銀は市場との対話を標榜して、市場にゼロ金利解除の期待を充満させてきたが、本日のステートメントでは今日の現状維持決定に至るまでの経過について市場を始め大方の理解を必ずしも得られるかどうか疑問である。

[政府からの出席者入室]

速水議長

ただ今政策委員会として賛成多数で対外公表文、「本日の金融政策決定について」を決定した。なお、この対外公表文も会合終了後 30 分後に公表する。それまでの間は厳に出席者限りということで宜しく願います。対外公表文は執行部で英語に翻訳してできるだけ速やかに公表することとするが、時間の制約上日本語での公表が先行することもあり得る。宜し

くお願いする。

Ⅶ. 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 8 月 11 日金曜日に予定している。本日は長時間どうも有り難うございました。

(午後 4 時 1 分閉会)

以 上